

中兴通讯 (000063.SZ) 主设备龙头 Q4 业绩上扬, 有望带动通信板块反转行情

2021年01月25日

投资评级: 买入 (维持)

——公司信息更新报告

日期	2021/1/25
当前股价(元)	35.70
一年最高最低(元)	56.70/30.16
总市值(亿元)	1,647.00
流通市值(亿元)	1,241.05
总股本(亿股)	46.13
流通股本(亿股)	34.76
近3个月换手率(%)	144.22

赵良毕 (分析师)

zhaoliangbi@kysec.cn

证书编号: S0790520030005

● 5G 主设备龙头 Q4 营收及归母净利润同比双增, 维持“买入”评级

公司于1月23日发布2020年业绩快报。公司2020年实现营收1013.79亿元(+11.7%); 实现归母净利润43.67亿元(-15.2%)。2020年Q4单季公司实现营收272.5亿元(+2.8%); 实现归母净利润16.55亿元(+62.2%), Q4利润率实现较大幅度增长。报告期内公司国内外市场同步发力, 在运营商网络、消费者业务及政企业务同增的同时, 深耕国外价值市场, 实现盈利能力较大提升。我们认为2021年全球5G布局将持续加速, 公司作为行业龙头全球市场份额或将持续增长。考虑新冠疫情影响及公司最新业绩预告, 我们下调公司未来归母净利润, 调整后预测公司2020/2021/2022年可实现归母净利润43.67/56.39/66.26亿元(此前62.78/81.03/100.52亿元), 同增-15.2%/29.1%/17.5%(此前21.9%/29.1%/24.0%), EPS为0.95/1.22/1.44元(此前1.36/1.76/2.18元), 当前股价对应PE分别为37.7/29.2/24.9倍, 考虑公司的稀缺性及核心竞争力优势, 维持“买入”评级。

● 享5G持续发展红利, 经营业绩有望超预期

我国5G建设进程居全球前列, 政策东风营造良好经营环境。根据工信部数据显示, 2020年全年建设5G基站超60万站, 叠加2021年中国广电700M的40万站建站规划, 5G普及广度将持续上升, 同行业融合赋能, 5G好用再加速。根据Dell'Oro数据, 中兴通讯占全球通信市场14.2%份额, 较2018年增长5.2%, 随宏观层面5G网络加快部署, 公司层面总资产同比提升6.97%, 资产负债率同比降低3.6%, 公司资产和负债结构持续优化, 经营能力持续提升; 战略上公司以5G为核心, 坚持全球化, 聚焦优质客户, 为公司长期竞争力和市场份额提升奠定基础。公司作为5G核心资产稀缺标的, 盈利能力有望稳中有升, 技术、产品、客户资源等多方优势将夯实公司发展动力, 未来经营业绩有望超预期。

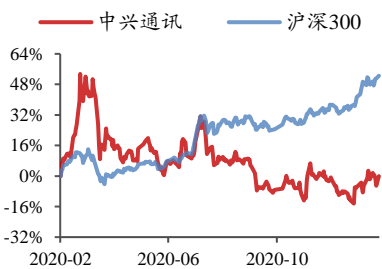
● 风险提示: 中美贸易摩擦影响全球及5G发展; 国内5G商用不及预期

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	85,513	90,737	101,379	113,697	131,058
YOY(%)	-21.4	6.1	11.7	12.2	15.3
归母净利润(百万元)	-6,984	5,148	4,367	5,639	6,626
YOY(%)	-252.9	-173.7	-15.2	29.1	17.5
毛利率(%)	32.9	37.2	35.8	37.0	37.0
净利率(%)	-8.2	5.7	4.3	5.0	5.1
ROE(%)	-21.1	15.2	11.0	12.6	13.2
EPS(摊薄/元)	-1.51	1.12	0.95	1.22	1.44
P/E(倍)	-23.6	32.0	37.7	29.2	24.9
P/B(倍)	7.2	5.7	5.1	4.4	3.9

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

股价走势图



数据来源: 贝格数据

相关研究报告

《公司信息更新报告-二季度业绩边际改善明显, 5G 先锋市场活力凸显》-2020.8.31

《公司信息更新报告-中兴通讯全球市场份额增长, 5G 中坚力量核心资产》-2020.6.17

《公司首次覆盖报告-5G 大建快建, “中兴” 腾飞在即》-2020.4.3

目 录

1、 5G 加速撬动通信设备市场需求	3
1.1、 政策环境持续优化	3
1.2、 运营商加速布局带来行业利好	3
1.3、 国内主设备厂商具备技术优势，5G 时代扬帆起航	4
1.4、 国际市场竞争格局：寡头竞争为主	5
2、 5G 时代中兴通讯优势凸显，有望缩小同华为间的差距	5
2.1、 公司主要聚焦高毛利运营商市场，业绩波动较小	5
2.2、 中国移动 5G 二期集采中标份额稳中有升，提振发展信心	7
2.3、 公司长期发展动力强势	8
3、 风险提示	9
附：财务预测摘要	10

图表目录

图 1： 5G 用户数量将持续上升	4
图 2： 2019 年华为及中兴 5G 标准专利数量位列三甲	5
图 3： 2014 年海外通信设备厂商占据专利优势	5
图 4： 2020 年 Q3 中兴通讯市占率约为 14.2%	5
图 5： 中兴通讯运营商业务稳定增长	6
图 6： 华为消费者业务逐渐占主导地位	6
图 7： 中兴通讯运营商业务毛利率水平远高于消费者、政企业务毛利率水平	6
图 8： 中国移动 4G 基站招标份额较为分散	7
图 9： 5G 二期集采中兴通讯占比 28.70%	7
图 10： 2020 年电信与联通采购项目稳固华为、中兴通讯行业龙头地位	8
图 11： 中兴通讯研发投入与主营收入比例呈上升趋势	8
图 12： 华为研发投入逐年上升	8
表 1： 2019-2020 年政府等相关机构推出大量政策促进 5G 发展	3
表 2： 5G 基站覆盖范围小于 4G 基站	4
表 3： 中兴通讯市场份额有所增长	6
表 4： 中兴通讯全面服务多个国家政企客户	7
表 5： 中兴通讯研发人员占比和资本化率均有所提升	8
表 6： 中兴通讯通过研发投入、设立子公司等方式进行战略布局	9

1、5G 加速撬动通信设备市场需求

1.1、政策环境持续优化

5G 作为新基建重要领域，迎政策东风，助推市场经济。5G 我国早在 2018 年提出新基建概念，主要包括 5G 网络建设、特高压、城际高速铁路、城市轨道交通、大数据中心等七大领域，新基建热度的不断提升反映出建设数字经济的迫切需求。而 5G 网络建设作为“新基建”的关键任务和通信设施的核心基础，正处于加速发展时期，政府等相关机构频频推出各项政策及方案以推动 5G 发展，未来将作为重要的网络支撑，为各行各业赋能，最终推动市场经济发展，带来万亿级经济增加值。

表1: 2019-2020 年政府等相关机构推出大量政策促进 5G 发展

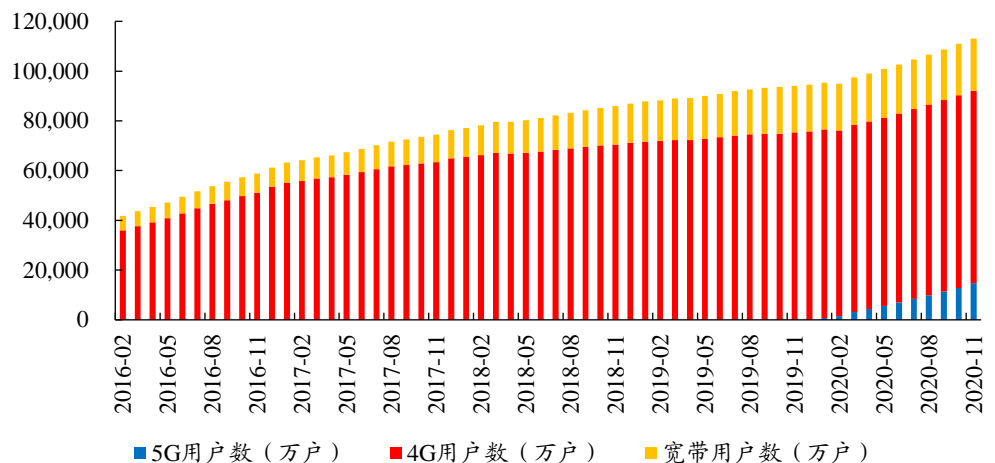
年份	时间	会议/文件	主要内容
2019 年	1 月	发改委、工信部《进一步优化供给推动消费平稳增长促进形成强大国内市场的实施方案（2019 年）》	扩大升级消费信息，加快推出 5G 商用拍照，加快推进超高清视频产品消费
	3 月	工信部《工业和信息化部关于推动 5G 加快发展的通知》	积极探索 5G 应用于超高清视频传输，实现超高清视频业务与 5G 协同发展
2020 年	1 月	国务院常务会议	信息网络等基础设施投资支持政策，将 5G 网络建设作为 2020 年投资重点
	2 月	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，打造集约高效、经济适用、智能绿色、安全可靠的现代化建设基础设施
	2 月	中共中央政治局会议	推动生物医药、医疗设备、5G 网络、工业互联网等加快发展
	3 月	中共中央政治局常务委员会	强调加快 5G 网络、数据中心等基础设施建设进度
	3 月	工信部《工业和信息化部关于推动 5G 加快发展的通知》	加快 5G 网络部署、丰富 5G 技术应用场景、加大 5G 技术研发力度、着力构建 5G 安全保障体系等 18 项措施

资料来源：工信部、开源证券研究所

各省市发布相关方案、规划，促进 5G 网络建设。从最新基站建设数量看，广东、江苏、重庆 5G 基站建成数量居全国首位，分别达 3.6 万、2.3 万和 2.0 万个，2020 年各省通信管理局等政府机构发布相关规划，预计年底基站数量将进一步增加，大部分省份能够实现 5G 网络主城区覆盖。

1.2、运营商加速布局带来行业利好

三大运营商资本开支增加，驱动通信设备市场需求增长。近年来，三大运营商 5G 资本支出呈现逐年上升阶段，根据其公布的规划，2020 年 5G 相关支出将达 1803 亿元，增速达 437.62%，6G 占总资本支出比重达 53.90%，相关数据均呈急剧上升趋势。随运营商资本投资增加，通信设备龙头公司迎来黄金发展阶段。

图1: 5G 用户数量将持续上升


数据来源: 工信部、开源证券研究所

5G 基站的特殊性带动通信设备市场规模上升。随 5G 网络加速布局和 5G 套餐用户数量的上升, 5G 基站建设进入提速阶段。从 4G 基站与 5G 的覆盖范围对比上来看, 5G 基站要实现完全覆盖, 仍需建设大量的基站, 当前基站所涉技术复杂、单价较高, 为通信设备龙头公司带来市场规模提升。

表2: 5G 基站覆盖范围小于 4G 基站

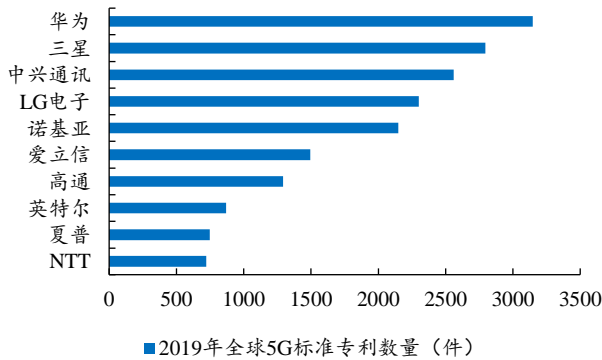
网络类型	工作频段	密集城区 (米)	一般城区 (米)	郊区县城 (米)	农村 (米)
4G	1.9GHz	300-400	500-600	1000-1400	1600-2100
	2.6GHz	250-350	350-450	450-700	700-2000
	1.8GHz	350-450	450-600	600-900	900-2000
	2.1GHz	320-400	400-550	550-800	800-2000
5G	2.6GHz	300-400	500-600	1000-1400	1600-2100
	3.5GHz	180-260	300-400	400-600	1000-1400
	4.9GHz	150-200	200-300	500-600	800-1000

数据来源: 智慧灯杆说、开源证券研究所

1.3、国内主设备厂商具备技术优势, 5G 时代扬帆起航

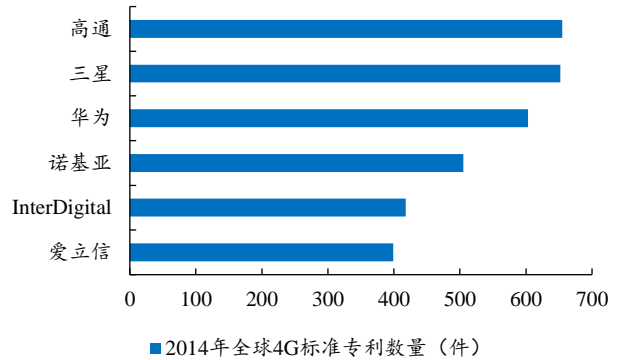
国内通信设备厂商经研发投入, 逐步积累专利优势。从专利技术上看, 2019 年华为以 3147 件排名第一, 中兴通讯以 2561 件使其全球排名上升至第三, 两公司合计专利 5708 件, 占据 34.4% 的市场份额, 与 2014 年 4G 标准专利数量对比, 国内通信设备厂商的专利数量和全球占比都有大幅上升, 华为、中兴通讯由于技术优势, 有望在 5G 浪潮中进一步扩大全球市场份额。

图2：2019年华为及中兴5G标准专利数量位列三甲



数据来源：ETSI、开源证券研究所

图3：2014年海外通信设备厂商占据专利优势

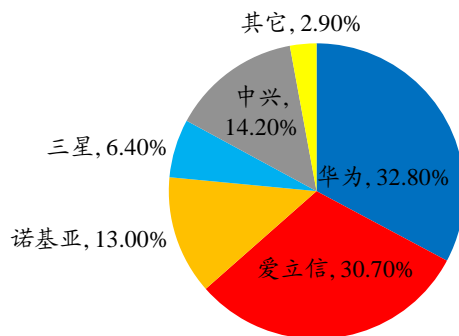


数据来源：中国信通院、开源证券研究所

1.4、国际市场竞争格局：寡头竞争为主

中国设备商经历了从1G默默无闻，2G跟随主流，3G制定标准，4G追赶，5G超越。从2018年通信设备厂商市场份额看，华为、中兴通讯共占据36%的市场份额，2020Q3增至47%，主要为中兴通讯市场份额的提升。在1G和2G期间，中国的设备商始终未参与通信市场标准的制定。从3G时代起大唐、华为、中兴通讯推动TD-SCDMA，在中国移动实现商用。4G时代国家大力推进TDD LTE在国内发展，三大运营商对华为、中兴通讯给予支持。在全球市场几乎被爱立信、诺基亚占领的情况下，华为、中兴通讯背靠中国庞大的市场获得发展良机，逐渐成长为与诺基亚、爱立信相抗衡的力量。

图4：2020年Q3中兴通讯市占率约为14.2%



数据来源：Dell'Oro Group、开源证券研究所

2、5G时代中兴通讯优势凸显，有望缩小同华为间的差距

2.1、公司主要聚焦高毛利运营商市场，业绩波动较小

中兴通讯各项业务均处于全球领先水平。从各项业务的全球市场份额占比及排名看，华为具备相对优势，在全球无线主设备、光传输、和宽带接入市场均位列全球第一，路由器位列全球第二。但中兴通讯全球市场份额有所回升，逐渐摆脱2018年美国对其限制带来的不利影响，其中无线设备排名第四、宽带接入设备排名第三、承载设备排名第五、光传输设备排名第二，与华为之间的差距大体呈逐渐缩小趋势。

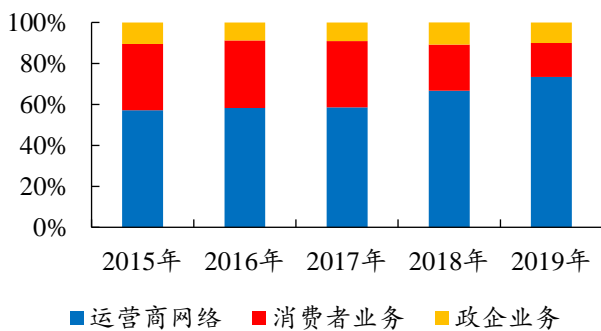
表3: 中兴通讯市场份额有所增长

中兴通讯	2019年市场份额	排名
无线接入设备	8.9%	4
宽带接入	16.5%	3
路由器	6.5%	5
光传输	14%	2

数据来源: Dell'Oro Group、开源证券研究所

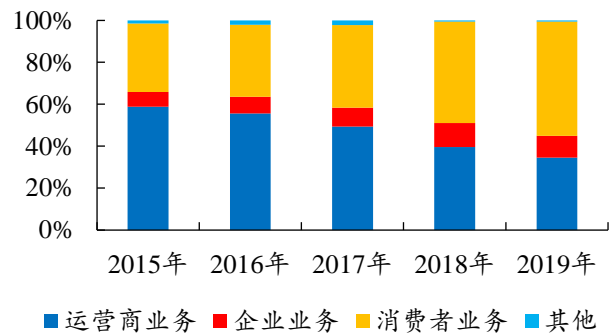
中兴通讯运营商业务稳定增长, 消费者业务拉动华为营收波动较大。企业定位选择上, 中兴通讯是全球仅有的两家通信端到端提供商之一, 形成以运营商业务为主, 政企、消费者业务为辅的业务结构; 华为目标是成为全球领先的 ICT (信息与通信) 基础设施和智能终端提供商, 消费者业务成为其收入增长的动力来源。企业定位目标的差异性, 形成主营业务构成有所区别的结果。

图5: 中兴通讯运营商业务稳定增长



数据来源: Wind、开源证券研究所

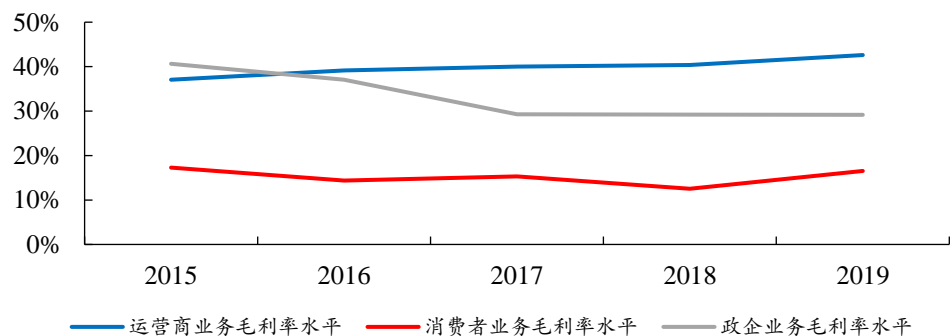
图6: 华为消费者业务逐渐占主导地位



数据来源: 华为公司年报、开源证券研究所

运营商业务具备稳定性强, 体量大、毛利率高等优势。运营商业务涉及通信产业链中上游环节, 属投资驱动而非消费驱动, 整体上更具稳定性。同时, 运营商业务属技术导向性业务, 中兴通讯由于其技术先进性, 尤其是 5G 以来表现出的技术优势, 使得企业这一业务领域表现最佳。公司经长期经验积累, 能使其产品紧跟运营商需求变化, 使经营业绩更加稳定。运营商在采购的体量上, 也远高于政企、消费者等零售或批发商, 使其具备规模优势。

图7: 中兴通讯运营商业务毛利率水平远高于消费者、政企业务毛利率水平



数据来源: Wind、开源证券研究所

中兴通讯经长期经验积累, 在通信解决方案业务上客户粘性强, 有望弥补差距。

中兴通讯已为全球 160 多个国家和地区的电信运营商和政企客户提供创新技术与产品解决方案，全面服务于全球主流运营商及政企客户，与全球 70 多家运营商展开 5G 合作。至 2019 年底，中兴在工业、文旅、教育、医疗、媒体、港口、环保、能源、交通等 15 个行业领域发展超 300 家合作伙伴，共探索了 86 个 5G 应用场景，并在全球范围内成功开展超过 60 个实践项目。中兴通讯经长期布局积累的经验基础、利用国资背景推进与政企的紧密关系、通过营销策略及产品、服务质量进一步增加客户粘性，未来有望在政企服务方面弥补当前与华为的差距。

表4: 中兴通讯全面服务多个国家政企客户

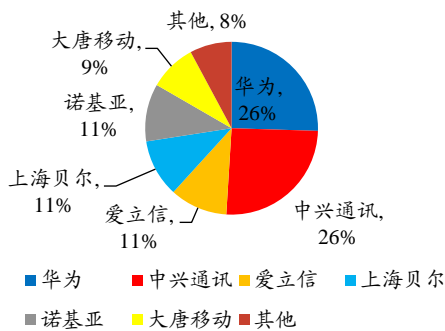
行业	客户
智慧城市	银川市政府
物联网	在全球 40 多个国家 140 多个国家实现物联网应用和部署，共 20 多家运营商和 130 多家物联网合作伙伴
智慧交通	服务全国 18 个铁路局，综合占有率超 40%
智慧市政	横向服务 73 个机构，纵向覆盖 16 个区、1180 个点
智能输电	国家电网、南方电网、综合信息网的各个省和大部分地市

资料来源：中兴通讯公司官网、开源证券研究所

2.2、中国移动 5G 二期集采中标份额稳中有升，提振发展信心

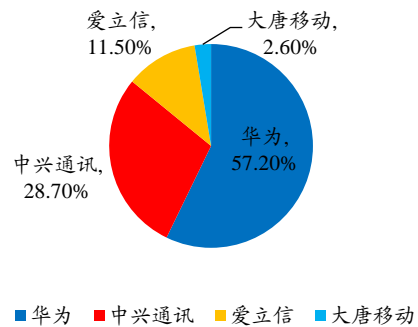
华为、中兴通讯成为运营商的主要供应商。中国移动采招标结果看，第一、第二中标公司基本被华为、中兴通讯占据，大唐电信、爱立信基本为第三、第四候选人。2020 年中国移动公布的 5G 基站二期工程集采结果中，华为和中兴通讯分别占据 57.20%、28.70%的份额，与 4G 项目相比，华为、中兴通讯的中标份额均大幅提升。

图8: 中国移动 4G 基站招标份额较为分散



数据来源：中国移动公司官网、开源证券研究所

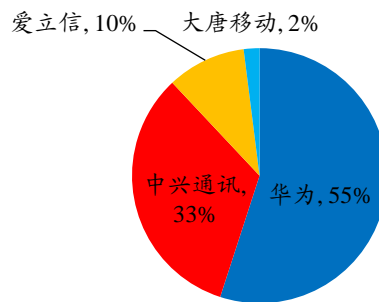
图9: 5G 二期集采中中兴通讯占比 28.70%



数据来源：中国移动公司官网、开源证券研究所

三大运营商市场向华为、中兴通讯倾斜，释放利好信号。中国电信和中国联通“5G SA 新建工程无线主设备联合集中采购项目”中，华为占据 55%份额，中兴通讯占据 33%份额，运营商业务两大供应商地位基本稳定。相较其他主流通信设备商，华为和中兴通讯 5G 建设设备在设备功耗、重量接口能力设备功耗、重量接口能力等三个方面具有一定的优势，该优势也将稳固中兴通讯在这一业务的行业地位。而三大供应商对华为、中兴通讯的认可也将释放有利信号，提升市场认可度和消费者信心。

图10: 2020年电信与联通采购项目稳固华为、中兴通讯行业龙头地位

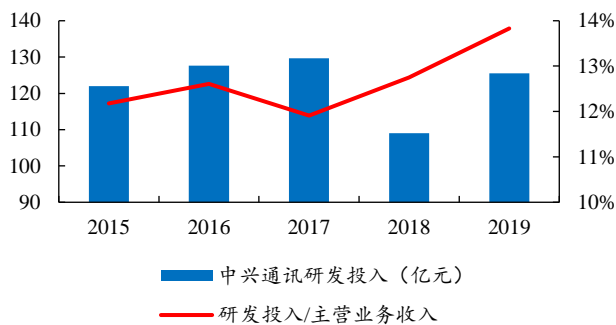


数据来源: 通信世界网、开源证券研究所

2.3、公司长期发展动力强势

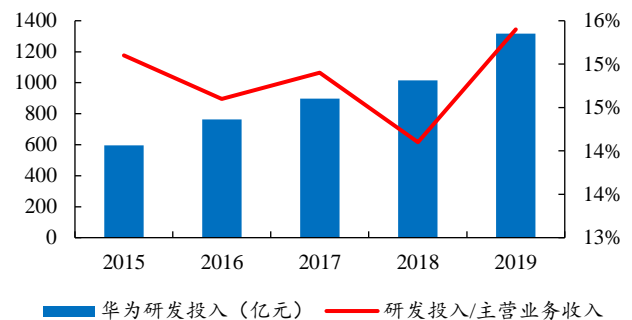
华为、中兴通讯均将研发置于重要战略地位。由于通信设备行业技术壁垒高，需要根据网络标准的变更进行产品迭代的特殊性，需投入较多的研发费用以维持技术优势、保证产品更新速度。在研发费用方面，中兴通讯2019年较2018年同比回升至125.48亿元水平，2017-2019年研发投入占收入比持续攀升；华为研发费用呈逐年上升趋势，2019年达1316.59亿元，华为研发费用占收入比重较为稳定，保持每年14%-15%水平。

图11: 中兴通讯研发投入与主营收入比例呈上升趋势



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 华为研发投入逐年上升



数据来源: 华为公司公告、开源证券研究所

中兴通讯研发能力稳步提升提升，专利数量超7.4万件。从2014年至2019年，中兴通讯研发人员数量、占比均有所提升，2019年研发人员占比达到40.39%，资本化情况良好，2019年研发费用资本化率达到18.11%，未来有望获得经济效益，当前专利占比已累计超过7.4万件，研发能力和技术领先地位得到巩固。2019年华为专利数量达8.5万件，达到行业领先水平，且90%以上为发明专利，在研发能力方面具备相对竞争优势。

表5: 中兴通讯研发人员占比和资本化率均有所提升

项目	2019年	2014
研发人员数量(人)	28301	27101
研发人员数量占比(%)	40.39%	35.84%
研发投入资本化金额(亿元)	22.73	12.92
资本化率(%)	18.11	14.34

项目	2019 年	2014
专利情况	专利累计超过 7.4 万件（授权专利超 3.4 万件），芯片专利 3900 件，5G 标准必要专利 2561 件，位列全球第三	专利累计超 6 万件（授权专利超 1.7 万件）；70 多个国际标准化组织、论坛成员

数据来源：中兴通讯公司公告、开源证券研究所

中兴通讯加大核心产品研发，战略布局规划长远发展。中兴通讯紧握未来市场竞争将集中于 5G、承载和芯片等核心产品上的趋势，加大相关项目的研发投入，顺应 5G 浪潮，开发符合市场需求的产品，进一步巩固核心竞争力。通过在多地设立子公司等方式，完善业务网络，便于相关业务的开展。华为加大材料与核心技术的投入，实现“新材料+新工艺”联动发展，正式启动“塔山计划”，将建设完全没有美国技术的 45nm 芯片生产线，同时将探索合作建立 28nm 自主技术芯片生产线。经战略布局的完善，预计国内通信设备龙头厂商市场份额将稳中向好发展。

表6：中兴通讯通过研发投入、设立子公司等方式进行战略布局

项目	内容
2019 相关计划	持续推进技术创新和突破，布局国内外 5G 市场，满足行业定制化需求，加大在 5G、承载等核心产品和芯片上的投入
2019 年非公开发行募集资金 468.78 亿元	面向 5G 网络演进的技术研究和产品开发项目
2019 年设立子公司	设立深圳市英博超算科技有限公司、深圳市英博智能汽车科技有限公司等 4 家子公司，进一步扩大公司规模及覆盖范围
2018 年设立子公司	中兴智能终端有限公司、南京未来职业有限公司、福州中兴软智科技发展有限公司等多家子公司，遍布中国多个省份及全球多个国家

资料来源：中兴通讯公司公告、开源证券研究所

3、风险提示

中美贸易摩擦影响全球经济及 5G 发展。中美贸易摩擦带来行业的不确定性，随美国对华为等企业的限制升级，若未来不能有效解决，可能会影响国内外 5G 建设进程的推进，进而影响相关厂商海外业务的拓展。

国内 5G 商用未及预期。国内 5G 商用未及预期，运营商 5G 推进受国家政策影响较大，不排除 5G 基站部分产品不成熟导致相关产业发展之后，对 5G 规模商用进度造成影响，进而导致 5G 商用不达预期。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	92848	102567	136414	121217	175528
现金	24290	33309	54565	37213	76916
应收票据及应收账款	21592	19778	31114	26047	37631
其他应收款	2005	1023	4163	1110	4422
预付账款	615	403	1069	421	1257
存货	25011	27689	26280	36785	35559
其他流动资产	19334	20365	19223	19641	19743
非流动资产	36503	38635	36116	34257	33662
长期投资	3015	2327	2165	1102	231
固定资产	8898	9383	9571	9829	10379
无形资产	11291	9595	8719	7808	6772
其他非流动资产	13299	17329	15661	15518	16281
资产总计	129351	141202	172530	155474	209190
流动负债	89377	86371	116413	96985	146262
短期借款	23740	26646	21702	24029	24126
应付票据及应付账款	27443	27729	37080	35408	46447
其他流动负债	38194	31996	57631	37548	75689
非流动负债	7013	16877	14052	11444	9872
长期借款	2367	10045	7564	5455	3436
其他非流动负债	4647	6832	6488	5989	6436
负债合计	96390	103248	130465	108430	156134
少数股东权益	3811	2875	3079	3341	3650
股本	4193	4228	4613	4613	4613
资本公积	11444	12144	12144	12144	12144
留存收益	9308	14456	18275	23208	29004
归属母公司股东权益	29150	35079	38986	43703	49406
负债和股东权益	129351	141202	172530	155474	209190

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-9215	7447	30005	-13740	45479
净利润	-6949	5777	4570	5902	6935
折旧摊销	2507	3062	2980	3339	3755
财务费用	281	966	701	656	615
投资损失	-294	-249	-218	-193	-300
营运资金变动	-9792	-4471	21118	-23684	34381
其他经营现金流	5032	2362	854	239	94
投资活动现金流	-966	-6023	-1166	-1792	-2754
资本支出	4882	6551	-582	-589	-453
长期投资	311	121	162	696	872
其他投资现金流	4227	648	-1585	-1685	-2335
筹资活动现金流	888	5722	-7583	-1820	-3022
短期借款	9021	2906	-4944	2328	96
长期借款	-636	7679	-2481	-2109	-2019
普通股增加	0	35	386	0	0
资本公积增加	140	700	0	0	0
其他筹资现金流	-7637	-5598	-544	-2039	-1099
现金净增加额	-8975	7372	21256	-17353	39703

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	85513	90737	101379	113697	131058
营业成本	57368	57008	65036	71606	82527
营业税金及附加	638	931	1040	1166	1344
营业费用	9084	7869	9124	10574	13302
管理费用	3651	4773	5627	6708	7732
研发费用	10906	12548	14020	15723	18124
财务费用	281	966	701	656	615
资产减值损失	2077	-1281	1692	1781	1725
其他收益	2081	1696	1724	1846	1893
公允价值变动收益	-861	-214	-430	-358	-382
投资净收益	294	249	218	193	300
资产处置收益	19	2688	-118	-183	387
营业利润	-612	7552	5534	6980	7886
营业外收入	143	184	162	173	168
营业外支出	6881	574	563	563	563
利润总额	-7350	7162	5134	6590	7492
所得税	-401	1385	564	688	557
净利润	-6949	5777	4570	5902	6935
少数股东损益	-383	280	203	263	309
归母净利润	-6984	5148	4367	5639	6626
EBITDA	-3977	11502	8551	10153	11140
EPS(元)	-1.51	1.12	0.95	1.22	1.44

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-21.4	6.1	11.7	12.2	15.3
营业利润(%)	-109.1	1334.1	-26.7	26.1	13.0
归属于母公司净利润(%)	-252.9	-173.7	-15.2	29.1	17.5
获利能力					
毛利率(%)	32.9	37.2	35.8	37.0	37.0
净利率(%)	-8.2	5.7	4.3	5.0	5.1
ROE(%)	-21.1	15.2	11.0	12.6	13.2
ROIC(%)	-10.1	8.6	6.5	7.6	8.1
偿债能力					
资产负债率(%)	74.5	73.1	75.6	69.7	74.6
净负债比率(%)	22.9	28.1	-40.8	0.2	-78.0
流动比率	1.0	1.2	1.2	1.2	1.2
速动比率	0.6	0.6	0.8	0.7	0.8
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	3.6	4.4	4.0	4.0	4.1
应付账款周转率	1.9	2.1	2.0	2.0	2.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-1.51	1.12	0.95	1.22	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	-2.00	1.61	6.50	-2.98	9.86
每股净资产(最新摊薄)	4.96	6.25	7.01	8.03	9.27
估值比率					
P/E	-23.6	32.0	37.7	29.2	24.9
P/B	7.2	5.7	5.1	4.4	3.9
EV/EBITDA	-43.9	15.4	17.6	16.5	11.4

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

	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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn