

公司研究

减值计提靴子落地，海缆业务快速成长

——中天科技（600522.SH）跟踪报告之一

要点

围绕通信、新能源两大战略方向，业务景气度高。中天科技是国内光纤通信、电力线缆龙头企业，光缆拥有光棒-纤-缆一体化生产能力，业务覆盖通信、电网、海洋装备、新能源、新材料和智能制造等领域。2021年前三季度，受高通业务计提存货减值等影响，归母净利润4.9亿元，同比下降69%。公司前三季度计提资产减值20.8亿元，剔除该减值影响后的经营性净利润约25.7亿元

海缆业务受益海上风电抢装潮，公司海缆业务快速成长。公司深耕海底光缆、海底电缆、海底光电复合缆及海缆施工船机等海洋装备，现已具备海缆—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，致力于成为全球领先的能源信息互联系统解决方案服务商。受益于海上风电快速抢装，公司海缆业务快速成长。我们预计21-23年收入有望达到约80、83、85亿元。

承包如东项目，资源置换撬动光伏业务增长。公司具有光伏电站产品产业链及服务体系，主要业务包含光伏系统产品供货、光伏资源开发、工程总承包及电站运维。十四五期间，中天科技将与如东县国有公司实施战略合作，利用如东地面及海域光伏资源优势，实施光伏项目建设。公司以资源撬动推动光伏技术总包业务的滚动发展，重点瞄准央企、国企投资的项目，提供EPC总包服务，业务范围涵盖居民屋顶、工商业屋顶分布式光伏发电、渔光互补、农光互补、基站离网系统、海岛型微网系统、光伏车棚、地铁光伏发电工程等各类型光伏电站。我们预计21-23年收入约14、16、20亿元。

储能领域高景气，公司自主配套率高。公司以大型储能系统为核心，发力电网侧，用户侧及电源侧储能应用。公司已形成含电池正负极材料、结构件、铜箔、锂电池、BMS、PCS、EMS、变压器、开关柜、储能集装箱等核心部件的完整储能产业链，可实现电网侧储能电站、用户侧储能电站所需设备内部自主配套率95%和99%以上。我们预计公司2021-2023年储能业务收入约7、14、16亿元。

海外市场的拉动光通信业务，全球光纤光缆价格开始回暖。公司拥有棒-纤-缆一体化的产业布局，依托制造业数字化和技术创新，不断完善“集成服务产品群、基础设施产品群、无线网产品群、承载网产品群”等四大产品群，利用品牌、技术等优势，持续布局重大技术产品研发，进行产品创新。我们预计21-23年收入约71、73、75亿元

盈利预测、估值与评级：公司为国内光纤通信、电力线缆龙头企业，不断拓展公司业务，向通信加新能源巨头转型。考虑到光纤光缆行业景气度攀升、海缆业务快速放量，我们维持公司2021-2023年归母净利润为1.77亿元、39.16亿元、42.30亿元，对应21-23年PE分别为321x、14x、13x，维持“增持”评级。

风险提示：光纤价格景气周期回落，毛利率下滑，海缆景气度下滑，减值计提

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	38,771	44,066	43,150	43,997	44,208
营业收入增长率	14.29%	13.66%	-2.08%	1.96%	0.48%
净利润（百万元）	1,969	2,275	177	3,916	4,230
净利润增长率	-7.18%	15.51%	-92.23%	2116.59%	8.02%
EPS（元）	0.64	0.74	0.06	1.28	1.38
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.27%	9.69%	0.76%	14.40%	14.17%
P/E	29	25	321	14	13
P/B	2.7	2.4	2.4	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-11-19

增持（维持）

当前价：18.50

作者

分析师：刘凯

执业证书编号：S0930517100002

021-52523849

kailiu@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	30.66
总市值(亿元)	567.21
一年最低/最高(元)	7.01/18.58
近3月换手率	247.77%

股价相对走势



收益表现

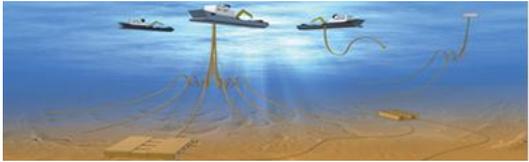
%	1M	3M	1Y
相对	103.99	110.59	68.60
绝对	104.16	111.54	70.07

资料来源：Wind

1、中天科技：围绕通信+新能源，多板块高速增长

中天科技是国内光纤通信、电力线缆龙头企业，光缆拥有光棒-纤-缆一体化生产能力，电缆拥有特种导线、OPGW、ADSS、装备线缆等产品，业务覆盖通信、电网、海洋装备、新能源、新材料和智能制造等领域。中天科技全力争当“双碳”超长赛道主力军，现已形成以新能源为突破、海洋经济为龙头、智能电网为支撑、5G 通信为基础、新材料为生长点的产业布局。

表 1：公司产业布局

业务	业务介绍	相关子公司	示意图
海洋装备	中天海洋装备产业紧抓海岛开发、海洋新能源开发、海底观测网络、海洋资源勘探、海工装备等海洋经济大发展机遇，坚持陆海并重、光电融合，提供海洋装备整体解决方案，服务国家海洋强国建设。	中天科技海缆股份有限公司 中天科技集团海洋工程有限公司 上海源威建设工程有限公司	
新能源	中天科技新能源以电站建设为龙头，分布式光伏为特色，微电网技术为核心，关键材料为突破，大型储能系统为亮点，逐渐成长为中天科技新的增长极。	中天光伏技术有限公司 中天光伏材料有限公司 中天科技氟膜智能工厂	
新材料	中天新材料产业发展策略为立足集团产业链纵向延伸和横向延伸，通过材料的突破达成集团部分已有产品的升级，以开发新产品和新市场，提升产品等级，同时关注并适时开发高端热点新材料，拓展新领域。	中天电子材料有限公司 中天上材增材制造有限公司 中天超容科技有限公司	
智能电网	中天科技智能电网产业围绕电网发展，致力打造全产业链电力设备产品，并以安全、节能、环保、智能为目标，为输配电提供一流的系统解决方案，在业内享有“中天服务电网、电网信赖中天”的高度评价。	中天电力光缆有限公司 上海中天铝线有限公司 江东金具设备有限公司	
信息通信	中天科技从云、管、端多维度为网络建设提供线缆、组件、器件、天馈线等基础设施服务。产品包括各种预制棒、光纤、光缆，ODN、天线及射频电缆类、有源终端、光收发器、数据中心、高性能原材料等产品以及工程咨询、设计、施工及集成服务。	中天科技精密材料有限公司 中天科技光纤有限公司 中天射频电缆有限公司	
智能制造	中天科技智能制造产业坚持高起点、高标准定位，既生产装备用线缆及光纤光缆、电线电缆高端设备，满足国内外市场需求，又成立中天智能制造联盟，为企业数据化、信息化、智能化建设输送“最强大脑”和最优方案。	江苏中天互联科技有限公司 中天智能装备有限公司 中天天宇智能科技有限公司	

资料来源：公司官网、光大证券研究所预测

1.1、海洋产业：短期受益抢装潮，长期受益碳中和

公司具备一体化海洋系统工程总集成能力。公司秉承“核心产品系统化，工程服务国际化”的战略方向，技术研发面向深远海，市场布局面向全球化，持续深耕海底光缆、海底电缆、海底光电复合缆及海缆施工船机等海洋装备,现已具备海缆—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，致力于成为全球领先的能源信息互联系统解决方案服务商。

公司海洋产业主要分为海缆领域和海洋工程领域。在海缆板块，公司耕耘于海底光电复合缆产品系列化、配套化、工程化的研发创新与应用，近年来，市场份额名列前茅，获得了工信部颁发的单项冠军称号；并通过多种途径进军国际市场，跻身全球超高压海缆国际领军企业行列。在海工板块，公司 2019 年初完成了“两型三船”的建设，投运当年即中标了 3 个总包项目及若干个分包项目，是业内唯一一家仅用一年时间实现从投运到分包，再到工程总承包跨越的企业。

图 1：公司海缆产品



资料来源：公司官网

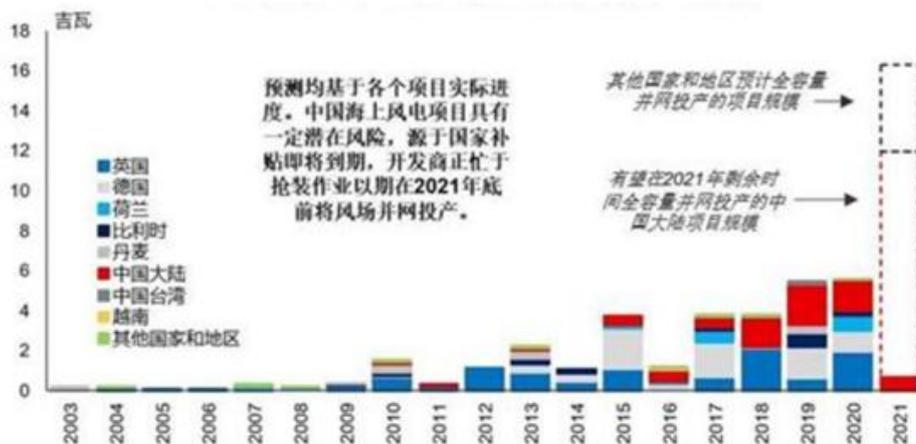
图 2：公司风电基础施工与安装工程服务



资料来源：公司官网

抢装潮带动公司海洋产业需求大幅增长。根据国家财建【2020】4 号文的有关要求，明确 2020 年以后新增的海上风电不再纳入中央财政补贴范围，已经核准的存量海上风电应在 2021 年前完成并网才能获得中央财政补贴。海上风电在 2020 年迎来了抢装潮并将一直持续至今年年底。2020 年我国海上风电新增装机规模 306 万千瓦，占全球当年新增 50%，新增装机连续 3 年位居全球第一。2021 年 1-6 月，全国海上风电新增装机 214.6 万千瓦。截至 2021 年 6 月底，海上风电累计装机 1113.4 万千瓦。

图 3：全球海上风电全容量并网投产规模



资料来源：克拉克森研究，光大证券研究所整理

专业施工船只紧缺，海上施工持续供不应求。随着抢装潮的到来，据不完全统计，国内海上风电开工规模已超过 7.5GW。但海上风电建设不可能一拥而上，海上风电施工需要的专业施工船只（尤其是专业吊装船只）仍然是制约海上风电快速发展最大的短板。据北极星电力网的统计，截止 2021 年上半年，我国拥有 42 艘专业海上风电施工船只，可支撑约 5GW 海上风电建设（不考虑台风等气候影响）。目前我国专业海上风电船只仍处于供不应求的状态。我国乃至全球海上风电的发展速度完全取决于新造船机的进度，可以预判在未来一定时间内，海上风电专业施工船只将一直处于供不应求状态。

2021 年上半年，公司通过技术创新、技改提速、扩产增效等手段，按期完成国内多项海上风电项目，并积极拓展海外市场，积极布局海外市场，在加拿大、越南、菲律宾、印尼、卡塔尔等国家斩获 17 个订单总计约 1.3 亿美元。

表 2：2021 年上半年公司海上风电项目

项目	介绍	市场
国家电投如东 H4、H7 海上风电项目	国内线路最长的三芯 220kV 海底电缆（线路长度 96.5 公里）	国内
江苏如东海上风电项目	国际最高电压等级±400kV 交联聚乙烯绝缘直流海底电缆	国内
三峡大丰 H8-2 海上风电项目	国内最大截面三芯 220kV 海底电缆（3×1000mm ² ）	国内
渤中 26-3 油田扩建项目	国内首个并长度最长的集束海底电缆	国内
菲律宾 230kV 总包项目	公司在海外第一个 230kV 项目	海外
卡塔尔油气的中压海底光电复合缆项目	总长度超过 230km，是迄今为止公司签约的海外油气行业最大海缆的供货类项目	海外

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

1.2、 新能源产业：光+储+箔，点燃新能源产业发动机

公司以“3060” 低碳绿色为指引，定位光、储、箔细分领域，以实现“强化光伏产业集成，扩大储能产业优势，加快铜箔产业布局” 为发展目标，深度布局新能源产业，为客户量身定制全方位的绿色能源解决方案，助力绿色清洁能源发展。

1. 光伏领域

公司具有光伏电站产品产业链及服务体系，主要业务包含光伏系统产品供货、光伏资源开发、工程总承包及电站运维。公司紧抓“碳达峰、碳中和”的发展机遇，继续扩大产能、提升服务品质，引入行业客户群体，着力提升光伏电站业务的市场占有率，成为区域性的光伏龙头企业。公司氟膜产品以其优越的耐候性，与客户达成战略合作，在 K 膜市场占有率达到 30~35%。

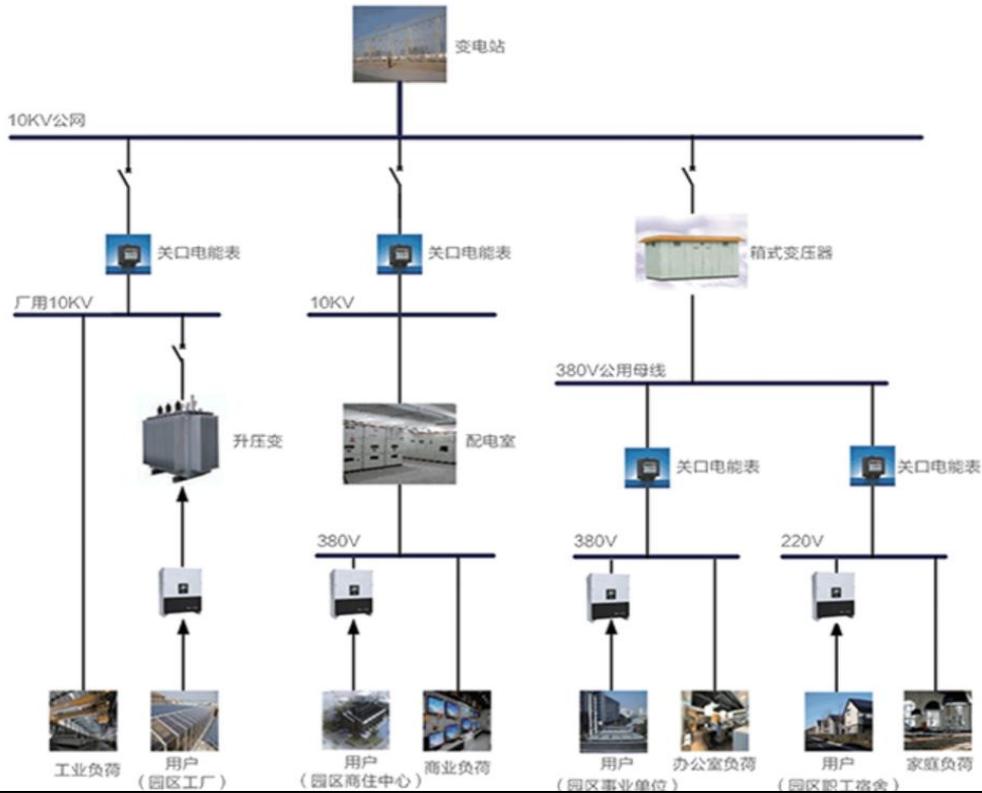
十四五期间，中天科技将与如东县国有公司实施战略合作，利用如东地面及海域光伏资源优势，实施光伏项目建设。公司以资源撬动推动光伏技术总包业务的滚动发展，重点瞄准央企、国企投资的项目，提供 EPC 总包服务，业务范围涵盖居民屋顶、工商业屋顶分布式光伏发电、渔光互补、农光互补、基站离网系统、海岛型微网系统、光伏车棚、地铁光伏发电工程等各类型光伏电站。

图 4：分布式光伏发电系统实景图



资料来源：公司官网

图 5：分布式光伏发电系统解决方案



资料来源：公司官网

如东拥有全长 85.87 千米海岸线，约占全省的 1/9，滩涂资源丰富，可利用面积约为 6.93 万公顷。利用潮间带的淤泥质沉积地带、浅水区等滩涂建设潮间带光伏电站，形成了上层风力发电、中间光伏发电、下层滩涂养殖的“风光渔”一体化立体空间资源应用模式，可实现资源利用和生态保护并行。具公司估算，中天科技在如东利用滩涂资源可以拉动约 28 亿的光伏电缆、支架产业规模，27 亿元的氟膜以及 164 亿元的 EPC 收入。在光伏开发的同时，可以附带起约 800MWh 的储能装置，带来近 12 亿元的收入。**如东滩涂资源开发，可带动电气设备、电光缆材料、光伏材料、储能系统等产品以及电力工程总包、基建施工等服务的产业化发展，合计超 230 亿。**

2. 储能领域

公司以大型储能系统为核心，发力电网侧，用户侧及电源侧储能应用。公司已形成含电池正负极材料、结构件、铜箔、锂电池、BMS、PCS、EMS、变压器、开关柜、储能集装箱等核心部件的完整储能产业链，可实现电网侧储能电站、用户侧储能电站所需设备内部自主配套率 95%和 99%以上。

中天科技大型储能系统具有六大耀眼技术：长寿命高安全电芯及模组、先进的三级管理架构 BMS+电气安全设计、多层级的消防保障设计、全寿命周期诊断分析系统、赫利乌斯能源管理平台、子系统整合能力技术储备，专家意见及市场反馈皆表明，中天储能在行业内具有较强影响力。

公司大型储能以其优越的技术特色，斩获多项“之最”。2019 年参与建成国内单体容量最大的湖南长沙芙蓉 52MWh 电网侧站房式储能电站，该站开创了租赁模式的历史先河；2020 年参与建成全球最大的江苏昆山 208MWh 电网侧储

能电站以及全国最大的、国家重点研发项目——动力电池规模化梯次利用储能电站；2021年参与革命老区湖南省湘西土家族苗族自治州龙山县大灵山建成风电场储能电站，助力国家电网“3060”战略目标。中天储能承担的“规模化储能关键技术及工程应用”项目荣获2020年度江苏省科学技术奖一等奖。2021年以来，中天储能科技参与设计、投标项目，累计落地逾250MWh。后备电源方面以通讯配套基站为着力点，稳抓5G商用时机，集中供应配套后备电源系统，2021年上半年，中国铁塔与中国电信备用磷酸铁锂电池产品联合集中招标项目中，中天科技凭借产品技术优势和历年供货业绩优势，以第三名的成绩中标，中标份额349MWh。

图6：公司磷酸铁锂电池产品



资料来源：公司官网

图7：公司电力储能智慧管理平台



资料来源：公司官网

2021年4月21日，国家发改委、能源局发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见（征求意见稿）》，提出“十四五”期间国内新型储能（除抽水蓄能外的新型电储能技术）将由商业化初期向规模化发展转变，2025年装机规模达30GW以上，而截至2020年底国内电化学储能累计装机规模约为3.3GW，未来五年的增长空间接近十倍。

3. 铜箔领域

公司铜箔产业向锂电铜箔与标准铜箔进行双向发力，快速布局。公司铜箔产业由子公司江东电子材料研发生产，专注于锂电铜箔及PCB铜箔。2021年7月公司正式开工高性能电子铜箔二期项目，此次实施的二期项目总投资20亿元，用地面积90亩，将新建生产及辅助用房约10万平方米，计划引进总价值10亿元的国内外先进设备，实现集成电路及5G通信用关键基础材料高性能电子铜箔系列产品的国产化替代和规模化生产。全面建成达产后，将形成年产3万吨高性能电子铜箔系列产品的生产能力，预计可形成年销售24亿元、利税超3亿元。

图8：公司铜箔生产示意图



资料来源：江海联播

1.3、光通信产业：海外市场的拉动，全球光纤光缆价格开始回暖

公司拥有棒-纤-缆一体化的产业布局，依托制造业数字化和技术创新，不断完善“集成服务产品群、基础设施产品群、无线网产品群、承载网产品群”等四大产品群，利用品牌、技术等优势，持续布局重大技术产品研发，进行产品创新。

图 9：公司光通信产品



资料来源：公司官网

海外市场的拉动业务需求，全球光纤光缆价格开始回暖。在新冠疫情扩散下，居家的远程办公就此成为办公“新常态”，低延迟、高带宽的特性需要不断的强化，带来海外用户端数据的激增。随着欧盟 2030/50 年数字议程的敲定，欧盟各国政府已经开始深度参与到当前的光纤网络建设中，欧盟 2020 年光纤入户接入数达到 1.83 亿户，整体覆盖率突破 50%。从中国移动今年集采情况我们可以看到，光纤光缆量价都有明显的提升，光纤光缆价格触底反弹。

公司发挥产品优势，取得较好的运营商集采中标成绩，积极参与国家级重大项目建设，并深入海外市场。公司取得 ODN 产品中国移动双端光缆接头盒、双端多分歧光缆接头盒、多模万兆软跳纤均取得中标份额第一，不锈钢光缆交接箱中标份额第二，SMC 光缆交接箱中标份额第三，基站用综合机柜中标份额第三，射频电缆产品在中国移动、中国电信、中国铁塔三大运营商系统集采排名均为第一，市场份额行业第一，漏缆产品在轨道交通行业上半年中标率行业领先。进一步巩固了行业领先地位，市场占有率进一步提升。在海外市场，2021 年上半年成功入围英国电信合格供应商名录，多种光缆通过认证。

表 3：公司 2021 年通信网络项目

项目	介绍	市场
中国电信模块化 DC 舱 (2021 年) 数据中心产品集采项目	共采购 8 种 DC 舱模型，总计 1985 套，主要涉及的产品为网络机柜、电源列柜、列间空调。	国内
中兴 T-Block 项目	进一步取得中兴市场突破。	国内
中老国际铁路通道项目	助推国家“一带一路”沿线建设，属于中国与周围邻国“互通互联”的重大国字号工程，对带动区域经济发展具有重大意义。	国内
中交交通 G.654.E	全自主研发的 G.654 光纤光缆，光纤光缆招标份额第一，份额占比 80%。	国内
入围英国电信合格供应商名录	多种光缆通过认证。	海外
“全光”(FTTP)宽带和以太网项目	项目为英国电信(BT)旗下网络基础设施公司 Openreach 在英国开展，该项目预计目标在 2026 年 12 月之前将其光纤到户 (FTTP) 网络的覆盖范围扩大到 2500 万个应用场所。	海外

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

2、盈利预测

我们维持预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 432/440/442 亿元，同比增速分别为-2%/2%/0%；我们维持公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 2/39/42 亿元，同比增速分别为-92%/2117%/8%。

表 4：中天科技盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	38,771	44,066	43,150	43,997	44,208
营业收入增长率	14.29%	13.66%	-2.08%	1.96%	0.48%
净利润 (百万元)	1,969	2,275	177	3,916	4,230
净利润增长率	-7.18%	15.51%	-92.23%	2116.59%	8.02%
EPS (元)	0.64	0.74	0.06	1.28	1.38
ROE (归属母公司) (摊薄)	9.27%	9.69%	0.76%	14.40%	14.17%
P/E	29	25	321	14	13
P/B	2.7	2.4	2.4	2.1	1.9

资料来源：Wind、光大证券研究所预测、股价时间为 2021-11-19

投资建议：公司 21 年受减值影响，其中前三季度对高端通信业务相关资产累计计提资产减值准备约 21 亿元，盈利下滑较大，预测公司 21-23 年 PE 为 321X、14X、13X，考虑到光纤光缆行业景气度攀升、海缆业务快速放量，维持“增持”评级。

风险提示：光纤价格景气周期回落，毛利率下滑风险，海缆景气度下滑，减值计提风险。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	38,771	44,066	43,150	43,997	44,208
营业成本	33,802	38,216	35,952	36,314	36,246
折旧和摊销	960	1,104	1,524	1,457	1,489
税金及附加	109	129	129	132	133
销售费用	1,101	690	1,251	1,276	1,282
管理费用	533	620	604	616	619
研发费用	1,101	1,217	1,239	1,307	1,309
财务费用	184	410	20	-54	-120
投资收益	17	68	100	100	100
营业利润	2,325	2,742	198	4,568	4,935
利润总额	2,303	2,756	206	4,576	4,944
所得税	335	386	29	641	692
净利润	1,968	2,370	178	3,936	4,251
少数股东损益	-1	96	1	20	21
归属母公司净利润	1,969	2,275	177	3,916	4,230
EPS(元)	0.64	0.74	0.06	1.28	1.38

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	2,895	2,588	2,134	5,154	5,551
净利润	1,969	2,275	177	3,916	4,230
折旧摊销	960	1,104	1,524	1,457	1,489
净营运资金增加	1,148	2,110	1,711	310	57
其他	-1,182	-2,900	-1,279	-528	-226
投资活动产生现金流	-1,947	-1,213	454	-312	-156
净资本支出	-1,546	-1,121	-674	-362	-206
长期投资变化	293	449	0	0	0
其他资产变化	-693	-541	1,127	50	50
融资活动现金流	1,999	-523	-2,519	-4	-1,450
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	2,450	-97	-2,197	0	0
无息负债变化	3,727	4,282	-4,492	131	5
净现金流	2,982	747	68	4,838	3,944

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	12.8%	13.3%	16.7%	17.5%	18.0%
EBITDA 率	9.1%	10.5%	18.4%	13.7%	14.3%
EBIT 率	6.6%	8.0%	14.8%	10.4%	11.0%
税前净利润率	5.9%	6.3%	0.5%	10.4%	11.2%
归母净利润率	5.1%	5.2%	0.4%	8.9%	9.6%
ROA	4.9%	5.0%	0.4%	8.9%	9.0%
ROE (摊薄)	9.3%	9.7%	0.8%	14.4%	14.2%
经营性 ROIC	8.9%	11.3%	21.6%	15.9%	17.8%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	47%	49%	40%	37%	35%
流动比率	2.13	1.87	2.73	3.14	3.49
速动比率	1.58	1.52	2.19	2.61	2.96
归母权益/有息债务	3.38	3.80	5.86	6.83	7.49
有形资产/有息债务	6.19	7.39	9.75	10.75	11.41

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	40,194	47,145	40,327	44,332	47,014
货币资金	9,969	11,098	11,165	16,004	19,948
交易性金融资产	456	102	0	0	0
应收账款	6,465	9,405	7,443	7,570	7,586
应收票据	325	619	606	618	621
其他应收款 (合计)	201	199	195	199	200
存货	7,136	6,430	6,038	6,101	6,089
其他流动资产	1,653	1,900	1,900	1,900	1,900
流动资产合计	27,603	33,745	30,866	35,944	39,890
其他权益工具	122	459	459	459	459
长期股权投资	293	449	449	449	449
固定资产	9,048	8,978	8,023	6,818	5,468
在建工程	555	495	512	454	376
无形资产	1,022	1,088	1,116	1,143	1,170
商誉	33	22	22	22	22
其他非流动资产	192	291	291	291	291
非流动资产合计	12,591	13,400	9,462	8,387	7,124
总负债	18,704	22,890	16,201	16,331	16,336
短期借款	1,331	1,191	0	0	0
应付账款	4,010	4,343	4,086	4,127	4,119
应付票据	5,019	5,846	5,499	5,555	5,544
预收账款	1,828	250	245	249	251
其他流动负债	10	600	600	600	600
流动负债合计	12,933	18,017	11,315	11,432	11,423
长期借款	1,633	499	499	499	499
应付债券	3,299	3,444	3,444	3,444	3,444
其他非流动负债	181	262	262	262	262
非流动负债合计	5,771	4,872	4,886	4,899	4,913
股东权益	21,490	24,256	24,127	28,000	30,677
股本	3,066	3,066	3,066	3,066	3,066
公积金	8,392	8,528	8,546	8,938	9,139
未分配利润	9,534	11,453	11,305	14,768	17,222
归属母公司权益	21,246	23,466	23,336	27,190	29,846
少数股东权益	244	789	790	810	831

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.84%	1.57%	2.90%	2.90%	2.90%
管理费用率	1.37%	1.41%	1.40%	1.40%	1.40%
财务费用率	0.47%	0.93%	0.05%	-0.12%	-0.27%
研发费用率	2.84%	2.76%	2.87%	2.97%	2.96%
所得税率	15%	14%	14%	14%	14%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.10	0.10	0.02	0.51	0.55
每股经营现金流	0.94	0.84	0.70	1.68	1.81
每股净资产	6.93	7.65	7.61	8.87	9.73
每股销售收入	12.65	14.37	14.07	14.35	14.42

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	29	25	321	14	13
PB	2.7	2.4	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	15.3	11.9	6.6	8.0	7.0
股息率	0.6%	0.6%	0.1%	3.2%	3.5%

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明： A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。	

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。

分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE