

凯乐科技 (600260.SH)

通信设备行业

评级：买入 首次评级

公司深度研究

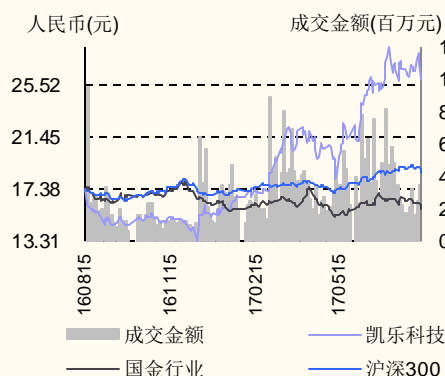
市场价格(人民币): 26.52元
 目标价格(人民币): 38.00-38.00元

布局大通信，专网引增长

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	539.37
总市值(百万元)	18,798.66
年内股价最高最低(元)	28.46/13.31
沪深 300 指数	3647.35
上证指数	3208.54



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.179	0.273	1.145	2.007	2.902
每股净资产(元)	4.25	4.48	6.36	8.37	11.27
每股经营性现金流(元)	1.42	-2.47	-1.35	0.23	1.71
市盈率(倍)	83.28	56.64	23.74	13.54	9.36
行业优化市盈率(倍)	17.82	17.82	17.82	17.82	17.82
净利润增长率(%)	151.73%	52.35%	345.26%	75.36%	44.60%
净资产收益率(%)	4.22%	6.10%	18.00%	23.98%	25.75%
总股本(百万股)	666.75	666.75	708.85	708.85	708.85

来源：公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **多元化布局，转型专注通信产业闭环：**凯乐科技产品从通信硅管、光纤、光缆、智能手机等，近年来通过多元化布局和收并购，快步进入到网状数据通讯机等数据链产品，由此奠定向通信领域最前沿技术——量子通信技术进军的基础。近两年公司快速切入军用和警用市场，深度挖掘通信产业的军民融合机遇，与中创为等相关公司开展了一系列交流合作。未来主业将聚焦在大通信产业链和自主可控信息安全，并进一步布局互联网+创新业务。
- **专网通信数据链打开成长空间：**随着全球信息安全形势的日益紧张，军民两用专网市场空间广阔，将开启专网高景气时代。专网通信行业的市场规模近年来加速猛增，2016年突破千亿大关，达1031亿元，预计2017年到2020年继续高景气态势，年复合增长率可达18.85%。凯乐科技以星状网络数据链通信机为业绩主要增长点，2017年上半年，公司专网通信业务持续增加，签订合同总金额为人民币73.26亿元，完成交货并结算的含税金额为69.84亿元。同时，公司各项军品业务协同推进，子公司江机民科、大地信合、斯耐浦等子公司均超额完成业绩承诺。
- **定增布局三大领域，信息安全成为看点：**公司以量子通信技术数据链产品产业化项目、自主可控计算平台项目、智能指控终端及平台建设项目为载体，实际募集资金9.8亿元，已于2017年6月28日公告完成发行，其中第一大股东出资4亿元参与增发。在量子通信领域，公司抢占行业制高点。在自主可控领域，公司进行VPX自主可控计算平台和CPCI自主可控计算平台的研发。同时公司增资上海凡卓，进一步加强“民用+警用+军工”的大通讯战略。

投资建议

- 我们认为公司在专网通信业务方面市场空间大，景气度高，目前在手订单丰厚，该业务有望持续为公司带来业绩增长。给予公司“买入”评级。目标价38元，对应2017年PE 33.6倍，2018年PE 19倍。

估值

- 预期公司2017-2019年净利润为8.1亿，14.2亿，20.6亿，EPS 1.15，2.01，2.90元，对应当前股价的PE倍数为23，14，9倍。

风险提示

- 军品订单业务不达预期；量子通信不达预期。

张斌 分析师 SAC 执业编号：S1130511030002
(8621)60230230
zhangbin@gjq.com.cn

林仕霄 联系人
linsx@gjq.com.cn

内容目录

转型升级专注于通信产业闭环.....	4
多元化布局奠定转型升级.....	4
专网通信领衔，公司近两年业绩快速增长.....	4
军用专网通信——公司快速增长的核心动力.....	6
专网通信数据链建设铺开，打开成长空间.....	6
军民两端同步打开，在手订单丰厚.....	9
军品业务协同推进.....	11
定增布局三大领域，发力信息安全.....	14
加码量子通信，扩大数据链通信技术优势.....	15
进军自主可控平台项目.....	18
增资凡卓，持续发力智能指控终端.....	19
产业基金助推大通信发展.....	21
光纤光缆持续增长.....	22
盈利预测与投资建议.....	23
风险提示.....	23

图表目录

图表 1：公司收并购历程.....	4
图表 2：公司营业收入及增速.....	5
图表 3：公司归母净利润及增速.....	5
图表 4：公司分产品收入情况（亿元）.....	5
图表 5：公司毛利率和净利率情况.....	6
图表 6：公司分产品毛利率情况.....	6
图表 7：我国国防开支增速放缓，2018 年有望回暖.....	7
图表 8：全球军费下降明显导致我国军费增速放缓.....	7
图表 9：21 世纪专网通信迎来重大机遇.....	7
图表 10：C4ISR 技术或将成为凯乐科技今年重点发展对象.....	8
图表 11：民用专网用途多样化，发展前景光明.....	9
图表 12：专网通信全球市场增长显著.....	9
图表 13：凯乐科技数据链通信民用应用场景广泛.....	10
图表 14：专网通信订单量.....	11
图表 15：江机民科主要研制方向.....	11
图表 16：江机民科核心产品战斗印信测试仪.....	12
图表 17：江机民科核心产品复合增程安全点火器.....	12
图表 18：江机民科业绩迎来迅猛增长.....	12
图表 19：大地信合核心产品 VRX 板卡级产品.....	13
图表 20：大地信合核心产品军用加固背板.....	13

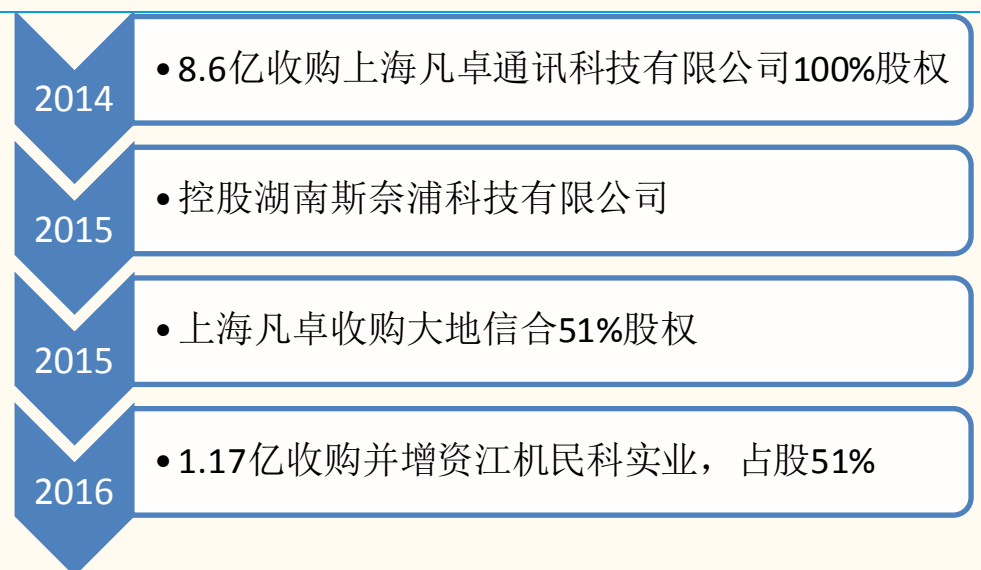
图表 21: 大地信合 2016 年业绩超出承诺净利润.....	13
图表 22: 湖南斯耐浦 2016 年业绩超出承诺净利润.....	14
图表 23: 定增募投项目.....	15
图表 24: 量子通信发展方向.....	15
图表 25: 量子通信基本原理.....	16
图表 26: 量子通信应用领域.....	16
图表 27: 国家政策规划和高科技研究成果助力量子通信快速发展.....	16
图表 28: 京沪干线大尺度量子通信骨干网创世界纪录.....	17
图表 29: 全球信息安全形势.....	17
图表 30: 中国信息安全产品市场规模.....	18
图表 31: 信息安全产品市场分布.....	18
图表 32: 国家政策关注信息安全市场.....	18
图表 33: 上海凡卓自被收购以来业绩增速明显.....	19
图表 34: 上海凡卓业务范围广.....	20
图表 35: 执法记录仪市场规模预测.....	20
图表 36: 凡卓加大海外市场扩张.....	21
图表 37: 上海凡卓发展多领域市场拓展.....	21
图表 38: 产业基金出资计划.....	22
图表 39: 全球光纤光缆需求.....	22
图表 40: 中国光纤光缆需求.....	22
图表 41: 光纤光缆招标结果.....	23

转型升级专注于通信产业闭环

多元化布局奠定转型升级

- 湖北凯乐科技股份有限公司是专注于大通信产业闭环和互联网领域的高科技企业，为信息化产业高端通信设备软硬件制造服务商。其大通信产业闭环产品主要涵盖光纤、光缆、数据线缆、量子通信数据链产品、自主可控计算平台、智能指控终端等民用和军用产品。
- 公司产品从通信硅管、光纤、光缆、智能手机、穿戴产品、安防定位设备、医疗信息化平台、雷达、自主可控计算平台、非标军品等，快步进入到网状数据通讯机等数据链产品，由此奠定向通信领域最前沿技术——量子通信技术进军的基础。
- 近几年公司快速布局军用和警用领域，深度挖掘通信产业的军民融合机遇，与中创为等机构开展了一系列交流合作。未来主业重点集中在大通信全产业链和自主可控信息安全，并进一步布局互联网+创新业务。

图表 1：公司收并购历程

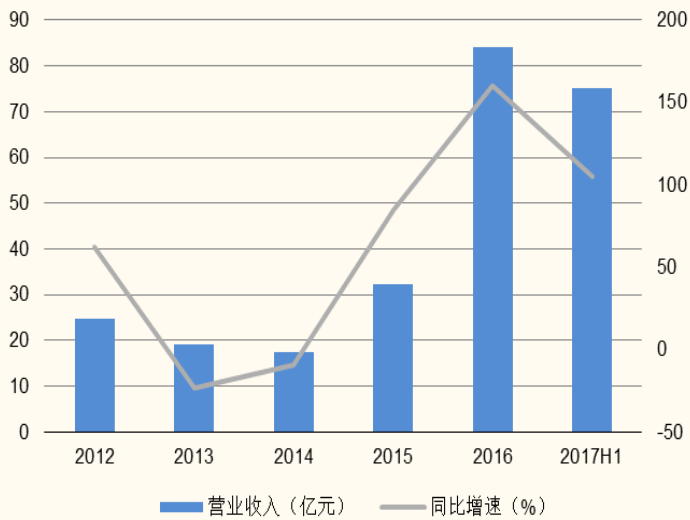


来源：公司公告，国金证券研究所

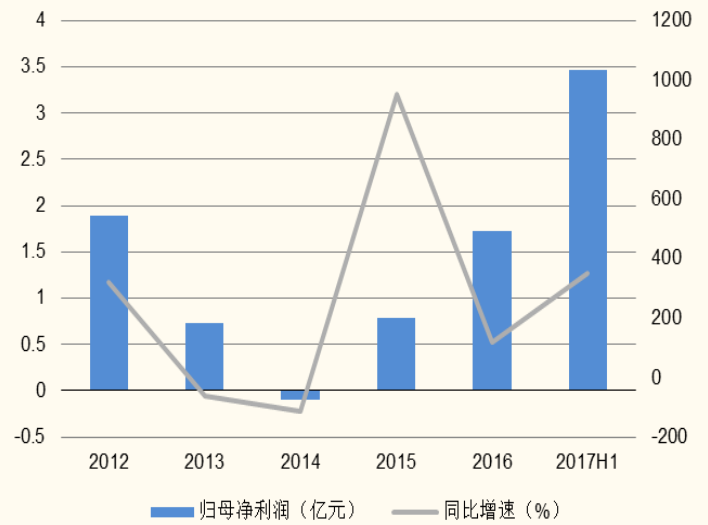
专网通信领衔，公司近两年业绩快速增长

- 公司近年来拓展多项核心业务，以应对行业挑战和竞争，业绩增长明显。2017年上半年，公司专网业务放量，多次签约大额订单；同时通过定增和收购优质子公司，积极拓展开量子通信、军用及民用通信业务。
 - 2017上半年，公司营业收入同比增长105%，达到75.23亿元；主要是由于公司专网通信业务持续增加，营收占比持续提升。
 - 2017上半年，公司实现净利润3.46亿元，同比增351.67%。

图表 2：公司营业收入及增速



图表 3：公司归母净利润及增速

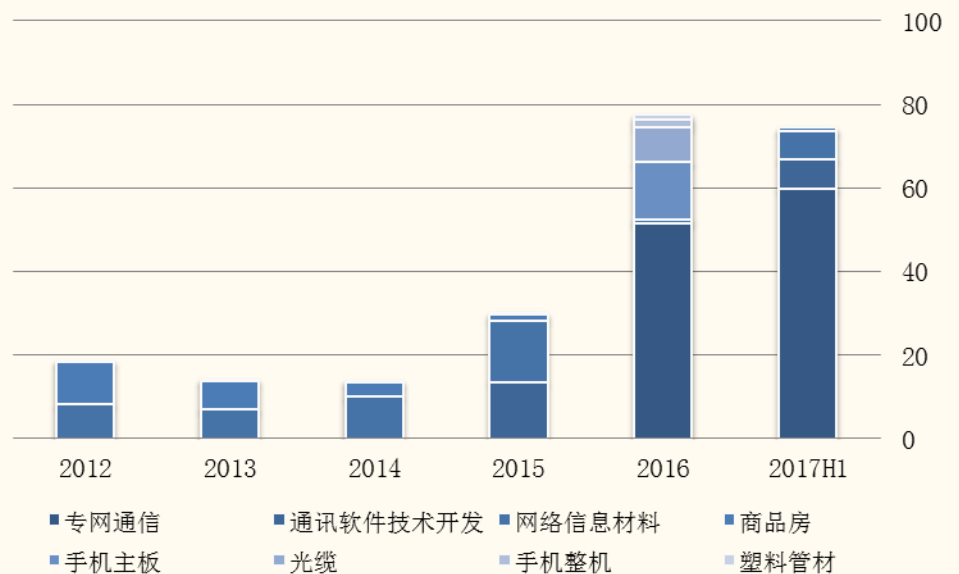


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

- 从分产品看，2016 年专网业务收入 59.69 亿元，占公司总营业收入的 70.88%；2016 年是公司成功完成转型的一年，凯乐科技将业务重心转移至专网和智能终端业务上，并取得显著成功，标志着从传统通信和实体行业向高科技产业的成功转型。2017 年上半年，公司持续在专网业务上发力，预计 2017 年全年将再次形成巨大突破，在专网通信建设领域发展成龙头企业。

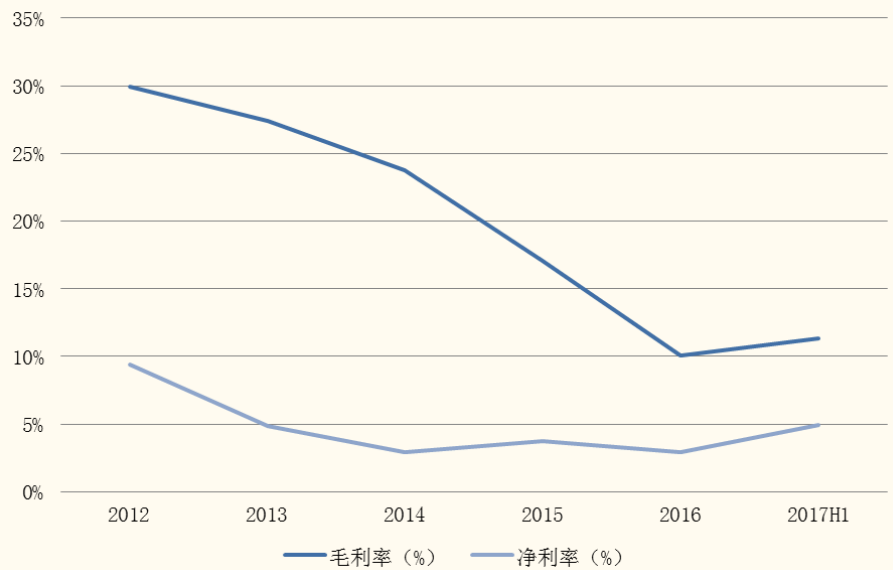
图表 4：公司分产品收入情况 (亿元)



来源：Wind，国金证券研究所

- 2016 年，主要收入和业绩来自专网通信业务，而专网通信作为公司的新业务布局，巨大的基础设施建设和固定成本开销导致该业务的毛利率处在相对低点，从而带动公司整体销售毛利率、净利率有明显下滑，滑落至 10.91%，净利率为 2.92%。2017 年上半年开始，随着资金、产能等资源的陆续到位，公司毛利率和净利率均有明显增长，为 11.33%，4.95%。

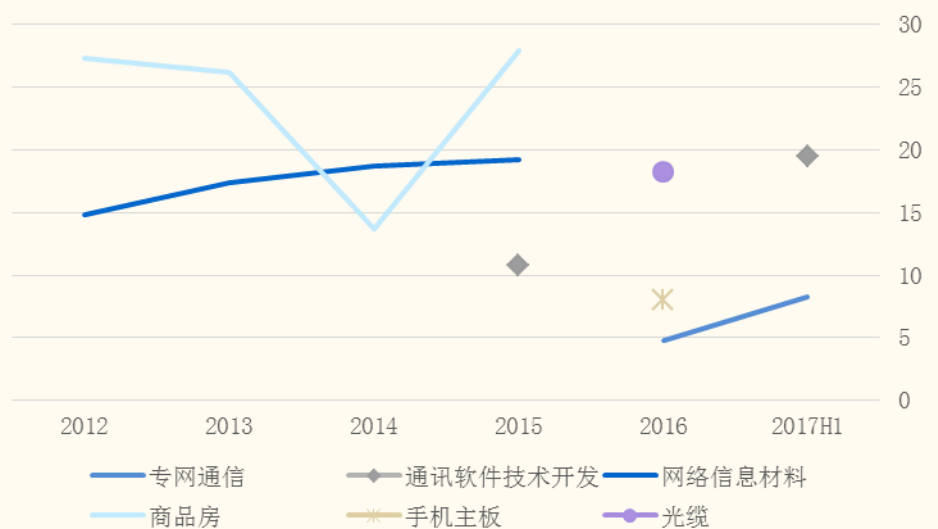
图表 5：公司毛利率和净利率情况



来源：Wind，国金证券研究所

- 2017 年上半年公司专网通信毛利率 8.2%，相比去年提升 3.4%。我们认为随着公司募投项目的陆续达产，自产比例提高以及产业基金的设立，公司专网业务毛利率还将不断提升。2016 年，光纤和光缆业务的毛利率保持领先，分别达到 34.22%和 18.23%，我们预计该项业务的毛利率水平将保持平稳。

图表 6：公司分产品毛利率情况



来源：Wind，国金证券研究所

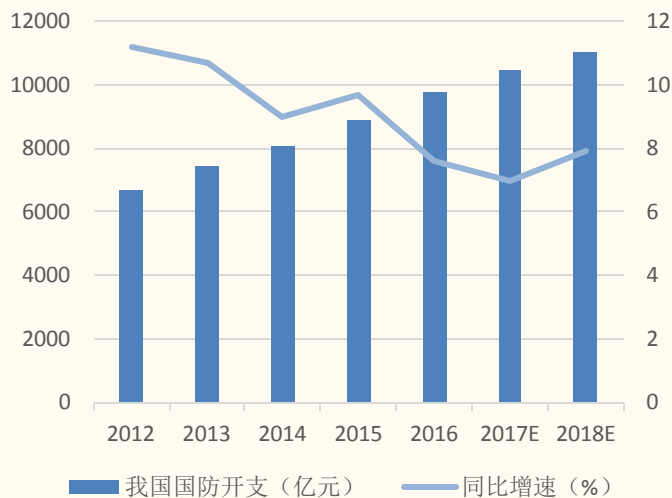
军用专网通信——公司快速增长的核心动力

专网通信数据链建设铺开，打开成长空间

- 2017 年我国国防预算同比增长 7.0%。根据预测，国防开支有望在 2018 年触底反弹，回暖至 8% 的高速增长率；改革开放以来，高速的经济发展为国防建设坚定了坚实财政基础。虽然近年我国经济增长有所放缓，但 GDP 增速仍保持在 7% 左右。另外，美国总统特朗普的强军政策将直接体现在美国 2018 财年国防预算中，德国、日本等国也已表示将在未来几年

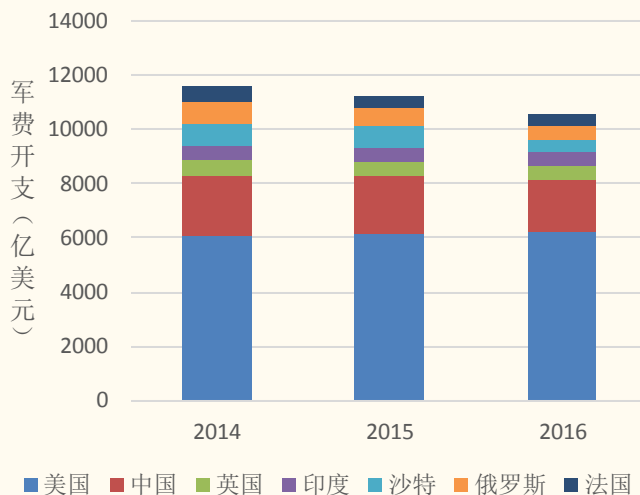
逐渐增加军事支出，因此 2018 年全球国防支出或将出现较大幅度上涨。认为受世界国防支出上升的大趋势影响，2018 年我国国防预算增速或将触底反弹，恢复至 8% 左右。

图表 7：我国国防开支增速放缓，2018 年有望回暖



来源：中国国防科技信息网, 国金证券研究所

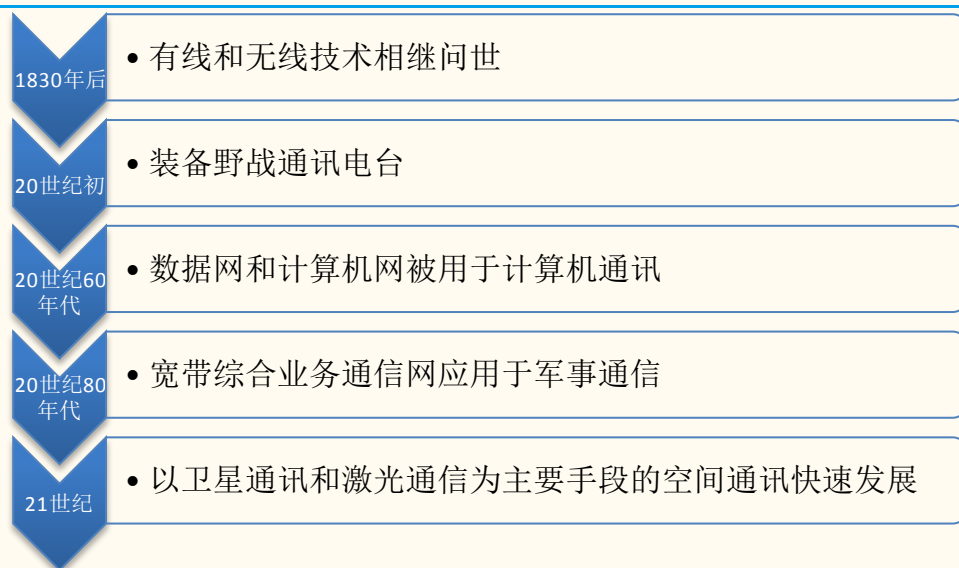
图表 8：全球军费下降明显导致我国军费增速放缓



来源：中国国防科技信息网, 国金证券研究所

- 我军信息化建设正处于快速发展的关键时期，“信息系统一体化、武器装备信息化、信息装备武器化、信息基础设施现代化”是我国国防工业发展的战略方向。随着未来我国军事通信技术的升级换代，预计我国军费采购将迅速增长，实现对军事电子通信领域的市场需求。我国军工信息化已提升到国家战略高度，2018 年我国军事通信及信息化市场规模将达到千亿级别。
- 2015 年 10 月底，中共十八届五中全会审议通过《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》指出，加快推进国防和军队改革，深入推进依法治军、从严治军。到 2020 年，基本完成国防和军队改革目标任务，基本实现机械化，信息化取得重大进展，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。

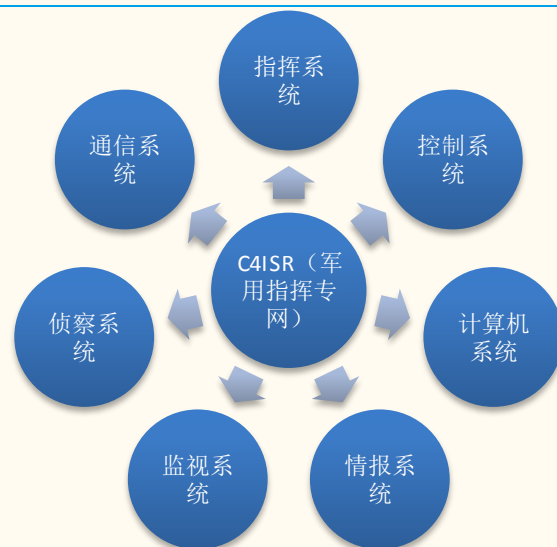
图表 9：21 世纪专网通信迎来重大机遇



来源：中国产业信息网, 国金证券研究所

- 预计未来 5 年指挥专网 C4ISR 升级、舰载和机载军用雷达、量子通信加密、水下防御作战系统、北斗导航成为通信行业军民融合发展最快的细分市场，凯乐科技作为产业链相关民参军上市公司将充分受益。
- C4ISR（军用通信指控专网）是集指挥（command）、控制（control）、通信（communication）、计算机（computer）、情报（intelligence）及监视（surveillance）与侦察（reconnaissance）等功能为一体的现代化军事通信指挥控制系统，是国防信息化战略的关键。C4ISR 通过对获取战场信息、信息传输、信息分析处理、辅助作战决策、下达行动指令、引导武器攻击、评估攻击效果等各个作战环节的整体控制，将原专长于不同领域作战的军种部队连接成一个有机整体，不仅极大提高了各基本作战单元的作战效能，而且实现了军种间的优势互补，使整个作战系统呈现出一种由战场信息网络连接在一起的高度一体化的特点。

图表 10: C4ISR 技术或将成为凯乐科技今年重点发展对象



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 民用专网市场空间广阔，将开启专网高景气时代。随着全球信息安全形势的日益紧张，信息安全行业用户所面临的业务及环境也越来越复杂，各国政府在无线专网的投入也越来越多。无线自组网技术及产品具有部署安装简便、网络稳健、拓扑结构灵活、支持网络自组织、自愈合等优势，为用户提供灵活、便捷的无线链路，能够较好得适应专网用户各种应用场景及业务需求，将成为很多信息安全无线应用中的重要组成部分。
- 专网通信系统可广泛应用于各大国家重要部门。专网市场被广泛看好，市场前景巨大。公司通过并购上海凡卓，进一步向通信智能终端、专网通信、特种通信设备等领域拓展，形成了以光电缆通信制造、移动智能终端设备研发及检测、数据链等产品生产制造的通信产业链于自身物联网技术的长期发展战略，公司通过自主研发和外延扩张的方式，向物联网核心技术体系纵深不断拓展。目前，上市公司已经初步覆盖了物联网技术的各个环节，并在感知、平台、连接、应用等多个领域确立了一定的技术优势和行业龙头地位。

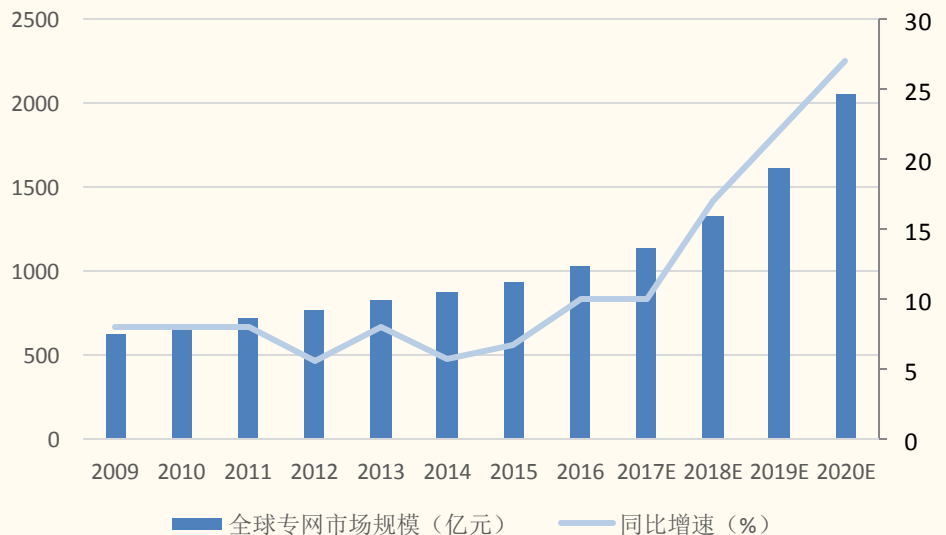
图表 11：民用专网用途多样化，发展前景光明



来源：中国产业信息网，国金证券研究所

- 专网通信行业的市场规模近年来加速猛增，2016 年突破千亿大关，达 1031 亿元，预计 2017 年到 2020 年继续高景气态势，年复合增长率可达 18.85%。最近几年，全球范围内恐怖主义和恶性袭击事件频发，各国领导人均发表演说强烈抵制恐怖主义，并对军用和民用的信息安全加大了关注，对相关企业也加大了扶持力度，直接导致了专网通信行业的超高速发展。
- 专网通信产品是各国公共安全部门实现有效指挥调度的必备装备，一般要求大型组网和高性能产品，因此政府与公共安全市场是专业无线通信行业最大的细分市场，占总体市场规模的 45%。其次，交通运输、能源、林业、水利等公用事业部门为了提高生产运营效率和保障生产安全，也普遍有配套专业无线通信设备的需求，是专业无线通信行业的第二大细分市场，占有总体市场规模的 40%。

图表 12：专网通信全球市场增长显著



来源：汉鼎咨询，IHS，国金证券研究所

军民两端同步打开，在手订单丰厚

- 凯乐科技开发的无线宽带自组网相关产品主要包括手持式产品、便携式产品、车载产品、机载产品、大功率数据链产品、多媒体调度和相关的配套产品，可广泛服务于包括公共安全、应急、能源、海事等行业用户，并满足行业用户复杂和多样化的需求。凯乐科技核心产品数据链通信机是专门针对移动环境开发设计的无线视频传输数据链系统产品，可使用在移动的

车辆，直升机，和高速飞机上，传输高清视频、音频及数据。数据链通信机能够在高速移动并且有阻隔环境下实现视频、语音、数据等多媒体业务同步传输。具有灵敏度高、抗干扰能力和穿透能力强、传输数率高、稳定性强等显著优点，为构建各种应急通信系统提供了理想解决方案。

- 公司开发的高度集成无线数字图像传输系统，可使用到移动的车辆、直升机和高速飞机上，传输高清视频、音频及数据。特别是在城市环境中，被监控点和中央控制中心相距较远且位置较分散，利用传统网络布线的方式成本又非常高，一旦遇到河流、山脉等障碍，对目标监控点不固定，或移动物体（如运钞车、警用指控车辆、轮船等）的监控时，有线网络便束手无策。此时使用无线数字图像传输系统方案，将使以上问题迎刃而解，该系统的优势就尽现无疑。

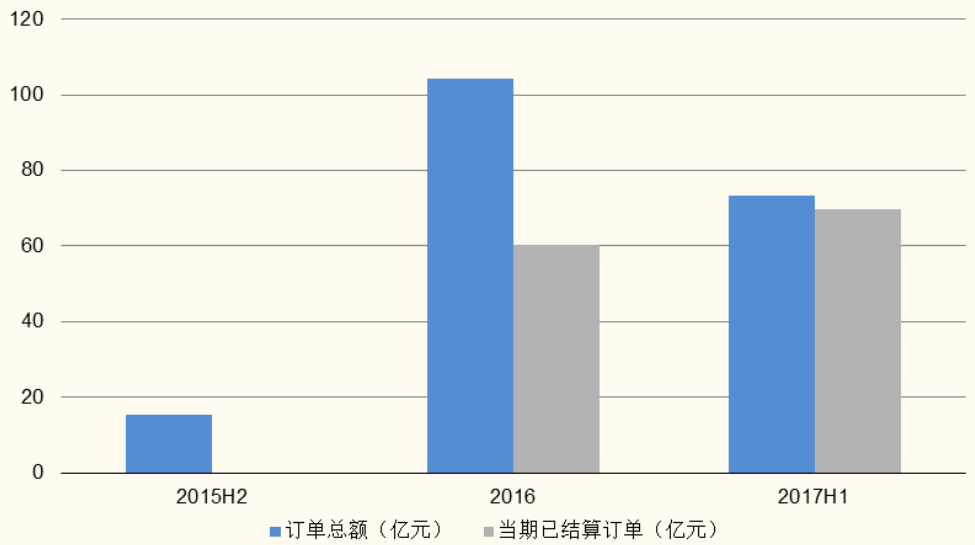
图表 13：凯乐科技数据链通信民用应用场景广泛

应用领域	应用场景描述
森林、消防救援	实时传输火情图像，甚至跟踪火情蔓延的情况，并将现场火情实时传输到防火指挥中心，传送到上级主管部门，让指挥中心及时了解火灾现场情况，便于实时组织调度消防力量。大大提高快速反应能力，最大限度的减少损失。
公安系统	本系统通过刑侦车、交通勘察车、特警车等前端采集系统实时采集突发事件现场的图像、语音，并随时传输到各相关部门。便于迅速采取有效措施，实时指挥。本系统的投入使用，大大提高了公安系统快速处理重大突发问题的能力。
广播电视行业	在广播电视行业，该系统利用其先进的数字调制技术和压缩编码技术，为新闻媒体的实时采集、传输和播出提供强大的动力，是比赛流动直播、突发事件移动追踪等的最佳解决方案。前方的记者可利用无线图像传输系统，实时地把现场的情况全方位、多角度地传递到后方的指挥监控中心，让有关人员体验前所未有的临场感，增加了新闻报道的真实性、及时性和可看性。
海防、海关缉私	随时随地对所需监管区域进行全过程的现场图像、语音监视与控制。实时采集现场图像、语音、数据等，通过系统接入海关内部局域网，若有大的缉私行动或查获大的走私案件现场，还可通过公众电信网上传到海关上级直至总署领导。
采矿、石油应用	煤矿安全生产无线监控管理系统的建成，有效提高了煤矿开采企业的管理水准。无线数字化图像传输系统的应用，可以成功解决矿区及矿内井道网络的连接问题。
应急指挥中心应用	城市应急指挥系统能实现全市治安、消防、急救、交通事故等多种应急指挥与调度集成到一个管理体系中，实现统一接警、统一指挥、联合行动、快速反应的城市应急处理目标。

来源：公司公告，国金证券研究所

- 凯乐科技以星状网络数据链通信机为业绩主要增长点，2016年，公司获取巨额的专网通信产品订单，新增星状网络数据链通信机、智能通信网络数据处理器、小型数据链终端等产品销售，订单总含税金额为人民币104.17亿元，完成交货并结算的含税金额为60.29亿元，尚未结算订单43.88亿元。到今年上半年，公司专网通信业务持续增加，签订合同总金额为人民币73.26亿元，完成交货并结算的含税金额为69.84亿元。

图表 14: 专网通信订单量

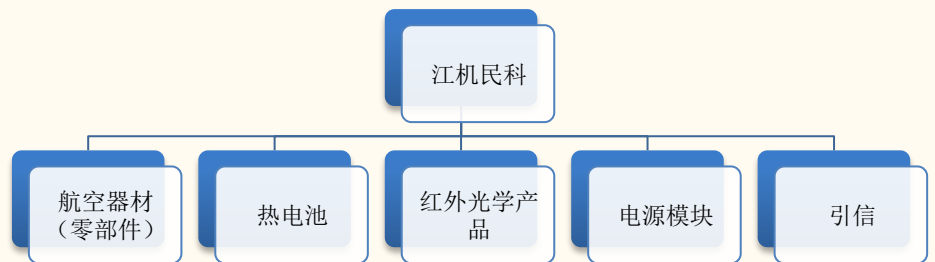


来源: 公司公告, 国金证券研究所

军品业务协同推进

- 2016年3月, 凯乐科技与江机民科签订协议, 凯乐科技收购江机民科51%的股权, 为凯乐科技进军军工业做好准备。
- 江机民科是一家取得了装备承制单位资格证书、武器装备科研生产许可证书、国家二级保密资格单位认证证书、武器装备质量管理体系证书的优质军工企业。由于公司技术和经济的不断发展, 被相关部门评定为国家高新技术企业、吉林省级科技企业、省级企业技术中心、吉林市科技“小巨人”企业、市级技术创新中心等。

图表 15: 江机民科主要研制方向



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 16: 江机民科核心产品战斗印信测试仪



来源: 公司官网, 国金证券研究所

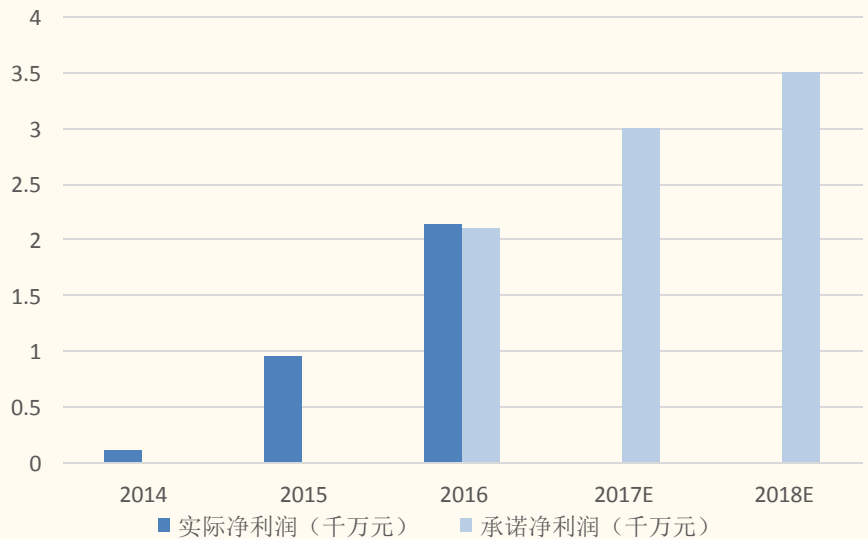
图表 17: 江机民科核心产品复合增程安全点火器



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 江机民科凭着良好的信誉和优良的服务, 不断扩大了市场。在军方、一些大型企业、科研院所都有自己的产品。近几年来, 公司的年销售收入都保持了以 30% 的速度递增。江机民科被收购承诺 2016 年、2017 年和 2018 年净利润分别为 2100 万元、3000 万元、3500 万元。2016 年实现归属于母公司净利润 2141.06 万元, 超出业绩承诺 41.06 万元, 实际完成业绩承诺的 101.96%。

图表 18: 江机民科业绩迎来迅猛增长



来源: 公司公告, 国金证券研究所

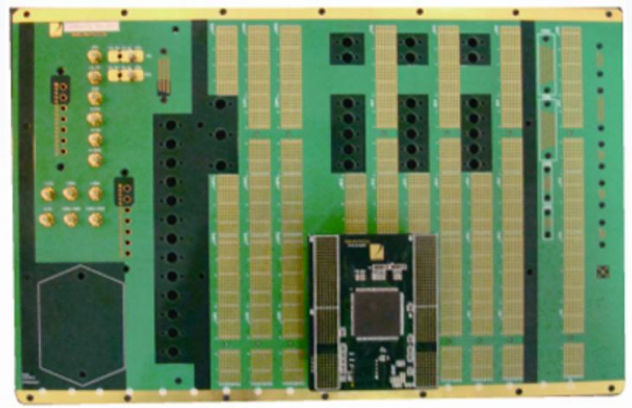
- 2016 年, 上海凡卓通讯科技有限公司与北京大地信合信息技术有限公司达成协议, 向大地信合增资。上海凡卓现持有大地信合 51% 的股权。北京大地信合信息技术有限公司致力于国防领域的通信、测量及控制技术的长期发展, 提供基于标准化及单一客户---单一产品的设计, 提供高性能、高可靠性和可扩展 compactPCI/ATCA、VME/VXS/VPX、VXI、PXI 等总线产品, 通过直接向客户提供符合行业标准的产品和服务, 成为最佳的合作伙伴。

图表 19: 大地信合核心产品 VRX 板卡级产品



来源: 公司官网, 国金证券研究所

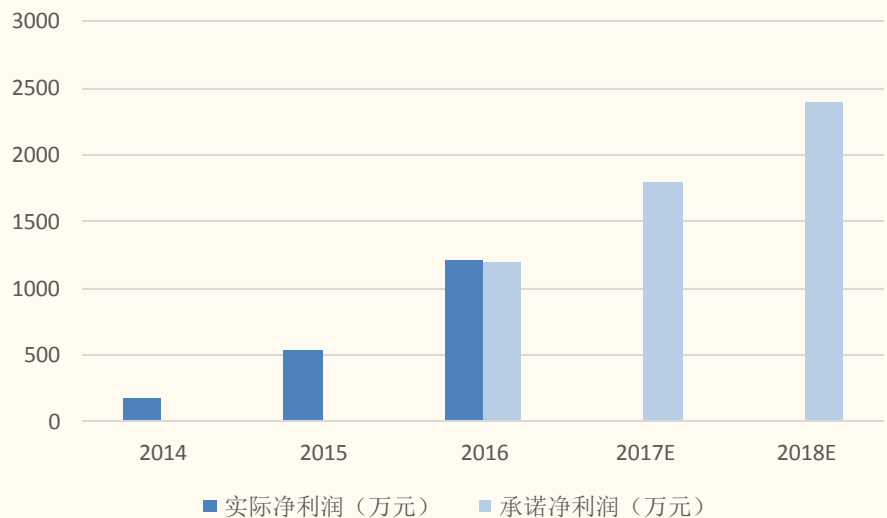
图表 20: 大地信合核心产品军用加固背板



来源: 公司官网, 国金证券研究所

- 大地信合拥有为客户提供多种解决方案的能力, 包括基于 FPGA 技术的实时监控系統、主战坦克火控系統的半实物方舱平台、雷达接收机多通道高速数据采集系統等。我們认为, 上海凡卓并购大地信合后, 能借助其优质国防科研院所客户渠道, 逐步进入军品配套产品和分系統生产领域, 进一步打开民参军成长通道。
- 大地信合承诺实际净利润数 2016 年 1200 万元、2017 年 1800 万元、2018 年 2400 万元。2016 年公司实现净利润为 1218.22 万元, 超出业绩承诺 18.22 万元, 实际完成业绩承诺的 101.52%

图表 21: 大地信合 2016 年业绩超出承诺净利润



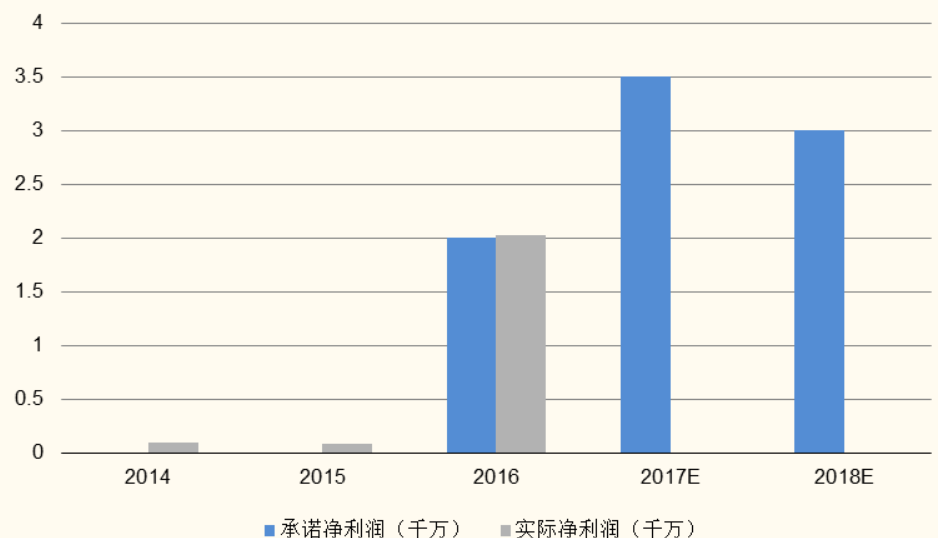
来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 湖南斯耐浦科技有限公司成立于 2006 年, 2015 年凯乐科技以 8640 万增资是凯乐科技的控股子公司。是集研发、集成以及综合运维等多业务于一体, 具备军工涉密资质、安防资质以及计算机信息系统集成资质, 具有多项自主知识产权和软件著作权, 通过了 ISO 质量管理体系认证的高新技术公司。公司从成立以来就一直致力于通信及互联网安全管控设备及综合管控平台的研发, 目前已形成较为完整的综合管控产品线。尤其是公安专用管控设备及配套管控平台, 互联网视频监控平台以及网络与信息安全管控平台, 以及相配套的大数据分析与应用平台等产品均已在公安部列装, 在公安行业有着广泛的应用。
- “特种区域智能手机与互联网安全综合管控系統”是湖南斯耐浦面向对智能手机与移动互联网的使用安全、防控有着很高要求的特种区域最新研发

的一款专用产品，该系统硬件设备全部采用国产设备，软件全部采用自有技术，并取得了多项软件著作权，具有独立自主知识产权，安全自主可控。该系统采用多元化的部署方式和标准规范的数据交互形式，通过全方位、多维度、立体化、智能化的管控，以及多元化的后台数据全面融合与深度挖掘，来实现对特种区域内智能手机和互联网的精准管控，为特种区域安全、稳定、有序运行保驾护航。

- “无线专网应急通信系统”是湖南斯耐浦科技有限公司面向特种需求最新研发的一款专用应急通信产品，该系统硬件设备全部采用国产设备，软件全部采用自有技术，已经取得多项软件著作权，具有独立自主知识产权，安全自主可控。该系统由军工级三防手机终端、音视频专用传输终端、3g、4g 专用特种基站、自组网中继站以及综合控制后台等部分组成。操作简单、部署方便、稳定性好。能全面支持语音、对讲、音视频、图像传输以及数据通信，能满足指挥调度中信息的全面交互。并可根据不同的场合进行灵活多变的快速组网。同时，还能根据需要，简单快捷地接入公共网络，实现专网用户与公网连接。能为军队、政府、公共安全、公用事业等用户提供高效的应急和专网服务。
- 在 2017 年 6 月 7 日的以“把握时代大势，创新驱动、跨界融合，智能物联、开创未来”为主题的 2017 中国国际物联网博览会上，该系统与凯乐科技量子保密通信系统组成的量子保密应急通信系统解决方案，在会上作了专题报告，受到了与会者的广泛关注，后续将为政府行业、公共安全、公用事业、相关企业、社会群体等用户提供应急和专网服务，应用前景广，市场需求量大，经济和社会效益明显，在短期内可获得全面推广和广泛应用。
- 斯耐浦承诺 2016-2018 年的净利润分别为 2000 万元、2500 万元及 3000 万元。2016 年斯耐浦实现净利润 2024 万元，超额完成业绩承诺。

图表 22：湖南斯耐浦 2016 年业绩超出承诺净利润



来源：公司公告，国金证券研究所

定增布局三大领域，发力信息安全

- 公司以量子通信技术数据链产品产业化项目、自主可控计算平台项目、智能指控终端及平台建设项目为载体，实际募集资金 9.8 亿元，已于今年 5 月 19 日拿到批文，进展顺利。

图表 23：定增募投项目

项目	投资总额（万元）	拟使用募集资金（万元）	已使用金额（万元）
量子通信技术数据链产品产业化项目	61805	43805	10467
自主可控计算平台产业化项目	28006	12406	0
增资上海凡卓，用于智能指控终端及平台建设项目	30080	12536	0
偿还金融机构债务	30257	29462	29463
总计	150148	98209	39930

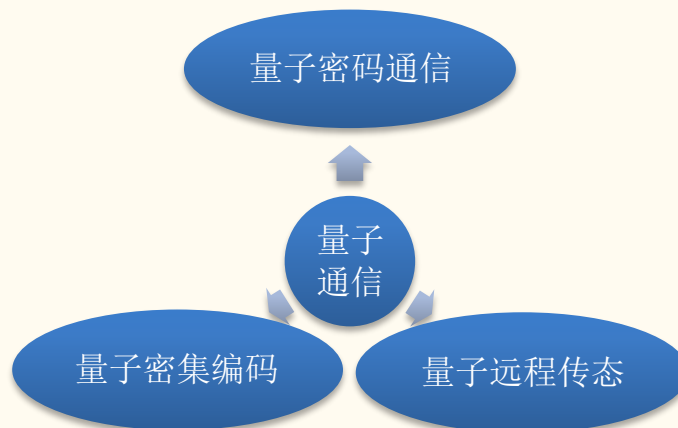
来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司定增价格 23.99 元，公司控股股东荆州市科达商贸投资有限公司认购 40%并且锁定 3 年，其他认购投资者锁定 1 年。我们认为，公司定增将股东利益高度，彰显对公司发展信心。
- 同时我们认为，公司通过定增打造大通信产业链闭环，实现向技术密集性的高端通信设备制造商转型。公司拟通过本次发行进入的量子通信数据链产品、自主可控计算平台及智能指控终端领域均有广阔的发展前景，有利于公司产业转型升级目标的实现。

加码量子通信，扩大数据链通信技术优势

- 公司的全资子公司湖北凯乐量子通信光电科技有限公司作为“量子通信技术数据链产品产业化项目”的实施主体，在星状网络数据链通信机方面已经积累了多项软硬件专有技术和较丰富的大规模通信数据链产品制造生产管理经验。
- 该生产中心拟选址在湖北省荆州市，拟投资建设生产用房 10000 平方米，生产中心主要用于生产基于量子通信技术的量子通信数据链产品。我们认为，次项目达产将提高公司的将为数据链应用市场及客户提供具有超高安全性的新型产品及解决方案，大幅度提高数据链产品科技含量、数据链应用领域安全性能以及数据链系统可靠性。
- 同时在 2016 年 4 月 29 日，凯乐科技与北京中创为量子通信技术有限公司签署了《关于成立量子技术数据链应用研究中心合作协议》。中创为依托科大国盾量子的相关技术和产品，作为量子系统服务供应商，面向科大国盾量子授权的行业市场提供定制化量子产品及方案。

图表 24：量子通信发展方向

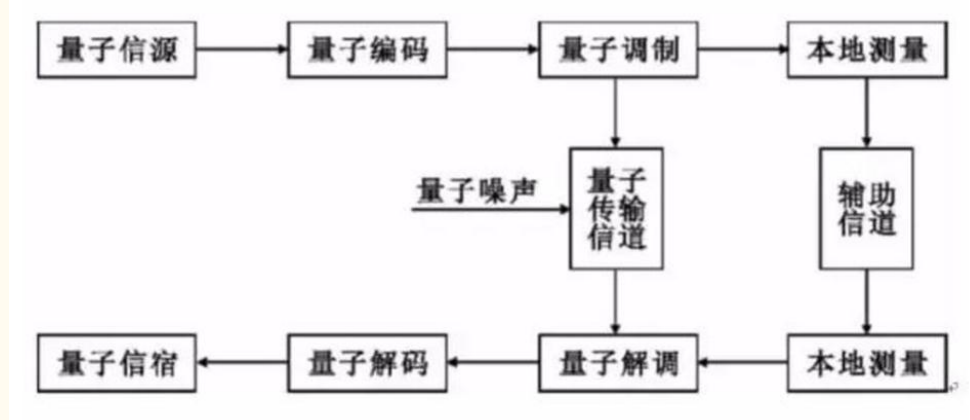


来源：Quantum，国金证券研究所

- 量子通信是指利用量子纠缠效应进行信息传递的一种新型的通讯方式。量子通信是近二十年发展起来的新型交叉学科，是量子论和信息论相结合的新的研究领域。量子通信已逐步从理论走向实验，并向实用化发展。

- 量子通信相对现有的光通信技术具备诸多优势，量子通信将逐步在信息敏感领域（如军事、金融等）、远距离通信领域（空间探测）展开应用，未来潜在市场广阔。
- 2017 年全国两会报告提出发展中国通信 5G 技术及人工智能领域，因此量子通信产业的政策空间也较为明显。同时，由于中国通信行业及各类用户的不断增加，为量子通信产业的切入与发展提供了较好的行业增长与应用空间，市场前景广阔。

图表 25：量子通信基本原理



来源：百度百科，国金证券研究所

- 我们认为，国防、金融等信息安全领域有着重大的应用价值和前景，不仅可用于军事、国防等领域的国家级保密通信，还可用于涉及秘密数据、票据的政府、电信、证券、保险、银行、工商、地税、财政等领域和部门，而技术又相对成熟，未来市场容量极大。

图表 26：量子通信应用领域

应用领域	应用场景
国防和军事领域	量子通信能够应用于通信密钥生成与分发系统，向未来战场覆盖区域内任意两个用户分发量子密钥，构成作战区域内机动的安全军事通信网络；能够应用于信息对抗，改进军用光网信息传输保密性，提高信息保护和信息对抗能力
深海安全通信领域	为远洋深海安全通信开辟了崭新途径：利用量子隐形传态以及量子通信绝对安全性、超大信道容量、超高通信速率、远距离传输和信息高效率等特点，建立满足军事特殊需求的军事信息网络，为国防和军事赢得先机。
国民经济领域	量子通信可用于金融机构的隐匿通信等工程以及对电网、煤气管网和自来水管网等重要基础设施的监视和通信保障，促进国民经济的发展。

来源：科普博览，国金证券研究所

- 目前，量子通信已上升至国家战略，市场空间前景广阔：2016 年 3 月 17 日，我国公布十三五规划纲要，量子通信被纳入十三五规划所培育发展的战略性新兴产业。此次入选国家十三五期间发展战略规划，体现国家意志对重点发展量子通信的决心，未来随着一批量子通信重大项目落地，国家对量子通信投入力度将明显加大。

图表 27：国家政策规划和高科技研究成果助力量子通信快速发展

时间	部委或单位	详细内容
2016 年 3 月	十三五规划纲要	将量子通信纳入十三五规划所培育发展的战略性新兴产业。
2016 年 3 月	中国科学技术大学、中科院	郭光灿领导的中科院量子信息重点实验室在新型量子比特编码方面取得新进展。研究成果已经发表在《物理评论快报》上。
2016 年 7 月	国务院	由总理李克强主持的国务院常务会议，通过“十三五”国家科技创新专项规划，布局建设一批重大科技设施，当中包括量子通讯、精准医疗等重点领域启动一批新的重大科技项目。

2016年10月	沪杭干线	全球第一条量子通信商用干线“沪杭干线”（浙江段）宣布开通。量子通信有国家政策的支持和先进技术的支撑，社会资本进入的意愿也非常强烈，产业发展已经进入黄金时代。
2016年11月	武汉市政府、中国航天科工集团第四研究院	激光技术与产业发展创新论坛上，相关各方签署《量子保密通信“武合干线”项目框架协议》。

来源：公司公告，各部委，国金证券研究所

- 我们认为，量子通信市场规模有望实现重大突破。目前运营商公网建设每年投入在 4000 亿-6000 亿之间，考虑到公网需求中有一部分对安全通信要求较高的金融、政务、军事专网替代市场，保守估计 2% 的市场，即为 80-120 亿的市场空间规模。目前可以预见的量子通信市场在 100 亿元左右，随着未来量子从局域网、广域网到空间国际网络的全面铺开，量子通信市场空间将有望达到千亿级别。
- 2016 年，京沪干线大尺度光纤量子通信骨干网建成，光纤距离 2000 公里，总投资额约 5.6 亿元，成为世界上距离最远的量子通信干线利用这一高可信、可扩展、军民融合的广域光纤量子通信网络，京沪两地及沿线的金融机构、政府机关可以进行保密通信，包括电话、视频通话、电子邮件，达到“无条件安全”级别。

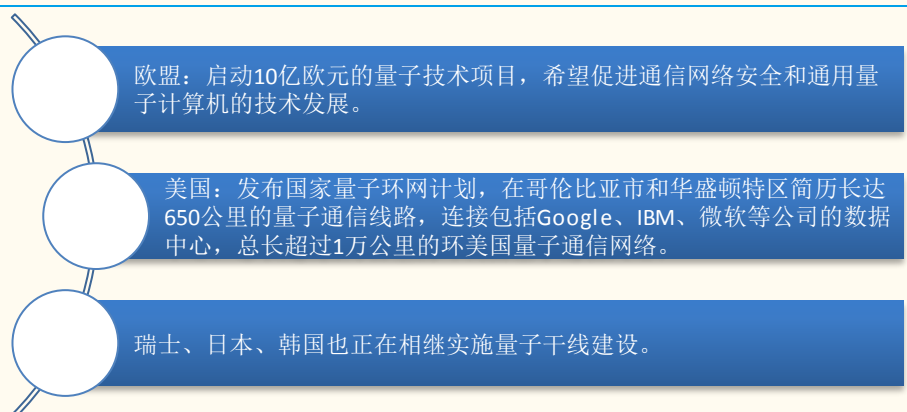
图表 28：京沪干线大尺度量子通信骨干网创世界纪录



来源：中国网，国金证券研究所

- 我们认为，当前全球信息安全形势日益严峻，通信安全问题更是上升至国家层面。作为国家信息安全问题的解决方案之一，量子通信将成为各国竞争的焦点。

图表 29：全球信息安全形势

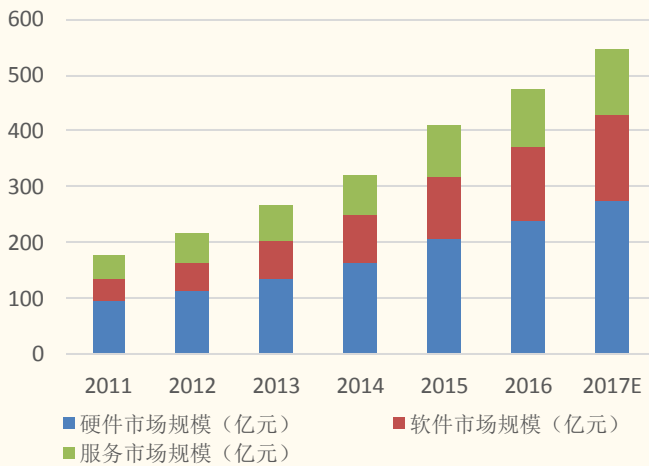


来源：搜狐网，国金证券研究所

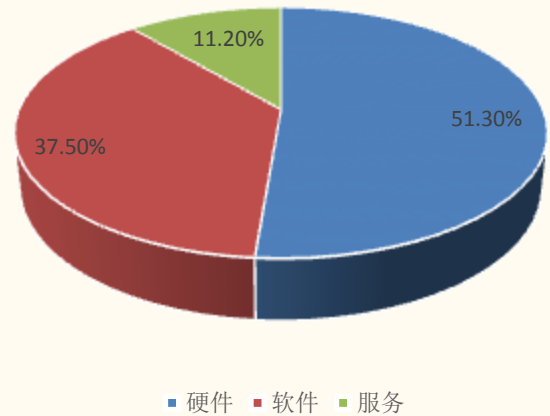
进军自主可控平台项目

- 自主可控计算平台产业化项目是本次募投的另一重点项目。公司拟进行 VPX 自主可控计算平台和 CPCI 自主可控计算平台的研发、推广和销售。
- 目前全球加大对信息安全的关注和投入，自主可控平台市场规模快速增长，2015 年和 2016 年年中国信息安全产品市场的规模分别为 409 亿元和 476 亿元，2015 年和 2016 年的增长率分别为 27.4%和 16.3%。推测至 2017 年，国内信息安全产品的市场规模有望达到 548 亿美元。其中硬件市场规模达 51.3%，软件和服务市场规模达 37.5%和 21.2%
- 由于历史原因，我国信息技术软硬件国产化率低，存在安全风险。长期以来，我国各个领域采用的计算机系统大量采用国外的软硬件技术和产品，这不仅导致国内基础软硬件发展受到限制，而且在一些关键领域无法保证国家信息系统的安全性、可靠性和采购渠道的通畅性。根据赛迪研究院统计数据显示，2015 年我国操作系统的自主化率仅为 2.75%，数据库的自主化率为 4.96%，服务器自主化率约 13%，网络存储设备的自主化率仅为 9%。因此，自主可控计算平台市场空间巨大。

图表 30：中国信息安全产品市场规模



图表 31：信息安全产品市场分布



来源：产业信息网，国金证券研究所

来源：产业信息网，国金证券研究所

- 纵览全球调查数据以及中国的情况，每年企业因信息安全导致的平均损失分别为 270 万美元和 240 万美元，分别较 2013 年增长 34%和 33%，而且呈现迅速增长的态势。在人们日常的生活里，网络和信息事件一直是隐含存在的，而网络和信息事件成为全世界密切关注的焦点始于 2013 年 6 月由美国中情局前特工斯诺登曝光的“棱镜计划”，这一事件引发了人们对互联网高度发达时代信息泄露的担忧和网络安全事件的惊慌。网络信息安全在全球范围内正成为最受关注的热点领域之一。
- 我们认为，伴随着“棱镜门”事件的持续发酵以及近年来信息安全恶性事件频繁发生，网络、三网融合、智能电网等基础设施的建设和发展也引发了大量未知的威胁，这些威胁直接影响着国家的安全。由于我国在信息安全领域的实力较之欧美国家差距甚远，国家领导对于信息安全行业的重视程度空前提升，投入力度不断加码，行业处于加速发展的重要临界点。

图表 32：国家政策关注信息安全市场

时间	部委或单位
2013 年 8 月	发改委关于组织实施 2013 年国家信息安全专项有关事项的通知
2013 年 8 月	国务院加强网络信息安全，推动个人信息保护立法
2013 年 11 月	国家安全委员会成立

2013年12月	工信部推5大措施健全网络安全保障体系
2014年2月	中央网络安全和信息化领导小组成立，习近平任组长
2014年5月	国家出台网络安全审查制度
2015年1月	《国家安全战略纪要》审核通过
2015年7月	国家安全法草案向社会公开征求意见
2015年8月	第十二届人大立法规划增加网络安全法等34件立法项目
2016年7月	关于加强国家网络安全标准化工作的若干意见》已经由中央网络安全和信息化领导小组批准

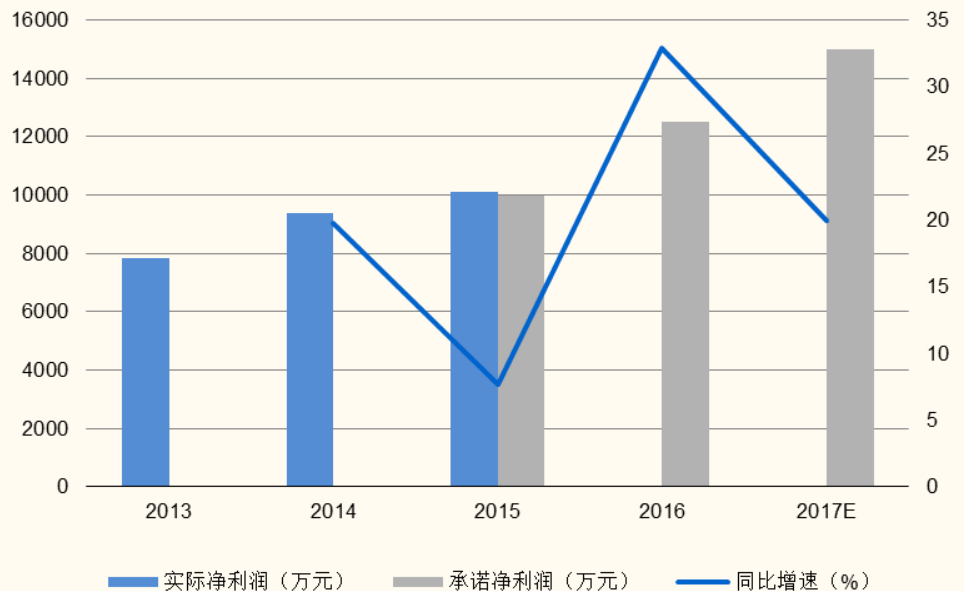
来源：搜狐网，中国网，国金证券研究所

- 我们认为，公司在此环境之下，进军自主可控产业具有较大优势。公司依托大地信合，开展VPX自主可控计算平台和CPCI自主可控计算平台研制。同时，凯乐还和工信部下属平台性服务机构签订了自主可控计算平台产业化合作协议，后续在该方面有望获得进展。

增资凡卓，持续发力智能指控终端

- 凯乐科技在2014年10月以8.6亿收购上海凡卓100%的股份，正式进军移动终端行业。上海凡卓与上市公司业务具有较强相关性，有利于上市公司整合资源，实现业务拓展，进一步优化产业结构，培植新的利润增长点；随着近年来智能手机业务的快速发展，上海凡卓近3年来收入规模持续增长，后续年度的盈利能力更将稳步提升，具有较强的盈利能力。上海凡卓公司承诺的2015年、2016年和2017年净利润数分别为1亿元、1.25亿元和1.5亿元。

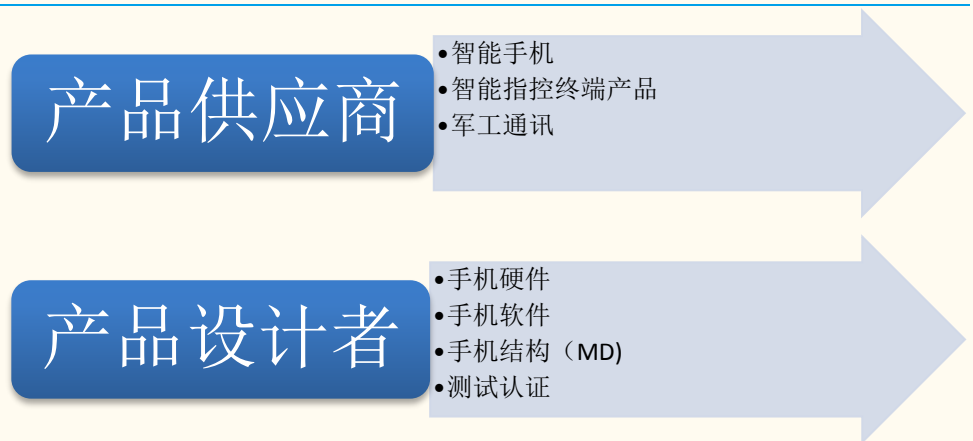
图表 33：上海凡卓自被收购以来业绩增速明显



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司全资子公司上海凡卓是智能手机、智能指控终端产品供应商，同时又为手机品牌商和运营商提供智能手机的各类智能终端产品的设计，包括硬件、软件、结构(MD)和测试认证等。

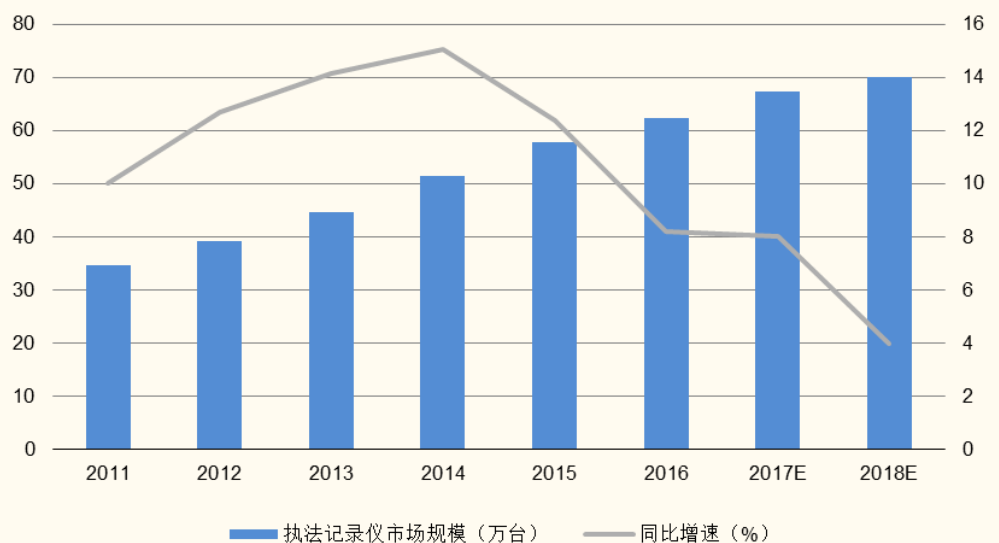
图表 34：上海凡卓业务范围广



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司定增募投的项目拟研发的智能指控终端是一款具有同步录音录像功能并同步传输至指控平台的便携式指控终端设备，支持 3G/4G 网络和 WiFi，可以实时传输现场状况到指控平台并由指控中心调度指挥，实现远程指控，对一些瞬间灭失的违法事实可以及时取证固定，满足现场执法中的各项需求。
- 2015 年 4 月 2 日，国务院办公厅发布了《关于加强安全生产监管执法的通知》。通知中指出，2017 年底前，所有执法人员配备使用便携式移动执法终端，切实做到严格执法、科学执法、文明执法，树立廉洁执法的良好社会形象。我们认为，改政策是指控终端设备需求的重要支持。

图表 35：执法记录仪市场规模预测



来源：公安部装备采购中心，国金证券研究所

- 同时，上海凡卓积极拓展国外发展中国家业务，寻求全球增速放缓中的大市场。美国、中国和西欧等成熟市场 2016 年智能手机出货量增幅放缓，印度、中东地区和非洲等成长市场以及东南亚地区的一些市场则实现较高增长，市场发展趋势仍保持健康。上海凡卓有效拓展国内外市场，仅泰国市场出货便超过 150 万部。

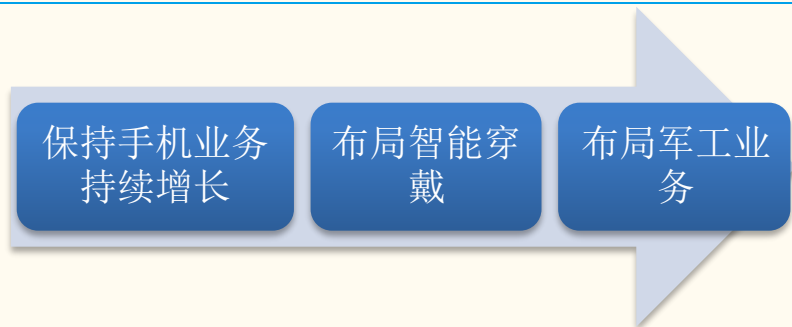
图表 36：凡卓加大海外市场扩张



来源：公司公告，国金证券研究所

- 同时我们认为，在增资上海凡卓后，上海凡卓在原主业智能通讯终端产品上，进一步夯实与扩大市场份额，并努力推动产品在军工、特种行业的运用。

图表 37：上海凡卓发展多领域市场拓展



来源：公司公告，国金证券研究所

产业基金助推大通信发展

- 为促进公司大通信产业发展，做好量子通信数据链产业化和自主可控平台、信息安全产业化的实施，凯乐科技拟与北京赛普星通投资、珠海丰连卓越基金管理、湖南九华基金、荆州产业基金共同出资设立赛普凯乐科技信息安全产业投资基金（有限合伙），基金总规模不超过人民币 100 亿元，主要投资信息安全及大通信产业链相关的项目，该基金还可投资于以上信息安全及大通信设备产品各公司技术升级及产能扩张资金。
- 公司、荆州基金作为基金有限合伙人，赛普投资、丰连基金、九华基金作为普通合伙人，共同出资成立产业投资基金。其中赛普投资、丰连基金、九华基金作为管理人及 GP 出资额为基金总规模的 0.01%；公司和荆州基金为 LP（有限合伙人）出资额为基金总规模的 5.99%和 4%；其他投资人为 LP 出资额为基金总规模的 10 亿；其他社会资金作为 LP 出资额为基金总规模 20 亿；中邮证券资管计划作为 LP 认购基金余下的 60 亿。

图表 38：产业基金出资计划

出资方	出资额	出资占比
赛普投资、丰连基金、九华基金	0.01 亿元	0.01%
凯乐科技	5.99 亿元	5.99%
荆州基金	4 亿元	4%
其他投资人	10 亿元	10%
其他社会资金	20 亿元	20%
中邮证券资管计划	60 亿元	60%

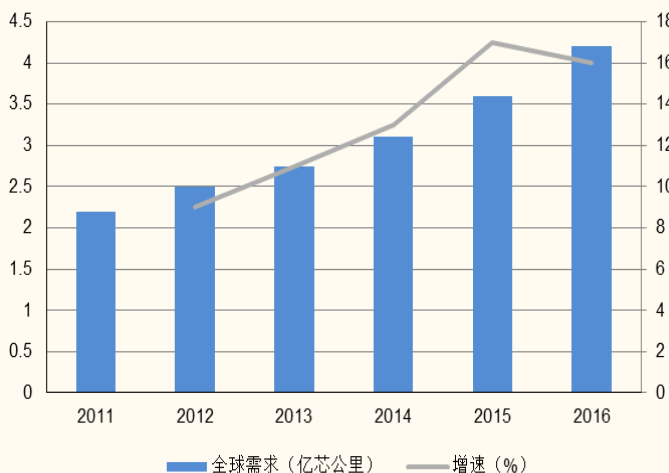
来源：公司公告，国金证券研究所

- 我们认为，公司此次发起设立产业投资基金，通过基金形式开展对信息安全及大通信产业链相关的项目投资，促进公司实现大通信产业军民融合发展战略，能够为公司储备和培育具备良好成长性的项目，降低项目前期的风险，有助于公司获取新的投资机会和利润增长点，提升公司综合竞争力，对公司未来的发展产生积极影响。

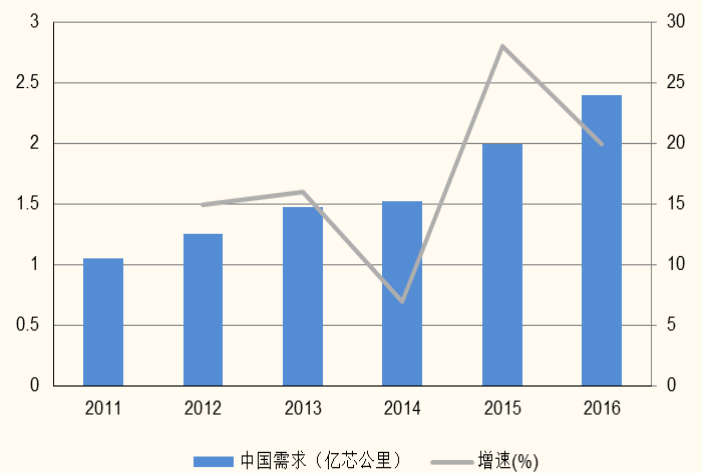
光纤光缆持续增长

- 公司原有光纤光缆业务几年稳定增长。光纤光缆在需求方面，三大运营及其他集采需求达到 2.7 亿芯公里，同比增长超过 40%，供给端，全国光棒 2017 年实际产量仅为 7000 吨左右，存在缺口。供给需求两方面共同决定了行业高景气持续延续。
- 国内光纤光缆需求中，三大电信运营商约占 80%，其余需求来自广电、铁路等。三大运营商中，电信、联通近年光纤光缆需求平稳，主要增量来自于中国移动。
- 在全球整个市场中，中国市场的需求最强烈。全球光纤光缆需求突破 4 亿芯公里。受益于中国移动光纤光缆需求旺盛，根据 CRU 预测，2016 年我国光纤光缆需求达到 2.4 亿芯公里，同比增长 20.52%，占全球光纤光缆总需求 4.25 亿芯公里（同比增长 16.76%）的 57%；北美、中国以外的亚太市场的需求保持增势。

图表 39：全球光纤光缆需求



图表 40：中国光纤光缆需求



来源：CRU，国金证券研究所

来源：CRU，国金证券研究所

- 随着我国 FTTH 建设，“宽带中国”战略的进一步部署以及国内 4G 建网的热潮，我国光纤光缆行业快速发展，在国内光缆发展迅猛之时，我国也大力加强光缆建设，光缆线路长度屡创新高。2016 年，全国新建光缆线路

554 万公里，光缆线路总长度 3041 万公里，同比增长 22.3%，整体保持较快增长态势。

- 在中国移动 2016 年普通光缆第二次集采中，公司排列第七，获得 5.59% 的分配比例，378 万芯公里的份额。此前公司在中国移动 2016 年第一次普通光缆集采及特种光缆集采中也成功中标。公司在光缆集采中连续中标，将有力促进光纤光缆业务的持续发展。

图表 41：光纤光缆招标结果

中国移动 2016 第一批次		中国移动 2016 第二批次	
公司	中标份额	公司	中标份额
长飞光纤光缆	16.77%	长飞光纤光缆	17.75%
富通通信	14.66%	通鼎互联	14.85%
通鼎互联	13.75%	富通通信	14.65%
中天科技	12.56%	亨通光电	12.43%
烽火通信	10.47%	烽火通信	9.76%
亨通光电	5.05%	中天科技	6.51%
中利科技	4.33%	凯乐科技	5.59%
南方通信	4.04%	宏安集团	2.80%
特发信息	3.71%	康宁光缆	2.72%
凯乐科技	3.37%	特发信息	2.66%

来源：运营商公告，国金证券研究所

盈利预测与投资建议

- 专网通信：随着公司专网通信军民两端打开成长空间，目前在手订单丰厚，签订合同总金额为人民币 73.26 亿元，预计 2017-2019 年收入为 115, 180, 230 亿元。
- 光纤光缆：预计光纤光缆伴随行业需求端持续，2017-2019 年收入 12, 15, 20 亿元。
- 通讯软件技术开发：该部分业务预计 2017-2019 年收入为 15, 18, 20 亿元。
- 上海凡卓：承诺 2017 的净利润为 15000 万元。
- 斯耐浦：承诺 2017-2018 的净利润为 2500/3000 万元。
- 江机民科：承诺 2017-2018 的净利润为 3000/3500 万元。
- 大地信合：承诺 2017-2018 的净利润为 1800/2400 万元。

投资建议

- 我们认为公司在专网通信业务方面市场空间大，景气度高，目前在手订单丰厚，该业务有望持续为公司带来业绩增长。给予公司“买入”评级。目标价 38 元，对应 2017 年 PE 33.6 倍，2018 年 PE 19 倍。

估值

- 预期公司 2017-2019 年净利润为 8.1 亿，14.2 亿，20.6 亿，EPS 1.15, 2.01, 2.90 元，对应当前股价的 PE 倍数为 23, 14, 9 倍。

风险提示

- 军品订单业务不达预期；量子通信不达预期。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,743	3,230	8,421	15,250	22,560	30,080	货币资金	792	570	654	700	700	700
增长率		85.3%	160.7%	81.1%	47.9%	33.3%	应收账款	537	929	1,391	2,413	3,569	4,759
主营业务成本	-1,329	-2,679	-7,570	-13,629	-19,758	-25,741	存货	2,569	2,276	2,649	3,547	4,872	5,994
%销售收入	76.2%	83.0%	89.9%	89.4%	87.6%	85.6%	其他流动资产	398	1,599	6,545	10,223	13,436	16,733
毛利	414	551	850	1,621	2,802	4,339	流动资产	4,295	5,374	11,239	16,883	22,578	28,186
%销售收入	23.8%	17.0%	10.1%	10.6%	12.4%	14.4%		76.8%	69.4%	80.8%	86.4%	88.7%	89.8%
营业税金及附加	-44	-37	-22	-23	-74	-150	长期投资	194	579	613	588	561	535
%销售收入	2.5%	1.2%	0.3%	0.2%	0.3%	0.5%	固定资产	980	788	845	926	1,183	1,536
营业费用	-130	-116	-107	-175	-316	-752	%总资产	17.5%	10.2%	6.1%	4.7%	4.6%	4.9%
%销售收入	7.5%	3.6%	1.3%	1.2%	1.4%	2.5%	无形资产	82	933	1,141	1,134	1,132	1,129
管理费用	-94	-153	-214	-328	-587	-902	非流动资产	1,301	2,373	2,666	2,649	2,876	3,200
%销售收入	5.4%	4.7%	2.5%	2.2%	2.6%	3.0%	%总资产	23.2%	30.6%	19.2%	13.6%	11.3%	10.2%
息税前利润 (EBIT)	146	244	508	1,095	1,825	2,534	资产总计	5,596	7,746	13,905	19,532	25,453	31,386
%销售收入	8.4%	7.6%	6.0%	7.2%	8.1%	8.4%	短期借款	2,288	1,103	2,591	3,246	3,668	3,143
财务费用	-143	-146	-234	-258	-303	-299	应付款项	441	2,446	5,937	9,330	13,266	17,443
%销售收入	8.2%	4.5%	2.8%	1.7%	1.3%	1.0%	其他流动负债	33	132	214	297	437	658
资产减值损失	-12	-20	-25	0	0	0	流动负债	2,762	3,681	8,742	12,874	17,371	21,245
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	532	378	395	385	385	386
投资收益	66	51	12	35	25	28	其他长期负债	445	709	1,410	1,391	1,391	1,391
%税前利润	111.3%	38.9%	4.5%	3.9%	1.6%	1.2%	负债	3,739	4,769	10,547	14,650	19,147	23,022
营业利润	57	130	261	872	1,548	2,263	普通股股东权益	1,745	2,832	2,985	4,509	5,933	7,991
营业利润率	3.3%	4.0%	3.1%	5.7%	6.9%	7.5%	少数股东权益	113	146	373	373	373	373
营业外收支	2	2	11	15	16	18	负债股东权益合计	5,596	7,746	13,905	19,532	25,453	31,386
税前利润	59	132	272	887	1,564	2,281							
利润率	3.4%	4.1%	3.2%	5.8%	6.9%	7.6%	比率分析						
所得税	-8	-12	-26	-75	-141	-224		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
所得税率	13.5%	9.4%	9.6%	8.5%	9.0%	9.8%	每股指标						
净利润	51	120	246	811	1,423	2,057	每股收益	0.090	0.179	0.273	1.145	2.007	2.902
少数股东损益	4	0	64	0	0	0	每股净资产	3.308	4.247	4.477	6.361	8.370	11.273
归属于母公司的净利润	48	120	182	811	1,423	2,057	每股经营现金净流	-0.165	1.423	-2.473	-1.354	0.232	1.710
净利率	2.7%	3.7%	2.2%	5.3%	6.3%	6.8%	每股股利	4.374	4.374	6.171	0.000	0.000	0.000
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	2.72%	4.22%	6.10%	18.00%	23.98%	25.75%
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	总资产收益率	0.85%	1.54%	1.31%	4.15%	5.59%	6.56%
净利润	51	120	246	811	1,423	2,057	投入资本收益率	2.47%	4.29%	5.92%	10.11%	14.14%	17.21%
非现金支出	80	104	113	80	84	98	增长率						
非经营收益	47	156	276	269	276	268	主营业务收入增长率	-9.20%	85.31%	160.69%	81.10%	47.93%	33.33%
营运资金变动	-265	569	-2,284	-2,120	-1,619	-1,211	EBIT增长率	-27.23%	66.94%	107.79%	115.61%	66.70%	38.85%
经营活动现金净流	-87	949	-1,649	-960	165	1,212	净利润增长率	-39.55%	151.73%	52.35%	345.26%	75.36%	44.60%
资本开支	-107	-68	-98	-139	-321	-430	总资产增长率	1.99%	38.41%	79.52%	40.46%	30.32%	23.31%
投资	143	16	-288	25	26	26	资产管理能力						
其他	2	25	37	35	25	28	应收账款周转天数	84.0	61.1	32.0	32.0	32.0	32.0
投资活动现金净流	39	-27	-349	-79	-270	-376	存货周转天数	703.0	330.0	118.7	95.0	90.0	85.0
股权募资	0	141	127	712	1	1	应付账款周转天数	46.9	27.5	18.9	20.0	20.0	20.0
债权募资	266	-823	2,197	645	422	-524	固定资产周转天数	201.9	89.0	33.3	16.7	11.7	10.2
其他	-193	-258	-308	-272	-317	-314	偿债能力						
筹资活动现金净流	73	-941	2,017	1,085	105	-836	净负债/股东权益	133.04%	53.91%	110.86%	88.53%	75.23%	50.45%
现金净流量	25	-19	19	46	0	0	EBIT利息保障倍数	1.0	1.7	2.2	4.2	6.0	8.5
							资产负债率	66.80%	61.56%	75.85%	75.00%	75.23%	73.35%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	3	3	3	3
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.00	1.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD