

运营稳健科学，多重利好引领公司新一轮增长

——海格通信（002465）首次覆盖

买入（首次）

日期：2020年04月01日

报告关键要素：

海格通信是全频段覆盖的无线通信与全产业链布局的北斗导航装备研制专家、电子信息系统解决方案提供商。公司近年来运营稳健科学，财务基本面明显改善，盈利能力大幅提升，财务杠杆减小。北斗三号系统在今年组网完成预计将为公司北斗导航领域业务带来增量收入。今年进入5G建设高峰和4G扩容期，预计将为代维、基建等通信服务业务带来可观的增量市场。子公司驰达飞机近年来表现出充沛的成长动能，碳纤维复材、航空发动机零件国产化替代预计更将为其带来增量业绩。公司的军用无线通信订单在军改落地后持续释放，民用产品也逐渐获得市场认可。

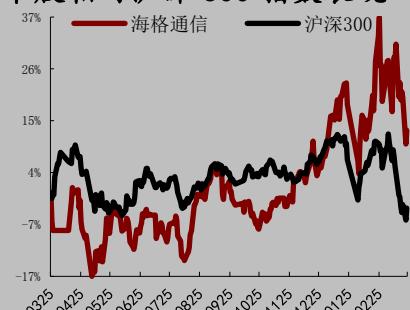
投资要点：

- 国防通信、导航及信息化领域龙头：**公司是我国国防通信、导航及信息化领域最大的整机和系统供应商之一，是行业内用户覆盖最广、频段覆盖最宽、产品系列最全、最具竞争力的重点电子信息企业之一。
- 公司治理稳健，财务状况改善：**近年来公司持续优化运营管理，实施股权激励计划，剥离非营业业务，聚焦公司发展精力，合理分配科研投入。同时，公司盈利能力大幅提升，成本管控能力明显改善，财务杠杆减小。
- 多重利好释放增量业绩：**1) 北斗市场红利：公司已实现了“芯片、模块、天线、终端、系统、运营”的北斗全产业链布局，有望在北斗三号组网完成释放的市场红利中全面受益；2) 5G市场红利：5G带给海格的市场红利包括代维业务增长、网络基建业务增长、车联网导航业务开发、智慧城市信息化赋能等等。广阔的市场空间加上过硬的科技服务能力预计将使海格在5G时代充分受益。3) 碳纤维复合材料和航空发动机零部件的国产化替代符合国家政策导向和市场需求；4) 军改落地后军品订单释放；5) 民用科技市场拓展；6) 国防开支稳步增长；7) 军工五年行业规划最后一年的订单翘尾效应
- 盈利预测与投资建议：**预计2020、2021、2022年公司分别实现归母净利润5.41亿元、5.82亿元、6.20亿元，对应EPS分别为0.23元、0.25元、0.27元，对应当前股价的PE分别为47.67倍、44.32倍、41.63倍。公司目前仍属于相对低估标的，故首次覆盖给予公司“买入”评级。
- 风险因素：**国防开支增速不及预期、北斗产业链成熟速度不及预期、公司战略管理的复杂程度较高

基础数据

收盘价(元)	11.28
市净率(倍)	2.59
流通市值(亿元)	239.98
每股净资产(元)	4.16
每股经营现金流(元)	0.10
营业利润率(%)	12.36
净资产收益率(%)	5.88
资产负债率(%)	23.20
总股本(万股)	230,532
流通股(万股)	212,748

个股相对沪深300指数表现



数据来源：WIND，万联证券研究所

分析师：王思敏

执业证书编 S0270518060001
电 01056508508
邮 wangsm@wlzq.com.cn

研究助理 贺潇翔宇

电话：13305506080
邮箱：hexxy@wlzq.com.cn

研究助理：徐益彬

电话：075583220315
邮箱：xuyb@wlzq.com.cn

	2019年	2020E	2021E	2022E
营业收入(亿元)	46.07	48.30	58.00	62.00
增长比率(%)	13.20	4.84	20.09	6.89
归母净利润(亿元)	5.19	5.41	5.82	6.20
增长比率(%)	20.75	4.24	7.58	6.53
每股收益(元)	0.23	0.23	0.25	0.27
市盈率(倍)	48.06	47.67	44.32	41.63

数据来源：Wind, 万联证券研究所

目录

1、公司稳健发展，重推四大主营业务.....	4
1.1 细分领域龙头地位确立.....	4
1.2 公司治理稳健科学.....	4
1.3 剥离非主营业务，聚焦公司发展的战略精力.....	5
2、财务基本面改善，保障充足研发投入.....	6
2.1 运营成本有效管控.....	6
2.2 盈利能力显著增强.....	7
2.3 研发投入稳定增长.....	8
3、北斗导航：公司全产业链发力.....	9
3.1 北斗三号组网即将完成带来重大发展机遇.....	9
3.2 下游民用市场空间广阔.....	11
3.3 公司北斗竞争优势明显.....	12
3.4 国防开支增长利好行业发展.....	14
4、软件与信息服务：公司直接受益网络基建增量市场.....	14
4.1 受益 4G 扩容、5G 建设，通信服务市场有望高速增长	15
4.2 增量建设、存量维护的市场持久性，锁定行业未来 5-10 年发展增量	17
4.3 海格怡创份额领先，5G 建设中率先起量	18
5、航空航天：子公司驰达飞机成长动力充沛.....	199
5.1 公司近年来呈现稳健增长态势.....	19
5.2 两大领域引领新增长：碳纤维复材、发动机零件国产化替代.....	19
6、无线通信：军用市场回暖、民用市场已开.....	20
6.1 军改落地后公司订单持续释放.....	20
6.2 民用产品广受市场青睐.....	21
7、关键假设和盈利预测.....	22
8、风险提示.....	24

图表 1：发展历程	4
图表 2：股权结构	5
图表 3：控股股东近期增持情况	5
图表 4：非核心资产剥离情况	6
图表 5：公司“三费”变动情况	6
图表 6：公司营业总收入和销售净利率变动情况	7
图表 7：2014-1018 年研发投入情况	8
图表 8：近 4 年研发人员变化情况	8
图表 9：公司权益乘数变动情况	8
图表 10：全球四大卫星导航系统对比	9
图表 11：多项相关政策驱动北斗导航发展	10
图表 12：北斗系统“三步走”发展战略	10
图表 13：北斗卫星导航系统产业链	11
图表 14：近 10 年卫星导航与位置服务产业产值	11
图表 15：卫星导航产业核心产值及北斗贡献率	11
图表 16：北斗系统三大应用市场	12
图表 17：北斗导航在行业市场的应用	12

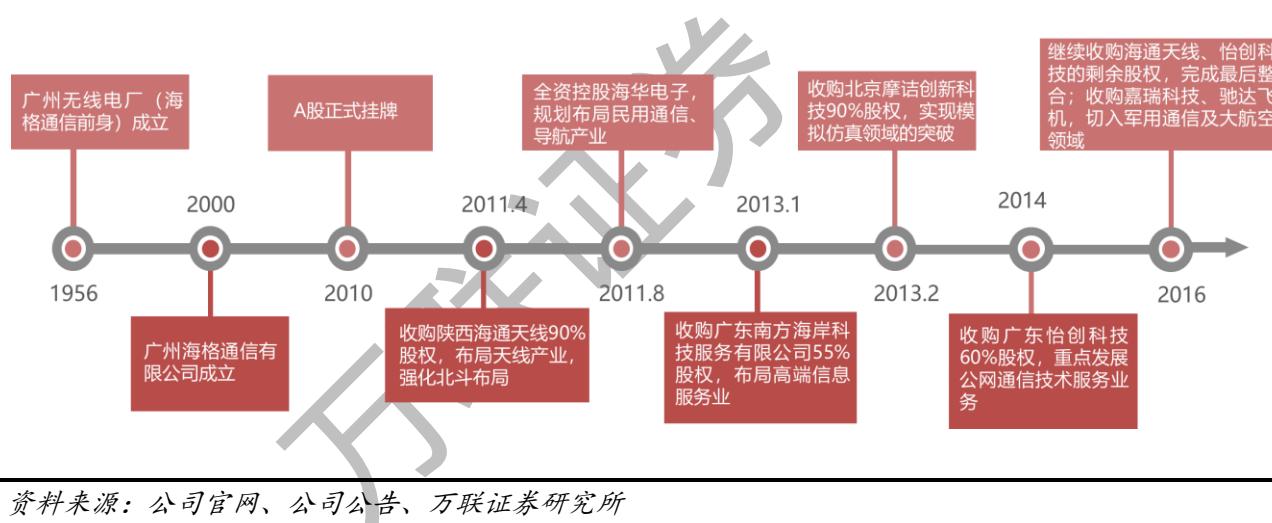
图表 18: 中国北斗导航产业上市公司 2019 前三季度净利润对比 (亿元)	13
图表 19: 中国高精度卫星导航市场规模及预测	13
图表 20: 国内车联网市场规模	14
图表 21: 中国智慧城市规划投资规模	14
图表 22: 我国近 10 年国防开支及未来 5 年估计	14
图表 23: 网络通信服务产业链	15
图表 24: 通信技术服务产业链	16
图表 25: 提速降费后, 流量爆发式增长	16
图表 26: 通信网络基础设施建设先于牌照发放	17
图表 27: 2019-2026 年 5G 基站建设规模及投资预测	17
图表 28: 5G 产业链相关服务/产品受益期	18
图表 29: 子公司海格怡创代维业务覆盖地区及份额占比	19
图表 30: 公司近年来代维订单	19
图表 31: 公司近年业绩情况	20
图表 32: 飞机复合材料加工业务	20
图表 33: 公司无线通信营收 (亿元)	21
图表 34: EXP5300/T 甚高频地空通信电台	22
图表 35: 苍擒无人机系统展示	22
图表 36: 主营业务盈利预测 (百万元)	23

1、公司稳健发展，重推四大主营业务

1.1 细分领域龙头地位确立

海格通信源于 1956 年始创的广州无线电厂（国营七五〇厂），自 2000 年 7 月由广州无线电集团下属的国防工业总公司转制成立广州海格通信有限公司。秉承悠久的产业发展历史，公司已快速发展成为我国国防通信、导航及信息化领域最大的整机和系统供应商之一，是行业内用户覆盖最广、频段覆盖最宽、产品系列最全、最具竞争力的重点电子信息企业之一，行业领先的软件和信息服务供应商。2010 年 8 月公司通过深交所首次公开发行 8500 万股登陆 A 股市场。

图表1：发展历程



资料来源：公司官网、公司公告、万联证券研究所

业务发展上，公司是国家规划布局内重点软件企业，自 2003 年起连续 15 年入选中国软件业务收入前百家企（2018 年排名第 83 位），连续三届入选中国软件和信息技术服务综合竞争力百强企业，拥有国家级企业技术中心、博士后科研工作站、广东省院士专家企业工作站，获得工信部“国家级工业设计中心”称号。在资本市场上，公司于 2018 年入选全球第一大指数 MSCI，又于 2019 年成为首批纳入富时罗素指数的 A 股上市公司之一，充分彰显国际市场机构对公司投资价值的肯定。

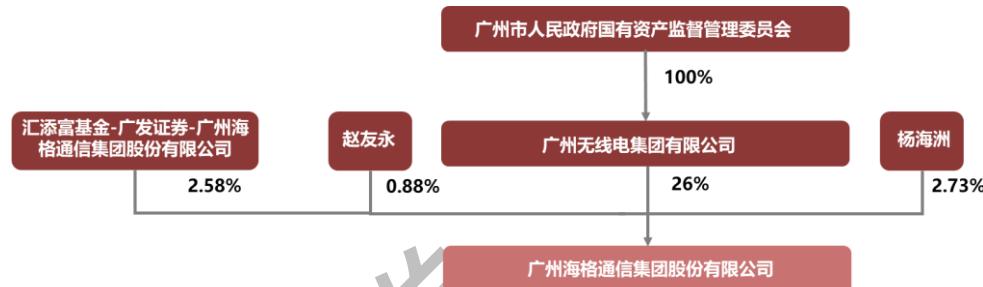
公司已与中国移动等三大运营商、以及特殊机构、中国铁塔、政府部门、公安消防、交通等国民经济重要部门建立了长期合作关系，客户来源稳定。具体业务的细分领域上，公司是无线通信的国防龙头企业，具有深厚技术积淀；信息与软件服务业务上，公司在运营商代维业务领域市场份额处于国内领先地位；北斗已实现全产业链布局，在国防市场巩固的同时不断拓展民用市场；航空航天领域，子公司摩诘创新、驰达飞机、海格云熙已完善相关产业布局，进入高端装备制造领域。

1.2 公司治理稳健科学

国资控股、公司管理层与大股东构成一致行动关系，皆有助于公司稳定发展。公司控股股东为广电集团，持股比例为 26%，其由广州市国资委 100% 控股。本公司的实际控制人为广州市国资委。根据公司章程约定，本公司股东中设立时任广电集团董事的自然人股东的在股东大会决议事项上与广电集团保持一致行动，系广电集团的一致行动人。目前的前十大股东中，董事长杨海洲和前董事赵友永与广电集团构成一致行动关系。

实施员工持股计划，实现骨干员工与公司的高度绑定。公司自 2015 年开始施行员工持股计划，成为广州首家完成员工持股计划的国有企业。为健全公司长期、有效的激励约束机制，提高员工的凝聚力和公司竞争力，实现股东、公司和个人利益的一致打下基础。

图表2：股权结构



资料来源：公司公告、万联证券研究所

控股股东多次增持，彰显对公司发展信心。大股东近 2 年来经 3 次增持，增持比例达 5.01%，充分彰显其对公司长期投资价值的认可及对未来持续稳定发展的信心。

图表3：控股股东近期增持情况

增持期间	增持股数(股)	增持均价(元)	增持金额(万元)	增持股数占总股本比例
2017.7.18-2017.7.27	17,810,214	11.23	19,944.14	0.77%
2018.2.11-2018.8.10	80,249,242	8.59	68,940.50	3.48%
2018.10.15-2019.4.14	17,455,966	9.24	16,129.72	0.76%

资料来源：公司公告、万联证券研究所

控股股东为国资投资公司改革试点企业，管理层锐意改革，保障公司市场化运作。公司控股股东广州无线电集团于 2018 年获得广州市国资委批准，成为实施国有资本投资公司改革试点企业。2017 年管理层换届，实现公司年轻化，并在同年进行了组织架构优化，公司架构扁平化，设立无线通信事业部、北斗导航事业部、泛航空事业部、软件与信息服务事业部等四大事业部实现业务聚焦，提升对市场的反应速度及运营效率。此外，公司主动颁布一系列改革措施助力公司应对特殊机构改革，巩固行业地位。经营方略上，公司既鼓励技术创新、技术突破，战略聚焦主营业务核心竞争力的提升，亦重视科研项目的投资回报分析、倡导资源协同和流程高效。未来，公司将充分利用控股股东被纳入国资委“双百企业”名单的优势，持续积极探索混改、员工持股等过期改革和试点方案。

1.3 剥离非主营业务，聚焦公司发展的战略精力

自上市以来，公司通过外延并购扩展业务版图以完善产业链布局，经培育发展及适时剥离非主营业务，目前业务板块已清晰明朗。通过剥离非核心主业资产，优化资源配置，聚焦于核心业务；同时回笼资金，降低财务费用，进一步提升公司整体效益。

图表4：非核心资产剥离情况

首次公告时间	项目	进度
2017.8	河南海格经纬31%股权	完成
2017.1	广州福康泉药业100%股权	完成
2017.1	北京爱尔达51%股权	完成
2017.12	广州海格智能科技80.59%股权	完成
2017.11	武汉广电海格房地产开发30%股权	完成
2018.6	深圳康来士测试技术51%股权	完成

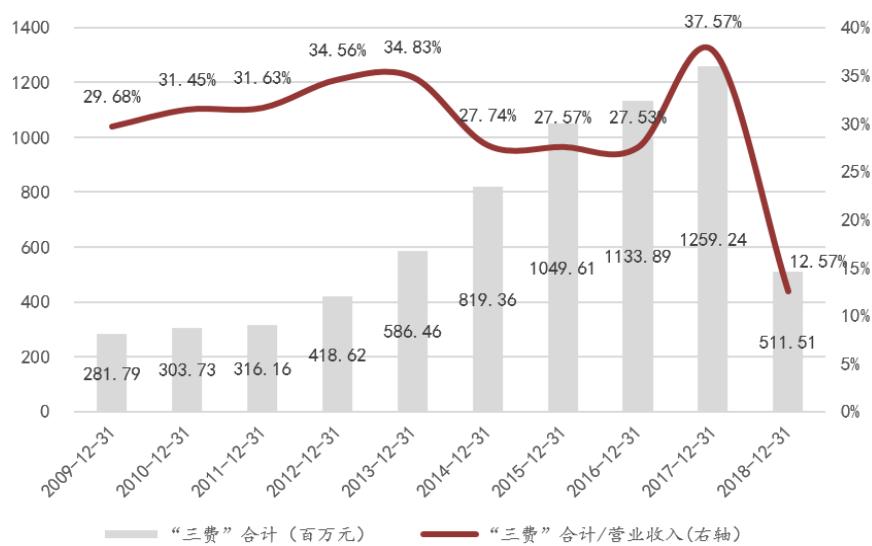
资料来源：公司公告、万联证券研究所

2、财务基本面改善，保障充足研发投入

2.1 运营成本有效管控

公司所处领域高度依赖不断的科技创新来满足客户的采购需要，研发投入势必在营业成本里占重要部分，因此有效管控其他成本有助于缓解公司的现金流压力。公司自2017年起通过运用信息化手段优化内部管理流程，强化资源节约、深抓量化管理，重视投入产出预判分析，现已取得显著效果，公司的财务费用、管理费用、销售费用之和在2018年已大幅下降至5.12亿元，此三费之和与营业收入的比例也已快速降至12.57%，公司管控成本的能力显著提高。

图表4：公司“三费”变动情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

2.2 盈利能力显著增强

受特殊机构客户的改革影响而延后的订单于 2018-2020 年得到补偿，2018 年公司业绩触底反弹，预计近两年内恢复性订单仍将持续。2010 年-2018 年，公司营业收入由 9.66 亿增至 40.70 亿。2015 年，特殊机构开启全面改革。受此影响，部分国防采购订单计划延迟，整体国防开支增速从 10%以上降至 7.5%左右，对国内包括国防信息化在内的国防用品生产企业业绩造成不利影响。公司受此影响，2016、2017 年业绩下滑。**2017 年改革落地后，业绩快速反弹。**2017 年公司实现营收 33.52 亿元，销售净利率下降至 10.18%；改革落地后公司业绩触底反弹，根据公司最新披露的 2019 年报，其在 2019 年实现营收 46.07 亿元，销售净利率企稳回升至 12.13%。改革期间暂缓订货的装备计划以及“十三五”规划最后一年的特殊机构订单翘尾效应将推动未来两年公司特殊机构业务持续稳健增长。

图表6：公司营业总收入和销售净利率变动情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

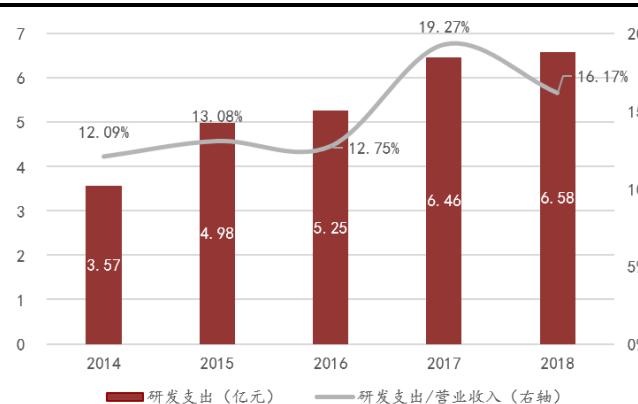
同时，在逐步落地的 4G 扩容和即将到来的 5G 建设高峰中，公司也将随着通信行业增长保持高增长态势。根据中国联通网络技术院的预测，5G 时代所需建设的基站数量为 4G 的 1.5-2 倍，且建设周期将更长，网络服务市场将受益于 5G 时代更大规模的网络工程建设与后续维护优化需求。公司于 2013 年收购怡创科技 60%股权，并于 2016 年完成剩余股权的收购。海格怡创为国内此业务的龙头企业之一，订单中标情况近年来一直排在行业前列且订单金额屡创新高。技术储备上，海格怡创从 2017 年开始战略调整转型，加大网络建设的业务占比，凭借在网络建设和维护、网络优化、软件与信息服务等多方面的优势，为 5G 时代做了提前布局。目前海格怡创已经参与到 5G 的前期实验网、试点城市建设中。

此外，北斗三号系统组网完成在即、芯片国产化、人工智能和智慧城市的发展趋势下，北斗发展空间广阔。北斗三号系统将在今年组网完成，建成后将实现全球覆盖，北斗应用范围大大拓宽，产品性能较大提升，用户量和速率也将提升。公司在北斗导航领域处于国内领先水平，实现了“芯片、模块、天线、终端、系统、运营”全产业链布局。民用领域上，海格怡创合资组建广东星舆科技布局建设北斗高精度位置服务平台，目前已完成国内主要核心省、市室外高精度定位网络的覆盖，同时完成珠三角核心城市的高精度地图，与中国铁塔等达成合作，目前正进行运营推广。预计上述几类因素将共同带动公司业绩的强劲增长。

2.3 研发投入稳定增长

公司自上市以来，研发投入逐年增长，占营业收入比重持续保持在10%以上。2017年，公司在营收、利润出现大幅下滑的情况下，逆势加大研发投入，研发支出较同比增幅达23.05%，占营收比重达19.27%。研发人员总量上持续上升，结构上因2016年公司进行多笔收购，并表后公司员工增加51.69%，导致2016、2017年研发人员占比有所下降，在剥离非主业后研发人员比重恢复到30%以上。公司所处业务领域皆为上升空间大且对技术创新极为依赖的领域，研发投入是保证公司持续增长的内生来源，亦是抢占市场先机、强化竞争优势的关键所在。北斗、5G等市场红利预计将进一激发公司加大研发投入的热情以提供更高品质的技术服务。

图表7：2014-2018年研发投入情况



资料来源：公司年报、万联证券研究所

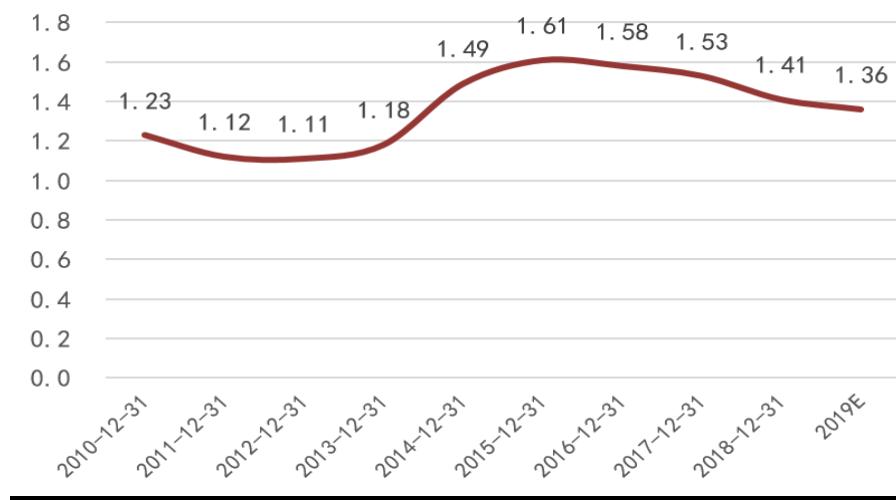
图表8：近4年研发人员变化情况



资料来源：公司年报、万联证券研究所

公司虽然在逐年加大研发投入，但同时也注重控制财务杠杆。如下图所示，公司的权益乘数从2015年开始逐年下降，跟进最新披露的业绩快报，公司2019年权益乘数已降至1.36。这表明公司的股东权益在资产总额中所占比例增大，负债所占比例减小，在推动科技创新驱动业绩增长的同时改善维护健康的财务基本面。

图表9：公司权益乘数变动情况



资料来源：公司公告、万联证券研究所

3、北斗导航：公司全产业链发力

3.1 北斗三号组网即将完成带来重大发展机遇

北斗卫星导航系统是中国着眼于国家安全和经济社会发展需要，自主研发实施、独立运行的卫星导航系统，系统整体自主可控强。北斗卫星导航系统可为全球用户提供全天候、全天时、高精度的定位、导航和授时服务，已成为 GPS 系统最有力的竞争对手。特别是，我国重点覆盖的区域是亚太地区及“一带一路”地区，这些地区均将获得优于 GPS 系统的精准定位。

北斗可实现的服务功能较世界上其他主流导航更加完备。美国 GPS、俄罗斯格洛纳斯卫星导航系统、欧洲伽利略系统，以及我国自主建设的北斗卫星导航系统，并称四大全球卫星导航系统（GNSS）核心供应商。四大系统均可为全球用户提供全天时、全天候、高精度、高可靠定位、导航和授时服务。北斗未来将共提供 5 大服务，既有国际通用服务，又有北斗特色设计，包括 RNSS（卫星无线电导航服务）、SMS（短报文通信服务）、SBAS（星基增强服务）、SAR（国际搜救服务）、PPP（精密单点定位），目前已提供 RNSS 服务、SMS 服务。

图表10：全球四大卫星导航系统对比

服务功能	美国GPS	俄罗斯GLONASS	欧盟Galileo	中国北斗
RNSS	√	√	√	√
SBAS	-	-	-	√
PPP	-	-	√	√
SMS	-	-	-	√
SAR	√	√	√	√

资料来源：公司公告、万联证券研究所

近年来，国家各部委密集出台多项政策，加速北斗产业发展。建成以北斗为主兼容其他系统的高精度位移服务网络，将为确保国家高精度时空信息安全提供根本保障。

图表11：多项相关政策驱动北斗导航发展

时间	政策文件	相关内容
2013年1月	《卫星及应用产业发展专项》	培育发展北斗卫星产品与服务的市场应用着力促进重大标志性成果转化和规模化应用，推动北斗卫星应用产业自主化、体系化、多元化、商业化发展。
2013年10月	《国家卫星导航产业中长期发展规划》	到2020年，我国卫星导航产业创新发展格局基本形成，产业应用规模和国际化水平大幅提升，产业规模超过4000亿元，北斗卫星导航系统及其兼容产品在国民经济重要行业和关键领域得到广泛应用，在大众消费市场逐步推广普及，对国内卫星导航应用市场的贡献率达到6%，重要应用领域达到80%以上。
2014年3月	《关于北斗卫星导航系统推广应用若干意见》	在维护国家安全的前提下，积极推进“北斗”的广泛应用、促进地理信息产业的发展。
2014年7月	《国家地理信息产业发展规划（2014-2020年）》	重点围绕测绘地理信息装备制造、地理信息与导航定位融合服务、地理信息应用服务等雷达重点领域，积极扶持龙头企业，扩大产品的市场占有率，提升产业的整体竞争力。
2015年10月	《国家民用空间基础设施中长期发展规划（2015-2025年）》	对卫星通信、导航、遥感的天地一体化系统进行统筹优化，提供全球综合观测、信息传输、导航定位等服务。
2016年6月	《中国北斗卫星导航系统》白皮书	建设世界一流的卫星导航系统；发展北斗产业，服务经济社会发展和民生改善；深化国际合作，共享卫星导航发展成果。
2016年12月	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	“十三五”要做大做强北斗卫星及应用产业，建成北斗全球卫星导航系统。
2017年2月	《安全生产“十三五”规划》	海洋渔船装载北斗终端等安全通信导航设备，提升渔船装备管理和信息化水平。
2017年6月	《“一带一路”建设海上合作设想》	加强北斗卫星导航系统在海洋领域应用的国际合作，为沿线国提供卫星定位应用与服务。
2017年7月	《国家突发事件应急体系建设“十三五”规划》	推动应急产业产值大幅增长，制定应急产业发展培育计划，大力推动北斗卫星导航系统在监测预警、应急救援等方面的应用。

资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

北斗三号在精度、性能和应用场景上相比北斗二号显著提升，北斗三号密集发射带来产业投资机会。2017年11月5日，北斗三号第一、二颗组网卫星发射成功，开启北斗卫星导航系统全球组网新时代。2018年，北斗卫星更是完成10箭19星发射，创下世界卫星导航系统建设记录。同年，北斗正式进入全球组网阶段，服务区域实现从中国及亚太地区向全球覆盖的跨越，截止2020年3月9日，中国北斗卫星累计发射达54颗，是美国GPS卫星的2倍多，预计今年还将发射最后2-4颗，至此北斗全球系统将全面建成。随着北斗三号卫星的发射和系统的建成，上游产品配套和基于此的下游行业应用将迎来发展机遇。

图表12：北斗系统“三步走”发展战略

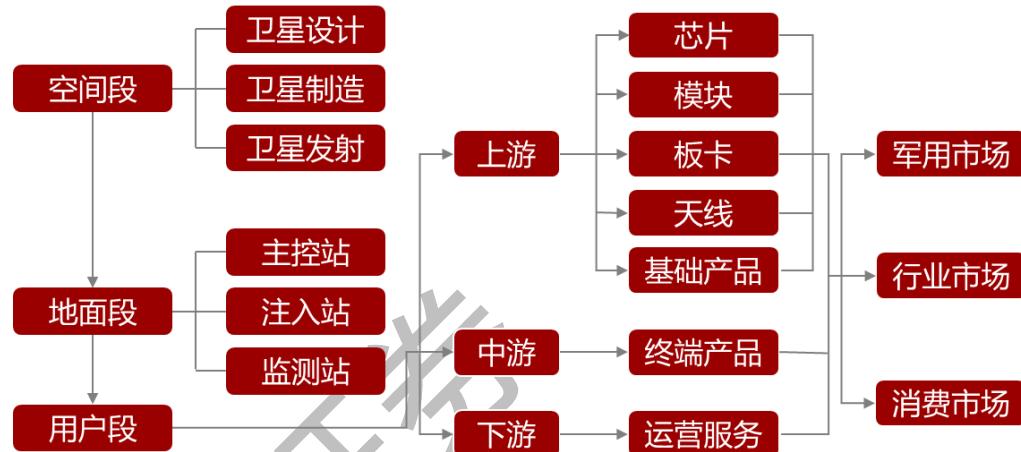
	发射卫星数量	定位精度	覆盖区域	实现功能
北斗一号 (1994-2003)	3	20m	中国及周边地区	定位、授时、广域差分和短报文通信服务
北斗二号 (2004-2012)	16	<10m	亚太地区	增加无源定位体制，定位、测速、授时、广域差分和短报文通信服务
北斗三号 (2009-2020)	35	2.5-5m	全球	有源服务和无源服务两种技术体制。全天候、全天时为各类用户提供高精度、高可靠定位、导航、授时服务，并具有短报文通信功能。

资料来源：《中国北斗卫星导航系统》白皮书、万联证券研究所

上游产业已实现国产化替代，下游市场爆发在即。北斗卫星导航系统由空间段、地面段和用户段三大部分构成，用户段又可进一步细分上中下游：上游基础部件是产业自主可控的关键环节，基础部件作为自主可控最关键的部分，主要由基带芯片、射频芯片、板卡和天线构成；中游主要包括终端集成和系统集成，是产业发展的重点；

下游的解决方案和运维服务针对具体行业应用场景。目前，产业链上游基本实现全面配套，国内自主研发的北斗芯片等基础产品已进入规模应用阶段；中游各类应用终端已广泛使用于各个行业；下游也已在各领域进行了探索应用。

图表13：北斗卫星导航系统产业链



资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

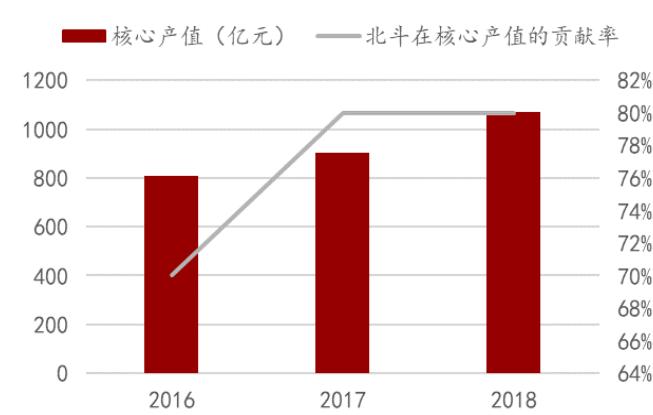
3.2 下游民用市场空间广阔

北斗产业 2020 年有望达 2400 亿元规模，市场空间广阔。根据国务院办公厅印发的《国家卫星导航产业中长期发展规划》，到 2020 年我国卫星导航产业规模将达到 4000 亿元，其中北斗贡献达到 60%，即 2400 亿元。中国卫星导航定位协会提供的最新数据显示，卫星导航与位置服务产业 2018 年产值已达 3016 亿元，5 年 CAGR 达 22.42%，符合规划增长预期，而北斗对产业核心产值贡献率达 80%。

图表14：近10年卫星导航与位置服务产业产值



图表15：卫星导航产业核心产值及北斗贡献率

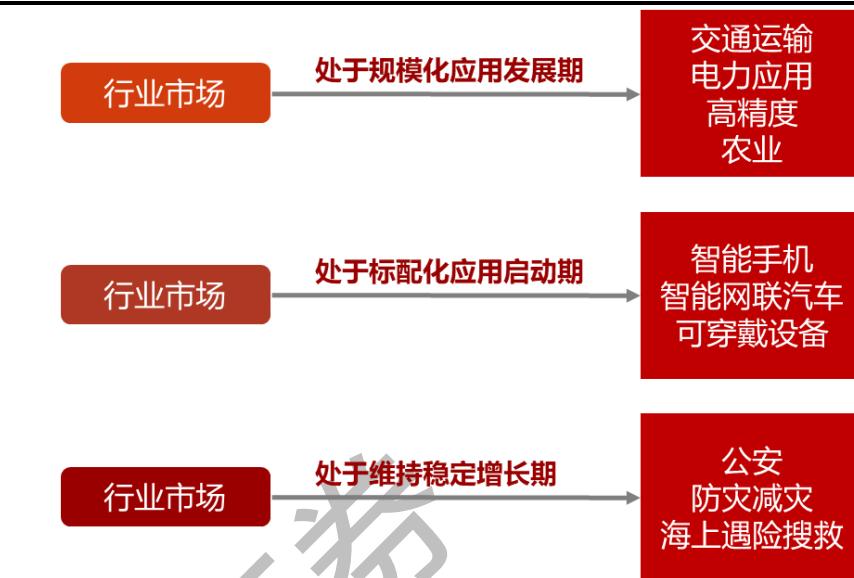


资料来源：《中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》、万联证券研究所

资料来源：《中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》、万联证券研究所

民用行业市场是主要方向，目前在行业市场的应用尚处于起步阶段，有望迎来持续多年高增长。目前，北斗导航系统主要应用于特殊机构市场、行业市场和大众消费市场领域。北斗卫星虽起步于特殊机构市场，但在民用行业市场有着更广阔的应用空间，随着国家政策和重点示范项目的落地的推动，现已在精准农业、交通运输、海洋渔业、防灾减灾等多个行业领域广泛应用。

图表16：北斗系统三大应用市场



资料来源：《中国卫星导航与位置服务产业发展白皮书》、万联证券研究所

图表17：北斗导航在行业市场的应用

应用领域	主要内容	领域特点
地理数据采集	确定航点、航线和航速	高精密 高精度 连续性 高可靠性
高精度测量	应用于大地测量、资源勘查、地壳运动、地籍测量、工程测量、海洋测量	
车辆监控调度及导航服务	精确显示汽车所处位置、速度和方向	
航海航空应用	航空方面可以适应新型飞机航程的扩展和航速的提高；航海方面主要应用于救援、导航和港口运作	
时间和同步	通过原子钟下发导航电文传递给客户	
机械控制	应用于防浪海堤建筑施工系统、道路桥梁建筑施工系统	

资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

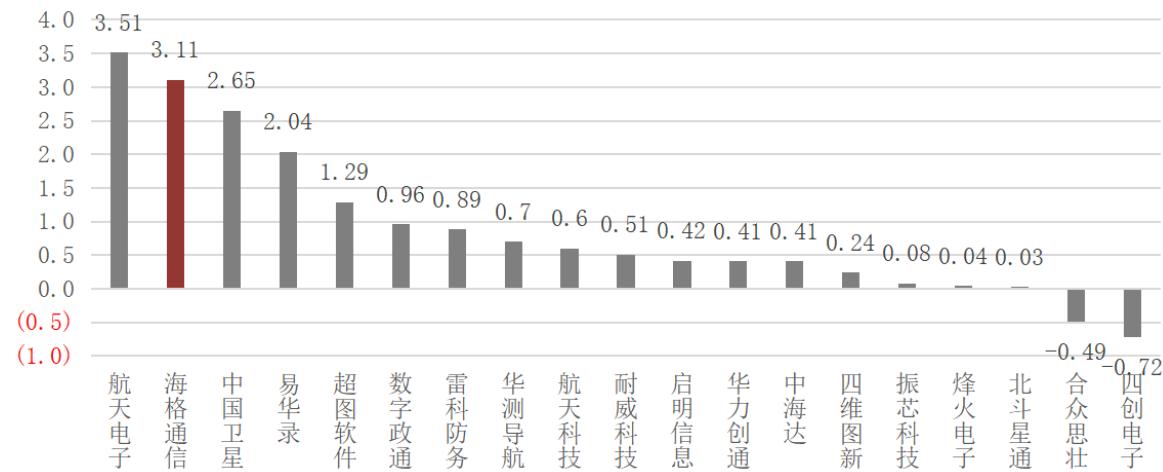
3.3 公司北斗竞争优势明显

公司依托实控人及体系内配套优势直接参与北斗业务，从业务资源到技术储备，皆领先于业内仅依托技术优势或投资并购切入北斗业务的参与者。

公司是业内少数进行北斗全产业链布局的企业，先发优势+充分的技术储备使得公司在特殊机构市场、民用市场得以同时拓展，将充分受益于北斗产业的发展。公司在北斗导航领域实施“1+2”布局，“1”指以高精度为核心的关键技术及高精度位置服务平台，“2”指拓展特殊机构、民用两大应用领域市场，并实现了“芯片、模块、天线、终端、系统、运营”的全产业链布局，紧跟北斗系统应用和建设步伐，在北斗

三号中全面参与射频芯片、基带芯片、基础模组等方面的产品开发。其中，北斗三号高精度基带芯片已于2018年12月正式发布，目前已经完成了相关功能、性能验证，能够完全满足未来北斗三号在民用高精度领域的应用需求；特殊市场上，北斗三号射频芯片在前期竞标中处于领先，相应的基带芯片也已通过第一轮比测并顺利入围；抗干扰模组的研制工作已全面启动。从下图可看出，公司在中国北斗导航产业上市公司中处于名列前茅的位置。

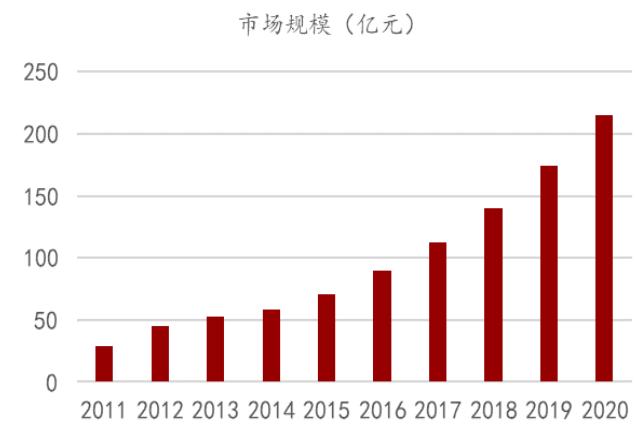
图表18：中国北斗导航产业上市公司2019前三季度净利润对比（亿元）



资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所

民用行业市场是增量的主要方向，公司积极拓展民用市场，阻碍民用市场突破的技术难点已实现突破。公司在全产业链布局基础上，建设北斗高精度位置服务平台，提供“平台+服务”的系统解决方案。行业应用的成功落地如位置服务、车联网、智慧城市、精准农业等领域均离不开高精度卫星导航定位。公司现已完成 CORS 站点（地面连续观测站）、高精度板卡和导航地图引擎研制，定位精度可达厘米级别。

图表19：中国高精度卫星导航市场规模及预测

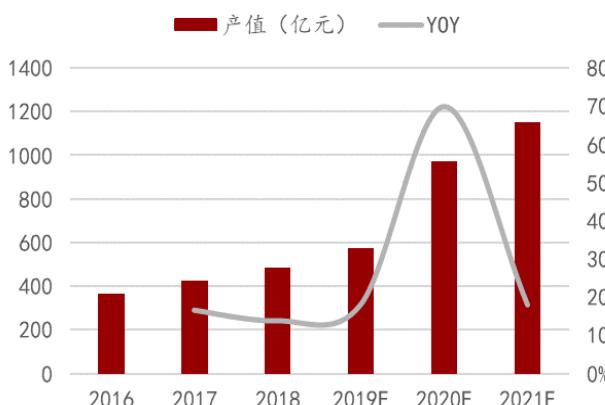


资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

战略上，公司聚焦“北斗+智慧城市”、“北斗+5G”技术融合、北斗高精度时空平台等方向，寻求北斗业务市场空间新突破，在位置服务、智慧城市、智能交通等三大爆发级应用方向上发力，已打造出多个明星项目。如基于北斗高精度融合定位技术的大型综合体立体防控平台“超维智脑”，能够为公安、消防与应急领域室内作战提供室内亚米级定位及导航服务；打造“北斗+智慧城市”应用的示范性项目的广州南沙

新区北斗城市应用示范项目，项目定位为逐步建设南沙区北斗时空大数据管理系统、智慧校园、智慧养老、智能物流等，为城市精细化管理提供信息化手段。

图表20：国内车联网市场规模



资料来源：赛迪顾问、万联证券研究所

图表21：中国智慧城市规划投资规模



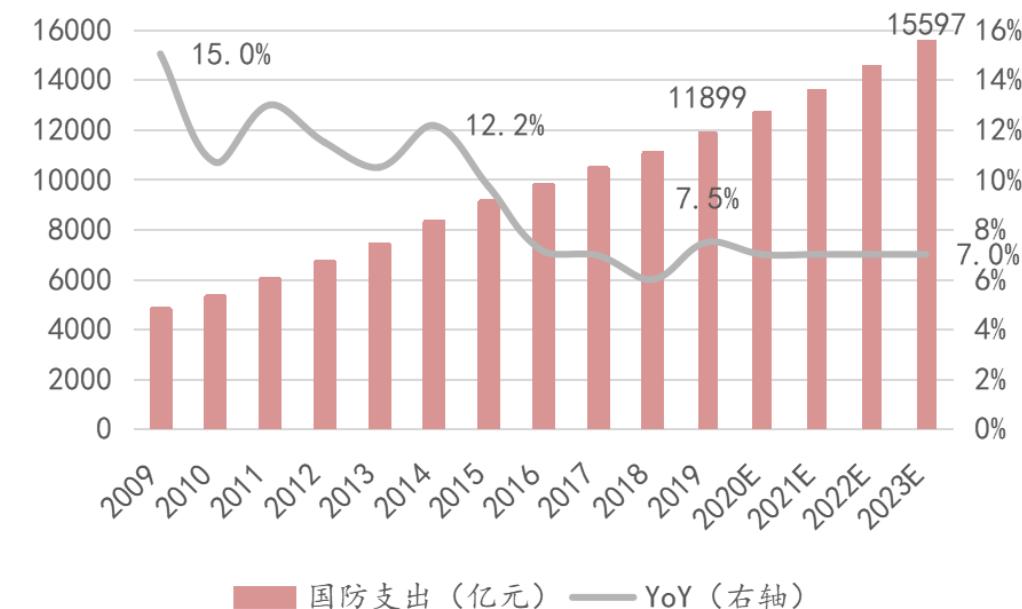
资料来源：艾瑞咨询、万联证券研究所

公司子公司星舆科技在高精度地图领域具备相对优势，可发挥母子公司协同效应。在人工智能、智慧城市发展趋势下，星舆科技负责的高精度地图业务应用需求广泛，主要包括智慧城市、自动驾驶、物联网、机器人、无人机等多维度、多场景应用。目前，星舆科技已完成国内主要核心省、市室外高精度定位网络的覆盖，同时完成珠三角核心城市的高精度地图，与中国铁塔等达成合作，目前正进行运营推广，市场前景十分广阔。同时，在高精度网络系统定位精度、项目建设和运维成本控制等方面，星舆科技具有相对优势。目前，在企业级应用市场也已经有所突破，包括高精度追踪器、高精度融合定位一体化的追踪器应用也在推广落地。

3.4 国防开支增长利好行业发展

为实现国防和国防队伍现代化目标，我国国防经费开支稳步增长。从结构上看，为加速国防信息化，装备费比重有望进一步提升。从美国推演中国，国防北斗市场规模可期。我国 2019 年国防开支为 11899 亿元，若未来 5 年仍保持 7% 增速，则 2023 年国防开支将超过 15000 亿元。根据公开信息报道，美国国防领域 GPS 投入占总体国防开支比重约为 1.5%，若中国北斗卫星投入占国防开支比例也为 1.5%，则 2023 年国内国防北斗导航市场规模可达 237 亿元。公司作为典型的国防领域无线通信和北斗供应商，我们认为公司此项业务将迎来长达数年的高增长期。自 2018 年来相关订单金额已达 21.01 亿元。

图表22：我国近10年国防开支及未来5年估计



资料来源：公司公告、万联证券研究所

4、软件与信息服务：公司直接受益网络基建增量市场

通信网络技术服务位于产业链中游，上游是通信设备供应商、下游是电信运营商。网络通信服务主要包括网络工程建设、网络维护、网络优化服务，服务贯穿于整个通信网络建设周期。随着市场环境的变化，通信技术服务市场格局经历了三个阶段的变化：最初由运营商或其所属单位提供，不存在市场竞争；随着行业竞争的加剧，运营商出于降本增效的目的，逐步剥离了此业务，第二阶段主要以国企为主，此时通信网络建设与维护的专业服务商开始涌现；目前，专业第三方已占据市场主导地位。

图表23：网络通信服务产业链

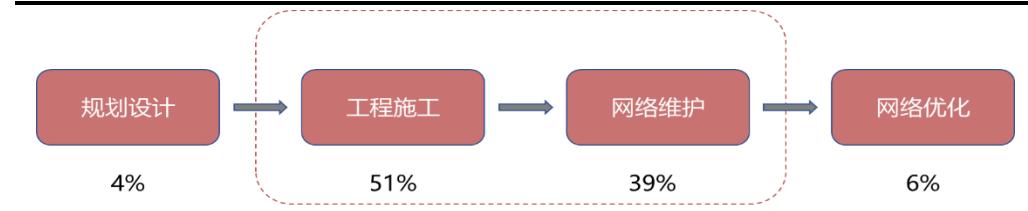


资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

通信技术服务市场规模与运营商固定资产投资规模、技术更新节奏及网络环境

要求密切相关。工程施工服务增长主要源于新增需求，与运营商 CAPEX 正相关；维护服务与通信网络的规模和复杂度正相关；网络优化服务是在现有网络上的改造升级，兼具成本和收益，是通信网络技术服务现阶段的发展重点，需求正呈逐渐上升之势。工程施工、网络维护占据市场份额的 90%，网络优化占比仍较低。

图表24：通信技术服务产业链



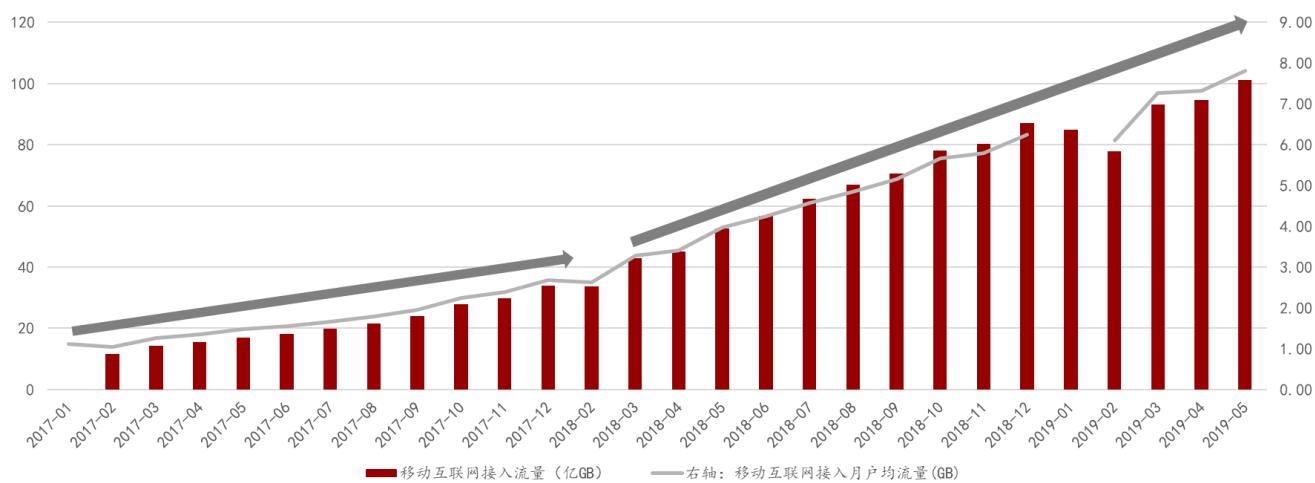
资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

4.1 受益4G扩容、5G建设，通信服务市场有望高速增长

政策驱动下 4G 网络承压，扩容大规模展开。“提速降费”是国家推动网络强国建设的基础战略性政策，旨在进一步促进数字消费升级，驱动下游信息产业的蓬勃发展。受此政策影响，自 2018 年 3 月起，三大运营商相继推出不限流量套餐。2018 年移动互联网总增速及户均增速大幅提升，同比增长 200%，并继续保持高增趋势。尽管 4G 网络在建设时考虑备份容量，但流量激增下 4G 网络依旧面临压力亟需扩容。

而且，5G 将至与 4G 扩容并不冲突。根据规划定位，2G/3G 网络将逐步退网清频，未来发展将是 4G/5G 长期共存，4G 用来承载连续语音和低流量数据业务，5G 用来承载大流量根据。根据以上逻辑，运营商仍在加码 4G 基站建设，如 2019 年 2 月中国联通公布了总预算约 348 亿元，共 41.6 万个 LTE 基站建设。根据工信部公布的数据，2018 年全国 4G 基站总数达 372 万个，截至 2019 年 5 月已达 437 万个，不到半年增速已达 17.47%。

图表25：提速降费后，流量爆发式增长



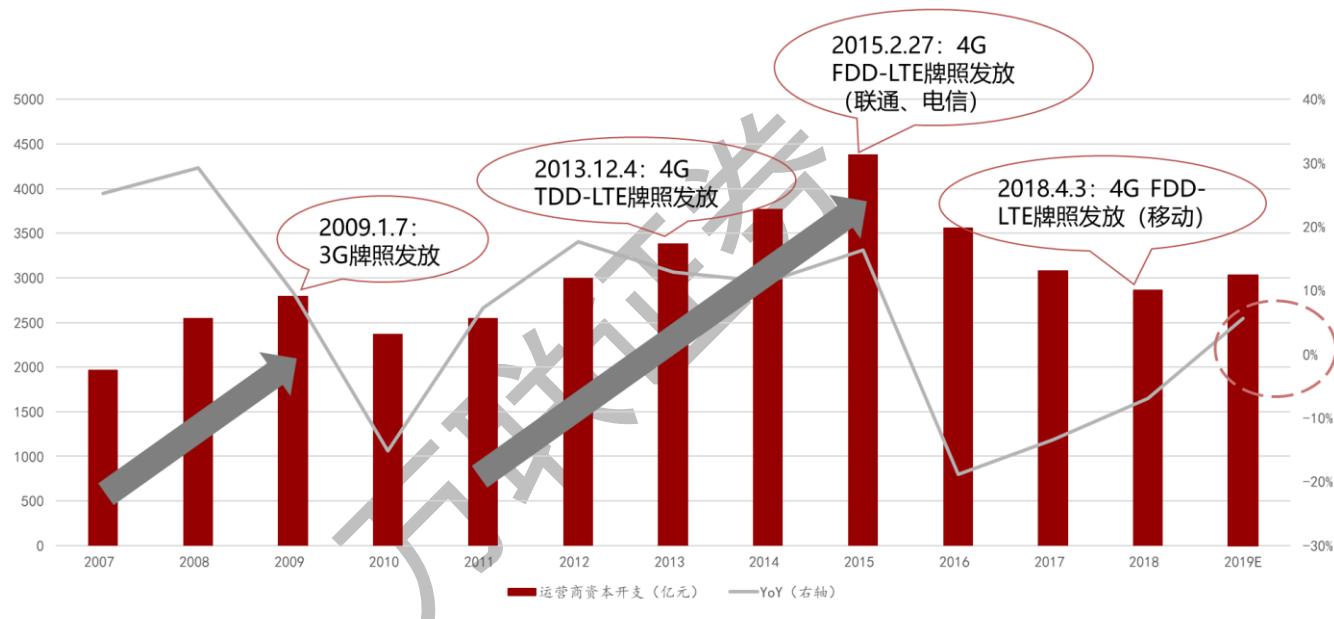
资料来源：工信部、万联证券研究所

5G 牌照发放时间超预期提前，大规模商用提前，通信网络技术市场有望率先受益。与 4G 相比，5G 投资规模更大，建设周期也更长，通信服务市场的网络工程建设、后续维护优化将从中获得更多受益。2019 年 6 月 5G 牌照正式发放，较预期提早半年，相关基础设施建设将率先启动。从通信原理来看，载波频率越高，波长越短，越趋近于直线传播（绕射能力越差），信号衰减增大。5G 相对于 4G 通信频段频率呈上

升趋势，故传输距离大幅缩短，基站覆盖能力大幅减弱，所需建设的基站数量增加，约为 4G 的 1.5-2 倍。相应地，通信网络服务市场将从中受益。

从历史周期推演现在，3G/4G 牌照发放前运营商 CAPEX 已进入上升通道，2018 年网络基础设施建设业已启动，2019 年起将大大加速。根据三大运营商 2019 年资本开支计划，数据显示资本开支在历经三年连续下滑之后迎来首次回升，考虑 5G 进程比预期提速这一因素后，预计 2019 年 5G 投资将在此基础上大概率追加。预计 2020-2023 年将迎来 5G 投资的高峰期。

图表 26：通信网络基础设施建设先于牌照发放

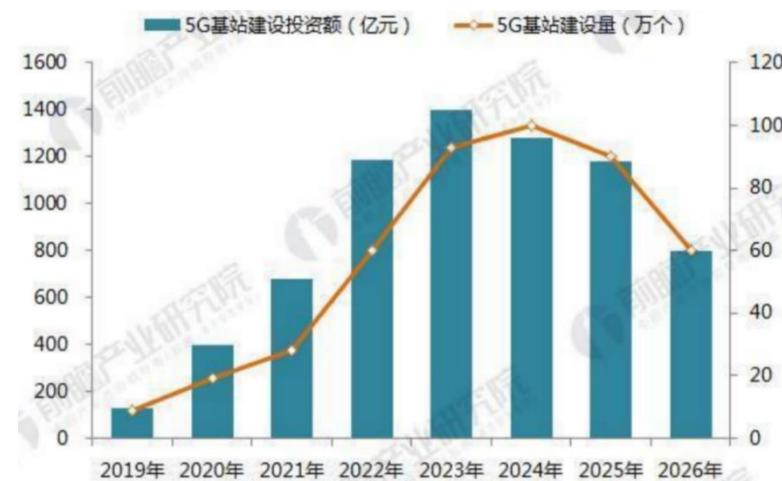


资料来源：上市公司网站、公开资料整理、万联证券研究所

4.2 增量建设、存量维护的市场持久性，锁定行业未来5-10年发展增量

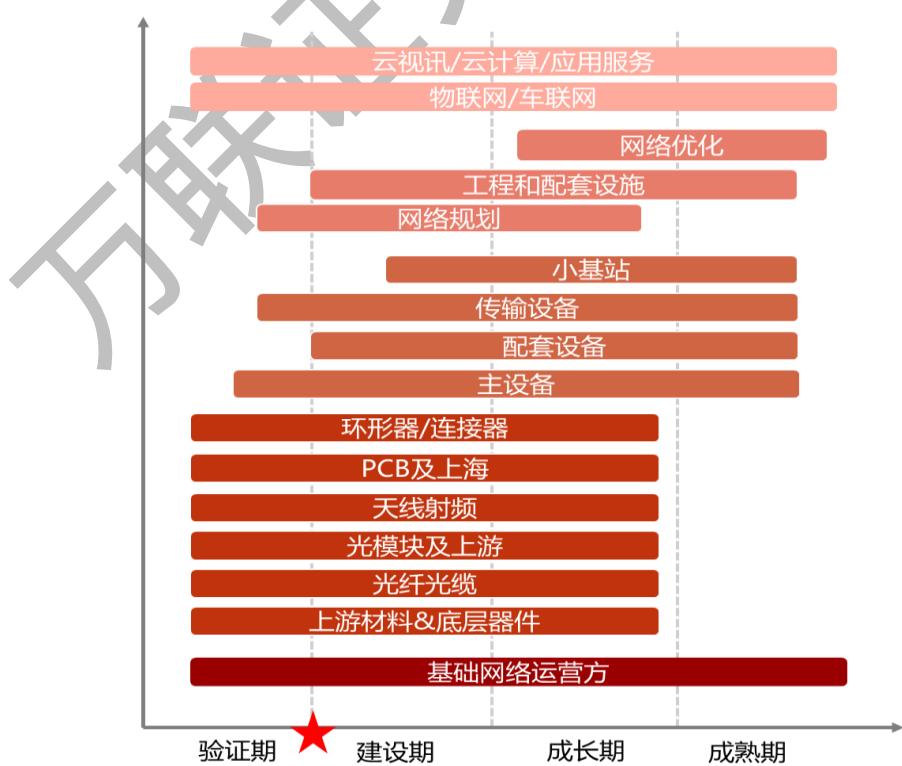
5G 建设周期较长，不同于以往脉冲式发展。2009-2013 年，三大运营商 CAPEX 合计 14102 亿元，年平均值为 2820 亿元；2014 年起进入 4G 快速建设周期，年平均值（2014-2018 年）为 2944.8 亿元。5G 建设周期较长，2020-2023 年主要为基础网络建设阶段，2021 年后为应用全面爆发阶段，预计 5G 总建设期为 4G 的 2 倍。高资本支出×长建设周期锁定通信服务市场未来增量。

图表 27：2019-2026年5G基站建设规模及投资预测



资料来源：前瞻产业研究院、万联证券研究所

图表28：5G产业链相关服务/产品受益期



资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

4.3 子公司海格怡创份额领先，5G建设中率先起量

子公司海格怡创业务范围广，业务份额全国领先。海格怡创自2002年起承接广东移动代理维护业务，随着中国移动社会化维护工作从试点到全国推广，公司坚持成本和质量管理的差异化竞争策略，现业务已发展成熟。2017年开始，公司调整业务结构，从以代维为主转向加大毛利率较高的网络工程建设业务。经历了近20年的发展，目前怡创业务规模接近20亿元，业务覆盖20多个省市，重点布局广东、广西、湖南、四川等省份，份额国内领先。近年来，公司加大在5G、ICT等业务的拓展力度，形成新的增量，成为第一批被委托参与5G建设的单位，目前已经参与到5G的前期实验

网、试点城市建设中。

图表29：子公司海格怡创代维业务覆盖地区及份额占比

份额占比	省份
>15%	广东移动（份额排名第1）、北京移动（份额排名第3）、上海移动（份额排名第3）、内蒙古移动（份额排名第2）、河北移动（份额15.2%）、江西移动（份额排名第3）、黑龙江移动（份额排名第2）
10%-15%	湖南移动（份额排名第2）、广西移动（份额12%）、湖北移动（份额11%）
<10%	辽宁移动、云南移动、四川移动、江苏移动、海南移动

资料来源：公司公告、万联证券研究所

网规网优、工程建设服务在5G正式进入建设期时率先起量，公司已斩获相关订单。2019年以来，公司已陆续公告海格怡创在竞标中取得佳绩、收入规模在保持稳步增长，充分显示了海格怡创在市场领域方面的不断突破，同时也显示了运营商客户对于海格怡创的持续信赖和认可。

图表30：公司近期代维订单

公告时间	服务期	合同金额	合同标的
Mar-20	截至2023年3月	1.37亿元	中国移动通信集团广东有限公司2020年至2022年无线网络优化服务集中采购（日常优化部分）
Mar-20	截至2023年3月	7.61亿元	中国移动通信集团2020年至2022年网络综合代维服务采购项目
Apr-19	截至2021年3月	10.83亿元	中国移动通信集团2019年至2021年网络综合代维服务采购项目
Mar-19	截至2020年	4.27亿元	中国移动2019年至2020年传输管线工程施工服务集中采购项目
Apr-18	截至2019年	7.43亿元	中国移动2018年至2019年通信设备安装工程施工服务集中采购项目
Feb-18	截至2020年3月31日	2.40亿元	中国移动广东公司2018-2019年驻地网施工及初装一阶段服务单位公开招标项目
Oct-17	截至2020年3月31日	1.60亿元	中国移动广东公司2017-2020年管线优化服务支撑公开比选项目
Aug-17	截至2019年8月	0.58亿元	中国移动四川公司2017-2019年通信工程全业务及室分施工二级集中采购公开招标项目
Jun-17	截至2019年6月	4.43亿元	2017-2018年广东移动室内覆盖系统施工公开招标项目（常规室分系统）、2017-2018年广东移动室内覆盖系统施工公开招标项目（分布式皮飞系统）
May-17	截至2019年	5.84亿元	中国移动2017-2019年网络综合代维服务采购项目
Apr-17	截至2019年	7.43亿元	中国移动2018年至2019年通信设备安装工程施工服务集中采购项目

资料来源：公司公告、万联证券研究所

5、航空航天：子公司驰达飞机成长动力充沛

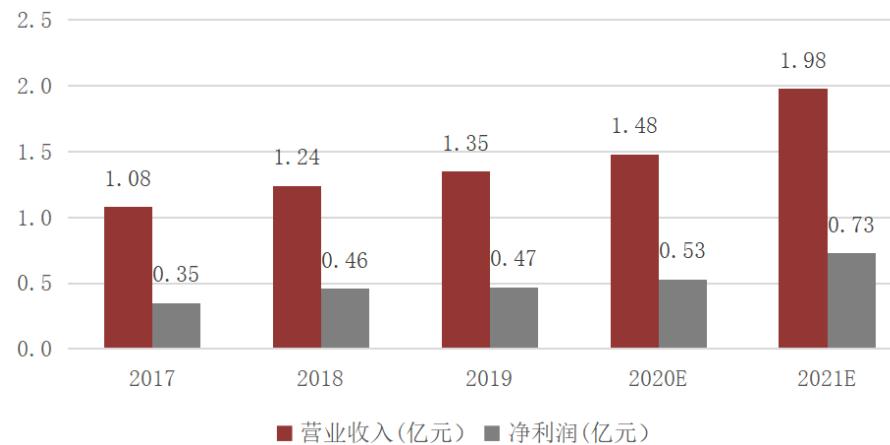
5.1 公司近年来呈现稳健增长态势

在航空航天领域，海格通信旗下的子公司驰达飞机近年来发展备受瞩目，呈现

稳健增长态势。坐落于陕西省西安市，驰达飞机是一家专业从事飞机零部件制造和装配的高新科技公司，在全国行业内民企中位列前三。公司主要经营军用飞机及民用飞机的金属材料零部件数控加工、碳纤维复合材料零部件成型与加工及飞机装配业务。公司近年业绩稳步增长，2019年实现营业收入1.35亿元、净利润0.47亿元。

军工业务价格敏感度较低，公司毛利率维持在60%左右，预计随着产能扩张和相应带来的规模经济效应，公司业绩将持续攀升，毛利率也将进一步提升，公司总体盈利强健。

图表31：公司近年业绩情况



资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

公司在军用和民用飞机零部件市场均具有较强竞争力。驰达飞机是中航工业西安飞机工业公司的核心供应商，属国内较稀缺的具备较强航天工业加工能力的民营企业，多年来持续为整机厂代工波音、空客、歼20、运20等多种主力机型，出货量稳中有升。在国防开支稳步增长、航空航天机加工市场逐步向民企开放的大背景下，公司预计将受益200亿左右的增量市场空间。此外，作为中国商飞的入围供应商，驰达飞机有望中标C919大飞机的多个零件包，随着国产大飞机未来试产与量产的加速，如果中标，公司预计将显著受益。

5.2 两大领域引领新增长：碳纤维复材、发动机零件国产化替代

在稳健增长的基础上，公司预计将在两大市场领域实现业绩的重点突破，分别是碳纤维复合材料加工和航空发动机零部件国产化替代。碳纤维复合材料是国防建设和国民经济不可或缺的一种性能优异、应用广泛的战略新材料，对推进国家重点工程、争夺国际竞争优势具有重要意义。近年来国家在政策上重点支持碳纤维复合材料行业的发展，其轻量化性能在军用航空应用领域得到快速发展，美国F-22和F35第四代战斗机上用量达到24%和36%，B-2隐形战略轰炸机上用量超过50%。我国在军用飞机复合材料领域一直落后于美国，近年来呈快速发展态势，预计市场对国产碳纤维复合构件的需求将逐年增长。此外，我国在航空发动机领域的国产化水平一直较低，长期依赖进口，驰达飞机的发动机配套业务有望在今年四季度投产，在机匣等领域可实现进口产品替代，符合国家产业政策导向，预计驰达飞机也将受益于国产发动机配套业务的市场红利。

图表32：飞机复合材料加工业务



资料来源：公司官网、万联证券研究所

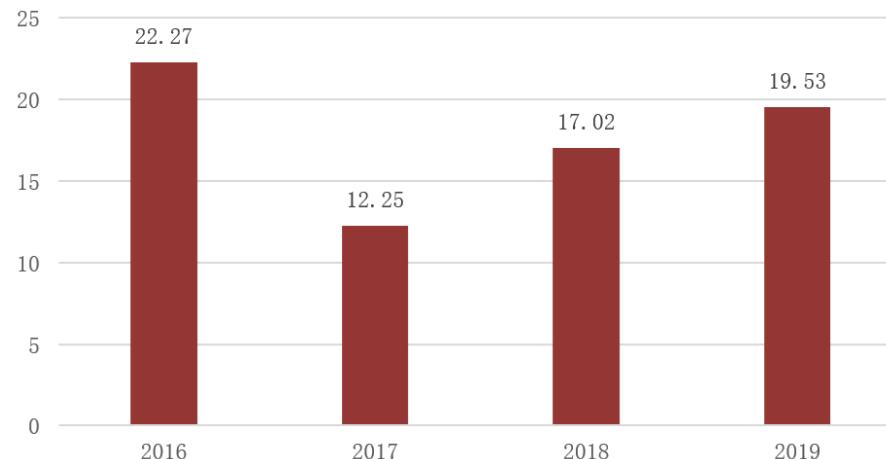
6、无线通信：军用市场回暖、民用市场已开

6.1 军改落地后公司订单持续释放

无线通信是公司的传统优势领域，公司拥有原750厂的人才资源优势和通信技术底蕴，是国内无线通信龙头企业。海格通信可实现无线通信产品全频段覆盖，包括用于潜艇远洋的长波通信、用于数字话音的短波通信、用于远距离信息传输的卫星通信和用于对多种通信电台的集中管控的通信系统集成类产品等。

国家自2015年底开始开展了大范围的军队改革，新设中央军委军事科学研究指导委员会、设立五大战区、设立火箭军、设立战略支援部队、调整集团军编制、新组建84个军级单位、改革军事院校和科研院所等等。在军改期间，军事装备采购进度放缓。自2018年开始，军改措施逐渐落地全军，军用订单呈现恢复性增长。

图表33：公司无线通信营收（亿元）



资料来源：公开资料整理、万联证券研究所

根据最新披露的2019年报显示，公司无线通信领域营收已增长至19.53亿元，军改对订单的影响较2017年明显减弱。2020年进入行业规划的最后一年，根据以往五

年规划历史经验，军工订单预计会在最后一年迎来翘尾效应，实现订单显著增长，因此军用无线通信业务在2020年持续看好。

6.2 民用产品广受市场青睐

除军用市场外，公司的民用无线通信产品近年来也逐渐被市场认可。例如海格通信子公司海格云熙研制的民用地对空电台PR05300甚高频低空通信共用系统、EXP5300/T/R甚高频地空通信电台和EXP53甚高频便携台等已取得民航全部九张资格许可证，以高性价比冲击此领域德国和韩国在全球市场的主导地位，预计未来随着市场认可度的进一步提升此领域将创收更大业绩。

图表34：EXP5300/T甚高频地空通信电台



资料来源：公司官网、万联证券研究所

海格通信孙公司亚华防务与广州白云机场联合研制的苍擒无人机侦测防御系统也已得到无锡硕放机场的订单。这款系统主要针对影响航空安全的无人机、航模等升空物体，实现360°侦测预警，覆盖范围达13公里，支持24小时不间断监控，是中国首个获得中国民航局第二研究所技术检测认可的无人机防御系统，目前该系统已在广州白云机场和无锡硕放机场顺利运行，预计未来随着实用性认可度提升将得到更多机场的订单。

图表35：苍擒无人机系统展示



资料来源：新浪网、万联证券研究所

7、关键假设和盈利预测

(一) 软件与信息服务：公司软件与信息服务业务持续保持良好发展势头，在主营业务收入来源里目前占最大比例。4G 网络扩容、5G 网络建设加速将为公司此领域业务如代维、基建等带来广阔的增量市场，公司将在未来几年持续受益市场红利。我们预计 2020-2022 年，软件与信息服务业务的营收增长率为 6.00%、22.00%、6.00%，毛利率为 16.96%、16.96%、16.96%。

(二) 无线通信：公司近年来积极巩固短波、超短波、二代卫星通信的存量业务，拓展综合终端、数字集群、天通大 S 卫星终端、卫星宽带移动通信产品的增量以及特殊机构等增量市场，预计公司将随军改后军用订单持续释放且进入五年行业规划最后翘尾一年的趋势而获得军品订单的增长，民用产品的市场认可度预计也将随公司影响力的上升而增长。我们预计 2020-2022 年，无线通信业务的营收增长率为 5.00%、20.50%、7.00%，毛利率为 46.59%、46.37%、46.59%。

(三) 北斗导航：北斗三号系统即将在今年组网完成，届时将实现全球覆盖，北斗应用范围大大拓宽，产品性能较大提升，用户量和速率也将提升。公司在北斗导航领域处于国内领先水平，实现了“芯片、模块、天线、终端、系统、运营”全产业链布局，预计公司将在未来两年持续受益于我国北斗产业链和市场的成熟完善。我们预计 2020-2022 年，北斗导航业务的营收增长率为 6.00%、14.60%、9.40%，毛利率为 50.84%、46.81%、47.00%。

(四) 航空航天：适逢民航飞行模拟器国产化替代的契机，公司积极布局民航电子领域。同时，公司还积极进行瞄准军用训练模拟器和甚高频通信系统设备的市场份额拓展。在飞机零部件制造方面，公司已取得郑飞集团、沈飞民机、中国商飞研究院等合格供应商资格，交付能力和品质更获得波音、空客等国际飞机厂商认可。预计公司的航空航天领域业务将在未来两年随产品质量和服务的进一步提升而获得稳步增长。我们预计 2020-2022 年，航空航天业务的营收增长率为 10.86%、21.62%、21.62%，毛利率为 58.01%、52.66%、53.09%。

图表36：主营业务盈利预测（百万元）

主营业务	2019	2020E	2021E	2022E
软件与信息服务				
营业收入	2000.99	2121.04	2587.67	2742.93
增速	3.17%	6.00%	22.00%	6.00%
毛利率	18.50%	16.96%	16.96%	16.96%
无线通信				
营业收入	1977.14	2050.34	2470.65	2643.60
增速	16.00%	5.00%	20.50%	7.00%
毛利率	48.24%	46.59%	46.37%	46.59%
北斗导航				
营业收入	409.76	377.84	433.01	473.71
增速	30.00%	6.00%	14.60%	9.40%
毛利率	59.09%	50.84%	46.81%	47.00%
航空航天				
营业收入	267.08	280.96	309.06	339.97
增速	57.09%	10.86%	21.62%	21.62%
毛利率	59.47%	58.01%	52.66%	53.09%
合计				
营业收入	4607.11	4830.18	5800.39	6200.21
增速	13.20%	4.84%	20.09%	6.89%
毛利率	37.66%	34.58%	33.62%	33.87%

资料来源: Wind、万联证券研究所

预计 2020、2021、2022 年公司分别实现归母净利润 5.41 亿元、5.82 亿元、6.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.23 元、0.25 元、0.27 元，对应当前股价的 PE 分别为 47.67 倍、44.32 倍、41.63 倍。北斗产业链、5G 网络运维、航空零件国产化替代、军改后订单释放以及民用市场开拓等多重红利将有效拉动公司的业绩增长。对应公司当前股价，我们认为公司仍属于相对低估标的，故首次覆盖给予公司“买入”评级。

8、风险提示

国防开支增速不及预期：目前新冠肺炎疫情在全球范围内愈演愈烈，已引发众多国家的经济骤然停滞和金融剧烈动荡，全球金融经济危机的威胁进一步加大，中国经济虽然相对而言有较好的基本面支撑，但在全球化的今天，仍然难以避免外部环境进一步恶化带来的不利影响。我国中短期内宏观经济增速不及预期的威胁正在加大，影响国防开支增长的空间和幅度，进而可能影响特殊机构订单的增长速度，影响公司营收增速。

北斗产业链成熟速度不及预期：目前北斗导航的市场认可度仍然不及 GPS，很大程度上是因为前期北斗的全球精准定位能力不及 GPS，以及北斗的应用端市场拓展不足。北斗三号全球组网完成将大幅提升其全球覆盖能力和精准定位能力，但应用端开发如地质测量、车联网、航海导航、建筑机械控制等领域的市场渗透速度仍然有待观察。

若应用市场开发渗透速度不及预期，将会影响整个北斗产业链的成熟速度，海格作为北斗全产业链布局的公司，其营收增速可能会受到影响。

公司战略管理的复杂程度较高：公司业务范围横跨无线通信、软件与信息服务、北斗导航以及航空航天四大领域，且每个领域下皆有多个子业务板块的市场布局。公司在多个不同的市场环境里与不同类型的竞争对手争夺市场份额和利润空间，对集团公司战略管理能力、分析研判能力、统筹规划能力和决策执行能力等皆提出了较高的要求。若把控不恰当，可能会影响集团整体的战略运营和业绩增长。

万联证券

资产负债表					利润表				
	单位: 百万元				单位: 百万元				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	7776	8711	9894	11088	营业收入	4607	4830	5800	6200
货币资金	1946	2386	2896	3450	营业成本	2872	3160	3850	4100
应收及预付	3002	3185	3566	3956	营业税金及附加	29	28	35	37
存货	1691	1983	2226	2494	销售费用	204	184	220	205
其他流动资产	1138	1157	1207	1188	管理费用	279	227	273	291
非流动资产	5211	4737	4346	3989	财务费用	(10)	29	34	42
长期股权投资	99	100	101	102	研发费用	678	599	754	868
固定资产	1311	1174	1021	853	资产减值损失	(109)	20	20	21
在建工程	6	6	6	6	公允价值变动收益	6	0	0	0
无形资产	242	181	119	58	投资净收益	34	0	0	0
其他长期资产	3560	3283	3105	2977	营业利润	570	684	714	736
资产总计	13077	13538	14330	15167	营业外收入	33	0	0	0
流动负债	2266	2397	2809	3223	营业外支出	3	0	0	0
短期借款	512	585	740	900	利润总额	599	684	714	736
应付及预收	1564	1642	1899	2152	所得税	40	40	37	30
其他流动负债	100	95	95	88	净利润	559	574	606	636
非流动负债	769	801	851	916	少数股东损益	39	33	24	16
长期借款	199	229	269	319	归属母公司净利润	519	541	582	620
应付债券	0	0	0	0	EBITDA	692	760	792	818
其他非流动负债	303	305	315	330	EPS (元)	0.23	0.23	0.25	0.27
负债合计	3034	3198	3661	4139					
股本	2305	2305	2305	2305					
资本公积	3838	3838	3838	3838					
留存收益	397	478	565	658					
归属母公司股东权益	9595	9859	10164	10507					
少数股东权益	448	481	505	521					
负债和股东权益	13077	13538	14330	15167					
现金流量表									
	单位: 百万元				主要财务比率				
至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E	至12月31日	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	236	315	369	431	成长能力				
净利润	559	574	606	636	营业收入	4607	4830	5800	6200
折旧摊销	146	127	124	119	营业利润	570	684	714	736
营运资金变动	(215)	(435)	(416)	(387)	归属于母公司净利润	519	541	582	620
其它	29	0	0	0	盈利能力				
投资活动现金流	417	326	247	217	毛利率	37.66%	34.58%	33.62%	33.87%
资本支出	(200)	297	218	188	净利率	12.13%	13.34%	11.66%	11.39%
投资变动	589	29	29	29	ROE	5.41%	5.49%	5.73%	5.90%
其他	29	0	0	0	ROIC	6.44%	7.58%	8.05%	8.50%
筹资活动现金流	(51)	(200)	(106)	(94)	偿债能力				
银行借款	247	103	195	210	资产负债率	23.2%	23.6%	25.5%	27.3%
债券融资	0	0	0	0	EBIT利息保障倍数	25.33	22.19	19.54	16.63
股权融资	3	0	0	0	流动比率	3.45	3.63	3.52	3.44
其他	(-301)	(303)	(301)	(304)	速动比率	2.65	2.71	2.62	2.58
现金净增加额	603	441	510	554	营运能力				
期初现金余额	1276	1946	2386	2896	总资产周转率	0.38	0.37	0.42	0.42
期末现金余额	1879	2386	2896	3450	应收账款周转率	1.64	1.63	1.78	1.69
					存货周转率	1.79	1.59	1.73	1.64
					每股指标(元)				
					每股收益	0.23	0.23	0.25	0.27
					每股经营现金流	0.10	0.14	0.16	0.19
					每股净资产	4.16	4.28	4.41	4.56
					估值比率				
					P/E	48.06	47.67	44.32	41.63
					P/B	2.60	2.62	2.54	2.46
					EV/EBITDA	34.32	31.91	30.22	28.83

资料来源：公司公告、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

姓名：王思敏

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责条款

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的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、刊登、发表和引用。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场