

公司研究/首次覆盖

2020年12月28日

通信/通信设备制造

投资评级：增持（首次评级）

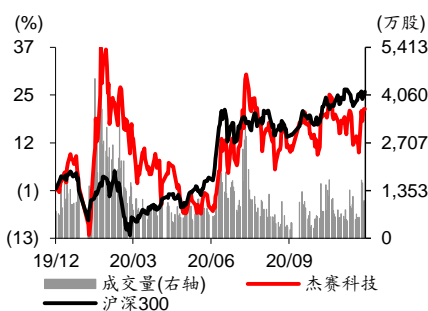
当前价格(元): 16.58  
目标价格(元): 18.12

**王林** SAC No. S0570518120002  
研究员 SFC No. BQM410  
wanglin014712@htsc.com

**付东** SAC No. S0570519080003  
研究员 fudong@htsc.com

**余熠** SAC No. S0570520090002  
研究员 SFC No. BNC535  
yuyi@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

## 军品持续高景气，民品打造新动能

### 杰赛科技(002544)

#### 军用 PCB 扩产有望增厚业绩，定增布局民品新业务打造新增长点

高技术壁垒和长验证周期是军用 PCB 行业的特征，后军改时期军工信息化建设有望加速，推动行业景气提升。杰赛科技作为国内军用 PCB 领先者，PCB 扩产有望驱动收入与净利提升。民品业务，公司拟通过定增切入 5G 小基站、5G 高端晶振等新市场，打造新业绩增长点。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.9/1.7/2.7 亿元，给予公司 2021 年 60.33x 目标 PE，对应 2021 年目标价 18.12 元，首次覆盖给予“增持”评级。

#### 军工集团资产证券化率仍有提升空间，高质量发展助力公司管理效率改善

根据证监会副主席阎庆民于 2019 年 3 月召开的国防军工上市公司座谈会上的讲话，我国军工集团资产证券化率与国外大型军工企业相比仍较低(经我们测算，2019 年国内主要军工集团资产证券化率均值为 45%，其中电科集团为 31%)，我国军工企业利用资本市场发展的潜力和空间较大。公司控股股东中电网通是电科集团通信网络信息产业平台，下辖 54 所、7 所等优质资产，此外 2020 年 7 月中电网通在年中工作报告中强调将深化高质量发展。我们认为公司作为中电网通旗下唯一上市公司平台，未来在中电网通高质量发展目标的推动下，有望迎来盈利能力的持续改善。

#### 国防信息化建设有望提速，军用 PCB 业务扩产分享行业景气红利

根据 Prismark 预测，2019~2023 年全球军用 PCB 市场复合增速为 4%。我们认为十四五期间军工信息化建设有望加速，驱动国内同期军用 PCB 市场复合增速有望达 10%，2023 年规模总量达到 144 亿元。军用 PCB 要求在复杂环境（高温、复杂电磁环境）下依旧保持稳定工作，因此具备较高的技术壁垒和验证壁垒。杰赛科技是国内军用 PCB 领先者，受益于行业景气提升，20 年上半年公司军品 PCB 订单同比增长超 30%，在此基础上公司积极推动产能释放，有望分享行业成长红利。

#### 定增拓展 5G 小基站及 5G 高端晶振等业务，有望打造新动能

公司发布定增预案拟投资 5G 小基站、5G 高端晶振等项目。在通信领域，晶振是基站中的核心电子元件，可提供基准时钟信号并接收传输信号。根据我们测算，2021 年国内 5G 晶振需求有望达 26 亿元。目前国内供应主要依赖进口，2020 年受海外疫情影响供给收缩，部分晶振产品涨价及供货期延长，进一步刺激国产化需求。我们认为定增项目的开展有望助力公司把握 5G 及进口替代机遇。5G 小基站方面，我们测算 2021 年国内市场有望达 36 亿元，公司有望通过定增切入 5G 小基站市场，打造新增长点。

#### 首次覆盖给予“增持”评级

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.9/1.7/2.7 亿元，可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE 均值为 60.33x，给予公司 2021 年 60.33x 目标 PE，对应 2021 年目标价 18.12 元，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：军用 PCB 业务扩产不及预期；5G 小基站及高端晶振研发不及预期；应收账款减值风险；公司传统业务发展不及预期。

### 公司基本资料

总股本 (百万股)	576.71
流通 A 股 (百万股)	567.49
52 周内股价区间 (元)	12.08-18.82
总市值 (百万元)	9,562
总资产 (百万元)	7,821
每股净资产 (元)	3.70

资料来源: 公司公告

### 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	6,268	6,226	6,470	7,581	8,622
+/-%	4.86	(0.67)	3.92	17.17	13.73
归属母公司净利润 (百万元)	13.78	36.60	88.69	173.22	265.14
+/-%	(93.17)	165.57	142.35	95.30	53.07
EPS (元, 最新摊薄)	0.02	0.06	0.15	0.30	0.46
PE (倍)	693.86	261.28	107.81	55.20	36.06

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

核心观点 .....	4
电科系上市公司，军民业务齐发展.....	5
电科系通信子集团唯一上市公司平台 .....	5
4G 网络建设趋缓导致公司 18~19 年业绩承压 .....	5
收入结构优化驱动 2019 年综合毛利率同比改善 .....	7
集团资产证券化率较低，高质量发展有望提升公司经营效率.....	8
我国军工集团资产证券化率提升空间大，政策助力市场化改革 .....	8
中电网通坚定高质量发展主线，公司经营效益有望登上新台阶 .....	9
军用业务：特种 PCB 景气提升，公司扩产有望增厚业绩.....	10
军用 PCB 需求端受益国防信息化加速，技术+认证壁垒筑建行业护城河 .....	10
国内军用 PCB 领导者，推进扩产有望分享行业成长红利 .....	11
民用：定增发力高端产线培育新动能，传统业务稳中向好 .....	13
5G 建设有望驱动公司通信服务业务复苏，精细化管理提升盈利能力 .....	13
定增项目拟拓展 5G 小基站及高端晶振等产线，有望打造新的增长点 .....	14
城轨线路规模扩张+城轨信息化发展，网络通信系统板块稳增长 .....	16
智慧应用板块成长空间广阔，未来有望步入收获期 .....	18
盈利预测及投资建议 .....	19
分板块盈利预测.....	19
估值分析与投资建议.....	21
风险提示.....	22
PE/PB - Bands .....	22

## 图表目录

图表 1： 公司历史沿革.....	5
图表 2： 公司营收及同比增速.....	6
图表 3： 公司归母净利润及同比增速.....	6
图表 4： 公司营收结构.....	6
图表 5： 公司毛利润结构 .....	6
图表 6： 公司毛利率 .....	7
图表 7： 公司各业务毛利率 .....	7
图表 8： 公司相关费用率 .....	7
图表 9： 公司研发费用及同比增速（研发费用单位：百万元） .....	7
图表 10： 国家多部委表示支持军工上市公司质量提升（2019 年 3 月国防军工上市公司座谈会） .....	8
图表 11： 电科集团资产证券化率基数仍较低（2019 年，净资产口径） .....	8
图表 12： 中电网通旗下优质研究所资源丰富.....	9

图表 13: 公司盈利能力与中电网通相比仍有较大改善空间 (2018 年净利率)	9
图表 15: 预计 2023 年国内军用 PCB 市场规模超 140 亿元	10
图表 16: 军用 PCB 相比于民用具备更高工艺要求 (表格中列出部分指标要求)	11
图表 17: 公司 PCB 板块中军品营收占比持续提升	12
图表 18: 预计国内 5G 基站 2020 年建设约 73 万座; 2021 年预计建设约 90 万座	13
图表 19: 公司通信网络服务板块营收	14
图表 20: 公司通信网络服务板块毛利率	14
图表 21: 国内 5G 小基站市场规模预测	14
图表 22: 国内 5G 通信晶振市场规模预测	15
图表 23: 远东通信晶振业务营收规模	16
图表 24: 2020 年国内城轨交通新增运营里程数有望突破 1000 公里	17
图表 25: 公司通信网络系统板块营收 (公司口径)	17
图表 26: 公司通信网络系统板块毛利率 (公司口径)	17
图表 27: 公司智慧应用板块营收	18
图表 28: 公司智慧应用板块毛利率	18
图表 29: 公司分板块预测	21
图表 30: 可比公司估值 (20201225)	21
图表 31: 提及公司表	22
图表 32: 杰赛科技历史 PE-Bands	22
图表 33: 杰赛科技历史 PB-Bands	22

## 核心观点

### 与市场不同的观点

市场认为公司盈利能力较弱，缺乏持续增长的动力。受国内 4G 通信网络投资力度趋缓及公司资产减值等因素影响，2018 年起公司盈利能力明显下滑，2017~2019 年净利率分别为 3.5%/0.4%/0.8%。展望未来，我们认为公司盈利能力有望边际改善，基于：1) 十四五期间，军工信息化有望加速带动国内军用 PCB 行业景气提升，且军用 PCB 具有高技术壁垒和高验证壁垒的特点，产品技术附加值高带来毛利率水平较高，公司作为行业内龙头企业有望分享行业景气改善的红利。2) 民品业务拟通过定增切入 5G 小基站、5G 晶振元件等业务，有望培育新的增长极，提振公司盈利能力。长期来看，我们预计电科集团资产证券化率仍有较大提升空间，且集团强调提升下属企业盈利能力的背景下，我们认为公司经营效率及盈利能力长期来看有望得到改善。

### 盈利预测及投资建议

公司是中国电科集团旗下上市公司，聚焦通信产业，相关业务在军用及民用对应细分市场享有较高地位。我们认为公司军用 PCB 产品受益于景气提升叠加公司扩产，有望增厚公司净利润；民用业务方面，公司有望通过定增打造新动能。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 0.9/1.7/2.7 亿元，可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE 均值为 60.33x，给予公司 2021 年 60.33x 目标 PE，对应 2021 年目标价 18.12 元，首次覆盖给予“增持”评级。

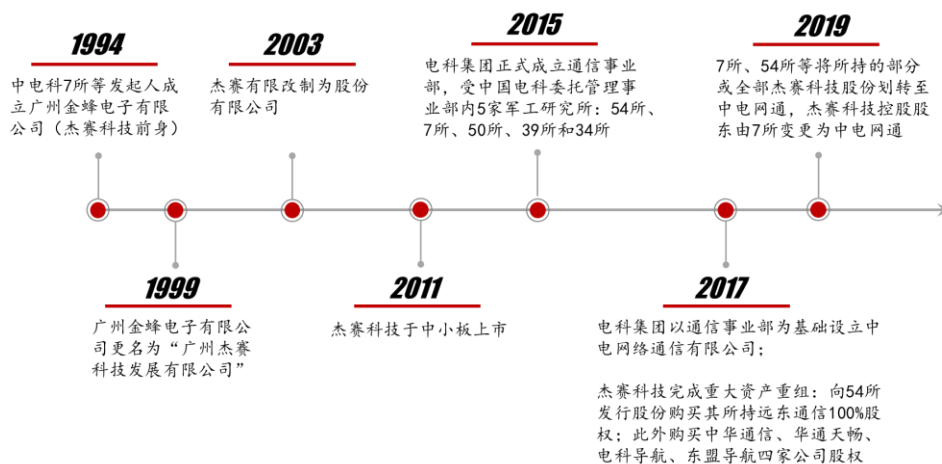
## 电科系上市公司，军民业务齐发展

### 电科系通信子集团唯一上市公司平台

公司成立于 1994 年，主要发起人为中国电科集团第七研究所（简称 7 所），7 所作为从事特种通信技术的军工研究所，主要负责研究特种移动通信新技术、新系统和新设备等的研发和生产，其领先的研发实力为公司注入了较为深厚的通信技术基因。2003 年公司改制为股份有限公司，并于 2011 年上市。

2015 年中电科集团成立通信事业部，2017 年以通信事业部为基础设立中电网络通信有限公司（简称中电网通，未上市）。作为电科集团通信网络信息产业平台，中电网通负责管理 7 所等在内的五家电科集团旗下研究所。2019 年经过股份的无偿划转，公司控股股东由 7 所变更为中电网通，实际控制人仍为电科集团，公司成为中电网通旗下唯一上市平台。

图表1：公司历史沿革



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

公司自成立以来深耕通信产业，2017 年完成资产重组收购远东通信（未上市）等五家公司，主营业务进一步扩大，完善了在通信领域的布局。目前公司在军用、民用细分市场具备较高市场地位。公司主营业务包括通信网络系统、通信网络服务、智慧应用与高端装备制造四大板块。

1. 通信网络系统：主要包括轨道交通专网通信系统集成、公安通信系统集成等业务，公司目前系国内最大的城轨通信系统集成供应商。
2. 通信网络服务：主要为移动通信网络规划设计，公司系国内电信运营商市场领先的第三方设计院，主要提供设计咨询服务。
3. 智慧应用板块：布局于智慧城市、物联网、云计算等领域，主要从事系统集成业务。
4. 高端装备制造板块：主要产品系军、民用 PCB 等，根据公司 2018 年底发布的投资者关系，公司系国内最大的军工 PCB 生产上市公司。

此外，根据公司于 2020 年 5 月发布的《非公开发行 A 股股票预案(二次修订稿)》，公司拟定增投资 5G 产业化项目等，具体包括 5G 小基站、5G 高端晶振等产品的研发与产业化。未来随着定增项目的逐步落地，公司有望开拓新的业务线。

### 4G 网络建设趋缓导致公司 18~19 年业绩承压

复盘公司历史业绩，受益于国内 3G 及 4G 移动网络建设及公司在运营商市场的持续开拓，2011~2016 年公司业绩保持了稳健的增长，营收与归母净利润 CAGR 分别为 17.5%、6.7%。

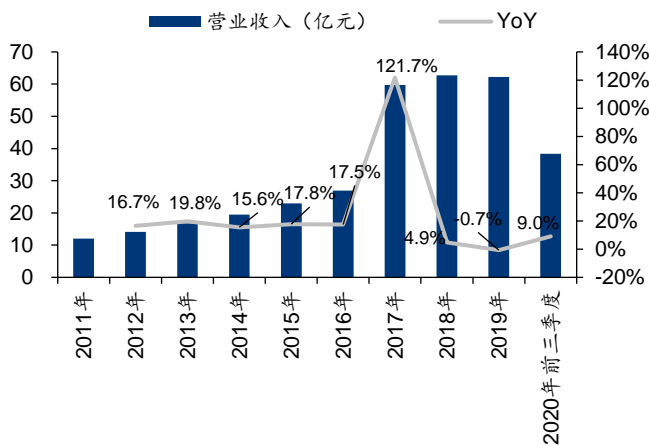
2017 年公司完成重大资产重组，新增发股份购买五十四所持有的远东通信 100% 股权，此外收购电科导航 100% 股权、中网华通 57.7% 股权、华通天畅 100% 股权、东盟导航 70% 股权。相关公司业绩进入合并报表后，使得公司 2017 年营收和归母净利润皆有较大幅度



的提升,实现营收 59.8 亿元 (YoY +121.7%), 同比口径下 (考虑并表公司 2016 年业绩, 2016 年备考总营收为 51.15 亿元), 公司 2017 年营收同比增长 16.87%; 实现归母净利润 2.02 亿元 (YoY +89.5%), 同比口径下 (考虑并表公司 2016 年业绩, 2016 年备考归母净利润为 1.91 亿元), 公司 2017 年归母净利润同比增长 5.85%。

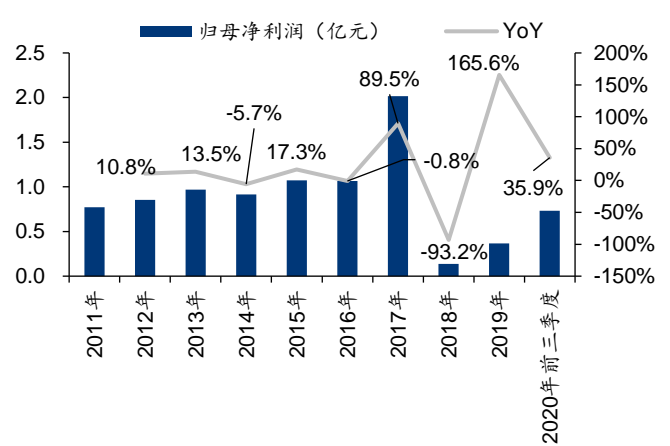
2018 年,受到国内 4G 建设放缓以及公司人事调整等因素影响,营收的同比增速有所放缓; 归母净利润方面, 公司计提资产减值损失导致归母净利润同比下滑 93.2%。根据 2019 年年报, 公司全年新签合同额同比下降 1.31% 至 74.8 亿元, 营业收入同比下降 0.67% 至 62.26 亿元, 主要受到国内经济增长放缓, 网络规划需求下降等因素的影响。尽管收入总量在 2019 年出现同比下滑, 但收入结构因高端装备制造业务较快增长而发生改变。在此推动下, 公司 2019 年实现归母净利润 3660 万元, 同比增长 165.6%。受益于军品 PCB 等板块持续向好, 以及公司推进精细化管理严控成本, 2020 年前三季度公司实现营收 38.41 亿元, 同比增长 9.02%, 实现归母净利润 7341 万元, 同比增长 35.87%。

图表2: 公司营收及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

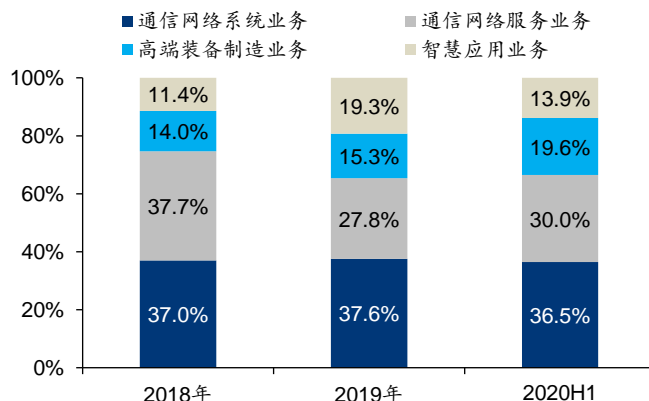
图表3: 公司归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

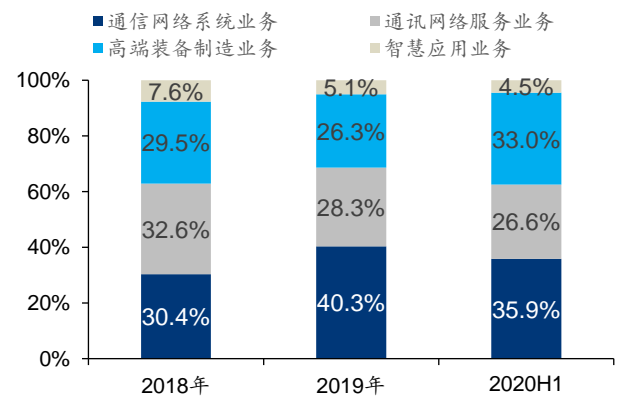
受益于行业景气度提升, 军品业务占比较高的高端装备制造业务收入占比持续提升。营收结构方面, 受益于下游行业景气提升, 公司高端装备制造业务收入占比有所提升。公司高端装备业务坚持多品种、中小批量的市场定位, 保持在细分市场处于行业领先水平, 其中军用 PCB 业务延续快速增长的趋势, 根据公司 2019 年年报, 2019 年公司特种 PCB 订单达到 5.5 亿元, 同比增长 18%, 成为驱动高端装备制造业务增长的主要动力。2019 年公司该项业务收入占比提升至 15.3%, 较 2018 年增长 1.3 个百分点。今年上半年公司高端装备制造业务收入占比延续提升的趋势, 根据半年报数据, 公司该项业务收入占比提升至 19.6%。

图表4: 公司营收结构



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表5: 公司毛利润结构

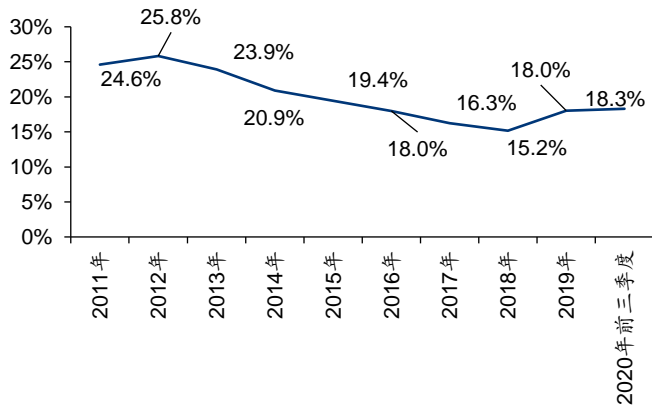


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 收入结构优化驱动 2019 年综合毛利率同比改善

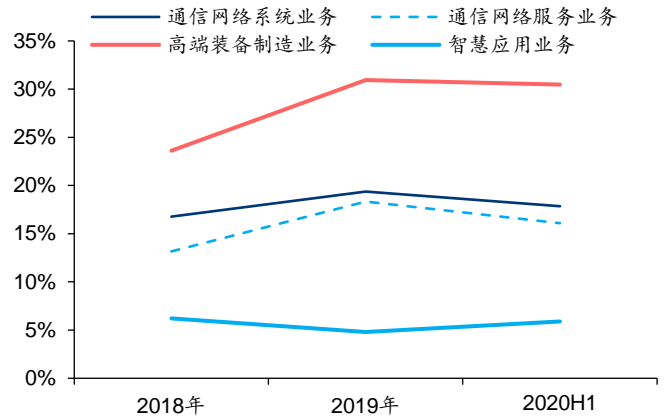
2012-2018 年公司综合毛利率呈现持续下滑趋势，主要受到通信网络系统、通信网络服务等行业竞争加剧导致价格下滑的影响。2019 年公司加大力度推进精细化管理，严格控制成本，同时在军用 PCB 需求提升的背景下，公司高端装备制造业务收入占比由 2018 年的 14.0% 提升至 2019 年的 15.3%，该项业务具有较高的毛利率进而推动公司综合毛利率得到改善。2020 年前三季度公司综合毛利率达到 18.3%，较去年同期下降 0.92 个百分点，我们认为主要系 PCB 上游原材料铜箔、树脂等涨价影响，导致公司 PCB 板块毛利率短期波动所致。

图表6：公司毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

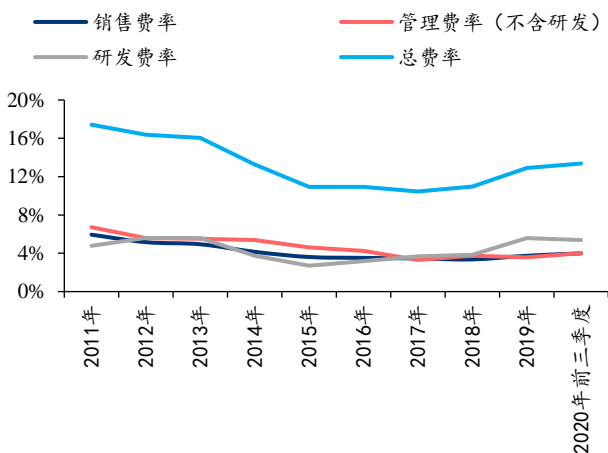
图表7：公司各业务毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**降本增效推动销售费用率和管理费用率改善。**受益于公司对费用的良好管控，2011-2018 年公司销售费用率和管理费用率呈现下降的趋势。2020 年前三季度，公司销售费用率和管理费用率分别为 4.0%/4.0%，较 2019 年同期分别下降 0.8 个百分点和 0.7 个百分点。研发费用率方面，近年来公司持续加大在 5G 通信、物联网、大数据、智慧城市等前沿领域的投入，研发费用率呈现增长的趋势。研发投入为公司产品向高端升级奠定了基础，公司“高端印制电路板高效高可靠性微细加工技术与应用”项目荣获 2019 年国家科学技术进步二等奖，展现出公司在 PCB 智能制造领域的高水平，也为公司近年来 PCB 业务的发展奠定技术基础。

图表8：公司相关费用率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：公司研发费用及同比增速（研发费用单位：百万元）



备注：公司于 2017 年数据异常主要系公司并表导致

资料来源：Wind，华泰证券研究所。

## 集团资产证券化率较低，高质量发展有望提升公司经营效率

### 我国军工集团资产证券化率提升空间大，政策助力市场化改革

我国军工集团资产证券化率仍有较大提升空间。2019 年 3 月召开的中国上市公司协会国防军工上市公司座谈会（下文简称座谈会）中，证监会副主席阎庆民提到，2015 年全球最大的 100 家军工企业中 80% 为上市公司，资产证券化率大都在 70%~80%；而同期我国军工产业集团整体资产证券化率平均不足 30%，一些核心军品仍未实现资产证券化。军工企业利用资本市场发展的潜力和空间大。

**政策助力，为军工企业市场化改革奠定基础。**2019 年 3 月座谈会中，多个部委表示支持军工上市公司质量提升，其中证监会副主席阎庆民表示，军工企业利用资本市场发展的潜力和空间较大，证监会支持军工上市公司借助资本市场，进一步盘活资产、提质增效，提高资产证券化率，提升核心竞争力。国资委产权局副局长谢小兵在座谈会中表示，国资委积极引导军工集团将优质军工资产注入上市公司，更加突出军工基因，以混改促进融合，激发内生动力和活力，充分发挥上市公司平台作用。国防科工局发展计划司副司长徐春荣在座谈会中表示，近年来国防科工局通过顶层设计、营造公平有序市场环境、引导社会资本进入军工行业，推动军工资产证券化、军工企业股份制改造和生产经营类院所改制。

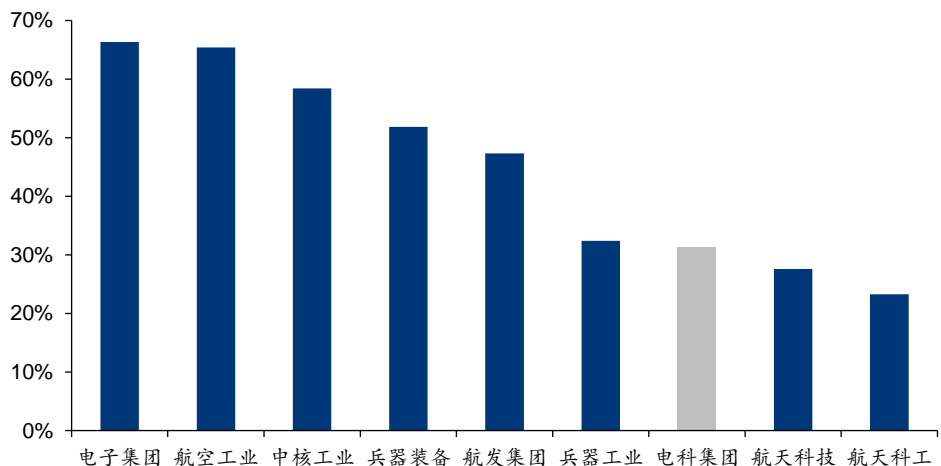
**图表10： 国家多部委表示支持军工上市公司质量提升（2019 年 3 月国防军工上市公司座谈会）**

主要参会人	发言内容
证监会副主席阎庆民	证监会支持军工上市公司借助资本市场，进一步盘活资产、提质增效，提高资产证券化率，提升核心竞争力。
工信部装备工业司副司长王瑞华	工信部通过切入军工装备薄弱短板、发挥市场支持机制、构建生态体系链条三方面，支持军工企业提高质量。
国资委产权局副局长谢小兵	国资委积极引导军工集团将优质军工资产注入上市公司，更加突出军工基因，以混改促进融合，激发内生动力和活力。
国防科工局发展计划司副司长徐春荣	近年来国防科工局通过顶层设计、营造公平有序市场环境、引导社会资本进入军工行业，推动军工资产证券化、军工企业股份制改造和生产经营类院所改制。

资料来源：中国证监会官网，华泰证券研究所

**电科集团资产证券化率较低。**根据我们的测算，2019 年国内主要军工集团资产证券化率（净资产口径）均值为 45%，其中电科集团资产证券化率约 31%，相比于同期电子集团（资产证券化率为 66%）、航空工业集团（资产证券化率为 65%）等国内军工集团仍处于偏低水平，预计资产证券化率仍有进一步提升的空间。

**图表11： 电科集团资产证券化率基数仍较低（2019 年，净资产口径）**



资料来源：各军工集团官网，Wind，华泰证券研究所



### 中电网通坚定高质量发展主线，公司经营效益有望登上新台阶

中电网通下辖优质研究所资源丰富。公司控股股东中电网通定位为电科集团旗下通信网络信息产业平台，下辖中国电科七所、三十四所、三十九所、五十所及五十四所等多家优质军工研究所，研究所的研发及生产领域主要聚焦于军事通信、卫星导航等前沿领域，技术实力雄厚。

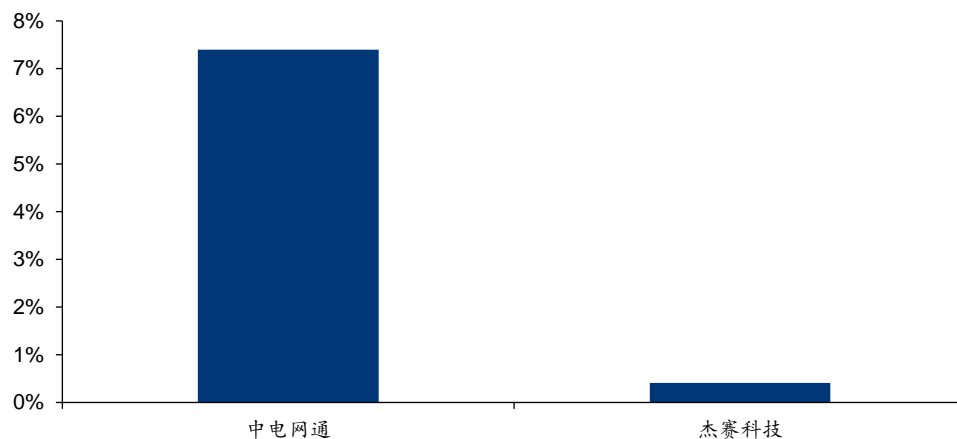
图表12：中电网通旗下优质研究所资源丰富

中电网通旗下研究所	主要研究领域
54 所	主要从事军事通信、卫星导航定位、航天航空测控、情报侦察与指控、通信与信息对抗、航天电子信息系统与综合应用等前沿领域的技术研发、生产制造和系统集成。
7 所	特种通信技术总体单位，主要负责研究特种移动通信新技术、新系统和新设备，为国防建设提供新型特种移动通信装备，制订移动通信系统和设备的技术体制和标准。
34 所	从事特种光通信系统整机、设备技术及产品研发的专业化研究所。
39 所	我国精密天线系统专业化研究所，主要从事雷达、测控、通信、卫星应用、射电天文观测等领域精密跟踪测量设备的研究、设计、制造和试验。
50 所	重点发展特种通信技术、微波与探测技术。研制开发的电力需求侧管理系统及设备、数字化市政监控系统及设备、自动安全防范系统及设备、各类探测设备等。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

中电网通坚定高质量发展主线，公司经营效益有望登上新台阶。2020 年 7 月中电网通在年中工作报告中提到，将深化高质量发展核心内涵，具体举措包括持续推进深化改革、围绕业务市场需求及技术变革配置资源，统筹能力建设规划论证和优化核心能力布局等。我们认为公司作为中电网通旗下唯一的上市公司平台，在控股股东层面积极推进高质量发展背景下，未来有望以提升经营效益为发展主脉络。根据三十四所官网，中电网通 2018 年营收为 208.2 亿元，利润总额为 15.5 亿元，测算得净利率为 7.4%，较公司同期净利率高出约 7.0pct，即公司盈利能力相较于中电网通整体水平仍有较大改善空间，我们认为未来在中电网通推进高质量发展驱动下，公司盈利能力有望得到改善。

图表13：公司盈利能力与中电网通相比仍有较大改善空间（2018 年净利率）



资料来源：公司年报，中电科三十四所官网，华泰证券研究所

## 军用业务：特种 PCB 景气提升，公司扩产有望增厚业绩

### 军用 PCB 需求端受益国防信息化加速，技术+认证壁垒筑建行业护城河

十四五三化融合为主线，国防信息化建设有望提速。2020年11月发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中对我国国防和军队建设作出战略部署，其中强调要加快机械化、信息化、智能化融合发展，全面加强练兵备战，确保二〇二七年实现建军百年奋斗目标。对比十三五规划中的表述“到2020年，军队要基本实现机械化，信息化建设取得重大进展”，我们认为随着人工智能技术的加速运用，智能化正成为继机械化、信息化之后推动军事力量建设的下一发展重点。信息化在智能化和机械化之间起到承上启下的重要作用，未来在智能化持续推进下，信息化武器装备有望进一步升级改造，以信息化武器装备为骨干的装备体系有望加速形成。

图表14：政策面持续加码国防信息化、智能化

时间	会议或文件	政策内容
2012年11月	十八大	信息化作为军队现代化建设发展方向，加强高新技术武器装备建设；三步走战略：2010年打下现代化基础；2020年基本实现机械化，信息化取得重大进展；2050年基本实现军队国防现代化。
2016年5月	《军队建设发展“十三五”规划纲要》	到2020年，军队要基本实现机械化，信息化建设取得重大进展，构建能够打赢信息化战争、有效履行使命任务中国特色现代军事力量体系。
2017年10月	十九大	加快军事智能化发展，提高基于网络信息体系的联合作战能力、全域作战能力；三步走战略：2020年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展；2035年实现国防和军队现代化；2050年全面建设世界一流军队。
2019年7月	《新时代的中国国防》	推动机械化信息化融合发展，加快军事智能化发展；到2020年基本实现机械化，信息化建设取得重大进展；力争到2035年基本实现国防和军队现代化，到本世纪中叶把人民军队全面建成世界一流军队。
2020年11月	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	加快机械化信息化智能化融合发展，全面加强练兵备战，提高捍卫国家主权、安全、发展利益的战略能力，确保二〇二七年实现建军百年奋斗目标。

资料来源：国务院网站，华泰证券研究所

国防信息化有望加速发展，推动军用 PCB 行业景气提升，我们预计 2023 年国内规模将超 140 亿元。PCB（印制电路板）是组装电子零件用的基板，作为信息化领域的关键电子互连件，PCB 不仅直接影响电子产品的可靠性，而且影响系统产品整体竞争力，因此被称为“电子系统产品之母”，其产值在电子元器件产业中占较大比重。其中在军用领域，PCB 已广泛应用于军用特种通信设备、导航系统、侦查机器人等，我们认为军用 PCB 市场有望长期受益于我国国防信息化推进。根据世界电子电路理事会数据，2018 年我国 PCB 下游市场中，军用/航空领域占比为 4%，则对应市场空间约 90 亿元。根据 PrismaMark 于 2020 年 1 月的预测，全球军用 PCB 市场规模 2019-2023 年 CAGR 预计达 4%，基于近年我国国防支出增速快于全球（根据瑞典斯德哥尔摩国际和平研究所数据，2019 年我国国防支出同比增速为 5.1%，全球同比增速为 3.6%），以及国防信息化有望迎来快速发展阶段，我们认为国内军用 PCB 市场增速将高于全球增速，同期 CAGR 有望达 10%，对应 2023 年国内军用 PCB 市场规模约 144 亿元。

图表15：预计 2023 年国内军用 PCB 市场规模超 140 亿元

2018 年国内 PCB 市场规模（亿元）	2,243
其中军用 PCB 市场占比	4%
2018 国内军用 PCB 市场规模（亿元）	90
2019-2023 年国内军用 PCB 市场规模预计 CAGR	10%
2023 年国内军用 PCB 预计市场规模（亿元）	144

资料来源：世界电子电路理事会，PrismaMark，华泰证券研究所

**高技术+资质认证壁垒,军用 PCB 生产行业具备较深护城河。**军用 PCB 通常须具备高频、高抗干扰性、高可靠性等特点,具有较高技术壁垒。以 IPC 标准为例,作为 PCB 制造行业内的重要标准之一,IPC 将 PCB 制造标准划分为三个等级,等级越高对 PCB 工艺要求越严格,其中 IPC 一级、二级标准主要针对消费电子、通讯设备等民用应用领域;IPC 三级标准主要针对军用、高端民用等高性能场景,对 PCB 导线间距、覆盖层覆盖性等关键指标提出更高要求。另一方面,从事军品 PCB 生产需要取得《武器装备质量管理体系认证证书》中军用 PCB 电路板制造相关资质,由于军工 PCB 具备高技术门槛,下游客户通常会采取其内部比国际、国内标准更加严格的合格供应商认证制度,设置较长考察周期,对生产厂商进行严格的业务管理体系审核、质量控制体系审核、现场审核、环保体系审核等多方面考核,行业具备较高的客户认可壁垒。

**图表16: 军用 PCB 相比于民用具备更高工艺要求(表格中列出部分指标要求)**

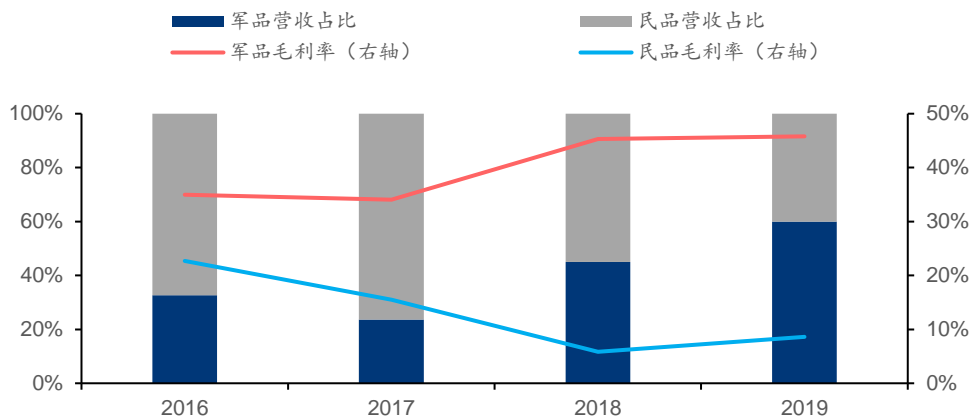
检验项目	IPC 2 级标准(民用 PCB)	IPC 3 级标准(军用、高端民用 PCB)
表面镀层总则	露铜/镀层交叠区域不大于 1.25mm	露铜/镀层交叠区域不大于 0.8mm
导线间距	导线边缘粗糙、铜刺等缺陷的任意组合造成在孤立区域内导线间距的减少不大于最小导线间距的 30%	导线边缘粗糙、铜刺等缺陷的任意组合造成在孤立区域内导线间距的减少不大于最小导线间距的 20%
负凹蚀	小于 0.025mm	小于 0.013mm
芯吸(灯芯)	不超过 100 μm	不超过 80 μm
覆盖层覆盖性	圆周上至少 270 度范围内有可焊孔环宽为 0.05mm	圆周上至少 360 度范围内有可焊孔环宽为 0.05mm

资料来源: IPC 标准, 华泰证券研究所

**国内军用 PCB 竞争格局: 行业集中度较低, 杰赛科技营收规模领先。**现阶段国内军用 PCB 需求仍以中小批量、定制化、多品种为主, 行业集中度较低。国内从事军用 PCB 业务的公司主要包括杰赛科技、崇达技术(002815 CH)、兴森科技(002436 CH)、金百泽(未上市)、嘉捷通(未上市)等。其中杰赛科技具备军工国企背景(电科集团旗下上市公司), 为国内军用 PCB 板研制、生产的骨干企业, 产品的技术水平和市场占有率具有一定优势, 产品具有高频、高密度、高抗干扰性、高可靠性等特点, 能为高性能的信息网络设备提供良好的保障。根据杰赛科技 2018 年 11 月发布的投资者关系, 公司是国内最大的军工 PCB 生产上市公司。营收规模对比来看, 根据杰赛科技 2019 年发布的债券募集说明书、金百泽 2020 年发布的招股说明书等公开资料, 2018 年杰赛科技军用 PCB 营收为 4.0 亿元, 同期金百泽军工类业务(包括军用 PCB 等)营收为 0.3 亿元(备注: 崇达技术、兴森科技、嘉捷通未披露同期军用 PCB 营收数据)。

### 国内军用 PCB 领导者, 推进扩产有望分享行业成长红利

**公司是国内领先的军用 PCB 供应商。**公司 PCB 产品面向军品和民品两大市场, 其中在军用领域, 公司系国内最大的军品 PCB 生产上市公司, 每年生产的 PCB 产品种类达 10 万种, 产线具有快板、小批量、多品种的特点, 采取特定工艺、进行特定生产并在最短的时间内完成产品并交付使用。根据公司 2019 年发布的债券募集说明书, 2018 年公司军品 PCB 营收为 4.0 亿元, 占 PCB 板块营收的 45.0% (同比提升 21.4pct), 占比呈快速提升趋势; 毛利率方面, 2018 年军品 PCB 毛利率为 45.3%, 较民品高出 39.4pct。2019 年公司进行收入结构重新划分, PCB 业务被划归至高端装备制造板块。2019 年公司高端装备制造板块营收为 9.6 亿元, 同比+8.9%。毛利率为 30.9%, 同比+7.3pct, 我们认为该项业务营收和毛利率的提升主要受到军用 PCB 业务的驱动。

**图表17： 公司 PCB 板块中军品营收占比持续提升**


资料来源：公司公告，华泰证券研究所（备注：2016-2018 年数据根据公司公告，2019 年数据为测算值）

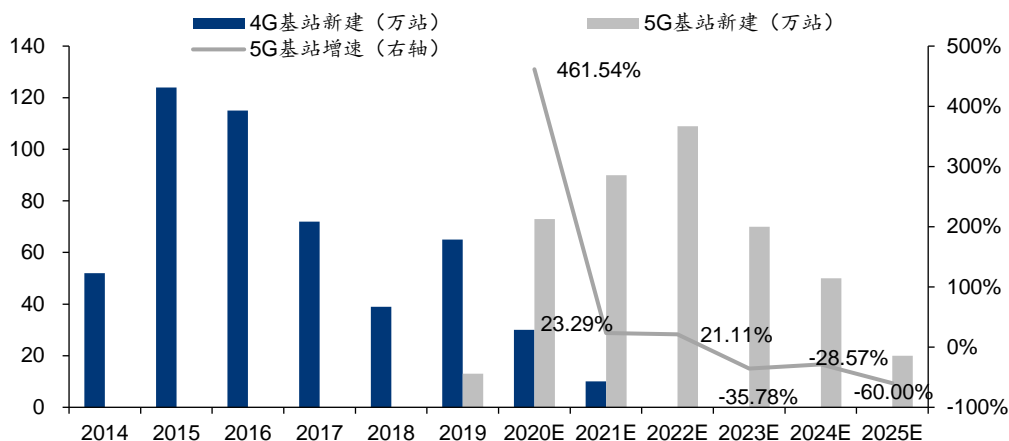
**在手订单持续饱满，推进扩产有望分享行业成长红利。**根据公司 2020 年半年报，自 3 月份公司复工复产后，PCB 业务连续三个月订单量超 1 亿元，上半年新增订单超 5 亿元，其中在特种电路板订单同比增长超过 30%。在公司 PCB 订单持续饱满背景下，板块产销率持续高位。我们认为基于下游需求的高景气，以及军工 PCB 行业较高的技术与认证壁垒，公司军用 PCB 业绩增速主要取决于新增产能释放进度。2019 年 1 月公司发布《关于投资建设杰赛科技产业园的公告》，提到拟于广州市花都区投资建设杰赛科技产业园，其中通信装备制造基地项目作为第二期工程，公司预计于 2023 年完工，项目将进一步夯实公司 PCB 业务、SMT 业务优势，提升整体交付能力。我们认为未来新增产能有望有效转化为销量，释放公司 PCB 板块业绩弹性。

## 民用：定增发力高端产线培育新动能，传统业务稳中向好

### 5G建设有望驱动公司通信服务业务复苏，精细化管理提升盈利能力

根据工信部于2020年11月世界5G大会中披露的数据，截至2020年10月底，国内已累计开通5G基站70万个，连接用户数超过1.8亿，保持世界领先地位。自年初至今，国内5G基站建设数量已超过年初规划（2020年初规划全年建设66万座5G基站），我们预计至年末前仍有部分基站建设，预计全年建设73万座。展望2021年，我们认为中国移动（941 HK）与中国广电（未上市）合作建设700M频段有望带动新增量，5G基站新建规模预计进一步提升，我们预计国内三家运营商5G基站新建规模约90万座。

图表18：预计国内5G基站2020年建设约73万座；2021年预计建设约90万座



资料来源：三大运营商公告，华泰证券研究所

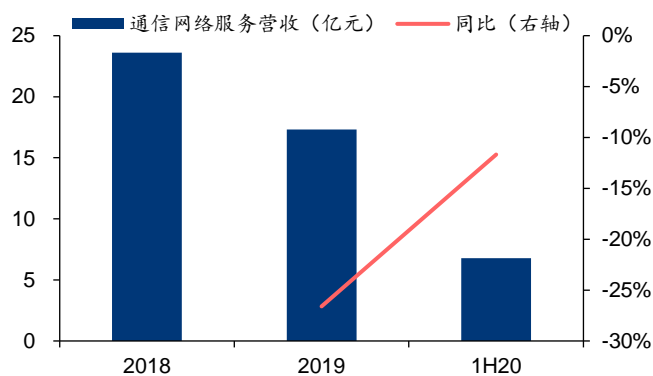
**公司系国内领先的第三方通信服务商。**通信网络服务指为运营商通信网络建设提供规划、设计、建设、维护和优化等服务。目前国内通信网络服务市场参与者主要包括运营商旗下子公司，如中通服（552 HK）等；随着行业分工的不断细化，以及通信运营商专注于核心业务，技术服务外包需求持续增长，第三方公司凭借深耕细分专业领域等优势，逐步承接运营商技术服务外包需求。国内第三方通信网络服务商主要包括杰赛科技、吉大通信（300597 CH）、恒泰实达（300513 CH）等，其中杰赛科技凭借资质齐全、技术储备深厚、业务布局广泛等优势，目前系国内领先的第三方通信网络服务商。

**受益5G建设带动，公司通信网络服务板块有望迎复苏。**公司2018~2019年受国内4G基站建设趋缓影响，公司通信网络服务板块营收承压。随着国内5G规模化建设持续落地，公司作为国内领先的独立第三方通信规划设计院有望受益，板块营收有望迎复苏拐点。根据公司2019年年报，2019年公司承接的首个5G规划项目已实现项目落地，此外公司大力拓展运营商ICT业务，并已成功入围多省运营商市场。根据2020年半年报，报告期内公司加大了5G业务拓展力度，成功中标中国联通（600050 CH）、中国铁塔（788 HK）多省5G网络规划设计项目，未来将进一步向5G网络建设总承包业务拓展。我们认为随着国内5G建设持续部署，通信网络服务行业规模有望迎复苏拐点，5G业务驱动下公司通信服务板块收入有望迎来改善。

**精细化管理快速推进，驱动经营效益提升。**根据公司2019年年报，2019年公司通信网络服务板块营收17.3亿元，同比-26.6%；毛利率为18.3%，同比+5.2pct。我们认为在2019年公司通信网络服务板块营收同比下降背景下仍实现毛利率提升，主要受益于积极推进降本增效、严控成本等工作，为板块经营效益的不断提升提供了有力支撑。1H20公司收入结算方面受疫情影响，通信网络服务板块营收6.8亿元，同比-11.7%；板块毛利率为16.1%，同比-2.5pct。我们认为随着下半年国内疫情防控持续向好，公司5G相关订单有望加速释放以及公司精细化管理的进一步推动，有望带动板块营收与毛利率企稳回升。

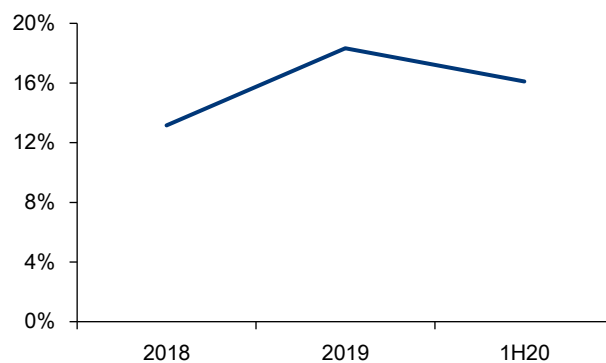


图表19: 公司通信网络服务板块营收



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表20: 公司通信网络服务板块毛利率



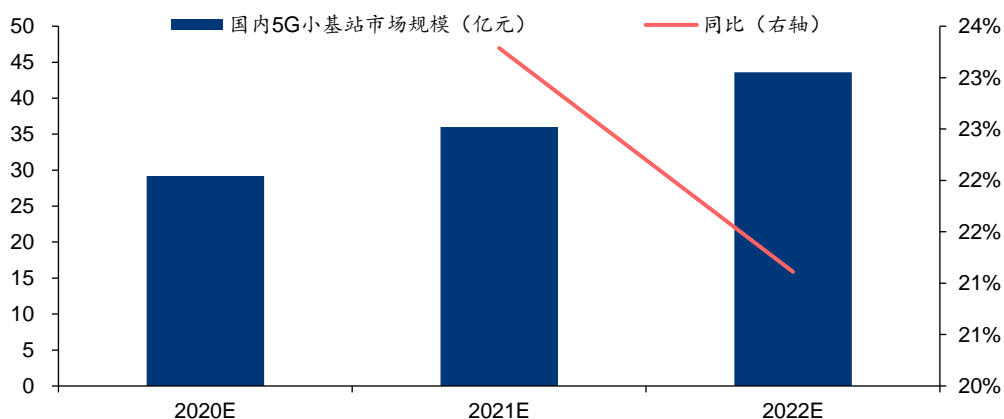
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 定增项目拟拓展 5G 小基站及高端晶振等产线, 有望打造新的增长点

**小基站有望迎来集中建设期。**5G 小基站作为宏基站的重要补充, 因具备功率低、体积小、建站简便等优点, 可有效解决宏站信号盲区信号质量问题, 有望成为国内 5G 网络建设下一阶段重要方向。2020 年 10 月召开的北京通信展中, 中国电信研究院表示, 预计 5G 三大典型(增强移动宽带、低时延高可靠与海量连接)场景 70%~80% 的业务将发生在室内, 对室内覆盖的网络指标提出了进一步的要求。此外由于频段的改变, 用宏基站覆盖室内的能力有所减弱, 叠加针对传统网络的无源室分, 无法直接满足 5G 相关的应用需求, 由此带来国内 5G 小基站需求; 中国联通研究院认为自 2021 年起以 5G 小基站为主的室内建设有望进入投入期。

**定量测算: 预计 2020-2022 年国内 5G 小基站市场规模分别为 29、36、44 亿元。**我们假设: 1) 5G 宏基站平均覆盖半径约 300 米, 5G 小基站覆盖半径约 50 米; 2) 5G 宏基站信号覆盖面积内 10% 的热点区域(以办公室、商场等室内场景为主)需要匹配小基站做补充。则根据信号覆盖面积测算, 每座 5G 宏基站需要匹配约 4 个 5G 小基站。随着移动&广电合作建设 700M 频段带动新增量, 我们预计 2020-2022 年国内 5G 基站新建规模分别为 73、90、109 万站。则以此测算 2020-2022 年我国 5G 小基站需求量分别为 292、360、436 万个; 5G 小基站价格方面, 由于目前国内 5G 小基站未开始大规模商用, 尚缺少可作为参考的价格数据。根据前瞻产业研究院分析, 相比 5G 宏基站, 因硬件、土建等成本的较大差异, 5G 小基站成本较低, 我们假设单个 5G 小基站价格为 1000 元, 测算得 2020-2022 年国内 5G 小基站市场空间分别约 29、36、44 亿元。

图表21: 国内 5G 小基站市场规模预测

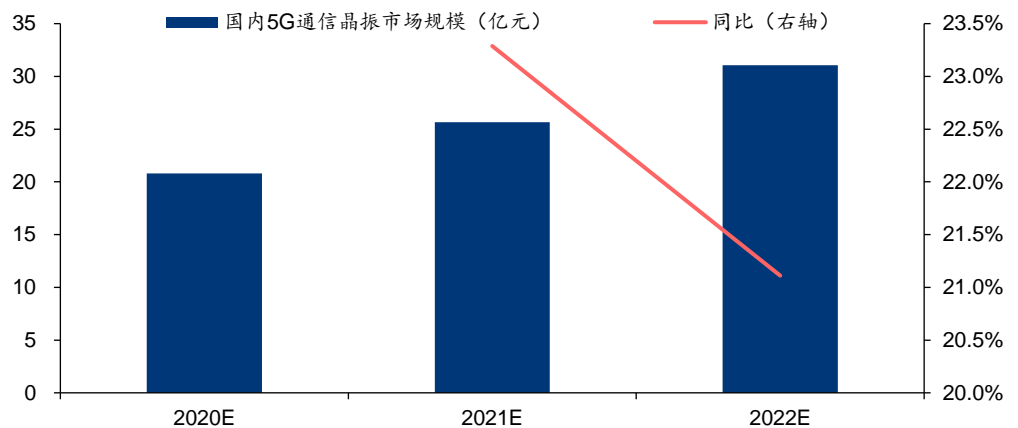


资料来源: 三大运营商公告, 前瞻产业研究院, 华泰证券研究所

**定增发力 5G 小基站等产业化项目，有望把握 5G 建设机遇。**根据公司 2020 年 5 月发布的最新定增预案，公司拟募集资金不超过 16 亿元，主要投资于 5G 产业化等项目。其中拟投资 4.6 亿元于下一代移动通信产业化项目，具体研发内容包括 5G 小基站、5G 特种天馈线、智能家居网关等，公司前期已开发过基站天线系列产品、4G 接入设备等多款产品，已经具备一定的技术积累。其中在 5G 小基站方面，根据公司于 2020 年 12 月发布的投资者关系，公司已完成 5G 小基站样机研发并与行业客户开展联合测试工作。我们认为未来 5G 小基站等项目的进一步落地有望助力公司紧抓 5G 网络建设带来的高景气机遇，此外公司自身处于独立第三方通信规划设计院前列，业务承接能力有望得到加强。

**5G 基站催生高端晶振需求，2020-2022 年国内市场有望分别达 21、26、31 亿元。**按是否自带时钟电路，晶振可分为有源晶振（晶体振荡器）与无源晶振（晶体谐振器）两类，前者精度、频率稳定性等指标更优，主要用于高速通信、军用、航天等高端市场。在通信市场，晶振是基站中核心电子元件，可提供基准时钟信号并接收传输信号。5G 基站持续部署催生了广阔 5G 高端晶振需求。5G 网络由于采取更高频段电磁波及更快的信号传输速度，基站中须搭载更高精度与稳定性的有源晶振。根据中国产业信息网，宏基站所需晶振数量超过 10 颗（我们假设平均需 15 颗），小基站需要 1 颗；价格方面，根据公司 2017 年发布的《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，2016 年远东通信销售的晶体振荡器均价为 128 元，我们认为 5G 高端晶振价值量更高，假设均价为 150 元/颗，结合上文对宏基站与小基站数量的预测进行测算，2021、2022 年国内 5G 高端晶振市场规模预计分别约 21、26、31 亿元。

图表22：国内 5G 通信晶振市场规模预测

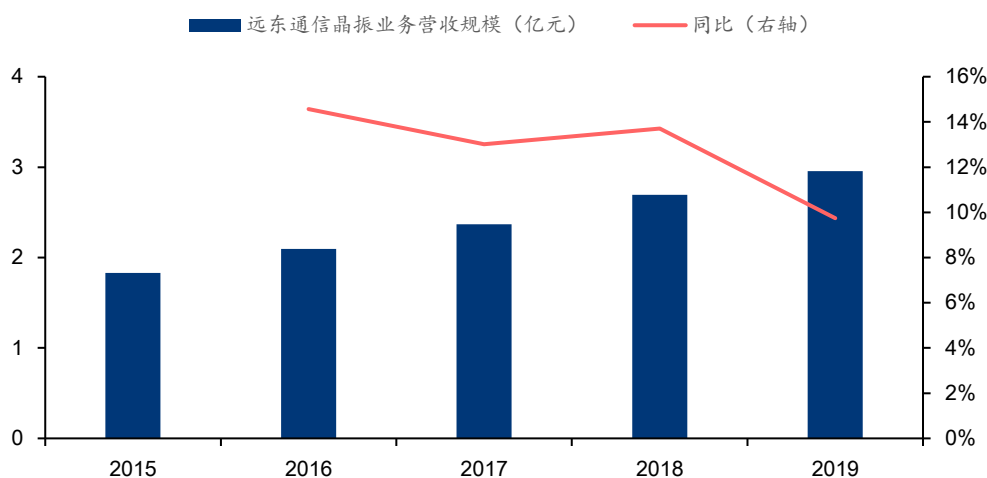


资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所

**高端晶振依赖进口，国产化替代需求迫切。**目前我国高端晶振主要从日本进口，以日本大真空（未上市）、日本电波（未上市）、京瓷（KYOCERA）、精工爱普生（SEIKO）等供应商为主。2020 年我国 5G 基站的规模部署带来高端晶振需求端持续提升背景下，海外疫情影响晶振厂商供应及物流，造成部分高端晶振供给短缺，呈现产品涨价与交付延长等现象。需求缺口的走扩进一步刺激国内高端晶振市场国产化替代步伐提速，目前在中低端通用型晶振领域，随着国内晶振厂商技术不断成熟、产能规模逐步扩大，国内公司凭借高性价比优势逐步替代进口份额。随着未来国内晶振厂商生产技术、工艺、自动化程度等层面的进一步提升，未来有望在温补晶振、热敏晶振等高端晶振领域进一步提升竞争力水平，实现进口替代。

**2019 年公司原有晶振业务营收预计 3.0 亿元，定增发力 5G 高端产线有望贡献新增量。**根据公司 2017 年发布的《发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书》，2016 年远东通信高端时频器件(晶振等元件)营收规模约 2.1 亿元，占远东通信营收比重约 12.5%，产品毛利率为 23.0%，下游客户主要包括华为(未上市)、中兴(000063 CH)等通信设备商，主要应用于蜂窝通信基站、PCS 基站等。根据中国产业信息网，2017-2019 年国内有源晶振市场同比增速分别为 13.0%、13.7%、9.7%。我们假设公司原有晶振业务营收规模增速与行业保持一致，测算得 2019 年公司原有晶振业务营收规模约 3.0 亿元。与公司目前的晶振产品相比，5G 高端通信晶振产品体积更小，集成化度更高，芯片功能也实现了进一步拓展。公司在部分现有设备的基础上拟通过定增购置新的相关配套设备，建设 5G 高端通信晶振产线，实现高指标晶振的批量生产，未来有望加速高端 5G 晶振元件进口替代步伐，发力高端核心器件优化业务结构，为公司成长增添新动力。

**图表23： 远东通信晶振业务营收规模**

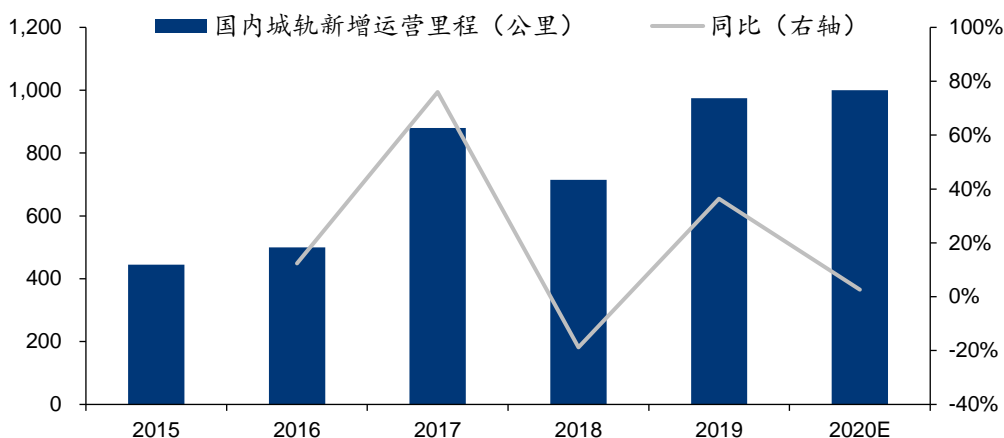


资料来源：中国产业信息网，华泰证券研究所（备注：2015-2016 年营收数据根据公司公告，2017-2019 年为测算值）

### 城轨线路规模扩张+城轨信息化发展，网络通信系统板块稳增长

**城轨通信系统需求受益城轨线路规模持续提升+城轨信息化发展。**根据中国城轨协会预测，2020 年国内城轨交通新增运营里程有望突破 1000 公里，创历史新高。我们认为目前我国城镇化率水平较发达国家仍有提升空间(根据国家统计局,2019 年我国城镇化率达 60.6%；发达国家城镇化率大多超过 80%)，未来城轨交通运营线路规模仍有望持续扩张。另一方面，2020 年 3 月中国城轨交通协会发布《中国城市轨道交通智慧城轨发展纲要》，作为国内城轨交通建设首份纲要类文件，其中强调信息化建设是智慧城轨的核心与基础，要推进城轨信息化，建设智慧城轨。我们认为，在国内政策面的加码下，智慧城轨建设有望加速推进，利好城轨信息化相关产业快速发展。

**图表24： 2020年国内城轨交通新增运营里程数有望突破1000公里**



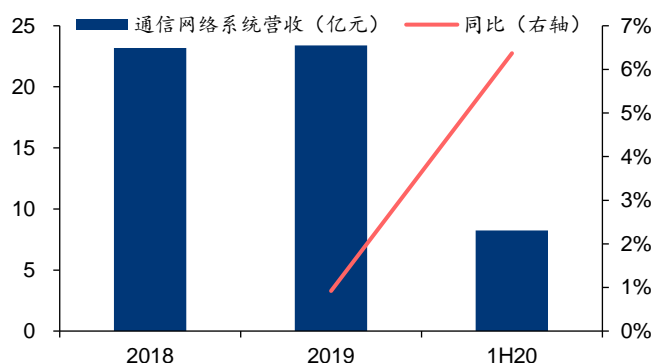
资料来源：中国城市轨道交通协会，华泰证券研究所

**5G 赋能下城轨信息化发展迎新机。**随着国内 5G 建设的快速推进，智慧城轨建设获得重要支撑。例如基于 5G 高带宽技术，可有效解决以往地铁车载视频无法及时回传、应急通讯保障手段有限等瓶颈。依托 5G 低时延技术，可实现信号处理、列车控制的实时处理，对地铁列车无人驾驶等提供关键支持。此外基于 5G 技术的室内定位系统亦有望在未来智慧城轨中广泛应用。我们认为，随着 5G 技术与城轨交通建设的深度融合，一方面，传统地铁传输网络系统、应急集群通讯系统等有望启动新一轮设备升级周期；另一方面，车站与隧道内部署的 5G 网络增益设备、车载 5G 小基站等覆盖设备、移动边缘计算 (MEC) 等需求有望为城轨信息化建设中通信系统的投资带来新增量。

**国内城轨专网通信系统龙头，业绩保持稳步提升。**公司通信网络服务业务主要为城轨交通、人防、公安等领域提供专网通信解决方案等，子公司远东通信系国内城市轨道交通专网通信解决方案龙头，主营业务包括交换调度与数字集群系统的生产和销售、专网通信系统集成服务、高端时频器件生产和销售等，下游应用市场主要包括城市轨道交通、公安、人防等领域。2017 年公司完成重大资产重组收购远东通信 100% 股权，进一步强化专网通信系统市场地位。根据公司 2019 年年报，2019 年公司通信网络系统板块斩获 12 条地铁通信系统集成订单，中标数量和中标金额稳居行业第一；此外在人防、公安两个行业信息化市场的新签合同额均超过 1 亿元。

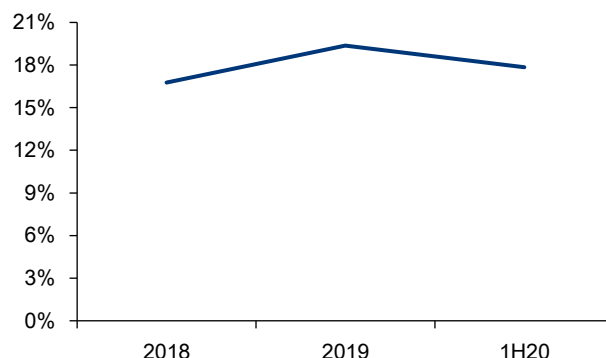
根据公司披露的数据，2019 年通信网络系统板块营收为 23.4 亿元，同比增长 0.9%；板块毛利率为 19.4%，同比提升 2.6pct。1H20 板块营收为 8.2 亿元，同比增长 6.4%；板块毛利率为 17.9%，同比提升 0.7pct。

**图表25： 公司通信网络系统板块营收 (公司口径)**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**图表26： 公司通信网络系统板块毛利率 (公司口径)**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

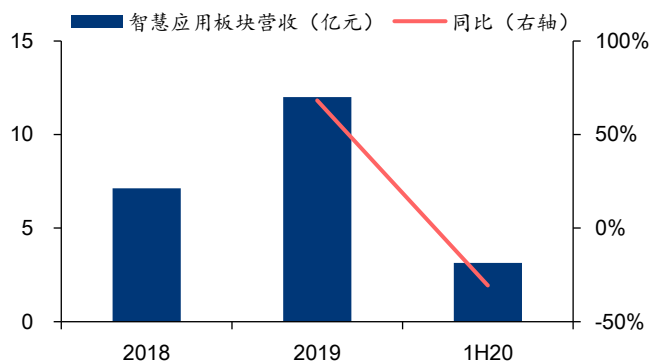
由于远东通信旗下业务包括晶振的销售，我们将晶振业务从通信网络系统板块中剔除，追溯调整后测算得 2018-2019 年通信网络系统板块营收分别为 20.5、20.4 亿元，板块毛利率分别为 16.0%、19.0%，我们认为 2019 年营收同比小幅下滑或因板块中人防、公安等系统集成业务受行业竞争加剧影响，营收短期回调；板块毛利率增长主要系公司推进精细化管理严控成本。我们认为受益于国内城轨交通线路规模稳步扩张，以及城轨信息化的持续发展，公司城轨通信业务营收有望保持增长态势；另一方面，公司拟定增投资泛在智能公共安全专网装备项目，我们认为该项目的展开有助于加强公司在公安专网装备领域的竞争力，有望驱动公安专网等业务收入与盈利能力的增长。

### 智慧应用板块成长空间广阔，未来有望步入收获期

**2019 年国内物联网市场达 1.76 万亿元。**根据赛迪顾问数据，2019 年国内物联网市场规模为 1.76 万亿元，同比增长 21.7%。细分来看，其中智能工业市场占比最大，主要受益于工业领域对物联网技术较高的认可程度，带动物联网相关投资持续增长；此外智慧电力、智慧安防等领域随着政策层面的持续加码，未来市场规模有望保持快速增长。

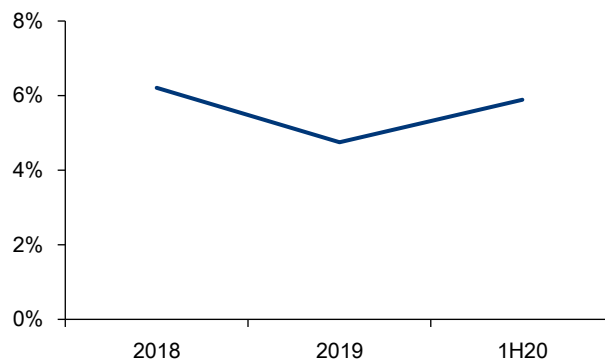
**智慧应用板块成长空间广阔，未来有望步入收获期。**根据公司 2019 年年报，2019 年公司智慧行业应用业务聚焦水务、燃气等行业，围绕核心技术研发自主产品，拓展新市场；扩张山西智慧水务市场，承接山西呼延水厂二期设备（自动化控制系统）采购项目。随着公司市场的快速开拓，2019 年智慧应用板块营收为 12.0 亿元，同比增长 68.3%；毛利率为 4.8%，同比下降 1.5pct。1H20 受疫情影响，公司智慧应用板块下游市场需求短期趋缓，板块营收 3.1 亿元，同比下滑 30.6%；毛利率为 5.9%，同比下滑 1.5pct。我们认为目前智慧应用板块仍处于培育阶段，长期来看成长空间广阔。随着公司加大市场开拓，以及持续研发投入打造产品提升盈利能力，板块有望步入收获期，为公司增添新的业绩增长点。

图表27： 公司智慧应用板块营收



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表28： 公司智慧应用板块毛利率



资料来源：Wind，华泰证券研究所



## 盈利预测及投资建议

### 分板块盈利预测

公司主营业务分为通信网络系统、通信网络服务、智慧应用、高端装备制造四大板块；未来随着定增项目的落地，5G小基站、5G高端晶振等业务有望贡献新的增长点，我们在公司原有四大业务板块基础上新增5G小基站、晶振业务两个新业务板块。其中晶振业务包括公司原有晶振业务以及定增拟投资的5G高端晶振新业务，我们将公司原有晶振业务（远东通信旗下业务）由通信网络系统板块划转至单独的晶振板块，通信网络系统板块营收与毛利率进行相应的追溯调整。盈利预测假设如下：

**通信网络系统：**公司口径下，2019年通信网络系统板块营收为23.4亿元，同比增长0.92%；板块毛利率为19.4%，同比提升2.6个百分点。2020上半年板块营收为8.2亿元，同比提升6.4%；板块毛利率为17.9%，同比提升0.7个百分点。公司作为国内城轨交通专网通信系统龙头，未来有望受益于：1)国内城轨交通系统市场规模有望受益于城轨线路规模稳步扩张，此外政策驱动及5G技术赋能下，国内城轨信息化有望快速发展，城轨通信系统迎来设备升级及增量设备需求。根据我们的测算，2018-2019年国内城轨通信系统市场规模分别为42.9、58.5亿元；考虑到1H20疫情影响，部分线路完工预计延后，预计2020-2022年市场规模分别为63.0、68.8、73.0亿元，分别同比增长7.7%、9.2%、6.1%。2)公司市占率方面，根据我们的测算，近年公司城轨通信市场占有率超30%。我们预计随着远东通信在长三角等地区市场持续开拓，市占率保持稳步提升，预计2020-2022年分别达32.0%、33.0%、33.5%；另一方面，随着公司定增项目中泛在智能公共安全专网装备等项目的落地，公司人防、公安等业务竞争力有望强化，带动业务收入与盈利能力提升。

此处，我们将公司原有晶振业务从通信网络系统板块中重新划转至晶振板块，追溯调整后，我们测算得2018-2019年公司通信网络系统板块营收分别为20.5、20.4亿元，板块毛利率分别为16.0%、19.0%，我们认为2019年营收同比小幅下滑或因板块中人防、公安等系统集成业务受行业竞争加剧影响，营收短期回调；板块毛利率增长主要系公司推进精细化管理严控成本。我们预计2020-2022年公司通信网络系统板块营收分别为21.8、24.4、26.3亿元，同比增速分别为6.5%、12.1%、7.9%；毛利率方面，我们认为随着公司推进精细化管理严控费用，有望推动板块盈利能力稳中有升，我们预计2020-2022年板块毛利率分别为19.5%、19.7%、19.8%。

**通信网络服务：**2019年公司通信网络服务板块营收17.3亿元，同比下降26.6%；板块毛利率为18.3%，同比提升5.2个百分点；2020上半年，板块营收为6.8亿元，同比下降11.7%；板块毛利率为16.1%，同比下降2.5个百分点。板块营收的下滑主要受国内4G网络投资增长趋缓及行业竞争加剧影响。我们测算2018-2019年国内通信网络服务市场规模分别为545.1、567.7亿元；2020年作为5G规模建设元年，国内公网服务市场（包括网络规划设计、施工等）规模有望在三大运营商加大5G投资背景下迎来企稳复苏拐点，我们预计2020-2022年国内通信网络服务市场规模分别为837.0、868.5、871.5亿元，分别同比增长47.4%、3.8%、0.3%，其中2020年快速增长主要系国内运营商资本开支有望在5G网络规模建设下快速提高，此外规划设计等支出占比有望在新一代网络建设初期迎来快速提升。我们认为公司有望受益行业回暖机遇，但考虑到1H20疫情等因素影响，2020年公司板块营收增幅小于行业增幅，5G网络建设红利预计自2021年在公司营收端集中显现，预计2020-2022年公司通信网络服务板块营收分别为17.9、20.3、22.2亿元，同比增速分别为3.1%、13.6%、9.5%。毛利率方面，2020年由于4G业务盈利能力受行业竞争影响或有所下滑，以及5G相关业务在营收端仍未充分体现，板块毛利率短期承压；后续受益于公司5G相关业务的释放带动业务结构优化，此外公司积极推动精细化管理带来的板块费用端的有效控制，我们预计板块毛利率呈企稳回升态势，预计2020-2022年板块毛利率分别为17.3%、18.5%、18.8%。

**高端装备制造：**2019年公司高端装备制造板块营收为9.6亿元，同比增长8.9%；板块毛利率为30.9%，同比提升7.3pct，我们认为板块毛利率的大幅提升主要受益于高毛利率的军品PCB业务营收的快速增长；1H20板块营收4.4亿元，同比提升12.3%；板块毛利率

为 30.5%，同比下滑 2.2pct，我们认为毛利率的波动主要系 PCB 原材料价格上涨所致。在国内国防信息化建设持续推进下，军用 PCB 需求有望快速增长，我们预计 2023 年国内军用 PCB 市场规模有望达 144 亿元，对应 2019-2023 年 CAGR 为 10%。行业供给层面，由于军品 PCB 生产具备较高技术及资质认证壁垒，公司作为国内军品 PCB 领军者有望受益行业增长红利。基于公司订单的快速增长，我们预计随着公司 PCB 新增产能的逐步释放有望进一步提升板块收入，板块营收有望实现高于行业的增长。我们预计 2020-2022 年板块营收分别为 11.8、15.0、18.3 亿元，同比增速分别为 23.2%、26.9%、22.5%；毛利率方面，我们预计 2020 年受 PCB 原材料价格上涨影响，板块毛利率或短期回调；我们认为后续随着公司高毛利率军品 PCB 营收占比的持续提升，叠加公司推进精细化管理压缩成本，有望带动板块毛利率回升，我们预计 2020-2022 年板块毛利率分别为 30.5%、33.5%、35.8%。

**智慧应用:**2019 年公司智慧应用板块营收为 12.0 亿元，同比增长 68.3%，毛利率为 4.75%，同比下降 1.46pct。1H20 受疫情影响，公司智慧应用板块下游市场需求短期趋缓，板块营收 3.1 亿元，同比下滑 30.6%；毛利率为 5.9%，同比下滑 1.5pct。我们认为目前智慧应用板块仍处于培育阶段，长期来看成长空间广阔，根据赛迪顾问数据，2019 年国内物联网市场规模为 1.76 万亿元。随着公司加大市场开拓，以及持续研发投入打造产品提升盈利能力，板块有望步入收获期，为公司增添新的业绩增长点。我们认为 2020 年受疫情影响，部分物联网相关投资将延后至 2021 年释放，预计 2020-2022 年公司智慧应用板块营收分别为 10.2、11.2、12.1 亿元，同比增速分别为-15%、10%、8%；毛利率方面，我们认为随着公司围绕核心技术研发自主产品，板块盈利能力有望提升，我们预计 2020-2022 年板块毛利率分别为 6.0%、6.5%、7.0%。

**5G 小基站业务:** 中国电信研究院预计 5G 三大典型场景 70%~80%的业务将发生在室内，而 5G 通信的高频特性使宏基站覆盖室内的能力减弱，因此需要小基站作为补充解决宏基站信号盲区问题。5G 小基站需求有望随国内 5G 网络持续部署保持快速增长。我们预计 2020~2022 年国内 5G 小基站市场规模分别为 29、36、44 亿元，分别同比增长 461.5%、23.3%、22.2%，其中 2020 年增速较快主要系上年基数较低所致。公司方面，根据 2020 年 12 月发布的投资者关系，目前公司已完成 5G 小基站样机研发并与客户开展联合测试工作。我们假设 5G 小基站业务于 2021 年为公司贡献收入。我们预计随着公司市场的快速开拓，2021~2022 年板块营收分别为 0.72、1.76 亿元；毛利率方面，我们参考上市公司共进股份（603118 CH）经营数据，2019 年共进股份的移动通信板块（主营 4G/5G 小基站设备、无线通信模块等产品）毛利率为 54.6%。我们认为由于 2021 年起公司 5G 小基站业务开始导入，产品尚未大规模供货，预计短期内毛利率低于参考公司数据；随着后续产品出货量的提升，规模效应等带动下毛利率有望逐步提升，我们预计 2021~2022 年公司 5G 小基站业务毛利率分别为 40.0%、41.0%。

**晶振元件业务:** 经过我们的测算，公司原有的晶振业务 2019 年营收为 3.0 亿元，同比增长 9.7%，业务毛利率为 22.0%，同比降低 0.5pct。我们预计原有晶振业务营收保持平稳增长，但因 2020 年疫情影响同比增速有所下滑，毛利率或因行业竞争加剧影响继续下滑，预计 2020-2022 年公司原有晶振业务营收分别为 3.1、3.2、3.3 亿元，同比增速分别为 5.0%、4.0%、3.0%，毛利率分别为 21.5%、21.2%、21.0%；另一方面，高端通信用晶振需求有望随国内 5G 网络建设保持快速增长，我们预计 2020~2022 年国内 5G 高端晶振市场规模分别为 21、26、31 亿元，分别同比增长 601.9%、23.3%、22.2%。公司方面，我们假设 5G 高端晶振元件有望于 2021 年贡献收入。我们预计基于国内高端晶振进口替代需求迫切，以及公司原有晶振技术与客户资源，板块收入有望快速放量，预计 2021~2022 年公司高端晶振业务营收分别为 1.0、2.2 亿元。毛利率方面，我们假设 5G 高端晶振相比于公司原有晶振产品具备更高技术附加值，且随着公司出货量的增长，规模效应有望推动板块毛利率上行。我们预计 2021-2022 年公司 5G 高端晶振业务毛利率分别为 29%、29.5%。综上，我们预计 2020-2022 年公司晶振板块合计营收分别为 3.1、4.3、5.5 亿元，同比增速分别为 5.0%、37.1%、29.7%，板块毛利率分别为 21.5%、23.1%、24.4%。

费用方面，2020年前三季度，公司销售费用率和管理费用率分别为4.0%/4.0%，同比下降0.8个百分点和0.7个百分点；研发费率为5.4%，同比增长0.7pct。我们认为随着公司持续推进精细化管理严控费用，销售费率与管理费率有望呈现下降趋势，我们预计2020~2022年公司销售费率分别为3.8%、3.5%、3.2%；管理费率（不含研发）分别为3.6%、3.2%、3.0%；研发费用方面，预计公司仍将保持高投入，巩固自身行业地位同时打造新的增长点，我们预计2020~2022年公司研发费率分别为5.9%、5.8%、5.7%。

图表29：公司分板块预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
总营收（百万元）	6,268	6,226	6,470	7,581	8,622
YOY	4.86%	-0.67%	3.92%	17.17%	13.73%
综合毛利率	15.17%	18.04%	18.87%	20.15%	21.04%
通信网络系统营收（百万元）	2,047	2,042	2,176	2,438	2,630
YOY	-	-0.24%	6.54%	12.05%	7.86%
毛利率	16.02%	18.99%	19.50%	19.70%	19.80%
通信网络服务营收（百万元）	2,361	1,733	1,786	2,029	2,221
YOY	-	-26.60%	3.08%	13.59%	9.47%
毛利率	13.16%	18.33%	17.34%	18.49%	18.80%
高端装备制造营收（百万元）	877	955	1,177	1,495	1,831
YOY	-	8.89%	23.24%	26.92%	22.55%
毛利率	23.61%	30.94%	30.48%	33.53%	35.83%
智慧应用营收（百万元）	713	1,200	1,020	1,122	1,212
YOY	-	68.26%	-15.00%	10.00%	8.00%
毛利率	6.21%	4.75%	6.00%	6.50%	7.00%
5G小基站营收（百万元）	-	-	-	72	176
YOY	-	-	-	-	144.44%
毛利率	-	-	-	40.00%	41.00%
晶振营收（百万元）	269	296	310	425	552
YOY	-	9.74%	5.00%	37.05%	29.74%
毛利率	22.50%	22.00%	21.50%	23.08%	24.38%
销售费率	3.36%	3.74%	3.83%	3.47%	3.20%
管理费率（不含研发）	3.73%	3.57%	3.61%	3.22%	2.96%
研发费率	3.86%	5.58%	5.86%	5.78%	5.71%

资料来源：Wind，华泰证券研究所（备注：通信网络系统板块2018-2019年营收与毛利率等数据与公司口径不同，系经过追溯调整，将其中的晶振业务划转至晶振板块）

### 估值分析与投资建议

我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为0.9/1.7/2.7亿元，可比公司2021年Wind一致预期PE均值为60.33x，给予公司2021年60.33x目标PE，对应2021年目标价18.12元，首次覆盖给予“增持”评级。

图表30：可比公司估值（20201225）

公司名称	公司代码	总市值（百万元）	归母净利润（百万元）				PE			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
天奥电子	002935 CH	5,624.5	111.5	65.0	89.0	113.0	41.06	86.53	63.20	49.77
超华科技	002288 CH	7,201.6	18.5	22.0	100.0	136.0	243.70	327.35	72.02	52.95
久之洋	300516 CH	5,914.8	62.3	71.0	94.7	115.6	85.81	83.33	62.44	51.17
七一二	603712 CH	30,833.7	345.3	515.9	705.8	944.0	54.06	59.77	43.69	32.66
均值							106.16	139.24	60.33	46.64
杰赛科技	002544 CH	9,561.9	36.6	89	173	265	261.28	107.81	55.20	36.06

资料来源：Wind，华泰证券研究所。备注：可比公司归母净利润预测来自Wind一致预期。

图表31: 提及公司表

公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码
中电网通	未上市	中国广电	未上市
日本大真空	未上市	中国联通	600050 CH
日本电波	未上市	中国铁塔	788 HK
崇达技术	002815 CH	共进股份	603118 CH
兴森科技	002436 CH	天奥电子	002935 CH
金百泽	未上市	超华科技	002288 CH
嘉捷通	未上市	久之洋	300516 CH
中通服	552 HK	七一二	603712 CH
精工爱普生	SEKEY US	吉大通信	300597 CH
华为	未上市	恒泰实达	300513 CH
中兴	000063 CH	日本京瓷	KYO US
中国移动	941 HK		

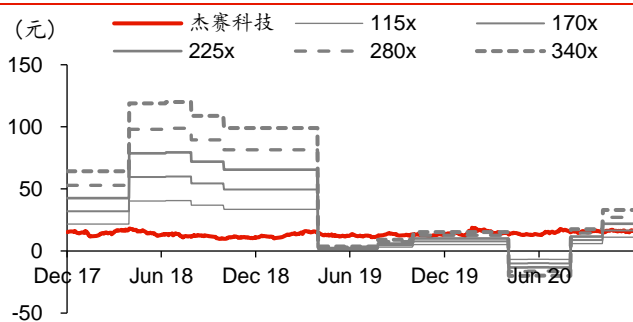
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

### 风险提示

1. 军用 PCB 业务扩产不及预期。当前军用 PCB 行业景气提升, 高技术壁垒以及高验证壁垒的背景下, 行业竞争格局相对稳固。产能成为影响公司业绩的重要因素, 若公司军用 PCB 扩产不及预期, 则将影响公司业绩兑现。
2. 5G 小基站及高端晶振研发不及预期。小基站及晶振业务作为公司新业务, 承载着推动公司进一步成长的重任, 若相关业务研发不及预期则将延缓公司新业务发展, 影响公司业绩兑现。
3. 应收账款减值风险。公司应收账款较多, 多不能及时收回, 则存在大幅计提减值的风险。
4. 传统业务发展不及预期。目前公司通信网络系统、通信网络服务等传统业务板块营收占比较高, 若板块收入增长不及预期, 则将影响公司业绩。

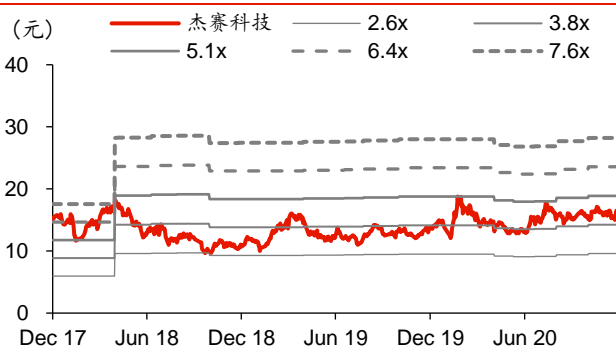
### PE/PB - Bands

图表32: 杰赛科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表33: 杰赛科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所



## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,026	6,637	6,568	7,658	7,637
现金	1,476	1,509	1,584	1,838	2,090
应收账款	2,888	3,411	3,060	3,832	3,353
其他应收账款	204.69	182.24	219.84	251.29	284.53
预付账款	178.66	143.96	191.30	201.54	245.24
存货	1,030	1,073	1,027	1,174	1,095
其他流动资产	248.57	318.05	486.43	361.19	569.49
非流动资产	1,050	1,050	990.13	953.64	906.87
长期投资	6.20	6.04	5.89	5.73	5.57
固定投资	697.54	657.18	610.46	563.95	516.67
无形资产	176.40	211.42	214.61	219.77	219.91
其他非流动资产	169.46	175.46	159.17	164.19	164.71
资产总计	7,076	7,687	7,558	8,612	8,544
流动负债	4,854	5,017	4,893	5,810	5,471
短期借款	764.84	1,034	1,034	1,316	1,471
应付账款	2,262	2,607	2,165	2,880	1,983
其他流动负债	1,827	1,375	1,694	1,614	2,017
非流动负债	93.60	492.22	385.82	291.17	194.88
长期借款	0.00	399.79	293.38	198.74	102.45
其他非流动负债	93.60	92.44	92.44	92.44	92.44
负债合计	4,947	5,509	5,279	6,101	5,666
少数股东权益	80.76	100.32	132.05	219.37	353.00
股本	571.16	571.16	571.16	571.16	571.16
资本公积	618.03	618.03	618.03	618.03	618.03
留存公积	862.70	887.89	941.61	1,031	1,134
归属母公司股东权益	2,048	2,078	2,148	2,292	2,525
负债和股东权益	7,076	7,687	7,558	8,612	8,544

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	115.55	(30.72)	250.28	225.86	360.07
净利润	25.41	51.13	120.43	260.53	398.77
折旧摊销	116.97	123.40	105.90	92.18	97.17
财务费用	80.27	82.39	67.83	75.02	83.97
投资损失	(0.04)	(1.80)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(235.88)	(379.65)	91.99	(46.45)	(56.01)
其他经营现金	128.83	93.80	(135.87)	(155.41)	(163.82)
投资活动现金	(76.45)	(146.71)	(45.93)	(55.69)	(50.40)
资本支出	80.34	146.42	46.08	55.85	50.55
长期投资	3.82	0.00	0.16	0.16	0.16
其他投资现金	0.07	(0.29)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金	20.28	163.11	(129.28)	(198.65)	(212.21)
短期借款	195.22	269.36	0.00	281.82	154.85
长期借款	(428.44)	399.79	(106.40)	(94.65)	(96.29)
普通股增加	(0.88)	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(13.82)	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	268.20	(506.03)	(22.88)	(385.83)	(270.77)
现金净增加额	59.24	(13.18)	75.07	(28.48)	97.47

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6,268	6,226	6,470	7,581	8,622
营业成本	5,318	5,103	5,249	6,053	6,808
营业税金及附加	29.82	28.37	29.15	34.87	39.70
营业费用	210.89	232.60	247.66	262.72	276.01
管理费用	234.10	222.20	233.26	244.23	255.22
财务费用	80.27	82.39	67.83	75.02	83.97
资产减值损失	(151.98)	(7.64)	(5.18)	(3.03)	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.04	1.80	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.00	79.79	158.92	346.67	531.28
营业外收入	2.39	3.17	3.63	3.07	3.29
营业外支出	4.10	3.09	1.98	2.36	2.88
利润总额	44.29	79.87	160.57	347.38	531.69
所得税	18.88	28.75	40.14	86.84	132.92
净利润	25.41	51.13	120.43	260.53	398.77
少数股东损益	11.63	14.53	31.74	87.32	133.63
归属母公司净利润	13.78	36.60	88.69	173.22	265.14
EBITDA	163.32	247.06	294.18	467.57	659.36
EPS (元, 基本)	0.02	0.06	0.15	0.30	0.46

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	4.86	(0.67)	3.92	17.17	13.73
营业利润	(80.57)	73.46	99.17	118.15	53.25
归属母公司净利润	(93.17)	165.57	142.35	95.30	53.07
获利能力 (%)					
毛利率	15.17	18.04	18.87	20.15	21.04
净利率	0.41	0.82	1.86	3.44	4.62
ROE	1.19	2.35	5.28	10.38	13.86
ROIC	1.42	3.76	6.87	13.19	19.39
偿债能力					
资产负债率 (%)	69.92	71.67	69.84	70.84	66.32
净负债比率 (%)	(8.00)	1.49	(3.74)	(6.03)	(11.99)
流动比率	1.24	1.32	1.34	1.32	1.40
速动比率	0.99	1.08	1.09	1.08	1.15
营运能力					
总资产周转率	0.94	0.84	0.85	0.94	1.01
应收账款周转率	2.48	1.98	2.00	2.20	2.40
应付账款周转率	2.65	2.10	2.20	2.40	2.80
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.02	0.06	0.15	0.30	0.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	(0.05)	0.43	0.39	0.62
每股净资产(最新摊薄)	3.55	3.60	3.72	3.97	4.38
估值比率					
PE (倍)	693.86	261.28	107.81	55.20	36.06
PB (倍)	4.67	4.60	4.45	4.17	3.79
EV_EBITDA (倍)	57.44	38.87	32.35	20.40	14.37



## 免责声明

### 分析师声明

本人，王林、付东、余熠，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议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，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师王林、付东、余熠本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

**增持：**预计行业股票指数超越基准

**中性：**预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

**买入：**预计股价超越基准 15%以上

**增持：**预计股价超越基准 5%~15%

**持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：**预计股价弱于基准 15%以上

**暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com