

光迅科技 (002281.SZ) 5G 传输升级发轫之始，光模块有望量价齐升

2020 年 04 月 16 日

——公司首次覆盖报告

投资评级：增持（首次）
赵良毕（分析师）
戴晶晶（联系人）

zhaoliangbi@kysec.cn

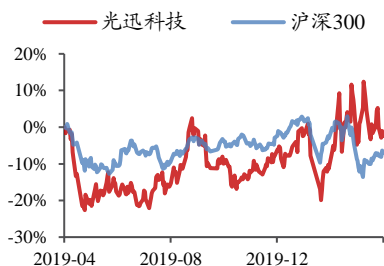
daijingjing@kysec.cn

证书编号：S0790520030005

证书编号：S0790120040005

日期	2020/4/15
当前股价(元)	31.25
一年最高最低(元)	38.15/23.94
总市值(亿元)	211.57
流通市值(亿元)	198.09
总股本(亿股)	6.77
流通股本(亿股)	6.34
近 3 个月换手率(%)	206.88

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 5G 传输升级带来光迅科技主营产品量价齐升，首次覆盖给予“增持”评级

光迅科技是全球领先的光电子器件、子系统解决方案供应商，在电信传输网、接入网和企业数据网等领域布局了从芯片到器件、模块、子系统的全产业链。研发端看，公司投入大，产品布局广，针对不同客户可提供差异化解决方案；渠道端看，公司逐步开拓海外高毛利市场，市场份额稳步增加；需求端看，公司客户主要以华为、中兴通讯及烽火通信等主设备厂商为主，合作时期较长且稳定性较高，在 5G 建设放量期具备先发优势。随着 5G 基站产品形态的改变，对传输网提出更高要求，将直接拉动高速光模块市场需求增长，带来产品量价齐升。我们预测公司 2019/2020/2021 年可实现归母净利润为 3.57/4.44/5.61 亿元，同比增长为 7.4%/24.3%/26.3%，EPS 为 0.53/0.66/0.83 元，对应 PE 分别为 59.2/47.6/37.7 倍，考虑到光迅科技为国内光模块公司中唯一一家较早布局高速光芯片的公司，给予一定的估值溢价，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 公司持续加码高毛利传输类业务及海外业务，业绩长期向好

公司主营业务包括传输类、接入类及数据类三大板块，产品资源丰富。从产品结构看，2015 年后公司进一步拓展传输类高毛利业务，营收占比逐年提升至超过 60%，成为公司主要收入来源；分地区看，公司同时加速拓展高毛利海外市场，加大布局力度，近几年营收占比逐年提升。整体来看，公司快速响应通信技术升级及全球化发展趋势，产品结构不断优化，营收有望持续增长。

● 光电子产业垂直整合能力加强，公司核心竞争力有望再创辉煌

公司长期深耕行业核心技术，高研发费用投放及技术积累形成公司核心技术工艺平台，使得公司具备从芯片、器件、模块到子系统的垂直整合能力。公司积极布局 25G 光芯片、100Gbps 及以上承载模块及硅光器件等新技术领域，科研项目变现率超过 90%，自主研发能力强。随着 5G 建设的放量对产品需求的大幅增长，公司利用全产业链布局优势有望进一步降低成本，经营业绩有望边际改善。

● 风险提示：新冠疫情造成公司全球业务不确定性；国内 5G 部署不及预期。

财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,553	4,929	5,338	6,302	7,591
YOY(%)	12.2	8.3	8.3	18.1	20.4
净利润(百万元)	334	333	357	444	561
YOY(%)	17.3	-0.5	7.4	24.3	26.3
毛利率(%)	20.8	19.8	21.5	22.1	23.5
净利率(%)	7.3	6.8	6.7	7.0	7.4
ROE(%)	10.3	9.0	9.3	11.3	13.0
EPS(摊薄/元)	0.49	0.49	0.53	0.66	0.83
P/E(倍)	63.3	63.6	59.2	47.6	37.7
P/B(倍)	6.8	6.2	5.8	5.3	4.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 光迅科技：龙头企业全球布局	3
1.1、 光电子行业龙头，国资背景助力发展	3
1.2、 公司盈利能力稳定，传输类产品主导增长	4
1.3、 公司布局全球，积极拓展毛利较高的海外业务	5
2、 公司研发能力突出，5G 时代再创辉煌	6
2.1、 优秀研发实力铸就核心竞争力	6
2.2、 光电子科技平台垂直整合能力提升公司竞争水平	7
2.3、 5G 进入放量期，公司客户资源结构丰富且稳定	8
3、 盈利预测与投资建议	10
3.1、 核心假设	10
3.2、 盈利预测与估值	10
4、 风险提示	11
附：财务预测摘要	12

图表目录

图 1： 公司是国资委间接控股的央企	4
图 2： 公司营业收入持续增长	4
图 3： 公司归母净利润 2018 年触底回升	4
图 4： 传输类产品占比逐年增加	5
图 5： 传输类产品毛利率居高位	5
图 6： 公司国内外子公司形成产业链协同	6
图 7： 公司海外业务占比近年来逐年提高	6
图 8： 海外业务毛利率高于国内	6
图 9： 公司研发团队规模较大（截至最新一期年报数据）	7
图 10： 公司研发费用率处于高位	7
图 11： 公司研发团队规模逐步扩张	7
图 12： 公司专利申请数量稳步增长	7
图 13： 2020 年进入 5G 基站放量铺设期	8
图 14： 中国光模块市场持续增长	9
图 15： 光模块占产业链总成本第四	9
图 16： 公司前五名客户占销售比近年来逐渐下降	9
图 17： 公司光通信器件产销比处于高位	9
图 18： 公司主要客户为华为、烽火通信、中兴通讯	10
表 1： 公司持续外向型扩张	3
表 2： 公司以传输类及接入类产品为主	5
表 3： 三大运营商于 2020 年全面建设 5G 基站	8
表 4： 可比公司估值：光迅科技较早布局光芯片，给予一定估值溢价	11

1、光迅科技：龙头企业全球布局

1.1、光电子行业龙头，国资背景助力发展

光电子领军企业，总体市占率全国第一、全球第四。光迅科技是全球领先的光电子器件、子系统解决方案供应商，是全国最大光通信器件供应商及唯一一家有光电子器件自主研发能力的高科技企业。根据电信产业咨询机构 Ovum 数据预测，公司在 2019 年全球市占率达 7.3%居行业第四，全国第一；其中公司细分传输市场、接入市场及数据市场市占率分别为 7.2%、14.3%及 4.7%，分列行业第三、第一及第六。

公司底蕴深厚，采取持续外向型扩张战略。光迅科技前身可追溯至 1976 年成立的邮电部固体器件研究所，2001 年转制成立武汉光迅科技有限责任公司；2004 年公司完成股份制改造后于 2009 年在深交所上市；2012 年公司同武汉电器件公司合并重组，整合两公司光电子有源及无源器件业务，全球市占率从十一升至第六；2013 年完成对丹麦 IPX 公司的收购并更名为“光迅丹麦有限公司”，取得无源 PLC 芯片生产能力，迈出国际化并购第一步；2016 年公司收购法国阿尔玛伊科技公司 70.01%股份，完成 10G、25G 光芯片的研发及产业化并助力公司高速光芯片研发进程；至 2018 年公司同山东科大国盾共同设立国讯量子芯科技有限公司，布局量子通信领域光电子器件、系统的研发、生产及销售；2019 年公司盛装亮相美国 2019OFC 展。

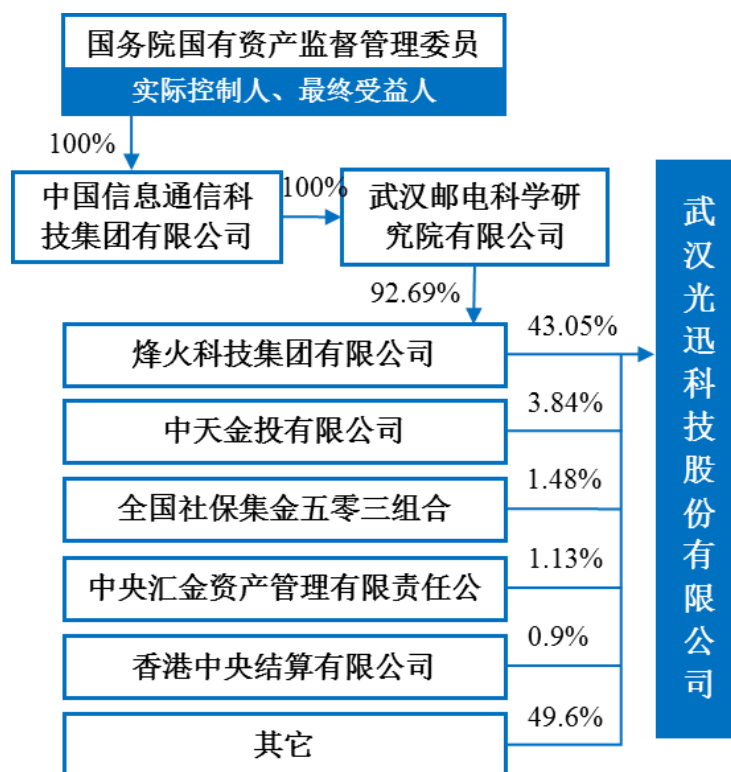
表1：公司持续外向型扩张

年份	事件
1976 年	邮电部固体器件研究所（光迅科技前身）成立
1980 年	长江激光电子有限公司成立，1982 年更名为武汉电信器件公司（WTD）。
2001 年	邮电部固体器件研究所转制成立武汉光迅科技有限责任公司。
2004 年	武汉光迅科技有限责任公司整体变更为武汉光迅科技股份有限公司。 中方收购 WTD 美方全部股份，并更名为武汉电信器件有限公司。
2009 年	公司于深圳证券交易所挂牌上市
2010 年	首家海外全资子公司光迅美国有限公司在美国加州硅谷成立
2012 年	光迅科技和 WTD 合并重组。
2013 年	光迅科技完成收购高端芯片厂商丹麦 IPX（Ignis Photonix A/S）公司
2016 年	收购法国阿尔玛伊科技公司 70.01%股份
2018 年	公司同山东科大国盾共同设立国讯量子芯科技有限公司
2019 年	光迅科技盛装亮相美国 2019OFC 展

资料来源：Wind、公司官网、开源证券研究所

国资背景浓厚、股权相对集中。公司实际控制人及最终受益人均为国资委，通过武汉邮电科学研究院下属烽火科技集团有限公司间接参股，占总股本比例超过 40%。

图1：公司是国资委间接控股的央企

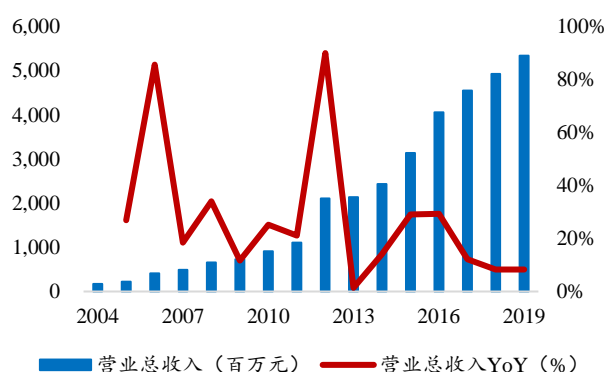


资料来源：Wind、开源证券研究所

1.2、公司盈利能力稳定，传输类产品主导增长

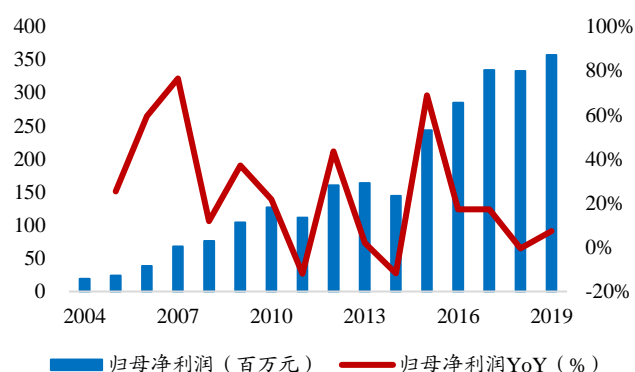
公司营收稳增利润长期向好。公司自 2004 年来连续十五年业绩保持较高增长，其中 2012 年公司同 WTD 合并重组后当年营收同比增长 89.99%；2015 年公司受高速率产品收入占比提升、芯片自主化率提高双重因素作用，归母净利润同比增长 68.78%；近两年来公司受华为、中兴等运营商资本支出下降影响，营收增速减缓。总体来看公司营收及归母净利润长期保持稳定增长。

图2：公司营业收入持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所（2019 年数据来自业绩快报）

图3：公司归母净利润 2018 年触底回升



数据来源：Wind、开源证券研究所（2019 年数据来自业绩快报）

公司经营范围按应用领域可分为传输类产品、接入类产品及数据通信类产品。公司主营业务聚焦于传输类产品、接入类产品及数据通信类产品，截至 2019H3，公司传输类产品占比 66.19%，接入类产品及数据通信类产品占比合计 33.04%。

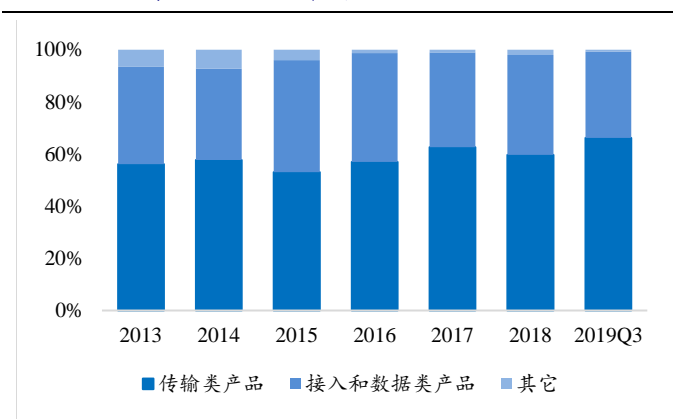
传输类产品毛利较高，占比逐年上升。公司传输类产品毛利率约为 24%-27%，高于接入类、数据通信类产品毛利率，公司整体毛利率约为 19%-20%。近年来公司重点布局 5G 市场、海外数据市场及硅光和高速器件等产品，传输类及接入类产品占比逐年上升，其他品类产品占比逐年下滑；其中，传输类产品占比总体呈上升趋势，并超过 60%。

表2: 公司以传输类及接入类产品为主

产品分类	营收占比	应用场景	细分	主要产品
传输类产品	66.19%	光传送网端到端整体解决方案	光传输收发模块	客户侧和线路侧模块 10Gbps XFP/SFP+、40Gbps/100Gbps CFPx/400G OSFP 等光模块产品。
			光纤放大器	掺铒光纤放大器、拉曼放大器和混合光放大器。
			各类无源光器件	AWG、VUMX、WDM、VOA、OPM 等光传送网所需的光器件。
接入类产品	33.04%	接入网光纤到户 (FTTH)	固网接入	GPON OLT/ONU 的 BOSA/BOX, 10Gbps PON (10G EPON/10G GPON) 以及 TWDM PON 光收发模块等
		4G LTE/5G 网络	无线接入	6Gbps/10Gbps/25Gbps/50Gbps/100Gbps 中短距光收发模块。
数据通信产品		数据中心、企业网、存储网等领域	光电器件、模块、板卡、AOC 产品	10Gbps/25Gbps SFP/SFP+ 光收发模块, 40Gbps QSFP/100Gbps QSFP28 和有源光缆 (AOC) /400G QSFP DD 等产品。

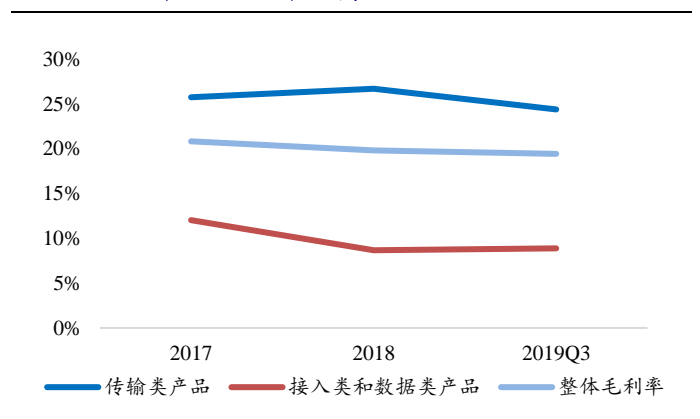
资料来源: Wind、公司年报、开源证券研究所

图4: 传输类产品占比逐年增加



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

图5: 传输类产品毛利率居高位

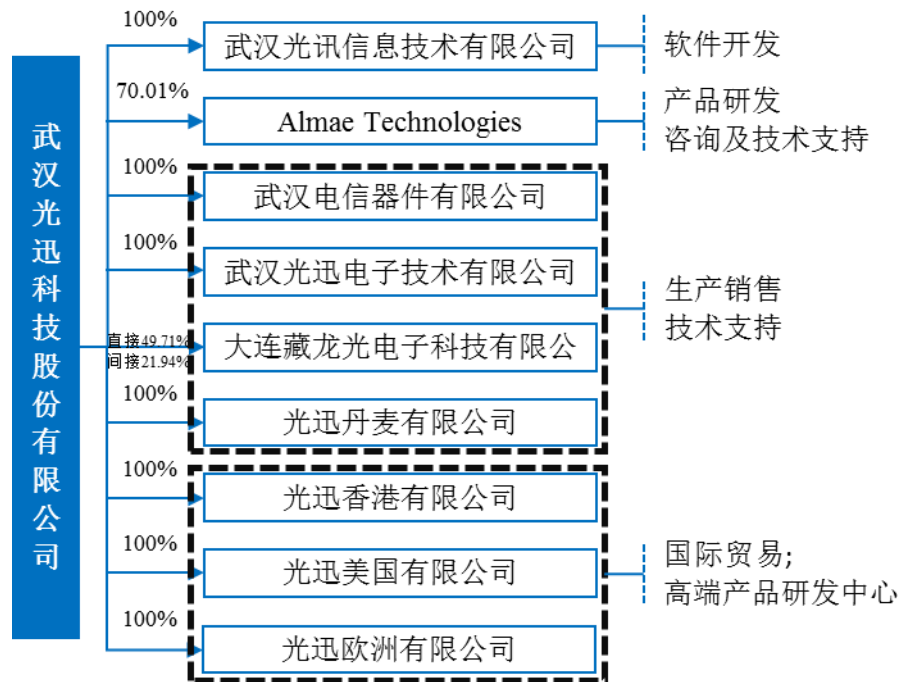


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

1.3、公司布局全球，积极拓展毛利较高的海外业务

公司具备全球化研发销售体系，国内外子公司形成产业链协同效果。公司下辖七家全资子公司及两家控股子公司，拥有全球化研发体系及市场服务架构，其中国外子公司主要负责提供有源/无源芯片、光集成器等上游高端产品研发及制造支持，国内子公司主要负责软件开发及相关成品的生产和国内市场销售；国内外子公司发挥协同效应，完成从软件开发、产品研发、生产到国际贸易的全部流程。

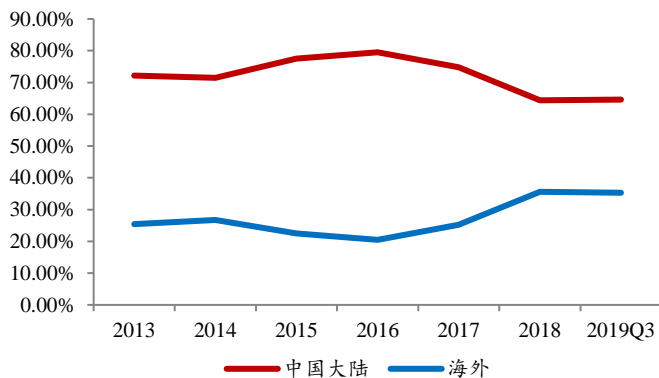
图6：公司国内外子公司形成产业链协同



资料来源：Wind、开源证券研究所

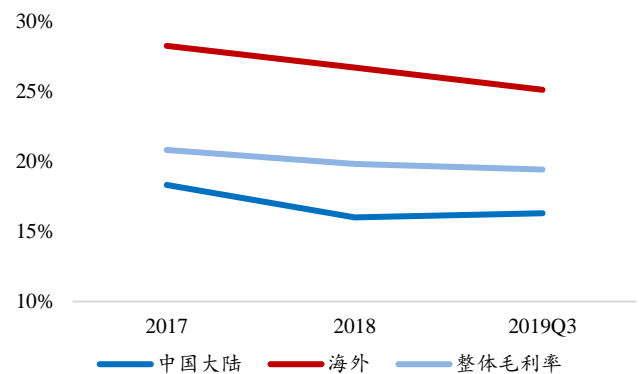
公司加码毛利率较高的海外业务。分地区看，2016年前公司主要针对国内市场，2016年国内市场业务收入比例达79.52%至高点后公司逐步调整战略，国内市场业务收入比例逐年降低。海外市场2016年收入占比降至20.48%后企稳回升。毛利率来看，公司主要出口光纤放大器、波分复用器、光有源及无源器件等产品，海外业务毛利率虽逐年降低但仍显著高于大陆业务毛利率，使得公司整体毛利水平维持于19%-21%区间。

图7：公司海外业务占比近年来逐年提高



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图8：海外业务毛利率高于国内

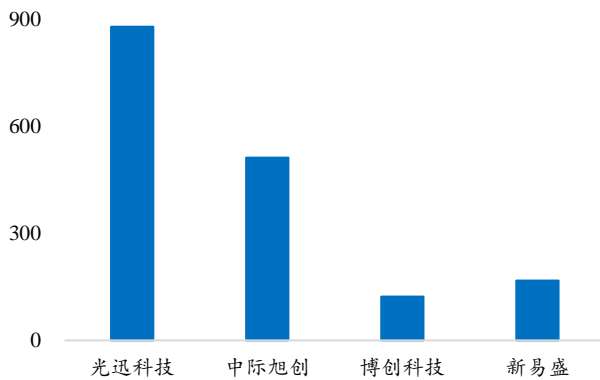


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

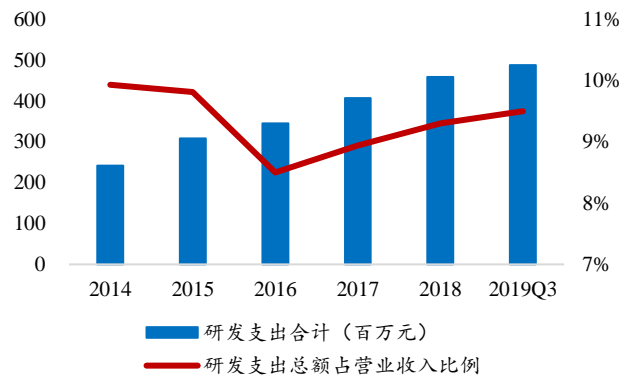
2、公司研发能力突出，5G时代再创辉煌

2.1、优秀研发实力铸就核心竞争力

公司研发团队规模较大，研发费用率处于高位。公司目前具备研发团队总计879人，高于行业竞争对手规模；公司研发费用逐年增长，占营收比率于2016年后稳步提高。

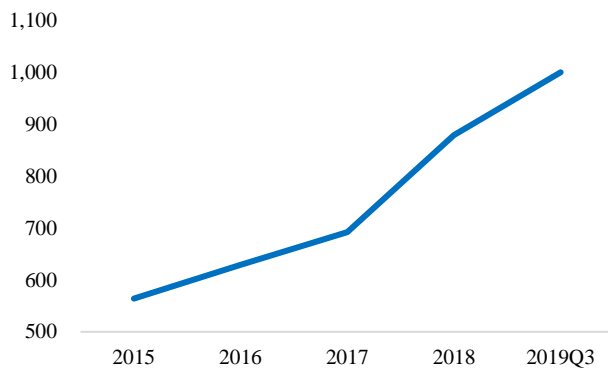
图9：公司研发团队规模较大（截至最新一期年报数据）


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

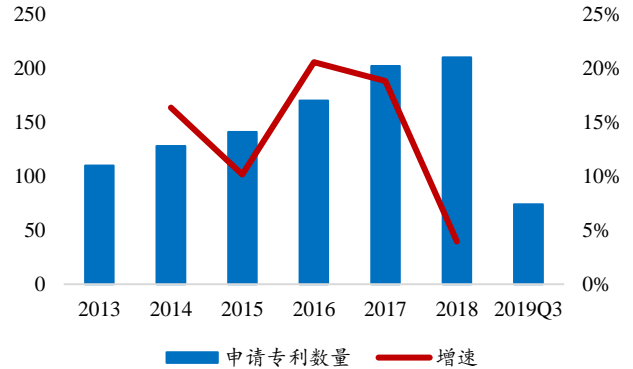
图10：公司研发费用率处于高位


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

公司研发团队逐年扩张，技术积累丰富。公司研发团队规模2015-2018年3年CAGR为15.96%，专利申请数量自2013年起连续5年实现正增长，至2019H3公司完成专利申请超74项，授权超65项，获得国家技术发明奖二等奖一项、中国专利优秀奖一项、湖北省科技进步一等奖一项、中国通信学会科技进步二等奖一项；公司超过90%的科研项目完成实际转化，新产品年均贡献率超过28%，总体加快公司5G移动光通信建设速度。

图11：公司研发团队规模逐步扩张


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

图12：公司专利申请数量稳步增长


数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2.2、光电子科技平台垂直整合能力提升公司竞争水平

公司具备从芯片到器件、模块、子系统全系列垂直整合能力。公司目前拥有半导体材料生长、半导体工艺与平面光波导技术、光学设计与封装技术、高频仿真与设计技术、热分析与机械设计技术、软件控制与子系统开发技术六大核心技术工艺平台，具备从芯片到器件、模块、子系统全系列垂直整合能力。

公司跟踪行业新兴热点，扩大技术优势。目前高密度、低成本的呼声随5G时代到来而加大，网络速率增高使得光器件产业对于高速率平台需求加大。公司面向5G及数据中心的多款25Gb/s速率半导体芯片研制已经取得阶段性进展，推出25G 10KM SFP28 Bidi等产品，具备技术优势；面向5G前传/中回传等场景应用的光收发模块实现全型号覆盖；面向数据中心的400Gb/s高速光收发模块已经完成样机开发，面向400G应用的高密度MPO (Multi Push On) 连接器也已推出，布局适合于混合集成的硅光技术平台；同时400G多模COB (Chip On Board) 平台工艺建设已经完成，

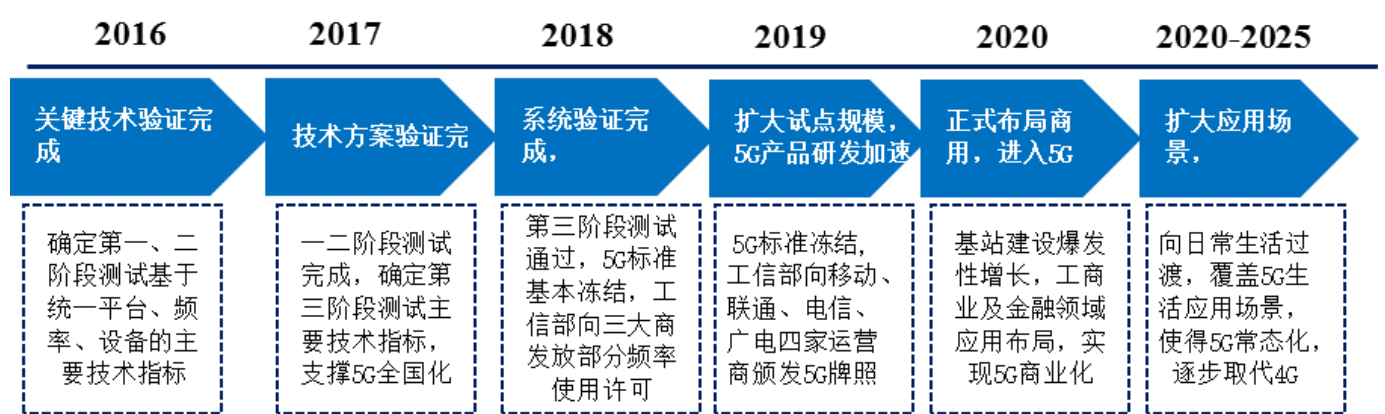
具备小型交付能力，在短距离通信使用的 VCSEL 芯片及高集成度的硅光封装两领域内具备较大潜力，为硅光技术的应用提供较好发展平台。公司收购阿尔玛伊公司后持续布局产业链上游，减少竞争扩大市场。

公司享受 5G 爆发红利。根据知名光通信市场调研机构 Dell'Oro Group 预测，未来 5 年内 100Gbps 及更高速率光模块市场将占全球光器件市场 50% 以上，其中电吸收调制激光器及分布式反馈激光器芯片供应紧缺，公司掌握相关核心技术，作为设备商主要光器件供给商之一具备相对优势。

2.3、5G 进入放量期，公司客户资源结构丰富且稳定

三大运营商加码 5G，基站采购量大幅提升。根据三大运营商披露的 2019 年年报数据，2020 年三大运营商总拟采购 5G 基站合计约 53 万站，其中中国移动 28 万站，中国联通及中国电信合计 25 万站；2020 年三大运营商拟投入 5G 基站建设资金合计 1973 亿元，同比上升 336.56%，将带动 4840 亿元直接产出。

图13：2020 年进入 5G 基站放量铺设期



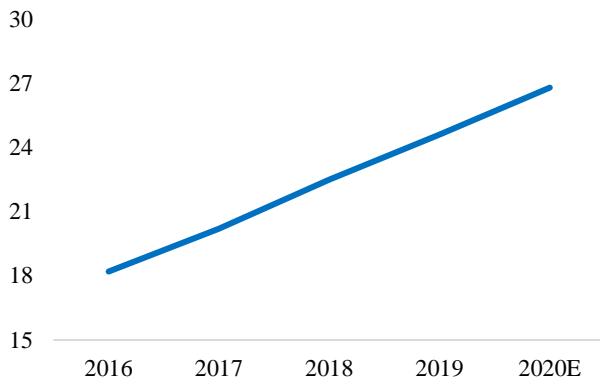
资料来源：工信部、运营商官网、开源证券研究所

表3：三大运营商于 2020 年全面建设 5G 基站

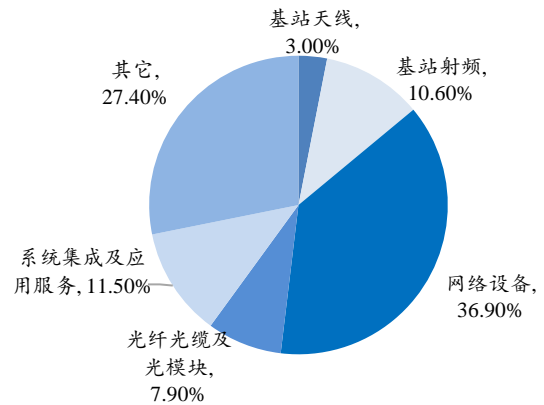
	移动基站总数（万站）		预计投资（亿元）	
	2019A	2020E	2019A	2020E
中国移动	5	28	240	1000
中国联通			80	350
中国电信	总计 6	总计 25	93	453

资料来源：运营商年报、工信部、开源证券研究所

行业景气度提升，产业利润空间充足。光纤光缆及光模块成本约占产业链总成本 7.9%，在基站产业链中成本占比排名第四；随 2020 年三大运营商爆发式招标采购，5G 基站建设提速，光模块的产品有望迎来量价齐升，行业景气度提升，相应公司利润空间增厚。

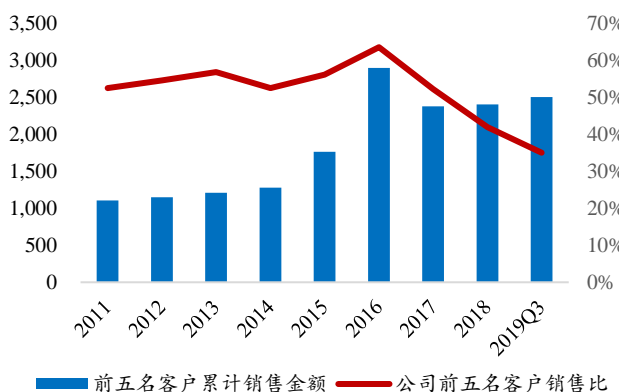
图14: 中国光模块市场持续增长


数据来源: Light Counting、开源证券研究所

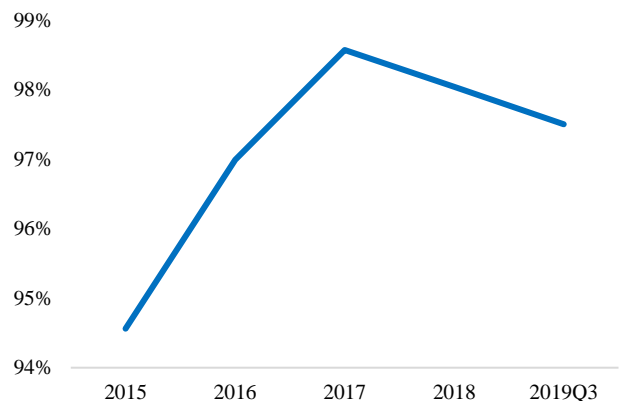
图15: 光模块占产业链总成本第四


数据来源: 前瞻产业研究院、开源证券研究所

公司客户资源丰富,前五名客户销售占比较高。公司主要客户由华为、中兴、诺基亚、烽火通信组成,2016年前五名客户占比达63.5%处于最高位,此后有所下降。趋势上看,公司深耕资讯商市场,开拓互联网领域,客户资源分散化程度加深;同时公司加大挖掘设备商市场,拓展运营商市场以及开拓国际市场力度,在维持对前五名客户销售规模前提下进一步拓宽市场,同时产销率保持高位,实现公司光通信器件销量稳增。

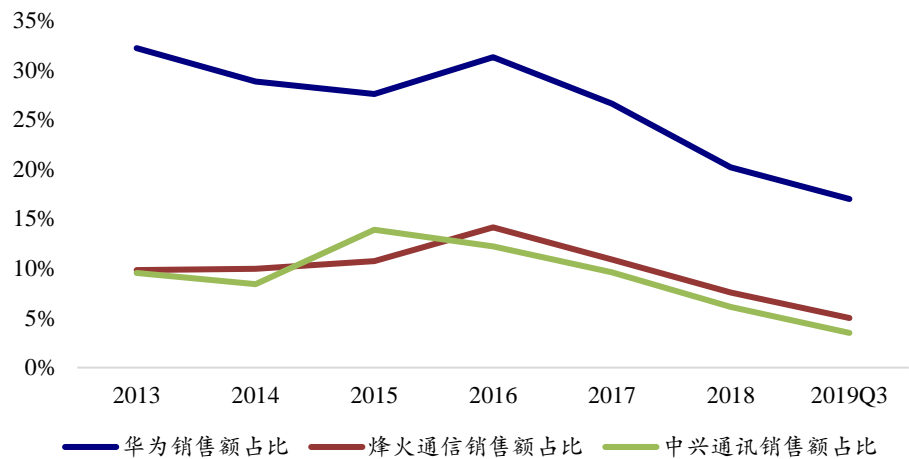
图16: 公司前五名客户占销售比近年来逐渐下降


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

图17: 公司光通信器件产销比处于高位


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

客户粘性较强,5G时代具备先发优势。得益于公司全产业链整合能力,公司可灵活满足客户差异化需求,全面布局电信领域、数通领域及移动互联网宽带领域并拥有总计14种相关解决方案,门槛较高;公司主要客户华为、烽火通信、中兴通讯等均为公司长期客户。

图18: 公司主要客户为华为、烽火通信、中兴通讯


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

3、盈利预测与投资建议

3.1、核心假设

(1) 随着国内 5G 基站建设提速, 以及 5G 基站产品形态的改变, 对承载网提出更高要求, 将直接拉动光模块市场需求增长, 行业进一步向龙头集中, 公司市场占有率有望进一步提升, 我们预测, 2019/2020/2021 年公司传输业务增速为 7.3%/18%/23%。

(2) 随着 5G 网络的更新及普及, 公司数据与接入服务业务有望持续高增长, 我们预测, 2019/2020/2021 年数据与接入业务增速为 8.8%/16%/20%。

3.2、盈利预测与估值

光迅科技是全球领先的光电子器件、子系统解决方案供应商, 在电信传输网、接入网和企业数据网等领域布局了从芯片到器件、模块、子系统的全产业链。研发端看, 公司投入大, 产品布局广, 针对不同客户可提供差异化解决方案; 渠道端看, 公司逐步开拓海外高毛利市场, 市场份额稳步增加; 需求端看, 公司客户主要以华为、中兴通讯及烽火通信等主设备厂商为主, 合作时期较长且稳定性较高, 在 5G 建设放量期具备先发优势。随着 5G 基站产品形态的改变, 对传输网提出更高要求, 将直接拉动高速光模块市场需求增长, 带来产品量价齐升。

我们预测公司 2019/2020/2021 年可实现归母净利润为 3.57/4.44/5.61 亿元, 同比增长为 7.4%/24.3%/26.3%, EPS 为 0.53/0.66/0.83 元, 对应 PE 分别为 59.2/47.6/37.7 倍。

考虑光迅科技为国内光模块公司中唯一一家较早布局高速光芯片的公司, 给予一定的估值溢价。

首次覆盖, 给予“增持”评级。

表4: 可比公司估值: 光迅科技较早布局光芯片, 给予一定估值溢价

公司代码	公司名称	市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS(元)		PE (倍)	
				2019E	2020E	2019E	2020E
000988.SZ	华工科技	208	20.62	0.48	0.79	42.96	26.10
300308.SZ	中际旭创	425	59.51	0.84	1.24	70.85	47.99
300502.SZ	新易盛	159	67.16	0.92	1.38	73.00	48.67
600745.SH	闻泰科技	1088	96.75	0.78	1.09	124.04	88.76
平均值				0.53	0.71	77.71	52.88
002281.SZ	光迅科技	211.57	31.25	0.53	0.66	63.9	51.4

数据来源: Wind、开源证券研究所 (收盘价日期为 2020/04/15, 除光迅科技外, 其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据)

4、风险提示

新冠肺炎造成公司全球业务不确定性: 公司目前海外建设脚步加速, 2019Q3 公司海外业务占公司总体业务超过 30%, 若海外疫情短期内仍未得到有效控制, 公司业绩可能受到影响。

国内 5G 部署不及预期: 公司主要合作伙伴华为、中兴等受美国市场缩减影响, 业务主要集中于国内, 5G 进展受国家宏观政策影响较大, 运营商对 5G 建设推进不达预期将减缓国内 5G 部署节奏, 进而对公司业绩造成影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3997	4636	5109	5555	6470
现金	871	916	1068	1160	1351
应收票据及应收账款	1769	2166	2339	2566	2780
其他应收款	27	36	41	50	61
预付账款	67	34	75	62	105
存货	1228	1419	1520	1648	2100
其他流动资产	35	66	67	69	73
非流动资产	1165	1446	1688	1912	2154
长期投资	67	59	45	16	-21
固定资产	713	1048	1109	1172	1258
无形资产	103	153	246	321	387
其他非流动资产	282	186	288	403	530
资产总计	5163	6082	6797	7468	8624
流动负债	1793	2440	2889	3228	3925
短期借款	0	158	419	555	761
应付票据及应付账款	1681	1993	2302	2331	2928
其他流动负债	112	290	168	343	236
非流动负债	200	194	200	194	187
长期借款	74	81	81	76	70
其他非流动负债	126	113	119	118	117
负债合计	1993	2634	3089	3422	4112
少数股东权益	76	53	37	45	66
股本	629	647	677	677	677
资本公积	1090	1322	1322	1322	1322
留存收益	1373	1594	1836	2152	2560
归属母公司股东权益	3094	3394	3672	4001	4447
负债和股东权益	5163	6082	6797	7468	8624

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	281	283	336	510	708
净利润	327	310	340	452	582
折旧摊销	139	157	182	242	314
财务费用	9	-40	-37	-33	34
投资损失	3	8	4	12	18
营运资金变动	-223	-327	-149	-154	-237
其他经营现金流	27	176	-4	-9	-3
投资活动现金流	-93	-320	-424	-469	-571
资本支出	330	328	198	211	222
长期投资	-69	0	14	29	37
其他投资现金流	167	8	-212	-229	-312
筹资活动现金流	-106	76	129	40	-6
短期借款	-153	158	150	125	145
长期借款	0	7	-0	-5	-7
普通股增加	419	18	31	0	0
资本公积增加	-398	232	0	0	0
其他筹资现金流	26	-338	-51	-80	-145
现金净增加额	80	44	41	82	130

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	4553	4929	5338	6302	7591
营业成本	3604	3952	4188	4911	5810
营业税金及附加	25	17	31	42	40
营业费用	114	137	157	176	213
管理费用	455	111	131	150	179
研发费用	0	395	454	512	622
财务费用	9	-40	-37	-33	34
资产减值损失	33	94	101	115	141
其他收益	56	62	53	64	77
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-3	-8	-4	-12	-18
资产处置收益	-1	-1	-2	-2	-2
营业利润	365	317	360	478	609
营业外收入	3	1	1	3	5
营业外支出	0	1	2	1	4
利润总额	367	317	359	479	611
所得税	40	7	19	27	29
净利润	327	310	340	452	582
少数股东损益	-7	-23	-17	8	21
归属母公司净利润	334	333	357	444	561
EBITDA	485	458	526	711	917
EPS(元)	0.49	0.49	0.53	0.66	0.83

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入(%)	12.2	8.3	8.3	18.1	20.4
营业利润(%)	36.4	-13.1	13.4	33.0	27.4
归属于母公司净利润(%)	17.3	-0.5	7.4	24.3	26.3
获利能力					
毛利率(%)	20.8	19.8	21.5	22.1	23.5
净利率(%)	7.3	6.8	6.7	7.0	7.4
ROE(%)	10.3	9.0	9.3	11.3	13.0
ROIC(%)	9.4	7.9	7.6	9.3	10.7
偿债能力					
资产负债率(%)	38.6	43.3	45.4	45.8	47.7
净负债比率(%)	-21.3	-16.4	-11.8	-9.8	-8.5
流动比率	2.2	1.9	1.8	1.7	1.6
速动比率	1.5	1.3	1.2	1.2	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	2.8	2.5	2.4	2.6	2.8
应付账款周转率	2.3	2.2	1.9	2.1	2.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.49	0.53	0.66	0.83
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.42	0.50	0.75	1.05
每股净资产(最新摊薄)	4.57	5.01	5.38	5.86	6.52
估值比率					
P/E	63.3	63.6	59.2	47.6	37.7
P/B	6.8	6.2	5.8	5.3	4.8
EV/EBITDA	42.4	45.0	39.5	29.3	22.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5%~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835