

# CNC 设备龙头，5G 时代推动业绩拐点显现

## ——华东重机(002685.SZ)投资价值分析报告

公司深度

◆ **CNC 机床设备龙头，下游需求拐点显现：**公司为全球港口装卸设备领先供应商，通过并购润星科技实现强强联合，切入 CNC 数控机床制造领域。受困下游 3C 领域景气度下行，2019 年公司前三季度实现净利润 1.68 亿元，同比下滑 45.45%。2019 年下半年在 5G 通信、智能穿戴等新兴领域的推动下，CNC 数控机床需求开始逐步回暖，公司业绩拐点凸显。公司业绩预告，2019 年归母净利润实现 3.08 亿元至 3.85 亿元，同比增长 0 至 25%，一举改变了公司前三季度盈利下滑势头。另外，公司重庆通用机床基地 2020 年投产，协同布局优势显著，有望为公司业绩增长提供新的动力。

◆ **5G 时代元年开启，投资规模有望超 1.2 万亿。**2020 年 5G 全球商用，我国进入大规模部署阶段。根据中国信通院《5G 经济社会影响白皮书》预测，2020 年起 5G 将带动高达万亿元的直接经济产出。考虑共建共享影响，若达到 4G 网络同等覆盖，国内 5G 宏基站数量预计在 400~500 万站。因此，在建设期主设备最为受益。

◆ **5G 时代设备先行，公司数控机床有望充分受益。**5G 基站面临高功耗难题，散热难度加大，散热模组技术方案持续升级。公司针对 5G 基站散热片加工而研发的 1066HC 等系列精密立式加工中心产品，目前已成功覆盖国内主要通信设备企业的一二级配套供应商。另外，5G 手机换机需求确定性高，预计 5G 时代会以“非金属材料+金属中框”方案为主。5G 手机中的金属中框及结构件，对比 4G 手机，加工精度要求更高，加工时间更长，从而有望推动新一轮 CNC 设备更新周期的到来。5G 手机换机潮推动精密加工迎新蓝海，公司作为 CNC 设备的龙头企业，未来有望充分受益。

◆ **盈利预测、估值与评级：**我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别有望达到 128.54、164.62、205.34 亿元，增速分别为 29.21%、28.07%、24.74%。公司 2019-2021 年净利润分别为 3.66、5.75、8.29 亿元，对应 EPS 为 0.36、0.57、0.82 元。我们给予华东重机 10 元目标价（分别对应 19/20 年 PE 约为 26/18 倍），首次覆盖给予“买入”评级。

◆ **风险提示：**下游客户对加工机床的投资不及预期风险；产能进度低于预期的风险；业绩承诺不达预期从而引发商誉减值风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	5,002	9,948	12,854	16,462	20,534
营业收入增长率	133.71%	98.88%	29.21%	28.07%	24.74%
净利润(百万元)	132	308	366	575	829
净利润增长率	343.95%	133.34%	18.90%	56.99%	44.33%
EPS(元)	0.13	0.31	0.36	0.57	0.82
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.04%	6.65%	7.41%	10.53%	13.38%
P/E	53	23	19	12	8
P/B	1.6	1.5	1.4	1.3	1.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 12 月 5 日

## 买入(首次)

当前价/目标价：6.90/10.00 元

### 分析师

王锐(执业证书编号：S0930517050004)

010-5651315

[wangrui3@ebsec.com](mailto:wangrui3@ebsec.com)

贺根(执业证书编号：S0930518040002)

021-52523863

[hegen@ebsec.com](mailto:hegen@ebsec.com)

石崎良(执业证书编号：S0930518070005)

021-52523856

[shiqil@ebsec.com](mailto:shiqil@ebsec.com)

吴柳燕(执业证书编号：S0930519070004)

021-52523690

[wuliuyan@ebsec.com](mailto:wuliuyan@ebsec.com)

### 市场数据

总股本(亿股)：10.08

总市值(亿元)：69.53

一年最低/最高(元)：4.75/7.31

近 3 月换手率：41.45%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	14.85	36.51	1.34
绝对	12.37	36.34	20.06

资料来源：Wind

## 投资聚焦

### 关键假设

1、**CNC 数控机床为公司的利润主体**。2018 年业务实现 146.59% 的增速，主要是由于当年实现了全年并表的原因。2019 下半年在 5G 通信、智能穿戴等新兴领域的推动下，公司 CNC 数控机床需求开始逐步回暖，公司业绩拐点凸显。同时，重庆通用机床基地在 2020 年投产，为公司业绩增长提供新的动力。我们根据各类型机床不同的单价及未来的销量测算，预计机床业务 2019-2021 年收入分别有望实现 32.84%、58.00%、59.49%，毛利率维持在 50.00% 的水平。

2、**公司集装箱装卸设备（港机）板块为公司的传统优势业务**。过去两年行业处于低迷期，公司 2018 年港机业务收入下降 38.85%。但是，未来在全自动化码头的趋势下，有望唤醒港机业务第二春。公司签订新加坡港务 5 亿元订单，打开了全球自动化码头市场，未来港机业务有望重回增长趋势。我们预计公司港机业务 2019-2021 年收入分别有望实现 0.00%、20.00%、20.00%，对应毛利率分别有望实现 24.00%、26.00%、27.00%。

### 我们区别于市场的观点

当前市场对于公司关注度低，普遍认为公司 CNC 下游依旧十分低迷。而在 5G 通信、智能穿戴等新兴领域的推动下，公司业绩拐点已经于 2019 年三季度显现。公司 5G 基站关键部件加工机床已实现批量交付，5G 手机换机潮也有望推动精密加工迎新的蓝海，公司作为 CNC 设备的龙头企业，未来有望充分受益。

### 股价上涨的催化因素

(1) **业绩不断释放**。步入 2019 年四季度，公司订单状况已十分饱满。后续单季度业绩不断释放，有望推动公司股价。

(2) **新的客户订单落地**。公司 CNC 机床业务的销售战略，以核心大客户为主。公司正在积极推动大客户的市场开拓，未来新的订单落地，有望成为市场催化因素。

### 估值与目标价

我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别有望达到 128.54、164.62、205.34 亿元，增速分别为 29.21%、28.07%、24.74%，毛利率分别为 6.70%、7.82%、9.44%。公司 2019-2021 年净利润分别为 3.66、5.75、8.29 亿元，对应 EPS 为 0.36、0.57、0.82 元。综合相对估值与绝对估值两种方法，我们给予华东重机 10 元目标价（分别对应 19/20 年 PE 约为 26/18 倍），首次覆盖给予“买入”评级。

## 目 录

1、 华东重机：着力高端装备，下游需求拐点显现.....	6
1.1、 港机设备+高端数控机床为核心的智能制造企业.....	6
1.2、 受益 5G 时代来临，公司业绩拐点显现.....	7
1.3、 重庆通用机床基地 2020 年投产，协同布局优势显著.....	9
2、 5G 时代元年开启，建设以中美为主导.....	10
2.1、 2020 年全球商用，我国进入大规模部署阶段.....	10
2.2、 5G 投资规模有望超 1.2 万亿，主设备充分受益.....	11
3、 5G 时代设备先行，公司数控机床充分受益.....	14
3.1、 5G 基站关键部件加工机床已实现批量交付.....	14
3.2、 5G 手机换机潮推动精密加工迎新蓝海.....	15
4、 全自动化码头趋势唤醒港机业务第二春.....	20
5、 盈利预测与投资评级.....	23
5.1、 关键假设与盈利预测.....	23
5.2、 估值分析与投资评级.....	24
6、 风险提示.....	26

## 图表目录

图 1：华东重机港机产品岸边集装箱起重机 .....	6
图 2：华东重机港机产品轨道式门式起重机 .....	6
图 3：润星科技产品钻攻加工中心 .....	7
图 4：华东重机发展历程（1989-2019 年） .....	7
图 5：2019 上半年公司主营业务收入构成（%） .....	8
图 6：华东重机营业收入（亿元） .....	8
图 7：华东重机归母净利润（亿元） .....	8
图 8：润星/创世纪 CNC 机床业务毛利率对比 .....	9
图 9：移动通信服务演进 .....	10
表 1：5G 与 4G 关键指标对比 .....	10
表 2：截至 2019 年 10 月各省市已公布 5G 建设规划 .....	11
图 10：5G 价值链开发与资本性支出份额平均值（2020-2035 年） .....	11
图 11：5G 直接及间接经济产出（单位：亿元） .....	12
图 12：4G、5G 投资规模（单位：亿元） .....	12
图 13：4G 网络建设投资构成（单位：%） .....	13
图 14：5G 网络建设投资构成（单位：%） .....	13
表 3：运营商对 5G 基站功耗测试数据 1 .....	14
表 4：运营商对 5G 基站功耗测试数据 2 .....	14
图 15：中兴通讯独特的散热片 V 齿结构设计 .....	15
图 16：荣耀“5G 标杆，不止于快”的新品发布会 .....	16
图 17：5G 智能手机市场的预测 .....	16
图 18：4 种主流外壳材质的性能参数对比 .....	17
图 19：iPhone 6 需开天线槽并且天线分布集中 .....	17
图 20：5G 需要 MIMO 多天线 .....	17
图 21：手机外壳方案 ASP 提升路径（单位：元） .....	18
图 22：纯 CNC 工艺主要加工步骤流程图 .....	18
图 23：公司 CNC 设备 HS-500T .....	19
图 24：全球港口集装箱运输（万标准箱） .....	20
图 25：集装箱运输企业经营指标景气指数:运费（截止 2018 年 6 月） .....	20
表 5：当前码头主要工艺模式 .....	20
表 6：“一带一路”沿线部分港口投资项目 .....	21
图 26：公司自动化轨道吊产品 .....	22
图 27：公司集装箱装卸设备业务收入（亿元） .....	22
表 7：华东重机收入分项预测（单位：亿元） .....	23
表 8：可比公司盈利预测与估值（收盘价为 12 月 5 日收盘价） .....	24

表 9：华东重机绝对估值关键假设 .....	24
表 10：华东重机 FCFF 估值结果 .....	25
表 11：敏感性测试结果（元） .....	25
表 12：估值结果汇总（元） .....	25

## 1、华东重机：着力高端装备，下游需求拐点显现

### 1.1、港机设备+高端数控机床为核心的智能制造企业

华东重机为全球港口装卸设备领先供应商。华东重机成立于 1989 年，总部位于无锡。公司成立后完成了交通部“七五”攻关项目——自主研发了国内首台多用途集装箱门式起重机，并将此产品国内市占率提升至第一。目前，公司集装箱装卸设备产品有岸桥、轨道吊、轮胎吊等，主要应用于港口的集装箱船舶装卸作业、铁路集装箱装卸、集装箱堆场的堆存和拖车装卸装箱等，其中轨道吊等部分产品处于国际领先地位。经过多年发展，公司港机产品不仅覆盖了国内各大主要港口码头，并出口到了全球几十个国家地区，上百个港口码头，其中还包括新加坡港务集团、韩国釜山港等世界一流知名海港以及世界顶级港口运营商 PSA、DP World 和记黄埔等旗下运营港口码头，已成为全球领先的港口装卸设备知名供应商。

图 1：华东重机港机产品岸边集装箱起重机



资料来源：公司官网

图 2：华东重机港机产品轨道式门式起重机



资料来源：公司官网

**全力打造智慧物流供应链。**2014 年，公司为应对集装箱装卸设备单一业务发展的风险，决定利用无锡地区不锈钢物流集散地的区位、渠道、信息等优势，投入资源开展不锈钢供应链服务业务。2015 年，公司通过收购诚栋不锈钢，成立弥益、铸诚不锈钢加工中心、华商通电子商务等公司，正式进入不锈钢智慧物流供应链行业。目前已形成了集不锈钢在线贸易、物流、仓储、再生资源回收利用以及供应链金融、资讯、大数据等服务，涵盖整个不锈钢贸易价值链的综合性全产业链服务。

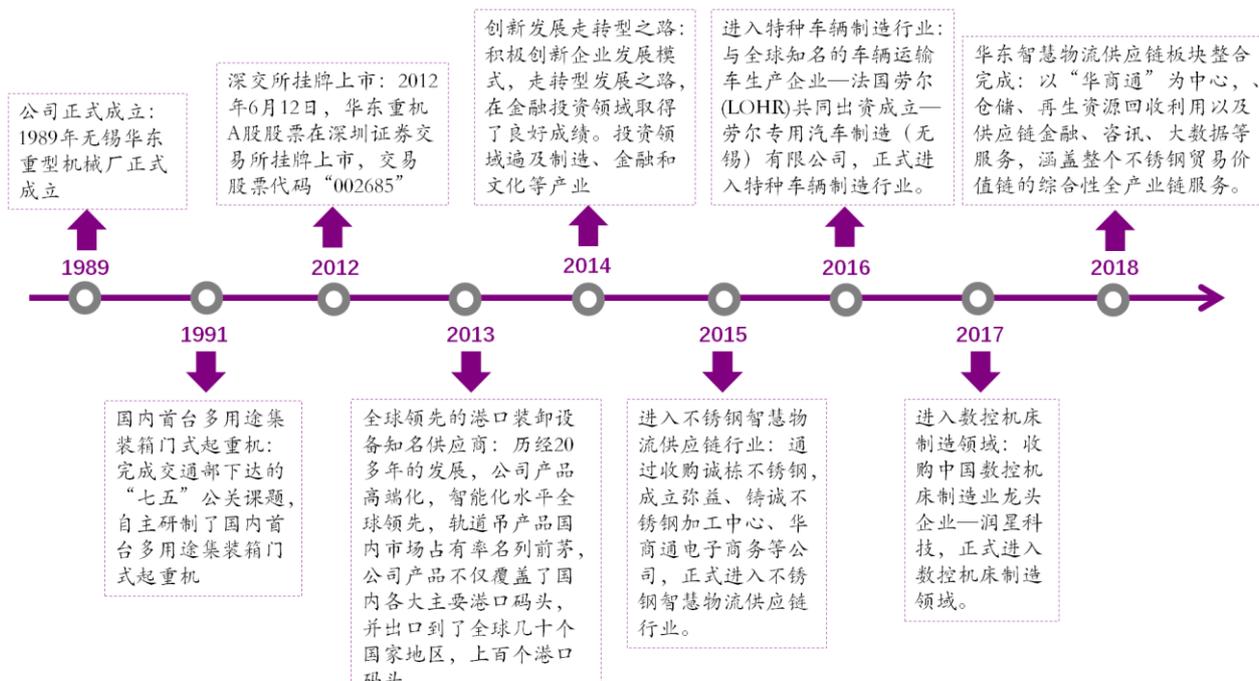
**并购润星科技强强联合，切入数控机床制造领域。**2017 年公司收购中国数控机床制造业龙头企业—润星科技，正式进入 CNC 数控机床制造领域。润星科技是我国华南地区规模最大的中高端数控机床整机制造商之一，在消费电子细分领域优势突出，市场占有率处于龙头地位。随着 5G 时代的逐步到来，相关的基础设施建设以及潜在的换机潮会带来新的设备需求，目前公司针对未来 5G 通信终端开发的多款新产品，已经逐步批量投入市场，有望充分受益 5G 时代的红利。

图 3：润星科技产品钻攻加工中心



资料来源：公司官网

图 4：华东重机发展历程（1989-2019 年）

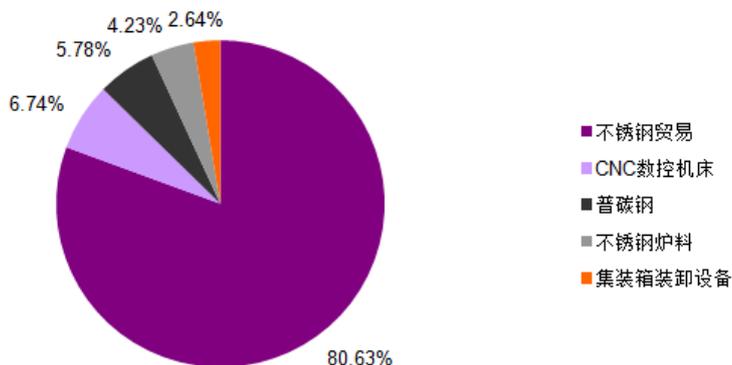


资料来源：公司官网

## 1.2、受益 5G 时代来临，公司业绩拐点显现

受益于不锈钢供应链服务业务，公司营业收入规模自 2014 年起实现快速壮大。2014 年公司营业收入为 4.99 亿元，2018 年营业收入提升至 99.48 亿元，其中不锈钢全产业链智慧供应链服务收入为 86.57 亿元，收入增幅达 113.82%，占比达到 87.02%。2018 年公司重点加大对不锈钢电商业务的投入力度，打造以线上为主、线下为辅的销售交易模式，旗下“要钢网”全年平台活跃用户数和付费用户数显著增加，进一步推动线下的不锈钢现货销量同比增长 34.5%，从而使得供应链服务实现大幅增长。供应链服务业务的收入规模较大，但是毛利率仅为 1.35%，因此在净利润增长方面贡献微薄。

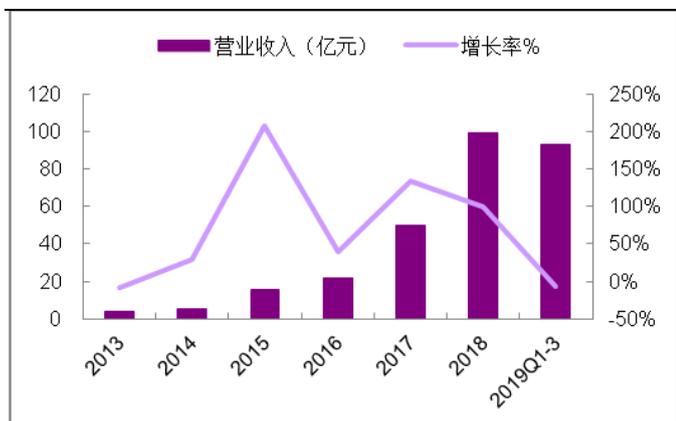
图 5：2019 上半年公司主营业务收入构成 (%)



资料来源：wind

子公司润星高端机床业务为公司利润主体。受益于 2017 年润星并表(仅四季度并表)，公司净利润实现 1.32 亿元，同比增长 340%。润星 2017-2019 年的业绩承诺分别为 2.50、3.00、3.60 亿元，2018 年润星净利润实现 3.10 亿元，完成业绩承诺，并助力华东重机净利润达 3.08 亿元，同比增长 133.33%。受困下游 3C 领域景气度下行，2019 年公司前三季度实现净利润 1.68 亿元，同比下滑 45.45%。但是，2019 年下半年在 5G 通信、智能穿戴等新兴领域的推动下，CNC 数控机床需求开始逐步回暖，公司业绩拐点凸显。2019 年 11 月 28 日公司公告，预计 2019 年归母净利润实现 3.08 亿元至 3.85 亿元，同比增长 0 至 25%，一举改变了公司前三季度盈利下滑势头。

图 6：华东重机营业收入 (亿元)



资料来源：wind

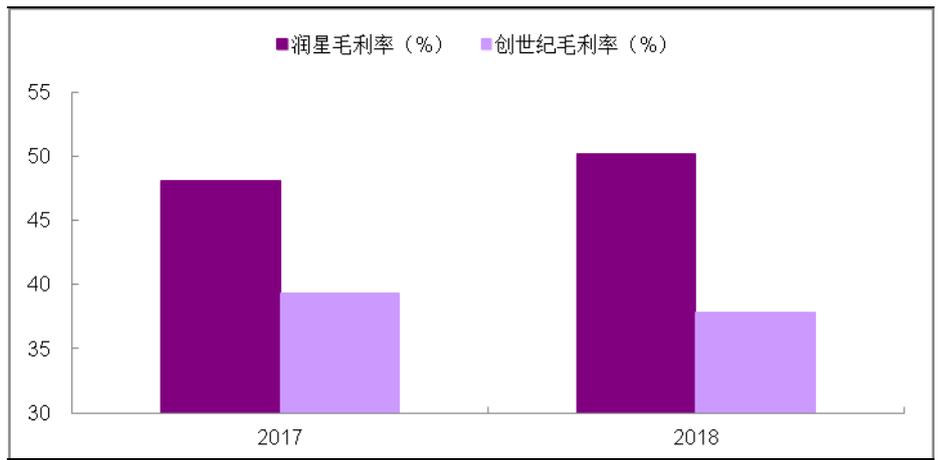
图 7：华东重机归母净利润 (亿元)



资料来源：wind

公司盈利能力突出，毛利率水平行业领先。本土 CNC 金属智能机床以润星、创世纪品牌为主。2018 年润星机床业务毛利率为 50.21%，对比创世纪 37.88%，优势显著。公司保持领先的毛利率水平，主要原因为部件以自制为主、产品结构中以高毛利的 CNC 金属加工机床为主、研发效率更加高效等。

图 8：润星/创世纪 CNC 机床业务毛利率对比



资料来源：wind

### 1.3、重庆通用机床基地 2020 年投产, 协同布局优势显著

2018 年 11 月公司公告, 与忠县政府签署《高端装备制造产业园(年产 5000 台数控机床项目) 投资协议》。公司以自筹资金在重庆忠县投资建设“高端装备制造产业园(年产 5000 台数控机床项目)”项目, 该项目计划总投资 4.2 亿元, 项目占地约 180.17 亩, 项目建设内容包括建厂房、购置机器设备等。项目建设工期为 24 个月, 项目建成后预计年产数控机床 5000 台, 年实现产值约 6 亿元以上, 税收 0.36 亿元以上。

**西南地区机床市场空间广阔。**随着国家经济发展逐渐向实体业倾斜, 机床及机加工行业作为基础性的支撑性产业, 也将持续稳健增长。机床为传统产业的基础产业, 因此其涉及的行业面非常广泛。沿海地区偏向于电子、3C 等新兴制造领域; 而内地偏重于汽车、军工、能源以及工程行业的传统制造, 尤其是西南地区有着雄厚的工业发展基础, 机械制造行业、汽摩行业、军工行业、新兴电子产业等均对高端数控机床产品需求巨大。

**重庆通用机床基地投产, 助力公司大机床产业链布局。**公司此次在重庆地区的投资, 将使公司高端数控机床业务板块在原有高速钻攻加工中心等产品的基础上, 向着为满足机械制造、汽摩、军工、新兴电子等行业需求的中大型数控机床产品制造方向迈进, 实现企业在大机床战略产业链上的布局, 与华东基地、华南基地一起形成协同优势, 提升公司及产品在西南区域市场竞争力, 为公司未来持续稳定发展奠定坚实的基础。

## 2、5G 时代元年开启，建设以中美为主导

### 2.1、2020 年全球商用，我国进入大规模部署阶段

**5G (5<sup>th</sup> generation)** ,意指第五代移动电话通信标准，完整标准预计将于 2020 年完成。3GPP 将 5G 标准分为 NSA（非独立组网）和 SA（独立组网）两种，其中非独立组网需要用 4G 的基站与核心网，是 4G 与 5G 之间的过渡方案，主要以提升热点区域带宽为主要目标，没有独立信令面。独立组网具备独立信令面，能够体现 5G 的全部特性，为真正意义上的 5G 网络。

图 9：移动通信服务演进



资料来源：CSDN

与 4G 标准相比，5G 标准在速率、流量密度、连接数密度等方面性能更优。根据 IMT-2020 的总结，5G 在流量密度、能效指标上是 4G 的 100 倍，在连接密度、时延、用户体验速率等指标的性能上是 4G 性能的 10 倍，在移动性、谱效、峰值速率等指标上的性能也显著优于 4G。

表 1：5G 与 4G 关键指标对比

关键指标	流量密度	连接密度	时延	移动性	能效	用户体验速率	谱效	峰值速率
4G	100 Gbit/s/km <sup>2</sup>	0.1 M/km <sup>2</sup>	10 ms	350 km/h	1 倍	10 Mbit/s	1 倍	0.6 Gbit/s
5G	10 Tbit/s/km <sup>2</sup>	1 M/km <sup>2</sup>	1 ms	500 km/h	100 倍	100 Mbit/s	3 倍	20 Gbit/s

资料来源：IMT-2020、光大证券研究所整理

全球运营商正在全面部署 5G 网络，GSMA 预计 2020 年全球 170 家运营商推出商用 5G 网络。国内大陆地区的中国移动、中国联通、中国电信已经纷纷在国内的城市完成试点，中国移动在终端研发方面已经具备 20 家合作伙伴，中国电信、中国联通初步定于 2020 年完成规模商用部署。根据全球移动通信系统协会 GSMA 预测，到 2020 年全球会有 170 家运营商推出商用 5G 网络。

2020 年国内大规模部署，预计 5G 基站建设数量超 80 万站。根据《2019 年 9 月我国各省份已公布 5G 建设规划》我国大部分地区 5G 规划在 2021 年底实现基本覆盖，其中一线及新一线等城市规划 2021 年底实现整体覆盖，最迟 2022 年底实现整体覆盖。

表 2: 截至 2019 年 10 月各省市已公布 5G 建设规划

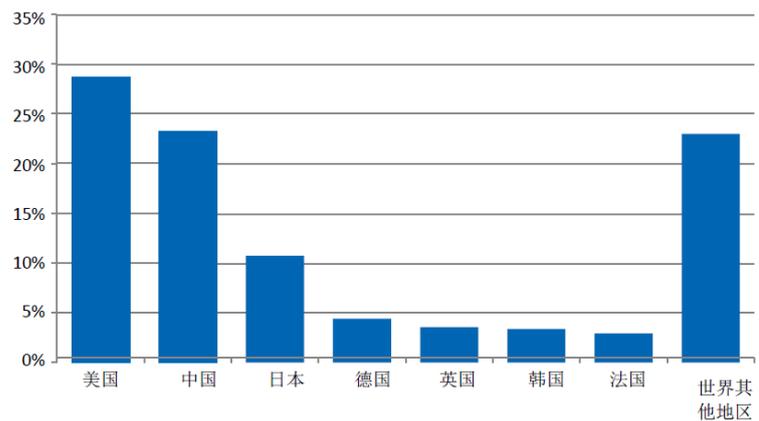
区域	已规划数量 (万站)	最晚截止年份
一线	19.5	2021
新一线	大于 23.7	2022
其他地区	大于 113	2022
总计	大于 156	大部分集中 2020 年底, 最晚 2022

资料来源: 政府采购信息网, 光大证券研究所整理

## 2.2、5G 投资规模有望超 1.2 万亿, 主设备充分受益

根据 IHS 的研究成果, 美国和中国对于 5G 的投资将遥遥领先于其他国家, 主导 5G 建设。根据 IHS 发布的《5G 经济: 5G 技术如何影响全球经济》的研究结果, 预计美国和中国的 5G 投资将领先全球, 约占全球 5G 投入的 28%、24%。除中美两国之外, 日本、德国、英国、韩国和法国的 5G 投入领先于其他国家, 世界其他地区的 5G 投入占比仅为 23%。

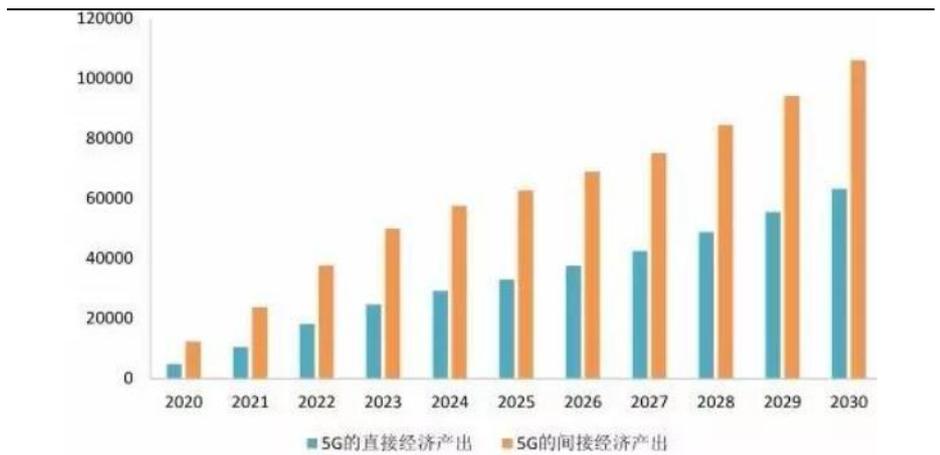
图 10: 5G 价值链开发与资本性支出份额平均值 (2020-2035 年)



资料来源: HIS

根据中国信通院《5G 经济社会影响白皮书》预测, 2020 年起 5G 将带动高达万亿元的直接经济产出。《白皮书》指出 2030 年 5G 带动的直接产出和间接产出将分别达到 6.3 万亿和 10.6 万亿元。在直接产出方面, 按照 2020 年 5G 正式商用算起, 预计当年将带动约 4840 亿元的直接产出, 2025 年、2030 年将分别增长到 3.3 万亿、6.3 万亿元, 十年间的年均复合增长率为 29%。在间接产出方面, 2020 年、2025 年、2030 年, 5G 将分别带动 1.2 万亿、6.3 万亿和 10.6 万亿元, 年均复合增长率为 24%。

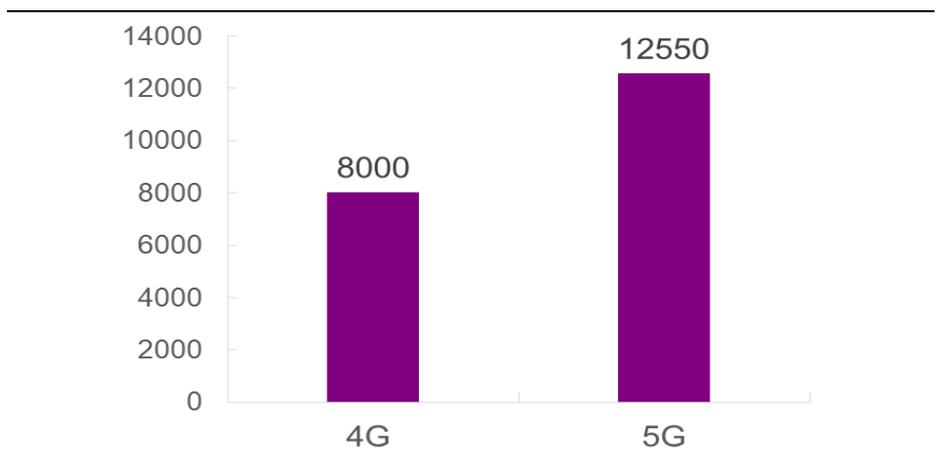
图 11: 5G 直接及间接经济产出预测 (单位: 亿元)



资料来源: 信通院《5G 经济社会影响白皮书》

**5G 投资规模远高于 4G，将达到 1.2 万亿元。**考虑共建共享影响，若达到 4G 网络同等覆盖，5G 宏基站数量预计在 400~500 万站（比原先预期下降 20%）。但考虑到 5G 单站部署成本较高，我们测算 5G 整体投资规模仍有望达到 1.25 万亿元。

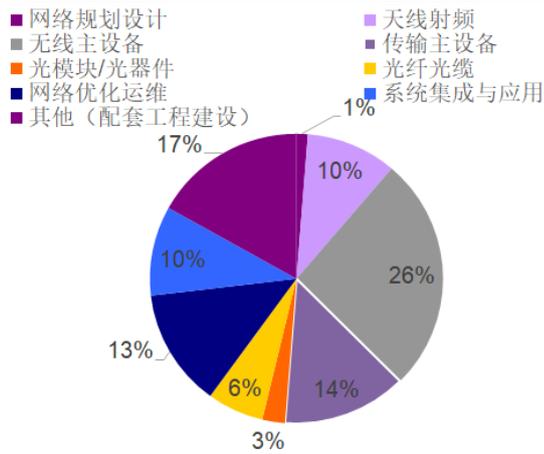
图 12: 4G、5G 投资规模 (单位: 亿元)



资料来源: 信通院、运营商、相关公司公告、光大证券研究所预测

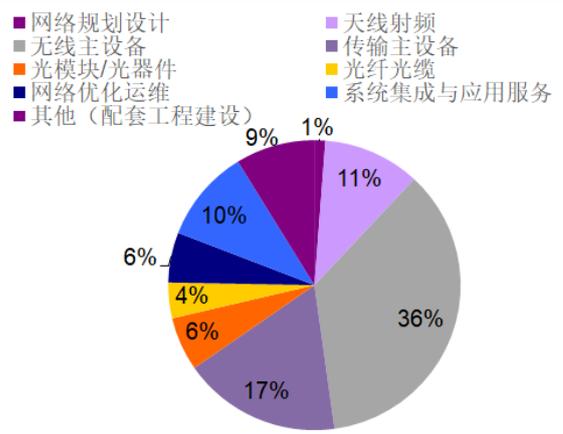
**无线主设备（基站）为投资占比最大环节。**5G 时期行业总体投资规模达到 4G 时期的 1.6 倍，无线主设备依然为占投资比重最高的细分环节，预计占比达到 36%左右，传输主设备占比达 17%，主设备投资占比与 4G 时期相比提升；天线射频投资占比由 4G 时期的 10%提升至 11%；光模块/光器件投资占比由 3%提升至 6%。

图 13: 4G 网络建设投资构成 (单位: %)



资料来源: 光大证券研究所测算

图 14: 5G 网络建设投资构成 (单位: %)



资料来源: 光大证券研究所测算

### 3、5G 时代设备先行，公司数控机床充分受益

#### 3.1、5G 基站关键部件加工机床已实现批量交付

**5G 基站面临高功耗难题。**虽然 5G 具备高网速、低延时等诸多优点，但是也面临高功耗的问题。根据运营商对 5G 基站功耗测试的数据可以看到，在 S111 配置下，100% 负荷时中兴 5G 单站的功耗为 4G 的 3.5 倍，50% 负荷时为 3 倍。

表 3：运营商对 5G 基站功耗测试数据 1

业务负荷	中兴 4G (S333)	中兴 5G (S111)	华为 5G (S111)	中兴 4/5G 功耗对比
100%	1044.72W	3674.85W	3852.5W	5G 约是 4G 的 3.5 倍
50%	995.06W	2969.97W	3196.2W	5G 约是 4G 的 3 倍

资料来源：鲜枣课堂

**AAU 是 5G 基站功耗增加的主要原因。**5G 基站的主设备，主要是由 BBU 和 AAU 组成。由于引入大规模天线技术，AAU 的体积、重量、散热都受到挑战。从运营商对 5G 基站功耗测试的数据可以看到，在不同的负荷水平下，BBU 的平均功耗波动不大，维持在 293W 水平，而 AAU 则随着负荷不断增加，平均功耗也出现大幅上涨。

表 4：运营商对 5G 基站功耗测试数据 2

设备分类	业务负荷	中兴		华为	
		AAU/RRU 平均功耗 (W)	BBU 平均功耗 (W)	AAU/RRU 平均功耗 (W)	BBU 平均功耗 (W)
5G	100%	1127.38	293.012	1175.4	325.8
	50%	892.32	293.012	956.8	325.8
	30%	762.43	292.537	856.9	319
	20%	733.92	293.2333	797.5	319
	10%	699.36	293.416	738.6	319
	空载	633	293.568	663	330
4G	100%	289.68	175.68		
	50%	273.58	174.32		
	30%	259.1	171.92		
	空载	222.59	169.44	236.7	286.26

资料来源：鲜枣课堂

**高功耗带来散热难度加大，散热模组技术方案持续升级。**面对 5G 基站严峻的功耗难题，新的节能技术有望引入进 5G 基站，例如采用更高工艺制程的芯片、更节能的器件材料、动态休眠、载频/时隙关断技术，以及引进更科学的散热方法。而在当前，散热模组愈发得到重视，新的材料及结构设计得到开发，在整机结构上实现进一步的轻量化。

**图 15：中兴通讯独特的散热片 V 齿结构设计**



资料来源：导热邦

公司针对 5G 基站散热片的新型机床产品已成功覆盖国内主流通信设备厂商。受益于 5G 基站的建设，通信设备行业相关产业链的投资需求出现明显的增长态势。公司针对 5G 基站散热片加工而研发的 1066HC 等系列精密立式加工中心产品，目前已成功覆盖国内主要通信设备企业的一二级配套供应商，有望成为公司下半年业绩反转的主要动力之一。

未来三年 5G 基站建设有望带动约 13 亿的散热片加工机床新增空间。国内 5G 宏基站的规模预计达到约 400~500 万个，根据 4G 类比，全球 5G 基站数量有望达 1000 万个。单个宏基站的 AUU 需配置三个散热片，我们假定 2020-2022 年全球宏基站建设数量分别为 110、130、140 万站，单月高峰出货量有望达到 18/22/23 万站，一台高端机床一天可完成加工 2 个基站散热片的需求量，设备使用率为 70%，则可以推算出未来三年 2020-2022 年市场对于机床保有量的需求分别为 4365/5159/5556 台，假定 2019 年底市场保有量 2000 台，20~22 年增量需求分别为 2365/794/397 台，对应市场空间分别为 8.3、2.8、1.4 亿元（单价 35 万）。

### 3.2、5G 手机换机潮推动精密加工迎新蓝海

5G 手机换机需求确定性高。2018 年底韩国率先实现商用，然而仍缺乏手机终端，初期局限在 B 端应用场景；2019 年全球 5G 网络小规模商用正式启动，11 月 26 日，华为在新品发布会上，推出了全新的双模 5G 旗舰手机——荣耀 V30 和荣耀 V30 PRO。我们预计 2020 年大规模商用有望铺开，5G 手机出货逐步规模化，5G 换机周期有望刺激全球手机整体出货小幅回暖。

图 16: 荣耀“5G 标杆, 不止于快”的新品发布会

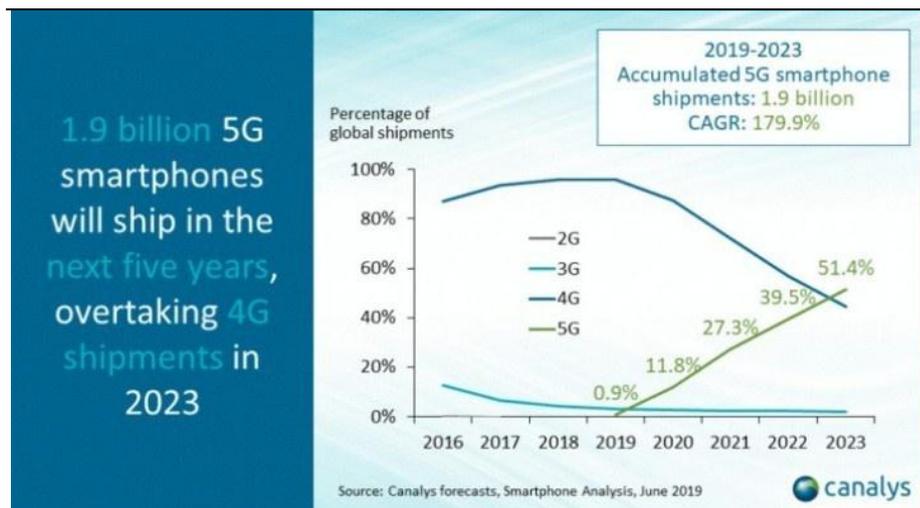


资料来源: 中关村在线

**2020 年 5G 手机有望实现快速上量。**回顾国内 3G/4G 手机渗透进程: 3G 手机渗透较为缓慢, 工信部于 2009 年 1 月发放 3G 牌照后, 2012 年 1 月 3G 手机出货占比方才首次超过 50%, 时隔约 3 年。受益智能手机快速渗透, 4G 手机渗透进程显著加快, 工信部于 2013 年 12 月发放牌照, 当月 4G 手机即开始出货, 于 2Q14 开始起量, 10 个月后(即 2014 年 9 月) 4G 手机出货占比便首次超过 50%; 伴随运营商组网建设基本完成以及手机传统出货旺季, 4G 手机于 4Q14 集中放量; 14 个月后出货占比迅速攀升至 80%而后渗透速度有所放缓, 两年后出货占比基本稳定在 95%左右。我们预计国内 5G 手机有望于 2020 年实现上量, 具体节点有赖于运营商组网建设进度以及主流品牌新机发布节奏。

**5G 手机大势所趋, 预计 2023 年份额超 50%。**根据市场调研公司 Canalsy 发布的有关 5G 智能手机市场预测, 2020 年 5G 手机份额有望达到 11.8%, 并且预计将会在 2023 年迎来拐点, 市场份额会超过 50%, 从而超越 4G 手机成为市场中的绝对主流。

图 17: 5G 智能手机市场的预测



资料来源: Canalsy

5G 时代手机以“非金属材料+金属中框”方案为主。追溯手机外壳的演变史，从最初的工程塑料，包括聚碳酸酯（PC）、ABS、尼龙、聚砜等，再到凯夫拉纤维、碳纤维、玻璃、陶瓷、不锈钢、金属等材料。在 5G 以及无线充电等新型技术下金属外壳的不足变得十分明显。5G 需要 MIMO 多天线（包括主天线、蓝牙天线、GPS 天线、WiFi 天线、NFC 天线等），大幅增加单位手机配置天线数（可能多达 16 根），且由于需要减少人手遮挡，其最佳位置为手机两端，这将倒逼其它天线布局的重新设计，金属外壳紧张局促的天线放置空间便显得更为不便。因此，金属中框搭配非金属后盖的外壳设计方案再度受到重视，目前玻璃及陶瓷以其优良的性能参数较受青睐。

图 18: 4 种主流外壳材质的性能参数对比

材质	适用外壳设计方案	电磁屏蔽性	耐磨性及硬度	脆性	感官档次
塑料	中框+塑料后盖	无影响	最差 莫氏硬度 3.0 左右	较好	最低
金属	全金属一体化机身	极大影响，需开槽注入塑料形成手机信号带。	较差 莫氏硬度 6.0 左右	最好	较高
(康宁) 玻璃	金属中框+玻璃后盖	无影响	较好 莫氏硬度 7.0 左右	最差，但能满足跌落实验	较高
氧化锆陶瓷	金属中框+陶瓷后盖	无影响	最好 莫氏硬度 8.5	较好，能满足跌落实验	最高

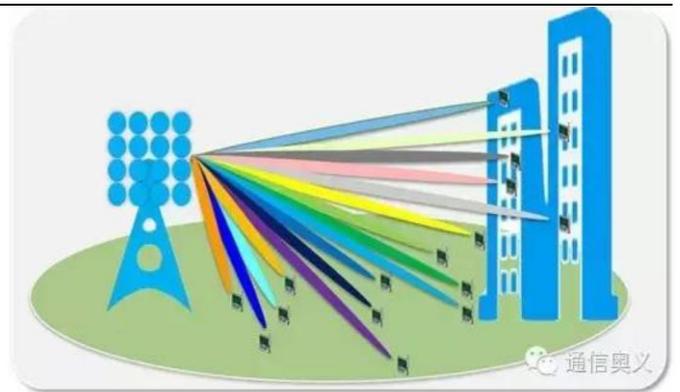
资料来源：慧聪网、天极网、手机网、万家、机电之家、快科技、光大证券研究所整理

图 19: iPhone 6 需开天线槽并且天线分布集中



资料来源：太平洋电脑网

图 20: 5G 需要 MIMO 多天线



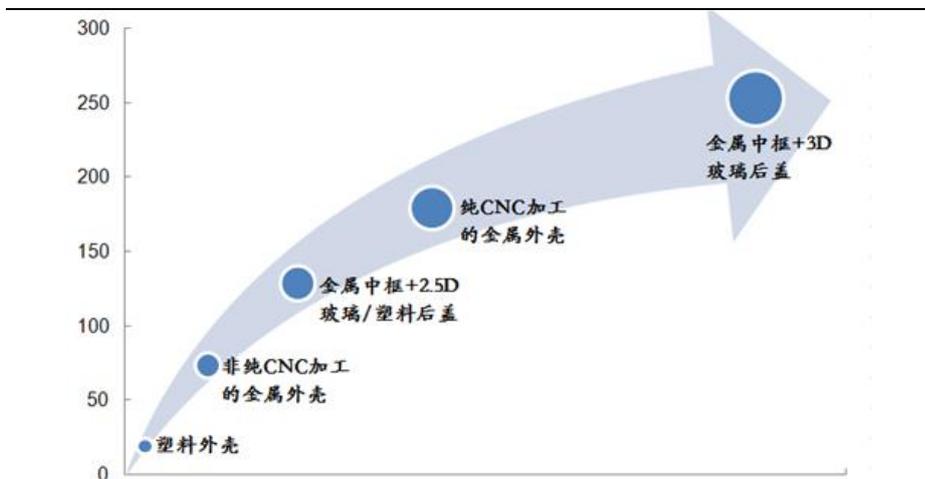
资料来源：通信奥义

我们认为现阶段高端金属外壳市场受玻璃、陶瓷挤占，但带来规模更大的金属中框这一新增市场。鉴于金属外壳的天然弊端，手机外壳的材质必然向玻璃、陶瓷等非金属材料转变。然而不论玻璃还是陶瓷，仍需与金属中框配套，“金属中框+非金属后盖”设计将为金属外壳厂商带来存续发展空间。

金属中框作为整部手机的“骨架”，除外部边框外，其内部亦囊括金属中板，可为手机屏幕玻璃及后盖提供机械支撑作用。金属中框在结构及加工工艺上较金属外壳更为复杂，且由于金属中框需要上下两面 CNC 加工，因

此金属中框 CNC 加工占用时长较金属外壳加工更长，约为金属外壳的 1.5 倍，平均单价更高。

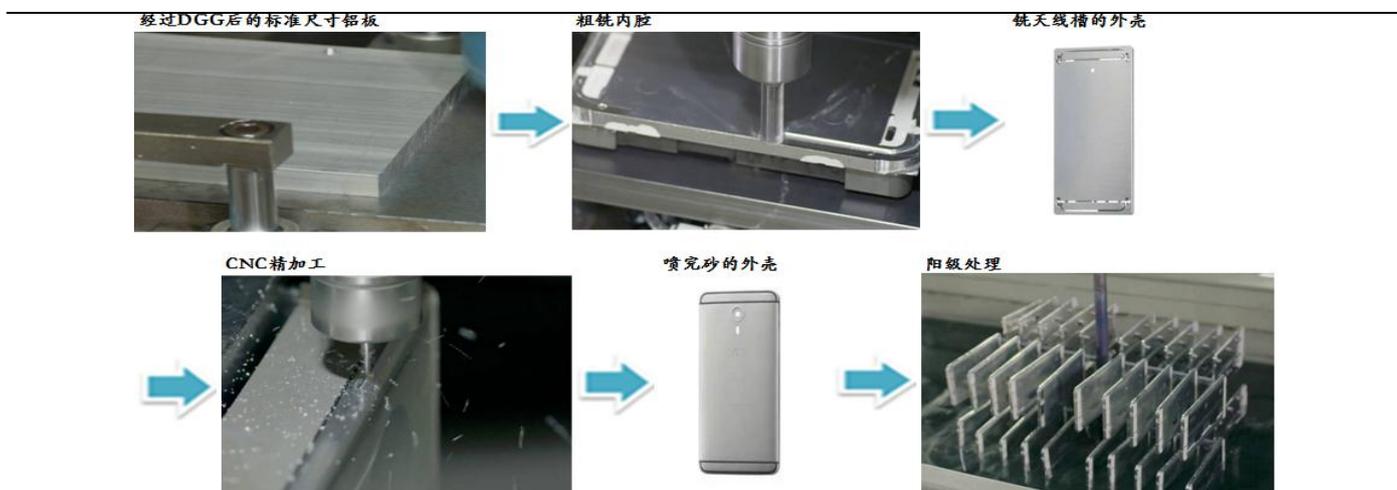
图 21：手机外壳方案 ASP 提升路径（单位：元）



资料来源：光大证券研究所

纯 CNC 统领高端市场，构筑高资金壁垒。不同于塑料外壳简单使用模具便能较好成型，金属的强度比塑料高出很多，因此制造金属机壳需要专业的加工设备——CNC 数控机床。单台 CNC 设备成本超 20 万元人民币，金属机壳制造商若实现规模化生产，需购入数千台甚至数万台 CNC 设备，高昂的 CNC 设备成本以及规模化生产要求，为金属机壳制造业垒起较高的资金壁垒。

图 22：纯 CNC 工艺主要加工步骤流程图



资料来源：艾邦高分子、新材料在线、光大证券研究所整理

5G 换机潮有望推动新一轮的 CNC 设备更新周期。5G 手机中的金属中框及结构件，对比 4G 手机，加工精度要求更高，同时也需要更多的加工时间、更为复杂的工程设计以及更为严格的制造管控。目前市场存量的 CNC 设备，过去从事与 4G 手机的加工制造，而在未来 5G 手机时代，存量设备的加工效率及成本均不能满足要求，我们预计 5G 手机有望推动业内迎来一波新的 CNC 设备更新周期。

公司在消费电子领域优势突出，近年来针对 5G 通信领域的加工需求，研发储备多种产品，包括玻璃精雕机、陶瓷加工机、石墨加工机及专用精密立式加工中心等系列新产品，自 2018 年产品开始逐步批量生产并批量交付客户。钻攻加工 HS-500T 为公司当期主要的 CNC 设备之一，其钻孔、攻丝效率和质量是普通加工中心的 10 倍以上，高精度主轴标准转速可达 2 万 rpm，远高于当前市场存量设备的 1 万 rpm 水平。5G 手机换机潮推动精密加工迎新蓝海，公司作为 CNC 设备的龙头企业，未来有望充分受益。

图 23：公司 CNC 设备 HS-500T



资料来源：公司官网

## 4、全自动化码头趋势唤醒港机业务第二春

公司集装箱装卸设备（港机）板块为公司的传统优势业务。此项业务主要产品有岸桥、轨道吊、轮胎吊等，应用于港口的集装箱船舶装卸作业、铁路集装箱装卸、集装箱堆场的堆存和拖车装卸装箱等，其中轨道吊等部分产品处于国际领先地位。目前，公司的港机产品不仅覆盖了国内各大主要港口码头，并出口到了全球几十个国家地区，上百个港口码头，其中还包括新加坡港务集团、韩国釜山港等世界一流知名海港以及世界顶级港口运营商 PSA、DP World 和记黄埔等旗下运营港口码头，是全球领先的港口装卸设备知名供应商。

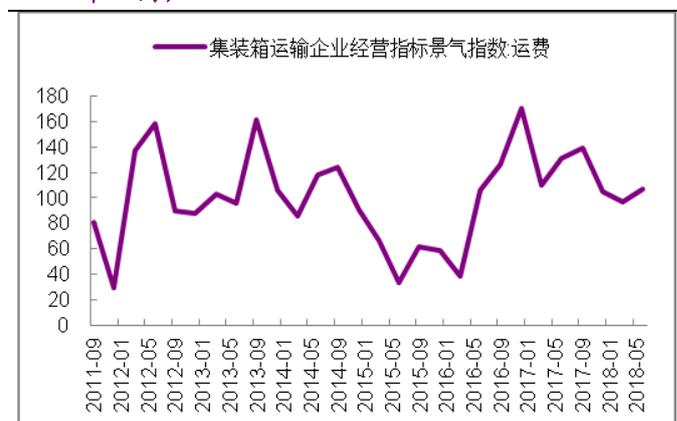
港口景气度，全球集装箱运输量增速放缓。航运与全球贸易有关联，与世界经济也是戚戚相关。近年来，全球集装箱运输量稳步提升，但增速有所放缓。2016 年全球经济增长触底后，全球主要经济体恢复，集装箱运输经营指标景气指数运费同步出现大幅回升。

图 24：全球港口集装箱运输（万标准箱）



资料来源：wind

图 25：集装箱运输企业经营指标景气指数:运费（截止 2018 年 6 月）



资料来源：wind

全自动化码头已成为港口领域发展的趋势。随着集装箱船的大型化，集装箱码头面临吞吐量急剧增加的巨大压力，加之劳动力成本增加和劳动力资源匮乏，以及环保理念深入人心，高效节能的自动化码头已成为码头发展的趋势。传统的集装箱装卸操作属于高空危险作业，而在当前的全自动化码头，工作人员只需在远程控制室里轻点鼠标，就能高水准地操控装卸作业。自动化码头可实现 24 小时作业，自动化率可以达到 90% 以上，效率取得质的提升，同时还能实现二氧化碳排放下降 10% 以上。

表 5：当前码头主要工艺模式

码头简称	工艺模式	岸线	码头面积	岸边装备	水平/场地设备	通过能力	投产时间
汉堡港 HHLA CTA 码头（第二代）	双小车岸桥+AGV+ARMG	1400m	98.35 万 m <sup>2</sup>	15QC	86 台 AGV/52 台 ARMG	300 万 TEU	2002 年 6 月
鹿特丹码头（第三代）	第二代双小车岸桥+AGV+ARMG	1500m	84 万 m <sup>2</sup>	16QC	96 台 AGV/58 台 ARMG	230 万 TEU	2010 年 6 月
厦门远海自动化码头（第四代）	双小车岸桥+AGV(电池动力)+ARMG	447m	16.66 万 m <sup>2</sup>	3QC	18 台 AGV/16 台 ARMG	91 万 TEU	2016 年 3 月
上海洋山港（四期）	双小车岸桥+轨道分配（电力驱动）+自动化轨道吊（立体库）模式	2350m	223.16 万 m <sup>2</sup>	16QC	88 台 AGV/80 台 ARMG	630 万 TEU	2017 年 12 月

资料来源：港口圈

“一带一路”倡议为沿线港口迎发展良机。目前我国积极开展与“一带一路”沿线港口的投资合作。根据中国港口协会常务副会长陈英明表示，截至2018年年底，中国参与了全球34个国家42个港口的建设经营，海运服务覆盖沿线所有沿海国家。中国码头运营商和港机公司借此机遇，积极推动国际化战略，在“一带一路”沿线港口，布局无人化码头解决方案。

表6：“一带一路”沿线部分港口投资项目

	投资项目	投资规模
柬埔寨 深水港	由天津优联投资发展集团承建	28 亿美元
斯里兰卡 科伦坡港	科伦坡港城项目由中国交建集团和斯里兰卡港务局合作开发	一期投资 14 亿美元，后续将带动约 130 亿美元的二级开发
巴基斯坦 瓜达尔港	巴方将把瓜达尔港 2231 亩土地租赁给中方，为期 43 年，用于建设（瓜达尔港）首个经济特区	一期工程总投资 2.48 亿美元，中方出资 1.98 亿美元
马来西亚 马六甲皇京深水港	中国电建集团 EPC 总承包的马来西亚马六甲皇京港深水补给码头	投资 80 亿马币
伊朗 恰巴哈尔港	2013 年中国主动向伊朗提供 6000 万欧元(约合 4.83 亿元人民币)，用于升级恰巴哈尔港	
吉布提 吉布提港	中国招商局国际有限公司以 1.85 亿美元收购吉布提港口 23.5% 的股份	
缅甸 皎漂港	中信集团与泰国正大、中国港湾、招商局、天津泰达、云南建工组成联合体中标皎漂特区的工业园和深水港项目	90 亿美元，第一阶段投资 32 亿美元
孟加拉国 吉大港	中国已承诺设立一家投资基金专门对吉大港建设提供援助，整个建设工程可能需花费 90 亿美元	
巴哈马 北阿巴科岛新建港	由中国进出口银行提供优惠贷款、由中国港湾工程公司总承包新建的北阿巴科岛港口项目	预算金额 3900 万美元
埃及 塞得港	中远海运港口有限公司收购位于埃及塞得港的 Suez Canal Container Terminal S.A.E. 20% 股权	
坦桑尼亚 巴加莫约港	招商局国际投资 100 亿美元承建坦桑尼亚巴加莫约港项目	

资料来源：光大证券研究所根据人民网、中国建设报等网站信息整理

**公司积极推动港机自动化的发展。**近年来在传统优势产品的基础上，公司持续加大对港口码头自动化技术的研发投入力度，已成功进入面向国际一线集装箱码头运营商的设备市场，产品的自动化和智能化标准不断提高。2018 年公司为 PSA 巴拿马国际码头、韩国釜山新港承制的自动化轨道吊已投入使用，高效运行。项目采用集卡定位、远程控制等自动化系统，帮助码头实现真正无人化、智能化、自动化作业。

图 26: 公司自动化轨道吊产品



资料来源: 公司官网

与新加坡港务签订订单, 打开全球自动化码头市场。2019 年 3 月公司公告, 与新加坡港务集团签署自动化轨道式集装箱门式起重机的订购合同, 金额约为 5 亿人民币。此次与新加坡港务的合作, 有助于提升公司在国际市场上的综合竞争力和自动化系统解决方案能力, 有利于公司抓住未来全球自动化智慧堆场及码头新建和改造的巨大市场机遇, 对市场占有率的进一步提升具有标杆性的战略意义。

图 27: 公司集装箱装卸设备业务收入 (亿元)



资料来源: wind

## 5、盈利预测与投资评级

### 5.1、关键假设与盈利预测

华东重机是以“港机设备+高端数控机床”为核心的智能制造企业，收入主要由不锈钢全产业链智慧供应链服务、CNC 数控机床、集装箱装卸设备三项业务构成。

1、不锈钢全产业链智慧供应链服务业务 2018 年收入占比达到 87.02%，2018 年公司重点加大对其投入力度，旗下“要钢网”全年平台活跃用户数和付费用户数显著增加，使得供应链服务实现 113.82% 的大幅增长。我们预计供应链服务业务有望在公司的大力整合下，未来三年有望延续不断增长，预计 2019-2021 年收入分别为 30.00%、25.00%、20.00%。供应链服务业务毛利率仅为 1.35%，在净利润增长方面贡献微薄，我们预计 2019-2021 年毛利率有望维持 1.35% 的水平。

2、CNC 数控机床为公司的利润主体。2018 年业务实现 146.59% 的增速，主要是由于当年实现了全年并表的原因。2019 年上半年，受困下游 3C 领域景气度下行，数控机床业务收入下滑 43%。2019 下半年在 5G 通信、智能穿戴等新兴领域的推动下，公司 CNC 数控机床需求开始逐步回暖，公司业绩拐点凸显。同时，重庆通用机床基地在 2020 年投产，为公司业绩增长提供新的动力。我们根据各类型机床不同的单价及未来的销量测算，预计机床业务 2019-2021 年收入分别有望实现 32.84%、58.00%、59.49%，毛利率维持在 50.00% 的水平。

3、公司集装箱装卸设备（港机）板块为公司的传统优势业务，由于行业处于低迷期，公司 2018 年港机业务收入下降 38.85%。但是，未来在全自动化码头的趋势，有望唤醒港机业务第二春。公司签订新加坡港务 5 亿元订单，打开了全球自动化码头市场，未来港机业务有望重回增长趋势。我们预计公司业务 2019-2021 年收入分别有望实现 0.00%、20.00%、20.00%。受益于规模效应，对应毛利率分别有望实现 24.00%、26.00%、27.00%。

表 7：华东重机收入分项预测（单位：亿元）

	2018	2019E	2020E	2021E
不锈钢全产业链智慧供应链服务				
收入	86.57	112.54	140.68	168.81
增速%	113.82%	30.00%	25.00%	20.00%
成本	85.40	111.02	138.78	166.53
毛利	1.17	1.52	1.90	2.28
毛利率(%)	1.35%	1.35%	1.35%	1.35%
CNC 数控机床				
收入	9.41	12.5	19.75	31.5
增速%	146.59%	32.84%	58.00%	59.49%
成本	4.69	6.25	9.88	15.75
毛利	4.72	6.25	9.88	15.75
毛利率(%)	50.21%	50.00%	50.00%	50.00%
集装箱装卸设备				
收入	3.50	3.50	4.20	5.04
增速%	-38.85%	0.00%	20.00%	20.00%

成本	2.67	2.67	2.67	2.67
毛利	0.83	0.84	1.092	1.3608
毛利率(%)	23.79%	24.00%	26.00%	27.00%
营业总收入				
收入	99.48	128.54	164.62	205.34
增速%	98.88%	29.21%	28.07%	24.74%
成本	92.76	119.94	151.32	184.95
毛利	6.72	8.61	12.87	19.39
毛利率(%)	6.76%	6.70%	7.82%	9.44%

资料来源: wind, 光大证券研究所预测

我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别有望达到 128.54、164.62、205.34 亿元, 增速分别为 29.21%、28.07%、24.74%, 毛利率分别为 6.70%、7.82%、9.44%。公司 2019-2021 年净利润分别为 3.66、5.75、8.29 亿元, 对应 EPS 为 0.36、0.57、0.82 元。

## 5.2、估值分析与投资评级

**相对估值:** 华东重机 CNC 业务充分受益 5G 建设及商用周期, 因此我们认为应当选取同样受益 5G 建设周期的标的英维克、沪电股份, 以及有望受益 5G 换机潮的长盈精密为可比公司。目前可比公司 2019、2020 年平均 PE 为 33x/24x。华东重机 2019 年的 PE 仅为 19 倍, 具有显著的估值优势。我们以 2019 年 26 倍估值计算, 公司目标价为 10 元。

表 8: 可比公司盈利预测与估值 (收盘价为 12 月 5 日收盘价)

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)		
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
002837.SZ	英维克	16.65	35.77	0.65	0.92	1.22	26	18	14
002463.SZ	沪电股份	23.01	396.86	0.64	0.86	1.07	36	27	22
300115.SZ	长盈精密	17.72	161.23	0.46	0.68	0.83	38	26	21
	平均值						33	24	19
002685.SZ	华东重机	6.90	69.53	0.36	0.57	0.82	19	12	8

资料来源: 英维克、沪电股份、长盈精密为 wind 一致预期, 华东重机为光大证券研究所预测

**绝对估值:** 假设长期增长率为 3%; 假设公司未来税收政策较稳定, 结合公司过去几年的实际税率, 预测公司未来税率为 18.00%。

表 9: 华东重机绝对估值关键假设

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	3.00%
无风险利率 Rf	3.43%
$\beta$ (levered)	0.84
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	9.67%
税率	18.00%
Kd	3.28%
Ve	6659.51
Vd	708.8790181
目标资本结构	9.62%
WACC	9.06%

资料来源: 光大证券研究所预测

表 10：华东重机 FCFF 估值结果

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	990.80	6.34%
第二阶段	(1950.28)	-12.47%
第三阶段 (终值)	16596.98	106.14%
企业价值 AEV	15637.50	100.00%
加：非经营性净资产价值	(1023.90)	-6.55%
减：少数股东权益 (市值)	224.61	-1.44%
减：债务价值	708.88	-4.53%
总股本价值	13680.10	87.48%
股本 (百万股)	1007.69	
每股价值 (元)	<b>13.58</b>	
PE (隐含)	37.37	
PE (动态)	19.00	

资料来源：光大证券研究所预测

表 11：敏感性测试结果 (元)

	长期增长率		
WACC	2.50%	3.00%	3.50%
8.50%	14.49	16.14	18.12
9.00%	12.25	<b>13.58</b>	15.15
9.50%	10.37	11.45	12.72

资料来源：光大证券研究所预测

表 12：估值结果汇总 (元)

估值方法	估值结果	估值区间	敏感度分析区间
FCFF	13.58	7.99-24.98	贴现率±1%，长期增长率±1%
AE	9.81	8.80-11.62	贴现率±1%，长期增长率±1%

资料来源：光大证券研究所预测

根据绝对估值结果，华东重机的估值区间为 9.81~13.58 元。

**投资评级：**我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别有望达到 128.54、164.62、205.34 亿元，增速分别为 29.21%、28.07%、24.74%，毛利率分别为 6.70%、7.82%、9.44%。公司 2019-2021 年净利润分别为 3.66、5.75、8.29 亿元，对应 EPS 为 0.36、0.57、0.82 元。综合相对估值与绝对估值两种方法，我们给予华东重机 10 元目标价（分别对应 19/20 年 PE 约为 26/18 倍），首次覆盖给予“买入”评级。

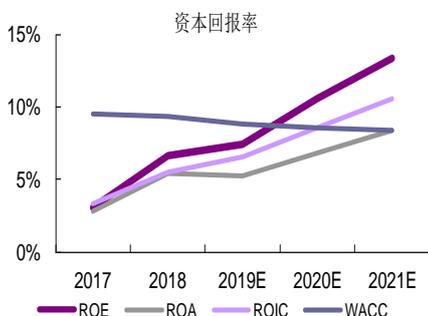
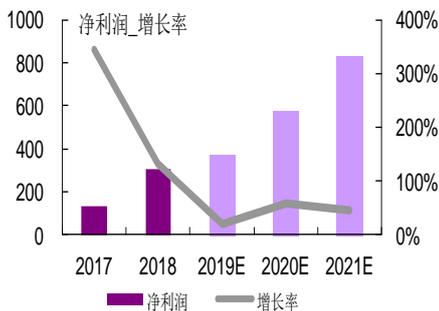
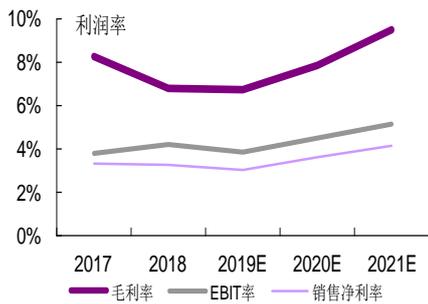
## 6、风险提示

1、**5G 部署进度不及预期。**5G 投资规模较大，需产业链各方面积极合作推动网络建设，存在由于投资尚未到位，或产业链成熟度欠佳导致部署进度不及预期的风险。

2、**下游客户对加工机床的投资不及预期风险。**5G 换机潮有望驱动行业迎来一波 CNC 设备更新周期，但是由于 5G 手机推广目前仍未明朗，因此存在下游对加工机床投资不及预期的风险。

3、**公司产能进度低于预期的风险。**重庆通用机床基地 2020 年投产，助力公司大机床产业链布局，但是目前依然存在着基地投产进度延缓的风险。

4、**业绩承诺不达预期从而引发商誉减值风险。**润星科技 2019 年业绩承诺为 3.6 亿元，而前三季度仅实现 1.6 亿元利润。虽然四季度公司 CNC 出货显著加强，但是仍存在最终业绩不达预期的风险，从而引发商誉减值。



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>5,002</b>	<b>9,948</b>	<b>12,854</b>	<b>16,462</b>	<b>20,534</b>
营业成本	4,589	9,275	11,993	15,175	18,595
折旧和摊销	19	35	39	44	48
营业税费	10	21	26	33	41
销售费用	70	102	257	329	411
管理费用	137	78	129	165	411
财务费用	21	3	48	52	68
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	10	0	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>199</b>	<b>392</b>	<b>443</b>	<b>687</b>	<b>985</b>
<b>利润总额</b>	<b>202</b>	<b>394</b>	<b>473</b>	<b>726</b>	<b>1,033</b>
少数股东损益	32	15	22	20	17
<b>归属母公司净利润</b>	<b>132</b>	<b>308</b>	<b>366</b>	<b>575</b>	<b>829</b>

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>总资产</b>	<b>5,901</b>	<b>5,934</b>	<b>7,406</b>	<b>8,757</b>	<b>10,129</b>
流动资产	3,206	3,169	4,673	5,918	7,308
货币资金	697	279	1,928	2,469	3,080
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	965	1,553	1,208	1,547	1,930
应收票据	241	61	129	165	205
其他应收款	35	17	22	28	35
存货	861	726	715	906	1,111
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	32	31	31	31	31
固定资产	258	268	277	363	353
无形资产	118	148	141	134	127
<b>总负债</b>	<b>1,469</b>	<b>1,207</b>	<b>2,342</b>	<b>3,156</b>	<b>3,770</b>
无息负债	1,316	837	1,268	1,621	1,906
有息负债	154	370	1,074	1,535	1,864
<b>股东权益</b>	<b>4,431</b>	<b>4,727</b>	<b>5,064</b>	<b>5,601</b>	<b>6,359</b>
股本	1,008	1,008	1,008	1,008	1,008
公积金	3,045	3,051	3,087	3,145	3,228
未分配利润	277	547	826	1,285	1,943
少数股东权益	85	100	122	142	160

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-255</b>	<b>-227</b>	<b>1,080</b>	<b>339</b>	<b>468</b>
净利润	132	308	366	575	829
折旧摊销	19	35	39	44	48
净营运资金增加	1,030	1,602	-149	892	1,105
其他	-1,436	-2,173	823	-1,171	-1,514
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-448</b>	<b>-397</b>	<b>-37</b>	<b>-149</b>	<b>-29</b>
净资本支出	-8	-99	-42	-150	-30
长期投资变化	32	31	0	0	0
其他资产变化	-473	-329	6	1	1
<b>融资活动现金流</b>	<b>859</b>	<b>174</b>	<b>605</b>	<b>351</b>	<b>172</b>
股本变化	318	0	0	0	0
债务净变化	140	217	703	461	329
无息负债变化	795	-479	431	353	285
<b>净现金流</b>	<b>141</b>	<b>-437</b>	<b>1,649</b>	<b>541</b>	<b>611</b>

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	133.71%	98.88%	29.21%	28.07%	24.74%
净利润增长率	343.95%	133.34%	18.90%	56.99%	44.33%
EBITDA 增长率	205.80%	117.16%	16.65%	47.97%	40.68%
EBIT 增长率	252.26%	120.38%	17.08%	50.90%	42.53%
<b>估值指标</b>					
PE	53	23	19	12	8
PB	2	2	1	1	1
EV/EBITDA	35	19	16	11	8
EV/EBIT	38	21	17	12	9
EV/NOPLAT	47	25	21	14	11
EV/Sales	1	1	1	1	0
EV/IC	2	1	1	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	8.25%	6.76%	6.70%	7.82%	9.44%
EBITDA 率	4.17%	4.56%	4.11%	4.75%	5.36%
EBIT 率	3.79%	4.20%	3.81%	4.48%	5.12%
税前净利润率	4.03%	3.96%	3.68%	4.41%	5.03%
税后净利润率 (归属母公司)	2.64%	3.09%	2.85%	3.49%	4.04%
ROA	2.78%	5.44%	5.24%	6.79%	8.36%
ROE (归属母公司) (摊薄)	3.04%	6.65%	7.41%	10.53%	13.38%
经营性 ROIC	3.35%	5.46%	6.57%	8.52%	10.53%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	2.19	2.64	2.00	1.88	1.94
速动比率	1.61	2.04	1.69	1.59	1.64
归属母公司权益/有息债务	28.30	12.49	4.60	3.56	3.33
有形资产/有息债务	22.88	9.45	4.67	4.15	4.16
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.13	0.31	0.36	0.57	0.82
每股红利	0.03	0.05	0.06	0.09	0.13
每股经营现金流	-0.25	-0.23	1.07	0.34	0.46
每股自由现金流(FCFF)	-0.85	-1.26	0.50	-0.37	-0.20
每股净资产	4.31	4.59	4.90	5.42	6.15
每股销售收入	4.96	9.87	12.76	16.34	20.38

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼