

中天科技（600522.SH） 5G 推进“如日中天”，光纤光缆静待佳音

2020 年 05 月 15 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

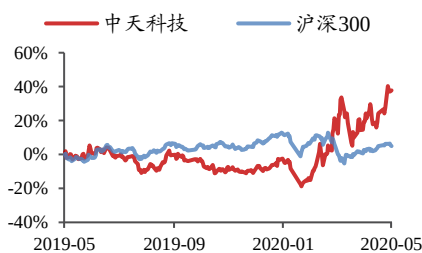
daijingjing@kysec.cn

证书编号：S0790520030005

证书编号：S0790120040005

日期	2020/5/15
当前股价(元)	12.40
一年最高最低(元)	12.63/7.00
总市值(亿元)	380.20
流通市值(亿元)	380.20
总股本(亿股)	30.66
流通股本(亿股)	30.66
近 3 个月换手率(%)	312.2

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 公司提升 ICT 综合服务能力业绩有望边际改善，首次覆盖给予“增持”评级

公司是全球 ICT 基础设施和服务提供商，目前产品涵盖光通信、电网、海洋三大领域，经营业绩稳健。公司通信网络领域产品线涵盖云、管、端多维度全系列，受益于 5G 基站建设提速对光纤光缆的拉动、海外发展中国家光纤需求逐步放量，以及数据流量增长对光纤芯数的需求增长，叠加新冠疫情对光纤产能的影响，2020 年光纤光缆行业有望企稳重回增长态势，公司营收具备增长基础；同时公司电力、海洋业务发展向好，总体来看经营业绩有望边际改善。我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 24.13/29.01/34.88 亿元，同比增长为 22.5%/20.2%/20.3%，EPS 为 0.79/0.95/1.14 元，对应 PE 分别为 15.8/13.1/10.9 倍，相对可比公司，存在一定估值优势，首次覆盖，给予“增持”评级。

● 公司重研发，全面布局通信网络产业链确保稳健发展

公司自成立伊始即专注于信息通信领域，重研发，研发投入始终保持行业领先，2019 年研发投入 11 亿，研发人员 1965 人；并不断推陈出新完善通信网络产业链布局，目前产品线涵盖云、管、端多维度全系列：包括 5G 通信网络的物理基础设施，无线网络、承载网络以及物联网终端等，以满足客户多样化需求，提升客户黏性。随着通信网络 4G 到 5G 的全新升级，公司通信网络各产业链协调共谋发展，确保经营业绩稳健。

● 光纤光缆行业有望企稳，公司经营业绩有望企稳回升

由于新冠疫情对产能的影响，2020 年光纤光缆行业过剩产能逐步出清。5G 建设提速带动移动通信光纤光缆需求有望复苏，数据流量快速增长倒逼有线网络带宽升级，光纤芯数有望增加，光纤光缆总需求有望迎来新一轮增长态势，光纤光缆供需关系有望企稳，行业重回健康发展态势。公司光纤光缆全产业链布局，客户认可度较高，有望随着行业复苏迎来业绩边际改善。

● **风险提示：**海外业务及投资不确定；光通信行业供需失衡；输配电产品市场开拓不确定

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	33,924	38,771	44,439	51,047	58,705
YOY(%)	25.2	14.3	14.6	14.9	15.0
归母净利润(百万元)	2,122	1,969	2,413	2,901	3,488
YOY(%)	18.6	-7.2	22.5	20.2	20.3
毛利率(%)	14.7	12.8	13.0	13.0	13.0
净利率(%)	6.3	5.1	5.4	5.7	5.9
ROE(%)	10.9	9.2	10.2	11.1	11.9
EPS(摊薄/元)	0.69	0.64	0.79	0.95	1.14
P/E(倍)	17.9	19.3	15.8	13.1	10.9
P/B(倍)	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 ICT 综合发展，稳健经营.....	4
1.1、 集团深耕电信基础设施领域近三十载	4
1.2、 公司 2019 年受光纤光缆行业供过于求业绩承压，增加研发投入的同时控费	5
1.3、 光通信毛利高，静待增长新机会	6
1.4、 公司布局全球营销网络，海内外市场共同发展.....	7
2、 光通信、电力、海洋三头并进，企业增长潜力无限.....	8
3、 新基建带动 5G 快速发展，公司面临新一轮增长.....	9
3.1、 光通信业务：光纤光缆企稳，预计需求上升.....	9
3.1.1、 光纤光缆青黄不接，处于历史低位.....	9
3.1.2、 光纤预制棒作为产业链核心，需求恢复增长，公司有望从中获益	10
3.1.3、 5G 的快速发展将带动光纤光缆需求上升	10
3.1.4、 发展中国家光纤普及较低，海外机会不容忽视.....	11
3.2、 电力传输：国网大力重启特高压建设	11
3.3、 海洋系列：海上风电“抢装潮”	12
4、 盈利预测与投资建议	12
4.1、 核心假设	13
4.2、 盈利预测	13
5、 风险提示	13
附：财务预测摘要	14

图表目录

图 1： 公司具备 5G 通信传输整体解决方案	4
图 2： 公司股权结构清晰且稳定	4
图 3： 公司营业总收入呈增长趋势	5
图 4： 公司 2019 年归母净利润受光纤光缆价格下降下探.....	5
图 5： 公司控费效果显现	5
图 6： 公司 2013-2019 研发费用持续增长	6
图 7： 公司研发支出位于行业前列（亿元）	6
图 8： 公司研发人员数量居行业前列	6
图 9： 2019 年收入主要来源于三大板块	7
图 10： 除光通信外其他细分板块收入均上升（亿元）	7
图 11： 公司光通信及网络与海洋两板块毛利较高.....	7
图 12： 公司境外收入不断上升	8
图 13： 公司业务涉及光通信、电力、海洋装备等多领域.....	8
图 14： 中天科技在全球光纤光缆市场中占有一席之地.....	9
图 15： 光纤光缆中纤芯为核心	9
图 16： 光纤光缆行业用途广泛	9
图 17： 国内光纤光缆企业的营收 2019 都出现了不同程度的下滑（营收增速）	10
图 18： 2020 年国家电网投资及带动社会投资电网超万亿.....	12
图 19： 国内海上风电加速增长	12

表 1: 公司布局全球营销网络	7
表 2: 光纤预制棒是光纤光缆行业的产业价值核心	10
表 3: 中国人均拥有光纤数量低于美国	11
表 4: 公司是特高压输电主流供应商	12
表 5: 可比公司估值: 中天科技存在一定估值优势	13

1、ICT 综合发展，稳健经营

1.1、集团深耕电信基础设施领域近三十载

中天科技集团成立于 1992 年，成立初始专注于信息通信领域、开发生产通信光缆，持续深耕传统优势产品，并不断推陈出新完善通信网络产业链布局，目前产品线涵盖云、管、端多维度全系列：5G 通信网络的物理基础设施，无线网络、承载网络以及物联网应用与平台的建设，形成从无线到有线，从无源到有源等产品种类近 300 种，包括光纤光缆、光模块、数据中心、PON、5G 室内外以及物联网终端等 5G 系列化产品，下游客户包括中国移动、中国电信、中国铁塔等国内运营商以及西班牙电信、德国电信、法国电信、沃达丰等大批国际知名通信运营商，公司在国际光网络建设和全球光纤光缆行业的市场竞争实力不断提升，目前已成功跻身全球十大电信基础设施品牌。

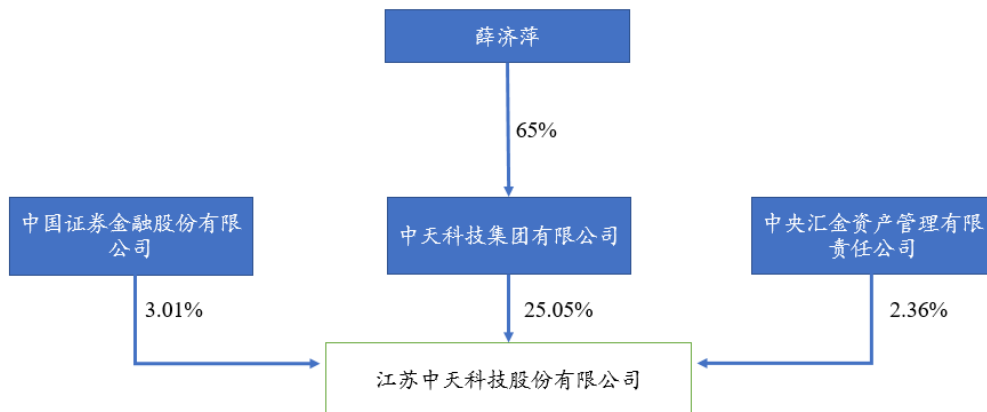
图1：公司具备 5G 通信传输整体解决方案



资料来源：公司公告

公司股权结构稳定。中天科技集团是中天科技的第一大股东，薛济萍持股中天科技集团 65%，为公司实际控制人。此外，中国前三大股东还包括中金公司及中央汇金公司。

图2：公司股权结构清晰且稳定



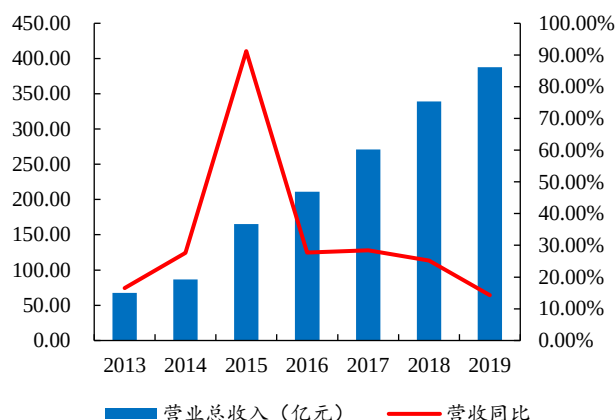
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司是国内光电品种最齐全的国家级重点高新技术企业，旗下拥有多个子公司，深耕各领域：旗下子公司中天科技海缆有限公司是我国第一家拥有完全自主知识产权的海底光缆厂商；控股子公司中天科技光纤有限公司是一家专业从事光纤生产的高科技制造商，位于行业前列。

1.2、公司 2019 年受光纤光缆行业供过于求业绩承压，增加研发投入的同时控费

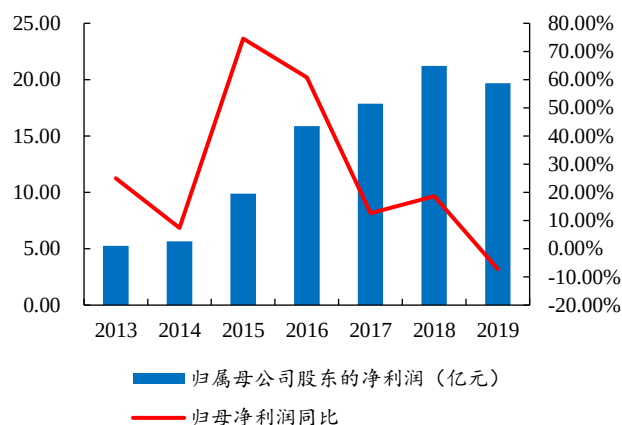
公司营收自 2013 年以来呈增长趋势，利润总额 2019 年略有下降。公司 2019 年实现营业总收入 387.71 亿元，同比上升 14.29%；归母净利润 19.68 亿元约 19.69 亿元，同比下降 7.21%，主要受 2019 年以来的光纤光缆行业供大于求，运营商的普通光缆集采价格从光纤每芯公里从 60 多元下降到 30 多元的影响，受益于过剩产能出清，2020 年价格有望回升。

图3：公司营业总收入呈增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

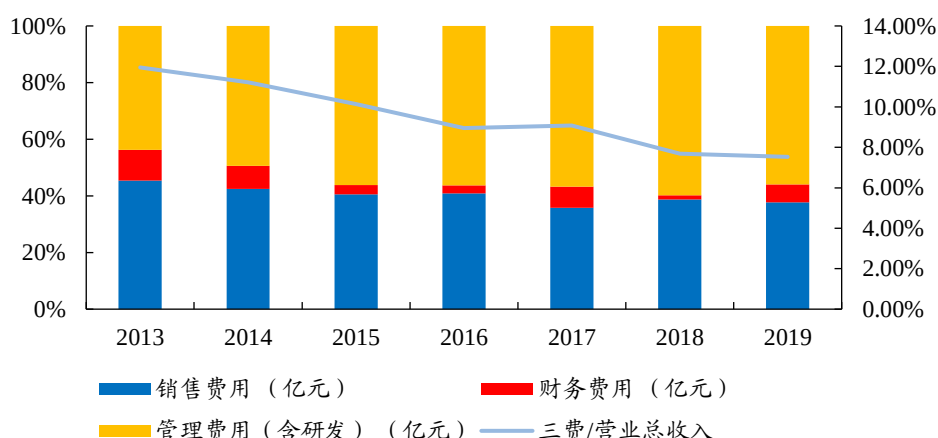
图4：公司 2019 年归母净利润受光纤光缆价格下降下探



数据来源：Wind、开源证券研究所

公司三费费用占营业总收入比重降低，费用管理能力提高。公司销售费用、财务费用和管理费用（含研发）占营收比重自 2013 年起呈下降趋势，费用管控效果明显，有望带来毛利率提升。

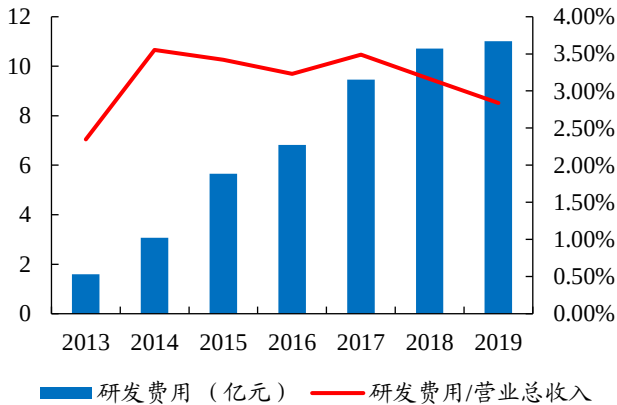
图5：公司控费效果显现



数据来源：Wind、开源证券研究所

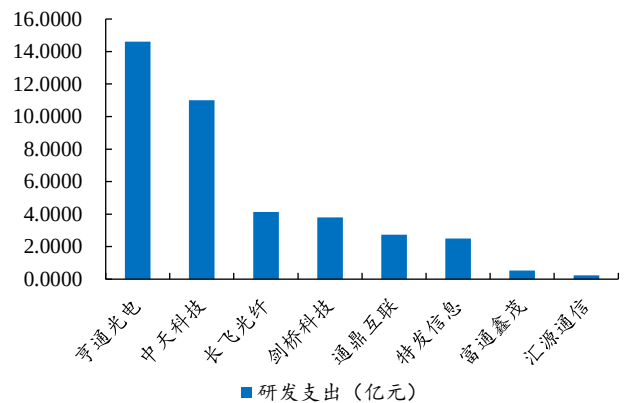
公司一直注重科研创新，保持人才与技术优势，不断提高研发生产能力。公司在北上等地设有研发中心，与国内重点大学合作，建有博士后科研站。公司研发投入逐年提高，2019 年研发费用达 11.01 亿元、研发人数为 1965 人，研发投入居行业前列。

图6：公司 2013-2019 研发费用持续增长



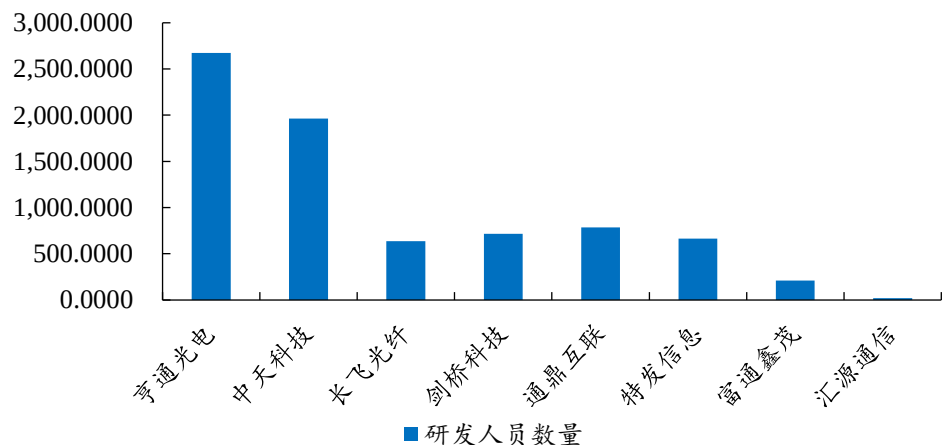
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：公司研发支出位于行业前列（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：公司研发人员数量居行业前列

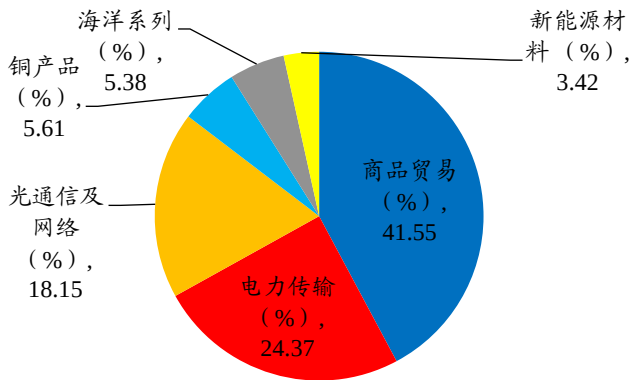


数据来源：Wind、开源证券研究所

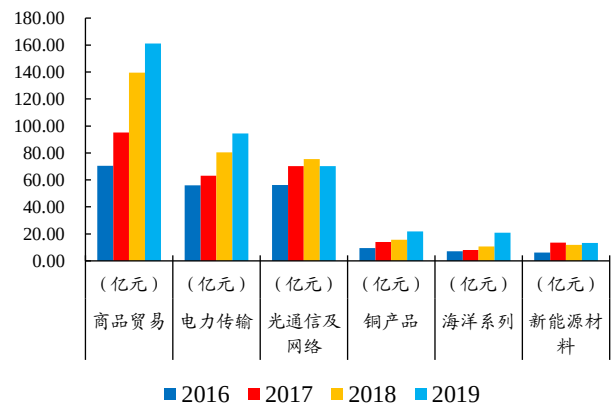
1.3、光通信毛利高，静待增长新机会

公司主营业务包括光通信、电力传输、海洋装备、新能源等，形成四大业务板块。公司保持产业链一体化和产品线特色化布局，巩固主营业务。2019 年商品贸易、电力传输、光通信及网络占据公司主营构成的前三位，分别占 41.55%、24.37%与 18.15%。

公司光通信板块营收下滑，其他产品均呈增长态势。按产品来看，电力、海洋、新能源等细分产品板块均呈增长状态，光通信及网络在 2019 年营业收入略有下滑，主要受 2019 年以来的光纤光缆行业供大于求，随着过剩产能出清，5G 建设提速，有望拉动 2020 年光纤需求。

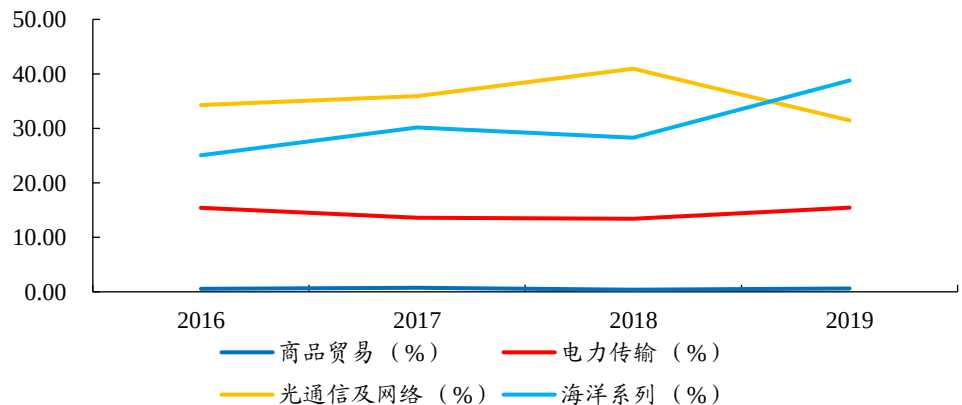
图9：2019 年收入主要来源于三大板块


数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：除光通信外其他细分板块收入均上升（亿元）


数据来源：Wind、开源证券研究所

光通信及网络板块与海洋系列板块所带来的毛利率处于各细分产品板块前列，光通信及网络板块与海洋系列板块 2019 年毛利率分别为 31.47%与 38.79%，结合两板块收入情况可知公司毛利率贡献主要依靠光通信及网络。

图11：公司光通信及网络与海洋两板块毛利较高


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、公司布局全球营销网络，海内外市场共同发展

公司深耕国内市场的同时不断开发海外市场，布局全球营销网络。公司目前设有 10 个海外营销中心，6 家运营多个海外工厂，包括印度、巴西、印尼、摩洛哥、土耳其与德国；设有 58 个海外办事处，主营产品服务全球电力公司。

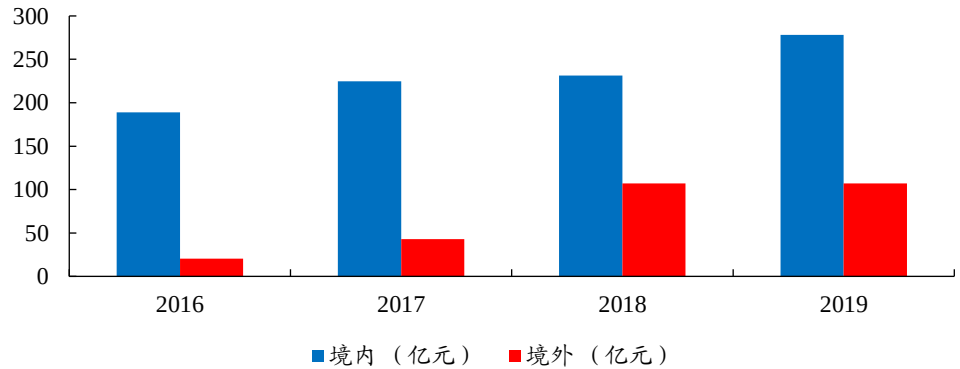
表1：公司布局全球营销网络

布局全球营销网络	内容
海外营销中心	10 个
海外生产基地	6 家
海外办事处	58 处
产品销路	147 个国家及地区
产品覆盖	全球 156 家电力公司

资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司不断优化市场结构，在国际光网络建设和全球光纤光缆市场具备较强竞争力。内外同时 2016-2019 年公司境外收入呈上升趋势，2019 年公司实现境外收入 107.13 亿元，预计未来境外收入的占比将进一步提高。

图12: 公司境外收入不断上升

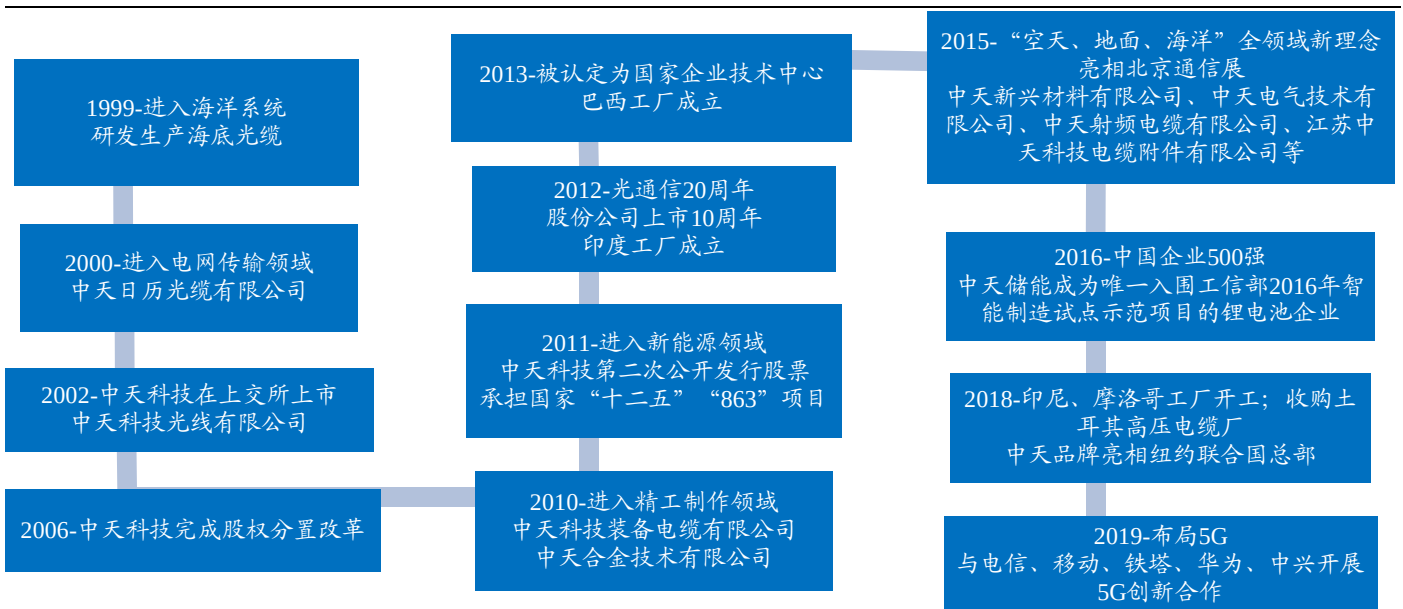


数据来源: Wind、开源证券研究所

2、光通信、电力、海洋三头并进，企业增长潜力无限

公司业务除光通信业务外，还横跨电力、新能源、新材料等多个领域，主营产业覆盖信息通信、智能电网、海洋装备、新能源、新材料、智能制造等，已成长为新兴战略智能制造集团，为中国企业 500 强，旗下拥有 89 家子公司，16000 余名员工，自主开发 1700 余个自主知识产权的国家级新品与专利。

图13: 公司业务涉及光通信、电力、海洋装备等多领域



资料来源: 公司官网、开源证券研究所

在电力传输方面，公司积极参与特高压电网和智能电网建设，已形成输配电一体化完整产业链。特高压输电方面，产品包括节能导线、特种导线、OPGW、吕包钢等；城市输电、农配网建设方面，产品包括高中低压全系列电力电缆、电缆附件、变压器等。

在海洋装备方面，公司已具备海缆-海底观测、勘探-海缆敷设-风机施工于一体的海洋系统工程总集成能力。海缆方面包括：海底光缆、海底电缆和海底光电复合缆。

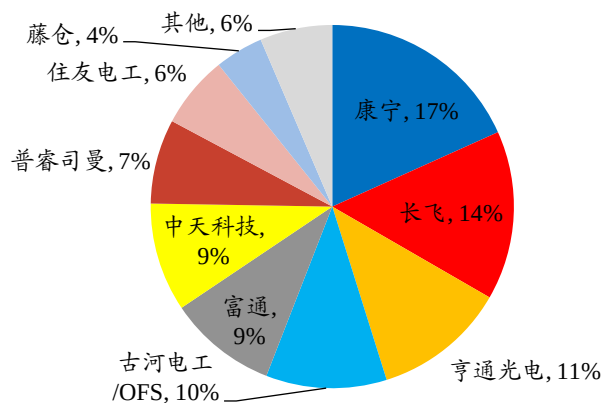
公司除了在光纤光缆领域已树立的龙头地位之外，在电力传输以及海洋装备业务上，也都在国内处于领先地位，三大业务齐头并进，2019 年光纤光缆业务营收下降导致电力传输以及海洋装备业务营收占比超过光纤光缆业务，随着光纤光缆行业景气度提升，三项业务有望更为均衡。

3、新基建带动 5G 快速发展，公司面临新一轮增长

3.1、光通信业务：光纤光缆企稳，预计需求上升

公司为全球 ICT 基础设施和服务提供商，具备提供综合解决方案的能力，已形成物理基础设施群、无线网全以及承载网群。公司在国际光网络建设和全球光纤光缆市场中具备强竞争实力，是国内外通信运营商的首选合作伙伴。

图14：中天科技在全球光纤光缆市场中占有一席之地

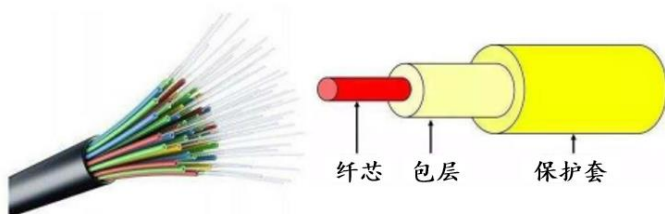


数据来源：网络电信信息研究院、开源证券研究所

3.1.1、光纤光缆青黄不接，处于历史低位

光纤光缆作为通信电缆，具有频带宽、损耗低、抗干扰力强、可靠性高等优点，广泛应用于固定接入网、城域网、骨干网与无线接入网中。

图15：光纤光缆中纤芯为核心



资料来源：通信世界

图16：光纤光缆行业用途广泛

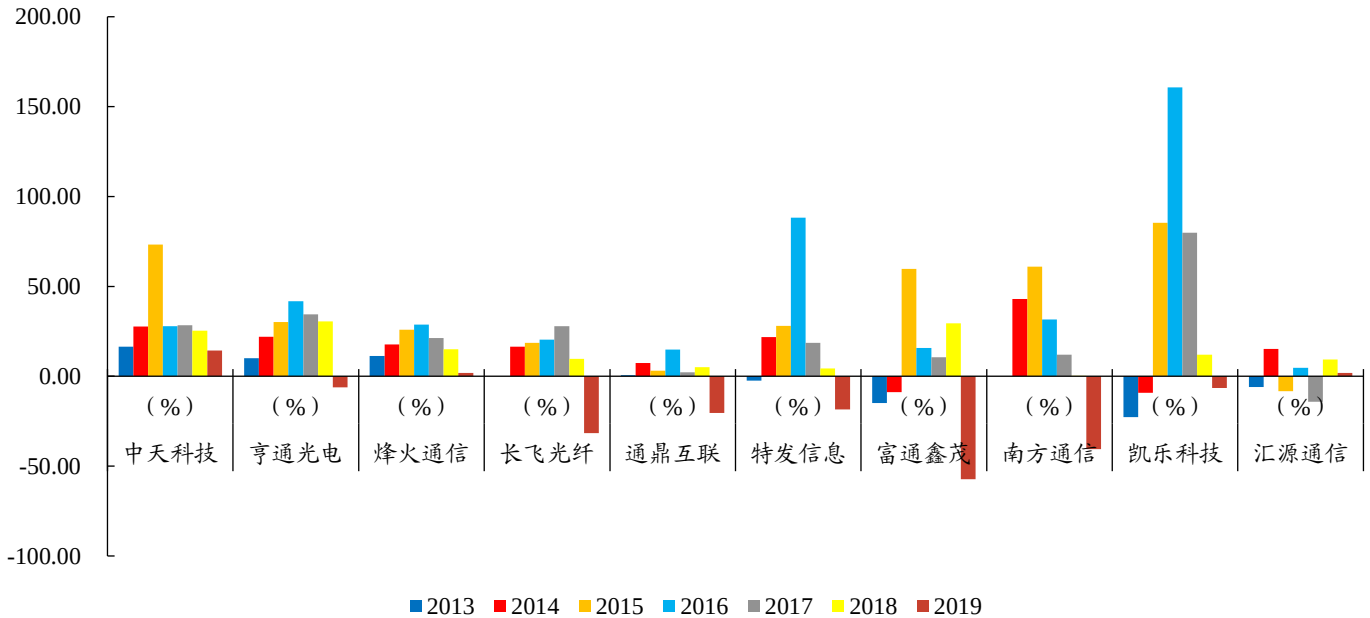


资料来源：通信网、开源证券研究所

在 2G/3G/4G、FTTH 高速成长的时代，我国光纤光缆行业经历发展黄金期，光通信技术渗透率不断增加。但 2019 年，光纤光缆行业处于青黄不接的状态：5G 处于起步状态，尚未达到大规模建设；运营商消化 2017 与 2018 年光纤光缆的库存；国际

经济政治环境变化（中美贸易摩擦）；在多种因素影响下，光纤光缆供大于求，需求下行，光纤价格出现明显下滑，市场较为疲软，以中天科技为代表的国内光纤光缆专长企业的营收与利润都出现了不同程度的下滑。

图17：国内光纤光缆企业的营收 2019 都出现了不同程度的下滑（营收增速）



数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.2、光纤预制棒作为产业链核心，需求恢复增长，公司有望从中获益

光纤预制棒是光纤光缆行业的产业价值核心，对技术要求较高，供应较为紧缺。公司作为全球 ICT 基础设施和服务提供商，拥有具备完全自主知识产权并全资控股的光纤预制棒工厂及行业首家光线智能工厂，在产业链上游占有一席之地。

表2：光纤预制棒是光纤光缆行业的产业价值核心

产业链结构	内容
上游——光纤预制棒	厂家采购原材料制造 特种气体（氧气/氢气/氦气）；高纯硅材料
中游——光纤拉丝	光纤制造企业将光纤预制棒拉丝加工成光纤 涂料；拉丝工艺
下游——光缆制造	光缆制造企业将光纤加工成为光缆并出售给客户 护套成缆（护套料/钢带/铝带）

资料来源：5G 白皮书、开源证券研究所

3.1.3、5G 的快速发展将带动光纤光缆需求上升

2020 年政府支持新基建，5G 建设速度加快。2019 年是 5G 元年，5G 尚未实现大规模建设；进入 2020 年，政策大力支持 5G 发展，各省相继推出 5G 建设计划，5G 基站的大规模建设在即，5G 对网络高速率、低延迟、超大连接的需求也对厂商提出了新的考验。

伴随 SA 独立组网建设量的增加，光纤光缆的需求也会进一步回升。这将有利于公司进一步发展通信网络产业链布局，完善以 4G\5G 天线、小基站及射频漏缆等产品为

核心的无线网群，坚持产品创新与协同发展。在加速研发适配 5G 要求的光纤光缆产品的同时，公司也紧抓 5G 发展机遇，与中国移动、中国电信、中国铁塔等运营商进行合作，成为“运营商最佳合作伙伴”，进一步拓宽发展道路。

技术升级、数据流量提升将驱动光纤扩大部署，要求公司不断创新，提高高密度、低成本水平。2005 年之前，光缆主要应用是长途干线；2005 至 2020 年，主要应用是接入网；2020 后，将是无处不在的泛在网，数据流量增长将驱动光纤不断扩大部署。泛在网要求光纤光缆不断技术创新，向更高密度、更低成本等方向迈进。

3.1.4、发展中国家光纤普及较低，海外机会不容忽视

发展中国家目前人均拥有光线数量距发达国家仍有差距，随经济发展及技术普及，光纤有望继续普及，需求不减。全球累计铺设光纤超过 47 亿芯公里，人均拥有光纤 620 米；发达国家人均拥有 1100 米，而发展中国家人均仅拥有 231 米，不到平均水平的一半。

表3：中国人均拥有光纤数量低于美国

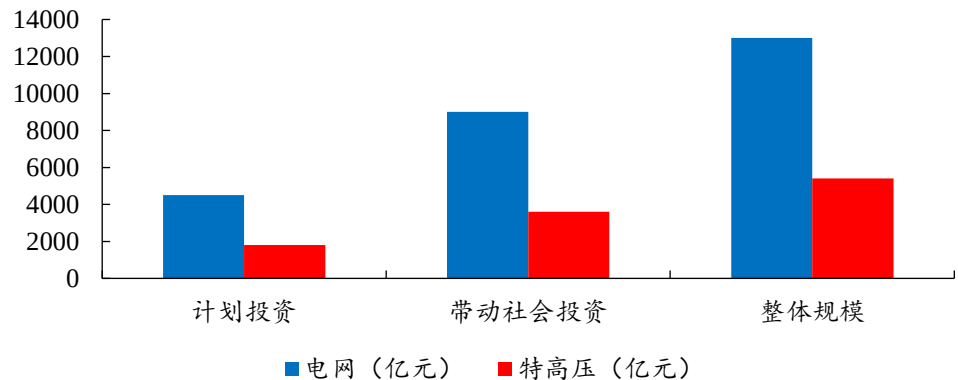
国家	项目	2014 年底	2025 年
美国	人均芯公里	2.26	3.3-3.5
	人口（亿）	3.3	4
中国	人均芯公里	0.66	2
	人口（亿）	14	14.7

资料来源：工信部官网、开源证券研究所

大部分发展中国家基础设施相对落后，不确定性来自资金问题，等待新解决方案的出现。从发展中国家现在的光网络建设情况来看，各类基础设施都相对滞后，具备相当大的升级潜力。而且随着更高教育和文化水平需求的增长，发展中国家的政府都会意识到网络基础设施建设的重要性，应会具备较高的潜在投资意愿，唯一的不确定性来自于资金问题。

3.2、电力传输：国网大力重启特高压建设

2020 年，国家电网初步安排电网投资 4500 亿元，可有效带动社会投资 9000 多亿元，整体规模将超过 1.3 万亿元。电网投资中，特高压是大头。国网规划全年特高压建设项目投资规模 1811 亿元，可带动社会投资 3600 亿元，整体规模 5411 亿元。其中特高压是指电压等级在交流 1000kV 及以上、直流 ± 800 kV 及以上的输电技术，具有输送容量大、传输距离远、运行效率高和输电损耗低等技术优势。公司作为特高压输电主流供应商，将受益。

图18: 2020 年国家电网投资及带动社会投资电网超万亿


数据来源: 全国能源信息平台、开源证券研究所

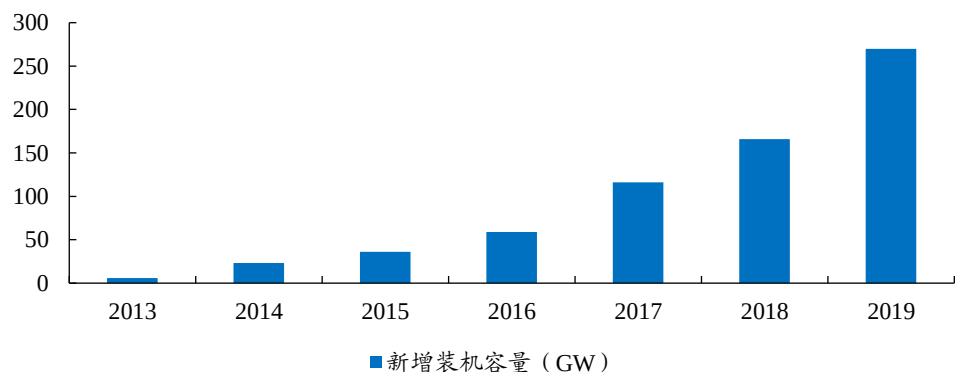
表4: 公司是特高压输电主流供应商

电力运输	内容
特高压输电	推进不同应用场景特种导线、OPGW 及配套金具研发, 自主研发各类导线, 广泛应用于国内特高压工程, 是主流供应商
城市输电、农配网建设	具有高中低压全系列电缆, 海缆、陆上电缆技术同步创新, 打造全工程产业链

资料来源: 公司公告、开源证券研究所

3.3、海洋系列: 海上风电“抢装潮”

2019 年《政府工作报告》强调“大力发展蓝色经济, 保护海洋环境, 建设海洋强国”, 加快建设海洋强国工作情况。海上风电作为国家能源的重点发展方向之一, 2019 年累计并网 5.1GW, 呈加速增长势头。

图19: 国内海上风电加速增长


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

公司践行“海洋强国”战略, 不断发展海洋业务。受益于海上风电、跨洋通信、海底检测网的建设, 公司订单较为充足, 已完成海底光缆、海底电缆和海底光电复合缆的全布局。此外, 公司已完成“两型三船”的建设, 培养了海上风电工程 EPC 能力, 预计 2020 年发展潜力将进一步扩大。

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

新基建提速，光纤光缆需求有望扩大，特高压获得新机遇；“海洋强国”不断推进，海洋经济发展提速。假设 2020/2021/2022 三年公司光通信及网络营收增速为 12.33%、13.85%、15.93%；电力传输营收增速为 14.58%、13.34%、11.42%；海洋系列营收增速为 65.24%、57.43%、50.00%。

4.2、盈利预测

公司是全球 ICT 基础设施和服务提供商，目前产品涵盖光通信、电网、海洋三大领域，经营业绩稳健。公司通信网络领域产品线涵盖云、管、端多维度全系列，受益于 5G 基站建设提速对光纤光缆的拉动、海外发展中国家光纤需求逐步放量，以及数据流量增长对光纤芯数的增长需求，叠加新冠疫情对光纤产能的影响，2020 年光纤光缆行业有望企稳重回增长态势，公司营收具备增长基础；同时公司电力、海洋业务发展向好，总体来看经营业绩有望边际改善。

我们预测公司 2020/2021/2022 年可实现归母净利润为 24.13/29.01/34.88 亿元，同比增长为 22.5%/20.2%/20.3%，EPS 为 0.79/0.95/1.14 元，对应 PE 分别为 15.8/13.1/10.9 倍，相对可比公司，存在一定估值优势。

首次覆盖，给予“增持”评级。

表5：可比公司估值：中天科技存在一定估值优势

公司代码	公司名称	市值（亿元）	收盘价（元）	EPS(元)		PE（倍）	
				2020E	2021E	2020E	2021E
002491.SZ	通鼎互联	67	5.31	0.14	0.26	37.93	20.42
601869.SH	长飞光纤	174	31.59	1.30	1.71	24.30	18.47
600487.SH	亨通光电	338	17.31	0.94	1.13	18.41	15.32
平均值				0.79	1.03	26.88	18.07
600522.SH	中天科技	380.20	12.40	0.79	0.95	15.8	13.1

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/05/15，除中天科技外均使用 Wind 一致预期数据）

5、风险提示

海外业务及投资不确定：公司在“一带一路”倡议下与沿线新兴经济体合作，部分国家存在政局不稳、经济波动等风险，海外业务和海外投资存在较多不确定性。

光通信行业供需失衡：光通信网络建设拉动光纤光缆及接入设备需求快速增长，国内主流供应商进一步扩大光棒、光纤、光缆生产规模，下游产能呈快速增长趋势，行业面临市场供需结构变化的风险。

输配电产品市场开拓不确定：输配电产品市场集中度较低、竞争激烈，行业资源整合进程较慢，可能存在市场需求增长不达预期、产能过剩风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	20122	27603	31111	34351	37049
现金	6548	9969	11481	11914	12613
应收票据及应收账款	6866	6790	8274	9638	10262
其他应收款	339	201	418	293	524
预付账款	293	1375	1588	1705	2082
存货	5140	7136	7592	8856	9716
其他流动资产	935	2132	1758	1945	1851
非流动资产	11885	12591	13089	14248	15731
长期投资	266	293	401	474	565
固定资产	7330	9048	9657	10488	11651
无形资产	931	1022	1116	1226	1354
其他非流动资产	3358	2228	1915	2060	2162
资产总计	32006	40194	44199	48600	52780
流动负债	11374	12933	15868	18378	20137
短期借款	2472	1331	1716	2100	2512
应付票据及应付账款	6573	9030	11319	12055	14136
其他流动负债	2330	2572	2833	4222	3489
非流动负债	1153	5771	4736	4034	3276
长期借款	555	4931	4024	3295	2531
其他非流动负债	597	840	712	739	745
负债合计	12527	18704	20604	22412	23413
少数股东权益	205	244	243	241	239
股本	3066	3066	3066	3066	3066
资本公积	7616	7616	7616	7616	7616
留存收益	7988	10311	12350	14805	17753
归属母公司股东权益	19274	21246	23353	25946	29128
负债和股东权益	32006	40194	44199	48600	52780

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	2381	2895	2621	3009	3761
净利润	2130	1968	2412	2899	3486
折旧摊销	688	962	867	1008	1185
财务费用	39	184	36	8	-2
投资损失	-70	-17	-44	-30	-37
营运资金变动	-475	-298	-440	-749	-730
其他经营现金流	69	96	-210	-125	-142
投资活动现金流	-3436	-1947	-1202	-1996	-2482
资本支出	2798	1601	906	987	1356
长期投资	-432	34	-108	-73	-91
其他投资现金流	-1070	-311	-404	-1082	-1216
筹资活动现金流	1258	1999	93	-580	-580
短期借款	1111	-1141	385	384	412
长期借款	-125	4376	-907	-729	-764
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-7	0	0	0	0
其他筹资现金流	279	-1237	615	-235	-227
现金净增加额	224	2982	1512	433	699

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	33924	38771	44439	51047	58705
营业成本	28945	33802	38662	44411	51073
营业税金及附加	99	109	200	153	176
营业费用	1010	1101	1302	1429	1526
管理费用	486	533	611	702	763
研发费用	1072	1101	1289	1480	1614
财务费用	39	184	36	8	-2
资产减值损失	51	-61	-2	-41	-25
其他收益	212	365	314	331	325
公允价值变动收益	-16	127	129	135	147
投资净收益	70	17	44	30	37
资产处置收益	2	2	2	2	2
营业利润	2490	2325	2830	3403	4090
营业外收入	16	18	18	18	18
营业外支出	19	40	28	30	31
利润总额	2488	2303	2820	3391	4076
所得税	357	335	408	492	590
净利润	2130	1968	2412	2899	3486
少数股东损益	9	-1	-1	-2	-2
归母净利润	2122	1969	2413	2901	3488
EBITDA	3116	3346	3604	4270	5103
EPS(元)	0.69	0.64	0.79	0.95	1.14

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	25.2	14.3	14.6	14.9	15.0
营业利润(%)	19.2	-6.6	21.7	20.3	20.2
归属于母公司净利润(%)	18.6	-7.2	22.5	20.2	20.3
获利能力					
毛利率(%)	14.7	12.8	13.0	13.0	13.0
净利率(%)	6.3	5.1	5.4	5.7	5.9
ROE(%)	10.9	9.2	10.2	11.1	11.9
ROIC(%)	8.9	7.3	7.7	8.5	9.4
偿债能力					
资产负债率(%)	39.1	46.5	46.6	46.1	44.4
净负债比率(%)	-12.4	-15.4	-18.6	-19.4	-20.7
流动比率	1.8	2.1	2.0	1.9	1.8
速动比率	1.2	1.3	1.3	1.2	1.2
营运能力					
总资产周转率	1.2	1.1	1.1	1.1	1.2
应收账款周转率	5.1	5.7	5.9	5.7	5.9
应付账款周转率	5.0	4.3	3.8	3.8	3.9
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.69	0.64	0.79	0.95	1.14
每股经营现金流(最新摊薄)	0.78	0.94	0.85	0.98	1.23
每股净资产(最新摊薄)	6.29	6.72	7.41	8.26	9.29
估值比率					
P/E	17.9	19.3	15.8	13.1	10.9
P/B	2.0	1.8	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	11.5	10.3	9.3	7.7	6.2

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