

2020年02月27日

立昂技术 (300603.SZ)

## 5G时代公司具备一定的先发优势

■立昂技术成立于1996年，由新疆通信网络施工与设计起步，2008年进入安防领域，是新疆排名前三的系统集成方案供应商。2019年1月完成对大一互联与沃驰科技的收购，形成通信工程、安防系统工程、IDC数据业务、电信运营商增值四大块业务内容，构建起从基础设施建设到内容分发的综合服务能力，且子业务之间高度协同，也使公司业务在地理上辐射至更广阔的区域。

■5G驱动下，多业务有望受益。5G对于公司的业绩驱动来自于多个方面：1) 万物互联时代，安防应用场景边界打开，拓展至智慧城市、智慧校园等场景需求加大；2) 运营商加大5G建设，对通信服务的需求增加；3) 数据量显著增长，将提升对IDC数据业务的需求。作为行业中具备竞争力的技术服务商，公司有望受益。

■布局MCN，呈现业绩增长亮点。公司在MCN领域布局已久，具有成熟的业务能力，区别于传统的直播带货，公司通过承接上游广告主全案预算，一部分用于自己消化，一部分发给中小MCN机构以此具备消化大额订单的能力。受益于直播带货趋势，MCN业务有望迎来增长。

■投资建议：基于原有业务，公司具备持续迭代的延展及布局能力，5G时代新机遇较多，我们预期公司上述能力具备一定的先发优势。考虑到增值业务在现今4G到5G过渡期有较大的潜力，我们认为公司业绩增长的弹性较为突出。我们预期公司2019-2021年实现归母净利润分别为1.22亿、2.73亿、3.83亿，对应EPS为0.43元、0.97元、1.36元。中长期受益5G业绩弹性突出，短期布局MCN增势显著，具备一定估值溢价，我们给予公司“买入-A”评级。

■风险提示：5G推进节奏不及预期，安防工程业务拓展不及预期，MCN及移动阅读业务增长不及预期。

(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入	973.2	668.7	1,341.2	1,652.2	2,069.6
净利润	80.4	41.4	121.6	272.6	383.0
每股收益(元)	0.29	0.15	0.43	0.97	1.36
每股净资产(元)	1.52	1.63	2.59	3.32	4.30

盈利和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
市盈率(倍)	144.1	280.0	95.2	42.5	30.2
市净率(倍)	27.1	25.3	15.9	12.4	9.6
净利润率	8.3%	6.2%	9.1%	16.5%	18.5%
净资产收益率	18.8%	9.0%	16.7%	29.2%	31.7%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.6%	0.9%
ROIC	123.2%	-732.8%	66.3%	355.6%	129.3%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

## 公司分析

证券研究报告

网络覆盖优化与运维

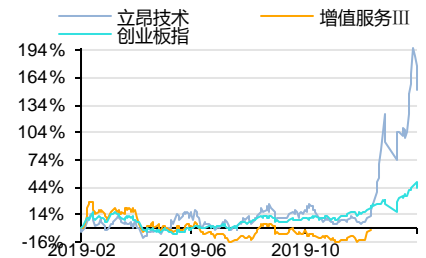
投资评级 **买入-A**  
调高评级

股价 (2020-02-26) **41.20元**

### 交易数据

总市值(百万元)	11,579.53
流通市值(百万元)	7,140.57
总股本(百万股)	281.06
流通股本(百万股)	173.31
12个月价格区间	15.96/48.76元

### 股价表现



资料来源：Wind资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.99	103.03	109.95
绝对收益	29.11	132.9	150.92

焦娟

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516120001  
jiaojuan@essence.com.cn  
021-35082012

### 相关报告

## 内容目录

<b>1. 扎根新疆通信与安防，外延扩张构建立体业务布局</b> .....	<b>3</b>
1.1. 稳扎稳打拓展业务布局，创始人为公司实控人.....	3
1.2. 财务分析：收购子公司业绩贡献显著，营收与毛利双提升.....	3
<b>2. 行业处上升周期，多主业具备增长驱动力</b> .....	<b>5</b>
2.1. 通信工程：2020 年运营商集中建设 5G，或将提振业务需求.....	5
2.2. 安防工程：地理优势叠加安防场景拓展，增长空间广阔.....	6
2.3. IDC 业务：5G 时代数据量显著增加，公司将扩充 IDC 机柜数量.....	7
2.4. 增值业务：顺应行业趋势布局，MCN 与图书分销带来增长亮点.....	7
2.4.1. MCN 运营能力较为成熟，具备大订单承接能力.....	8
2.4.2. 分销阅文图书资源，业务快速增长.....	9
<b>3. 盈利预测及估值</b> .....	<b>9</b>
<b>4. 风险提示</b> .....	<b>10</b>

## 图表目录

图 1：立昂技术历史沿革.....	3
图 2：公司股权结构及主要子公司组成.....	3
图 3：2015-2019Q3 营业收入及同比增速.....	4
图 4：2015-2019Q3 归母净利润及同比增速.....	4
图 5：主营业务收入规模变化.....	4
图 6：2019H1 主营业务收入构成.....	4
图 7：主要业务毛利率变化趋势（%）.....	5
图 8：新疆公共安全支出规模及同比增速.....	6
图 9：全国公共安全支出与新疆公共安全支出增速对比.....	6
图 10：2015-2019H1 安防系统工程营收规模及同比增速.....	6
图 11：移动互联网接入流量变化趋势.....	7
图 12：2016-2018Q3 公司所拥有的 IDC 机柜数量.....	7
图 13：移动互联网电信增值业务产业链.....	8
图 14：沃驰科技 MCN 业务模式.....	9
表 1：2020 年主要运营商 5G 基站建设计划.....	5
表 2：沃驰科技为三大运营商提供的内容服务.....	8
表 3：盈利预测.....	10

## 1. 扎根新疆通信与安防，外延扩张构建立体业务布局

### 1.1. 稳扎稳打拓展业务布局，创始人为公司实控人

立昂技术成立于1996年，由新疆通信网络施工与设计起步，2008年进入安防领域，逐步发展成为新疆境内通信与安防领域的领先企业，是新疆排名前三的系统集成方案供应商。公司于2017年上市，上市后借助资本市场力量于2019年1月完成对大一互联与沃驰科技的收购，一方面提高在了公司在IDC运营服务上的竞争力，另一方面将业务拓展至运营商增值内容与服务领域，形成通信工程、安防系统、IDC数据业务、电信增值四大块业务内容，构建起从基础设施建设到内容分发的综合服务能力。站在4G向5G的过渡期，技术的迭代与内容展现形式的变化为行业带来了新的驱动力量，公司在多个业务领域均有提前布局，或能充分顺应行业变化而增厚业绩。

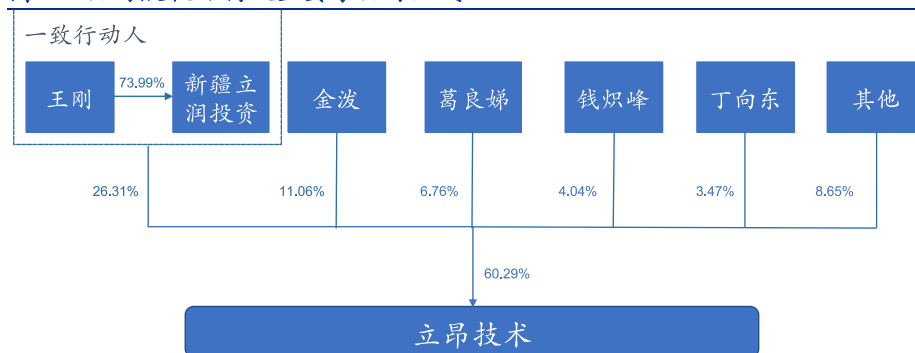
图1：立昂技术历史沿革



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

实控人为王刚，核心管理团队通过股权与上市公司绑定。截止2019Q3，公司创始人王刚合计持股26.41%，为公司实际控制人。此外，排名前五的股东包括金波、葛良娣、钱炽峰、丁向东，持股比例依次为11.06%、6.76%、4.04%、3.47%，其中金波系沃驰科技董事长、钱炽峰系大一互联董事长。核心管理层与上市公司形成股权绑定，有利于激励团队提高上市公司业绩。

图2：公司股权结构及主要子公司组成

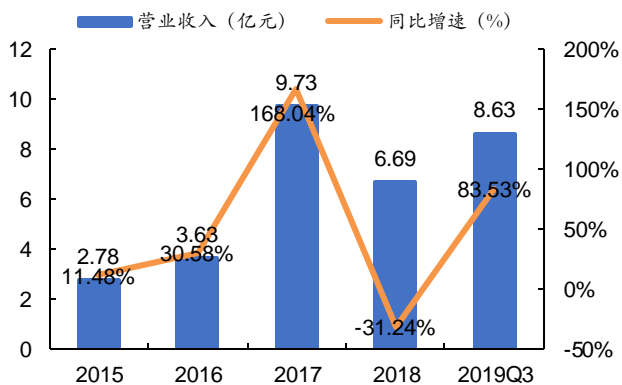


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.2. 财务分析：收购子公司业绩贡献显著，营收与毛利双提升

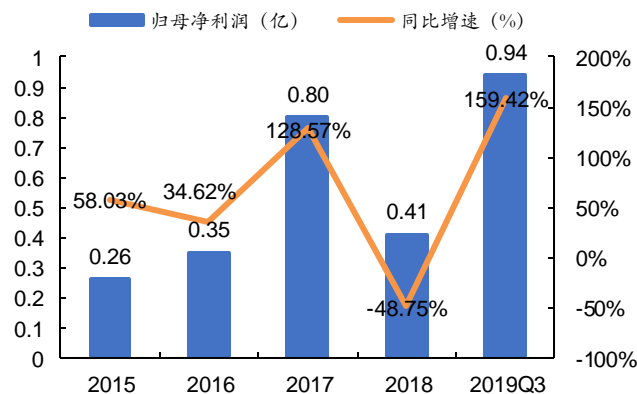
因收购大一互联与沃驰科技财务并表所致,2019 年公司营收与归母净利润均实现高速增长。2019Q3 公司实现营业收入 8.63 亿,同比增长 83.53%;2019Q3 归母净利润为 0.94 亿,同比增长 159.42%。根据公司 2019 年业绩预告披露数据,预计 2019 年将实现归母净利润 1.22 亿-1.34 亿,较上年同期增长 193.95%-223.95%,主要系新收购的大一互联与沃驰科技业绩较好,对利润贡献明显。

图 3: 2015-2019Q3 营业收入及同比增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

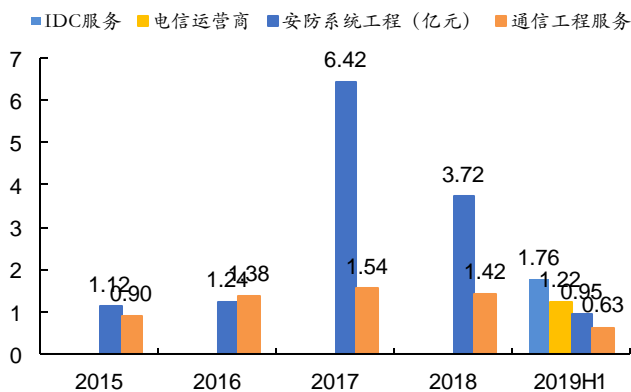
图 4: 2015-2019Q3 归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

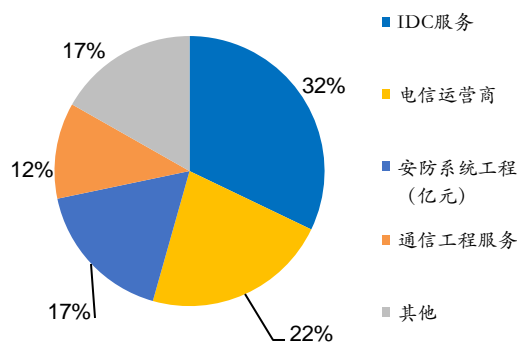
分业务来看, 2019H1 安防系统工程、通信工程服务、IDC 服务、电信运营商业务收入分别为 1.76 亿、1.22 亿、0.95 亿、0.63 亿,占比分别为 32%、22%、17%、12%,大一互联与沃驰科技并表后, IDC 服务与电信运营商服务成为了主要的收入贡献来源。2017-2018 年大力投资建设后,目前新疆安防系统工程多处于质保期,收入水平有所下降。

图 5: 主营业务收入规模变化



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

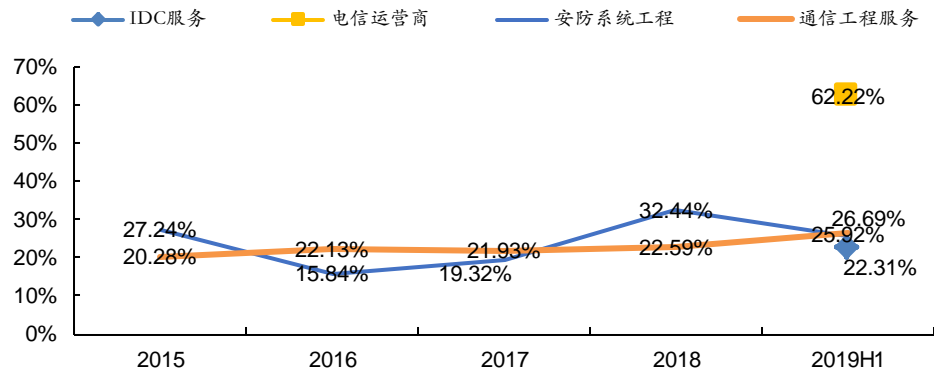
图 6: 2019H1 主营业务收入构成



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2019H1 安防系统工程、通信工程服务、IDC 服务、电信运营商业务毛利率分别为 25.92%、26.69%、22.31%、62.22%,其中因为电信运营商业务毛利率较高且收入占比较高(2019H1 占比达到 22%) 将有效拉动综合毛利率提升,2019H1 公司综合毛利率为 33.28%,较 2018 年底提升 7.39pct。

图 7: 主要业务毛利率变化趋势 (%)



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

## 2. 行业处上升周期, 多主业具备增长驱动力

截止目前, 公司形成通信工程、安防系统工程、IDC 数据、电信运营商业务 (即移动增值业务) 四项核心业务, 业务之间高度协同: 1) 产业链协同。业务能力覆盖通信与安防基础设施搭建、数据中心运维、内容生产与分发等贯穿产业链的多个环节, 面向如运营商会共同客户, 有望获得全方位的服务机会; 2) 地理优势位置协同。安防与通信业务立足新疆, 借力“一带一路”辐射中亚地区; 大一互联位于广州, 地处 IDC 数据服务中心, 具备行业领先的服务能力; 沃驰科技处于移动互联网发展快速的杭州, 以此形成三大基地且相互成为业务拓展的前沿阵地, 也从整体层面扩大了公司的业务覆盖区域。

### 2.1. 通信工程: 2020 年运营商集中建设 5G, 或将提振业务需求

立昂技术以承接新疆境内的通信工程建设起家, 公司致力于为广大运营商提供通信、网络、信息技术等服务, 并基于需方业务需求提供安防系统一体化服务, 是新疆领先的信息技术服务商, 在新疆系统集成的十强企业始终排名前三。2015 年公司中标青海、四川、贵州等地的通信业务, 业务范围进一步扩大。

**5G 进入集中建设期, 预期运营商对于通信服务需求将有所增加。**根据 2020 年 2 月 22 日工业和信息化部召开会议披露, 中国目前建设开通 5G 基站数超过 15 万个。根据三大运营商的披露的建设规划, 中国移动力争 2020 年底 5G 基站数达到 30 万, 中国联通与中国电信 2020 年三季度力争完成全国 25 万基站建设, 保守预期 2020 年需新建 5G 建设基站 40 万个, 5G 进入集中建设期。伴随 5G 通信基础设施的投入建设, 运营商对于通信、网络服务的需求将提升, 公司作为领先的通信工程服务商有望受益。

表 1: 2020 年主要运营商 5G 基站建设计划

	已建成 5G 基站数量 (万)	2020 年计划累计建成 5G 基站数量 (万)	预期 2020 年待建成 (万)
中国移动	7.4	30	
中国联通	6.4	25	40
中国电信	-		
合计	15	55	

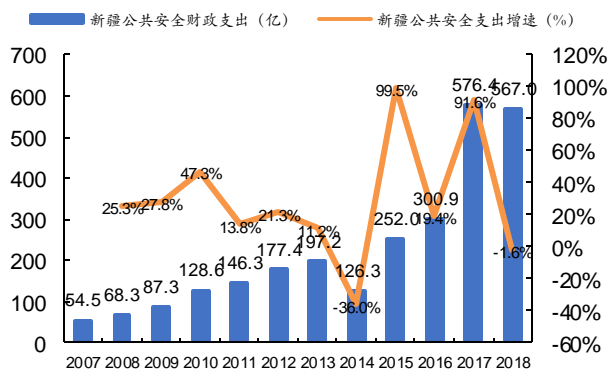
资料来源: 工信部, 通信世界网, 安信证券研究中心 (注 1: 基于运营商最新披露数据, 时间口径略有差异; 注 2: 合计建成 15 万座基站中含中国铁塔等公司建成数量)



## 2.2. 安防工程：地理优势叠加安防场景拓展，增长空间广阔

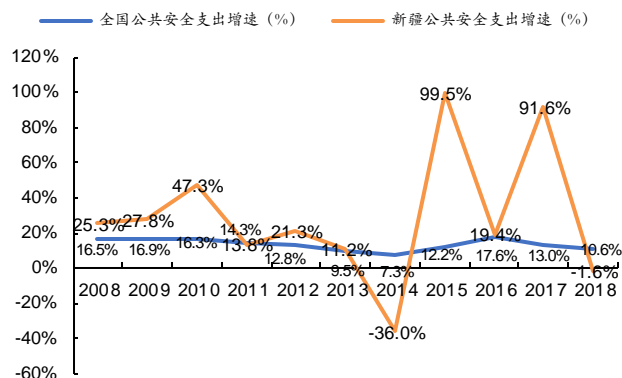
**新疆安防市场优势突出。**基于特殊的地理位置，新疆用于公共安全的财政支出近年出现大幅增长，2017 年新疆公共安全财政支出为 576.4 亿，同比增长 91.6%，高于同期全国整体增速 13.0%。2018 年新疆公共安全支出为 567.6 亿，与前期相比规模有所下降但仍然保持在高位水平。

图 8：新疆公共安全支出规模及同比增速



资料来源：新疆财政厅，安信证券研究中心

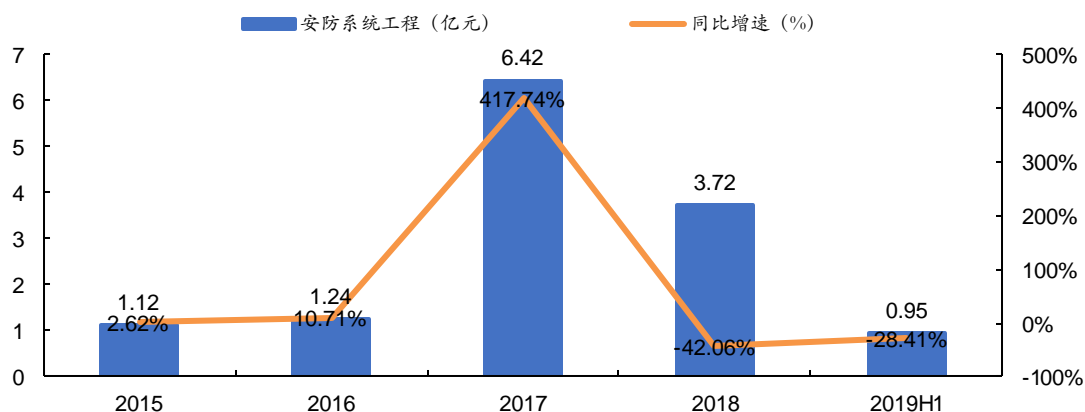
图 9：全国公共安全支出与新疆公共安全支出增速对比



资料来源：财政部，安信证券研究中心

**立足新疆辐射中亚，业绩有望提升。**作为新疆境内核心的安防系统工程服务商，公司受益于 2017 年公共安全财政支出规模增长，安防业务收入高速增长。根据公司公告披露，新疆 2017、2018 年集中安防项目仍处于质保期内，运营收入尚未放量。目前公司运营项目包括乌鲁木齐多个区县平安城市运维、全疆城市高空指挥系统运维、全疆 18 个口岸人脸识别运维等。在 3-5 年的质保期之后，疆内安防运维市场将放量增长。公司通过提供维修保养服务、升级扩容服务、综合安全托管服务实现从搭建到运维的平稳过渡。依托着独特的地理优势，公司还在积极布局中亚邻国的安防建设中，预期安防业务将成为公司收入的重要组成部分。

图 10：2015-2019H1 安防系统工程营收规模及同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

**此外，受益于 5G 赋能物联网，安防应用场景日趋丰富。**安防是 AI 的最佳落脚点，5G 赋能视频物联网，将给安防行业带来新的发展契机。公司具备安防应用场景的深刻理解，与全球顶尖的算法厂商形成联合，将有效推动前沿科技与具体应用场景的结合及落地。公司与全球顶尖算法服务商依图科技达成合作，已经把一些算法培植到具体的应用，从简单的人脸识别，再到步态识别和行人再识别，基于大数据、云计算、视频结构化等技术，为公安提供更有效

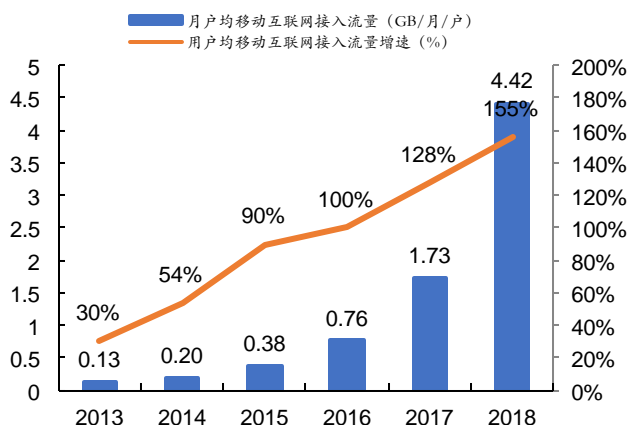
的解决方案；在教育领域，公司结合 AI、大数据等技术手段，为校园提供出入管理、陌生人预警、黑名单比对报警等功能，提升校园安全保障能力；在交通领域，结合车辆出入口及校内超速、违停等现状，用科技赋能形成车辆管理业务闭环，提升校园管理水平和效率等。（数据来源：公司公告）此外，新疆立项了乌鲁木齐全市的电子车牌项目，公司也将在电子车牌领域加强布局。

### 2.3. IDC 业务：5G 时代数据量显著增加，公司将扩充 IDC 机柜数量

2019 年 1 月，公司以 4.5 亿收购大一互联 100% 的股份，大一互联是一家专业从事互联网数据中心(Internet Data Center, IDC)运营及其他互联网综合服务的提供商，为客户提供机房模块定制、云优化服务、互联网专线、流量清洗、多云互联等增值服务，在华南地区的 IDC 运营维护领域具有较强竞争力。通过收购大一互联，公司的客户组成结构得以拓展，从原有的政企、运营商客户拓展至视频网站运营商、网络游戏运营商行业、门户网站运营商、CDN 服务商、云服务商等终端客户，例如搜狐、天猫、金山云、京东等。

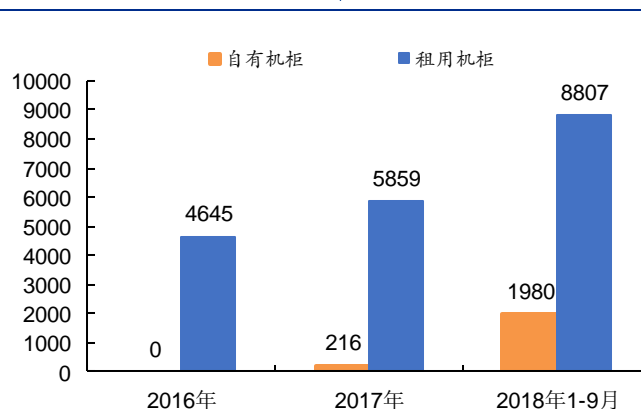
未来将加大扩充机柜数量。2018 年月户均移动互联网接入流量为 4.42GB，较 2017 年同比增长 155%，反映出随着网络应用的丰富及流量资费的降低，用户对于互联网的需求增加，承载在其上的数据量也将显著增加。进入 5G 时代万物互联，数据量将大幅增长。根据公告，公司目前上架的机柜中可售与已售机柜合计约有 8000 个左右，未来三五年将扩充至 3-5 万个机柜，部署地点将集中在北上广深这些一线城市。公司已着手启动建设自建机房 1 万柜的相关项目(毛利率较租用机房高 15%)，除了自身扩建外，公司或将通过收购的方式增加可售机柜的数量。

图 11：移动互联网接入流量变化趋势



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 12：2016-2018Q3 公司所拥有的 IDC 机柜数量



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 2.4. 增值业务：顺应行业趋势布局，MCN 与图书分销带来增长亮点

2019 年 1 月公司以 11.98 亿元收购沃驰科技 100% 股权，将业务范围拓展至面向消费者的运营商增值业务。沃驰科技主营业务包括两个方面：1) 与中国移动、中国电信、中国联通三大运营商深度合作，以移动互联网电信增值业务为核心，通过三大运营商增值业务基地平台提供阅读、视频、动漫、音乐、游戏等内容，并为运营商基地及其他内容供应商提供运营、推广等服务，在电信增值业务产业链上既是 CP 又是 SP；2) 自建数字阅读平台，对版权内容进行运营与分发。

图 13: 移动互联网电信增值业务产业链



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 2: 沃驰科技为三大运营商提供的内容服务

运营商	基地名称	基地业务	沃驰提供主要内容
中国移动	咪咕阅读	阅读	小说、杂志、手机报
	咪咕视频	视频	短视频
	咪咕动漫	动漫	动画、漫画
	咪咕音乐	音乐	铃音盒
	咪咕游戏	游戏	游戏
	南方基地	综合	软件
	天翼空间	软件	软件
中国电信	天翼阅读	阅读	小说、杂志
	天翼视讯	视频	短视频
	爱动漫	动漫	动画、漫画
	爱游戏	游戏	游戏
	信元	综合	资讯服务
	21cn	综合	阅读、视频、漫画
	翼支付	支付	-
中国联通	联通在线	综合	短视频
	沃阅读	阅读	小说
	沃商店	软件	软件
	联通音乐	音乐	音乐

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

处于 4G 向 5G 的过渡时期, 以运营商、通信服务商为代表的入局方增加将提振对内容的需求, 依托于立昂技术的通信背景与自身在运营商增值业务方面的沉淀, 沃驰科技具备一定的服务优势。同时沃驰科技在内容类型上拥有广泛布局, 包括短视频、小说、音乐、游戏、漫画等多种内容, 面对内容领域的新变化, 公司可在现有业务上孵化新业务, 以保持内容服务能力的迭代。根据公司公告披露, 沃驰科技现有内容业务中两大类业务的增速较为明显, 一类是 MCN 业务, 另一类是阅文的图书分销业务。

#### 2.4.1. MCN 运营能力较为成熟, 具备大订单承接能力

沃驰科技控股子公司温州慷璐旗下品牌青橙玩家是行业中布局较早的 MCN 机构, 子公司逐梦工厂拥有专业的直播室、演播棚, 孵化了一系列优质 IP, 例如“胡桃夹子 LJ”、“小太阳董英俊”、“碎片健身 200S”、“一颗月半番茄”等优质短视频 IP。公司目前在 MCN 业

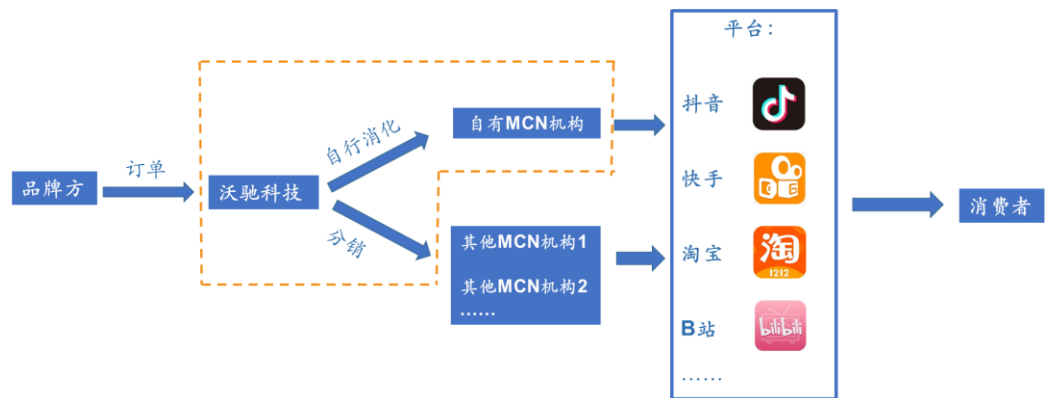


务上组建了两个团队，一个是做淘宝直播，一个是做抖音短视频。其中做淘宝直播的 MCN 机构约有 2000 多家，公司从 2019 年 6 月份开始布局，目前排名 130 多位。

根据公司公告，公司目前自有网红有 47 个，粉丝总量超过 1 亿。此外，公司通过与外部合作构建流量池资源，一方面与艺人合作扩大影响力，目前合作艺人包括笑果文化旗下脱口秀艺人思文、卡姆、程璐；另一方面，公司将与如涵控股就网红电商业务进行合作，如涵控股的主阵地在微博，类似张大奕等头部网红均在其麾下，而沃驰的主阵地是在抖音，阵地的不同致使双方可以就红人资源方面进行共享。

以平台模式发展 MCN，上游对接客户全案预算，下游整合中小 MCN 机构能力。根据公司公告，沃驰科技 MCN 业务的商业逻辑是拿产品方的全案预算，获得品牌方预算后根据对应 ROI 得到约定销售额，一部分是沃驰本身自有账户的消化，另一部分则是与其它的 MCN 机构合作，即通过整合中小 MCN 机构来助力公司完成剩余的部分销售任务。公司的优势在于中作为行业前列的 MCN 机构具备品牌信任度与承接能力，目前公司对接的过亿订单以有多个，部分订单已开始分发。

图 14：沃驰科技 MCN 业务模式



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

#### 2.4.2. 分销阅文图书资源，业务快速增长

沃驰科技结合移动阅读的发展趋势，建立了自有新媒体阅读平台，通过不断丰富平台的文学内容，并通过跟知名网络作家和品牌自媒体的公众号合作的方式，对阅读平台旗下微信公众号中的优秀作品进行推广，尝试对优质内容及内容作者的培育孵化，积极打造和运营原创版权资源，贯穿产业链上下游。

**对接阅文内容资源，收入快速增长。**沃驰科技自 2019 年 10 月开始对接阅文分销体系，根据公司公告披露，该业务合作模式为按照收入分成，其中沃驰科技获得 90%，阅文集团获得 10%，自 11 月份上线阅文的电子书籍后，12 月份其给沃驰带来了 3000 多万的收入，一月份收入为 4200 万，同比增长 30%，二月份仅 5 天便有近 800 万的收入，业务增长速度较快。

### 3. 盈利预测及估值

基于原有业务，公司具备持续迭代的延展及布局能力，5G 时代新机遇较多，我们预期公司上述能力具备一定的先发优势。考虑到增值业务在现今 4G 到 5G 过渡期有较大的潜力，我们认为公司业绩增长的弹性较为突出。我们预期公司 2019-2021 年实现归母净利润分别为 1.22 亿、2.73 亿、3.83 亿，对应 EPS 为 0.43 元、0.97 元、1.36 元。中长期受益 5G 业绩弹性突出，短期布局 MCN 增势显著，具备一定估值溢价，我们给予公司“买入-A”评级。

**表 3: 盈利预测**

单位: 百万元	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>668.7</b>	<b>1239.4</b>	<b>1531.2</b>	<b>1920.6</b>
yoy	-31.29%	85.34%	23.54%	25.43%
综合毛利率	25.89%	29.79%	31.81%	33.98%
<b>通信工程服务</b>	<b>141.7</b>	<b>134.6</b>	<b>154.8</b>	<b>178.0</b>
yoy	-7.8%	-5%	15%	15%
毛利率	22.59%	20%	20%	20%
<b>安防系统工程</b>	<b>371.5</b>	<b>315.8</b>	<b>379.0</b>	<b>454.7</b>
yoy	-42.2%	-15%	20%	20%
毛利率	32.44%	35%	35%	35%
<b>IDC 服务</b>	<b>-</b>	<b>370.3</b>	<b>444.3</b>	<b>533.2</b>
yoy	-	20%	20%	20%
毛利率	-	15%	15%	15%
<b>电信运营商</b>	<b>-</b>	<b>268.8</b>	<b>403.1</b>	<b>604.7</b>
yoy	-	30%	50%	50%
毛利率	-	60%	60%	60%
<b>其他业务</b>	<b>155.5</b>	<b>150</b>	<b>150</b>	<b>150</b>
yoy	-12.3%	-3.6%	0.0%	0.0%
毛利率	13.28%	10%	10%	10%
<b>销售费用率</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.4%</b>	<b>2.6%</b>
<b>管理费用率</b>	<b>5.5%</b>	<b>6.5%</b>	<b>5.8%</b>	<b>6.0%</b>
<b>财务费用率</b>	<b>0.9%</b>	<b>0.1%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>-0.5%</b>
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>41.4</b>	<b>121.6</b>	<b>272.6</b>	<b>383.0</b>
同比	-48.5%	194.1%	124.1%	40.5%
归母净利率	6.2%	9.1%	16.5%	18.5%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 4. 风险提示

5G 推进节奏不及预期, 安防工程业务拓展不及预期, MCN 及移动阅读业务增长不及预期。

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	973.2	668.7	1,341.2	1,652.2	2,069.6	<b>成长性</b>					
减:营业成本	780.7	495.6	966.2	1,153.4	1,394.4	营业收入增长率	168.3%	-31.3%	100.6%	23.2%	25.3%
营业税费	4.3	4.6	6.5	8.9	11.8	营业利润增长率	154.7%	-46.0%	358.0%	48.2%	41.6%
销售费用	19.6	18.1	34.4	40.1	53.2	净利润增长率	126.6%	-48.5%	194.1%	124.1%	40.5%
管理费用	53.2	37.0	87.5	96.5	123.4	EBITDA 增长率	124.4%	-3.4%	171.3%	42.4%	40.6%
财务费用	0.9	6.3	0.9	-7.5	-9.8	EBIT 增长率	150.4%	-17.8%	227.8%	44.2%	41.8%
资产减值损失	33.6	44.9	25.5	34.7	35.0	NOPLAT 增长率	200.5%	-42.7%	309.3%	46.2%	40.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-109.6%	-4625.0	-72.8%	285.8%	-16.6%
投资和汇兑收益	-	-1.2	-0.4	-0.6	-0.7	净资产增长率	59.6%	7.3%	58.7%	28.4%	29.5%
<b>营业利润</b>	88.8	48.0	219.7	325.6	460.9	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-0.8	-0.2	-80.1	-17.0	-22.4	毛利率	19.8%	25.9%	28.0%	30.2%	32.6%
<b>利润总额</b>	88.0	47.8	139.6	308.5	438.4	营业利润率	9.1%	7.2%	16.4%	19.7%	22.3%
减:所得税	7.6	6.4	18.0	35.9	55.4	净利润率	8.3%	6.2%	9.1%	16.5%	18.5%
<b>净利润</b>	80.4	41.4	121.6	272.6	383.0	EBITDA/营业收入	9.0%	12.7%	17.1%	19.8%	22.2%
						EBIT/营业收入	8.4%	10.1%	16.4%	19.3%	21.8%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	固定资产周转天数	14	55	39	30	23
货币资金	271.5	124.8	493.1	436.2	777.6	流动营业资本周转天数	-32	-8	7	10	24
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	292	575	393	412	449
应收账款	534.9	696.5	1,079.0	1,111.5	1,986.9	应收账款周转天数	146	331	238	239	269
应收票据	0.3	0.3	5.8	1.6	3.4	存货周转天数	40	82	46	52	56
预付账款	3.6	8.3	8.8	11.3	16.2	总资产周转天数	369	746	474	473	498
存货	172.2	131.5	214.9	264.4	380.2	投资资本周转天数	11	76	50	42	49
其他流动资产	98.2	93.6	69.1	87.0	83.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	18.8%	9.0%	16.7%	29.2%	31.7%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.8%	3.0%	5.7%	12.4%	10.9%
长期股权投资	-	2.5	2.5	2.5	2.5	ROIC	123.2%	-732.8%	66.3%	355.6%	129.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	51.7	151.4	142.9	134.4	125.9	销售费用率	2.0%	2.7%	2.6%	2.4%	2.6%
在建工程	93.2	-	-	-	-	管理费用率	5.5%	5.5%	6.5%	5.8%	6.0%
无形资产	8.1	9.2	8.4	7.6	6.9	财务费用率	0.1%	0.9%	0.1%	-0.5%	-0.5%
其他非流动资产	150.5	171.1	116.4	146.0	144.5	三费/营业收入	7.6%	9.2%	9.2%	7.8%	8.1%
<b>资产总额</b>	1,384.3	1,389.0	2,140.8	2,202.5	3,527.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	47.0	116.0	-	-	-	资产负债率	69.1%	67.0%	66.0%	57.6%	65.8%
应付账款	619.6	543.1	1,070.6	908.8	1,755.7	负债权益比	224.1%	203.2%	194.5%	136.1%	192.0%
应付票据	183.3	99.4	223.1	231.4	372.1	流动比率	1.17	1.16	1.32	1.51	1.40
其他流动负债	74.8	149.9	119.1	128.2	190.5	速动比率	0.98	1.02	1.17	1.30	1.24
长期借款	31.0	22.0	-	-	-	利息保障倍数	86.30	10.73	237.08	-42.39	-46.03
其他非流动负债	1.5	0.5	1.2	1.1	0.9	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	957.2	930.9	1,414.0	1,269.5	2,319.2	DPS(元)	0.04	0.06	0.09	0.24	0.38
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	12.8%	39.1%	21.2%	24.3%	28.2%
股本	102.5	102.5	281.1	281.1	281.1	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.6%	0.9%
留存收益	318.7	349.8	445.7	652.0	926.9						
<b>股东权益</b>	427.1	458.1	726.8	933.0	1,207.9						

## 现金流量表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E	业绩和估值指标					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
净利润	80.4	41.4	121.6	272.6	383.0	EPS(元)	0.29	0.15	0.43	0.97	1.36
加:折旧和摊销	5.8	17.4	9.3	9.3	9.3	BVPS(元)	1.52	1.63	2.59	3.32	4.30
资产减值准备	33.6	44.9	-	-	-	PE(X)	144.1	280.0	95.2	42.5	30.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	27.1	25.3	15.9	12.4	9.6
财务费用	3.0	9.8	0.9	-7.5	-9.8	P/FCF	53.8	-92.9	79.5	207.0	26.1
投资损失	-	1.2	0.4	0.6	0.7	P/S	11.9	17.3	8.6	7.0	5.6
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	37.1	26.9	47.6	33.5	23.1
营运资金的变动	-220.8	-347.3	256.4	-264.7	42.7	CAGR(%)	50.2%	110.0%	50.8%	50.2%	110.0%
<b>经营活动产生现金流量</b>	13.1	-241.3	388.7	10.2	425.9	PEG	2.9	2.5	1.9	0.8	0.3
<b>投资活动产生现金流量</b>	-60.0	-36.4	20.5	-17.4	3.5	ROIC/WACC	11.7	-69.8	6.3	33.9	12.3
<b>融资活动产生现金流量</b>	54.7	192.8	-40.8	-49.7	-88.0	REP	-43.3	-0.1	21.9	1.1	3.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

焦娟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**■ 销售联系人**

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	孙红	上海区域销售副总监	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	王银银	上海区域销售经理	18217126875	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	李倩	北京基金组主管	18500075828	liqian1@essence.com.cn
	温鹏	北京基金组销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	夏坤	北京基金组销售副总监	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	曹琰	北京基金组销售经理	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	张莹	北京保险组主管	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	姜东亚	北京保险组销售副总监	13911268326	jiangdy@essence.com.cn
	张杨	北京保险组销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	王帅	北京保险组销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	13922833856	fanhq@essence.com.cn
	黎欢	深圳基金组销售经理	15820484816	lihuan@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	巢莫雯	深圳基金组销售经理	18682080397	chaomw@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn

**安信证券研究中心**

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034