

恒为科技 (603496)

证券研究报告

2019 年 12 月 06 日

报表拐点来临，5G 边缘侧需求有望打开长期空间

产品研发驱动，公司质地较佳，过去五年收入复合增速超 20% 内容

公司产品主要涉及网络可视化前端业务，下游客户为运营商和政府。公司专注于网络可视化十余年，三位创始人均毕业于上海交通大学，以产品研发前瞻性在业内著称。近五年营业收入复合增长率 22.4%，归母净利润复合增长率 26.6%。2018 年实现营业收入 4.31 亿元，同比增长 38.18%。

网络可视化投资属于刚需，我们预计 2020 年报表有望显著改善内容

公司 2019 年三季报显示，营业收入下降 1.31%。我们判断，这主要与客户预算短期结构变化，19 年采购方式调整导致订单时间整体推迟有关。但是网络可视化投资属于刚需，投资量主要跟随流量变化而增长。我们将公司网络可视化业务收入增长与中国宽带速率进行回归分析，拟合效果良好。基于此，我们预计订单于 2020 年追回是大概率事件。

长期看，不仅仅是扩容，5G 边缘侧需求有望打开新成长空间

我们判断，5G 全国骨干网有望于 2020 年下半年到 2021 年启动向 400G 扩容，网络可视化有望同步配置，受益于 5G 骨干网升级的建设。根据我们测算，扩容空间在 3~5 倍。而不仅仅是扩容，5G 重要变化在于计算与通信需求的下沉，我们认为网络可视化在 5G 边缘侧的网络优化、网络监管中将扮演重要角色。

投资建议

短期拐点来临，长期 5G 流量带来网络可视化新机遇，基于此我们看好公司的长期发展。预计 2019-2021 年公司实现营业收入 4.4/6.29/8.8 亿元，净利润 1.06/1.54/2.07 亿元，首次覆盖目标价 27.36 元，给予“增持”评级。

风险提示：公司订单回补不及预期的风险；研发进度不及预期的风险；5G 落地后行业发展不及预期的风险。

投资评级

行业	计算机/计算机设备
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	21.75 元
目标价格	27.36 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	202.67
流通 A 股股本(百万股)	109.23
A 股总市值(百万元)	4,407.99
流通 A 股市值(百万元)	2,375.72
每股净资产(元)	4.01
资产负债率(%)	17.37
一年内最高/最低(元)	39.97/16.60

作者

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

唐海清 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517030002
tanghaiqing@tfzq.com

缪欣君 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080003
miaoxinjun@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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	312.21	431.40	440.03	629.24	880.93
增长率(%)	26.02	38.18	2.00	43.00	40.00
EBITDA(百万元)	123.31	173.51	112.95	167.96	231.47
净利润(百万元)	75.24	105.17	106.11	154.07	207.40
增长率(%)	21.31	39.78	0.90	45.20	34.61
EPS(元/股)	0.37	0.52	0.52	0.76	1.02
市盈率(P/E)	58.59	41.91	41.54	28.61	21.25
市净率(P/B)	6.73	5.87	4.74	4.23	3.68
市销率(P/S)	14.12	10.22	10.02	7.01	5.00
EV/EBITDA	26.37	18.40	34.27	25.37	17.34

资料来源：wind，天风证券研究所



请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

内容目录

1. 质地：两位创始人上海交大背景，二次创业打造网络可视化领军	3
2. 拐点：网络可视化属刚需，2020 年报表有望显著改善	4
3. 长期：不仅仅是扩容，5G 边缘侧需求有望打开成长空间	7
4. 盈利预测与估值：5G 落地带动行业，公司营收利润 2020-2021 年有望实现超 40%复合增速	10

图表目录

图 1：管理层履历表	3
图 2：公司重视研发投入，研发费用保持高增	3
图 3：公司研发费用/净利润处于较高水准	3
图 4：公司 2014-2018 年营收、归母净利变动及增速	4
图 5：网络可视化产业链条	5
图 6：恒为科技前端分流设备应用方案	5
图 7：恒为科技部分前端产品展示	5
图 8：我国近年固定宽带速率呈现指数型增长	6
图 9：恒为科技网络可视化收入与宽带速率高度相关	6
图 10：公司 19 年收入层面疲软	6
图 11：公司汇聚分流市场份额达到 25%	7
图 12：2012-2017 年移动电话基站发展情况	7
图 13：2016-2017 年固定互联网宽带各接入速率用户占比情况	7
图 14：我国骨干网升级扩容历程	8
图 15：传统云计算模型	8
图 16：边缘计算模型	8
图 17：从 4G 到 5G，边缘计算带来增量需求	8
图 18：2014-2015 三维通信财务数据反弹	9
图 19：2014-2015 世纪鼎利财务数据反弹	9
表 1：网络可视化实现网络优化和监管，是刚需	4
表 2：收入利润预测	10
表 3：选定 3 家网络安全服务厂商作为可比公司，推算恒为科技 2020 年 P/E 值为 32X	10

1. 质地：两位创始人上海交大背景，二次创业打造网络可视化领军

公司产品主要涉及网络可视化前端业务，下游客户为运营商和政府。公司专注于网络可视化十余年，创始人胡德勇，王翔均毕业于上海交通大学，公司第一大股东沈振宇先生，从2004年1月开始便担任公司总经理，之后一直居于公司高级管理层，对公司各项业务都有深入了解，目前同时兼任公司董事长和总经理。第二大股东胡德勇先生早年在中兴等名企均有过履历，之后于2004年1月进入公司，历任产品经理、总工程师、副总经理等，行业经验丰富。其他管理层也均在行业各大知名企业中有过相关经验，多位行业知名专家。

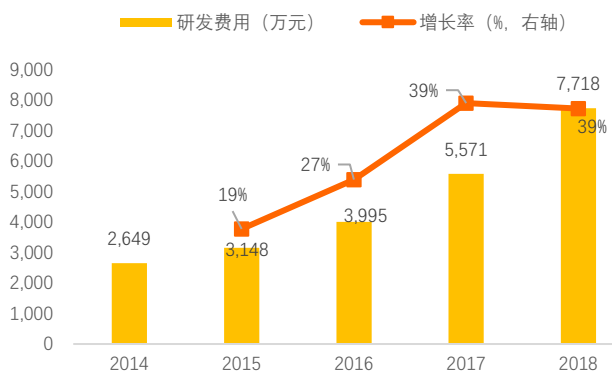
图 1：管理层履历表

姓名	职位	履历
沈振宇	董事长 总经理	2001年7月~2003年9月任上海亿索网络技术有限公司总工程师；2004年1月~2012年6月历任上海恒为信息科技有限公司副总经理、总经理；2012年6月~2014年11月任上海恒为信息科技有限公司董事长、总经理；2014年11月至今任恒为科技（上海）股份有限公司董事长、总经理。
胡德勇	董事 副总经理	1998年7月~2001年6月历任深圳市中兴通讯股份有限公司工程师、主任工程师；2001年7月~2003年9月任上海亿索网络技术有限公司产品经理；2004年1月~2012年6月历任上海恒为信息科技有限公司产品经理、总工程师、副总经理；2012年6月~2014年11月任上海恒为信息科技有限公司董事、副总经理；2014年11月至今任恒为科技（上海）股份有限公司董事、副总经理。
王翔	董事 董秘 副总经理	1997年7月~2000年12月历任上海龙林通信技术有限公司工程师、部门经理、副总经理；2001年1月~2001年6月任 AMCC（美国）工程师；2001年7月~2003年5月历任上海亿索网络技术有限公司经理；2003年6月~2012年6月历任上海恒为信息科技有限公司副总经理；2012年6月~2014年11月任上海恒为信息科技有限公司董事、副总经理；2014年11月至今任恒为科技（上海）股份有限公司董事、董事会秘书、副总经理。
张诗超	副总经理	2001年7月~2003年9月任上海亿索网络技术有限公司研发工程师；2003年10月~2012年6月历任上海恒为信息科技有限公司产品经理、销售经理、销售总监；2012年6月~2014年11月任上海恒为信息科技有限公司董事、副总经理；2014年11月至2014年12月任恒为科技（上海）股份有限公司董事、副总经理；2014年12月辞去董事职务，担任恒为科技（上海）股份有限公司副总经理。
黄明伟	副总经理	2000年7月~2010年5月历任深圳华成峰实业有限公司售前工程师、销售经理、副总经理；2010年6月~2012年3月任深圳汉腾科技有限公司副总经理；2012年4月~2014年11月任上海恒为信息科技有限公司副总经理；2014年11月至今任恒为科技（上海）股份有限公司副总经理。

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

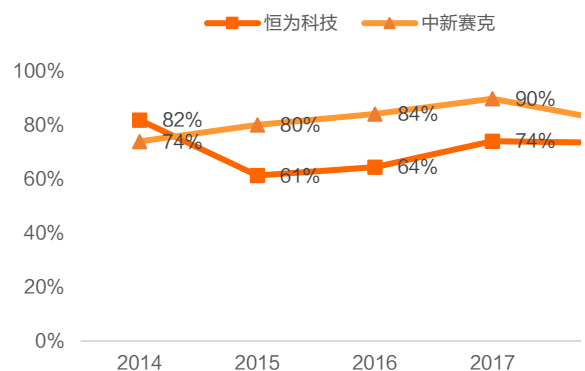
为了保持核心技术优势，稳定并扩大市场份额，升级产品结构，提高产品竞争力，恒为科技的研发投入一直处于较高的水平，2014年-2018年年复合增长率为30.65%，2014年-2018年研发投入占净利润比重约为60%-80%。其主要竞争对手：中新赛克的研发投入占净利润比例约为70%-90%，略高于恒为科技，这是由于中新赛克仍有部分后端业务如网络内容安全等产品的开发，因此研发投入更大。

图 2：公司重视研发投入，研发费用保持高增



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 3：公司研发费用/净利润处于较高水准

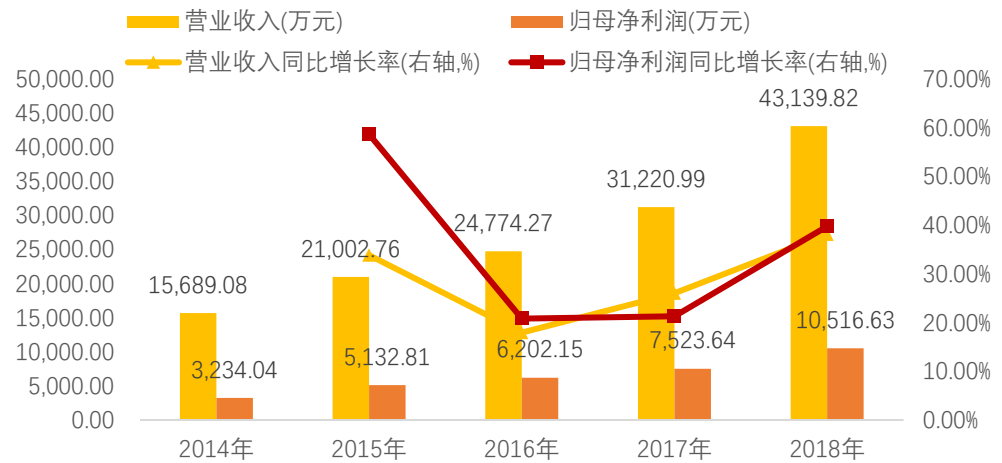


资料来源：Wind，天风证券研究所

近五年营业收入复合增长率 28.7%，归母净利润复合增长率 34.3%。2018 年实现营业收入

4.31 亿元，同比增长 38.18%。公司在营收和利润端均实现稳定增长，体现公司当前整体业务的稳健发展。

图 4：公司 2014-2018 年营收、归母净利变动及增速



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 拐点：网络可视化属刚需，2020 年报表有望显著改善

为了解决传统网络日志的痛点，网络可视化技术应运而生。网络可视化设备是“流量监测管家”，以网络数据流量为基础，将数据的流量信息在平台上全部显示出来，这为网络安全分析人员提供了友好的交互手段，提高了分析效率，是网络安全体系中不可或缺的一部分。因此，运营商每年对网络可视化设备都存在着大量招标与采购需求。

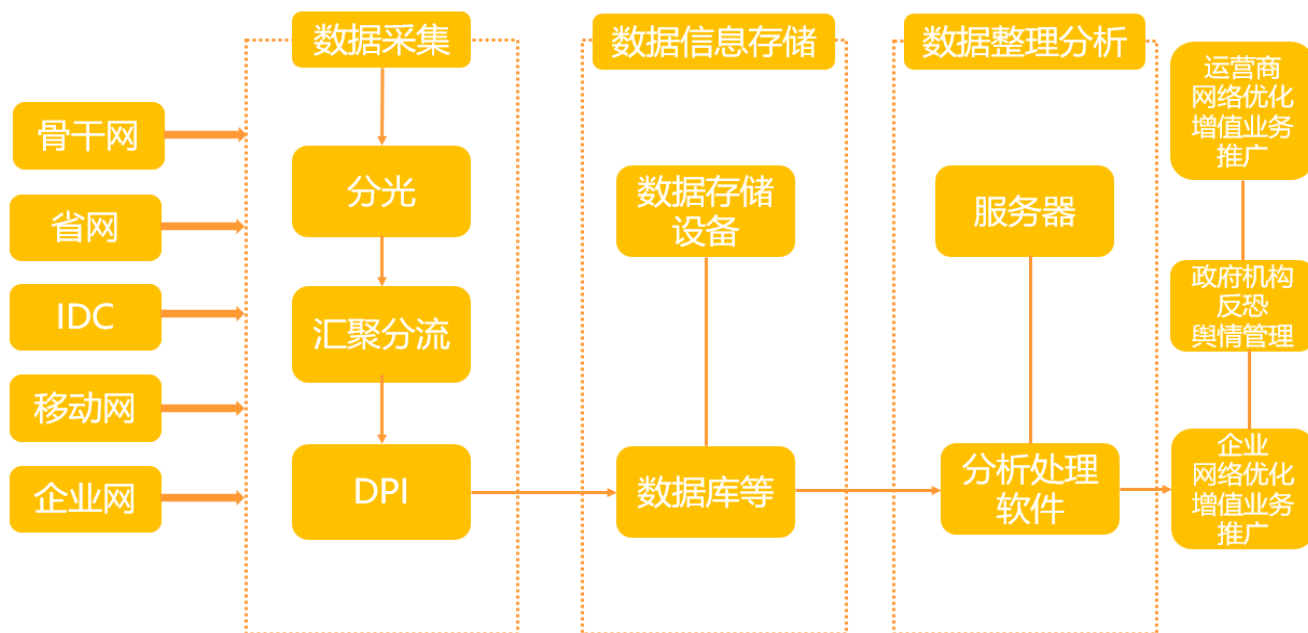
表 1：网络可视化实现网络优化和监管，是刚需

痛点	带来的问题	网络可视化设备的解决方案
数据量增大，来源更复杂	分析人员难以分析以指数增长的网络数据量	以可视化形式减少数据分析负担
黑客技术革新	传统数据分析方法不再有效	能够识别新的攻击类型
自动化监测系统不够智能	存在大量漏报和误报	使人的认知和判断居于主导地位
传统局部分析思路	难以掌握宏观网络安全态势	将人从繁重的数据中解放出来，能够纵观全局

资料来源：赵颖等《网络安全数据可视化综述》，天风证券研究所

网络可视化行业主要分为前端和后端两个市场。前端市场以数据采集为主要业务，后端市场以数据分析，数据存储，应用开发作为主要业务。前端设备包括分光，汇聚分流和 DPI 三个部分。后端包括数据存储设备和数据分析，网络安全，增值服务推广，反恐，舆情监控等应用。

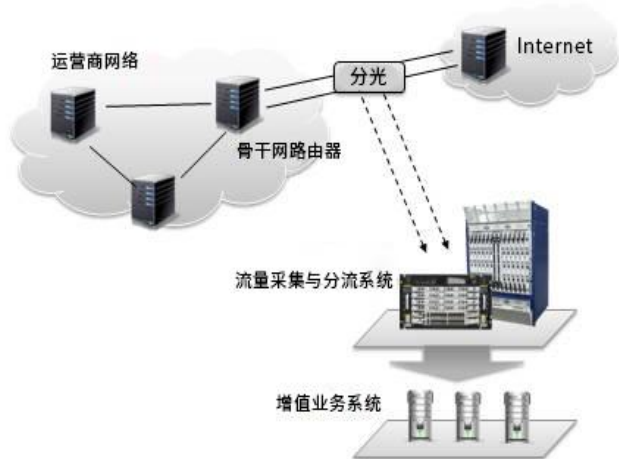
图 5：网络可视化产业链条



资料来源：金桔 TMT 产业研究院，天风证券研究所

恒为科技是国内领先的网络可视化基础架构以及嵌入式与融合计算平台提供商之一，其汇聚分流设备具备兼容性强，性价比高，高可扩展性和可靠性，适应高复杂度的过滤匹配和应用处理需求，面向不断复杂化的新兴网络应用等特点，被运营商广泛使用。

图 6：恒为科技前端分流设备应用方案



资料来源：恒为科技官网，天风证券研究所

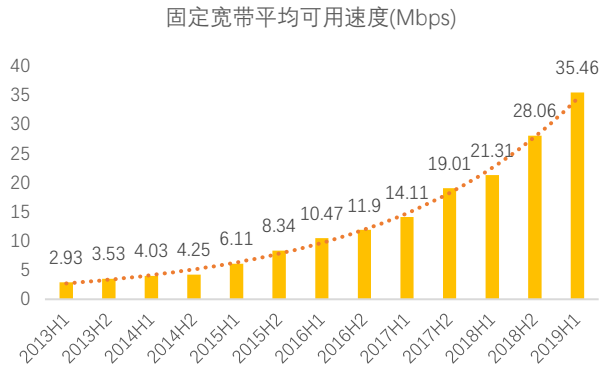
图 7：恒为科技部分前端产品展示



资料来源：恒为科技官网，天风证券研究所

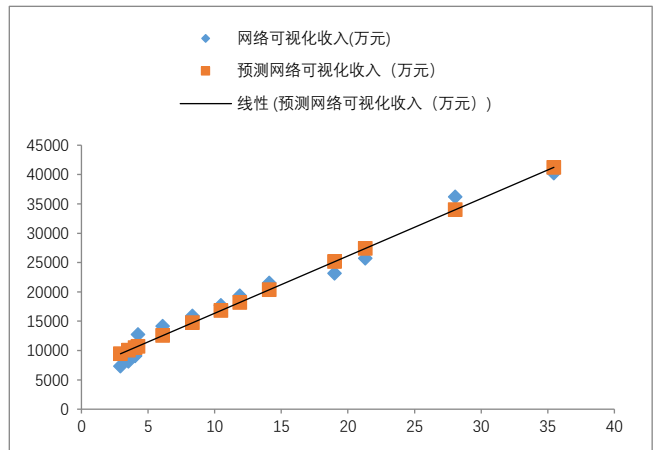
我国近年大力发展网络基础设施建设，根据中国宽带发展联盟的《中国宽带速率状况报告》披露数据，我国平均宽带速率呈现指数型增长。同时，根据恒为科技年报披露的网络可视化业务收入，并依据复合年化增长率测算半年度收入，对其与宽带速率进行回归分析，回归拟合效果良好，二者显著正相关。据此，我们认为在我国宽带提速的过程中，网络可视化扮演着重要角色，恒为科技获益良多。

图 8：我国近年固定宽带速率呈现指数型增长



资料来源：中国宽带发展联盟，天风证券研究所

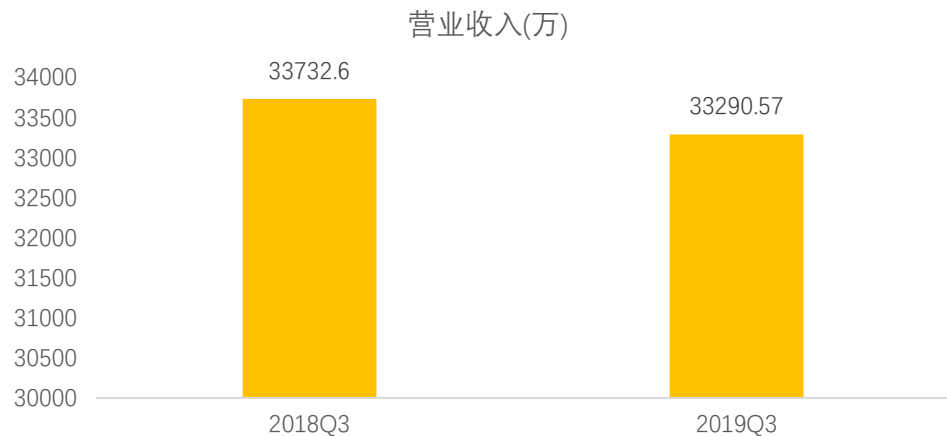
图 9：恒为科技网络可视化收入与宽带速率高度相关



资料来源：中国宽带发展联盟，天风证券研究所

公司 2019 年三季报显示，营业收入下降 1.31%。我们判断，这主要与客户预算短期结构变化，19 年采购方式调整导致订单时间整体推迟有关。但是网络可视化投资属于刚需，投资量主要跟随流量变化而增长。我们将公司网络可视化业务收入增长与中国宽带速率进行回归分析，拟合效果良好。基于此，我们预计订单于 2020 年追回是大概率事件。

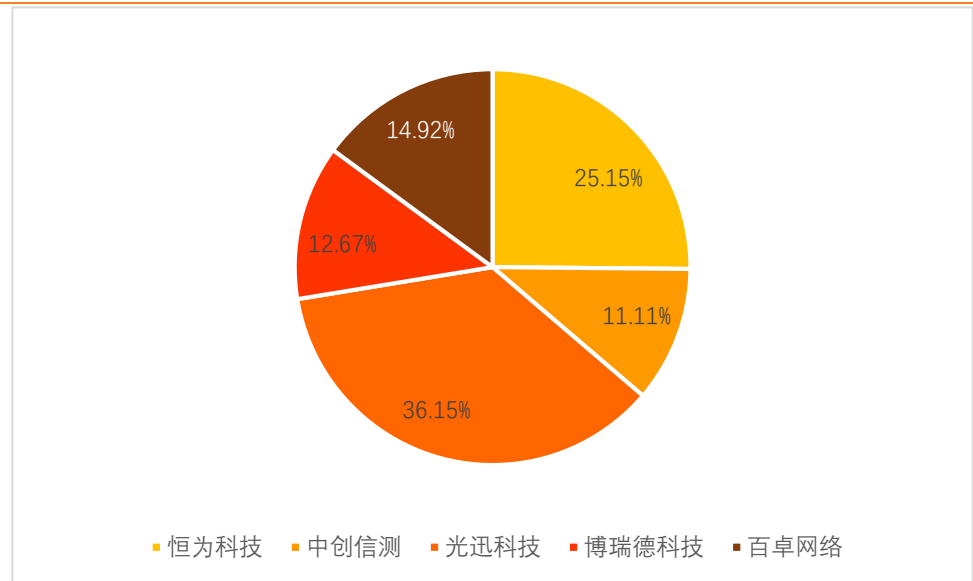
图 10：公司 19 年收入层面疲软



资料来源：Wind，天风证券研究所

汇聚分流是恒为科技网络可视化设备的主要功能，其插卡式网络可视化平台和盒式网络可视化设备均具备该功能。在近期的 2019 年中国移动公示的汇聚分流设备中标公示中，恒为科技在标段一、二均中标，作为第三中标人占有 20% 的份额，经过测算，我们估计恒为科技的实际份额约为 25%。我们预计标段三，也有望在近期开标。而除中国移动外，中国电信、中国联通也有相似规模的需求，因此我们认为网络可视化设备系运营商刚需。

图 11: 公司汇聚分流市场份额达到 25%

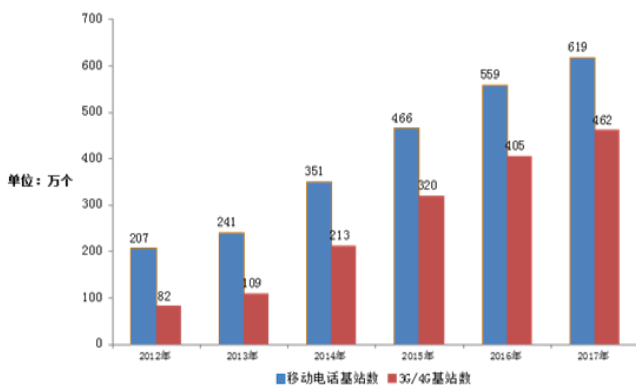


资料来源：中国移动采购与招标网，天风证券研究所

3. 长期：不仅仅是扩容，5G 边缘侧需求有望打开成长空间

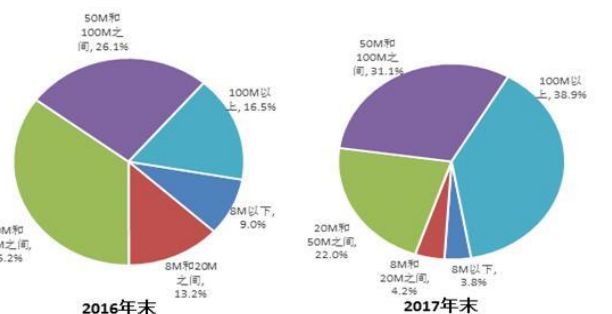
在“宽带中国”、“网络强国”和“提速降费”的国家战略和政策支持下，移动通讯网络基础设施建设近年来取得了迅速的发展，根据工信部的数据显示，2017 年，全国净增移动通信基站 59.3 万个，总数达 619 万个。其中 4G 基站净增 65.2 万个，总数达到 328 万个；宽带骨干网同样的升级扩容同样取得了长足进步，2017 年，三家基础电信企业的固定互联网宽带接入用户总数达 3.49 亿户，全年净增 5133 万户。其中，50Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户总数达 2.44 亿户，占总用户数的 70%，占比较上年提高 27.4 个百分点；100Mbps 及以上接入速率的固定互联网宽带接入用户总数达 1.35 亿户，占总用户数的 38.9%，占比较上年提高 22.4 个百分点。而随着 2020 年 5G 商用时间渐行渐近，未通信网络和相关产品将迎来大幅度的更新换代，而基于无线与移动网络和宽带骨干网部署的网络可视化项目有望迎来新一轮需求的迅猛增长。

图 12: 2012-2017 年移动电话基站发展情况



资料来源：工信部，天风证券研究所

图 13: 2016-2017 年固定互联网宽带各接入速率用户占比情况



资料来源：工信部，天风证券研究所

随着大数据，云计算，移动互联网的飞速发展，为了满足 5G 时代的流量需求，我国基础设施建设推进不断深化。自 2014 年开始，我国开始进入 100G 骨干网时代，从此网络速度和容量飞速扩张。到目前为止，100G 网络已经成为干线传输的主流，预计自 2020 年开始，我国开始进入 400G 骨干网时代，骨干网逐渐由 100G 升级至 400G，城域网逐渐由 40G 升级至 100G。们判断 5G 全国骨干网有望于 2020 年下半年到 2021 年启动向 400G 扩容，网络可视化有望同步配置，受益于 5G 骨干网升级的建设。根据我们测算，扩容空间在 3~5 倍。

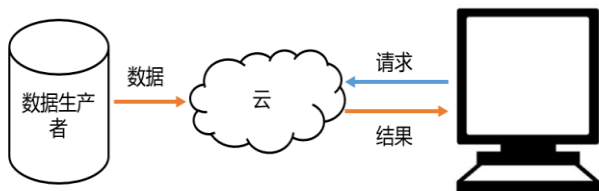
图 14：我国骨干网升级扩容历程



资料来源：新浪新闻，搜狐新闻，飞象网，天风证券研究所整理

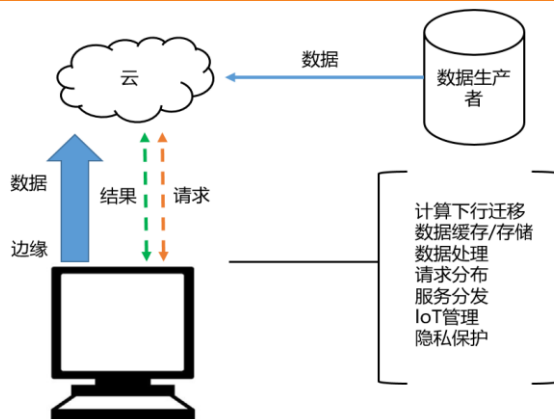
边缘计算是指在靠近数据源头和用户的一侧提供计算、存储等基础设施，提供接近于现场应用端的服务。相比于云计算服务，边缘计算解决了云计算流量汇聚过多，时延过长等问题。5G 时代三大典型应用场景与边缘计算密切相关，其中 URLLC 对超高可靠低时延通信的要求，eMBB 对高带宽的要求与 MIoT 对大连接的要求，都需要边缘计算的引入。5G 的发展与边缘计算的发展是相辅相成的。

图 15：传统云计算模型



资料来源：施巍松等《边缘计算：万物互联时代新型计算模型》，天风证券研究所

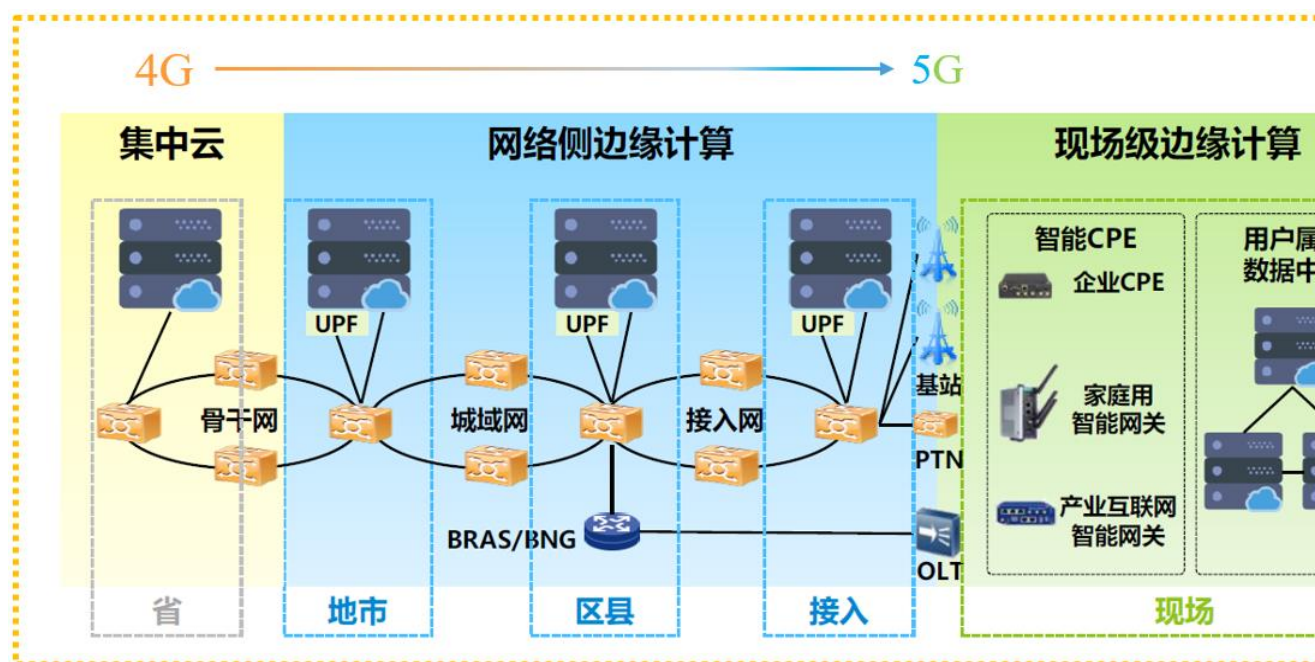
图 16：边缘计算模型



资料来源：施巍松等《边缘计算：万物互联时代新型计算模型》天风证券研究所

中国移动边缘计算节点的部署位置大致可以分为网络侧和现场级边缘两大类。网络侧边缘计算部署于地市及更低位置的机房中，这些节点类似于一个个的微型数据中心。现场级的边缘计算则部署于运营商网络的接入点。无论是集中云的出口，网络侧边缘计算的出口还是现场级边缘计算的出口，都需要汇聚分流设备提供网络可视化支持，长期来看有望打开恒为科技成长空间。

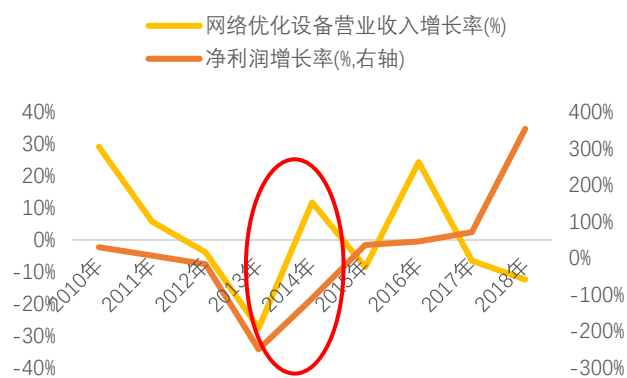
图 17：从 4G 到 5G，边缘计算带来增量需求



资料来源:《中国移动边缘计算白皮书》, 天风证券研究所

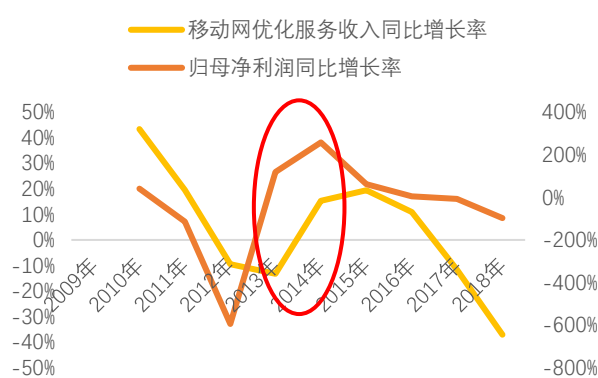
2014 年-2015 年是 4G 基站建设、服务推广的集中时期, 在这一时期, 提供网络优化服务的公司财务报表集体得到了显著改善。三维通信自 2014 年-2015 年以后一改 2012 年-2013 年净利润和营业收入负增长的态势, 源自网络优化设备的营业收入也有强势反弹; 世纪鼎利的净利润增长率从 2012 年的-594.6%增长到 2014 年的 257.86%; 移动网优化服务收入增长率从 2013 年的-13.24%增长到 2015 年的 15.33%。我们预测, 如果抓住通信技术的从 4G 向 5G 革新的风口, 恒为科技的财务报表有望显著改善。

图 18: 2014-2015 三维通信财务数据反弹



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 19: 2014-2015 世纪鼎利财务数据反弹



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 盈利预测与估值: 5G 落地带动行业, 公司营收利润 2020-2021 年有望实现超 40%复合增速

5G 落地带来行业红利, 公司订单复位后将迎来拐点。由于订单滞后, 周期触底, 我们预计 2018—2019 年营业收入同比增长 2%, 净利润同比增长 0.71%。随着 5G 落地, 网络可视化行业迎来拐点, 行业内公司都有良好发展机会。恒为科技提前布局 5G, 在 5G 领域的网络可视化基础架构具有先发优势, 考虑 5G 引发下一轮网络可视化行业的成长, 恒为科技在技术和渠道上都有优势, 收入和利润有望超过行业增速, 我们预计 2020-2021 年恒为科技营业收入 6.29 亿元、8.81 亿元, 同比增长 43%, 40%。归母净利润 1.54 亿元、2.05 亿元, 同比增长 45.20%, 34.61%。

表 2: 收入利润预测

关键指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万)	312.21	431.40	440.03	629.24	880.93
增长率(%)	26.02	38.18	2.00	43.00	40.00
归母净利润(百万)	75.24	105.17	106.11	154.07	204.70
增长率(%)	21.31	39.78	0.9	45.20	34.61

资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们选取 3 家网络可视化前端厂商作为可比公司, 参考同类公司 2020 年平均估值, 我们给予公司 2020 年 36X P/E, 目标市值 55 亿元, 对应合理目标价为 27.36 元。首次覆盖给予“增持”评级。

表 3: 选定 3 家网络安全服务厂商作为可比公司, 推算恒为科技 2020 年 P/E 值为 32X

公司名称	股票代码	P/E	
		2019E	2020E
中新赛克	002912.SZ	38.52	28.19
光迅科技	002281.SZ	51.28	38.03
迪普科技	300768.SZ	53.65	43.31
平均值		47.82	36.51

资料来源: Wind, 天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	248.60	259.66	519.32	127.84	374.04
应收票据及应收账款	158.07	267.03	107.87	411.21	315.49
预付账款	3.79	2.77	3.21	6.33	7.01
存货	184.32	175.72	165.32	342.80	379.82
其他	57.65	32.52	31.42	42.96	38.10
流动资产合计	652.44	737.70	827.13	931.14	1,114.47
长期股权投资	2.90	3.97	3.97	3.97	3.97
固定资产	60.74	135.08	159.26	201.52	241.63
在建工程	47.38	11.62	42.97	73.78	74.27
无形资产	1.08	1.68	1.15	0.62	0.08
其他	5.21	23.59	20.86	19.59	18.17
非流动资产合计	117.31	175.94	228.21	299.48	338.13
资产总计	769.75	913.64	1,055.35	1,230.62	1,452.60
短期借款	25.00	15.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	77.75	79.16	99.22	148.27	205.01
其他	7.37	65.29	22.71	38.30	52.96
流动负债合计	110.13	159.44	121.93	186.58	257.97
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2.40	1.13	1.76	1.76	1.55
非流动负债合计	2.40	1.13	1.76	1.76	1.55
负债合计	112.53	160.57	123.70	188.34	259.52
少数股东权益	1.93	1.73	0.93	(0.67)	(3.31)
股本	100.00	142.06	202.67	202.67	202.67
资本公积	360.89	366.98	366.98	366.98	366.98
留存收益	555.30	643.55	728.05	840.28	993.71
其他	(360.89)	(401.24)	(366.98)	(366.98)	(366.98)
股东权益合计	657.22	753.07	931.65	1,042.28	1,193.07
负债和股东权益总	769.75	913.64	1,055.35	1,230.62	1,452.60

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	75.01	103.01	106.11	154.07	207.40
折旧摊销	4.18	5.51	5.00	7.46	9.94
财务费用	1.04	0.78	(5.35)	(4.69)	(3.64)
投资损失	(2.60)	(3.48)	(2.52)	(2.52)	(2.52)
营运资金变动	(198.59)	(39.51)	149.28	(428.37)	135.27
其它	62.26	(27.26)	(0.84)	(1.62)	(2.70)
经营活动现金流	(58.71)	39.06	251.68	(275.67)	343.75
资本支出	51.46	45.92	59.37	80.00	50.21
长期投资	0.23	1.08	0.00	0.00	0.00
其他	(161.90)	(77.79)	(116.85)	(157.48)	(97.70)
投资活动现金流	(110.21)	(30.79)	(57.48)	(77.48)	(47.48)
债权融资	25.00	15.00	1.81	0.60	0.80
股权融资	317.33	16.71	100.23	4.69	3.64
其他	(33.27)	(28.81)	(36.57)	(43.62)	(54.51)
筹资活动现金流	309.07	2.90	65.46	(38.33)	(50.07)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	140.15	11.16	259.66	(391.49)	246.20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	312.21	431.40	440.03	629.24	880.93
营业成本	141.81	188.96	184.37	264.28	387.61
营业税金及附加	3.11	5.42	4.88	7.05	10.23
营业费用	9.87	14.60	15.96	22.82	27.84
管理费用	32.60	49.66	44.00	62.92	70.47
研发费用	53.20	77.18	79.20	106.97	158.57
财务费用	(0.43)	(2.83)	(5.35)	(4.69)	(3.64)
资产减值损失	7.27	8.19	6.18	7.21	7.19
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	2.60	4.56	2.52	2.52	2.52
其他	(16.62)	(27.93)	(5.03)	(5.03)	(5.03)
营业利润	78.79	113.58	113.31	165.19	225.17
营业外收入	4.52	0.00	3.63	2.71	2.11
营业外支出	0.08	0.22	0.13	0.14	0.16
利润总额	83.22	113.36	116.80	167.76	227.12
所得税	8.22	10.35	11.53	15.31	22.42
净利润	75.01	103.01	105.27	152.45	204.70
少数股东损益	(0.23)	(2.15)	(0.84)	(1.62)	(2.70)
归属于母公司净利润	75.24	105.17	106.11	154.07	207.40
每股收益（元）	0.37	0.52	0.52	0.76	1.02

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	26.02%	38.18%	2.00%	43.00%	40.00%
营业利润	34.67%	44.15%	-0.24%	45.79%	36.31%
归属于母公司净利润	21.31%	39.78%	0.90%	45.20%	34.61%
获利能力					
毛利率	54.58%	56.20%	58.10%	58.00%	56.00%
净利率	24.10%	24.38%	24.12%	24.49%	23.54%
ROE	11.48%	14.00%	11.40%	14.77%	17.34%
ROIC	37.66%	23.49%	20.07%	37.09%	22.30%
偿债能力					
资产负债率	14.62%	17.57%	11.72%	15.30%	17.87%
净负债率	-34.02%	-32.49%	-55.55%	-12.21%	-31.28%
流动比率	5.92	4.63	6.78	4.99	4.32
速动比率	4.25	3.52	5.43	3.15	2.85
营运能力					
应收账款周转率	2.49	2.03	2.35	2.42	2.42
存货周转率	2.19	2.40	2.58	2.48	2.44
总资产周转率	0.55	0.51	0.45	0.55	0.66
每股指标（元）					
每股收益	0.37	0.52	0.52	0.76	1.02
每股经营现金流	-0.29	0.19	1.24	-1.36	1.70
每股净资产	3.23	3.71	4.59	5.15	5.90
估值比率					
市盈率	58.59	41.91	41.54	28.61	21.25
市净率	6.73	5.87	4.74	4.23	3.68
EV/EBITDA	26.37	18.40	34.27	25.37	17.34
EV/EBIT	27.07	18.88	35.85	26.55	18.12

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	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	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