

谨慎推荐（维持）

光迅科技（002281）深度报告

风险评级：一般风险

高端芯片渐近商用，高端产品结构优化，助力毛利率提升

2016年2月23日

投资要点：

冯显权

SAC 执业证书编号：

S0340514100001

电话：0769-22115935

研究助理

包冬青

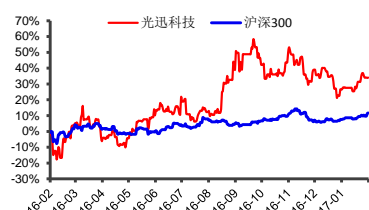
S0340115120100

电话：0769-22110619

主要数据 2017年2月22日

收盘价(元)	78.80
总市值(亿元)	165.20
总股本(百万股)	209.64
流通股本(百万股)	205.55
ROE (TTM)	10.02%
12月最高价(元)	88.66
12月最低价(元)	44.24

股价走势



资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

相关报告

- 光器件行业持续景气，高速化趋势加速。根据OFweek数据，2015年全球光器件市场规模约80亿美元，电信市场仍居主导且需求不减，数据中心市场增速迅猛，预计未来三年全球市场复合增速约13%，结构上以高速产品40G/100G的增长为驱动主导。美股光器件公司Lumentum日前发布第二季度业绩，其中数据中心100G产品销售同比增长537%，环比增长124%，侧面反映出行业高速化趋势加速。
- 低端产品竞争加剧使得短期公司毛利率承压。当前光器件行业全球前十的供应商占据超过60%的市场份额，2015年公司首次进入全球前五，市场份额约6%。我国光器件企业多徘徊在中低端领域，价格竞争加剧使得公司毛利率承压，2016年前三季度毛利率为21.60%，比同期下滑3.69%。
- 背靠武汉邮电科学研究院，从靠规模走向靠技术。2012年公司购买其同一母公司控股的电信器件WTD 100%股权，实现有源器件与无源器件的融合，当年综合排名上升到全球第七。低端规模红利不复存在下，公司为求在高端、高速芯片技术上有所突破，2016年以现金出资8700万元认购大连藏龙。大连藏龙具有10G以上高端有源器件封装和批量生产能力。大连藏龙2016年预计盈利-1,759万元，并表后对公司当期盈利产生一定影响。大连藏龙预计2017年盈利243万元，2018年盈利2433万元。
- 自研高端芯片渐近商用，高端产品占比有望进一步提升。OFweek预计光通信芯片成本在光网络中占的比重超过25%，预计光通信芯片市场未来5年的复合年增长率达8%。目前公司10G芯片整体自给率约80%，能自给的包括10GPIN（光探测器）、APD（雪崩光电二极管）、DFB（分布式反馈激光器）芯片。目前自主开发的高端芯片渐近商用，其中10GEML（电吸收调制激光器）预计年底能够达到规模量产；预计下半年25GEML芯片有望完成认证。目前的高速产品包括高速光模块和用于100G/400G的无源器件，当前占比约20%，预计2017年将进一步提高。看好公司在高速光器件领域的自主研发战略，量产有望带来毛利率的提升。
- 盈利预测与投资建议。预计17-18年的EPS分别为1.95/2.72元，对应PE为40/29倍。维持“谨慎推荐”评级。

- 风险提示。低端产品竞争加剧；自研高端芯片推进不及预期。

主要财务指标预测表

单位（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E
主营收入（百万）	3,140	4,075	5,379	7,047
增长率（%）	29.06%	29.79%	32.00%	31.00%
净利润（百万）	243	289	409	571
增长率（%）	68.78%	18.60%	41.84%	39.58%
净利率（%）	7.7%	7.1%	7.6%	8.1%
PE	68	57	40	29

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

## 目录

1.公司简介.....	3
1.1 经营分析 .....	3
1.2 发展规划 .....	4
2.行业持续景气，竞争趋向集中 .....	5
2.1 电信市场+数据中心市场，推动光器件行业持续景气 .....	5
2.2 海外厂商高速产品增长迅猛，竞争将趋向集中 .....	7
3.公司平台研发优势显著 .....	8
3.1 从靠规模走向靠技术 .....	8
3.1 自研高端芯片渐近商用，有望提升毛利率水平 .....	10
4.投资建议.....	10
5.风险提示.....	10

## 插图目录

图 1：公司 2015 年主营产品收入结构（亿元/%） .....	3
图 2：公司 2011-2016Q3 营业收入及净利润（百万元） .....	4
图 3：公司发展战略.....	4
图 4：电信固定资产投资增速（%） .....	5
图 5：我国运营商资本开支增速与通信设备商/器件商营收增速关系（%） .....	6
图 6：我国数据中心（IDC）规模及其光纤接口发展趋势 .....	6
图 7：全球及我国光器件市场规模（亿美元） .....	7
图 8：光通信产业链结构.....	7
图 9：公司有源器件业务与无源器件业务融合 .....	9

## 表目录

表 1：《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》4 项重点任务.....	5
表 2：全球光器件行业主要并购事件.....	8
表 3：公司技术优势.....	9

## 1. 公司简介

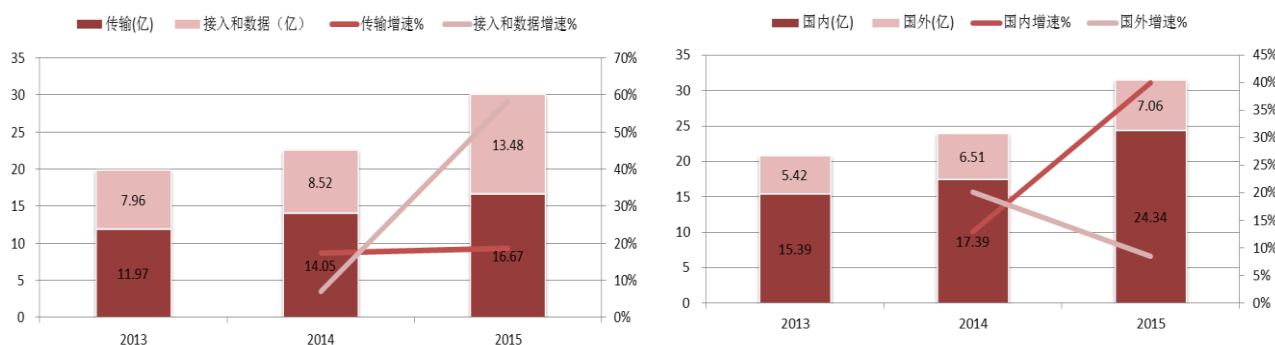
### 1.1 经营分析

公司是中国最大光通信器件供货商，连续五年蝉联“全球光器件与辅助设备最具竞争力企业 10 强”，2015 年市场份额上升至全球第五。公司背靠母公司武汉邮电科学研究院，在光通信全产业链的大平台支撑下，具备从芯片到器件、模块、子系统全系列产品的尖端整合能力。

目前主营业务为传输业务、数据与接入业务及子系统业务三大板块，产品全面覆盖光有源和无源器件，具体包括基础器件、智能器件、放大器、传输模块、数据接入模块和子系统等。2015 年公司传输业务贡献营业收入比重为 53.08%，同比增长 18.67%，保持稳步增长；数据与接入业务贡献营业收入比重为 42.94%，同比高增 58.25%。

2015 年公司国内业务收入占比 77.55%，同比增长 39.92%，受益于我国“宽带中国”战略的光网络投资建设和国内数据中心市场的高增长；国外业务收入占比 22.5%，受欧洲电信运营商设备商采购放缓、美国和日本 4G 网络建设日趋饱和等因素影响，国际光通信市场整体需求有所下滑，公司国外业务收入增速下滑至 8.46%。

图 1：公司 2015 年主营产品收入结构（亿元/%）



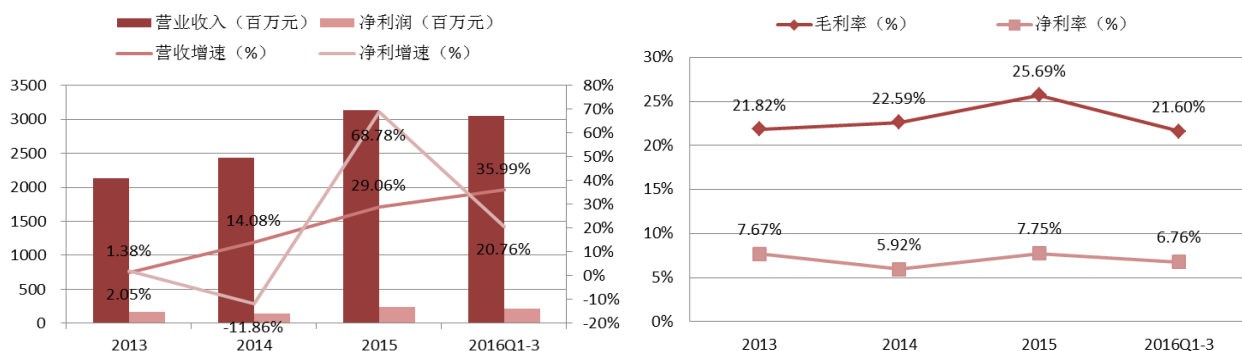
资料来源：wind，东莞证券研究所

在 2013-2015 年的 4G 网络建设集中期，公司的营业收入及归属净利润的复合增速分别为 14.28%、14.93%。2016 年公司实现营业收入同比增长 29.79%，归属净利润同比增长 18.64%。公司毛利率在 2013 年起受益于行业景气周期持续上升，到 2015 年达到 25.69% 的五年最高水平，而 2016 年前三季度公司毛利率下滑至 21.60%，比同期下滑 3.69%，主要是低端光器件产品竞争加剧对公司毛利率形成挤压。

公司研发投入占比近年来持续保持高位，2015 年研发投入占营业收入比重 9.81%，科技创新收入和科技成果转化收入占营业收入比接近 30%。预计 2017 年毛利率将止步下滑：一方面来自于公司高附加的高速产品的结构优化，目前公司的高速产品包括高速光模块和用于 100G/400G 的无源器件，当前占比约 20%，预计 2017 年高速产品占比将进一步提高；另一方面来自于公司芯片自给率提升，目前公司 10G 芯片整体自给率约 80%，能自给的包括 10GPIN（光探测器）、APD（雪崩光电二极管）、DFB（分布式反馈激光器）芯片。目前公司自主开发的高端芯片渐近商用，其中 10GEML（电吸收调制激

光器）芯片已开始正式商用，预计年底能够达到规模量产；预计 2017 下半年 25GEML（电吸收调制激光器）芯片有望完成认证。

图 2：公司 2011-2016Q3 营业收入及净利润（百万元）



资料来源：wind，东莞证券研究所

## 1.2 发展规划

【客户战略】国内深挖发展潜力，国际市场打开增长新空间。

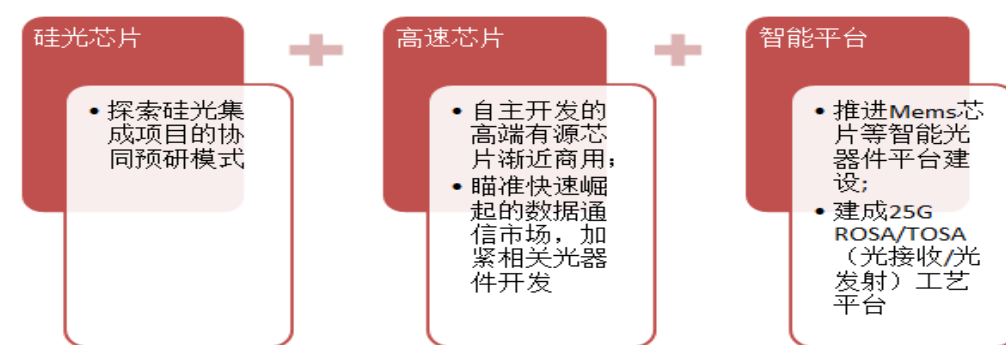
国内市场蓄力开拓、深挖发展潜力：牢牢把握重要设备商市场、进一步稳固领先地位；运营商与行业网市场迎来新机遇；电网市场稳健发展；深度切入资讯商市场，逐步巩固主流供应商地位。

国际市场打开增长新空间：欧洲市场持续实施“聚焦”策略，巩固大客户市场占有率，保持战略供应商地位；在北美数据产品市场取得突破；在亚太，借助“一带一路”政策利好，在东南亚多地拿到近亿元订单。

【产品战略】着力中、高端市场卡位，逐步带动结构转型升级。

高速化：自主开发的高端有源芯片渐近商用；瞄准快速崛起的数据通信市场，加紧相关光器件开发。平台化：加快推进智能光器件平台建设，建成相关工艺平台，如推进 Mems 芯片等智能光器件平台建设，建成 25G ROSA/TOSA（光接收/光发射）工艺平台。数字化：探索硅光集成项目的协同预研模式，打通硅光调制、硅光集成等多个层面的合作关节，奠定硅光平台基础。

图 3：公司发展战略



资料来源：公开信息整理，东莞证券研究所

## 2.行业持续景气，竞争趋向集中

### 2.1 电信市场+数据中心市场，推动光器件行业持续景气

目前光器件下游中电信运营商市场占比三分之二，数据中心市场占比三分之一，目前电信运营商市场仍然是主要驱动因素，而数据中心市场正以年均 30% 的复合增速激增，未来有望接棒电信市场成为驱动主力。

#### 【电信市场】

全球都把建设更高速的光网络作为经济发展的重要战略之一，我国 2013 年起部署 4G 网络建设，同时提出“宽带中国”的国家战略。2017 年 1 月，国家发改委、工信部印发了《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》。明确，重点完善新一代高速光纤网络、加快建设先进移动宽带网等 4 项重点任务。

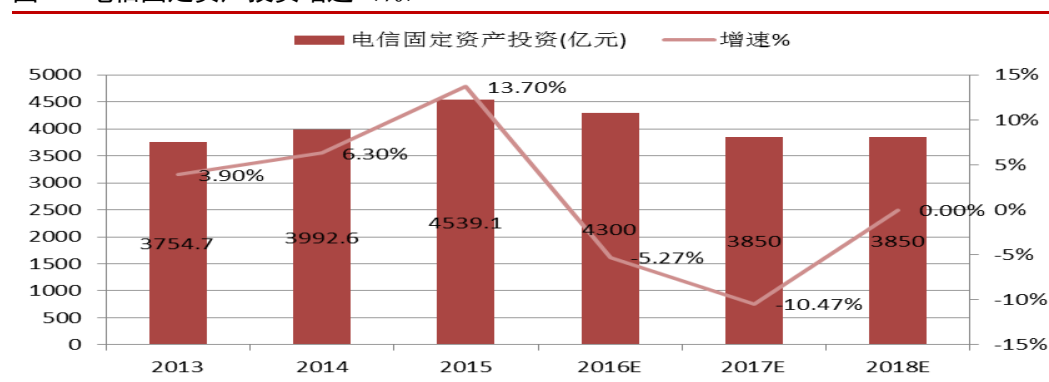
表 1：《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》4 项重点任务

领域	2018 年目标
新一代高速光纤网络	新增干线光缆 9 万公里；新增光纤到户端口 2 亿个；行政村通光纤比例由 75% 提升到 90%
移动宽带网	新增 4G 基站 200 万个；移动宽带用户普及率超过 75%
全球化网络设施	海外 POP 点新增 40 个，总数达到 120 个
应用基础设施	形成数据中心新格局；CDN 网络延伸到所有地级市；互联网应用广泛支持 IPv6 协议

资料来源：公开资料，东莞证券研究所

提出 2016-2018 年信息基础设施建设共需投资 1.2 万亿元。从历年电信固定资产投资情况，2013-2015 年的投资完成总额 12286.4 亿元，三年增速分别为 3.9%、6.3%、13.7%，其中 2015 年为投资高峰。此次《方案》中计划 2016-2018 年的信息基础设施投资总额 1.2 万亿元，总额基本与过去三年持平。预计 2016 年投资 4300 万，则 2017 和 2018 年平均投资规模 3850 万，稳中有降。

图 4：电信固定资产投资增速（%）



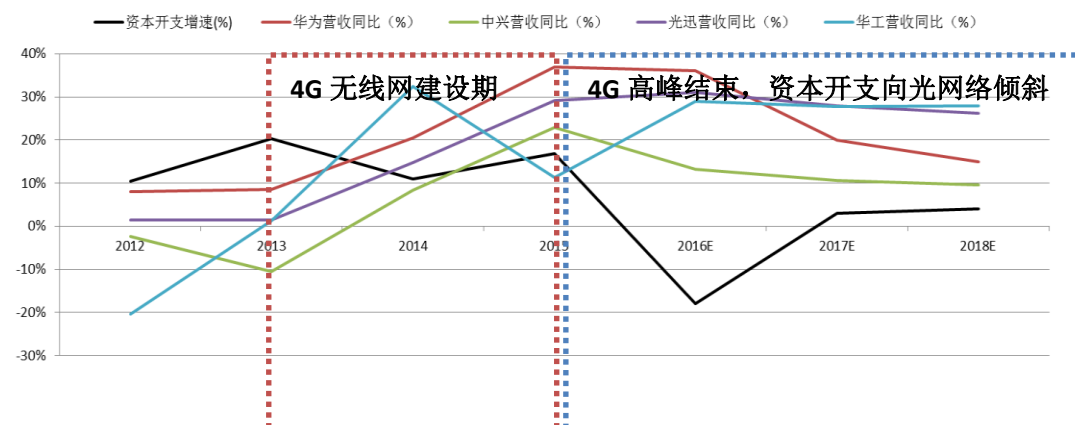
资料来源：wind，东莞证券研究所

结构性方面，固定宽带接入网领域（骨干网、城域网、固定宽带接入网、应用基础设施）投资金额较大。2016 年三大运营商在传输及数通领域的投资预计为 1600 亿元，按照《方案》要求，预计 2016-2018 年 3 年的投资总规模为 4800 亿元，除去 2016 年投资额，预计 2017、2018 年均投资 1600 亿元，光通信领域持续保持景气。



公司的收入主要受全球运营商的光网络投资影响呈周期性变动，我国 2013 年起进入 4G 网络建设集中期，2013-2015 期间我国运营商资本开支分别为 20.32%、10.91%、16.88% 的两位数高增长，拉动通信设备商（以华为、中兴通讯为例）及光器件商（以公司、华工科技为例）进入景气周期。2016 起我国运营商资本开支下滑，但固定宽带接入网领域预计 2016 -2018 年 3 年的投资总规模为 4800 亿元，预计光器件厂商仍将持续受益。

图 5：我国运营商资本开支增速与通信设备商/器件商营收增速关系（%）

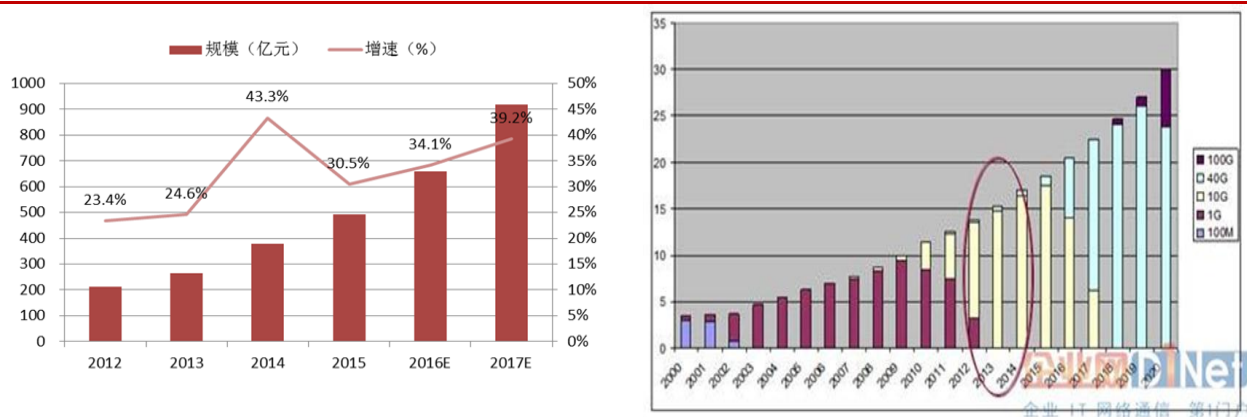


资料来源：wind，东莞证券研究所

#### 【数据中心市场】

随着政策逐步开放 IDC 牌照申请，及大数据、云计算等产业兴起，受益于互联网内容服务商、企业政府等机构通过自建或从电信运营商租用大量的数据中心的拉动。2015 年全球数据中心市场规模 384.6 亿美元，增速为 17.3%，目前全球数据中心的规模已经相当大，预计还将保持快速增长。IDC 圈预计 2016 年我国数据中心市场规模 660 亿元，未来三年增速将在 30% 以上，高于全球增速。数据中心里的核心设备是服务器，从服务器所需的光纤网络接口来看，2012 年起 10G 端口已成为主流，预计 2016 年起 40G 出现较快增长，预计随着成本的不断降低，100G 将占据重要地位。

图 6：我国数据中心（IDC）规模及其光纤接口发展趋势

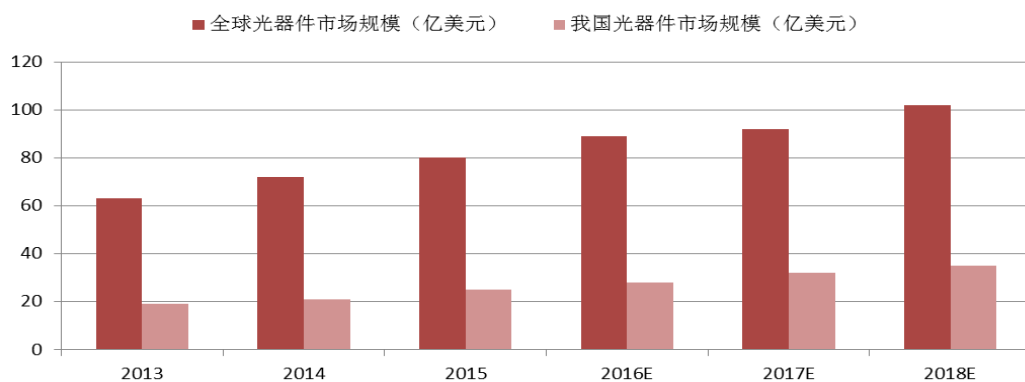


资料来源：wind，企业 IT 网络通信第 1 门户，东莞证券研究所

OFweek 预计 2015 年全球光器件市场规模将约 80 亿美元，其中细分电信市场占比三分之二仍居主导，而数据中心市场 2015 年增速高达 26.8%，预计到 2016 年占比将过半，有望接棒成为光器件市场新增长引擎，预计未来三年全球光器件市场复合增速约

10%。2015 年我国光器件市场规模约 25 亿美元，受益于 4G 建设、“宽带中国”战略及数据中心大型化等政策利好，增速高于全球，预计未来三年复合增速约 13%。且结构上主要向高速 40/100G 产品倾斜。

图 7：全球及我国光器件市场规模（亿美元）

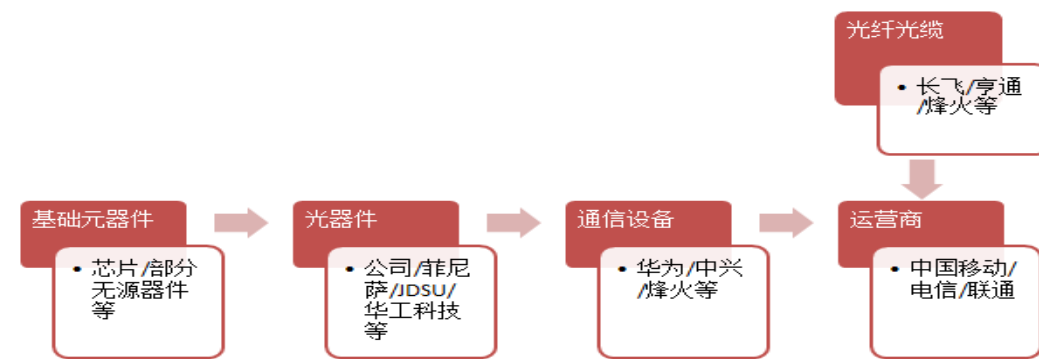


资料来源：中国产业信息网，东莞证券研究所

## 2.2 海外厂商高速产品增长迅猛，竞争将趋向集中

光通信全产业链主要为光器件、光纤光缆及通信设备三部分，其中光器件厂商上游对接基础元器件商，下游对接通信设备商。市场规模相对光纤光缆及通信设备市场较小，但却以技术创新为主导，是光通信产业最具技术核心的一环之一。从全球范围来看，美国、日本是主要的研发基地，我国光器件（含芯片）大部分企业徘徊在中低端领域，在技术含量和附加值较高的如 40/100G 以上的光模块等高速产品方面商用化缓慢。这是由于光器件及芯片产业群体性强、技术垄断性强、研发投入大、回报周期长等，其发展需要良好的产业基础做支撑。

图 8：光通信产业链结构



资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

目前光器件市场竞争激烈，全球前十的供应商占到全球市场份额约 60%，除了排名第一的菲尼萨（Finisar）超过全球市场份额的 10%，其他都低于 10%，还没有达到寡头竞争的阶段。2015 年市场占有率前五名依次为 Finisar、JDSU、Avago、Sumitomo、公司。近年来国内供应商的市场份额有所上升，目前已经有两家企业进入全球前十，公司在 2015 年首次超过 Oclaro 进入全球前五，市场份额约 6%。

光器件按产品细分为有源器件<sup>1</sup>和无源器件<sup>2</sup>，其各自占光器件整体的比例是大致稳定，其中有源器件约 80%，无源器件约 20%。光器件行业两次较大的整合潮分别发生在 2008 年、2012 年，均发生在市场相对低迷期。2012 年公司（全球光无源器件市场排第七）合并其同一母公司控股的武汉电信器件（全球光有源器件市场排第八），综合排名上升到全球第七。

表 2：全球光器件行业主要并购事件

时间	并购事件
2008	Finisar 和 Optium 合并，超过当时的行业第一 JDSU 成为第一
2009	Bookham 与 Avianex 合并成新公司 Oclaro 并成为行业前五
2012	Oclaro（全球第五）和 Opnext（全球第六）宣布合并，超过第二 JDSU 成为新全球第二
2012	全球排名第三的 Sumitomo（住友电工）购买 Emcore（全球十三）的 VCSEL 产品线
2012	全球排名第二的 Fujikura（藤仓）收购了其 ROADM 新兴厂商 Nistica
2012	光迅科技（全球无源器件市场排第七）合并武汉电信器件（全球有源市场排第八），排名上升全球第七

资料来源：公开信息，东莞证券研究所

2017 年 2 月 7 日，Lumentum（2015 年，由 JDSU 拆分出，主要业务覆盖光器件及光模块，商用激光及 3DSensing、激光二极管器件等领域）发布 2017 年财年第二季度业绩报告，公司季度销售收入 2.65 亿美元、同比增长 21.4%，Non-GAAP 净利润 3590 万美元、同比增长 87.96%，Non-GAAP 毛利率 36.9%，同比增长 4.2%，环比增长 2.7%。其中，数据中心 100G 产品销售同比增长 537%，环比增长 124%，成为增长看点。目前在 100G 光器件领域，目前中国厂商供应商占比相对较小。在短距离 100G 市场，有公司等中国供应商，长距离产品市场巨大，国内几乎空白。在芯片领域，制造 100G CFP 光模块的核心——25G 电吸收调制激光器（EML）芯片，国产率为零。

### 3.公司平台研发优势显著

#### 3.1 从靠规模走向靠技术

公司的实际控制人是武汉邮电科学研究院，其技术实力雄厚，是目前全球唯一集光电器件，光纤光缆，光通信系统和网络于一体的通信高技术企业。除公司外，旗下还拥有烽火通信和长江通信两家上市公司。

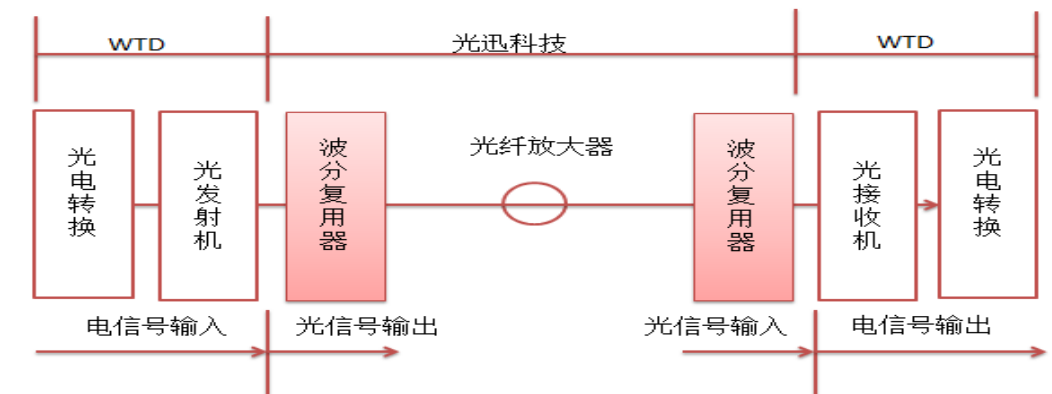
2012 年公司作价为 61,040.01 万元购买其同一母公司控股的电信器件 WTD 100%股权。电信器件 WTD 成立于 1980 年，是国内最大的光有源器件供应商，产品主要用于光的发射与接收，实现光电信号的转换，主要用于接入网领域；而公司的产品主要用于光信号的放大、耦合、分波与合波，实现光信号的大容量、长距离传输，主要用于传输网领域。整合后，公司实现了有源器件业务与无源器件业务之间的融合，2012 年公司处于全球光无源器件市场排第七，合并电信器件（全球光有源器件市场排第八）后，综合排名上升到全球第七。

<sup>1</sup>有源器件指需要外加能源驱动工作的光电子器件，如波长转换器、光放大器、激光器、光调制解调器等

<sup>2</sup>无源器件指不需要外加能源驱动工作的光电子器件，如光滤波器、光分波器、光纤连接器等



图 9：公司有源器件业务与无源器件业务融合



资料来源：公司公告，东莞证券研究所

2016 年公司以现金出资 8700 万元认购大连藏龙，直接持有大连藏龙 49.71% 的股份，通过藏龙基金持有大连藏龙 21.94% 的股份，因此公司实际持有大连藏龙 71.66% 的股份。公司产品主要集中于 10G 以下的普通 FP-LD、DFB-LD、PIN、APD 等较低端的产品上，主要靠规模效应生存。在通信的主流技术向 10G、40G、100G 及以上的速率转移时，低端产品的价格越来越低，利润越来越薄，公司的光电子芯片必须在高端、高速芯片技术上有所突破，才能继续保持领先地位，获得继续发展的条件。大连藏龙是国内为数不多的具有 10G 以上高端有源器件封装能力和批量生产的中国厂家，可提升公司盈利能力和核心竞争力。大连藏龙 2016 年预计盈利 1,759 万元，2017 年盈利 243 万元，2018 年盈利 2,433 万元。

表 3：公司技术优势

技术平台		已有储备	正开发
1	光芯片及光电集成技术平台	掌握了多量子阱 RGW FP/DFB 激光器、VCSEL 激光器、PIN PD 及 APD、BH LD 以及光栅设计/结构、AAWG	在 EML/SiP 等高端芯片技术平台加大研发投入及布局
2	光器件/组件封装技术平台	具有先进的光通信用发射/接收器件（包括尾纤和插拔式）同轴、蝶形封装技术	针对数据通信市场，开发了 COB 等低成本器件、封装平台
3	高速光收发模块技术平台	拥有 10G 及以下速率的 XFP/SFP/SFP+ 等封装的全系列光收发模块产品，并且激光器（LD）和探测器（PD）芯片完全自制；针对数据中心，研发并量产了 40G/100G 速率的 QSFP+/QSFP28/CXP、以及 CFP/CFP2/CFP4 系列封装的并行光收发模块产品系列	建成 25G ROSA/TOSA（光接收/光发射）工艺平台
4	光纤放大器技术平台	2014 年末，光放大器全球市场份额排名第三	
5	动态可调光器件技术平台	已形成动态可调波长选择开关、光性能监控器等产品族；	加快微机电系统(MEMS)芯片等智能光器件平台建设；探索硅光集成项目的协同预研模式

资料来源：公开信息，东莞证券研究所

### 3.1 自研高端芯片渐近商用，有望提升毛利率水平

公司我国首家拥有光芯片关键技术和量产能力的公司。光通信芯片在光通信产业链中占有重要一环，相当于系统中的心脏，OFweek 预计总体市场容量约占通讯设备容量的 20%。其在光网络中占的比重最高，超过 25%（100G 骨干传输网络，现阶段光芯片的成本高达 70%）。2015 年光通信芯片市场增长 4%，未来 5 年的复合年增长率达 8%，到 2018 年光芯片及其封装器件市场将达到 105 亿美元。其中光传输市场仍然是其最大的市场；而数据中心细分市场增长最快，将以 22% 的复合年增长率增长，2018 年将达 45 亿美元；光接入市场需求趋于平稳，年需求维持在 10 亿美元。

目前公司 10G 芯片整体自给率约 80%，能自给的包括 10GPIN（光探测器）、APD（雪崩光电二极管）、DFB（分布式反馈激光器）芯片。目前公司自主开发的高端芯片渐近商用，其中 10GEML（电吸收调制激光器）芯片已开始正式商用，预计年底能够达到规模量产；预计 2017 下半年 25GEML（电吸收调制激光器）芯片有望完成认证。

同时，目前的高速产品包括高速光模块和用于 100G/400G 的无源器件，当前高速产品占比约 20%，预计 2017 年高速产品占比将进一步提高，有望进一步提升毛利率水平。

## 4.投资建议

预计 17-18 年的 EPS 分别为 1.95/2.72 元，对应 PE 为 40/29 倍。维持“谨慎推荐”评级。

## 5.风险提示

低端产品竞争加剧；自研高端芯片推进不及预期。

**利润表**

项目(百万元)	3,140	4,075	5,379	7,047
营业总收入	3,140	4,075	5,379	7,047
营业成本	2,333	3,179	4,088	5,321
营业税金及附加	11	15	20	26
销售费用	135	163	210	275
管理费用	392	425	619	789
财务费用	-28	-10	-9	-9
资产减值损失	37	37	54	70
其他经营收益	0	0	0	0
营业利润	260	267	399	576
利润总额	288	317	450	628
减 所得税	45	29	40	56
净利润	243	289	409	571
减 少数股东损益	0	0	0	0
归母公司净利润	243	289	409	571

**资产负债表**

项目(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,059	568	679	792
应收账款	548	646	815	1,076
预付账款	52	72	84	109
存货	773	1,125	1,292	1,594
其它	473	1,096	962	1,000
流动资产合计	2,906	3,506	3,833	4,571
长期股权投资	10	40	40	40
固定资产合计	603	594	511	441
长期待摊费用	8	1	1	30
其它	60	75	199	187
非流动资产合计	680	709	751	697
资产总计	3,586	4,215	4,584	5,269
短期借款	60	23	30	28
应付账款	445	769	826	1,063
预收款项	26	34	39	51
其它	605	605	860	1,065
流动负债合计	1,136	1,432	1,755	2,207
长期借款	0	0	74	74
其它	67	0	-67	-67
非流动负债合计	67	0	7	7
负债合计	1,136	1,438	1,762	2,214
实收资本	203	210	210	210
资本公积	1,353	1,488	1,488	1,488
留存收益及其它	823	962	1,125	1,358
所有者权益合计	2,380	2,659	2,823	3,056
负债和权益总计	3,516	4,097	4,585	5,269

**现金流量表**

项目(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	144	243	289	409
折旧与摊销	115	139	74	78
财务支出	5	-30	17	22
投资损失	0	-0	0	0
净营运资本变动	-137	-226	102	-172
经营活动现金流	126	140	481	338
资本支出	-542	-803	-122	-24
其它投资	0	439	0	0
投资活动现金流	-541	-364	-122	-24
股权融资	701	37	0	0
债券融资	30	0	80	-2
股利分配及其它	-49	-104	-142	-199
筹资活动现金流	682	-67	-61	-201
货币资金净变动	267	-291	297	113

**主要财务比率**

项目	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(YOY)				
营业收入	14.1%	29.1%	29.8%	32.0%
营业利润	34%	97.2%	2.9%	49.3%
归母公司净利润	-11.9%	68.8%	18.6%	41.8%
盈利能力				
销售毛利率	22.6%	25.7%	22.0%	24.0%
销售净利率	5.9%	7.7%	7.1%	7.6%
ROE	6.1%	9.1%	10.2%	13.4%
ROIC	5.4%	6.3%	10.0%	10.0%
偿债能力				
资产负债率	31.7%	34.1%	38.4%	42.0%
流动比率	2.56	2.45	2.18	2.07
速动比率	1.46	0.90	0.90	0.90
营运能力				
资产周转率	0.78	0.80	0.93	1.09
存货周转率	2.73	2.46	2.63	2.83
应收账款周转率	4.61	5.26	5.58	5.69
每股指标				
每股收益	0.69	1.16	1.38	1.95
每股经营现金流	0.60	0.67	2.30	1.61
每股净资产	11.69	13.25	13.46	14.57
每股股利	0.50	0.50	0.59	0.84
估值指标				
PE	114.62	67.91	57.26	40.37
PB	6.74	5.95	5.85	5.41
EV/EBITDA	57.86	38.26	42.46	29.95

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100%之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50%之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20%以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn