

中国联通 (600050.SH) 5G 重塑产业价值分配, 中国联通华丽蜕变

2020 年 04 月 30 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

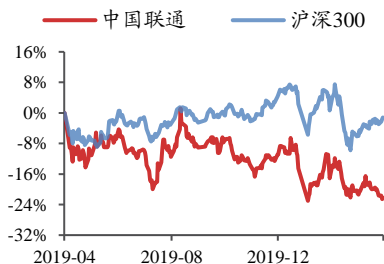
daijingjing@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

证书编号: S0790120040005

日期	2020/4/29
当前股价(元)	5.14
一年最高最低(元)	6.96/5.00
总市值(亿元)	1,594.71
流通市值(亿元)	1,007.45
总股本(亿股)	310.26
流通股本(亿股)	196.00
近 3 个月换手率(%)	49.37

股价走势图



数据来源: 贝格数据

● 5G 重塑产业价值分配, 中国联通边际改善明显, 首次覆盖给予“增持”评级

作为中国三大通信运营商之一, 中国联通为全球提供各类通信网络服务。2017 年公司引入“BATJ”等产业战略股东混改, 产品结构调整、降本增效, 盈利能力边际改善。5G 时代电信运营商角色将发生变化, 伴随着公司与中国电信共建共享 5G 基础设施网络有效控制 CAPEX, 另一方面扩大 5G 的服务效能, 除了提供 5G 通信连接这些“管道化”大众服务外, 还将赋能各行各业提供 5G 行业应用的“增值化”专项服务, 中国联通将受益 5G 重塑产业价值分配, 经营业绩有望超预期。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 59.88/72.98/91.23 亿元, 同比增长为 20.2%/21.9%/25.0%, EPS 为 0.19/0.24/0.29 元, BPS 为 4.75/4.93/5.16, 对应 PB 为 1.1、1.0、1.0, 首次覆盖给予“增持”评级。

● 混改后产品结构调整, 盈利能力不断提升有望延续

公司从股权架构、业务创新、管理体制三方面入手进行混改, 成效明显; 同时注重精简人员、完善激励政策, 员工人均创收有所增加, 呈现良好发展势头; 公司通过与互联网龙头战略合作, 凭借 BATJ 的资源优势, 推出多类互联网特色套餐, 满足客户的多样化需求, 带来 4G 用户的持续稳定增长。在收入端, 稳住固网宽带优势业务, 大力发展 4/5G 无线业务; 在成本端, 销售通信产品成本及财务费用等不断下降, 降本增效、多措并举, 公司经营业绩边际改善明显。

● 赋能 5G 行业应用, 拓宽业务模式带来发展新机遇

5G 三大特性“高带宽、低时延、广连接”将在行业应用中大放光彩, 中国联通将通过赋能各行各业的 5G 应用, 实现 2B 业务的快速增长, 有效降低“纯管道化”的低价值服务, 不断增加 5G 与云计算、人工智能等基础技术融合带来的特色化、定制化、高黏性的高价值服务, 在产业价值链中占据更重要的角色。随着 5G 建设的全面展开, 5G 应用的多点开花, 公司将有效拓宽业务模式, 经营业绩有望持续高增长。

● **风险提示:** 宏观经济和市场竞争风险; 技术升级风险; 5G 发展不及预期风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	290,877	290,515	309,689	333,225	359,883
YOY(%)	5.8	-0.1	6.6	7.6	8.0
归母净利润(百万元)	4,081	4,982	5,988	7,298	9,123
YOY(%)	858.3	22.1	20.2	21.9	25.0
毛利率(%)	26.6	26.3	26.3	26.3	26.3
净利率(%)	1.4	1.7	1.9	2.2	2.5
ROE(%)	2.9	3.5	4.0	4.7	5.6
EPS(摊薄/元)	0.13	0.16	0.19	0.24	0.29
P/E(倍)	39.1	32.0	26.6	21.9	17.5
P/B(倍)	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 中国联通：历史悠久的通信服务运营商	3
1.1、 公司历史悠久，混改寻求新增长点	3
1.1.1、 历史悠久，领跑行业	3
1.1.2、 混改成功，微观主体活力提升	3
1.2、 收入结构调整叠加控费共促盈利提升	4
1.2.1、 收入端：结构调整，固网业务占比上升	4
1.2.2、 成本端：控制成本，为费用支出留出空间备战 5G	5
1.3、 混改带来经营业绩边际改善	6
2、 5G 发展助推横向合作与构建商业闭环	7
2.1、 与电信合作建设 5G，成果初显	7
2.2、 5G 时代寻求内容提供者角色形成商业闭环	9
2.3、 5G 时代带来发展新机遇	9
3、 盈利预测与投资建议	10
4、 风险提示	12
附：财务预测摘要	13

图表目录

图 1： 公司历史悠久	3
图 2： 公司引入战略合作者，完善激励政策	4
图 3： 固网业务营收占比逐年提升（亿元）	5
图 4： 公司控费成果显著（单位：亿元）	5
图 5： 公司 2019 年折旧及摊销为首要成本	5
图 6： 公司营业收入稳定	6
图 7： 受益混改，2017 年后净利润恢复增长	6
图 8： 公司偿债能力较好	6
图 9： 公司销售毛利率与净利率自混改后明显好转	7
图 10： 4G 时代中国移动营收领先	8
图 11： 4G 时代联通电信与移动净利润有较大差距	8
图 12： 市场饱和，电信行业 ARPU 呈下降趋势（单位：元）	8
图 13： 5G 时代运营商的三重角色及商业模式	9
图 14： 中国联通 PB-Band 在 0.9-1.6 之间	11
图 15： 三家运营商 PB 走势相似	11
表 1： 公司从三方面入手混改	4
表 2： 三大运营商 2020 年 5G 建设计划	7
表 3： 5G 时代运营商将主导通信依赖度高的场景	10
表 4： 可比公司估值：中国联通存在一定估值优势	12

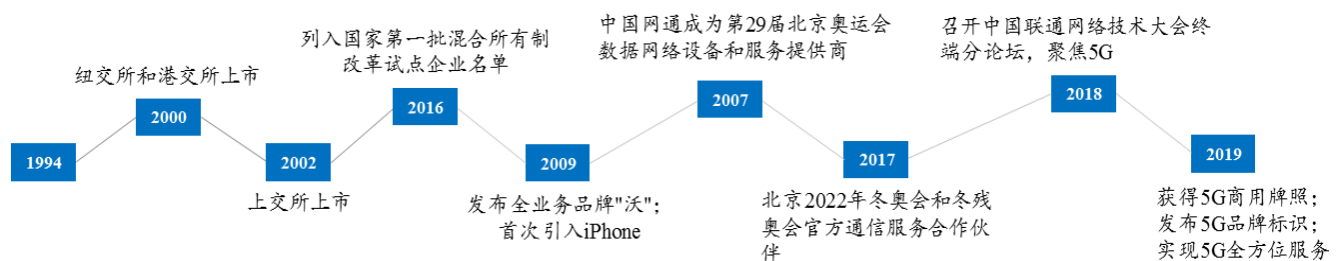
1、中国联通：历史悠久的通信服务运营商

1.1、公司历史悠久，混改寻求新增长点

1.1.1、历史悠久，领跑行业

中国联合网络通信集团有限公司（中国联通）由原中国网通和原中国联通于 2009 年 1 月合并重组而成，是经国务院批准的控股公司，以电信业的投资为经营范围。公司在国内 31 个省（包括自治区、直辖市）和境外多个国家和地区设有分支机构，通过联通红筹公司的相关控股子公司为国内及世界各地提供现代通信网络覆盖，包括移动宽带(WCDMA、LTE FDD、TD-LTE、5G)、固网宽带、GSM、固网本地电话、信息通信技术服务、数据通信服务以及其它相关增值服务。公司积极推进固定网络和移动网络的宽带化，不断提高产品与服务的质量，为客户提供满意的信息通信服务。

图1：公司历史悠久



资料来源：公司官网、开源证券研究所

1.1.2、混改成功，微观主体活力提升

公司注重发展，积极推动企业混合所有制改革，成果显著。2017 年公司成功实施混合所有制改革，引入其他国有资本与非国有资本，深度推进机制体制创新。作为唯一一家集团整体混改试点单位，公司从股权架构、业务创新、管理体制三方面入手进行混改，成果显著。

混改后，微观主体活力提升。混改后公司持续精简人员，根据公司 2019 年年报数据，省级、地市级分公司机构平均分别减少 10.5%、24.7%，省公司本部管理人员职数减少 12%完善激励政策。划小改革迭代推进：在重塑末梢生产组织体系和作业流程、优化划小单元资源配置和考核激励模式、强化中台赋能上持续发力，员工薪酬水平和劳动生产率持续提升，为公司投入 5G 建设打下坚实基础。

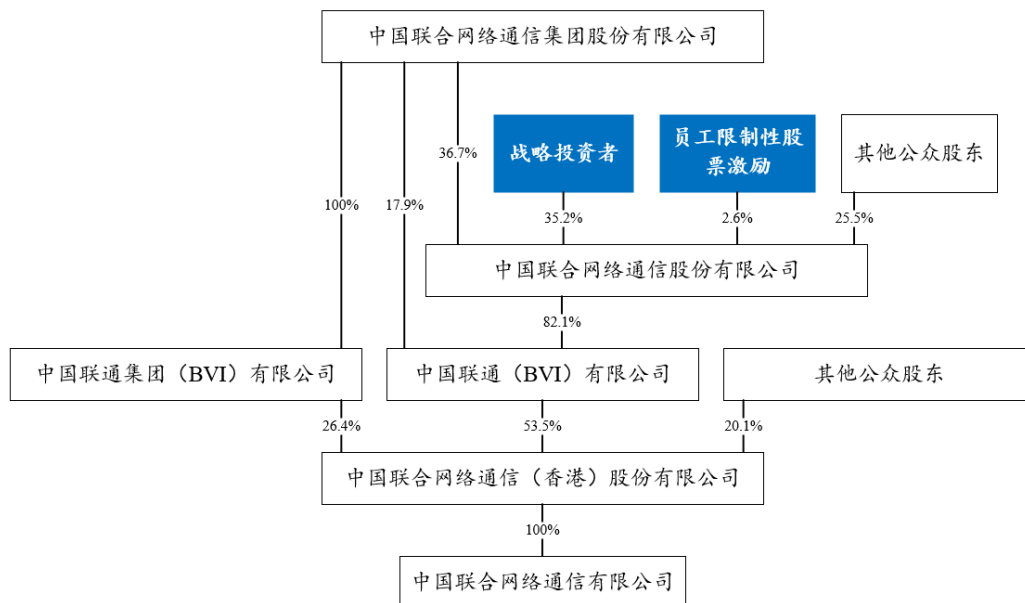
表1: 公司从三方面入手混改

方式	内容
非公开发行、联通集团老股转让	引入 14 家战略投资者，包括大型互联网公司（腾讯、百度、京东等）、垂直行业领先公司、产业集团与金融企业（中国人寿）、产业基金（中国国有企业结构调整基金）
与腾讯及多家大型互联网公司合作	获得 2I2C 用户 1 亿户
与百度合作	开拓物联网、大数据、人工智能领域
与京东、阿里巴巴、苏宁合作	打造智慧生活体验店、探索新零售业务模式
“瘦身健体”	省分公司与地级市公司机构数下降 10.5% 和 24.7%
子公司与下属公司混改	智慧足迹引入京东数科、联通智网科技引入 9 家战略投资者、云南联通扩大委托承包运营合作、广西联通成为社会化运营第二站

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司凭借 BATJ 的资源优势，寻求增长新动力。通过与互联网龙头（BATJ）合作，公司实现产品互联网化：推出“王卡、冰激凌、流量王”等互联网套餐，带来 4G 用户持续强劲增长；营销互联网化：以大数据分析强化客户维系、精准营销，提升客户保有率；渠道互联网化：加大与互联网触点、异业轻触点合作力度，提升线上产能，显著降低渠道成本；涉足产业互联网业务，为后续增长提供动力。

图2: 公司引入战略合作者，完善激励政策



资料来源：公司公告、开源证券研究所

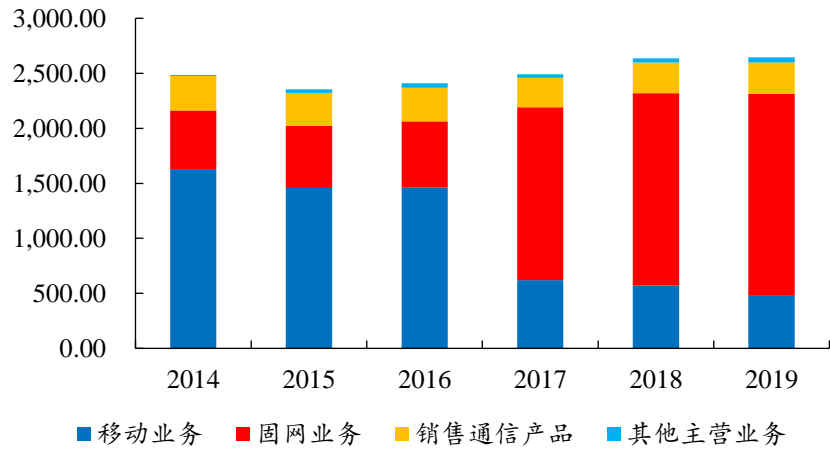
1.2、收入结构调整叠加控费共促盈利提升

1.2.1、收入端：结构调整，固网业务占比上升

公司营收主要来源于固网业务，固网业务以宽带业务为主。公司主营移动通信业务，固定通信业务，国内、国际通信设施服务业务，数据通信业务，网络接入业务，各类电信增值业务，与通信信息业务相关的系统集成业务等。近几年固网业务占比逐渐提升，2019 年固网业务为公司电信业务营收贡献将近七成的业绩，是公司主要收入

来源。

图3: 固网业务营收占比逐年提升 (亿元)

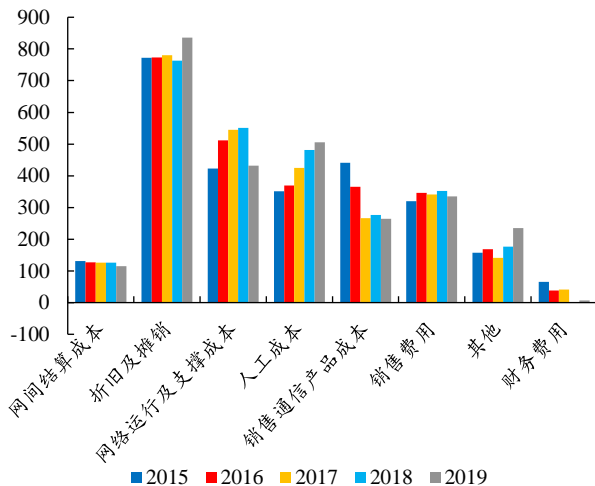


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

1.2.2、成本端: 控制成本, 为费用支出留出空间备战 5G

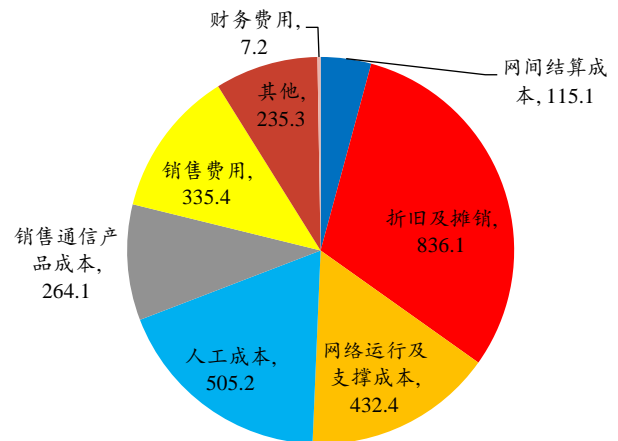
混改后公司销售通信产品成本及财务费用实现显著下降, 控费成果显著。公司成本费用主要包括网间结算成本、折旧摊销、网络运行及支撑成本、人工成本、销售通信产品成本、销售费用、其他营业成本及管理费用和财务费用。其中折旧及摊销为首要成本, 2019 年累计发生 836.1 亿元, 占成本费用的 28.78%。

图4: 公司控费成果显著 (单位: 亿元)



数据来源: Wind、开源证券研究所

图5: 公司 2019 年折旧及摊销为首要成本



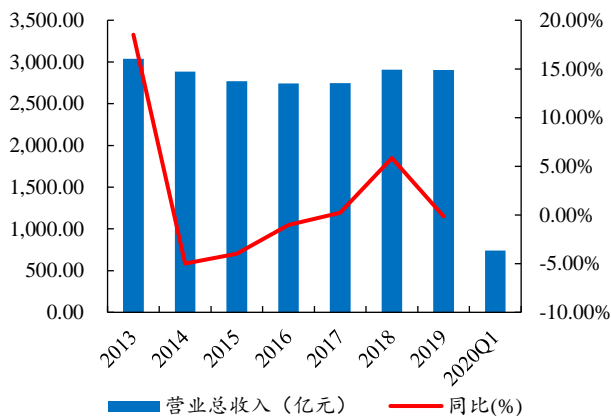
数据来源: Wind、开源证券研究所

员工薪酬激励加强, 服务投入增加, 为公司业务扩张打基础。过去几年特别是 2017 年混改之后, 人工成本与其他经营管理费用出现稳定显著的上升, 加强员工激励, 提高人均薪酬, 为公司发展提供催化剂。

1.3、混改带来经营业绩边际改善

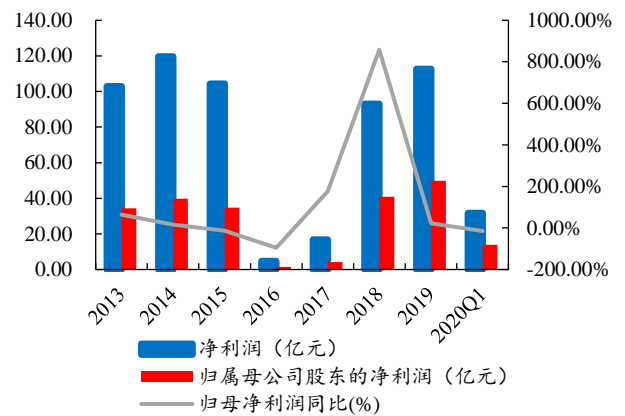
公司营业收入增长率自 2017 年混改后触底回升，2019 年在营收微增的情况下归母净利润大幅增长。公司 2013 年营业总收入达历史最高值 3037 亿元，主要系公司 3G 业务发展较好，领跑行业。2014 年起公司着眼于 4G，由于投入建设较晚等原因，公司在行业竞争中处于不利地位，2015-2017 年净利润与归母净利润出现下滑，2017 年混改后重回营收增长率时代。2019 年由于受到提速降费、市场饱和、市场激烈竞争等因素影响，以及 4G 流量红利逐步消退，国内通信行业发展步入阵痛期，收入增长乏力，行业价值承压，公司营业收入达 2905.15 亿元，略有上升，得益于良好的成本管控，归母净利润达 49.82 亿元，同比增加 22%。

图6：公司营业收入稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

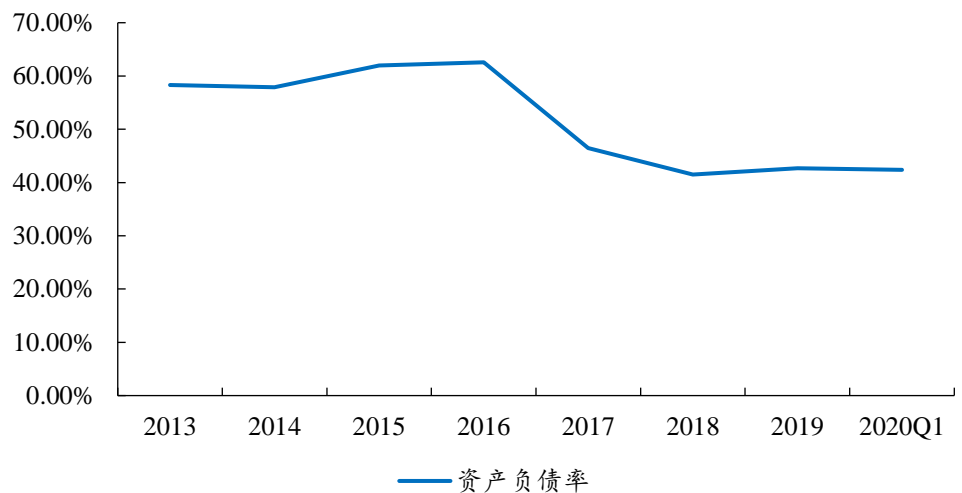
图7：受益混改，2017年后净利润恢复增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司资产结构渐趋合理。公司资产负债率在 2013-2016 年期间不断提高，2017 年混改之后，呈现较大幅度下降并一直保持在 40%~50%间，比率合理，偿债能力较好，资产质量较高。

图8：公司偿债能力较好

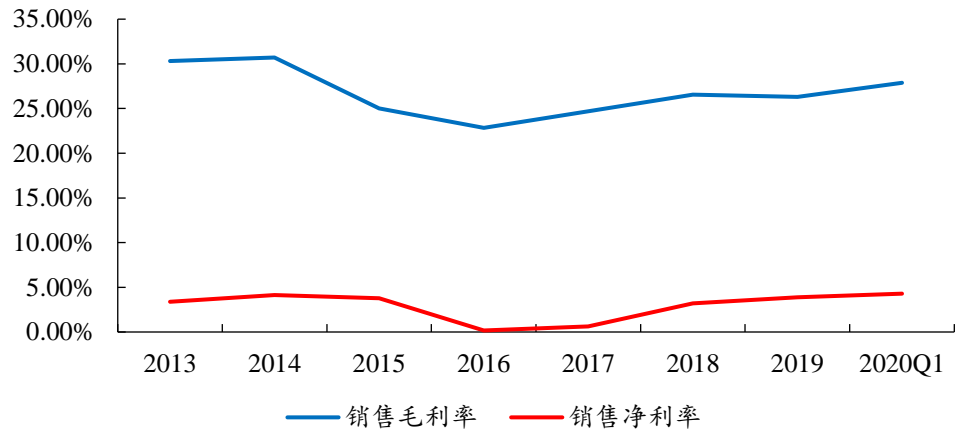


数据来源：Wind、开源证券研究所

混改后销售毛利率和销售净利率明显好转。公司毛利率与净利率 2015-2016 年因受净利润下降的影响出现小幅下降，2017 年混改之后逐步回升。公司凭借 BATJ 的资

源优势，推出“王卡”等互联网套餐，带来 4G 用户持续强劲增长。同时，数据流量增速明显，ARPU 值小幅抬升。随着 4G 建设接近尾声，资本开支下降，现金流改善明显。以上多重因素共同作用导致毛利率和净利率双双攀升，财务状况明显好转。

图9：公司销售毛利率与净利率自混改后明显好转



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、5G 发展助推横向合作与构建商业闭环

2.1、与电信合作建设 5G，成果初显

中国联通在联合建设 5G 的影响下，抓住发展机遇不断加强公司核心竞争力，节省成本的同时增强 5G 网络与服务的市场竞争力。中国联通与中国电信达成共建共享合作协议，预计 2020 年实现 5G 覆盖地级市目标。2019 年，中国联通与中国电信达成共建共享 5G 网络的合作协议，在全国范围内共建 5G 接入网络，共享优势互补与站点共享带来的红利，实现网络速率与供给侧效率的提升。2020 年，中国联通与中国电信达成共识，上半年完成广东、浙江、江苏以及共建城市既定的 5G 建设任务，第三季度完成全国的既定建设任务；2020 全年实现 5G 覆盖全国所有地级市的目标，网络规模倍增、容量倍增；及时向 SA 升级，提高 5G 的行业应用与商业应用。

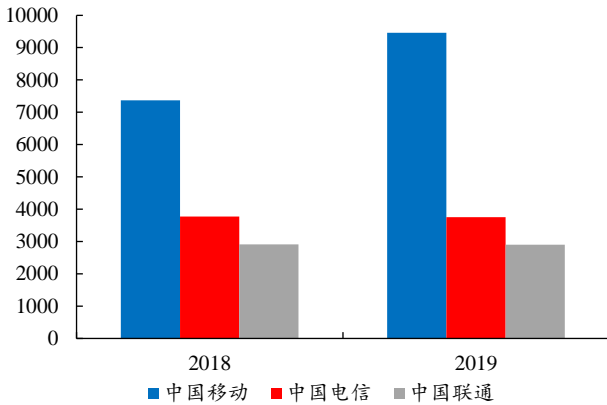
表2：三大运营商 2020 年 5G 建设计划

运营商	5G 资本开支	5G 基站数量	5G 覆盖范围	5G 部署方式
中国移动	1000 亿元	28 万个	全国所有地级市（含）以上城市	加快向 SA 演进，坚持云网一体发展
中国电信	453 亿元	合计 25 万个	全国所有地级市（含）以上城市	5GSA 商用能力处于行业领先地位，5G+公有云+MEC 融合最大化 5G 技术价值
中国联通	350 亿元		全国所有地级市（含）以上城市	年终商用 5GSA 网络，推进“云网边端业”高度协同
合计	1803 亿元	53 万个		

资料来源：三大运营商年报、开源证券研究所

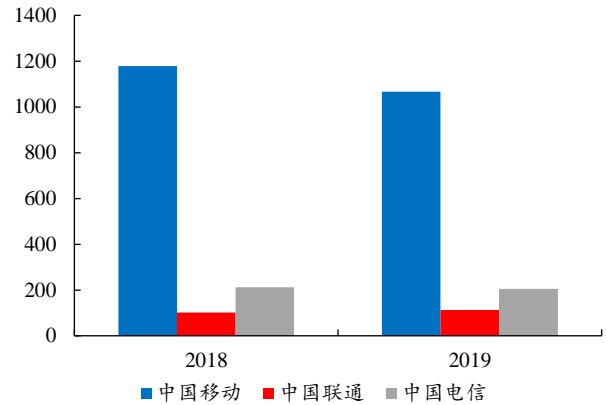
4G 时期，与中国移动相比，中国联通与中国电信营业收入难以望其项背。2018 至 2019 年，中国联通与中国电信营收总和不及中国移动。面对已经到来的 5G 时代和发展契机，中国联通与中国电信联手建设 5G，或有望扩大经营规模、增加营收与净利润规模至与中国移动可比。

图10: 4G 时代中国移动营收领先



数据来源: Wind、开源证券研究所

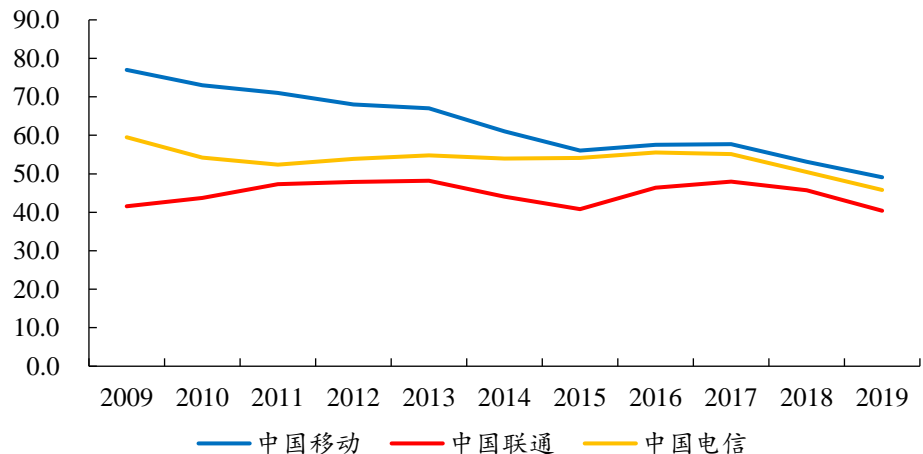
图11: 4G 时代联通电信与移动净利润有较大差距



数据来源: Wind、开源证券研究所

5G 时代到来前，行业趋于饱和，ARPU 稳中下降。目前电信行业 ARPU（平均每个用户每月贡献的业务收入）整体呈现下降的趋势，主要系市场逐渐饱和、移动通信业务渗透率快速提升、提速降费政策的严格实施、2G-4G 时代语音业务占比过高，4G 红利消退迹象明显等。

图12: 市场饱和，电信行业 ARPU 呈下降趋势（单位：元）



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

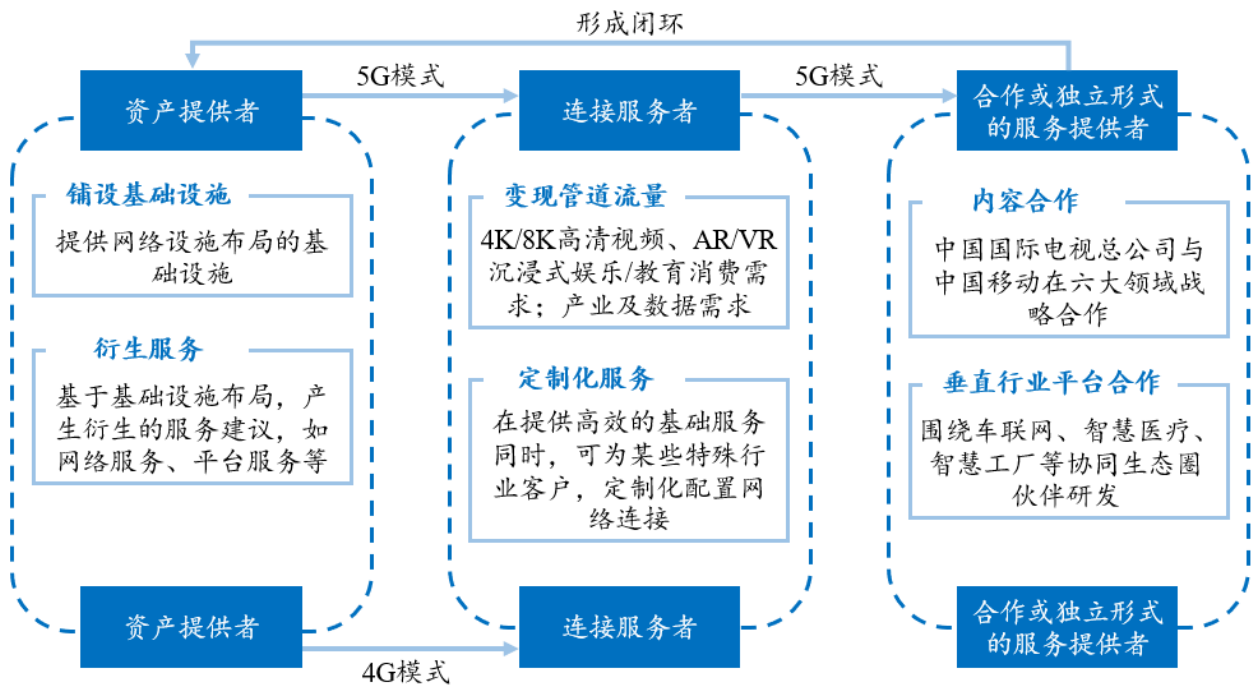
5G 建设的顺利推行与 5G 用户渗透率提升有望推动公司甚至行业整体 ARPU 的上涨。5G 时代到来前，三大运营商采取低价策略抢占市场。面对 5G 市场，运营商结束前期价格战，选择共建 5G 网络，共同维护与繁荣 5G 产业。这有望减少运营商的运维压力。一方面，5G 用户认可度及忠诚度提高，提升用户价值；另外非语音业务占比的不断提高也有望带动 ARPU 值逐步回升。根据年报数据，中国联通 2019ARPU 为 40.4 元，而目前 5GARPU 超过 80 元，随着 5G 用户渗透率的提升，综合 ARPU 将得到有力提升。

2.2、5G 时代寻求内容提供者角色形成商业闭环

中国联通抓住机会调整移动业务发展策略，保证提升质量与差异化营销。公司全面赋能 5G 应用，发布 5G 品牌标识“5Gⁿ”及主题口号“让未来生长”，部署“7+33+n”5G 网络计划，在北上广深、南京、杭州、雄安 7 个城市实现连续覆盖。公司通过互联网进行线上精准营销传播，线下重点宣传 2I 互联网业务与行业应用，提升公司口碑；有望为公司实现新一轮高速增长带来新机遇。

5G 时代电信运营商角色也在演变，提供 5G 设施和连接服务外，将积极融入 5G 赋能下游应用的场景开发中，随着下游应用的成熟再驱动 5G 投资，构建商业闭环。

图13：5G 时代运营商的三重角色及商业模式



资料来源：德勤咨询、开源证券研究所

2.3、5G 时代带来发展新机遇

电信运营商将主导对通信依赖度高的 5G 应用场景的开发，并与行业伙伴协作共同探索复杂 5G 场景的应用。

中国联通抓住电信产业数字化转型的机遇，积极开展创新业务。通过“云+智慧网络+智慧应用”经营云计算、大数据及 AI、物联网等创新业务使其共同发展。公司深耕产业互联网业务，开发多个 5G 科技应用，如 VR/AR、工业互联网、智慧城市、车联网等多个场景。

表3: 5G 时代运营商将主导通信依赖度高的场景

	场景产品技术成熟度高	场景产品技术成熟度低
通信依赖度高	对通信网络提出更高要求的复杂场景，运营商主导开发来促使场景应用加速落地	对需要应用大量前沿技术的复杂场景，运营商与行业伙伴合理进行早期探索
通信依赖度低	对于高清视频、AR/VR 直播、5G 家庭宽带等主要依赖增强带宽的场景，运营商将在 5G 网络部署完成后首批落地推广应用	工业控制、传感等其他技术是主要限制因素的场景，运营商将为行业伙伴研发提供配套网络

资料来源：华为、爱立信、GSMA、开源证券研究所

公司积极涉足 VR/AR、车联网等富有前景的 5G 应用场景，探索 5G 应用领域。在 VR/AR 领域，公司与华为合作在线下营业厅开展 VR Glass 体验区，致力于开拓 VR 领域的多种应用产品，增强用户体验。在车联网方面，公司与中国汽车技术研究中心在天津打造国内首个 5G+V2X 融合网络无人驾驶业务试点并建设临港无人驾驶试验区 5G 基站。在工业互联网行业，公司与华为鼎桥、厦门四信在新昌“5G 先行示范区”发布全球首个全 5G 互联网端到端应用并测试成功，为 5G 应用成熟化、规模化添砖加瓦。

参考韩国示范，5G 驱动 DOU 与 ARPU 双增长。根据通信世界网整理的相关数据，参考韩国的 5G 商用情况，韩国从 2019 年 4 月 5G 商用，2019 年 Q2 季度，DOU 从 4G 的 9.5GB 提升到了 24GB，5G DOU 将近是 4G 的 3 倍。韩国 5G 用户平均 ARPU 达到 7.35 万韩元，较 4G 时期 4.2 万韩元 ARPU 提升了 75%。总体来看，DOU 和 ARPU 都有较大增长。目前 5G VR、AR、超高清视频、云游戏等耗流量的应用还尚未成熟，随着这些应用的逐渐成熟，DOU 和 ARPU 都将实现高增长。

3、盈利预测与投资建议

假设公司 2020/2021/2022 年固网业务营收增速为 7%、8%、8%，移动业务营收增速为 6.5%、7.5%、8.3%，我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 59.88/72.98/91.23 亿元，同比增长为 20.2%/21.9%/25.0%，对应 EPS 为 0.19/0.24/0.29 元。

作为中国三大通信运营商之一，中国联通为国内及世界各地提供各类通信网络服务。2017 年公司引入“BATJ”等产业战略股东，混改后，公司产品结构调整、降本增效，盈利能力边际改善。伴随着公司与中国电信共建共享 5G 基础设施网络，一方面有效控制 CAPEX，另一方面扩大 5G 的服务效能，未来盈利能力将进一步提升。5G 时代电信运营商角色将发生变化，除了提供 5G 通信连接这些“管道化”大众服务外，还将赋能各行各业提供 5G 行业应用的“增值化”专项服务，中国联通将受益 5G 重塑产业价值分配，经营业绩有望超预期。

首次覆盖，给予“增持”评级。

图14: 中国联通 PB-Band 在 0.9-1.6 之间

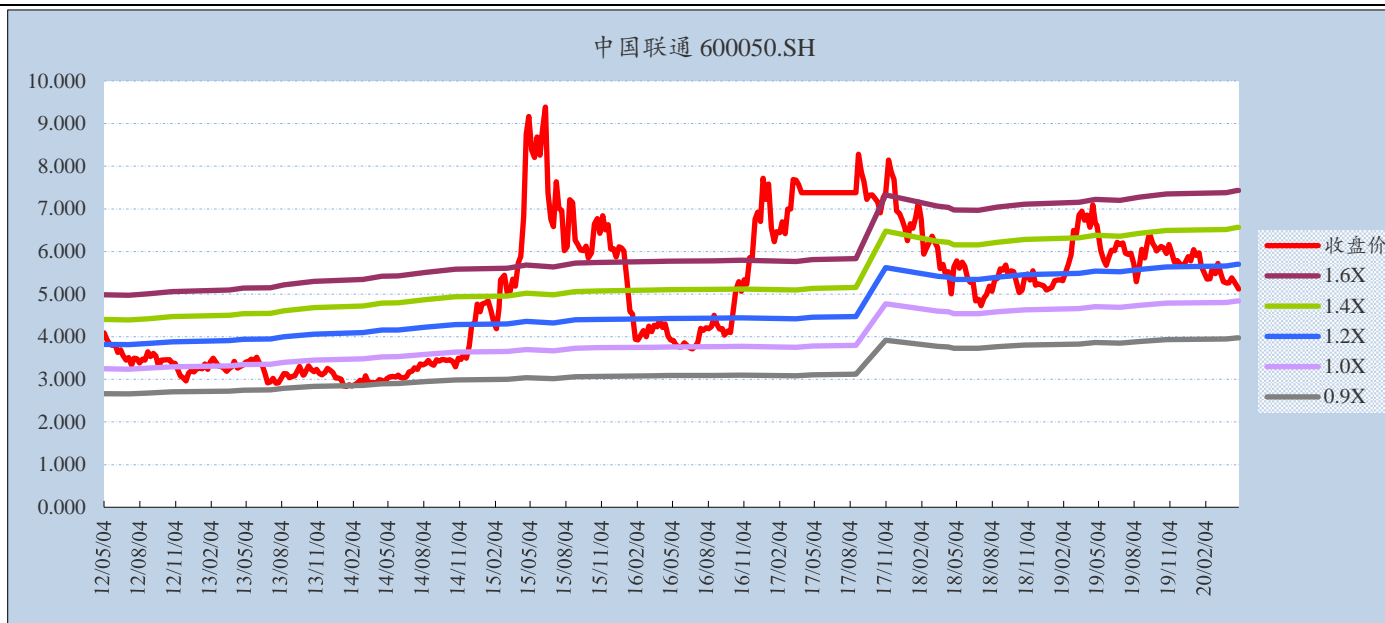
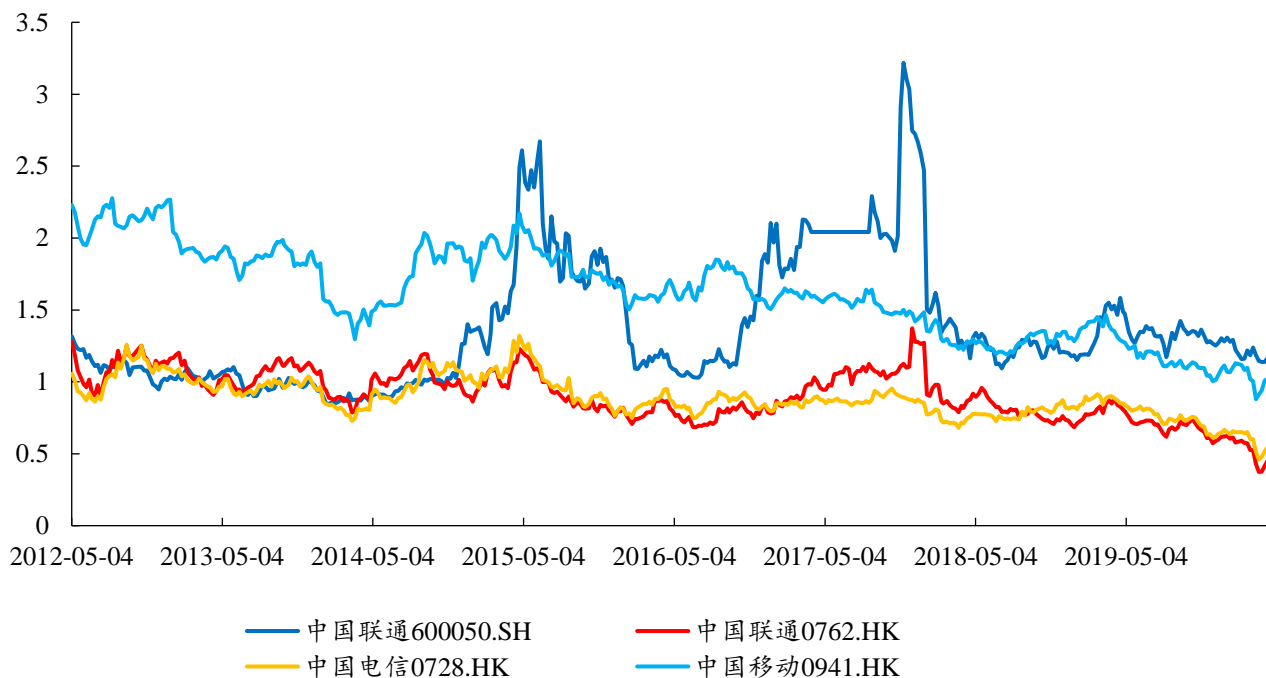


图15: 三家运营商 PB 走势相似



由于可比公司中国移动、中国电信均为港股，我们采用 PB 估值法对中国联通进行估值，目前国内运营商 PB 基本在 0.5-3 倍之间波动，考虑到公司作为三大运营商中唯一实现混改的公司，且与战略股东“BATJ”具有一定的业务协同性，未来公司在 5G 时代会迎来发展良机，公司新业务进展顺利，给予公司一定的估值溢价。

表4：可比公司估值：中国联通存在一定估值优势

公司代码	公司名称	市值（亿元）	收盘价 （元）	BPS(元)		PB（倍）	
				2020E	2021E	2020E	2021E
0941.HK	中国移动	12787	62.45	55.23	57.31	1.13	1.09
0728.HK	中国电信	2161	2.67	4.29	4.35	0.62	0.61
平均值				29.76	30.83	0.88	0.85
600050.SH	中国联通	1595	5.14	4.75	4.93	1.1	1.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/04/29，除中国联通外为使用 Wind 一致预期预测数据）

4、风险提示

宏观经济和市场竞争风险。受新冠疫情、贸易战等宏观因素影响，中国经济下行压力有所加大。新冠疫情短期对公司经营（包括业务发展、网络建设、坏账风险等）带来一定挑战，也加速经济社会数字化、网络化、智能化转型的需求，为公司带来新商机。国内电信业传统业务逐步饱和，市场竞争持续激烈。

技术升级风险。全球电信运营商加快网络升级与业务转型，信息通信新技术加速升级迭代。

5G 发展不及预期风险。公司未来几年将投入较多的资本开支到 5G 建设进程中，后续 5G 应用和 5G 用户数不及预期，公司 5G 资本开支成本较难收回或回收期拉长。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	75925	83604	89225	86240	103415
现金	33783	38665	38968	34465	46063
应收票据及应收账款	18206	20621	21229	22907	24760
其他应收款	3221	2801	3591	3311	4140
预付账款	4031	4196	4552	4835	5162
存货	2388	2359	2697	2731	3099
其他流动资产	14295	14962	18188	17992	20192
非流动资产	465838	480627	544372	600214	647839
长期投资	39724	41216	42816	44315	45607
固定资产	341453	312534	327343	347384	376045
无形资产	26347	26424	47078	63030	74639
其他非流动资产	58315	100452	127134	145485	151548
资产总计	541762	564231	633597	686455	751254
流动负债	213794	206813	224260	249449	279405
短期借款	15133	5614	10445	15307	20164
应付票据及应付账款	108703	106806	121465	130419	141616
其他流动负债	89959	94392	92350	103723	117625
非流动负债	11028	33922	44086	57128	73214
长期借款	4172	6865	14932	23770	31317
其他非流动负债	6856	27057	29154	33358	41897
负债合计	224822	240735	268346	306577	352619
少数股东权益	176796	180169	187719	196921	208424
股本	31028	31034	31026	30926	30926
资本公积	79544	80108	80208	80308	80308
留存收益	34864	37625	46069	56362	69227
归属母公司股东权益	140144	143327	177533	182957	190211
负债和股东权益	541762	564231	633597	686455	751254

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	94830	96208	94962	102897	110995
净利润	9301	11264	13538	16500	20625
折旧摊销	73575	70343	68635	74245	80719
财务费用	-138	717	1084	1075	1220
投资损失	-2476	-2175	-1824	-1788	-1634
营运资金变动	2677	-3702	11067	10630	7910
其他经营现金流	11890	19760	2462	2234	2155
投资活动现金流	-61167	-58877	-102589	-130306	-128711
资本支出	56823	60367	61623	54021	46058
长期投资	-1556	-68	-1600	0	-1292
其他投资现金流	-5900	1422	-42566	-76286	-83945
筹资活动现金流	-36550	-32469	7931	22906	29314
短期借款	-9186	-9519	4831	4862	4857
长期借款	-17282	2693	8067	8838	7547
普通股增加	794	6	-8	-100	0
资本公积增加	3197	564	100	100	0
其他筹资现金流	-14072	-26213	-5059	9206	16910
现金净增加额	-2813	4887	303	-4504	11598

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	290877	290515	309689	333225	359883
营业成本	213586	214133	228271	245587	265234
营业税金及附加	1389	1236	1332	1433	1512
营业费用	35170	33545	35645	37988	37428
管理费用	22925	22977	24527	24659	26451
研发费用	872	1709	2447	2433	2699
财务费用	-138	717	1084	1075	1220
资产减值损失	255	-375	619	666	720
其他收益	185	776	779	821	877
公允价值变动收益	25	96	100	104	106
投资净收益	2476	2175	1824	1788	1634
资产处置收益	-3972	-2127	-2127	-2127	-2127
营业利润	11921	13443	16340	19971	25109
营业外收入	746	819	798	830	840
营业外支出	592	227	236	227	232
利润总额	12075	14035	16902	20574	25717
所得税	2775	2771	3363	4074	5092
净利润	9301	11264	13538	16500	20625
少数股东损益	5220	6282	7550	9202	11503
归母净利润	4081	4982	5988	7298	9123
EBITDA	85533	83945	85165	94761	106577
EPS(元)	0.13	0.16	0.19	0.24	0.29

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	5.8	-0.1	6.6	7.6	8.0
营业利润(%)	687.8	12.8	21.5	22.2	25.7
归属于母公司净利润(%)	858.3	22.1	20.2	21.9	25.0
获利能力					
毛利率(%)	26.6	26.3	26.3	26.3	26.3
净利率(%)	1.4	1.7	1.9	2.2	2.5
ROE(%)	2.9	3.5	4.0	4.7	5.6
ROIC(%)	5.0	5.6	6.4	6.9	7.4
偿债能力					
资产负债率(%)	41.5	42.7	42.4	44.7	46.9
净负债比率(%)	3.2	3.6	6.6	15.0	19.9
流动比率	0.4	0.4	0.4	0.3	0.4
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转率	15.8	15.0	14.8	15.1	15.1
应付账款周转率	1.9	2.0	2.0	1.9	1.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.13	0.16	0.19	0.24	0.29
每股经营现金流(最新摊薄)	3.06	3.10	3.06	3.32	3.58
每股净资产(最新摊薄)	4.52	4.62	4.75	4.93	5.16
估值比率					
P/E	39.1	32.0	26.6	21.9	17.5
P/B	1.1	1.1	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	4.0	4.2	4.3	4.3	4.1

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R4（中高风险），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的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

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	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	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