

2017年06月30日

公司研究·证券研究报告

烽火通信 (600498.SH)

深度分析

通信系统份额持续提升，信息安全业务持续向好

投资要点

- ◆ **通信系统市场份额持续提升，增速超过行业平均水平**：根据 OVUM 数据显示，公司通信系统产品主要光网络、PON 和 IP-RAN 三大产品构成。从市场份额来看，公司通信系统的三大细分产品均在稳步提升。与此同时，公司的收入增速远远超过行业水平。
- ◆ **信息安全业务持续向好，2016 年实际完成净利润超预期**：2016 年度，烽火星空实现扣除非经常性损益后归母净利润为 19601.82 万元，高于《业绩补偿协议》中拉萨行动承诺预测数 17545.00 万元。成为公司净利润增长的新引擎。
- ◆ **流量增长使得城域网和数据中心扩容势在必行使得 OTN 设备需求上升**：数据流量增长快速，尤其视频等重要应用对流量需求的提升，对网络业务承载能力提出高要求，并进一步促进 OTN 下沉。从数据流量类型看，到 2020 年，77% 的流量来自数据中心内部，年复合增长率为 26.8%；数据中心网络扩容也势在必行。因此，OTN 设备需求势必上升。
- ◆ **光纤光缆与光通信设备需求将保持增长态势**：2018 年以前，国内光纤光缆市场仍处于供不应求状态，2017 年市场增速大约 40%；全球 PON 以及 OTN 市场仍将保持稳定增速。
- ◆ **投资建议**：我们预测，公司 2017 年-2019 年 EPS 分别为 1.05 元、1.38 元和 2.06 元。6 个月目标价 32.55 元，维持买入-A 评级。
- ◆ **风险提示**：政府部门对于信息安全预算支出增长不及预期会使得公司的信息安全业务收入增长不及预期；运营商传输网资本开支执行不及预期会使得公司通信系统和光纤光缆业务增长不及预期；海外运营商资本开支不及预期也会使得公司通信系统增长不及预期；公司存货超预期会使得资产减值损失超预期，从而存在净利润增长不及预期的风险；证券市场的系统性风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	13,489.6	17,361.1	22,592.4	28,286.9	35,227.9
同比增长(%)	25.8%	28.7%	30.1%	25.2%	24.5%
营业利润(百万元)	538.7	614.9	980.4	1,446.5	2,241.4
同比增长(%)	13.1%	14.1%	59.5%	47.5%	55.0%
净利润(百万元)	657.4	760.4	1,095.0	1,439.8	2,150.7
同比增长(%)	21.7%	15.7%	44.0%	31.5%	49.4%
每股收益(元)	0.63	0.73	1.05	1.38	2.06
PE	41.1	35.6	24.7	18.8	12.6
PB	3.9	3.7	3.4	3.1	2.7

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

通信 | 通信终端及配件 III

 投资评级 **买入-A(维持)**

6 个月目标价 32.55 元

股价(2017-06-29) 25.85 元

交易数据

总市值(百万元) 27,046.16

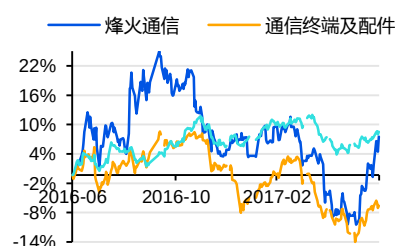
流通市值(百万元) 26,092.50

总股本(百万股) 1,046.27

流通股本(百万股) 1,009.38

12 个月价格区间 21.19/30.80 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.1	3.72	-3.98
绝对收益	17.61	3.03	4.77

分析师

 朱琨
 SAC 执业证书编号：S0910517050001
 zhukun@huajinsc.cn
 021-20655647

分析师

 谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsc.cn
 021-20655640

相关报告

烽火通信：市场份额持续提升，2016 年归母净利润同比增长 15.68% 2017-04-18

烽火通信：经营业绩稳步增长，短期毛利率调整无需担忧 2016-10-31

烽火通信：经营业绩增长稳健，预计 2016 年归母净利润增长将超 40% 2016-07-25

烽火通信：国内领先光通信设备厂商，净利润稳定增长 2016-06-20

内容目录

一、通信系统份额持续提升，信息安全业务持续向好	4
(一) 通信系统市场份额持续提升，增速超过行业平均水平	4
(二) 信息安全业务持续向好，2016 年实际完成净利润超预期	5
(三) 全球市场稳步拓展，海外收入增速超 30%	5
二、政策驱动、流量增长和技术演进保证光通信景气度可持续性	5
(一) 政策驱动：信息基础设施三年行动方案引导行业发展	6
(二) 流量增长：城域网和数据中心扩容势在必行	10
1、未来五年全球数据流量将保持 24%的年均复合增速，视频流量占比将提升到 57%	10
2、2020 年数据中心内互联流量占比将达 77%，超大规模数据中心占比达 53%	11
2、城域网亟需扩容，OTN 向接入层下沉趋势明显	12
3、数据中心内部架构由 10/40G 向 25/100G 升级	12
(三) 技术演进：10G-PON 和 5G 塑造行业增长新引擎	13
1、10G-PON 的商用进程已悄然开启，预计将带来 200 亿的市场规模	13
2、5G 移动通信技术的商用将为高速光模块市场带来新的增长动力	14
(四) 光模块、光纤光缆与光通信设备需求将保持增长态势	15
1、全球光模块出货量将保持 56%增速，>100G 产品需求持续走高	15
2、光棒产能仍供不应求，2017 年光纤光缆市场将增长 40%	15
3、光网络设备需求呈稳定增长态势	16
三、安全事件与国家政策双轮驱动，信息安全市场有望迎来新增长	16
(一) “WannaCry”利用网络漏洞席卷全球，网络安全引关注	16
(二) 网络安全法全面实施，市场潜力有望进一步释放	17
四、公司定增获批，ICT 业务布局打造业绩增长新引擎	18
五、未来 3 年净利润 CAGR 约 40%，维持买入-A 评级	19
(一) 主要业务收入预测	20
1、通信系统业务	20
2、光纤光缆及电缆业务	20
3、数据网络业务	20
(二) 对比同行业公司，给予 2017 年 31 倍 PE	20
(三) 未来 3 年净利润 CAGR 约 40%，维持买入-A 评级	21
六、风险提示	21

图表目录

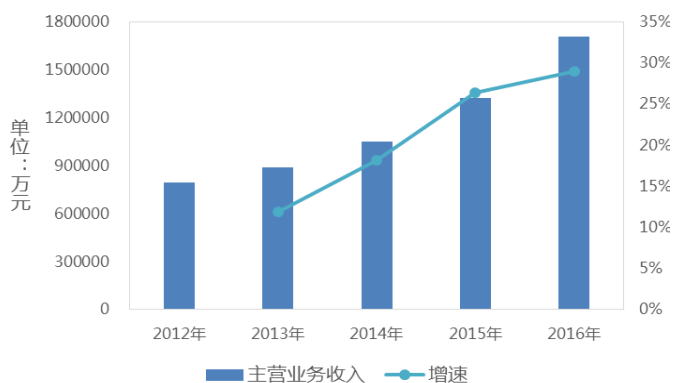
图 1：2012 年-2016 年公司主营业务收入及增速	4
图 2：2012 年-2016 年公司归母净利润情况	4
图 3：2012 年-2016 年公司主营业务收入构成	4
图 4：2012 年-2016 年公司各主营业务收入增速情况	4
图 5：中国大陆业务收入规模及增速	5
图 6：海外业务收入规模及增速	5
图 7：通信网络逻辑架构	6
图 8：电信网络层层收敛的网络架构	6
图 9：数据中心内服务器互联和数据中心间互联	6

图 10：光纤到户与光纤到楼	6
图 11：2013 年-2016 年固定宽带与光纤接入用户数	7
图 12：接入网速率结构变化	7
图 13：移动宽带接入技术演进对信息应用的影响	8
图 14：2013 年-2016 年光缆长度及增速	9
图 15：中国数据中心机架占比 6%	9
图 16：中国数据中心投资占比 7%	9
图 17：阿里巴巴全球数据中心分布及资本支出	10
图 18：腾讯全球数据中心分布及资本支出	10
图 19：光通信行业增长驱动力	10
图 20：2016 年-2021 年全球数据流量变化情况	11
图 21：2021 年全球数据流量结构	11
图 22：2016 年-2021 年全球视频流量变化情况	11
图 23：2021 年全球视频流量结构	11
图 24：数据流量类型分布	12
图 25：超大型数据中心数量及部署服务器占比	12
图 26：流量增长要求城域网扩容及 OTN 下沉	12
图 27：数据中心内部架构升级示意图	13
图 28：PON 网络技术演进	13
图 29：4G 向 5G 网络将带动对光模块需求的需求增长	15
图 30：2016 年-2019 年中国信息安全市场规模预测	18
图 31：2016 年-2019 年中国信息安全产业结构预测	18
表 1：信息基础设施重大工程建设三年行动方案重点领域	7
表 2：中国电信 2017 年 PON 设备集采情况	14
表 3：中国电信 2016 年 PON 设备集采情况	14
表 4：中国电信 2015 年 PON 设备集采情况	14
表 5：2016 年全球重大信息安全事件	16
表 6：我国信息安全相关政策、法规	17
表 7：2016 年公司非公开发行预案募投项目	18
表 8：公司分项业务收入和毛利情况汇总	19
表 9：数据网络业务细分业务收入预测	20
表 10：可比公司估值对比	21

一、通信系统份额持续提升，信息安全业务持续向好

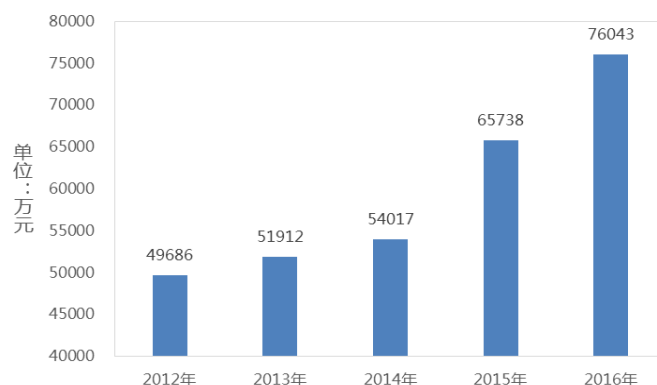
烽火通信的主营业务分为通信系统、光纤光缆以及数据网络三大部分。通信系统主要为光通信相关设备；数据网络业务主要为烽火星空的数据安全相关产品和服务以及一些系统集成项目。2016年，公司实现：业务收入约173.6亿元，同比增长28.7%；归母净利润约7.6亿元，同比增长15.7%。

图1：2012年-2016年公司主营业务收入及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

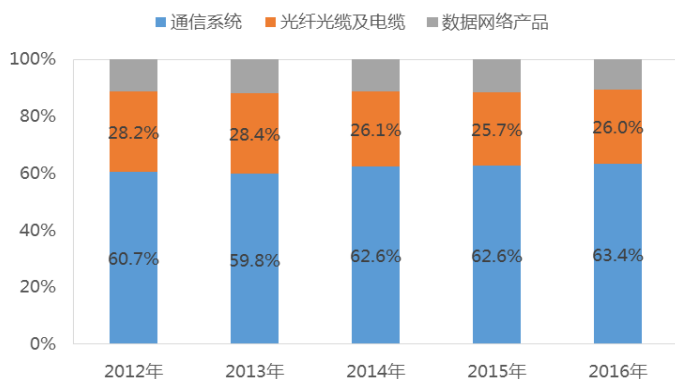
图2：2012年-2016年公司归母净利润情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

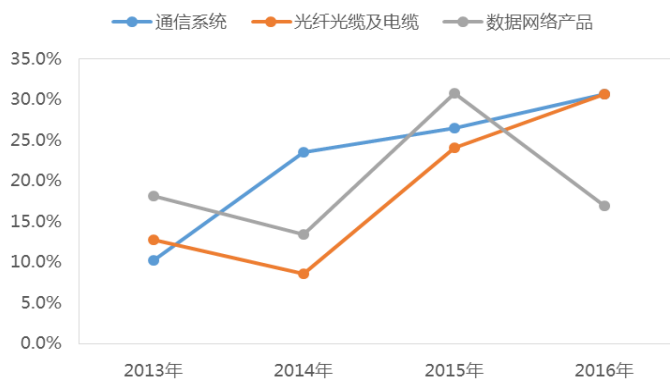
2016年，公司的三大主营业务发展均衡。通信系统仍为公司收入的主要来源，占比为63.4%，同比增长30.6%；光纤光缆收入占比26.0%，同比增长30.7%；数据网络收入占比10.6%，同比增长16.9%。

图3：2012年-2016年公司主营业务收入构成



资料来源：Wind，华金证券研究所

图4：2012年-2016年公司各主营业务收入增速情况



资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）通信系统市场份额持续提升，增速超过行业平均水平

根据OVUM数据显示，公司通信系统产品主要光网络、PON和IPRAN三大产品构成。光网络产品主要是面向传送网的OTN设备；PON产品主要是面向光纤宽带接入的设备，由OLT和ONU两部分组成；IPRAN产品主要应用于移动通信基站回传网络。从市场份额来看，公司通信系统的三大细分产品均在稳步提升。与此同时，公司的收入增速远远超过行业水平。

（二）信息安全业务持续向好，2016 年实际完成净利润超预期

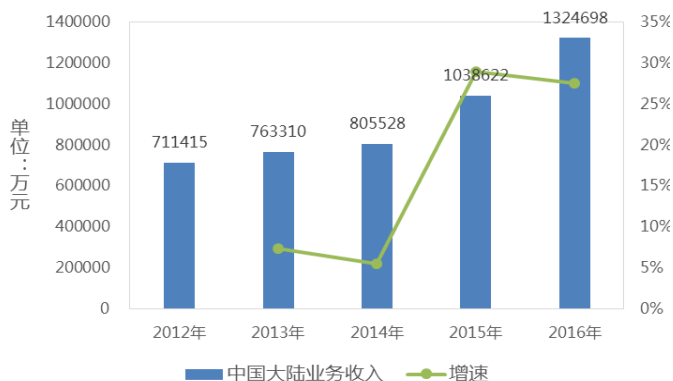
信息技术产业的竞争格局正在发生颠覆性变化，以大数据和移动互联网为代表的新一代技术已迅速成为新的产业热点。公司很早就关注到这种竞争格局的变动，并提前布局信息安全业务，烽火星空就是烽火通信新业务的主要承载平台。2015 年，公司完成了对烽火星空剩余的 49% 的股权收购，使其成为公司完全控股子公司。这对于公司加快信息安全业务发展，加大大数据和移动互联网业务的投入，甚至对于公司整体业务结构的调整都具有积极的作用。

2016 年度，烽火星空实现扣除非经常性损益后归母净利润为 19601.82 万元，高于《业绩补偿协议》中拉萨行动承诺预测数 17545.00 万元。成为公司净利润增长的新引擎。

（三）全球市场稳步拓展，海外收入增速超 30%

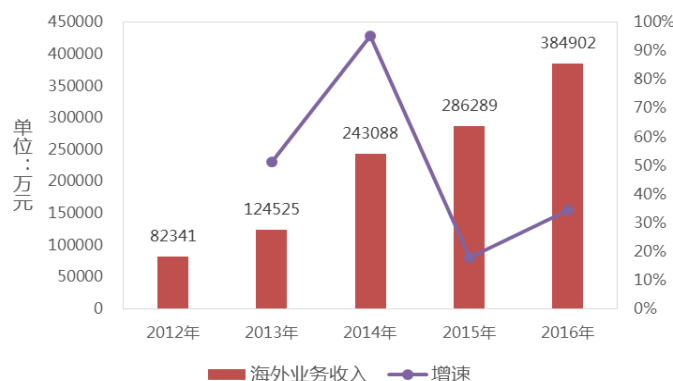
报告期内，公司全球市场拓展稳步进行，目前，公司已在全球 50 多个国家构建完备的销售与服务体系，形成 11 个全球交付中心，产品与服务覆盖 90 多个国家与地区。2016 年，公司实现海外收入 1324698.08 万元，同比增长 34.45%，高于国内市场收入增速，国内市场业务收入 1324698.08 万元，同比增长 27.54%。

图 5：中国大陆业务收入规模及增速



资料来源：Wind，华金证券研究所

图 6：海外业务收入规模及增速



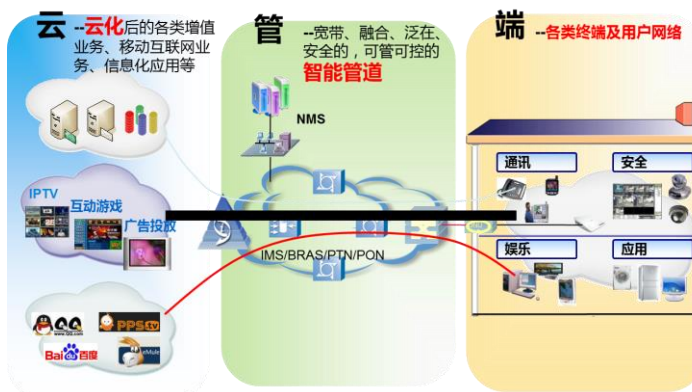
资料来源：Wind，华金证券研究所

二、政策驱动、流量增长和技术演进保证光通信景气度可持续性

在通信网络的云、管、端逻辑架构中，“云”中是云化后的各类增值业务、移动互联网业务、信息化应用等，“管”是指宽带、融合、泛在安全的可控可管的通信网络管道，“端”是用户网络及各类终端产品。

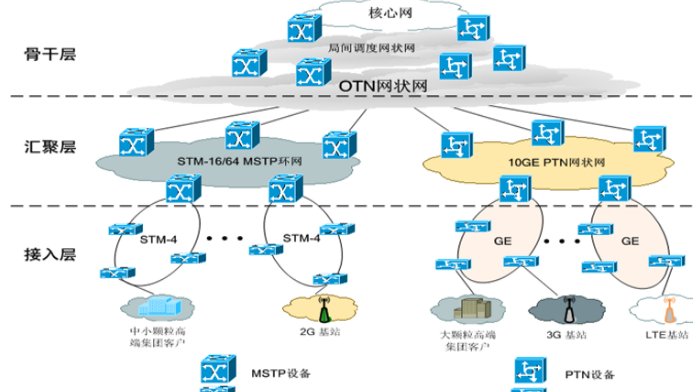
目前，在电信网络中的光通信已经实现规模普及，但是还未一统江山，光通信的投资部署仍有增长的空间。

图 7：通信网络逻辑架构



资料来源：Huawei，华金证券研究所

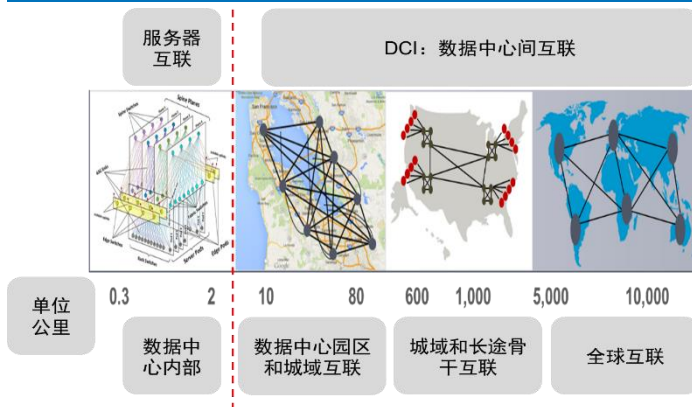
图 8：电信网络层层收敛的网络架构



资料来源：Huawei，华金证券研究所

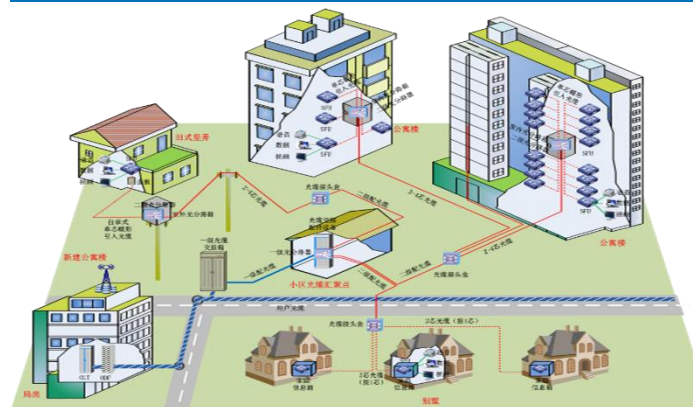
与此同时，数据中心内服务器互联以及数据中心园区、城域互联乃至全球数据中心互联的光通信需求强劲。

图 9：数据中心内服务器互联和数据中心间互联



资料来源：ICCSZ，华金证券研究所

图 10：光纤到户与光纤到楼



资料来源：Huawei，华金证券研究所

（一）政策驱动：信息基础设施三年行动方案引导行业发展

为深入实施“宽带中国”战略，2017 年 1 月，发改委、工信部联合发布《信息基础设施重大工程建设三年行动方案》，2016 年-2018 年，预计信息基础设施建设共需投资 1.2 万亿元，其中重点推进骨干网、城域网、固定宽带接入网、移动宽带接入网等 92 项重点建设项目设计总投资 9022 亿元。

表 1：信息基础设施重大工程建设三年行动方案重点领域

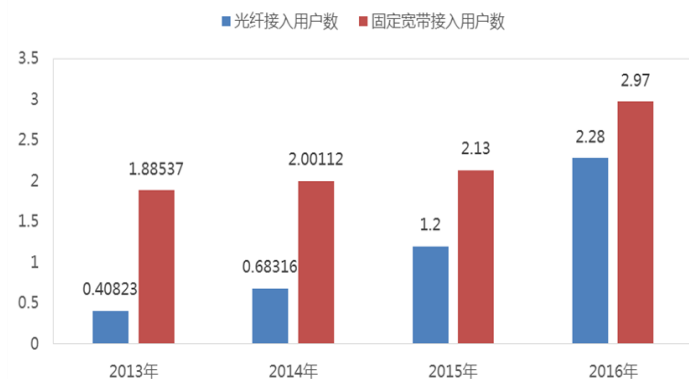
领域	任务目标	重点项目数量	投资金额
骨干网	优化完善既有“八纵八横”光缆网络架构，及时组织老旧光缆更新换代，积极推进超高速、大容量光传输技术部署。围绕互联网骨干节点和新型交换中心，进一步优化互联网骨干网网间架构，全面提升整体承载和处理能力。	33	495 亿元
城域网	配合不断增长的宽带接入提速需求，适度超前开展城域传输网和 IP 城域网扩容，加快重点网络节点设备升级，提升多业务承载能力。	8	1271 亿元
固定宽带接入网	继续加快推进老旧小区光纤到户网络改造，升级部署高速光纤接入系统，全面开展光网城市建设。积极开展“宽带乡村”工程、电信普遍服务试点，加大投入力度，扩大光纤宽带接入网在农村的有效覆盖，推动实现光纤到村，积极发展宽带入户。	6	1884 亿元
移动宽带接入网	加快移动基站新建和改造，积极推进 4G 网络升级，优化完善室内覆盖，提升热点接入力，扩大行政村广度覆盖。统筹做好无线局域网热点覆盖和应用推广，全面提升高速移动互联网应用体验。	6	3902 亿元
国际通信网	加强“一带一路”重点方向的互联互通，发起亚太、美国等方向新的国际海缆建设，完善面向周边国家的跨境陆地光缆，积极参与沿线重要国家、节点城市网络建设。完善海外 POP 点全球布局，提高国际网络辐射能力。	13	256 亿元
应用基础设施	建设新型云计算数据中心，改造扩容各类业务平台和重要信息系统。加强内容分发网络建设，新增服务节点，提高处理能力，扩展接入带宽。提升支撑系统资源管理、智能配置、灵活计费能力。	26	1214 亿元

资料来源：工信部，华金证券研究所

加速完善新一代高速光纤网络。持续推进互联网骨干网和城域网结构优化和关键环节扩容，积极构建高速传送、灵活调度和智能适配的骨干传输网络，超前布局下一代互联网，全面向 IPv6 演进升级，大幅提升流量疏通能力和业务承载能力。加快全光网络建设和高速光纤接入技术部署进程，深入推进三网融合，加快有线电视网络双向化改造，重点支持扩大光纤宽带网络在农村地区的有效覆盖。

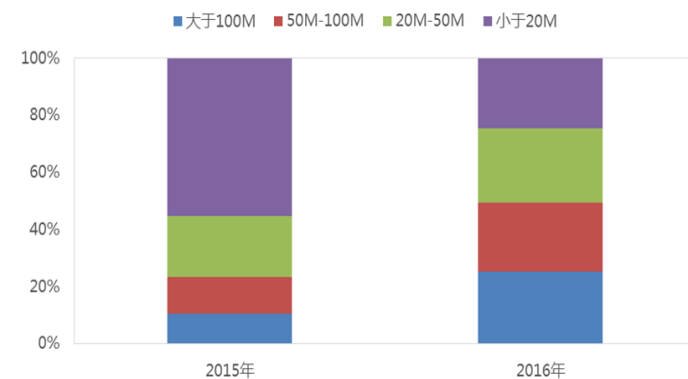
根据三年行动计划，2018 年底之前要新增 2 亿个光纤端口，结合 OVUM 的数据估算，我们认为未来 2017 年-2018 年将新增 1 亿左右的光纤宽带用户。行动计划要求在城镇地区实现光网覆盖，提供 1Gbit/s 以上接入服务能力，大中城市家庭宽带用户提供 100Mbit/s 以上灵活选择，10G-PON 技术将在未来两年得到大规模应用。

图 11：2013 年-2016 年固定宽带与光纤接入用户数



资料来源：工信部，华金证券研究所

图 12：接入网速率结构变化



资料来源：工信部，中国电信，华金证券研究所

加快建设先进移动宽带网。持续加强城镇地区移动宽带网络深度覆盖，做好重要场景和热点地区 4G 演进技术部署，提升用户高速移动数据服务体验。继续扩大农村地区 4G 网络覆盖广度，完善重点行政村、景区、以及铁路沿线的 4G 网络覆盖。促进频谱资源高效利用，积极构建低频 LTE 网络，全面推进 5G 研发。深入推进共建共享，加强移动通信基站站址资源的储备和供给。深入普及高速无线宽带应用。

移动宽带接入网方面，三年行动计划要求加快移动基站新建和改造，积极推进 4G 网络升级，优化完善室内覆盖，提升热点接入力，扩大行政村广度覆盖。统筹做好无线局域网热点覆盖和应用推广，全面提升高速移动互联网应用体验。我们认为，高速率移动宽带接入网的建设也将加快 5G 移动通信技术的商用进程。

图 13：移动宽带接入技术演进对信息应用的影响

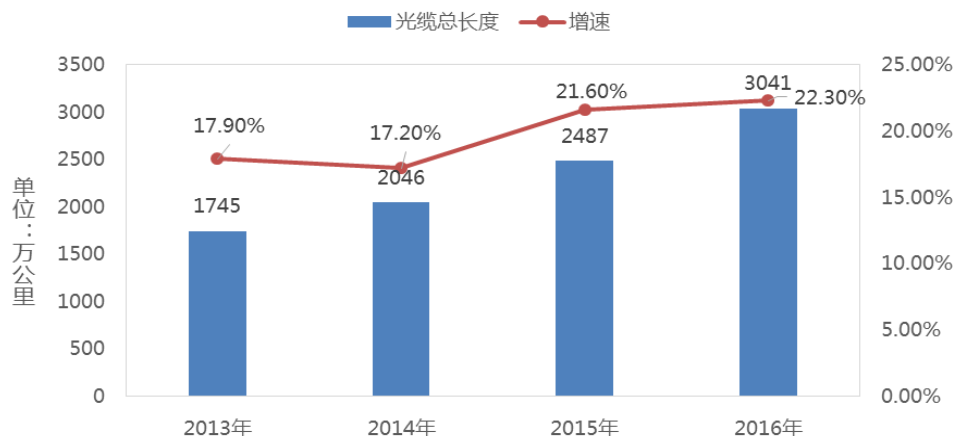


资料来源：工信部，华金证券研究所

积极构建全球化网络设施。围绕“一带一路”战略，优化国际进出口布局，拓宽国际进出口带宽，满足日益增长的国际交流合作需求。创新国际跨境陆缆运营模式，积极参与重要方向国际海缆建设，增加国际网络直达方向。加大海外网络服务提供点（POP 点）建设力度，加快数据中心与云服务平台、内容分发网络节点的全球布局。

在光纤光缆方面，三年行动规划要求骨干网优化完善既有“八纵八横”光缆网络架构，及时组织老旧光缆更新换代，积极推进超高速、大容量光传输技术部署，城域网配合不断增长的宽带接入提速需求，适度超前开展城域传输网和 IP 城域网扩容，加快重点网络节点设备升级，提升多业务承载能力；在国际通信网方面加强“一带一路”重点方向的互联互通，发起亚太、美国等方向新的国际海缆建设，完善面向周边国家的跨境陆地光缆。光纤光缆需求存在增长空间。

图 14：2013 年-2016 年光缆长度及增速

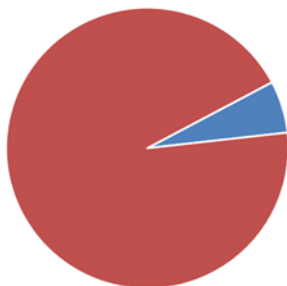


资料来源：工信部，华金证券研究所

统筹部署高水平应用基础设施。统筹大型和超大型数据中心部署，积极推进行业云计算平台建设，支持各类行业信息系统和信息化应用平台向云平台迁移。扩大内容分发网络（CDN）容量和覆盖范围。鼓励采用云计算和大数据等技术，提升企业业务支撑、网络管理等系统服务能力。

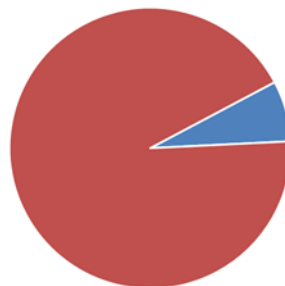
目前，全球在建的数据中心 246 个，规划设计机架 103 万个，以及规划部署服务器 1326 万台，我国数据中心机架数量占全球总数的比重仅为 6%，数据中心投资占比为 7%。

图 15：中国数据中心机架占比 6%



资料来源：工信部，ICCSZ，华金证券研究所

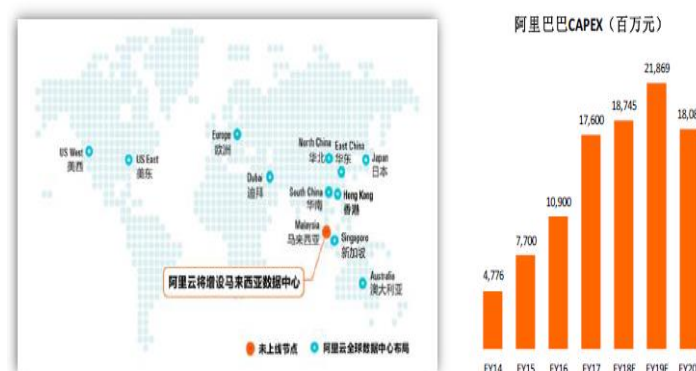
图 16：中国数据中心投资占比 7%



资料来源：工信部，ICCSZ，华金证券研究所

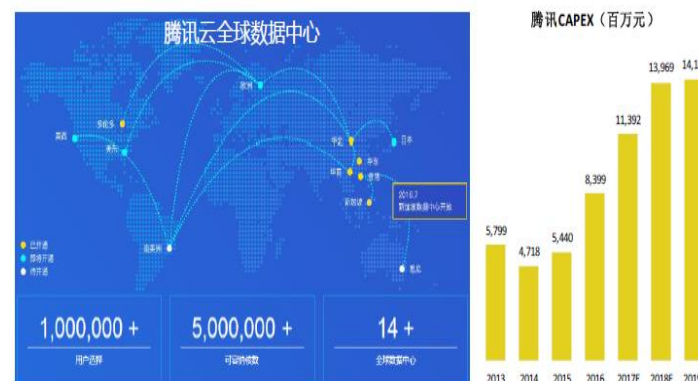
我国大型互联网公司的数据中心在全球均有分布，但相比国外巨头规模在数量级规模上仍有差距，腾讯是我国拥有服务器最多的互联网公司，拥有 50 万台，而亚马逊的数据中心有接近 300 万台，微软 200 万台。未来随着应用基础设施的建设将带动数据中心数量的快速增长。

图 17：阿里巴巴全球数据中心分布及资本支出



资料来源：ICCSZ，华金证券研究所

图 18：腾讯全球数据中心分布及资本支出



资料来源：ICCSZ，华金证券研究所

综上，我们认为政策驱动基础设施建设高景气，流量增长和新技术应用将成为未来两年行业增长的持续动力。

图 19：光通信行业增长驱动力

光纤宽带用户数增加	光纤宽带用户数的增加，使得通信网络需要承载更多的流量，城域网面临巨大的扩容需求
Gbit光纤宽带接入和100M宽带接入灵活选择	10G-PON或XG-PON等新技术的应用；通信网络需要承载更多的流量
高速率移动宽带网建设	推动5G移动通信技术的商用进程的加快；通信网络需要承载更多的流量
数据中心数量快速增加	流量增长使数据中心内部互联需要高的带宽和新技术；数据中心数量的增加使得数据中心互联需求增加

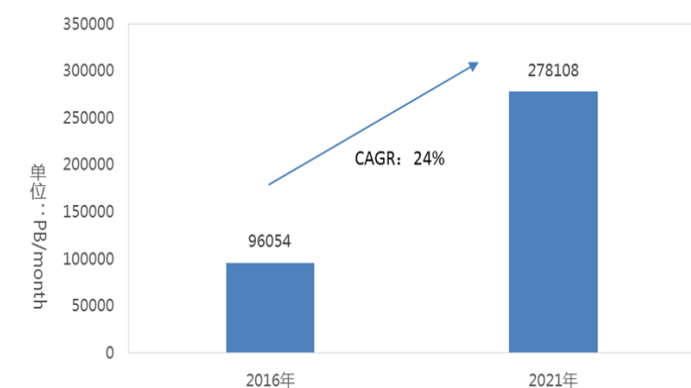
资料来源：华金证券研究所

（二）流量增长：城域网和数据中心扩容势在必行

1、未来五年全球数据流量将保持 24%的年均复合增速，视频流量占比将提升到 57%

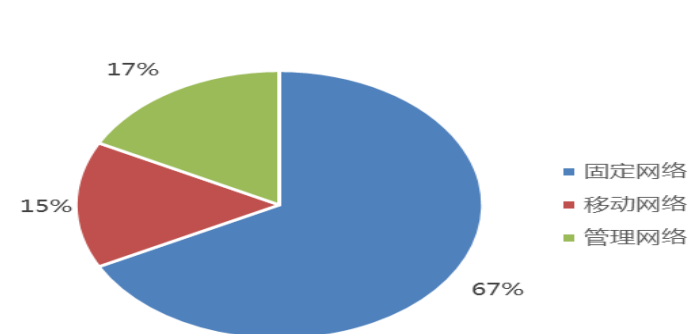
根据 CISCO 数据，2016 年全球数据流量已达 96054PB/month，未来五年将保持 24%的年均复合增速，视频、虚拟现实等重要应用流量增长快速，其中视频流量未来五年年复合增速超过 30%，至 2021 年占比将提升到 57%。

图 20：2016 年-2021 年全球数据流量变化情况



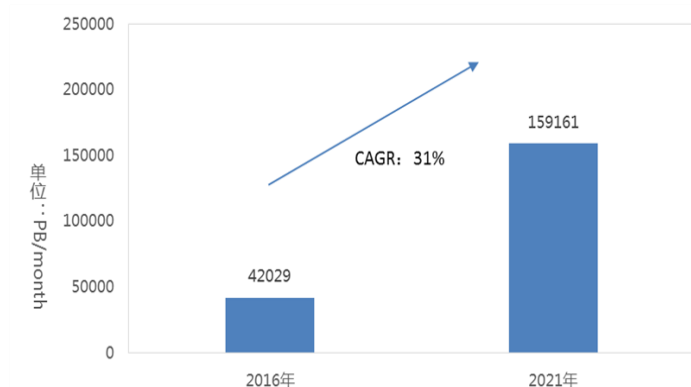
资料来源：Cisco，华金证券研究所

图 21：2021 年全球数据流量结构



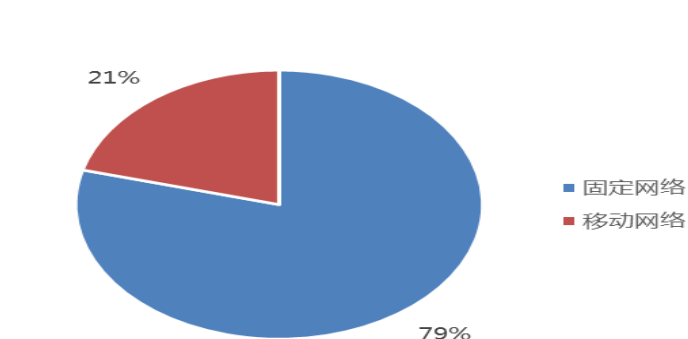
资料来源：Cisco，华金证券研究所

图 22：2016 年-2021 年全球视频流量变化情况



资料来源：Cisco，华金证券研究所

图 23：2021 年全球视频流量结构



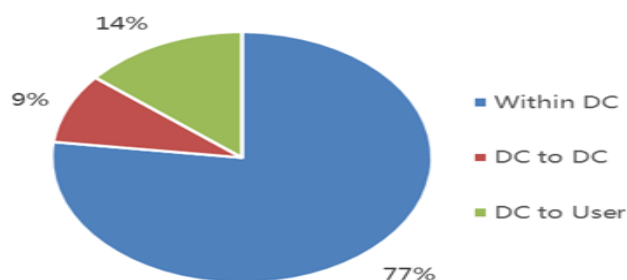
资料来源：Cisco，华金证券研究所

2、2020 年数据中心内互联流量占比将达 77%，超大规模数据中心占比达 53%

从数据流量类型看，到 2020 年，77% 的流量来自数据中心内部，年复合增长率为 26.8%；9% 的流量来自数据中心之间，CAGR 为 31.9%，有 14% 的数据流量产生于数据中心到用户之间的互联，CAGR 为 24%。

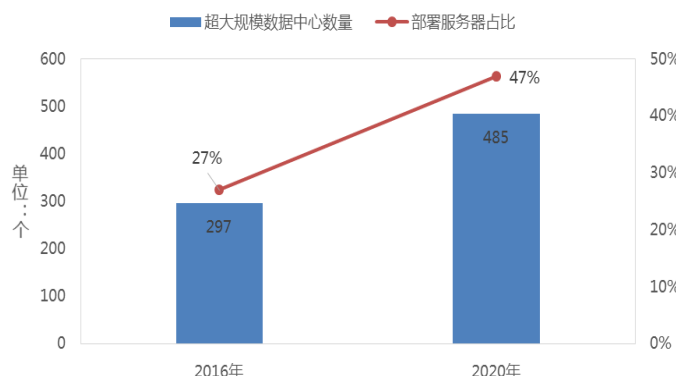
超大规模数据中心到 2020 年有望达到 485 个，其部署的服务器数量比重将达 47%。超大规模数据中心流量占数据中心内总流量比例将持续上升，到 2020 年占所有数据中心内部总流量比例将从当前 34% 上升至 53%。

图 24：数据流量类型分布



资料来源：Cisco，华金证券研究所

图 25：超大型数据中心数量及部署服务器占比

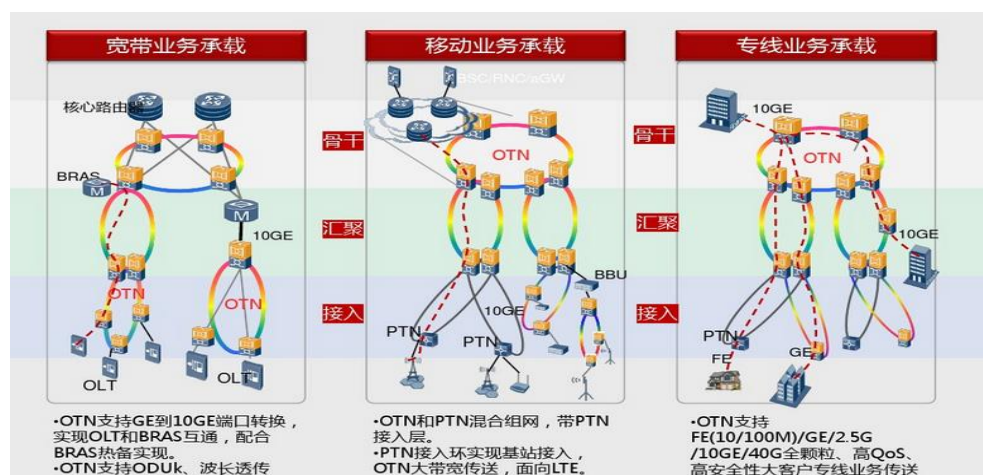


资料来源：Cisco，华金证券研究所

2、城域网亟需扩容，OTN 向接入层下沉趋势明显

数据流量的快速增长首先将使得各级网络业务负载大幅提升，城域网亟需扩容升级，并将促进 OTN 网络向接入层下沉。

图 26：流量增长要求城域网扩容及 OTN 下沉

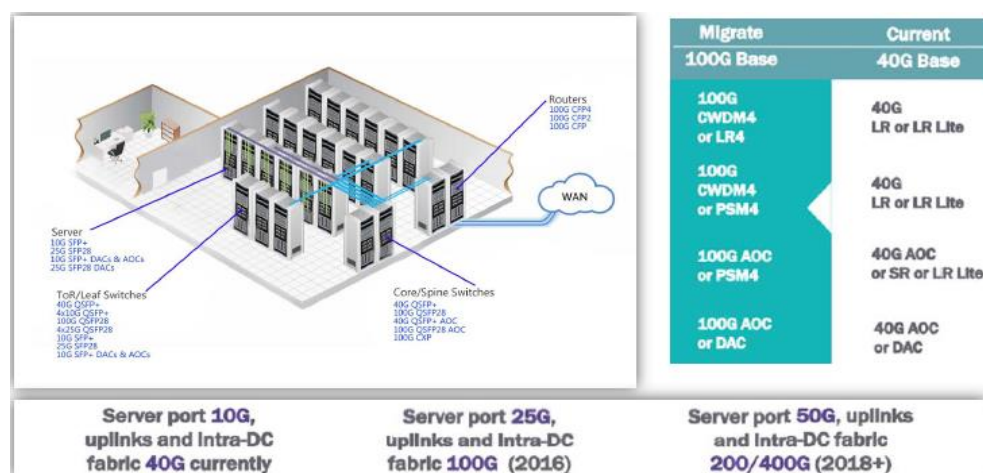


资料来源：huawei，华金证券研究所

3、数据中心内部架构由 10/40G 向 25/100G 升级

数据中心内部流量的快速增长使得数据中心内部架构由 10/40G 向 25/100G 升级,对高速光模块的需求在不断提升。

图 27：数据中心内部架构升级示意图

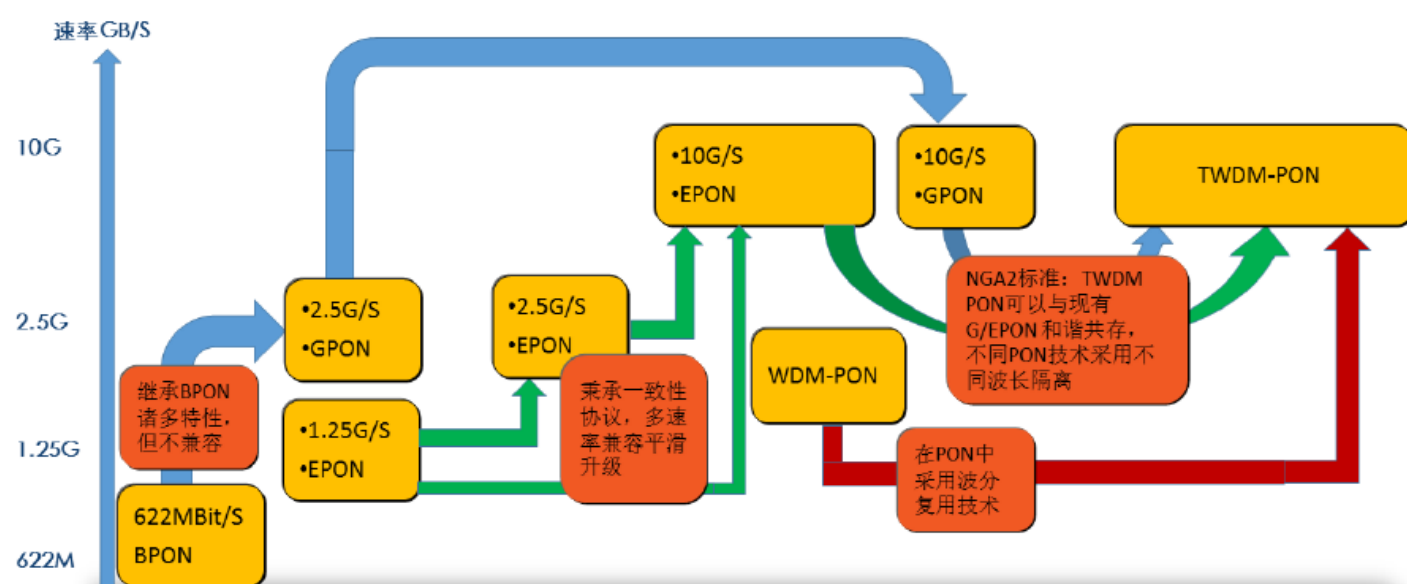


资料来源：ICSSZ，华金证券研究所

（三）技术演进：10G-PON 和 5G 塑造行业增长新引擎

1、10G-PON 的商用进程已悄然开启，预计将带来 200 亿的市场规模

图 28：PON 网络技术演进



资料来源：C114, 华金证券研究所

2017 年 3 月，中国电信启动了 2017 年 PON 设备产品集中招标工作。本次招标中国电信分 GPON 设备、10GEPON 设备和 XG-PON 设备三个标包。其中 GPON 设备预估采购数量为 OLT 端口约 60 万、ONU（含 MDU/MTU/SBU）宽窄带端口约 20 万；10GE-PON 设备预估采购量为 OLT 端口约 45 万、ONU（含 MDU/MTU/SBU）宽窄带端口约 20 万；XG-PON 设备标包预估采购量为 OLT 端口约 4 万、ONU（含 MDU）宽窄带端口约 5 万。

表 2：中国电信 2017 年 PON 设备集采情况

序号	设备名称	OLT 端口数量 (万)	ONU 端口数量 (万)
1	GPON	60	20
2	10G-EPON (高速)	45	20
3	XG-PON (高速)	4	5

资料来源：C114，华金证券研究所

对比 2015 年和 2016 年招标情况，我们发现 2017 年 10G 速率的高速 OLT 端口开始占据主流，意味着 10G 接入网建设进入加速时代。

2016 年，中国电信采购的 10G 高速率 OLT 端口约 10 万个；2015 年，中国电信采购的 10G 高速率 OLT 端口约 4 万个；而 2017 年中国电信采购的 10G 高速率 OLT 端口达到了 49 万个。

根据设备采购量以及我们草根调研获得的单价数据，2017 年采购金额约 32 亿元，其中高速 OLT 端口采购金额约 24 亿元；2016 年采购金额约 31 亿元，其中高速 OLT 端口采购金额约 5.4 亿元；2015 年采购金额约 29 亿元，其中高速 OLT 端口采购金额约 2.5 亿元。高速率 OLT 端口采购金额的年化增长率达到了 213%。

我们以 4 个亿用户规模和 50% 的 10G-PON 渗透率估算，相比目前仍有 6 倍左右的上升空间，到 18 年存在约 200 亿的市场规模。

表 3：中国电信 2016 年 PON 设备集采情况

序号	设备名称	OLT 端口数量 (万)	ONU 端口数量 (万)
1	EPON	10	120
2	GPON	70	120
3	10G-EPON (高速)	10	120

资料来源：C114，华金证券研究所

表 4：中国电信 2015 年 PON 设备集采情况

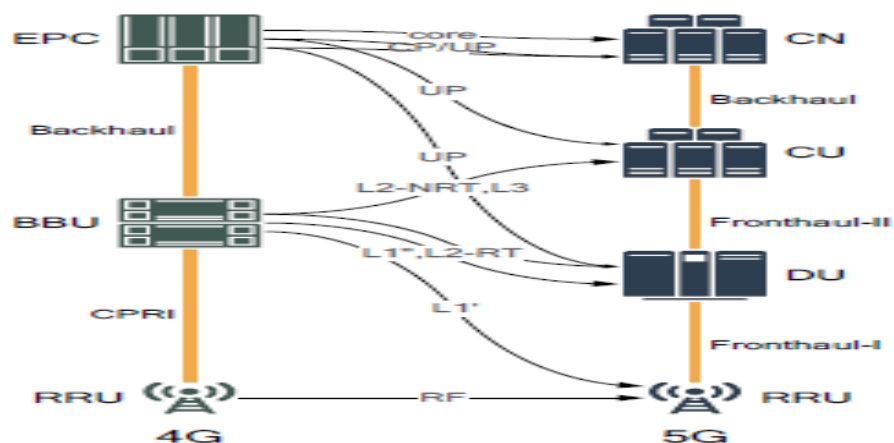
序号	设备名称	OLT 端口数量 (万)	ONU 端口数量 (万)
1	EPON	22	119
2	GPON	71	134
3	10G-EPON (高速)	4	104

资料来源：C114，华金证券研究所

2、5G 移动通信技术的商用将为高速光模块市场带来新的增长动力

5G 对端到端时延的高要求下，5G 基站到天线的路径相比 4G 时代将新增加前传网络，对光模块提出新需求。5G 时代基站将大规模增加，将带来光模块的增量市场，尤其在 RRU 至天线间存在对 100G 光模块的需求，RRU 至 DU 之间的前传网络二级对 25G 光模块存在需求，对高速光模块需求拉动较大。

图 29：4G 向 5G 网络将带动对光模块需求的需求增长



资料来源：ChinamobileLab，华金证券研究所

（四）光模块、光纤光缆与光通信设备需求将保持增长态势

1、全球光模块出货量将保持 56%增速，>100G 产品需求持续走高

根据 OVUM 发布大数据显示，未来 6 年全球光模块市场出货量将保持 56%的年均复合增长率，其中 100G 是未来三年的主要需求，今明两年仍供不应求，到 2019 年将达到顶峰；200G 光模块预计 2019 年开始批量出货，400GbE 预计 2021 年开始批量出货。

2、光棒产能仍供不应求，2017 年光纤光缆市场将增长 40%

2016 年 9 月，中国移动率先启动了 2016 年度普通光缆产品集采，采购规模约为 0.61 亿芯公里。其中，2016 年 11 月至 2017 年 2 月预计采购规模约 0.31 亿芯公里；2016 年 3 月至 2017 年 5 月预计采购规模约为 0.3 亿芯公里，招标内容为光缆中的光纤生产及成缆部分加工，此次采购需求满足期为 2016 年 11 月至 2017 年 5 月底。价格方面，据 C114 报道，中国移动此次招标执行的是光缆价格，价格在 115-125 元 / 芯公里，各厂商按份额执行各自的中标价，对应的光纤价格在 65-70 元 / 芯公里。

中国电信于 2016 年 12 月 26 日发布了 2016 年光纤集中采购项目公告，招标产品为 G.652D 光纤，需求数量为 3500 万芯公里，为电信半年用量。价格方面，此次招标设置最高投标限价为 60 元 / 芯公里。

2017 年 3 月 30 日，中国联通发布 2017 - 2018 年光缆集采项目，包括普通光缆和带状光缆两类产品，总采购规模达 5830 万芯公里，其中第一阶梯采购规模约为 4296 万芯公里，第二阶梯采购规模约为 1534 万芯公里。价格方面，第一阶梯标包一普通光缆光纤限价为 62 元 / 芯公里（含税），加工费用限价为 1357 元 / 皮长公里（含税）；标包二带状光缆光纤限价 62 元 / 芯公里（含税），加工费用限价 7585 元 / 皮长公里（含税）。

从运营商 2016-2017 年光纤光缆集采情况看，不论是规模，还是价格，都得到了同步提升，这给光纤光缆厂商带来了积极的发展信号。根据莫尼塔数据及我们产业调研结果，光棒产能不足使市场仍处于供不应求状态，2016 年国内光线需求量约为 2.5 亿芯公里，2017 年有望提升 20%，同时价格也有望提升 20% 左右，预计 2017 年光纤市场增速预计将超过 40%。

3、光网络设备需求呈稳定增长态势

全球和中国 PON 以及 OTN 市场仍将保持稳定增速，Ovum 数据显示全球和中国 PON 以及 OTN 市场仍将保持稳定增速，至 2019 年，全球 PON 市场规模可达 64.57 亿美元，年复合增长率为 4.4%，届时我国 PON 市场规模约为 37.89 亿美元，年复合增长率为 3.5%。

三、安全事件与国家政策双轮驱动，信息安全市场有望迎来新增长

（一）“WannaCry”利用网络漏洞席卷全球，网络安全引关注

北京时间 2017 年 5 月 12 日，全球近 100 个国家数万台电脑受到勒索软件“WannaCry”攻击，勒索病毒结合蠕虫的方式进行传播，即使机关内网也难逃感染。不法分子利用了 NSA 网络武器库中被泄露的 MS17-010 漏洞，该漏洞利用 Windows 445 端口的 SMB 服务进行攻击，属于高危级别（远程溢出漏洞）。虽然微软已经推出相关修复补丁（MS17-101），但仍有大量主机特别是内网主机并未完成补丁升级，造成了这些新型蠕虫勒索病毒的不断扩散。据央视新闻消息，截至 5 月 13 日晚 8 点，我国共 39730 家机构被感染，感染该病毒后，不到十秒，电脑里所有文件全被加密无法打开，只有按弹窗提示交赎金才能解密。

本次事件在全球范围内引起各方对网络安全漏洞、数据安全的关注，事实上，近年来安全威胁事件层出不穷。根据 CNNVD 公布数据，危害程度较高的危急和高危漏洞呈现缓慢上升的趋势，2015 年数量超过 2000 个，占漏洞总量的 30.82%，比 2014 年增加近 300 个，占比增加 9.62%。国家互联网应急中心（CNCERT）于 2016 年 4 月 21 日发布的《2015 年我国互联网网络安全态势综述》则显示：2015 年针对我国域名系统的 DDoS 攻击流量进一步增大多个重要域名遭受 DDoS 攻击峰值流量达 8-10Gbit/s。

表 5：2016 年全球重大信息安全事件

序号	事件概况
1	俄罗斯央行遭黑客攻击 3100 万美元不翼而飞
2	德国 90 万家庭断网 遭黑客蓄意入侵
3	旧金山地铁被勒索软件攻击 乘客免费乘坐地铁
4	美国遭史上最大规模 DDoS 攻击、东海岸网站集体瘫痪
5	希拉里邮件门事件
6	雅虎曝史上最大规模信息泄露 5 亿用户资料被窃
7	美国国家安全局陷入斯诺登之后最大泄密风波
8	全球银行业使用的恐怖嫌疑人数据库被泄露
9	德国核电站检测出恶意程序被迫关闭
10	SWIFT 黑客事件爆发 多家银行损失巨款

资料来源：安全客，华金证券研究所

（二）网络安全法全面实施，市场潜力有望进一步释放

面对严峻的网络安全威胁形势，我国信息安全工作也在快速发展，国家对信息安全重视程度达到前所未有的高度。2016 年 11 月 7 日，《中华人民共和国网络安全法》正式公布，已于 2017 年 6 月 1 日起施行。相信随着《网络安全法》的施行，相关工作也将进入有法可依、强制执行的阶段。同时，也将催生一个不断扩大的网络安全市场空间，产业投入和建设也将步入持续稳定的发展轨道。

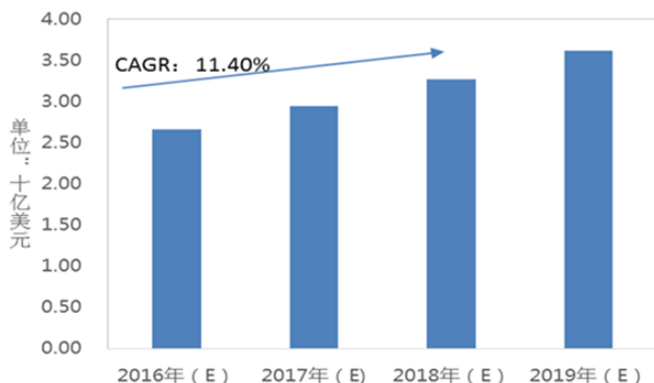
表 6：我国信息安全相关政策、法规

时间	事件
2000 年	十五届五中全会将“强化信息网络的安全保障体系”作为信息基础设施建设的一部分
2003 年	《国家信息化领导小组关于加强信息安全保障工作的意见》（中办发[2003]27 号）发布，对信息安全保障工作进行了全面部署，并提出“推进信息安全产业发展”
2004 年	十六届四中全会，把信息安全与政治安全、经济安全和文化安全提到同等高度
2006 年	《2006-2020 年国家信息化发展战略》发布，将建设国家信息安全保障体系作为战略重点，并明确“促进我国信息安全技术和产业自主发展”
2011 年	《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》（国发[2011]4 号），明确提出“完善网络环境下消费者隐私及企业秘密保护制度，逐步在各级政府机关和事业单位推广复合安全要求的产品”
2012 年	《国务院关于大力推进信息化发展和切实保障信息安全的若干意见》（国发[2012]23 号），将信息安全提到与信息化发展同等重要的地位
2013 年	十八大三中全会成立国家安全委员会
2014 年	中央网络安全和信息化领导小组成立
2014 年	国家能源局印发《电力网络与信息安全管理办法》
2014 年	银监会等四部委联合发布《关于应用安全可控信息技术加强银行业网络安全和信息化建设的指导意见》（银监会[2014]39 号文）
2014 年	中央军委印发《进一步加强军队信息安全工作的意见》
2015 年	《国家安全法》通过
2015 年	《中华人民共和国网络安全法（草案）》公开征集意见
2015 年	《中华人民共和国刑法修正案（九）》，规定对网络提供者不履行法律、行政法规规定的新希望了安全管理义务的处罚措施

资料来源：公开资料，华金证券研究所

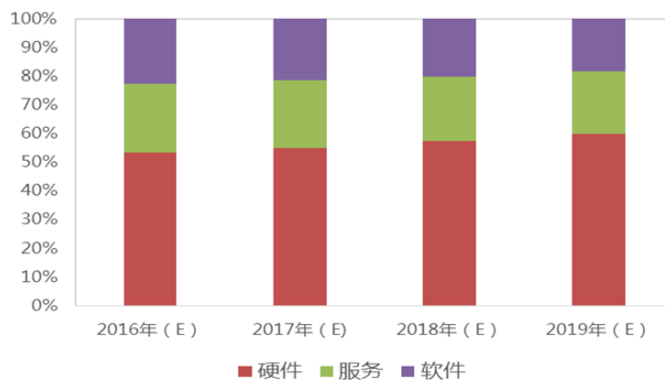
据 Technavio 数据估计，2016 年中国信息安全市场规模达到 26.6 亿美元，预计在 2019 年能达到 36.2 亿美元。

图 30：2016 年-2019 年中国信息安全市场规模预测



资料来源：Technavio，华金证券研究所

图 31：2016 年-2019 年中国信息安全产业结构预测



资料来源：Technavio，华金证券研究所

四、公司定增获批，ICT 业务布局打造业绩增长新引擎

在 ICT 融合趋势下,公司业务结构由传统光通信为主,向以云计算和大数据为基础面向各行业全面信息化业务转型。公司 2016 年非公开发行预案拟募集资金总额不超过人民币 180200 万元,投入融合型高速网络系统设备产业化项目、特种光纤产业化项目、海洋通信系统产业化项目、云计算和大数据项目以及营销网络体系升级项目,深入 ICT 布局。

表 7：2016 年公司非公开发行预案募投项目

项目	项目投资总额 (万元)
1 融合型高速网络系统设备产业化项目	51634
2 特种光纤产业化项目	24672
3 海洋通信系统产业化项目	37029
4 云计算和大数据项目	41311
5 营销网络体系升级项目	25554
总计	180200

资料来源：公司公告，华金证券研究所

在强化“网”方面，公司加大发展超高速率、超大容量、超长距离、超高集成度的绿色、云网一体光网络、软件定义的网络（SDN/NFV）、网络操作系统（FOS）、核心高端路由器、网络核心芯片、硅光集成、超低损耗大有效面积光纤、智能 ODN 等，将陆地光通信技术和产品延伸到海洋通信、海洋网络领域，形成海陆一体化信息网络。对于网络的研究，从光通信网络延伸到与第五代移动通信网络、新一代 IPV6 互联网、物联网的结合。

从“网”向上延伸到“云”，发展云数据中心、云操作系统（FitOS），拓展大数据分析在政府、企业、民生中的应用。从“网”向下延伸到“端”，从现有的固定终端向 OTT/云终端、从家庭终端向企业终端和个人终端、从通信终端向物联网终端，以及运行于各种终端的服务于企业和大众的 APP 方面发展，并构建智慧家庭产业生态链。

在新业务方面，一是从传统的电信设备制造商，发展为电信全网解决方案的提供者，开发和销售电信网络整体解决方案、IP 城域网解决方案、云网一体化解决方案、光网 SDN 整体解决方案；二是把握“互联网+”、智慧城市建设的契机，研究开发互联网+先进工业、互联网+现代农

业、互联网+现代服务业、智慧政务、智慧民生、智慧企业等领域的产品和解决方案，争做智慧城市领域的顶层规划和标准的引领者、智慧城市全面解决方案的实践者、智慧城市建设创新模式的探路者；三是尝试安全可信全国产软硬件协同创新工程，为国家“自主安全可控”贡献力量。

报告期内，公司联手 Super Micro Computer, B.V 成立超微公司，进军高端服务器、存储系统产业领域，满足以 SDN/NVF 为主要技术特点的未来网络架构需要，加快实现“云、网、端”战略转型进程。同时，公司加大投入云计算和 IT 产品研发，积极布局智慧城市和云应用，向包括基于各个不同行业的软件应用、大数据平台、移动信息化、网络安全等信息领域拓展。2016 年，公司深入挖掘广电、电力等行业市场，突破国家电网两条干线；成功中标苏州地铁、长沙地铁等重大项目，奠定轨道交通通信领域国内前二的地位。

五、未来 3 年净利润 CAGR 约 40%，维持买入-A 评级

在政策驱动以及流量增长的驱动下，我们认为公司通信系统各类细分产品的市场份额持续提升的状态可以继续保持；2017 年光纤光缆市场的高增长，也有望为公司光纤光缆业务的增长带来强劲的动力；在安全事件与国家政策双轮驱动，国内信息安全市场有望迎来新增长，公司旗下的烽火星空公司作为信息安全业务领域的主要服务供应商之一，也将分享行业发展带来的红利。

我们预测，2017 年-2019 年公司：收入分别为 225.9 亿元、282.9 亿元和 352.3 亿元；综合毛利率分别为 22.94%、22.19%和 21.96%；毛利分别为 51.8 亿元、62.8 亿元和 77.4 亿元。

表 8：公司分项业务收入和毛利情况汇总

		2017 年 E	2018 年 E	2019 年 E
收入（万元）	通信系统	1431297.05	1775906.48	2178462.79
	光纤光缆及电缆	565472.76	712674.16	893193.47
	数据网络产品	233309.50	308037.19	415850.20
	其他	29158.06	32073.87	35281.26
毛利率	通信系统	22.0%	21.4%	20.9%
	光纤光缆及电缆	16.5%	15.1%	14.9%
	数据网络产品	43.9%	43.1%	42.4%
	其他	25.9%	25.6%	25.4%
毛利（万元）	通信系统	315123.90	379432.29	455460.09
	光纤光缆及电缆	93076.82	107328.73	133175.15
	数据网络产品	102460.28	132674.80	176171.53
	其他	7554.36	8226.70	8958.87
总收入（万元）		2259237.37	2828691.69	3522787.72
总毛利（万元）		518215.35	627662.51	773765.64
综合毛利率		22.94%	22.19%	21.96%

资料来源：Wind，华金证券研究所

（一）主要业务收入预测

1、通信系统业务

公司在运营商市场份额领先，各年市场份额处于不断上升过程，2016 年以来相继中标三大运营商采集项目。从行业发展趋势来看，整体光通信市场发展保持持续景气。我们认为，通信系统设备收入将随着国内光网络设备扩容、千兆接入网的应用以及公司海外业务的拓展保持快速增长。

我们预测 2017 年-2019 年公司通信系统业务收入为 143.13 亿元、177.59 亿元和 217.85 亿元，毛利率估计约为 22%、21.4%、20.9%。

2、光纤光缆及电缆业务

从运营商 2016-2017 年光纤光缆集采情况看，不论是规模，还是价格，都得到了同步提升，这给光纤光缆厂商带来了积极的发展信号。根据莫尼塔数据及我们产业调研结果，2016 年国内光线需求量约为 2.5 亿芯公里，2017 年有望提升 20%，同时价格也有望提升 20%左右，预计 2017 年光纤市场增速预计将超过 40%。

因此，我们认为公司光纤光缆及电缆业务有望保持稳健的增长速度，我们预测 2017-2019 年实现收入为 56.5 亿元、71.3 亿元和 89.3 亿元，毛利率分别为 16.5%、15.1%和 14.9%。

3、数据网络业务

随着定增获批，公司 ICT 业务战略也将快速推进，为公司数据网络业务增长提供新动力；此外，在安全事件与国家政策双轮驱动，国内信息安全市场有望迎来新增长，公司旗下的烽火星空公司作为信息安全业务领域的主要服务供应商之一，也将分享行业发展带来的红利。

表 9：数据网络业务细分业务收入预测

	2017 年 E	2018 年 E	2019 年 E
信息安全业务（烽火星空）（单位：亿元）	13.5	18.1	24.4
其他数据网络业务（单位：亿元）	9.8	12.7	17.2
合计	23.3	30.8	41.6

资料来源：Wind，华金证券研究所

我们预测 2017-2019 年实现收入为 23.3 亿元、30.8 亿元和 41.6 亿元，毛利率分别为 43.9%、43.1%和 42.4%。

（二）对比同行业公司，给予 2017 年 31 倍 PE

对比同行业公司估值水平，公司 PE 明显低于平均水平。考虑风险与安全边际后，给予公司 2017 年 31 倍 PE。

表 10：可比公司估值对比

		市值(亿元)	收盘价（元）	EPS		PE	
				2017 年	2018 年	2017 年	2018 年
002281.SZ	光迅科技	136	21.64	0.60	0.76	36	28
600522.SH	中天科技	354	11.54	0.49	0.60	23	19
600487.SH	亨通光电	316	25.44	1.56	1.94	16	13
300394.SZ	天孚通信	47	25.35	0.73	0.89	35	28
300502.SZ	新易盛	57	24.37	0.58	0.71	42	34
300565.SZ	科信技术	36	22.27	0.50	0.61	45	37
300570.SZ	太辰光	51	39.83	0.95	1.16	42	34
300548.SZ	博创科技	40	48.03	1.01	1.45	47	33
000063.SZ	中兴通讯	930	23.55	1.00	1.06	24	22
行业平均水平				0.82	1.02	35	28
600498.SH	烽火通信	256	24.48	1.05	1.38	23	18

资料来源：Wind，截止 6 月 23 日收盘价，华金证券研究所

（三）未来 3 年净利润 CAGR 约 40%，维持买入-A 评级

销售费用：我们认为公司的销售体系已经基本成熟，未来 3 年，销售费用将随着公司业务收入的增长保持稳定的增长，2017 年-2019 年的销售费用预测值分别为：14.9 亿元、16.6 亿元和 18.3 亿元。

管理费用：根据公司年报数据显示，过去 3 年公司的员工数目随着公司收入增长保持 10%-20% 之间的增速，我们认为未来 3 年，管理费用将随着公司业务收入的增长保持稳定的增长，2017 年-2019 年的管理费用预测值分别为：22.5 亿元、25.4 亿元和 28.4 亿元。

资产减值损失：根据公司年报数据显示，过去 3 年公司的存货一直保持上升趋势。因此，我们认为未来 3 年，公司存货依然会随着公司业务收入的增长，2017 年-2019 年的资产减值损失预测值分别为：3 亿元、3.5 亿元和 4 亿元。

我们预测，公司 2017 年-2019 年净利润分别约为 10.9 亿元、14.3 亿元和 21.5 亿元，年均复合增速约 40%；EPS 分别为 1.05 元、1.38 元和 2.06 元。6 个月目标价 32.55 元，维持买入-A 评级。

六、风险提示

- 1、政府部门对于信息安全预算支出增长不及预期会使得公司的信息安全业务收入增长不及预期；
- 2、运营商传输网资本开支执行不及预期会使得公司通信系统和光纤光缆业务增长不及预期；
- 3、海外运营商资本开支不及预期也会使得公司通信系统增长不及预期；
- 4、公司存货超预期会使得资产减值损失超预期，从而存在净利润增长不及预期的风险；
- 5、证券市场的系统性风险。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	13,489.6	17,361.1	22,592.4	28,286.9	35,227.9	年增长率					
减:营业成本	9,909.1	13,143.8	17,410.2	22,010.3	27,490.2	营业收入增长率	25.8%	28.7%	30.1%	25.2%	24.5%
营业税费	63.8	69.0	101.5	124.4	151.0	营业利润增长率	13.1%	14.1%	59.5%	47.5%	55.0%
销售费用	1,134.1	1,327.8	1,491.0	1,660.4	1,831.8	净利润增长率	21.7%	15.7%	44.0%	31.5%	49.4%
管理费用	1,651.2	1,916.8	2,248.1	2,539.4	2,839.4	EBITDA 增长率	31.3%	19.4%	42.8%	43.2%	46.6%
财务费用	73.6	101.3	126.2	221.4	341.5	EBIT 增长率	34.3%	17.0%	54.5%	50.7%	54.9%
资产减值损失	182.3	259.6	300.0	350.0	400.0	NOPLAT 增长率	30.6%	15.7%	56.4%	48.3%	54.9%
加:公允价值变动收益	1.9	-	0.6	-0.4	0.1	投资资本增长率	12.6%	22.3%	25.1%	18.2%	19.3%
投资和汇兑收益	61.2	72.0	64.4	65.9	67.4	净资产增长率	9.3%	2.5%	8.2%	10.1%	13.7%
营业利润	538.7	614.9	980.4	1,446.5	2,241.4						
加:营业外净收支	226.8	254.6	265.7	219.0	246.4	盈利能力					
利润总额	765.5	869.4	1,246.1	1,665.5	2,487.8	毛利率	26.5%	24.3%	22.9%	22.2%	22.0%
减:所得税	58.2	74.8	93.5	149.9	223.9	营业利润率	4.0%	3.5%	4.3%	5.1%	6.4%
净利润	657.4	760.4	1,095.0	1,439.8	2,150.7	净利润率	4.9%	4.4%	4.8%	5.1%	6.1%
						EBITDA/营业收入	6.2%	5.8%	6.3%	7.2%	8.5%
						EBIT/营业收入	4.5%	4.1%	4.9%	5.9%	7.3%
						偿债能力					
						资产负债率	59.4%	67.3%	70.0%	71.5%	72.9%
						负债权益比	146.1%	206.1%	233.3%	251.1%	268.8%
						流动比率	1.46	1.29	1.29	1.32	1.33
						速动比率	0.80	0.67	0.64	0.67	0.68
						利息保障倍数	8.32	7.07	8.77	7.53	7.56
						营运能力					
						固定资产周转天数	37	40	40	34	27
						流动营业资本周转天数	58	47	46	52	57
						流动资产周转天数	393	380	359	343	333
						应收帐款周转天数	95	88	89	86	83
						存货周转天数	159	179	178	170	164
						总资产周转天数	461	450	422	394	373
						投资资本周转天数	112	102	98	94	90
						费用率					
						销售费用率	8.4%	7.6%	6.6%	5.9%	5.2%
						管理费用率	12.2%	11.0%	10.0%	9.0%	8.1%
						财务费用率	0.5%	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%
						三费/营业收入	21.2%	19.3%	17.1%	15.6%	14.2%
						投资回报率					
						ROE	9.6%	10.4%	13.9%	16.6%	21.8%
						ROA	3.7%	3.3%	4.0%	4.6%	5.7%
						ROIC	14.3%	14.7%	18.8%	22.3%	29.2%
						分红指标					
						DPS(元)	0.34	0.34	0.47	0.62	0.93
						分红比率	54.1%	46.8%	45.0%	45.0%	45.0%
						股息收益率	1.3%	1.3%	1.8%	2.4%	3.6%
资产负债表						业绩和估值指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	4,183.0	3,548.6	4,518.5	5,657.4	7,045.6	EPS(元)	0.63	0.73	1.05	1.38	2.06
交易性金融资产	0.0	-	0.0	0.0	0.0	BVPS(元)	6.56	6.96	7.52	8.28	9.41
应收帐款	3,559.3	4,896.2	6,240.7	7,348.8	8,821.6	PE(X)	41.1	35.6	24.7	18.8	12.6
应收票据	469.3	390.1	503.5	662.4	867.5	PB(X)	3.9	3.7	3.4	3.1	2.7
预付帐款	609.8	607.9	669.8	726.5	841.7	P/FCF	234.2	227.3	21.5	15.7	12.0
存货	7,384.1	9,901.9	12,406.4	14,386.5	17,658.9	P/S	2.0	1.6	1.2	1.0	0.8
其他流动资产	51.3	1,045.2	366.9	487.8	633.3	EV/EBITDA	29.3	25.1	18.1	12.9	8.9
可供出售金融资产	48.7	49.7	47.3	48.5	48.5	CAGR(%)	28.9%	41.8%	22.3%	28.9%	41.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	PEG	1.4	0.9	1.1	0.6	0.3
长期股权投资	361.8	463.9	463.9	463.9	463.9	ROIC/WACC	1.4	1.4	1.8	2.2	2.9
投资性房地产	155.7	147.2	137.2	127.2	117.2						
固定资产	1,489.1	2,397.0	2,678.5	2,708.9	2,575.1						
在建工程	425.4	194.1	58.8	13.9	-						
无形资产	191.4	336.2	365.0	377.3	373.4						
其他非流动资产	149.5	344.3	199.1	226.2	245.8						
资产总额	19,078.6	24,322.5	28,655.7	33,235.3	39,692.5						
短期债务	1,099.7	1,228.6	1,935.1	3,024.1	4,293.0						
应付帐款	3,497.6	4,419.9	5,522.3	6,433.0	7,616.9						
应付票据	3,370.9	4,052.3	4,672.4	5,064.1	6,007.6						
其他流动负债	3,149.1	6,062.3	6,970.2	7,596.3	8,987.2						
长期借款	-	350.0	748.6	1,424.8	1,792.5						
其他非流动负债	208.8	262.5	210.3	227.2	233.3						
负债总额	11,326.1	16,375.7	20,058.8	23,769.5	28,930.6						
少数股东权益	893.9	667.1	724.8	800.5	913.7						
股本	1,046.9	1,046.3	1,046.3	1,046.3	1,046.3						
留存收益	5,812.9	6,226.0	6,825.9	7,619.0	8,801.9						
股东权益	7,752.4	7,946.8	8,596.9	9,465.8	10,761.9						
现金流量表											
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E						
净利润	707.2	794.6	1,095.0	1,439.8	2,150.7						
加:折旧和摊销	234.5	293.0	325.1	382.2	421.6						
资产减值准备	182.3	259.6	-	-	-						
公允价值变动损失	-1.9	-	0.6	-0.4	0.1						
财务费用	147.3	76.7	126.2	221.4	341.5						
投资损失	-61.2	-72.0	-64.4	-65.9	-67.4						
少数股东损益	49.9	34.2	57.6	75.8	113.2						
营运资金的变动	-751.1	-1,058.1	-944.2	-1,284.8	-1,746.7						
经营活动产生现金流量	815.0	347.8	595.9	768.1	1,213.0						
投资活动产生现金流量	-924.0	-837.1	-423.2	-305.4	-192.5						
融资活动产生现金流量	115.0	-183.5	797.1	676.2	367.8						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

朱琨、谭志勇声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn