

# 旋极信息 (300324)

证券研究报告  
2020年05月17日

## “新基建”与国防军工的核心信息化建设“承包商”

嵌入式技术为基，云计算核心技术赋能，业务聚焦军民双向信息化建设

旋极信息以推动全军、全社会信息化发展为目标，全面涉及软硬件信息化技术的新一代信息技术企业。公司主要技术核心为嵌入式技术、云计算技术，衍生出以信息物理系统、大数据、信息安全三大科研线条，为国防信息化建设、“新基建”建设提供信息化产品和解决方案，如嵌入式通信保障装备及系统、金融信息、智慧城市、时空大数据应用等围绕软硬件的信息化应用解决方案。

**业绩复合增速 25.83%，多轮驱动业绩放量蓄势待发。**公司研发费用持续提升，产品科技含量逐步凸显，有望进一步提高公司毛利率。2019 年公司研发费用达到 1.94 亿元，同比增长 13.95%，为 2017 年研发费用的 2.02 倍。我们认为，研发投入的增加将有效提高公司技术水平，相关产品毛利率有望进一步提高。

信息化时代机遇：“新基建”与国防军工核心信息化建设“承包商”

**国防信息化建设：受益于国防开支装备费用增长大势，国防信息化产业有望开启快速放量。**2019 我国国防军费增速 7.5%，连续三年突破万亿，相比发达国家 2%-4% 的 GDP 占比，我国军费占比仍然较低。此外，我国武器装备占国防支出比重达 33%，这一数据对比俄罗斯武装部队的武器装备支出占国防支出的 60% 来看，我国武器装备占比仍处于较低水平。因此，我们认为公司智慧防务等信息化业务或将具备相对传统装备更高增速，“十三五”指出我国目标 2035 年实现现代化军建，因此我们认为 2020 年国防信息化或将进入景气爬坡阶段。

**社会信息化建设：信息化建设迎来“新基建”的范围划定，5月20日，发改委公布新基建范畴，**目的是以技术创新为驱动，以信息网络为基础，提供数字转型、智能升级、融合创新等服务的基础设施体系。其中信息基础设施中的工业互联网、物联网、卫星互联网均与公司业务密切相关，而新技术基础设施中的云计算更是公司的技术核心优势。对于融合基础设施，由公司核心技术——云计算及嵌入式技术形成了针对传统基建进行信息化升级的智慧城市、金融信息业务（税务、信息安全）。

**盈利预测与投资建议：**受益于我军信息化建设的提速，我国“新基建”建设的开展，公司有望受益军民双向信息化建设时代红利。因此，我们预计公司 2020-2022 年将实现营业收入 39.92/47.97/57.99 亿元，对应的归母净利润分别为 3.02/3.63/4.35 亿元，EPS 为 0.17/0.21/0.25 元，P/E 为 35.03/29.18/24.36x。对标国防信息化企业康拓红外、雷科防务、天银机电与华力创通 49.72x 的平均 P/E，结合公司 2020 年预测 EPS，公司每股目标价 8.45 元，首次覆盖给予“买入”评级。

**风险提示：1. 市场竞争风险；2. 研发风险；3. 核心技术人员流失的风险。**

### 投资评级

行业	计算机/计算机应用
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	6.04 元
目标价格	8.45 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,753.01
流通 A 股股本(百万股)	1,223.21
A 股总市值(百万元)	10,588.21
流通 A 股市值(百万元)	7,388.20
每股净资产(元)	2.98
资产负债率(%)	30.47
一年内最高/最低(元)	10.58/4.36

### 作者

**李鲁靖** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110519050003  
lilujing@tfzq.com

**沈海兵** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517030001  
shenhaibing@tfzq.com

**邹润芳** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517010004  
zourunfang@tfzq.com

**许利天** 联系人  
xulitian@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,859.96	3,329.39	3,991.68	4,797.35	5,799.00
增长率(%)	17.07	(13.75)	19.89	20.18	20.88
EBITDA(百万元)	355.51	571.24	431.71	509.63	587.95
净利润(百万元)	44.12	258.64	302.25	362.89	434.66
增长率(%)	(88.67)	486.22	16.86	20.06	19.78
EPS(元/股)	0.03	0.15	0.17	0.21	0.25
市盈率(P/E)	239.98	40.94	35.03	29.18	24.36
市净率(P/B)	2.17	2.02	1.87	1.75	1.63
市销率(P/S)	2.74	3.18	2.65	2.21	1.83
EV/EBITDA	22.40	12.65	18.45	14.38	12.35

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

1. 嵌入式技术为基，大数据核心技术赋能，聚焦信息化发展.....	4
1.1. 嵌入式/大数据技术为核心，军\民信息化建设核心供应商.....	4
1.2. 2015-19 年业绩复合增速 25.83%，高研发费用凸显科技创新驱动内核.....	6
2. 信息化建设迎来“新基建”的范围划定，核心供应商顺势前行.....	7
3. 受益于国防开支装备费用增长大势，国防信息化产业有望实现快速放量.....	9
4. 盈利预测与投资建议.....	10
5. 风险提示.....	11
5.1. 市场竞争风险.....	11
5.2. 研发风险.....	11
5.3. 核心技术人员流失的风险.....	11

## 图表目录

图 1：公司发展大事记.....	4
图 2：公司以嵌入式技术为核心发展出的三类业务.....	4
图 3：公司嵌入式业务具体内容及目标市场.....	4
图 4：公司技术-研发-产品发展路径.....	5
图 5：公司股权结构.....	6
图 6：2019 年公司主营业务收入占比.....	6
图 7：2019 年公司主营业务毛利润占比.....	6
图 8：2015-2019 年公司营业收入与增速.....	6
图 9：2015-2019 年公司归母净利润与增速.....	6
图 10：2015-2019 年公司研发费用及占营收比重情况.....	7
图 11：2015-2019 年公司三项费用支出及期间费用率情况.....	7
图 12：“新基建”外延与公司业务布局“强对应”.....	8
图 13：2016-2020 年中国智慧城市技术支出规模及增长情况.....	9
图 14：2015-2020 年中国工业互联网市场规模走势预测.....	9
图 15：2020-2028 年我国卫星互联网产值测算（单位：亿元）.....	9
图 16：各国国防支出占 GDP 比重.....	9
图 17：2019 年中俄武器装备占军费比重.....	10
图 18：2020-2025 年国防信息化产业规模预测.....	10
图 19：2015-2019 年公司智慧防务业务营业收入与增速.....	10
表 1：基于嵌入式与云计算核心技术的四大软硬件信息化应用.....	5
表 2：国家发改委对“新基建”的定义及阐释.....	7
表 3：2020-2023 年公司盈利预测.....	11

表 4：可比公司 2020 预测 P/E .....11

## 1. 嵌入式技术为基，大数据核心技术赋能，聚焦信息化发展

### 1.1. 嵌入式/大数据技术为核心，军\民信息化建设核心供应商

旋极信息是一家以推动社会信息化发展为目标，全面涉及软硬件信息化技术的新一代信息技术企业，也是较早实现上市的信息化建设为主业的公司。公司主要技术核心为嵌入式技术、大数据技术，衍生出以信息物理系统、大数据、信息安全三大研发路径，提供嵌入式系统测试和装备保障、金融信息、智慧城市、时空大数据应用等软硬件信息化应用解决方案。

图 1：公司发展大事记

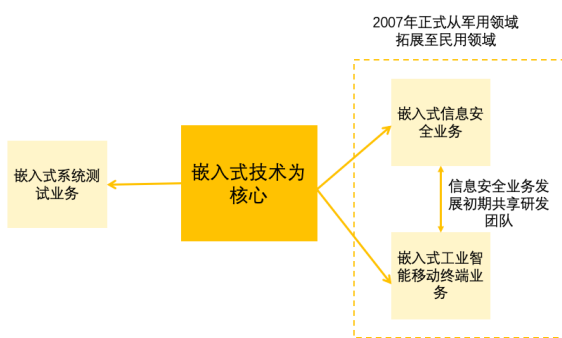


资料来源：公司官网，公司公告，天风证券研究所

公司成立之初，主要致力于向国防军工客户提供嵌入式系统测试产品及技术服务、嵌入式信息安全产品和嵌入式行业智能移动终端产品，是当时国内少数掌握嵌入式系统测试技术并具有自主创新能力的厂商之一。

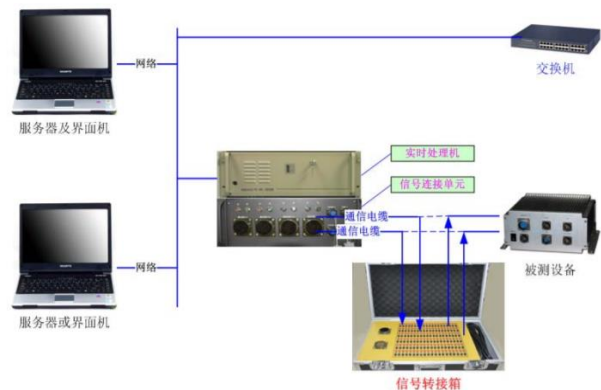
嵌入式系统是以应用为中心，以计算机技术为基础，适用于应用环境中，对功能、实时性、可靠性、成本、体积、功耗有严格要求的专用计算机系统。一般由嵌入式微处理器、外围硬件设备、嵌入式软件等三个部分组成，用于实现对其他设备的控制、监视或管理等功能，具有针对性（目的性）强和实时性强的特点。

图 2：公司以嵌入式技术为核心发展出的三类业务



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 3：公司嵌入式业务具体内容及目标市场

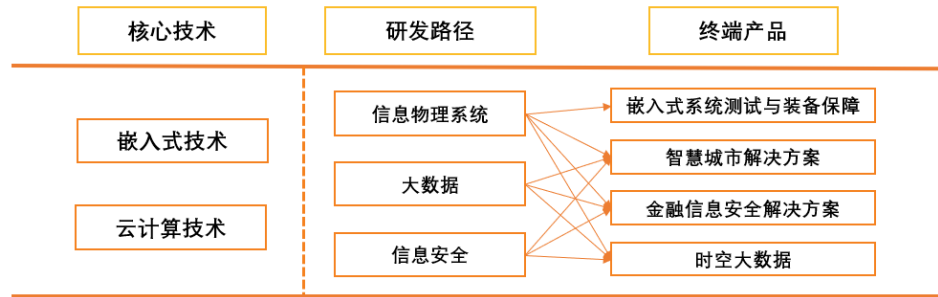


资料来源：公司公告，天风证券研究所

在嵌入式技术基础上，公司通过多次资产收购，将云计算也发展为其核心技术，并基于以上两大核心技术衍生出三大研发路径，其三方向共同构建了公司产品线的核心技术框架，从而形成下游多样化的定制化、小批量信息化应用及产品。因此公司虽然涉及下游行业较多，但其核心技术和其技术路径是统一的，因信息化建设行业的通用特殊性，从而出现跨行业多品类特点。

细节经历：公司于 2012 年创业板上市后先后收购中软金卡、西安西谷、泰豪智能等各领域掌握核心科技及基础数据的优质企业，从而进一步提升其云计算、大数据分析能力。基于其嵌入式/云计算核心技术，公司进一步衍生出以信息物理系统、大数据、信息安全为体系的三大研发路径。

图 4：公司技术-研发-产品发展路径



资料来源：公司公告，公司官网，天风证券研究所

产品方面，公司目前已经实现嵌入式系统测试和装备保障、金融信息安全解决方案、智慧城市解决方案、时空大数据等软硬件信息化应用的全市场推广。从公司商业模式角度看，我们认为公司将逐步形成以定制化产品解决方案为核心，多行业、多终端布局的业务形态。

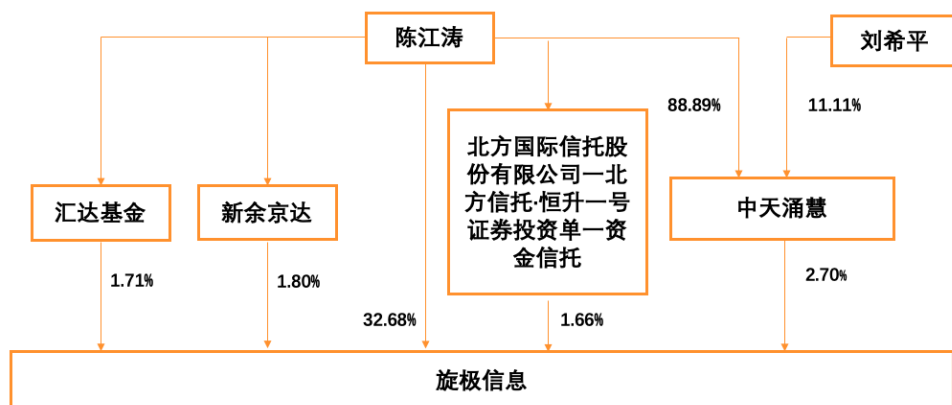
表 1：基于嵌入式与云计算核心技术的四大软硬件信息化应用

业务板块	业务简介	行业地位	产品示意图
嵌入式系统测试和装备保障	主要业务包括嵌入式系统测试产品和服务、电子元器件测试、筛选、可靠性保证、装备健康管理、无线宽带集群通信等相关技术和产品	公司是国内少数几个可以提供全系列嵌入式开发、测试、仿真、验证、以及工程能力的公司，也是少数几家具有自主创新能力、能与国际先进嵌入式系统测试厂商相抗衡的本土厂商之一。	
金融信息安全解决方案	业务涉及税务信息化机具、电子发票、企业服务等方向	国内主要的税务信息化产品和服务提供商，在全国 30 个省(市)建立了服务于当地企业的分子公司，提供 7×24 小时的不间断优质技术服务。	
智慧城市解决方案	子公司泰豪智能覆盖智慧城市设计和规划、智慧建筑、智慧能源、智慧园区和智慧交通等领域	目前已在全国 25 个省市设立了分支机构，也是成为智慧城市关键技术北京国际科技合作基地、博士后科研工作站、专利试点先进单位。	
时空大数据	公司掌握全球领先的地球空间网格激素和，通过遥感、GIS、导航、计算机网络等 4 套基础网络编码，可对陆、海、空、天等地球空间多域数据进行高效的管理和应用，为测绘、导航、气象、遥感、减灾、公安等不同行业提供大数据服务技术和平台。	国内首次实现了对空、天、地、海大数据的一体化组织和应用，初步达到了工程化能力，并参与推动了网络标准体系的建设。	

资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司股权较为集中，实际控制人及大股东为陈江涛先生。截止 2019 年，陈江涛先生直接控制旋极信息 32.68%的股份，并通过汇达基金、新余京达、恒升一号信托以及中天涌慧间接持有部分公司股份。我们认为，第一大股东持股比例较高将有效提高其管理决策效率，同时由于与公司利益相关度较大，参与公司事务的积极性较大，将进一步利好公司运营发展。

图 5：公司股权结构

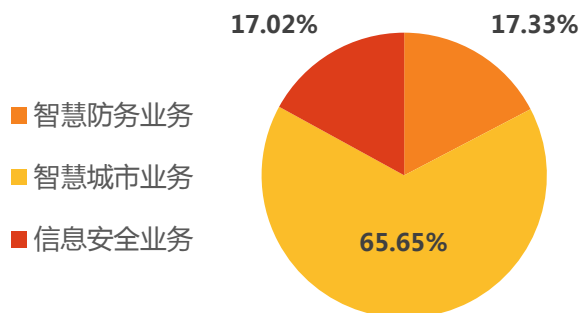


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.2. 2015-19 年业绩复合增速 25.83%，高研发费用凸显科技创新驱动内核

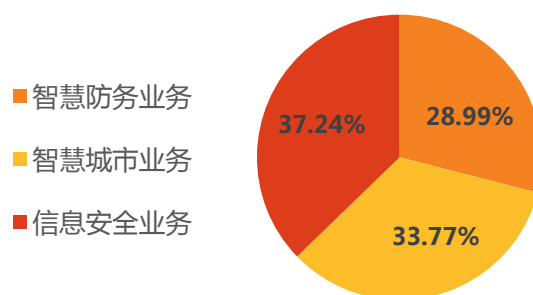
公司过去五年业绩快速增长，收入净利润复合增速均超 20%。公司 2019 年内实现营业收入 33.29 亿元；实现归属于母公司所有者的净利润 2.59 亿元。2015-19 年营业收入及归母净利润年复合增长率达到 35.75%/25.83%，业绩实现快速增长。

图 6：2019 年公司主营业务收入占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

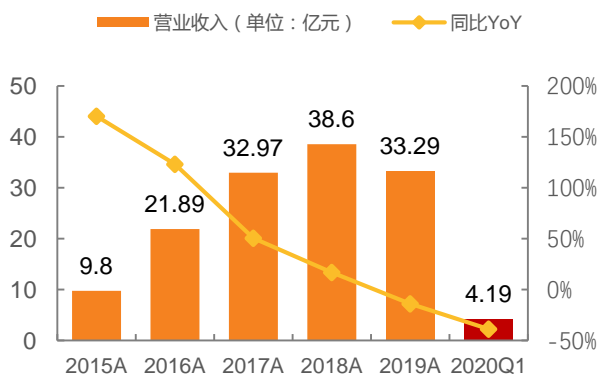
图 7：2019 年公司主营业务毛利润占比



资料来源：Wind，天风证券研究所

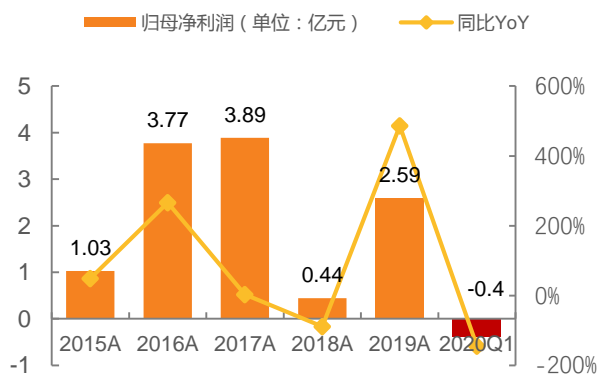
受疫情影响，公司 2020 年一季度业绩有所承压。据公司 2020 年一季报披露，公司报告期内实现营业收入 4.19 亿元，同比-38.76%；实现归母净利润 -0.4 亿元，同比-144.41%，主要系疫情导致的公司及上下游客户复工延期、项目进度放缓所致。我们认为，随着疫情控制和全面复工复产，公司将继续执行年初制定的年度经营计划。

图 8：2015-2019 年公司营业收入与增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

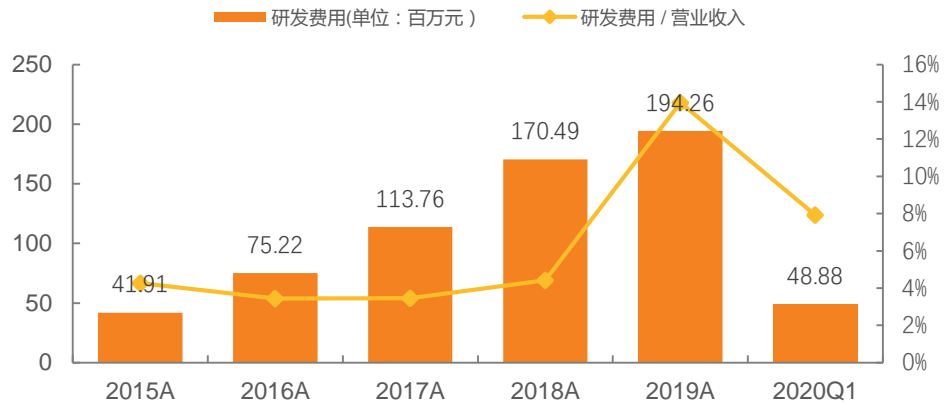
图 9：2015-2019 年公司归母净利润与增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司研发费用持续提升，产品科技含量逐步凸显，有望进一步提高公司毛利率。公司从事的嵌入式系统测试、信息安全等行业具有技术难点多，设计研发能力要求高的特点，产品技术的突破需要稳定持续的资本支撑。2019 年公司研发费用达到 1.94 亿元，同比增长 13.95%，为 2017 年研发费用的 1.71 倍。我们认为，研发投入的增加将有效提高公司技术水平，相关产品毛利率有望进一步提高。

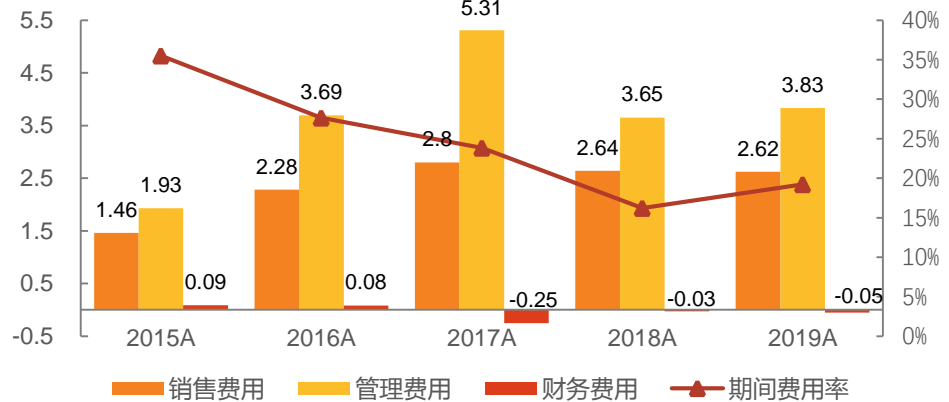
图 10：2015-2019 公司研发费用及占营收比重情况



资料来源：Wind，天风证券研究所

公司期间费用逐年下降，提质增效成果显著。据 Wind 数据披露，2015-19 年期间费用率总体呈下降趋势，2019 年受板块整合影响略有上升。我们认为，期间费用率下降意味着公司管理效率逐渐提升，有助于进一步释放利润。

图 11：2015-2019 公司三项费用支出及期间费用率情况（单位：亿元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

## 2. 信息化建设迎来“新基建”的范围划定，核心供应商顺势前行

首次定义“新基建”内涵与外延，确定信息化建设发展内核。4 月 20 日，国家发改委首次明确“新基建”理念内涵，将新型基础设施建设定义为以新发展理念为引领，以技术创新为驱动，以信息网络为基础，面向高质量发展需要，提供数字转型、智能升级、融合创新等服务的基础设施体系。从整体来看，我们认为“新基建”发展均需要以信息化软硬件应用作为核心技术支撑，以实现信息、融合、创新基础设施的深入拓展。

表 2：国家发改委对“新基建”的定义及阐释

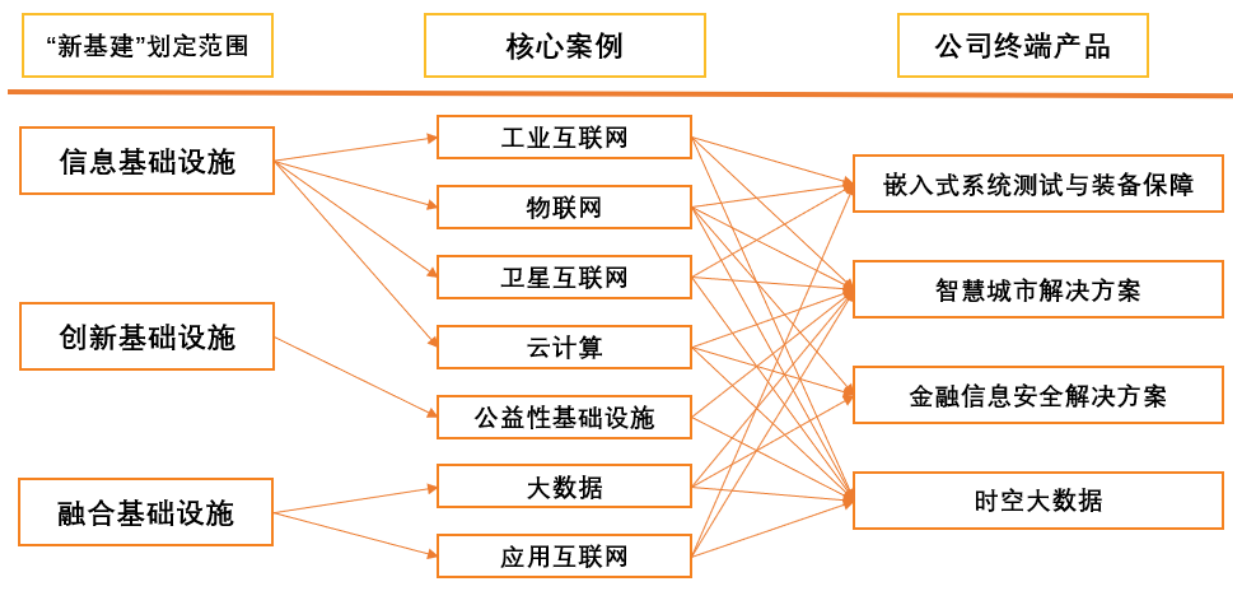
基础设施范围	范围阐释	举例
信息基础设施	指基于新一代信息技术演化生成的基础设施	以 5G、物联网、工业互联网、卫星互联网为代表的通信网络基础设施，以人工智能、云计算、区块链等为代表的新技术基础设施，以数据中心、智能计算中心为代表的算力基础设施等

融合基础设施	指深度应用互联网、大数据、人工智能等技术，支撑传统基础设施转型升级，进而形成的融合基础设施	智能交通基础设施、智慧能源基础设施等
创新基础设施	指支撑科学研究、技术开发、产品研制的具有公益属性的基础设施	重大科技基础设施、科教基础设施、产业技术创新基础设施等

资料来源：央视网，天风证券研究所

**“新基建”外延划定与公司业务布局“强对应”，核心供应商顺势前行。**根据国家发改委新基建划定范围我们可以看到，信息基础设施中的工业互联网、物联网、卫星互联网均与公司业务密切相关，而新技术基础设施中的云计算更是公司的技术核心优势。对于融合基础设施，由公司核心技术——云计算及嵌入式技术形成了针对传统基建进行信息化升级的智慧城市、金融信息业务（税务、信息安全）。

图 12：“新基建”外延与公司业务布局“强对应”

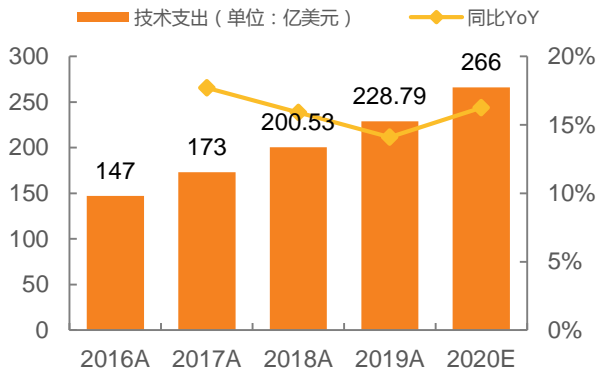


资料来源：央视网，公司官网，天风证券研究所

**“新基建”元年预示高景气度，公司步入产业万亿蓝海。**我们认为，明确定位后，我国“新基建”建设即将进入快速发展期，公司对应产品有望实现快速放量。**智慧城市领域**，2018/19 年我国智慧城市技术相关投资规模达到 200.53/228.79 亿美元，同比增长 15.91%/14.09%。据前瞻产业研究院数据披露，预计 2020 年支出规模将达到 266 亿美元，届时中国将成为仅次于美国的世界第二大智慧城市技术支出国。**工业互联网领域**，2015 年中国工业互联网市场规模 3653 亿元人民币，预计 2020 年市场规模将达到 6929 亿元，年复合增长率 13.66%。**卫星互联网领域**，据中国产业信息网数据披露，2028 年我国卫星互联网年产值有望达到 0.4 万亿元人民币，其中卫星制造年产值 403.62 亿元，火箭发射年产值 180.7 亿元，地面设备 1716.1 亿元，卫星应用 1733.9 亿元。

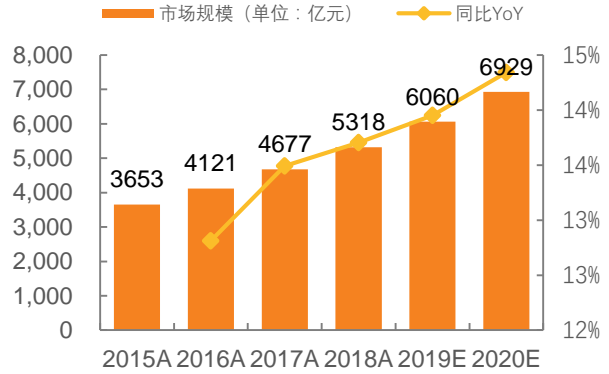


图 13：2016-2020 年中国智慧城市技术支出规模及增长情况



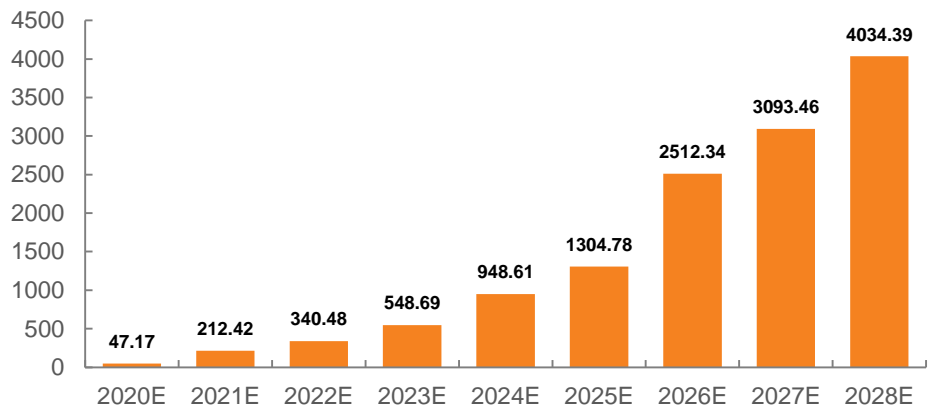
资料来源：前瞻产业研究院，天风证券研究所

图 14：2015-2020 年中国工业互联网市场规模走势预测



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

图 15：2020-2028 年我国卫星互联网产值测算（单位：亿元）

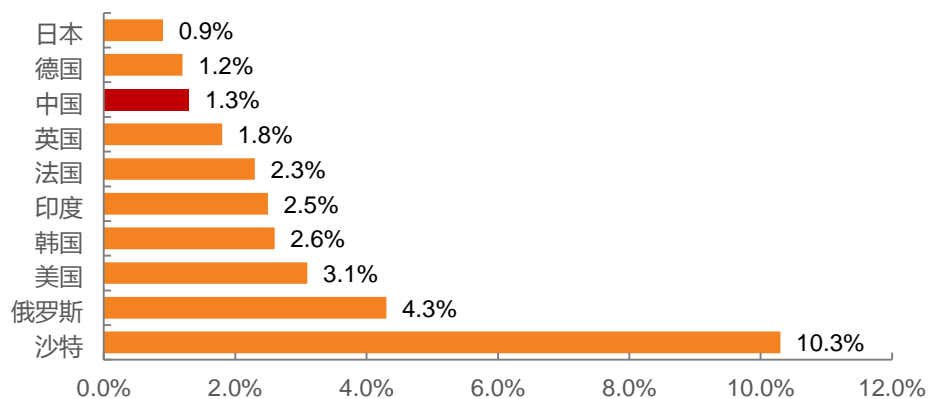


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

### 3. 受益于国防开支装备费用增长大势，国防信息化产业有望实现快速放量

我国经济总量持续增长，国防投入稳步增加。2015-2018 年，我国军费占 GDP 比重分别为 1.29%、1.28%、1.28%、1.23%，基本保持稳定。2019 年，国防军费增速 7.5%，规模达到约 1.19 万亿，连续三年突破万亿。但相比发达国家 2%~4%的军费 GDP 占比，我国军费占 GDP 的比重仍然较低，存在上升空间。

图 16：各国国防支出占 GDP 比重

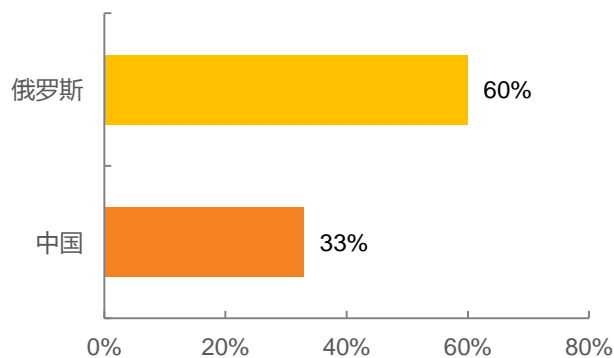


资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

以信息化产品为代表的武器装备更新换代是提高我国军队现代化的重要因素，国防信息化 2025 年行业规模有望超 2500 亿元。我国国防支出主要用于武器装备、人员生活费和训练维持费三部分组成，三部分支出比例基本各占三分之一。对比俄罗斯武装部队的武器装备支出占国防支出的 60%，我国武器装备支出占比仍处于较低水平。从政策层面看，中央军委颁发的《军队建设发展“十三五”规划纲要》明确指出，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、有效履行使命任务的中国特色现代军事力量体系。

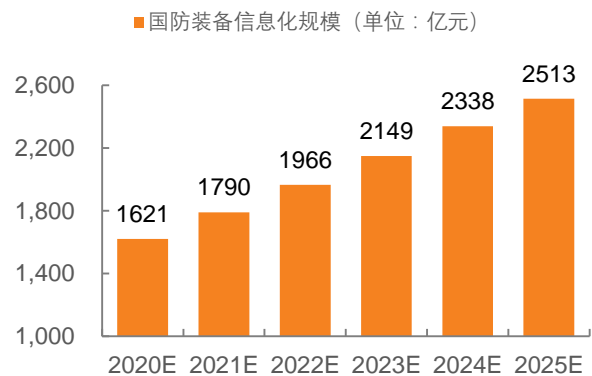
综上所述，我们认为未来武器装备费用增长速度有望高于国防支出总体增速，2020 年国防信息化或将进入景气爬坡阶段。据中国产业信息网披露数据，预计 2020-25 年我国国防信息化产业规模年复合增速将达到 9.16%，至 2025 年规模有望达到 2513 亿元。

图 17：2019 年中俄武器装备占军费比重



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

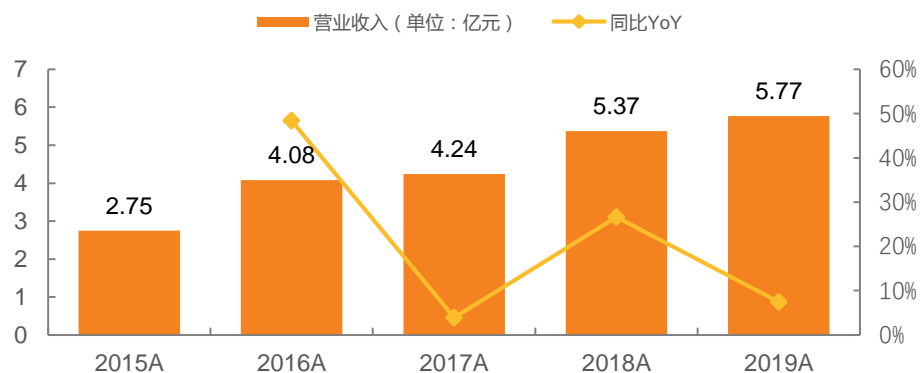
图 18：2020-2025 年国防信息化产业规模预测



资料来源：中国产业信息网，天风证券研究所

受益于信息化换代需求放量，公司相关产品业绩有望持续增长。据公司公告披露，在智慧防务领域，公司嵌入式测试系统与电子元器件均处于行业领先地位，2015-19 年营业收入复合增速达到 20.35%，2019 年实现营业收入 5.77 亿元。我们认为，在国防信息化支出未来存量空间较大的情况下，公司智慧防务等信息化业务有望持续增长。

图 19：2015-2019 年公司智慧防务业务营业收入与增速



资料来源：公司公告，天风证券研究所

#### 4. 盈利预测与投资建议

综上所述，我们认为公司军品业务将受益于我军信息化装备升级换代，未来 3-5 年有望持续快速增长；同时随着智慧城市相关项目的逐步落地，公司相关民用产品有望进一步放量。因此，我们预计公司在 2020-2022 年的营收增速为 19.89%/20.18%/20.88%，对应的营收分别为 39.92/47.97/57.99 亿元，对应的归母净利润分别为 3.02/3.63/4.35 亿元，EPS 预计为 0.17/0.21/0.25 元，按照 5 月 15 日收盘价 P/E 为 35.03/29.18/24.36x。

表 3：2020-2023 年公司盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,859.96	3,329.39	3,991.68	4,797.35	5,799.00
增长率(%)	17.07	(13.75)	19.89	20.18	20.88
净利润(百万元)	44.12	258.64	302.25	362.89	434.66
增长率(%)	(88.67)	486.22	16.86	20.06	19.78
EPS(元/股)	0.03	0.15	0.17	0.21	0.25
市盈率(P/E)	239.98	40.94	35.03	29.18	24.36

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们采用 PE 法可比估值进行目标价预测。公司作为我国国防信息化龙头企业，其对标的公司为康拓红外、雷科防务、天银机电与华力创通。据 Wind 数据披露，四家可比公司 2020 年 P/E 预测值分别为 51.53/44.49/48.85/54.02x，均值为 49.72x，按照该值与公司预计 2020 年 EPS 进行计算，公司每股目标价 8.45 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司 2020 预测 P/E

证券代码	证券简称	业务领域	2020 年预测 P/E
300455.SZ	康拓红外	国防军工信息化、红外线轴温智能探测系统等	51.53
002413.SZ	雷科防务	嵌入式实时信息处理等	44.49
300342.SZ	天银机电	国防军工信息化等	48.85
300045.SZ	华力创通	国防军工信息化、智慧城市等	54.02
		平均值	49.72

资料来源：Wind，天风证券研究所

## 5. 风险提示

### 5.1. 市场竞争风险

目前我国嵌入式行业总体比较弱小，虽然国内从事嵌入式业务的公司数以万计，但从业公司普遍进入行业较晚，经营规模较小，大多以代理进口产品和系统集成为主，缺乏具有核心技术的自主产品，技术水平与欧美先进企业差距较大。如果公司不能正确判断和把握行业的市场动态和发展趋势，不能根据技术发展、行业标准和客户需求及时进行技术创新和业务模式创新，则存在因竞争优势减弱而导致经营业绩不能达到预期目标的风险。

### 5.2. 研发风险

公司拥有众多专有技术及多项计算机软件著作权，并将核心技术转化为产品进行大规模生产。但目前嵌入式行业正处于快速发展阶段，由于嵌入式系统更新换代快，用户对产品的技术要求不断提高。因此，若公司对技术、产品和市场的发展趋势不能正确判断，对行业关键技术的发展动态不能及时掌控，在新产品的研发方向、重要产品的方案制定等方面不能正确把握，将导致公司的市场竞争能力下降。

### 5.3. 核心技术人员流失的风险

嵌入式行业属于技术密集型行业，对从业技术人员的要求较高。要求从业人员既要掌握嵌入式软件相关知识，又要掌握硬件设计知识，同时需要较丰富的行业相关经验积累，技术复杂并且难度高，掌握这些技术需要多年的技术积累和沉淀。因此，如果公司不能对核心技术人员实行有效的激励和约束，核心技术人员的大量流失将对公司经营造成重大不利影响。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,436.80	2,086.50	2,068.86	2,623.72	2,626.64	营业收入	3,859.96	3,329.39	3,991.68	4,797.35	5,799.00
应收票据及应收账款	1,200.36	1,103.19	1,380.52	1,391.28	1,637.09	营业成本	2,539.43	2,196.44	2,649.41	3,198.99	3,889.05
预付账款	360.69	92.15	393.58	210.68	545.53	营业税金及附加	17.86	9.91	12.77	14.87	16.82
存货	846.36	846.45	1,096.45	1,409.43	1,809.85	营业费用	263.97	262.16	310.55	370.36	441.30
其他	546.30	194.22	591.95	296.70	707.07	管理费用	364.55	382.61	451.46	532.99	635.57
<b>流动资产合计</b>	<b>5,390.51</b>	<b>4,322.50</b>	<b>5,531.36</b>	<b>5,931.80</b>	<b>7,326.17</b>	研发费用	170.49	194.26	233.91	282.08	340.40
长期股权投资	368.79	432.44	444.44	467.44	513.44	财务费用	(2.62)	(5.47)	(14.43)	(21.53)	(28.05)
固定资产	363.08	425.88	418.47	428.43	435.07	资产减值损失	373.04	(0.37)	12.00	9.00	7.00
在建工程	2.03	5.70	39.42	71.65	72.99	公允价值变动收益	0.00	2.57	13.12	12.28	3.11
无形资产	103.38	119.28	85.25	48.37	15.20	投资净收益	(15.31)	16.72	17.00	19.00	24.00
其他	1,912.95	2,649.50	2,669.66	2,692.55	2,692.05	其他	5.39	(45.84)	(60.24)	(62.56)	(54.22)
<b>非流动资产合计</b>	<b>2,750.23</b>	<b>3,632.80</b>	<b>3,657.24</b>	<b>3,708.44</b>	<b>3,728.75</b>	<b>营业利润</b>	<b>143.17</b>	<b>316.39</b>	<b>366.12</b>	<b>441.87</b>	<b>524.01</b>
<b>资产总计</b>	<b>8,140.74</b>	<b>7,955.31</b>	<b>9,188.60</b>	<b>9,640.25</b>	<b>11,054.91</b>	营业外收入	14.91	10.09	15.00	16.00	19.00
短期借款	751.04	361.44	320.00	289.00	271.00	营业外支出	8.96	4.90	5.00	6.29	5.40
应付票据及应付账款	1,414.74	1,037.15	1,656.42	1,666.98	2,222.08	<b>利润总额</b>	<b>149.11</b>	<b>321.59</b>	<b>376.12</b>	<b>451.58</b>	<b>537.61</b>
其他	944.95	1,021.12	1,256.43	1,349.23	1,764.27	所得税	78.10	58.47	67.70	81.28	94.08
<b>流动负债合计</b>	<b>3,110.73</b>	<b>2,419.70</b>	<b>3,232.85</b>	<b>3,305.21</b>	<b>4,257.34</b>	<b>净利润</b>	<b>71.01</b>	<b>263.12</b>	<b>308.42</b>	<b>370.29</b>	<b>443.53</b>
长期借款	0.00	114.00	103.00	92.00	88.00	少数股东损益	26.89	4.48	6.17	7.41	8.87
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>44.12</b>	<b>258.64</b>	<b>302.25</b>	<b>362.89</b>	<b>434.66</b>
其他	73.27	72.09	79.00	87.00	95.00	每股收益(元)	0.03	0.15	0.17	0.21	0.25
<b>非流动负债合计</b>	<b>73.27</b>	<b>186.09</b>	<b>182.00</b>	<b>179.00</b>	<b>183.00</b>						
<b>负债合计</b>	<b>3,184.01</b>	<b>2,605.80</b>	<b>3,414.85</b>	<b>3,484.21</b>	<b>4,440.34</b>						
少数股东权益	68.70	99.37	105.54	112.95	121.82	<b>主要财务比率</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
股本	1,748.66	1,747.13	1,753.01	1,753.01	1,753.01	<b>成长能力</b>					
资本公积	2,435.57	2,441.94	2,465.94	2,477.94	2,492.94	营业收入	17.07%	-13.75%	19.89%	20.18%	20.88%
留存收益	3,331.35	3,588.94	3,915.20	4,290.08	4,739.74	营业利润	-77.47%	120.99%	15.72%	20.69%	18.59%
其他	(2,627.55)	(2,527.88)	(2,465.94)	(2,477.94)	(2,492.94)	归属于母公司净利润	-88.67%	486.22%	16.86%	20.06%	19.78%
<b>股东权益合计</b>	<b>4,956.73</b>	<b>5,349.51</b>	<b>5,773.75</b>	<b>6,156.04</b>	<b>6,614.57</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债和股东权益总</b>	<b>8,140.74</b>	<b>7,955.31</b>	<b>9,188.60</b>	<b>9,640.25</b>	<b>11,054.91</b>	毛利率	34.21%	34.03%	33.63%	33.32%	32.94%
						净利率	1.14%	7.77%	7.57%	7.56%	7.50%
						ROE	0.90%	4.93%	5.33%	6.00%	6.69%
						ROIC	2.71%	8.36%	10.72%	11.32%	14.70%
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率	39.11%	32.76%	37.16%	36.14%	40.17%
						净负债率	-32.46%	-29.66%	-27.97%	-35.75%	-33.44%
						流动比率	1.73	1.79	1.71	1.79	1.72
						速动比率	1.46	1.44	1.37	1.37	1.30
						<b>营运能力</b>					
						应收账款周转率	3.58	2.89	3.21	3.46	3.83
						存货周转率	5.19	3.93	4.11	3.83	3.60
						总资产周转率	0.48	0.41	0.47	0.51	0.56
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益	0.03	0.15	0.17	0.21	0.25
						每股经营现金流	-0.04	0.38	0.01	0.39	0.04
						每股净资产	2.79	2.99	3.23	3.45	3.70
						<b>估值比率</b>					
						市盈率	239.98	40.94	35.03	29.18	24.36
						市净率	2.17	2.02	1.87	1.75	1.63
						EV/EBITDA	22.40	12.65	18.45	14.38	12.35
						EV/EBIT	27.87	14.51	22.64	17.43	14.64

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com