

## 烽火通信 (600498.SH) 5G 建设如“火”如荼，光通信龙头“烽”赋未来

2020 年 04 月 22 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

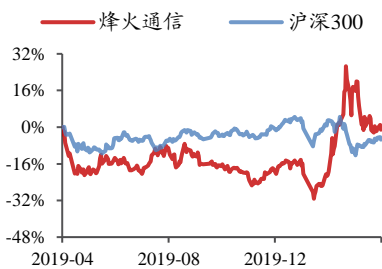
daijingjing@kysec.cn

证书编号：S0790520030005

证书编号：S0790120040005

日期	2020/4/21
当前股价(元)	32.31
一年最高最低(元)	41.95/21.10
总市值(亿元)	378.35
流通市值(亿元)	357.65
总股本(亿股)	11.71
流通股本(亿股)	11.07
近 3 个月换手率(%)	275.61

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

● **公司受益 5G 建设放量带来光传输设备需求激增，首次覆盖给予“增持”评级**  
烽火通信作为国际知名信息通信网络产品与解决方案提供商，产品覆盖通信系统设备、光纤光缆以及数据网络产品，是全球光传输设备的主要供应商之一。随着 5G 基站大规模建设，传输网对传输速率提出了更高要求，光传输设备亟待升级，高速光传输设备需求激增。公司作为国内光通信产业链最完整的公司之一，产品种类齐全，经营业绩稳健，借助国有企业品牌竞争力及产品性价比优势，市场份额有望进一步扩大，带来经营业绩边际改善。我们预测，公司 2019/2020/2021 年可实现归母净利润为 8.67/10.33/12.44 亿元，同比增长为 2.7%/19.1%/20.4%，EPS 为 0.74/0.88/1.06 元，对应 PE 分别为 43.6/36.6/30.4 倍，相对可比公司，烽火通信存在一定估值优势，首次覆盖，给予“增持”评级。

● **5G 建设如火如荼，高速光通信设备需求激增**

面对爆发增长的移动数据流量、海量设备连接，作为 5G 网络的“大动脉”光传输设备有望将迎来新一轮快速发展契机。5G 将驱动 4K/8K、AR/VR 等业务逐渐走向成熟，高带宽以及低时延的需求倒逼对现有光传输设备的改造升级（包括新建），光传输设备有望从低速走向高速，产品形态将更加丰富以满足 5G 多样的行业应用，高速光传输设备的需求激增有望带来公司经营业绩边际改善。

● **聚焦主业持续加码研发，公司业绩有望超预期**

公司经营业绩持续向好，近十年营收增速平均在 15% 以上。公司狠抓研发，每年将营收的 10% 以上作为研发投入，同时聚焦主业光通信领域，提供产品范围涵盖光通信全产业链，能够为客户提供一体化的综合解决方案，公司持续的高研发投入确保公司在国内甚至全球光传输领域处于领先地位。5G 传输网将是一次大变革，不仅仅是速率的提升还包括关键技术切片等的支持，公司有望在 5G 时代与头部传输设备厂家缩小差距，市场份额进一步提升带来业绩超预期。

● **风险提示：5G 网络建设不及预期风险；营运能力风险。**

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	21,056	24,235	25,585	30,738	37,242
YOY(%)	21.3	15.1	5.6	20.1	21.2
净利润(百万元)	825	844	867	1,033	1,244
YOY(%)	8.5	2.3	2.7	19.1	20.4
毛利率(%)	23.8	23.3	23.3	23.7	23.6
净利率(%)	3.9	3.5	3.4	3.4	3.3
ROE(%)	8.8	8.4	8.3	9.3	10.4
EPS(摊薄/元)	0.70	0.72	0.74	0.88	1.06
P/E(倍)	45.9	44.8	43.6	36.6	30.4
P/B(倍)	4.0	3.8	3.6	3.4	3.2

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、烽火通信：国际知名信息通信网络产品与解决方案提供商.....	3
1.1、光通信设备龙头，行业地位领先.....	3
1.2、股权结构稳定，控股股东和实控人为国资委.....	3
2、聚焦光通信领域，经营业绩稳健.....	4
2.1、主营业务占比稳定，产品涵盖光通信全产业链.....	4
2.2、公司营收增速自 2014 年以来均保持在 15%以上.....	4
3、5G 如火如荼，光通信设备需求迎释放.....	5
3.1、政策加码，运营商发力 5G 网络建设.....	5
3.2、厉兵秣马备战 5G，需求释放赢新机.....	8
3.2.1、深耕光通信领域产品丰富，为 5G 建设提供完整解决方案.....	8
3.2.2、保持高研发投入，深入布局 5G 放眼未来.....	10
3.2.3、可转债融资为 5G 蓄力，股权激励彰显信心.....	10
4、盈利预测与估值.....	11
4.1、业务拆分与核心假设.....	11
4.2、盈利预测与估值.....	11
5、风险提示.....	12
附：财务预测摘要.....	13

## 图表目录

图 1：公司股权结构稳定.....	3
图 2：2016-2019Q3 公司三大主营产品比重相对稳定.....	4
图 3：营收增速近几年均保持在 15%以上.....	5
图 4：归母净利润保持增长态势.....	5
图 5：毛利率自 2014 年以来持续在 20%以上.....	5
图 6：5G 位于新基建七大领域之首.....	6
图 7：2014-2019 年为 4G 时期，投资先增后减.....	6
图 8：5G 传输承载网的整体需求更加丰富.....	7
图 9：5G 相比于 4G 网络架构的演变催生传输新项目需求.....	8
图 10：公司处于光通信产业链中游，产品丰富.....	8
图 11：公司的 FitOS 云管理平台可实现资源统一管理.....	9
图 12：烽火通信正式发布面向 5G 的云化网络解决方案.....	10
图 13：研发投入逐年上升.....	10
图 14：研发投入比重维持在 10%以上.....	10
表 1：公司自成立以来，稳步向前发展.....	3
表 2：三大运营商发力 5G 建设.....	7
表 3：可比公司估值：烽火通信存在一定估值优势.....	12

## 1、烽火通信：国际知名信息通信网络产品与解决方案提供商

### 1.1、光通信设备龙头，行业地位领先

公司是国际知名的信息通信网络产品与解决方案提供商。公司成立于 1999 年，2001 年在上海交易所挂牌上市。目前是国内唯一集光通信领域三大战略技术于一体的科研与产业实体，先后被国家批准为“国家光纤通信技术工程研究中心”、“亚太电信联盟培训中心”、“MII 光通信质量检测中心”、“国家高技术研究发展计划成果产业化基地”等，在推动我国信息技术的研究、产业发展与国家安全方面具有独特的战略地位。

**受益 ICT 转型成功实施，公司客户群体覆盖面广。**从公司的客户群体划分，公司客户涵盖运营商、企事业单位和个人家庭用户，用户的多样性是公司 ICT 转型战略实施的成果。经过多年的稳健经营，根据 ODC 论坛发布的全球榜单数据，公司已经跻身全球光通信最具竞争力企业十强。

**表1：公司自成立以来，稳步向前发展**

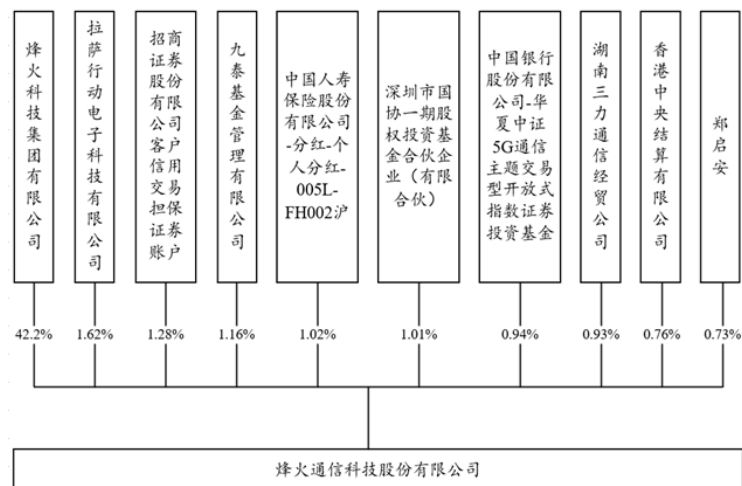
时间	事件
1999 年	公司成立
2001 年	A 股上市；在国家 863/CIMS 主题十五周年总结表彰大会荣获先进集体奖
2005 年	承建的 FTTH 商用试点工程成功开通
2011 年	室内光缆标准获科学技术二等奖
2013 年	中标中国联通项目，覆盖数十个本地网
2016 年	烽火超微信息科技有限公司揭牌
2017 年	布局下一代 PON 助力 5G；成为首批通过移动 5G 承载 SPN 设备测试的厂家
2018 年	发布 5G 时代电信云解决方案
2019 年	烽火光纤荣获中国电子学会技术发明二等奖

资料来源：公司公告、开源证券研究所

### 1.2、股权结构稳定，控股股东和实控人为国资委

**公司股权结构稳定。**公司的第一大股东为烽火科技集团有限公司，主营通信系统、光纤光缆及数据网络。公司的实际控制人为国务院国有资产监督管理委员会。

**图1：公司股权结构稳定**



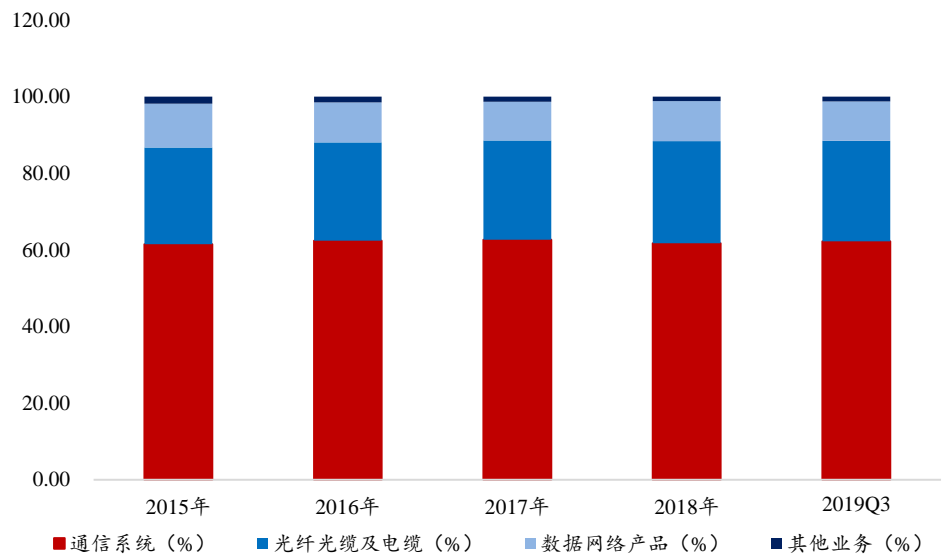
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2、聚焦光通信领域，经营业绩稳健

### 2.1、主营业务占比稳定，产品涵盖光通信全产业链

公司主营业务稳定，主业始终聚焦光通信领域，三大主营产品为通信系统设备、光纤及线缆以及数据网络产品，其提供的产品范围涵盖光通信全产业链。公司的通信系统设备主要包括各类光通信传输及接入设备；光纤光缆主要包括各种单模、多模光纤及特种光纤；数据网络产品主要包括信息安全产品，以及应用于各级别网络的路由器、交换机等硬件设备。其中，占比最大的是通信系统设备，近几年均达到 60% 以上；光纤光缆和电缆产品是第二大板块，占比 25%；数据网络产品占比 10% 左右。

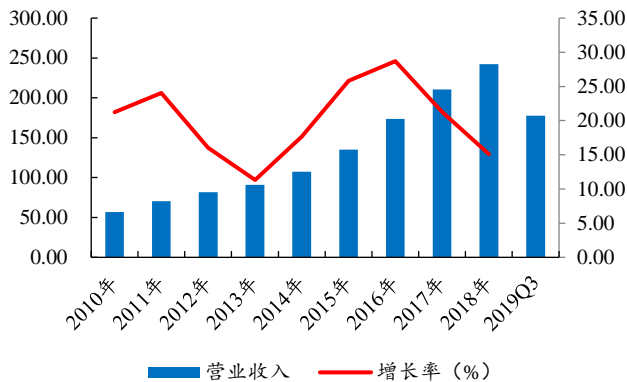
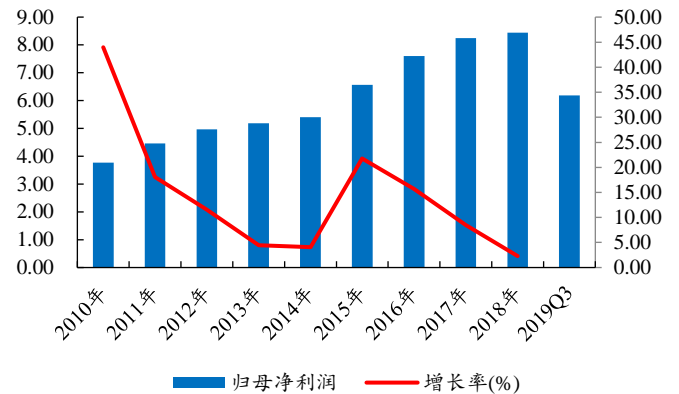
图2：2016-2019Q3 公司三大主营产品比重相对稳定



数据来源：公司公告、开源证券研究所

### 2.2、公司营收增速自 2014 年以来均保持在 15% 以上

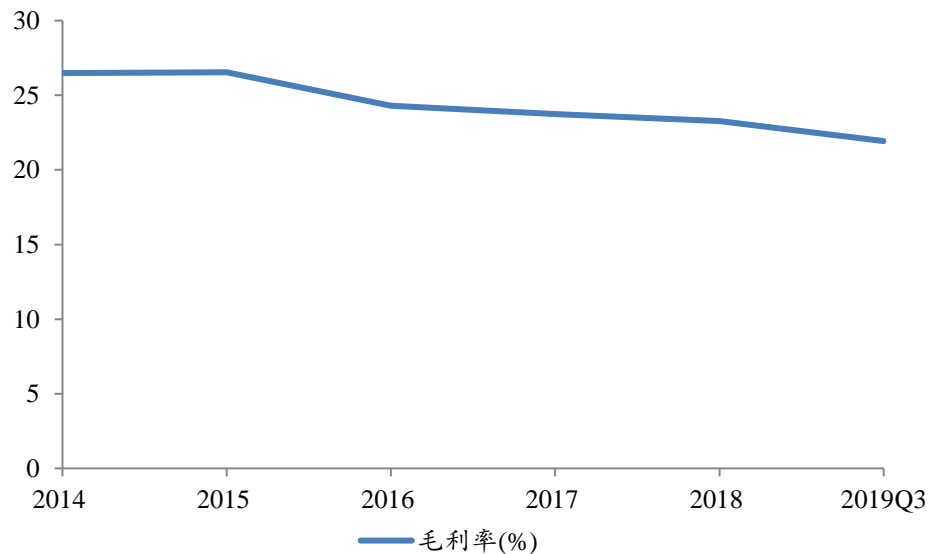
营收自 2014 年以来稳步增长，5G 驱动下营收有望迎来新一轮增长高峰。2014 年以来，公司营收持续稳步增长。面对爆发增长的移动数据流量、海量设备连接，作为 5G 通信网络的“大动脉”，光通信传输市场将迎来新一轮发展契机。5G 将驱动 4K、8K、AR、VR 等业务逐渐走向成熟，对于带宽的高要求以及低时延都需要对现有的光传输网改造升级，提升速率和容量等来满足高带宽业务的发展需要，光传输设备行业未来将维持增长态势。

**图3：营收增速近几年均保持在 15% 以上**

**图4：归母净利润保持增长态势**


数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

2015 年以来，公司毛利率始终维持在 20% 以上。公司近年毛利率有小幅下降但基本保持在 20% 以上，其中造成毛利率降低主要原因为营业成本逐年增加，且营业成本占比营业收入的比重逐年增大，随着未来 5G 产品的放量，毛利率有望企稳回升。

**图5：毛利率自 2014 年以来持续在 20% 以上**


数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、5G 如火如荼，光通信设备需求迎释放

#### 3.1、政策加码，运营商发力 5G 网络建设

2020 年是 5G 商用突破的关键之年，国家高度重视 5G 发展。近期国家多次强调要“推动 5G 网络加快发展”，“加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度”，政策支持 5G 进一步快速发展。

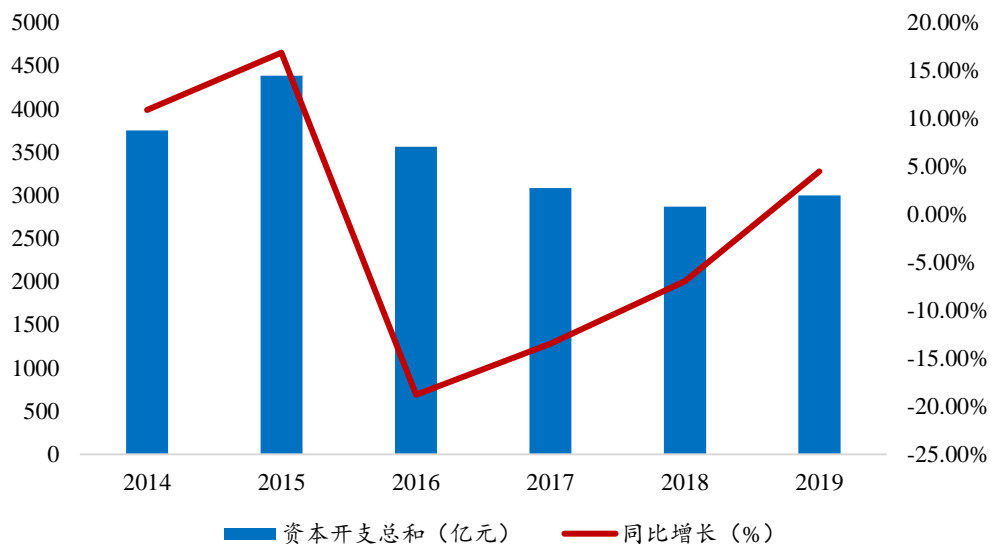
图6：5G 位于新基建七大领域之首



资料来源：通信世界

2020 年 5G 投资大幅增加，未来 3 年有望延续增长态势。4G 时期为 2014-2019 年，其中，2014、2015 年是 4G 主要投资期，之后呈现逐年递减的现象。2019 年 6 月，工信部公布 5G 商用牌照，为 5G 建设的元年，各大运营商加大投入和支出。2019 年年底，三大运营商 5G 基站建设数量达到 13 万个；2020 年将发力 5G 网络建设，规划建设 53 万个，覆盖全国所有地级市以上城市，总投资数额达到约 1800 亿元。未来 2021、2022 年，仍将有望延续 5G 基站及相关产业投资大幅度增长态势。

图7：2014-2019 年为 4G 时期，投资先增后减



数据来源：《IMT-2020(5G)推进组 5G 承载需求白皮书》、开源证券研究所



**表2: 三大运营商发力 5G 建设**

运营商	5G 资本开支 (亿元)	5G 基站数量 (万个)
中国移动	1000	28
中国电信	453	25 (联通合建)
中国联通	350	25
合计	1803	53

资料来源: 运营商年报、开源证券研究所

**5G 三大应用场景 eMBB、mMTC 和 uRLLC 等新型特性的引入、无线接入网结构和核心网架构革新变化等为传输承载技术的新一轮快速发展提供了契机。**相对于 4G 网络, 5G 承载呈现出明显的差异化需求: 在关键性能方面, 更大带宽、超低时延和高精度同步等需求非常突出; 在组网及功能方面, 呈现“多层级承载网络、灵活化连接调度、层次化网络切片、智能化协同管控、4G/5G 混合承载以及低成本高速组网”等需求。

**图8: 5G 传输承载网的整体需求更加丰富**

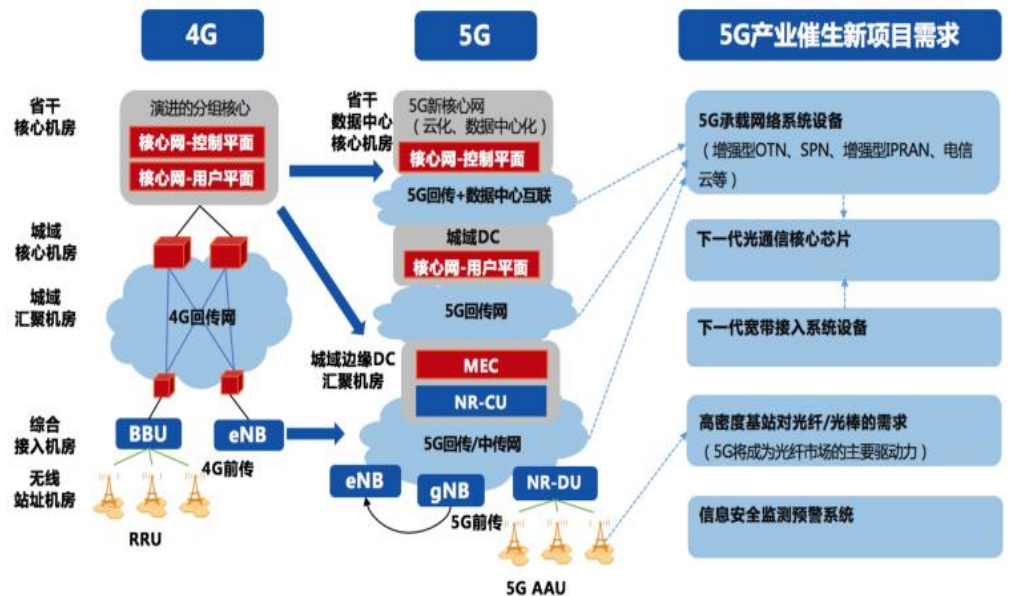

资料来源: 《IMT-2020(5G)推进组 5G 承载需求白皮书》

现有承载技术指标、网络架构及功能等无法完全满足 5G 新型业务及应用, 5G 承载演进与革新势在必行。5G 技术致力于应对未来爆炸性的移动数据流量增长、海量设备连接、不断涌现的各类新业务和应用场景, 同时与行业深度融合, 满足垂直行业终端互联的多样化需求, 力争创建“万物互联”的新世界。5G 在带来革命性业务体验、新型商业应用模式的同时, 对基础承载网络提出了多样化全新需求。

**5G 网络架构相对于 3G/4G 发生了重大变化, 催生传输网新项目需求。**比如 OTN (光传送网, Optical Transport Network), 是以波分复用技术为基础、在光层组织网络的传送网, 将是下一代的骨干传送网主要技术方向; 主要基于两个方面: 一方面, 由于 5G 基站数量的剧增, 成本增加。OTN 方案采用 OTN 设备实现多个站点多路前传信号的复用和透明传输, 可大幅度节省光纤资源, 支持光层和电层的性能和故障检测等管理维护 (OAM) 功能, 并能提供业务保护, 保障业务的高可靠; 另一方面, 5G 核心网引入了网络功能虚拟化 (NFV) 和软件定义网络 (SDN), 采用统一的物理基础设施, 在云数据中心间实现池化、虚拟化、容器化的资源共享。OTN 作为基础的承载技术, 提供大带宽、低时延、灵活分片、高可靠性、开放协同的能力, 适

合在 5G 时代新网络架构下的前传和回传组网，并能支撑运营商固网等其他业务的发展，满足未来网络持续演进的需求。

图9：5G 相比于 4G 网络架构的演变催生传输新项目需求



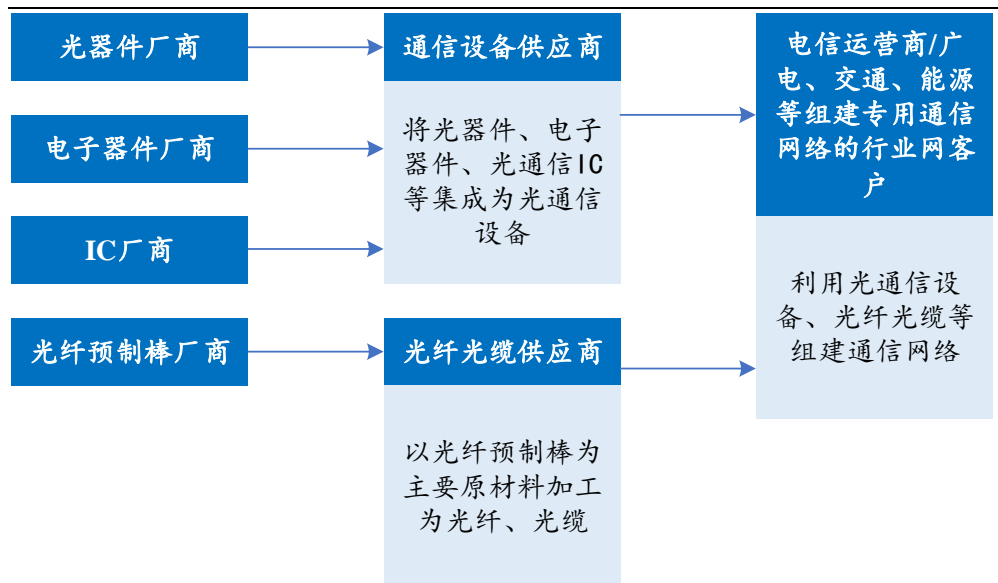
资料来源：公司公告

### 3.2、厉兵秣马备战 5G，需求释放赢新机

#### 3.2.1、深耕光通信领域产品丰富，为 5G 建设提供完整解决方案

公司构建完整的通信网络产品，主要提供给运营商。公司将上游的光器件、电子器件和 IC 芯片等集成为光通信设备，构建完整的通信网络提供给下游客户，主要是电信运营商及专网客户。

图10：公司处于光通信产业链中游，产品丰富



资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司是云网领域系统集成专家。云化网络的本质是云去 IT 化，网去电信化，这起源



于 IT 行业的云计算技术并不能简单地复制到电信领域，需要在可靠性、运维性等方面做大量的电信化改造。云化网络的核心价值在于面向各种场景的 NFV 产品。烽火从实际的需求出发，遵循“四层解耦、平台为基、场景优先、商用为本”的原则，以电信级云平台 FitTelecomOS 为基础，针对 5G 的热点应用场景，先后推出了基于 FitCER 的 SD-WAN 解决方案，基于 FitBNG 的 vBRAS 解决方案，基于 ONAP 的 FitMANO 新一代管理编排系统等一系列产品，其中部分已实现规模商用。电信级云平台作为云化网络的“操作系统”，是其稳定的基石。为了避免回到之前封闭的电信产业生态，云化网络实现硬件、电信云平台、虚拟网络功能以及管理编排四层解耦是大势所趋，也是目前大部分运营商的选择。然而，解耦带来的系统集成复杂性成为日益严重的问题。因此，系统集成能力将成为云化网络服务提供商的核心竞争力之一。正是意识到这一点，烽火通信将系统集成上升到解决方案的高度，经过多年的行业积淀，已成为云网领域技术领先的系统集成专家。

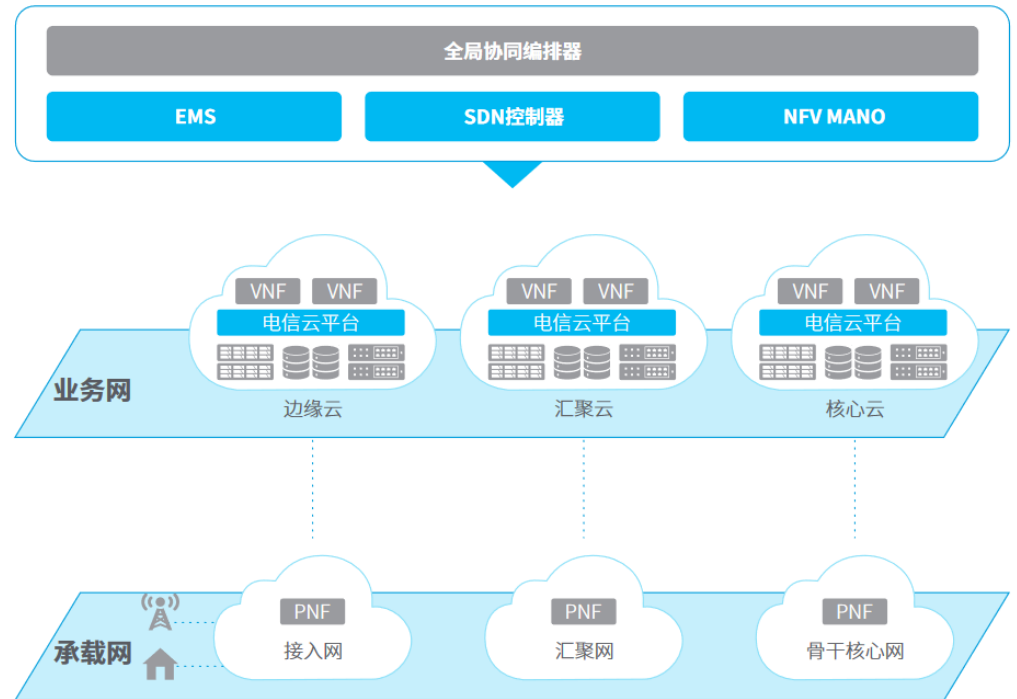
图11：公司的 FitOS 云管理平台可实现资源统一管理



资料来源：公司官网

**协同助力集团 5G 方案，提供长期内生发展动力。**公司作为信科集团旗下光通信龙头，具备完整的 5G 承载网解决方案，公司产品覆盖通信传输承载网络的各个环节，与国内三大运营商及 Telefonica 等国际运营商均保持了紧密的合作关系。在我国 5G 建设过程中，公司有望与集团的无线业务高度协同，助力集团在本土 5G 市场竞争中实现份额与产业地位的实质性提升，从而使得公司在 5G 网络建设中长期受益。公司持续完善 5G 承载方案，持续提升在光传输领域的“三超”优势；虚拟化路由器系列产品通过下一代互联网中心组织的 SDN/NFV 互通测试；新型 OLT、ONU 等设备功能围绕运营商网络重构需求，实现向 SDN/NFV 化的平滑演进；特种光纤通过运营商入网测试及互联网服务商测试；深度参与 OpenStack、DevOps 等技术生态建设，以 FitOS 为核心的云计算平台性能进一步提升。公司专利储备数量和质量也得以提升，国内外标准影响力持续增强。

图12: 烽火通信正式发布面向 5G 的云化网络解决方案

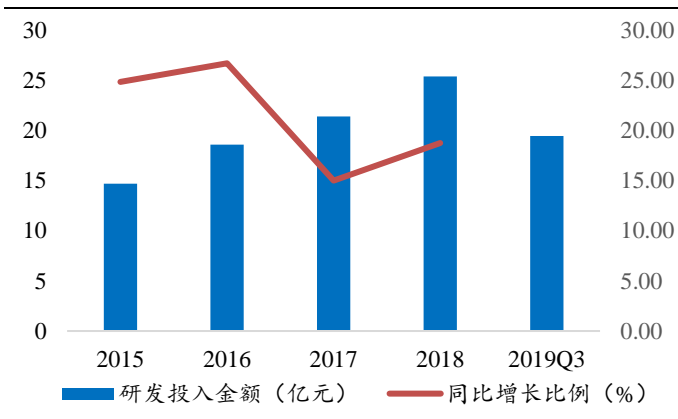


资料来源:《烽火通信云化网络解决方案白皮书》

### 3.2.2、保持高研发投入，深入布局 5G 放眼未来

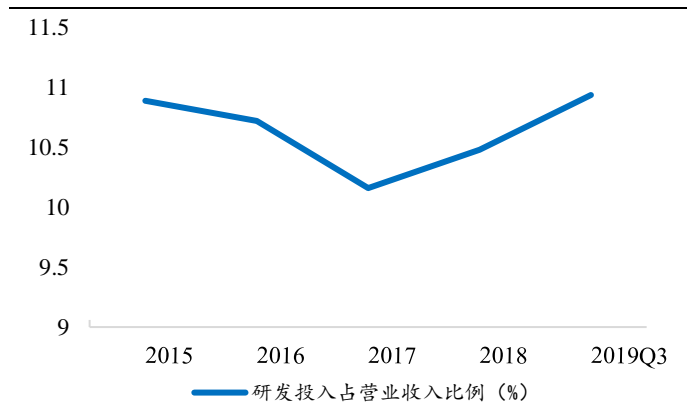
近几年，公司在研发投入的金额逐年增加。2018 年，公司研发支出 25.40 亿元，同比增长 17.81%，占当年营业收入的 10.48%。为了持续增强在光通信领域的技术实力，保持行业领先地位，公司每年将收入的 10% 以上用于研究和开发企业独有的核心技术，产品和方案研发人员超过 35%，科研成果转化率保持在 90% 以上。

图13: 研发投入逐年上升



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 研发投入比重维持在 10% 以上



数据来源: Wind、开源证券研究所

### 3.2.3、可转债融资为 5G 蓄力，股权激励彰显信心

可转债融资为 5G 蓄力，夯实核心竞争力。公司公开发行可转债申请于 2019 年获得证监会受理，拟募集资金不超过人民币 33.64 亿元用于 5G 承载网络系统设备、光芯片、光纤预制棒、宽带接入系统设备和信息安全监测预警系统项目，其中 10 亿元用

于 5G 传输承载网设备。2019 年传输网投资进入上升通道，公司完成增强型 OTN 技术、SPN 技术、增强型 IP RAN、SDN 技术等 5G 网络承载设备相关的技术研究工作，并在原有产品基础上开发了支持 5G 的功能及网络应用，夯实竞争优势。

公司 2019 年发布上市以来第三次股权激励计划，此次授予人数为历来最多。股权激励计划可以充分激发高管和核心管理、业务及技术骨干的工作积极性，显示了对自身长期发展的信心。

## 4、盈利预测与估值

### 4.1、业务拆分与核心假设

公司的盈利预测包含以下假设：

**通信系统设备产品：**面对爆发增长的移动数据流量、海量设备连接，作为 5G 通信网络的“大动脉”，光通信传输市场将迎来新一轮发展契机；5G 将驱动 4K、8K、AR、VR 等业务逐渐走向成熟，对于带宽的高要求以及低时延都需要对现有的光传输网改造升级，提升速率和容量等来满足高带宽业务的发展需要，受益于光传输设备行业增长态势，预计公司 2019/2020/2021 年通信设备营收分别增长 18%、23%、23%。

**光纤及线缆：**随着后续 5G 建设的放量以及 5G 应用，特别是万物互联时代的到来，光纤光缆行业仍能保持稳定，预计公司 2019/2020/2021 年光纤及线缆营业收入增速分别为-30%、10%、15%。

**数据网络产品：**随着国际信息安全局势的愈发错综复杂，各国均高度重视对信息安全领域的投入，行业发展前景十分广阔，预计公司 2019/2020/2021 年数据网络产品营收分别增长 18%、20%、20%。

### 4.2、盈利预测与估值

烽火通信作为国际知名信息通信网络产品与解决方案提供商，产品覆盖通信系统设备、光纤光缆以及数据网络产品，是全球光传输设备的主要供应商之一。随着 5G 基站大规模建设，传输网对传输速率提出了更高要求，光传输设备亟待升级，高速光传输设备需求激增。公司作为国内光通信产业链最完整的公司之一，产品种类齐全，经营业绩稳健，借助国有企业品牌竞争力及产品性价比优势，市场份额有望进一步扩大，带来经营业绩边际改善。

公司 2019/2020/2021 年可实现归母净利润为 8.67/10.33/12.44 亿元，同比增长为 2.7%/19.1%/20.4%，EPS 为 0.74/0.88/1.06 元，对应 PE 分别为 43.6/36.6/30.4 倍，相对可比公司，烽火通信存在一定估值优势。

首次覆盖，给予“增持”评级。

**表3：可比公司估值：烽火通信存在一定估值优势**

公司代码	公司名称	市值（亿元）	收盘价（元）	EPS(元)		PE（倍）	
				2019E	2020E	2019E	2020E
000063.SZ	中兴通讯	1718	40.38	1.22	1.36	33.10	29.69
002281.SH	光迅科技	210	31.08	0.53	0.66	58.64	47.09
002465.SZ	海格通信	285	12.36	0.23	0.30	53.74	41.20
	<b>平均值</b>			<b>0.88</b>	<b>0.77</b>	<b>45.89</b>	<b>38.41</b>
600498.SH	<b>烽火通信</b>	378.35	32.31	<b>0.74</b>	<b>0.88</b>	<b>43.6</b>	<b>36.60</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/04/21，海格通信为使用 Wind 一致预期预测数据）

## 5、风险提示

**5G 网络建设不及预期风险。**电信运营商的资本开支受宏观环境、政策、运营商营收、5G 商用不及预期等影响存在波动性，直接影响 5G 建设进度，进而对公司的业绩产生不利影响。

**公司营运能力风险。**电信运营商在对通信设备制造商及系统集成商的招标采购、定价、付款等方面处于优势地位，造成公司应收账款和存货余额规模较大，应收账款周转率及存货周转率相应较低，进而对公司营运能力产生不利影响。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	24484	23474	24633	26759	29768
现金	5212	3880	3059	3381	3724
应收票据及应收账款	6519	8387	8670	9412	10190
其他应收款	596	521	642	755	934
预付账款	398	351	436	481	614
存货	10850	9926	11300	12153	13714
其他流动资产	910	410	525	578	593
<b>非流动资产</b>	4641	5741	6122	6764	7421
长期投资	540	803	1107	1399	1680
固定资产	2461	2647	2765	2942	3151
无形资产	780	1007	1182	1349	1510
其他非流动资产	859	1284	1069	1074	1080
<b>资产总计</b>	29125	29215	30755	33523	37189
<b>流动负债</b>	17927	17494	18669	20882	23778
短期借款	2175	1480	1545	2725	3882
应付票据及应付账款	9006	9775	9859	11462	13280
其他流动负债	6747	6239	7265	6694	6616
<b>非流动负债</b>	873	981	818	658	488
长期借款	500	545	378	215	43
其他非流动负债	373	436	440	443	445
<b>负债合计</b>	18801	18475	19487	21539	24266
少数股东权益	797	730	795	877	970
股本	1114	1169	1171	1171	1171
资本公积	4788	5462	5453	5453	5453
留存收益	3624	4089	4582	5172	5879
<b>归属母公司股东权益</b>	9528	10010	10473	11108	11953
负债和股东权益	29125	29215	30755	33523	37189

现金流量表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	336	351	611	1230	1511
净利润	903	907	932	1114	1337
折旧摊销	522	496	514	627	759
财务费用	160	296	288	363	439
投资损失	-54	-74	-77	-83	-84
营运资金变动	-1467	-1486	-1059	-785	-942
其他经营现金流	272	213	13	-5	1
<b>投资活动现金流</b>	-967	-1320	-831	-1180	-1333
资本支出	845	972	171	315	368
长期投资	-89	-375	-304	0	-281
其他投资现金流	-210	-723	-964	-865	-1246
<b>筹资活动现金流</b>	2349	-443	-601	-796	-885
短期借款	946	-695	65	112	107
长期借款	150	45	-167	-163	-172
普通股增加	68	55	2	0	0
资本公积增加	1716	674	-8	0	0
其他筹资现金流	-531	-521	-492	-745	-820
<b>现金净增加额</b>	1678	-1406	-821	-746	-707

利润表(百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	21056	24235	25585	30738	37242
营业成本	16055	18599	19634	23453	28453
营业税金及附加	89	95	113	154	186
营业费用	1587	1806	1881	2290	2681
管理费用	2225	305	412	498	600
研发费用	0	2296	2431	2929	3560
财务费用	160	296	288	363	439
资产减值损失	278	271	281	338	410
其他收益	250	325	372	392	432
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	54	74	77	83	84
资产处置收益	-2	-2	-0	-0	-1
<b>营业利润</b>	965	966	995	1188	1428
营业外收入	4	10	4	6	7
营业外支出	8	11	7	8	12
<b>利润总额</b>	962	965	992	1185	1423
所得税	58	58	60	71	85
<b>净利润</b>	903	907	932	1114	1337
少数股东损益	78	63	65	81	94
<b>归属母公司净利润</b>	825	844	867	1033	1244
EBITDA	1475	1461	1499	1837	2249
EPS(元)	0.70	0.72	0.74	0.88	1.06

主要财务比率	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	21.3	15.1	5.6	20.1	21.2
营业利润(%)	57.0	0.1	3.0	19.4	20.2
归属于母公司净利润(%)	8.5	2.3	2.7	19.1	20.4
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	23.8	23.3	23.3	23.7	23.6
净利率(%)	3.9	3.5	3.4	3.4	3.3
ROE(%)	8.8	8.4	8.3	9.3	10.4
ROIC(%)	7.1	7.3	7.1	7.8	8.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	64.6	63.2	63.4	64.3	65.2
净负债比率(%)	-21.4	-13.6	-4.9	1.3	6.3
流动比率	1.4	1.3	1.3	1.3	1.3
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	1.0	1.1
应收账款周转率	3.7	3.3	3.0	3.4	3.8
应付账款周转率	1.9	2.0	2.0	2.2	2.3
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.70	0.72	0.74	0.88	1.06
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.30	0.52	1.05	1.29
每股净资产(最新摊薄)	8.14	8.55	8.94	9.48	10.21
<b>估值比率</b>					
P/E	45.9	44.8	43.6	36.6	30.4
P/B	4.0	3.8	3.6	3.4	3.2
EV/EBITDA	24.7	25.4	25.4	21.2	17.6

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