



中京电子(002579.SZ)

## 【粤开通信公司点评】中京电子 ( 002579 ) : 业绩超市场预期, 对内调结构, 持续扩充新产能, 未来成长值得期待

2020 年 01 月 22 日

事项:

### 买入(首次评级)

当前价: 16.13 元

目标价:

分析师: 李仁波

执业编号: S0300518010001

电话: 0755-83331495

邮箱: lirenbo@ykzq.com

相关研究

公司发布 2019 年业绩快报, 2019 年总营业收入 21.02 亿元, 同比增长 19.37%, 归母净利润 1.59 亿元, 同比大增 94.60%, 接近业绩预告指引上限。基本每股收益 0.42 元, 同比增加 100%。业绩大幅增长的原因主要为: 优化产品结构, HDI 占比持续提升, 相关新产品实现批量出货, 综合盈利能力进一步改善; 柔性电路板 (FPC/FPCA) 稳步增长, 刚性电路板与柔性电路板的协同效益逐步显现; 另外, 处置中盛科技股权取得投资收益。

### 评论:

#### ◇ 产品线种类齐备的 PCB 厂商

主要产品分为为双面板、多层板、高密度互联板、柔性电路板、刚柔结合板和柔性电路板组件。根据 19 年半年报, 刚性电路板占营收比重为 68.36%, 其中 HDI 占硬板比重约 35%, 柔性电路板占 14.03%, 柔性电路板组件占 16.34% 以及其他占 1.27%。上市公司已形成覆盖刚性电路板 (多层板和 HDI 为核心)、柔性电路板 (单双面板、多层板、刚柔结合板) 的全系列 PCB 产品组合, 为客户提供 PCB 产品一体化全面服务。

#### ◇ 过往持续高增长, 毛利率改善空间大

2019 年总营业收入 21.02 亿元, 同比增长 19.37%, 归母净利润 1.59 亿元, 同比大增 94.60%。公司从 2015 年开始, 在多层板方面得到较大的订单量突破, 营业总收入从 2015 年的 5.79 亿元提升到 2019 年的 21.02 亿元, 年均复合增长率高达 38.03%。归母净利润由 2015 年的 0.3 亿元提升至 2019 年的 1.59 亿元, 复合增速达 51.7%。

同时, 毛利率也从 2015 年的 16.34% 上升到 2019 年 Q3 的 23.02%。主要源于多层板毛利率的提高、HDI 全面达产, 以及公司优化产品结构, 加大了对刚性、柔性以及刚柔结合板中高毛利率产品的出货。随着营收的快速增长, 公司通过良好的制度管理使得销售费用、管理费用以及研发费用保持着稳健水平, 公司毛利率相比于同行改善空间大。

#### ◇ HDI 布局早, 行业供不应求

公司是较早投产 HDI 的 PCB 企业之一, 2011 年起就将 HDI 列为公司业务核心, 2012 年投建 HDI, 2014 年募投产能为 36 万平方米/年的 HDI。17 年下半年达产。目前公司 HDI 产品占刚性电路板总量比例约为 35%。

我们认为 HDI 的需求将持续扩大, 同时由于产能扩张受限, HDI 的供需格局较为紧张。HDI 在智能手机应用更为广泛。智能手机终端是 HDI 最重要的应用领域。受益于 5G 带动, 手机的元器件的个数大幅增长, 带动 HDI 的用量提升, 此外受益于 5G, 其他部分电子领域也将采用 HDI。由于 HDI 投产对资金量和环保、水排放量有严格的要求, 且部分台湾厂商将部分产能转到 Any-layer, 进而我们认为在未来一段时期内 HDI 将处于供不应求的状态。



#### ◇ 收购元盛加码软板产能，投建珠海富山项目扩充产能

公司通过产线改造挖掘自身产能潜力，内生增长与外延并购并进，扩大公司产能规模。元盛电子主要从事柔性印制电路板（FPC）及其组件（FPCA）的研发、生产和销售。目前年产能为 20 万平方米单面板、21 万平方米双面板、2 万平方米多层及刚柔结合板（折合单面板年产能约 71.3 万平方米）。

珠海富山项目工厂目前正在抓紧开展基建，进展顺利，第一期预计投资 15-16 亿，2021 年建成投产。按照行业规律投入产出比约为 1:1.4 计算，珠海工厂达产产值约为 21 亿~22.4 亿元。超公司目前公司产能 1 倍以上。

#### ◇ 首次覆盖，给予“买入”评级

考虑到元盛电子并表因素，我们预计公司 2019 年-2021 年，公司营业收入分别为 21.05 亿元、25.82 亿元、32.28 亿元，同比分别增加 19.55%、22.64%、25.00%；归母净利润分别为 1.57 亿元、2.18 亿元、2.87 亿元，同比分别增加 93.0%、38.4%、32.06%。并购元盛产能的股本增加，预计 2019 年-2021 年 EPS 分别为 0.40 元/股、0.55 元/股和 0.73 元/股，对应的 PE 分别为 40x/29x/22x。HDI 行业供需紧张利于公司产品调结构，我们看好公司经营能力改善带来的毛利率提升；同时随着珠海富山项目的逐步落地，公司产能将大幅增长，我们看好公司未来的高速增长性。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ◇ 风险提示

珠海工厂投产进度不及预期；HDI 需求不及预期；PCB 行业竞争加剧。



## 一、产品种类齐备的 PCB 厂商

公司专注于印制电路板（PCB）的研发、生产和销售与服务，系 CPCA 行业协会副理事长单位，行业标准制定单位之一，连续多年入围“中国印制电路行业百强企业”，拥有省级工程研发中心和企业技术中心，拥有国家级博士后科研工作站，是广东省创新型企业，在产业技术与产品质量等方面居国内先进水平。

公司主要产品为双面板、多层板、高密度互联板（HDI）、柔性电路板（FPC）、刚柔结合板（R-F）和柔性电路板组件（FPCA），是目前国内少数集刚柔印制电路板批量生产与较强研发能力于一身的 PCB 制造商，能够同时满足客户不同产品需求、快速响应客户新产品研发。公司产品广泛运用于消费电子、网络通讯、汽车电子、高清显示、医疗终端、金融终端、人工智能、激光读取、生物识别、VR/AR、智能穿戴、无人机等高新技术产品领域。

公司主要采用以销定产的经营模式，依据客户订单组织和安排生产，按不同产品特性定制生产工艺，为客户提供个性化综合解决方案。公司的客户主要为下游终端应用领域龙头企业。公司在深化与现有客户良好合作的基础上，积极拓展优质新客户，持续提升公司市场占有率。

近年来，公司积极开拓行业细分市场龙头客户，向大品牌、大应用集中，打造优质客户群，拥有 Wistron、BOE、BYD、LG、SONY、TCL、TP-LINK、DELL、Honeywell、LiteOn、龙旗电子、光祥科技、深天马、欧菲光、小米科技、大疆创新等大批知名客户，并先后荣获 Honeywell、LG、纬创资通、艾比森、洲明科技等多家知名客户优秀供应商奖，并获得华为二级供应商资格。

图表1：公司发展历程



资料来源：公司官网，粤开证券

### （一）宽产品线布局，兼具刚性板与柔性电路板技术

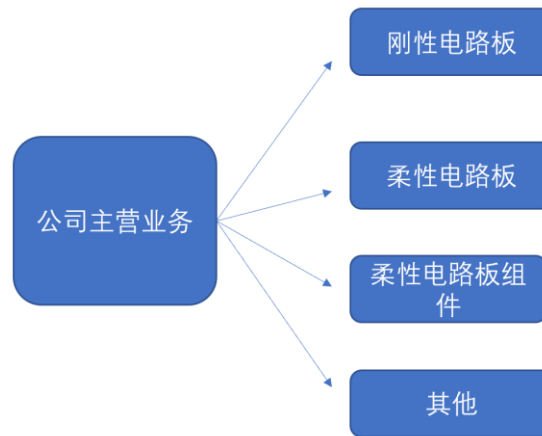
公司主要控股子公司为：惠州中京电子科技有限公司、香港中京电子科技有限公司和珠海元盛电子科技股份有限公司。惠州中京电子科技有限公司成立于 2015 年 9 月 23 日，是公司全资子公司，主要负责公司的印制电路板研发、制造、销售和技术服务，是上市的经营主体。香港中京电子主要办理公司境外销售货款回收，代理关联子公司惠州中京电子科技有限公司进出口业务。珠海元盛电子为公司的全资子公司，负责柔性印制电路板（FPC）及其组件（FPCA）的研发、生产和销售，公司于 2018 年 4 月完成元盛电子 55% 股权的收购，2019 年 11 月完成元盛电子 23.88% 股权以及珠海亿盛电子 45% 股权收购的工商过户。

主要产品分为为双面板、多层板、高密度互联板、柔性电路板、刚柔结合板和柔性电路板组件。根据 19 年半年报，刚性电路板占营收比重为 68.36%，柔性电路板占 14.03%，柔性电路板组件占 16.34% 以及其他占 1.27%。上市公司已形成覆盖刚性电路板（多层



板和 HDI 为核心)、柔性电路板(单双面板、多层板、刚柔结合板)的全系列 PCB 产品组合,为客户提供 PCB 产品一体化全面服务。元盛电子成为全资子公司后,将进一步发挥协同效应,将进一步提升公司在国内 PCB 领域的综合竞争力。

图表2: 公司主要产品



资料来源: Wind, 粤开证券

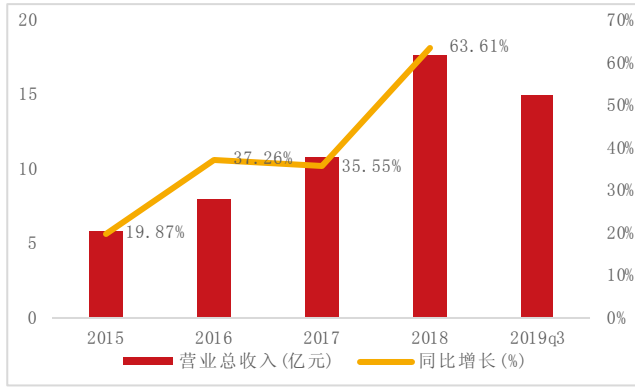
## (二) 业绩稳步增长, 毛利率改善空间大

公司从 2015 年开始, 在多层板方面得到较大的订单量突破, 营业总收入从 2015 年的 5.79 亿元提升到 2019 年的 21.02 亿元, 年均复合增长率高达 38.03%。且从 19 年 q3 的数据来看, 营收仍将维持较高的增长率。同时, 毛利率也从 2015 年的 16.34% 上升到 2019 年 q3 的 23.02%。主要源于多层板毛利率的提高、HDI 全面达产, 以及公司优化产品结构, 加大了对刚性、柔性以及刚柔结合板中高毛利率产品的出货。随着营收的快速增长, 公司通过良好的制度管理使得销售费用、管理费用以及研发费用保持着稳健水平, 使得公司的归母净利润由 2015 年的 0.3 亿元提升至 2019 年的 1.59 亿元, 复合增速达 51.7%。公司过去几年尝试向医疗等多方向转型, 导致了公司发展路径出现些许波动, 但最近公司重新确定了深耕 PCB 领域的未来策略, 伴随着 5G 建设带来了 PCB 行业高景气度, 公司未来发展可期

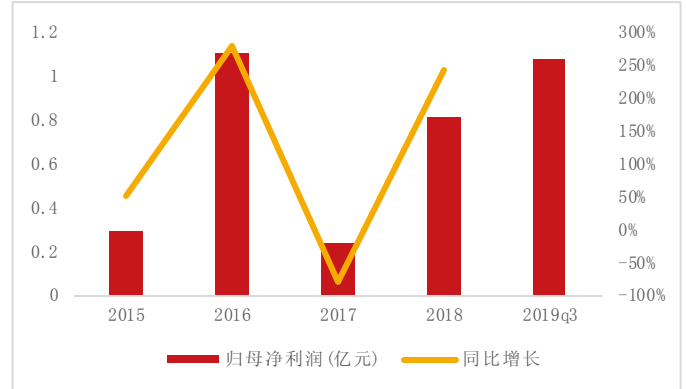
公司的重要竞争力在于产品结构健全, 能够为客户提供全系列 PCB 板组合, 兼具刚柔性电路板以及高多层、HDI 板等量产及研发能力。尤其在 HDI 板方面, 公司从 2014 年开始量产, 属于国内较早期的 HDI 板厂商, 拥有丰富的生产和研发经验。目前公司已经实现 HDI 二阶大批量出货, 三阶及 Any-layer 已经具备批量出货能力。目前公司的稼动率较高, 产能仍需扩充以应对未来数年的 PCB 高景气度期。因此, 公司珠海富山项目工厂目前正在抓紧开展基建, 目前进展顺利, 整个珠海富山项目土地面积大致 17 万平方米, 总产值预计能达到 70 亿左右。该新厂将以生产高端 PCB 为主, 将主供高多层板、HDI 二阶、三阶、Any-layer、SLP 及刚柔结合板(R-F)。第一期预计投资 15-16 亿, 2021 年将建成并投产, 预计产能能够达到约 22 亿元。

图表3: 公司 2015~2019 营收及增速

图表4: 公司 2015~2019 归母净利润及增速

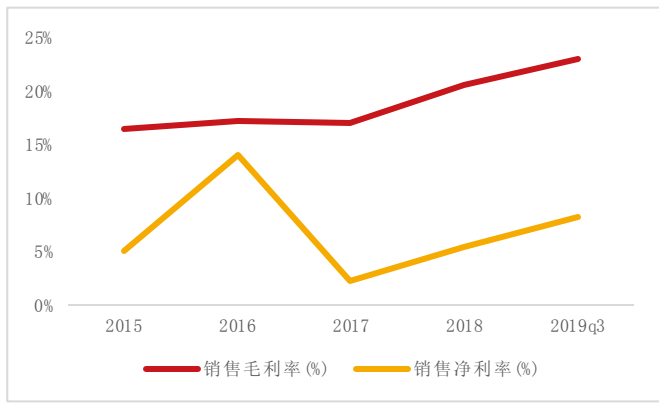


资料来源: Wind, 粤开证券



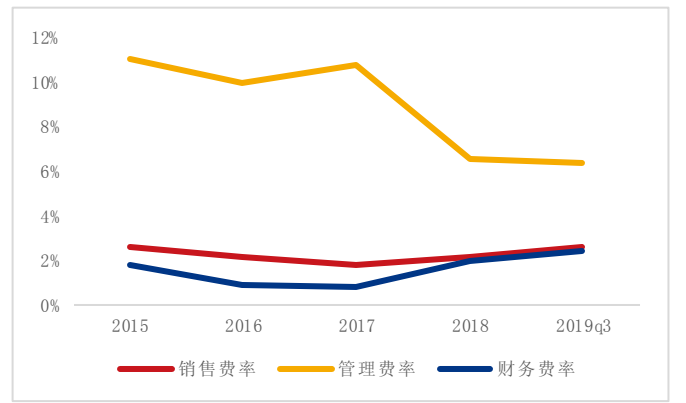
资料来源: Wind, 粤开证券

图表5: 公司 2015~2019 毛利率与净利率



资料来源: Wind, 粤开证券

图表6: 公司 2015~2019 三费情况



资料来源: Wind, 粤开证券

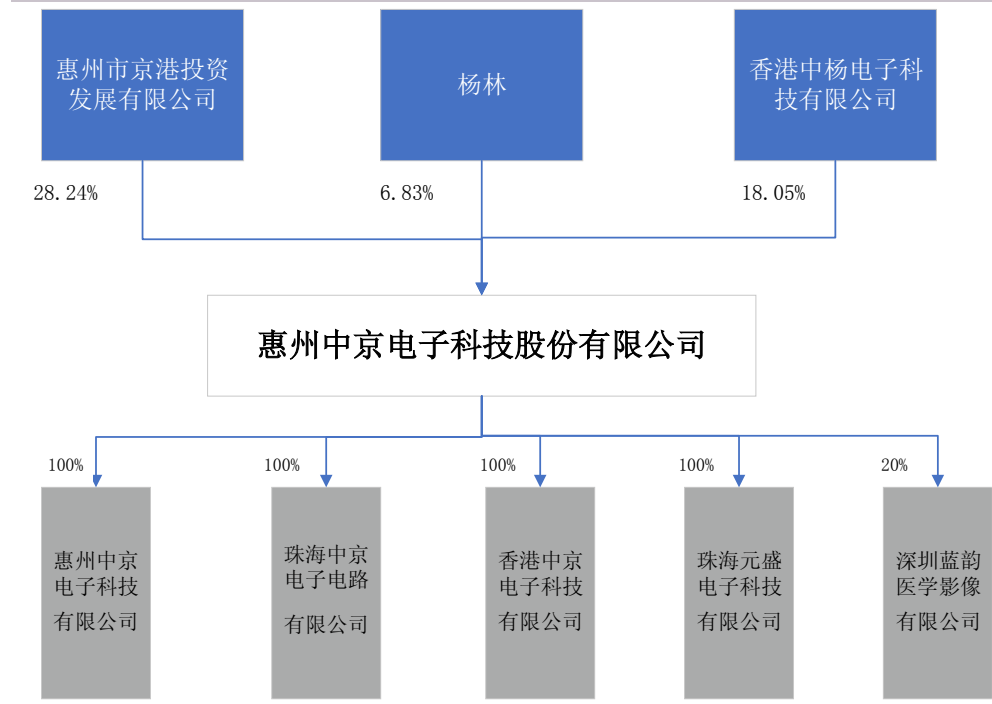
### (三) 公司股权结构稳定, 布局优质资产

公司实际控制人及控股股东为杨林, 惠州市京港投资发展有限公司、杨林。分别占 28.24%、6.83%的股权。公司旗下多家全资子公司如: 惠州中京电子科技有限公司、珠海中京电子电路有限公司、香港中京电子科技有限公司、珠海元盛电子科技有限公司等。

此外还有一家联营企业如深圳蓝韵医学影像有限公司, 占 20%股份。深圳蓝韵医学影像有限公司是中国专业、领先的医学影像解决方案供应商, 业务涵盖放射影像、超声诊断与医学影像云三大领域。创造了中国医疗器械史的多个“第一”: 中国第一台拥有自主知识产权的悬吊 DR、第一台动态 DR、第一台移动 DR, 中国第一批拥有自主知识产权的彩超诊断系统供应商。目前, DR 累积在近 3000 家医疗机构得到广泛应用, 年销量稳居中国 DR 供应商前三甲; 超声诊断系统累积装机量近万台。



图表7： 公司股权结构及参股公司情况



资料来源：Wind，粤开证券

## 二、HDI 具备先发优势，宽产线布局奠定公司长期成长基石

### （一）产品类型齐备，同时具备刚性和柔性电路板大批量生产能力

公司具备提供完整的 PCB 产品全结构全系列的量产及研发能力，产品包括刚性电路板、柔性电路板、刚柔结合板及柔性电路板组件，为客户提供多样化产品选择和一站式服务。公司在生产经营中始终坚持以市场为导向，重点发展技术含量高、经济附加值高的新兴应用领域内的产品。公司 HDI 产品在新型高清显示、网络通信、安防工控等细分领域，FPC 产品在 LCD/OLED 显示屏、激光读取、高可靠性汽车电子、指纹识别、LCM 模组等应用领域具有领先优势。完善的产品结构构建了有力的市场竞争优势。

作为重要旗下子公司的元盛电子是国内最早从事 FPC 开发的企业之一，同时也是国内 FPC 行业的龙头企业之一，主要业务内容包括柔性电路板(FPC)及其组件(FPCA)的研发、生产和销售。2019 年 11 月公司对元盛电子剩余股权收购，使其成为全资子公司。叠加上公司自身在刚性电路板多年的丰富生产和研发经验，公司将进一步巩固刚性电路板(多层板和 HDI 为核心)、柔性电路板(单双面板、多层板、刚柔结合板)的全系列 PCB 产品组合，丰富公司产品结构，提升公司整体竞争力。



图表8：产品类型齐备，刚柔并济



资料来源：公司公告，粤开证券

## （二）HDI 布局早，行业供不应求

HDI 板，即高密度互连板，是使用微盲埋孔技术的一种线路分布密度比较高的电路板。HDI 板一般采用积层法制造，积层的次数越多，板件的技术档次越高。普通的 HDI 板基本上是 1 次积层，高阶 HDI 采用 2 次或以上的积层技术，同时采用叠孔、电镀填孔、激光直接打孔等先进 PCB 技术。

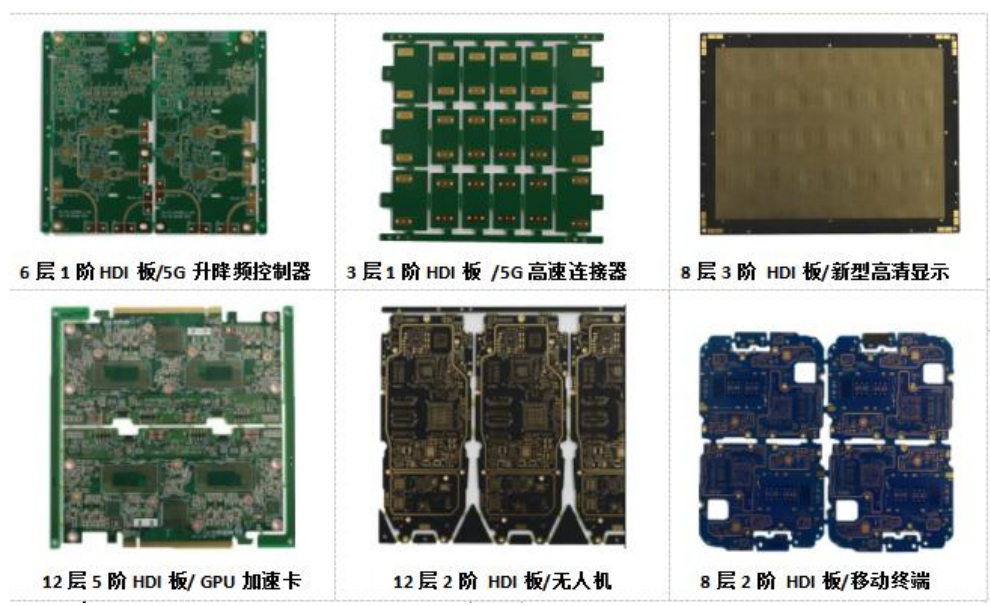
公司是较早投产 HDI 的 PCB 企业之一，2011 年起就将 HDI 列为公司核心发展业务，2012 年投建 HDI，2014 年募投产能为 36 万平方米/年的 HDI。17 年下半年达产。目前公司 HDI 产品占刚性电路板总量比例约为 35%。

HDI 产品已开始实现二阶、三阶大批量生产，并已具备 Any-layer HDI 的小批量生产能力。特别是在控深盲孔、非平面台阶型特殊 HDI 产品技术领域，已经处于行业先进水平。公司 HDI 产品在新型高清显示、网络通信、安防工控等细分领域具有领先优势，同时拥有 Wistron、BOE、BYD、LG、SONY、TCL、TP-LINK、DELL、Honeywell、LiteOn、龙旗电子、光祥科技、深天马、欧菲光、小米科技、大疆创新等大批知名客户，并先后荣获 Honeywell、洲明科技、艾比森、LG、纬创资通等多家知名客户优秀供应商奖，并获得华为手机二级供应商资格。

同时公司已完成了“Mini LED 显示封装基板关键技术研发”，该项成果已应用于 LED 显示封装领域，已实现 Mini LED 用电路板批量供货。



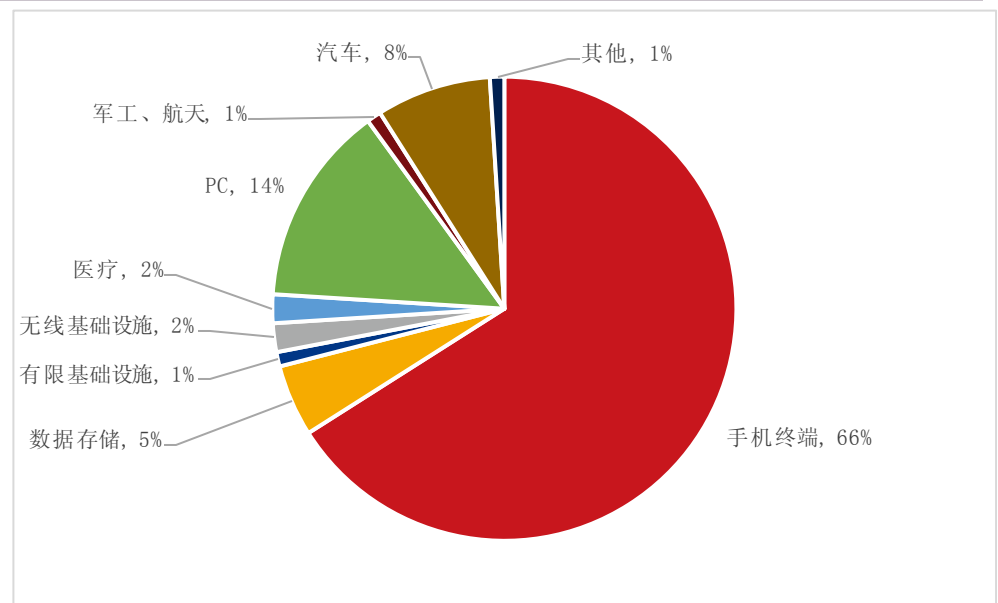
图表9: HDI 板实物图



资料来源: 公司官网, 粤开证券

我们认为 HDI 的需求将持续扩大, 同时由于产能扩张受限, HDI 的供需格局较为紧张。HDI 在智能手机应用更为广泛。智能手机终端是 HDI 最重要的应用领域。受益于 5G 带动, 手机的元器件的个数大幅增长, 带动 HDI 的用量提升, 此外受益于 5G, 其他部分电子领域也将采用 HDI。由于 HDI 投产对资金量和环保、水排放量有严格的要求, 且部分台湾厂商将部分产能转到 Any-layer, 进而我们认为在未来一段时期内 HDI 将处于供不应求的状态。

图表10: HDI 板市场分布



资料来源: Prismark, 粤开证券

根据 TPCA 的统计, 2018 年全球 HDI 产值约为 101 亿美元, 台厂 HDI 产值则约为新台币 1,220 亿元(约 40 亿美元), 占全球总产值超过 1/3。台湾厂商抢占了智能手机的 HDI 高端市场, 而我国大陆有不少新建 HDI 产能, 但是仍然具有一定的技术差距。





图表11： 国外主要 HDI 厂商

国家或地区	厂商
台湾	欣兴、华通、健鼎、臻鼎、耀华、定颖等
韩国	SEMCO、大德
美国	TTM
日本	Ibiden
欧洲	奥特斯
中国	鹏鼎控股、深南电路、东山精密、方正科技、景旺电子、中京电子、超声电子、胜宏科技等

资料来源：粤开证券

### （三）加强生产管理，管理效率提升，毛利率提升空间大

近年来，公司主营产品毛利率的不断提升很大程度上是由于公司在 PCB 整个生产流程的管理不断加强完善。2018 年 9 月公司特地聘请专家进行指导，来推动生产区域的 5S 及目视化管理统一标准的制定。遵照制定的《5S 及目视化标准管理手册》标准，打造了 2 个建立样板区并以此为标准，开始向厂内其他板区进行推广以及实行。最终完成了对全厂 53 个生产车间及公共区域开展 5S 及目视化管理项目的任务。极大提高了生产效率以及降低了生产流程中的可剔除成本。

在 5S 及目视化管理统一标准之后，公司在 2019 年 11 月又推进了 TPM 项目的启动，通过该项目，对日常的设备以及设备的生产系统进行改善和维护保养，从而提高生产产品的品质以及良品率。可以看出，公司在持续进行管理能力和生产过程的效率提升和流程改善，而近年毛利率的持续提升也能反映出公司措施的有效性。同时，公司与捷讯中国、用友网络、西门子等方案商开展咨询合作，也将参照工业 4.0 智能制造标准，为公司智能工厂改造与设计带来更优质高效的规划设计服务以方案。随着管理效率和生产效率优化，未来毛利率有望继续提升。

图表12： 5S 及目视化管理改善成果



资料来源：公司官网，粤开证券

公司毛利率相比于同行仍然具有很大的改善空间。公司通过自主研发和产品结构调



整，总体毛利率从 2015 年的 16.34% 逐步上升到 2019Q3 的 23.02%。相比于同行业其他公司，公司的毛利率仍具有上升空间。

图表 13: PCB 企业毛利率情况 (2019Q3)

公司简称	营收 (亿元)	营收增速 (%)	总市值 (亿元)	毛利率
深南电路	76.6	43.5%	582	25.7%
景旺电子	45.3	24.5%	300	27.5%
崇达技术	27.8	0.2%	165	30.6%
胜宏科技	26.8	11.3%	162	27.4%
超声电子	35.5	-2.3%	76	22.2%
<b>中京电子</b>	<b>14.9</b>	<b>21.9%</b>	<b>62</b>	<b>23.0%</b>

资料来源: Wind, 粤开证券

### 三、收购元盛加码软板产能，投建珠海富山项目扩充产能

公司过去始终保持产能和营收的高速增长，从 2015 年的 5.79 亿元提升到 2018 年的 21 亿元。通过产线改造挖掘自身产能潜力，内生增长与外延并购并进，扩大公司产能规模。

#### (一) 收购元盛加码软板产能

近期公司以发行可转换公司债券、股份及支付现金的方式，购买珠海亿盛 45.00% 股权、元盛电子 23.88% 股权，并于近日完成股份及可转债的上市、登记。珠海亿盛 45.00% 股权的交易价格为 12,674 万元、元盛电子 23.88% 股权的交易价格为 14,326 万元，本次交易后，珠海亿盛、元盛电子纳入上市公司合并范围的比例均为 100.00%。

元盛电子主要从事柔性印制电路板 (FPC) 及其组件 (FPCA) 的研发、生产和销售。在国内的中高端产品市场，元盛电子系 OLED 及系液晶显示模组、触摸屏、生物识别行业龙头企业京东方、欧菲光、伯恩、深天马等消费电子制造商的主要供应商，产品质量、性能优势明显，同时元盛电子积极开发新市场，已配套京东方的用于华为 P30 Pro 的 OLED 屏幕以及香港下田的用于任天堂 Switch 掌上游戏机的智能终端的 FPC。在体现模组化水平的 FPCA 产品综合能力上，元盛电子的 SMT (表面贴装技术) 加工能力、加工精度以及组装测试能力位居国内领先水平。

元盛电子年产能为 20 万平方米单面板、21 万平方米双面板、2 万平方米多层及刚柔结合板 (折合单面板年产能约 71.3 万平方米)。

图表 14: 元盛电子 2019~2024 预计营收和净利润

	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年以后
营业总收入	6.44	7.16	7.88	8.59	9.23	9.23
YOY		11.2%	10.2%	9.0%	7.4%	0.0%
净利润	0.43	0.53	0.63	0.73	0.80	0.80
YOY		24.1%	19.0%	16.5%	8.8%	0.0%

资料来源: 公司公告, 粤开证券



## （二）自建珠海富山项目扩充产能

公司珠海富山项目工厂目前正在抓紧开展基建，进展顺利，第一期预计投资 15-16 亿，2021 年建成投产。按照行业规律投入产出比为 1:1.4 计算，珠海工厂第一期达产产值约为 21 亿~22.4 亿元。相当于公司目前公司产能近 1 倍。

第一期项目主要产品定位为高多层印制电路板、高阶 HDI(含任意阶)、高频高速板、刚柔结合板(R-F)、类载板 (SLP) 等；应用主要为 5G 通信(如通讯服务器\基站\光模块\5G 高端手机等智能终端)；汽车电子 (汽车雷达\行车电脑等)；高端服务器集群 (数据中心\AI 服务器等)；OLED/ Mini LED 等新型显示及物联网应用等等。

## 四、风险提示

珠海工厂投产进度不及预期；

HDI 需求不及预期；

PCB 行业竞争加剧。



图表15: 附录: 公司财务预测表(百万元)

资产负债表	2018	2019E	2020E	2021E	现金流量表	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1246.02	1424.61	1931.28	2600.87	经营活动现金流	133.49	212.41	262.87	343.64
现金	216.32	239.22	473.88	777.19	净利润	93.57	180.59	249.84	329.95
应收账款	667.53	753.82	928.65	1169.52	折旧摊销	90.20	85.91	85.91	85.91
其它应收款	7.27	8.62	10.73	13.33	财务费用	34.22	13.09	6.73	6.77
预付账款	4.40	5.09	6.24	7.71	投资损失	10.38	5.00	5.00	5.00
存货	329.71	393.00	481.31	595.02	营运资金变动	-126.56	-53.91	-67.33	-70.67
其他	20.79	24.85	30.48	38.09	其它	31.68	-18.27	-17.27	-13.32
非流动资产	1543.94	1458.03	1372.12	1286.21	投资活动现金流	-500.42	10.00	10.00	10.00
长期投资	151.90	151.90	151.90	151.90	资本支出	-496.54	0.00	0.00	0.00
固定资产	1018.72	952.80	886.88	820.97	长期投资	-42.78	0.00	0.00	0.00
无形资产	158.59	141.42	124.25	107.08	其他	38.91	10.00	10.00	10.00
其他	214.74	211.91	209.09	206.26	筹资活动现金流	263.20	-199.51	-38.21	-50.33
资产总计	2789.96	2882.64	3303.40	3887.08	短期借款	124.83	-282.04	0.00	0.00
流动负债	1250.05	965.68	1168.08	1465.37	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	282.04	0.00	0.00	0.00	其他	138.38	82.53	-38.21	-50.33
应付账款	431.14	544.51	650.36	803.92	现金净增加额	-101.62	22.90	234.66	303.31
其他	536.87	421.17	517.72	661.45					
非流动负债	342.96	342.96	342.96	342.96	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	342.96	342.96	342.96	342.96	营业收入	0.64	0.20	0.23	0.25
负债合计	1593.01	1308.64	1511.04	1808.33	营业利润	2.10	1.05	0.38	0.31
少数股东权益	186.47	209.65	241.71	284.06	归属母公司净利润	2.94	0.93	0.38	0.32
归属母公司股东权益	1010.47	1364.35	1550.64	1794.69	获利能力				
负债和股东权益	2789.96	2882.64	3303.40	3887.08	毛利率	0.20	0.22	0.22	0.23
					净利率	0.05	0.09	0.10	0.10
<b>利润表</b>	<b>2018</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	ROE	0.08	0.11	0.14	0.16
营业收入	1761.34	2105.63	2582.42	3228.02	ROIC	0.11	0.14	0.19	0.24
营业成本	1400.63	1649.92	2007.23	2486.48	偿债能力				
营业税金及附加	10.53	13.03	16.07	19.92	资产负债率	0.57	0.45	0.46	0.47
营业费用	37.53	42.43	53.03	65.87	净负债比率	0.35	0.03	0.03	0.03
管理费用	115.30	167.35	193.18	246.50	流动比率	1.00	1.48	1.65	1.77
财务费用	34.22	13.09	6.73	6.77	速动比率	0.73	1.07	1.24	1.37
资产减值损失	10.38	5.00	5.00	5.00	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.79	0.74	0.83	0.90
投资净收益	4.87	10.00	10.00	10.00	应收账款周转率	4.07	3.47	3.61	3.62
营业利润	109.67	224.81	311.19	407.48	应付账款周转率	3.82	3.38	3.36	3.42
营业外收入	0.00	1.06	0.53	0.62	每股指标(元)				
营业外支出	2.15	2.62	2.55	2.51	每股收益	0.21	0.40	0.55	0.73
利润总额	107.53	223.25	309.16	405.59	每股经营现金	0.34	0.54	0.66	0.87
所得税	13.96	42.66	59.32	75.64	每股净资产	2.55	3.44	3.91	4.53
净利润	93.57	180.59	249.84	329.95	估值比率				
少数股东损益	12.01	23.18	32.06	42.34	P/E	67.95	35.21	25.45	19.27
归属母公司净利润	81.56	157.41	217.78	287.60	P/B	5.48	4.06	3.57	3.09
EBITDA	234.10	323.81	403.82	500.16	EV/EBITDA	22.76	15.29	11.68	8.82
EPS(元)	0.21	0.40	0.55	0.73					

资料来源: 公司财务报告, 粤开证券



## 分析师简介

李仁波,中南财经政法大学硕士。2017年11月加入粤开证券,现任研究院通信行业分析师,证书编号:S0300518010001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@y kzq.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@y kzq.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于作者的职业理解,本报告清晰准确地反映了作者的研究观点,力求独立、客观和公正,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

## 与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格,经营证券业务许可证编号:10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

买入:相对大盘涨幅大于10%;

增持:相对大盘涨幅在5%~10%之间;

持有:相对大盘涨幅在-5%~5%之间;

减持:相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

增持:我们预计未来报告期内,行业整体回报高于基准指数5%以上;

中性:我们预计未来报告期内,行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间;

减持:我们预计未来报告期内,行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼粤开证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.ykzq.com](http://www.ykzq.com)