

中报盈利显著回升, 双轮驱动长期看好

投资要点

- **业绩总结:** 公司披露2020年中报业绩, 公司2020H1营收1766.5亿元, 同比增长3.6%; 归母净利润50.4亿元, 同比下降8.0%。归母扣非净利润55.9亿元, 同比增长7.7%。
- **2020H1营业收入稳定增长, Q2盈利显著回升。** 公司Q1受疫情影响较大, 归母净利润同比下滑35%, 2020Q2随着国内疫情的逐步可控和复产复工的稳步进行, 市场供需均有复苏, 在此情况下公司Q2单季度实现营收966亿元, 同比增长6.9%, 归母净利润31.7亿元, 同比增长21.9%, 营收重拾稳定增长, 净利润水平显著回升。
- **疫情因素催化下, 云计算业务增长贡献显著, 增长态势有望进一步保持。** 2020H1受国内疫情影响下宅经济快速发展, 加速催化云端应用内容迎来爆炸式增长, 受此带动, 国内数据中心及服务器等的市场需求旺盛并有望进一步提升。报告期内云计算业务实现营收795亿元, 同比实现增长4.24%。公司不断加强与全球头部云服务商(CSP)的合作, 相关客户营收占比持续提升, 客户群体进一步多元化, 公司业绩后续也将相应进一步提升。
- **“智能制造+工业互联网”双轮驱动引领公司持续成长。** 智能制造领域: 通过多年持续运营投入已建立起“电子化、零组件、模块机光电垂直整合服务商业模式”, 已形成了全球3C电子行业最完整、最高效的供应链和最大规模、快速量产的智能制造能力, 为全球一流的客户提供综合智能制造服务。工业互联网领域: 公司2020年7月宣布战略投资国内领先的工业软件解决方案供应商鼎捷软件并签署一致行动人, 交易完成后, 公司及一致行动人持有22.85%的股权成为第一大股东。通过收购鼎捷软件, 加强在工业软件领域设计、研发、运维等方面的能力, 解决传统企业IT与OT割裂的问题, 籍此提升自身工业互联网业务的竞争力。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2020-2022年公司营收分别为4303/4589/5053亿元, 归母净利润分别189/210/243亿元, 考虑到公司是我国通信网络设备、云服务设备行业领先企业, 占有较高市场份额, 竞争格局较好, 赛道优良, 同时公司持续高研发投入, 在5G浪潮带动下, 未来业绩有望保持稳定增长。考虑到公司当前体量, 给予公司2020年20倍PE, 目标价19元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 疫情因素影响下游需求疲软, 工业互联网发展不及预期; 行业竞争加剧, 客户集中度较高。

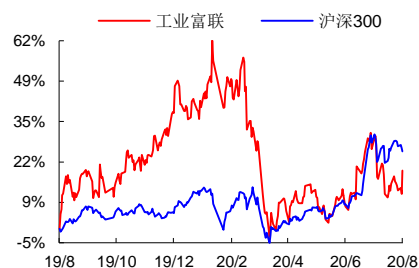
指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	408697.58	430308.42	458912.14	505305.90
增长率	-1.61%	5.29%	6.65%	10.11%
归属母公司净利润(百万元)	18606.18	18850.04	21041.12	24289.04
增长率	10.08%	1.31%	11.62%	15.44%
每股收益EPS(元)	0.94	0.95	1.06	1.22
净资产收益率ROE	20.82%	17.73%	17.03%	16.91%
PE	15	15	13	12
PB	3.15	2.65	2.28	1.96

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 常潇雅
执业证号: S1250517050002
电话: 021-58351932
邮箱: cxya@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	198.72
流通A股(亿股)	18.68
52周内股价区间(元)	12.52-20.85
总市值(亿元)	2,813.89
总资产(亿元)	2,011.66
每股净资产(元)	4.58

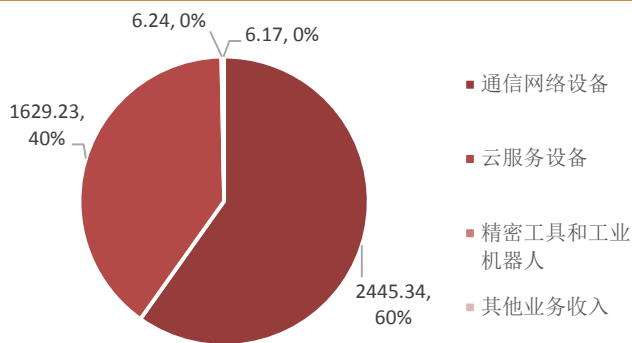
相关研究

1 公司为全球领先的智能制造及工业互联网龙头企业

公司的主营业务为各类电子设备产品的设计、研发、制造与销售业务，依托于工业互联网为全球知名客户提供智能制造和科技服务解决方案；主要产品涵盖通信网络及移动设备、高精密机构件、云计算相关设备、科技服务（含精密工具、工业机器人及工业互联网相关服务）；核心研发投向包括 5G、AI、工业大数据、高效能运算（HPC）、智能制造及精密工具等领域。截至报告期末，公司业务遍及四大洲十多个国家和地区，智能制造能力领跑全球。在平台技术方面，公司打造富士康工业云平台（Fii Cloud），帮助工业用户企业快速、精准的匹配衔接智能制造各类解决方案，已被工信部列入全国十大跨行业跨领域工业互联网平台名录。

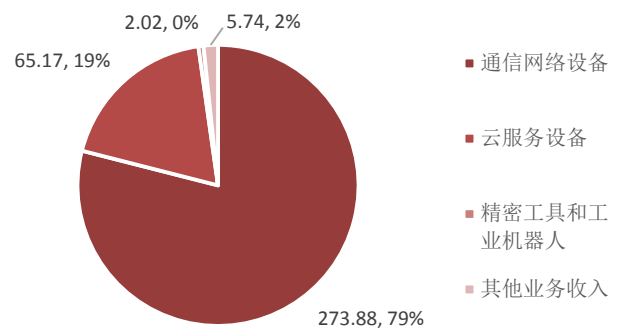
公司业务结构：从营收结构上看主要业务为两大块：通信网络设备及云服务设备业务，2019 年两大业务营收占比分别为 59.8%及 39.9%，几近全部营收；从毛利占比看，通信网络设备业务贡献毛利占大头，占比为 79.0%，云服务设备业务毛利率较低，贡献毛利占比为 19%。

图 1：2019 公司各业务营收占比情况（亿元）



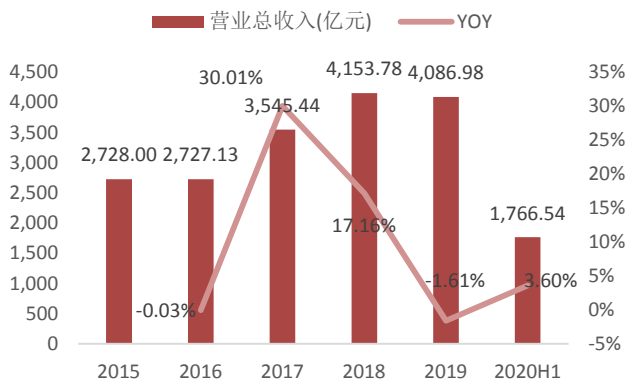
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司 2019 年各业务毛利占比（亿元）

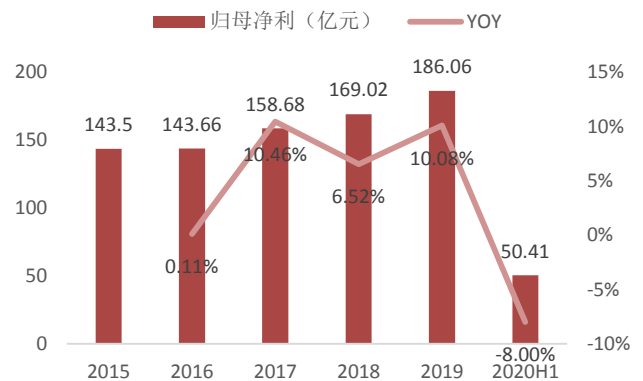


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩情况：公司 2015 年以来营收及归母净利润整体都保持增长态势。公司营收从 2015 年 2728 亿元增长至 2019 年 4087 亿元，CAGR 为 10.6%且 2020H1 营收同比增长 3.6%。公司归母净利润从 2015 年 143.5 亿元增长至 2019 年 186.1 亿元，CAGR 为 6.7%。2020Q1 受疫情影响，归母净利有所下滑，但 Q2 归母净利已重拾增势，2020H1 归母净利润同比仅下滑 8%。

图 3: 公司 2015 年至今营收增长情况


数据来源: Wind、西南证券整理

图 4: 公司 2015 年至今归母净利润增长情况


数据来源: Wind、西南证券整理

2 盈利预测与估值

关键假设:

假设 1: 通信网络设备业务: 作为当前公司营收中占比最大的业务, 通信网络设备将持续受益 5G 更新浪潮。假设公司通信网络设备价格保持稳定, 毛利率保持稳定, 受疫情影响下需求下滑 2020,2021 年出货量增长率逐渐回暖, 2020-2022 年增长预期分别为 3%/5%/10%。

假设 2: 云服务设备业务: 云服务设备是公司当前第二大业务, 主要产品有服务器、存储设备和云服务设备高精机构件等。受疫情影响催化云端应用需求爆发将带动服务器等硬件设备需求, 预期公司未来三年出货量将保持 8% 稳定增长, 毛利率保持稳定。

假设 3: 精密工具和工业机器人业务: 精密工具和工业机器人发展迅速, 当前营收基数相比较低, 我们预期公司该项业务将迎来迅速增长期, 未来三年保持 100%/150%/150% 的增长。同时毛利率水平保持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2020-2022 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
通信网络设备	收入	244534.00	251870.02	264463.52	290909.87
	增速		3.00%	5.00%	10.00%
	毛利率	11.20%	11.40%	11.40%	11.40%
云服务设备	收入	162923.00	175956.84	190033.39	205236.06
	增速		8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	4.00%	4.10%	4.10%	4.10%
精密工具和工业机器人	收入	624.00	1248.00	3120.00	7800.00
	增速		100.00%	150.00%	150.00%
	毛利率	32.30%	32.50%	32.50%	32.50%
其他业务收入	收入	617.00	1234.00	1295.70	1360.49

单位：百万元		2019A	2020E	2021E	2022E
	增速		100.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	93.00%	93.00%	93.00%	93.00%
合计	收入	408,698.00	430,308.86	458,912.61	505,306.42
	增速		5.29%	6.65%	10.11%
	毛利率	8.49%	8.71%	8.75%	8.98%

数据来源：Wind, 西南证券

我们选取同为电子系统组装行业的相关公司作为估值参考，分别为立讯精密、领益智造、蓝思科技及歌尔股份作为可比公司，我们看到可比公司当前平均的 PE 倍数为 45 倍，虽考虑到公司体量较大，当前 PE 倍数为 15 倍，仍认为公司当前处于被低估状态。

预计 2020-2022 年公司 EPS 分别为 0.95、1.06、1.22 元，对应当前 PE 分别为 15、13、12 倍，考虑到公司是我国通信网络设备、云服务设备行业领先企业，占有较高市场份额，竞争格局较好，赛道优良，同时公司持续高研发投入，在 5G 浪潮带动下，未来业绩有望保持稳定增长。考虑到公司当前体量，给予公司 2020 年 20 倍 PE，目标价 19 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 2：可比公司估值（取 8 月 11 日公司收盘价，）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E
002600.SZ	领益智造	11.14	0.27	0.33	0.51	39	34	22
002475.SZ	立讯精密	52.18	0.88	0.95	1.27	41	55	41
300433.SZ	蓝思科技	29.10	0.58	0.92	1.13	24	32	26
002241.SZ	歌尔股份	37.24	0.39	0.61	0.84	50	61	44
平均							45	33

数据来源：Wind, 西南证券整理。注：可比公司数据取 wind 一致预期

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	408697.58	430308.42	458912.14	505305.90	净利润	18606.05	18850.04	21041.12	24289.04
营业成本	374450.97	392827.82	418752.97	459927.29	折旧与摊销	2746.04	1415.95	1424.04	1428.53
营业税金及附加	641.58	607.81	672.28	731.41	财务费用	-735.32	-881.27	-1751.26	-2096.09
销售费用	1732.90	11916.10	12708.19	13992.93	资产减值损失	-502.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	3521.07	3974.30	4143.55	4597.28	经营营运资本变动	-18499.48	9566.81	-4481.36	-6953.13
财务费用	-735.32	-881.27	-1751.26	-2096.09	其他	4824.00	271.30	-13.81	123.68
资产减值损失	-502.01	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	6439.29	29222.85	16218.72	16792.04
投资收益	161.46	0.00	0.00	0.00	资本支出	1015.08	-320.00	-320.00	-320.00
公允价值变动损益	156.69	0.00	0.00	0.00	其他	-3832.72	-10.00	-10.00	-10.00
其他经营损益	0.00	50.00	50.00	50.00	投资活动现金流净额	-2817.64	-330.00	-330.00	-330.00
营业利润	21106.57	21913.65	24436.41	28203.08	短期借款	5781.07	-28270.29	1.00	1.00
其他非经营损益	25.87	5.00	30.00	40.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	21132.44	21918.65	24466.41	28243.08	股权融资	1729.82	2695.04	0.00	0.00
所得税	2526.39	3068.61	3425.30	3954.03	支付股利	-2559.94	-3974.28	-3770.01	-4208.22
净利润	18606.05	18850.04	21041.12	24289.04	其他	-2231.07	253.41	1752.26	2097.49
少数股东损益	-0.14	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	2719.89	-29296.11	-2016.75	-2109.73
归属母公司股东净利润	18606.18	18850.04	21041.12	24289.04	现金流量净额	6438.36	-403.27	13871.97	14352.31
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	66901.13	66497.87	80369.84	94722.14	成长能力				
应收和预付款项	85328.53	92701.90	97131.31	107197.44	销售收入增长率	-1.61%	5.29%	6.65%	10.11%
存货	41645.95	42247.52	45109.79	49953.51	营业利润增长率	5.10%	3.82%	11.51%	15.41%
其他流动资产	1814.51	2076.64	2096.80	2352.04	净利润增长率	10.05%	1.31%	11.62%	15.44%
长期股权投资	533.45	533.45	533.45	533.45	EBITDA 增长率	-2.16%	-2.89%	7.40%	14.21%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	7090.27	5786.38	4474.40	3157.93	毛利率	8.38%	8.71%	8.75%	8.98%
无形资产和开发支出	185.73	460.13	734.53	1008.92	三费率	1.11%	3.49%	3.29%	3.26%
其他非流动资产	2113.38	2056.92	2000.46	1944.00	净利率	4.55%	4.38%	4.58%	4.81%
资产总计	205612.95	212360.79	232450.57	260869.43	ROE	20.82%	17.73%	17.03%	16.91%
短期借款	28271.29	1.00	2.00	3.00	ROA	9.05%	8.88%	9.05%	9.31%
应付和预收款项	74720.19	78256.93	83586.48	91718.78	ROIC	29.73%	28.14%	31.55%	32.86%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	5.66%	5.22%	5.25%	5.45%
其他负债	13272.78	27812.12	25300.24	25504.97	营运能力				
负债合计	116264.25	106070.05	108888.72	117226.75	总资产周转率	2.01	2.06	2.06	2.05
股本	19854.83	19872.10	19872.10	19872.10	固定资产周转率	57.40	70.56	92.70	135.97
资本公积	26692.25	29370.02	29370.02	29370.02	应收账款周转率	4.74	4.84	4.86	4.96
留存收益	43047.00	57922.76	75193.87	95274.69	存货周转率	9.13	9.09	9.30	9.42
归属母公司股东权益	89280.68	106222.74	123493.84	143574.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	103.30%	—	—	—
少数股东权益	68.01	68.01	68.01	68.01	资本结构				
股东权益合计	89348.69	106290.75	123561.86	143642.68	资产负债率	56.55%	49.95%	46.84%	44.94%
负债和股东权益合计	205612.95	212360.79	232450.57	260869.43	带息债务/总负债	24.32%	0.00%	0.00%	0.01%
					流动比率	1.69	1.92	2.07	2.17
					速动比率	1.33	1.52	1.65	1.75
					股利支付率	13.76%	21.08%	17.92%	17.33%
业绩和估值指标					每股指标				
	2019A	2020E	2021E	2022E					
EBITDA	23117.29	22448.34	24109.19	27535.52	每股收益	0.94	0.95	1.06	1.22
PE	15.12	14.93	13.37	11.59	每股净资产	4.49	5.35	6.21	7.22
PB	3.15	2.65	2.28	1.96	每股经营现金	0.32	1.47	0.82	0.85
PS	0.69	0.65	0.61	0.56	每股股利	0.13	0.20	0.19	0.21
EV/EBITDA	10.43	9.51	8.28	6.73					
股息率	0.91%	1.41%	1.34%	1.50%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn