

**湘财证券研究所**
**TMT 研究小组**

吴友文

Tel: 021-68634510-8054

E-Mail: wyw2852@xcsc.com

陈钢

Tel: 021-68634510-8331

E-Mail: cg2012@xcsc.com

**6-12 个月目标价 29.35 元**

昨收盘价 22.99 元

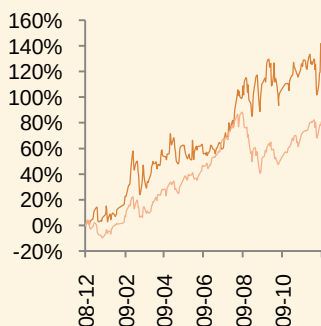
52 周最高价 23.97 元

52 周最低价 9.47 元

总股本 44180 万股

流通股本 19991 万股

流通市值 45.96 亿

**最近一年走势**


— 烽火通信 — 沪深300

**近期相关研究报告**

2009.11.04 3G 新阶段，聚焦光通信行业高增长

2009.10.15 观移动通信和宽带发展，看运营商谁主沉浮

**事件说明：**我们于 12 月 3 日对烽火通信进行了实地调研，并参观了机盘生产车间和光缆生产车间，以下为我们在调研后对公司发展和投资价值进行深度研究的结论和观点。

- **在 3G 新阶段多重因素将引爆光通信行业需求，高速增长将持续，推动烽火通信的持续增长。**我们认为，随着 3G 大规模建设进入新阶段，通信设备行业内部的增长速度已经出现分化，运营商针对光网络的投资由于向业务扩张型和宽带化模式转型，必将保持稳定或持续增长，这将对产品线全面覆盖光网络的烽火通信产生极大推动作用，维持高增长。
- **PTN 等光网络升级需求、FTTx、海外市场的起步将成为未来两年烽火通信超常规速度发展的主要增量因素。**我们认为，PTN 升级带来的增量需求将从 2010 年起逐步体现，骨干网的建设在 40G 试商用后预计在 2011 年起也将体现显著的增量需求；FTTx 的增长将成为未来两年超速增长的确切因素；而海外市场的拓展也将进入收获期；对于营收基数相对较小的烽火通信来说，这些增量因素将为其带来超常增长的可能。
- **在光通信市场，三分天下有其一。**我们认为，在国内市场的竞争中，在多种因素的制约下烽火通信的市场份额仍然能够保持相对稳定，而国外市场在经济逐步企稳回升的大背景下电信投资回升，也将进入收获期，不需要过分夸大在中兴华为竞争压力下的影响，更应该关注其增长基数偏低。
- **投资建议：**我们预计烽火通信 2009-2011 年三年 EPS 分别为 0.66、0.93、1.23 元。我们依据 2010 年预计 EPS 进行估值，其中主营 EPS 为 0.78，给予主营业务 EPS 的 30-35 倍 PE，合理主营业务价值为 23.4-27.3 元，我们取中值为主营业务合理价值为 25.35 元；广发基金股权收益 EPS 保守估为 0.15 元，估计每股价值为 4 元，我们认为烽火通信 6-12 个月合理价格目标为 29.35 元，给予“买入”评级，并积极跟踪 PTN 招标结果、FTTx 产业动向、国家宽带化政策等带来的波段机会。
- **风险提示：**技术风险，竞争风险，价格风险，产能过剩风险，人才流失风险。

**重要财务指标**

单位: 百万元

| 主要财务指标    | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入      | 3427  | 4974  | 7083  | 9155  |
| 收入同比(%)   | 46%   | 45%   | 42%   | 29%   |
| 归属母公司净利润  | 175   | 290   | 413   | 546   |
| 净利润同比(%)  | 66%   | 65%   | 42%   | 32%   |
| 毛利率(%)    | 27.8% | 29.2% | 29.7% | 30.7% |
| ROE(%)    | 7.1%  | 9.0%  | 11.3% | 13.0% |
| 每股收益(元)   | 0.40  | 0.66  | 0.93  | 1.23  |
| P/E       | 49.53 | 29.96 | 21.03 | 15.91 |
| P/B       | 3.53  | 2.69  | 2.39  | 2.07  |
| EV/EBITDA | 30    | 17    | 12    | 9     |

资料来源：湘财证券研究所

## 目 录

|                                   |   |
|-----------------------------------|---|
| 一、多重因素推动，进入持续增长期.....             | 4 |
| 二、光传输设备增长稳健，PTN 等升级需求成加速催化剂 ..... | 4 |
| 三、FTTX 使得光接入设备需求可观.....           | 6 |
| 四、光纤光缆在加强上游控制的背景下仍有机会 .....       | 7 |
| 五、海外营销网络已建成，发力时机或将到.....          | 8 |
| 六、盈利预测与投资价值分析 .....               | 8 |

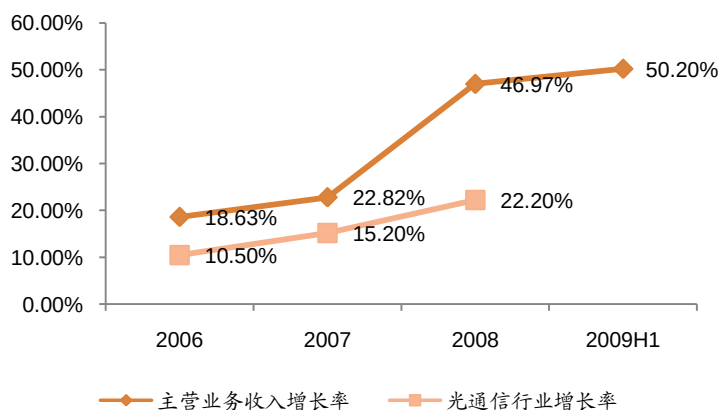
## 图表目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 表 1 三大运营商 PTN 网络部署情况.....      | 6  |
| 表 2 EPON/GPON 国内部署情况.....      | 7  |
| 表 3 烽火通信营业收入预测.....            | 9  |
| 表 4 烽火通信财务预测.....              | 10 |
| 图 1 烽火通信主营收入增长趋势预测.....        | 4  |
| 图 2 升级网络有助于运营商获得更好的网络成本曲线..... | 5  |
| 图 3 光传输技术升级方向和时间表.....         | 5  |
| 图 4 烽火通信 EPON 方案示意图.....       | 7  |
| 图 5 烽火通信海外营销网络布局.....          | 8  |

## 一、多重因素推动，进入持续增长期

烽火通信是国内在光通信领域起步较早、产品覆盖较为完整、光通信技术领先的企业，成立十年来，增长了 10 倍左右。目前产品覆盖了光传输、光接入、光纤光缆等方面。近两年来已进入快速发展期。

图 1 烽火通信主营收入增长趋势预测



资料来源：公司相关公告，湘财证券研究所

我们认为，未来几年促进烽火通信保持持续快速增长的因素有：

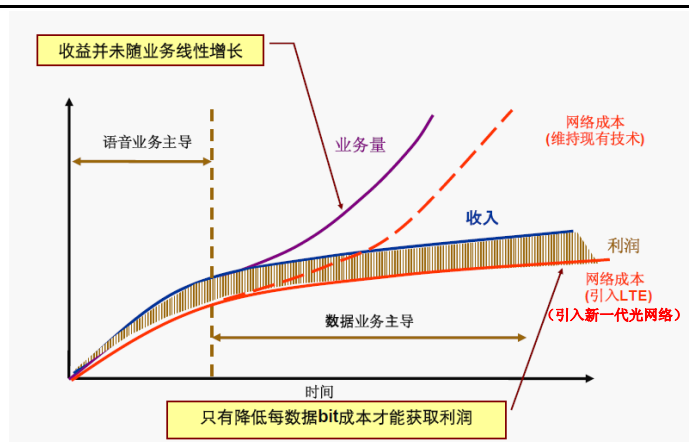
- 1、受网络流量激增和业务需要，光网络设备的更新替换需求和升级需求并举，运营商对光网络的 CAPEX 投资仍会保持稳定并上升，使得烽火通信能够在国内相对稳定的市场份额基础上获得相应的增长；
- 2、FTTx 的推动将使得烽火通信的光接入设备和光纤光缆方面均保持进一步的增长态势，而其光棒项目和技术优势将推动其在市场份额的进一步提高；
- 3、烽火通信的海外增长即将起步，带来增量收入。

我们认为，光通信领域将是未来通信设备板块结构性增长的机会所在，未来推动光通信领域确定性增长的可能催化剂包括“十二五”规划对宽带产业的具体定位或者国家对宽带化具体战略的推出。

## 二、光传输设备增长稳健，PTN 等升级需求成加速催化剂

光传输网络设备处于不断的升级换代的过程中，一般来说光网络设备存在更新替换需求、原有设备局部升级需求和技术升级需求，光网络技术几年就会提升一次。从运营商的角度来看，在新技术成熟的时机，为进一步满足业务带宽需求和运维成本效率，也有着升级光传输网络的本身动力。

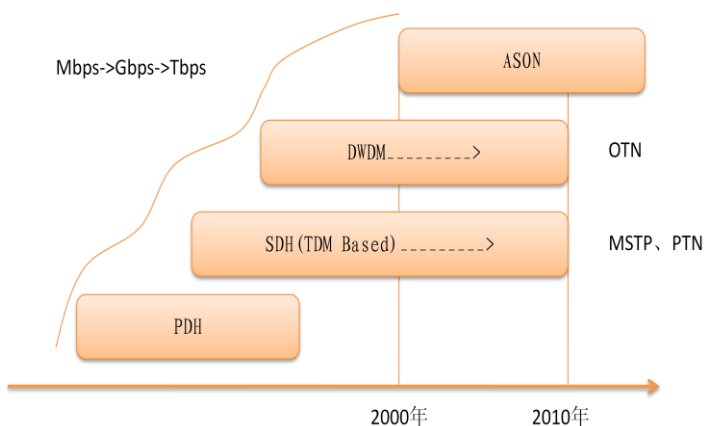
图 2 升级网络有助于运营商获得更好的网络成本曲线



资料来源：华为技术有限公司，湘财证券研究所

我们认为，目前骨干网、传输网相关的光传输设备均步入了批量升级的时代，这将推动光传输设备在未来几年的稳定增长。

图 3 光传输技术升级方向和时间表



资料来源：湘财证券研究所

### ● SDH/MSTP、PTN 产品

目前仍主要以 SDH、MSTP 等产品为主，我们预计在一般情况下，由于业务流量增长和更新替换需求带来的常规增长速度在 15% 左右（假设 5 年一个周期的技术升级，且 5 年内升级覆盖面达到 75%，则每年增长 15%），在目前 3G 集中建设后期和宽带业务发展快速期该比例有望更高达到 20% 以上，而为公司该块产品带来额外增量收入的因素目前主要在于：

- 1) PTN 招标的启动，目前中国已经启动 PTN 招标并将其放到了与无线网

络同等的地位，而中国电信和中国联通也开展了测试工作。PTN 技术 2008 年是一个导入应用期，2009 年是测试选型，2010 年应该是试用推广期，2012 年的量可能会比较显著体现出来。我们预计 2010 年的 PTN 的国内市场总量预计 30 亿以上。

2) 国外市场在 SDH/MSTP 产品方面的出货量预计会增加。

表 1 三大运营商 PTN 网络部署情况

| 中国三大运营商PTN网络部署状况                                                                 |                                                                                |                                                                            |
|----------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------|
| 中国移动                                                                             | 中国电信                                                                           | 中国联通                                                                       |
| 中国移动率先在国内启动PTN集采，明确PTN将用于TD-SCDMA基站承载，把PTN建设放到了和无线网络同等地位。在全国多个PTN试点组织现网测试并获良好效果。 | 中国电信尚未启动PTN集团采购工程，但是已经启动PTN设备的验证测试和基于PTN的 CDMA2000 EV-DORevA 的IPRAN的承载测试和试点工作。 | 中国联通仍旧把提高MSTP性能作为当前部署3G基站主要策略，采用增加板卡和软件升级来实现基站系统升级。只在少数省市地区有PTN本地实验网建设和使用。 |

资料来源：C114 中国通信网

#### ● DWDM、OTN 产品

骨干网技术产品方面目前主要仍然以 DWDM 为主，OTN 技术所带来的增量预计可能还不会太显著。目前 40G 网络的已经在局部地区开展试商用。

我们预计，随着各大运营商进入全业务运营阶段，业务流量的压力逐步提升，而从运营商发展阶段来看，其也进入了向业务扩张型和宽带化方向转型的阶段，对原有 DWDM 网络的更新替换增加需求也相对较高。我们预计，该块产品在 2010 年前将维持在 15%左右的增速，而在 2011 年起以后由于 OTN 技术可能进入实质应用阶段，将加快相应产品收入的增长。

#### ● ASON 智能光网络产品

ASON 智能光网络产品经过几年的发展，随着 ASON 产品的不断成熟，我们认为该块收入的仍然会维持稳步增长的趋势，我们预计增速维持在 10%左右，在公司定向增发项目投产后 ASON 产品收入在 2011 年预计增速将会提高。

我们认为，光网络设备的毛利率将在升级需求的过程中保持相对稳定。

### 三、FTTx 使得光接入设备需求可观

今年中国联通推进了 EPON1100 万线的招标工作，使得国内总部署量达到了 2100 万线。而从 FTTx 仍然存在的部署空间来看，我们可以从两个角度来分析：从总的宽带用户空间分析，以城镇电话总装机容量 1.7 亿作为最大宽带用户量，目前部署比例不足 12%；从 FTTx 的方式来看，从到楼到到户，以及到每一个桌面包括家庭的桌面和办公室的每一个桌面，其市场空间更大。

我们认为，步入“十二五”规划后，宽带化必将成为运营商发展的重中之重，FTTx 接入设备将在未来的几年保持持续的高增长态势，公司定向增发募投项目也



集中于 FTTx 的投资，我们预计明后年 FTTx 接入设备都将会保持 100% 以上的增长，步入增长爆发期。

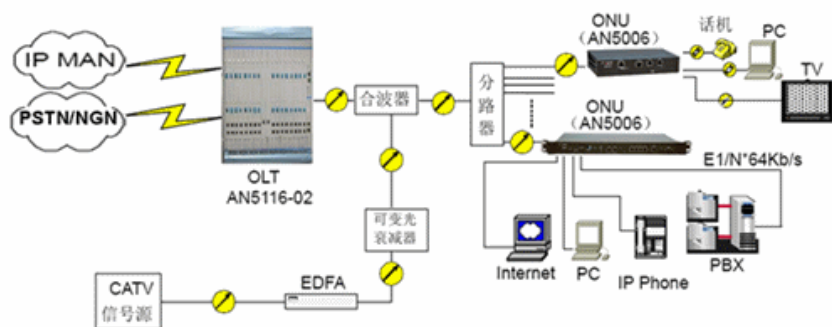
从市场份额情况来看，2009H1 赛迪的数据表明烽火以 41% 居于国内第一位，下半年预计由于竞争有所下降，但总体来看，烽火通信在国内 FTTx 的市场将会保持基本的稳定。考虑到竞争压力下的价格趋势，相应的毛利率将有所下降。

表 2 EPON/GPON 国内部署情况

|      | EPON                                   | GPON                       |
|------|----------------------------------------|----------------------------|
| 中国电信 | EPON 已经规模商用，部署 1000 万线，目前实际用户 400 万线左右 | GPON 在北京、上海等地试点应用，不超过 1 万线 |
| 中国联通 | EPON 在 2009 年集中采购约 1100 万线             | GPON 在 7 省展开规模试点工作         |
| 中国移动 | PON 实验阶段                               | GPON 是其主要实验方向              |

资料来源：湘财证券研究所

图 4 烽火通信 EPON 方案示意图



资料来源：湘财证券研究所

#### 四、光纤光缆在加强上游控制的背景下仍有机会

3G 集中建设期后，光线光缆的需求增长率将会有所下降，但从总的需求量上来说，光纤光缆明年的需求量还是有提升空间。并且从光缆需求结构来看会有变化，大芯光缆和带状光缆的需求会结构性增长，而烽火通信在这方面具备优势。我们认为，烽火通信明年的光缆出货量不会萎缩，总体仍然将呈现增长态势。

目前烽火通信光纤产能接近 1000 万芯公里，而目前募投的藤仓烽火预制棒项目将在 2010 年 10 月左右试投产，预计预制棒能力初期为 500 万芯公里，正式投产规模达到 1000 万芯公里，这将使得烽火有机会分享上游产业的高额利润，提升该块业务方面的盈利能力。

我们认为,明年的产能或将微量过剩,但考虑到 09 年部分国内需求由国外产品来弥补,以及国际预制棒产量的相对稳定,我们认为价格或将略微下将趋于稳定状态,而具备特殊光缆生产能力和市场份额优势的光纤光缆厂商或将仍然能够实现毛利额度的上升。

## 五、海外营销网络已建成,发力时机或将近

烽火通信前两年投入了较多精力来建设海外营销网络,目前已经初具规模,当前手持海外订单包括印度、马来西亚等地订单。2008 年海外收入占比为 7.18%。

我们认为,烽火通信在海外虽然对比中兴华为不具备整体方案的能力优势,但其在光网络方面的技术实力以及国外仍然存在较多运营商分包放标的情况,并且我们从 Gartner 对海外电信投资的预测数据了解到,09 年之后海外电信投资将恢复增长,这使得烽火通信在国外将大有可为。

我们预计,未来 3 年内烽火通信海外收入的占比将达到其总营业收入的 20%-30%,使得 2010 年开始每年都将有显著的海外增量收入。

图 5 烽火通信海外营销网络布局



资料来源:烽火通信公司网站

## 六、盈利预测与投资价值分析

对于盈利预测,我们的估算基础如下:

1、通信设备类产品的增长,考虑到光网络产品常规增速 15%左右,由于 FTTx 设备属于通信网络产品,增速较高,提升整体常规增速设为 20%左右,另外在 2010 年重点增量收入为 FTTx、PTN、海外市场,2011 年重点增量收入为 FTTx、PTN、OTN、海外市场,由于烽火通信营收基数较小,我们认为增量收入将使得烽火通信持续保持高增长;



2、光纤光缆方面我们预计增长量在 2010 年仍然维持高位需求, 2011 年起增长速度下降, 且 2010 年毛利由于量增毛利率维持稳定, 2011 年由于预制棒项目正常运转将提升该块业务毛利;

3、数据网络产品保持稳健增长;

4、对广发基金的投资, 烽火通信持有广发基金 16.67% 股权, 根据报告当日 wind 数据目前广发基金资产管理规模为 997.84 亿, 我们在未来的两年仅仅将相关投资收益设定为 6000 万多, 合计每股 0.15 元, 而根据广发目前资产管理规模在国内的地位, 我们保守的假设判断该股权合烽火通信每股价值为 4 元。

考虑 2010 年的 EPS 为 0.93 元, 则主营业务 EPS 为 0.78 元, 投资收益约为 0.15 元, 我们认为, 烽火通信在光通信领域华为、中兴是三分天下有其一的格局, 其基本面非常稳健, 增长预期明确, 给予主营业务 EPS 的 30-35 倍 PE, 烽火通信依据 2010 年预期 EPS 的合理主营业务价值为 23.4-27.3 元, 我们取中值为主营业务合理价值为 25.35 元。综合广发每股股权价值为 4 元, 我们认为烽火通信 6-12 个月合理价格目标为 29.35 元。

表 3 烽火通信营业收入预测

| 项目       | 2007    | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 一、营业收入   |         |         | 4973.88 | 7083.3  | 9155.2  |
| 数据网络产品   | 336.16  | 434.21  | 521.06  | 729.48  | 1021.27 |
| 光纤光缆及电缆  | 864.87  | 1162.19 | 1627.07 | 2115.19 | 2538.22 |
| 通信系统     | 1082.33 | 1764.45 | 2823.11 | 4234.67 | 5589.76 |
| 进出口代理费   | -       | 1.76    | 2.64    | 3.96    | 5.94    |
| 其他       | 4.58    | -       |         |         |         |
| 二、营业成本   |         |         | 3522.13 | 4976.97 | 6347.42 |
| 数据网络产品   | 203.51  | 245.49  | 279.86  | 383.97  | 521.43  |
| 光纤光缆及电缆  | 690.68  | 965.75  | 1352.05 | 1757.66 | 2045.92 |
| 通信系统     | 686.31  | 1205.5  | 1890.23 | 2835.34 | 3780.07 |
| 进出口代理费   | -       | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 其他       | 0       | -       |         |         |         |
| 三、营业毛利   |         |         | 1451.74 | 2106.33 | 2807.78 |
| 数据网络产品   | 132.64  | 188.72  | 241.19  | 345.51  | 499.84  |
| 光纤光缆及电缆  | 174.2   | 196.44  | 275.02  | 357.53  | 492.31  |
| 通信系统     | 396.02  | 558.94  | 932.89  | 1399.33 | 1809.69 |
| 进出口代理费   | -       | 0       | 2.64    | 3.96    | 5.94    |
| 其他       | 0       | -       | 0       | 0       | 0       |
| 四、毛利率(%) |         |         | 29.19   | 29.74   | 30.67   |
| 数据网络产品   | 39.46   | 43.46   | 46.29   | 47.36   | 48.94   |
| 光纤光缆及电缆  | 20.14   | 16.9    | 16.9    | 16.9    | 19.4    |
| 通信系统     | 36.59   | 31.68   | 33.04   | 33.04   | 32.38   |
| 进出口代理费   | -       | 0       |         |         |         |
| 其他       | 0       | -       |         |         |         |

资料来源: 湘财证券研究所

表 4 烽火通信财务预测

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        | 会计年度            | 2008        | 2009E        | 2010E        | 2011E        |
| <b>流动资产</b>    | 4701        | 7446         | 10249        | 13312        | <b>营业收入</b>     | 3427        | 4974         | 7083         | 9155         |
| 现金             | 1197        | 2118         | 2836         | 3743         | 营业成本            | 2474        | 3522         | 4977         | 6347         |
| 应收账款           | 1181        | 1812         | 2534         | 3295         | 营业税金及附加         | 25          | 36           | 52           | 66           |
| 其他应收款          | 41          | 87           | 111          | 149          | 营业费用            | 352         | 497          | 708          | 961          |
| 预付账款           | 76          | 96           | 144          | 183          | 管理费用            | 368         | 547          | 773          | 1002         |
| 存货             | 2011        | 3067         | 4238         | 5446         | 财务费用            | -14         | 14           | 46           | 68           |
| 其他流动资产         | 195         | 266          | 386          | 496          | 资产减值损失          | 104         | 111          | 109          | 110          |
| <b>非流动资产</b>   | 953         | 827          | 732          | 638          | 公允价值变动收         | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 39          | 0            | 0            | 0            | 投资净收益           | 49          | 67           | 61           | 63           |
| 固定资产           | 724         | 679          | 607          | 521          | <b>营业利润</b>     | 167         | 313          | 479          | 664          |
| 无形资产           | 87          | 96           | 98           | 102          | 营业外收入           | 62          | 66           | 67           | 66           |
| 其他非流动资         | 103         | 51           | 27           | 15           | 营业外支出           | 3           | 2            | 2            | 2            |
| <b>资产总计</b>    | 5654        | 8273         | 10981        | 13950        | <b>利润总额</b>     | 226         | 376          | 543          | 727          |
| <b>流动负债</b>    | 2858        | 4754         | 7105         | 9538         | 所得税             | -8          | 26           | 43           | 65           |
| 短期借款           | 6           | 892          | 1547         | 2188         | <b>净利润</b>      | 235         | 350          | 500          | 662          |
| 应付账款           | 830         | 1258         | 1742         | 2237         | 少数股东损益          | 59          | 60           | 87           | 116          |
| 其他流动负债         | 2022        | 2603         | 3815         | 5113         | <b>归属母公司净利润</b> | 175         | 290          | 413          | 546          |
| <b>非流动负债</b>   | 8           | -96          | -238         | -365         | EBITDA          | 244         | 428          | 630          | 839          |
| 长期借款           | 0           | -96          | -238         | -365         | EPS (元)         | 0.43        | 0.66         | 0.93         | 1.23         |
| 其他非流动负         | 8           | 0            | -0           | 0            | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 2866        | 4658         | 6867         | 9173         | <b>会计年度</b>     | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> |
| 少数股东权益         | 329         | 389          | 476          | 592          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 410         | 442          | 442          | 442          | 营业收入            | 46.0%       | 45.1%        | 42.4%        | 29.3%        |
| 资本公积           | 1718        | 2224         | 2224         | 2224         | 营业利润            | 64.4%       | 87.3%        | 53.2%        | 38.7%        |
| 留存收益           | 332         | 560          | 973          | 1519         | 归属于母公司净利润       | 65.8%       | 65.3%        | 42.4%        | 32.2%        |
| 归属母公司股东权益      | 2460        | 3226         | 3639         | 4185         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 5654        | 8273         | 10981        | 13950        | 毛利率 (%)         | 27.8%       | 29.2%        | 29.7%        | 30.7%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率 (%)         | 5.1%        | 5.8%         | 5.8%         | 6.0%         |
| 单位: 百万元        |             |              |              |              | ROE (%)         | 7.1%        | 9.0%         | 11.3%        | 13.0%        |
| <b>会计年度</b>    | <b>2008</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | ROIC (%)        | 9.0%        | 13.3%        | 18.8%        | 23.4%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 239         | -194         | 201          | 412          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 净利润            | 235         | 350          | 500          | 662          | 资产负债率 (%)       | 50.7%       | 56.3%        | 62.5%        | 65.8%        |
| 折旧摊销           | 90          | 101          | 105          | 107          | 净负债比率 (%)       | 8.08%       | 17.10%       | 19.06%       | 19.87%       |
| 财务费用           | -14         | 14           | 46           | 68           | 流动比率            | 1.64        | 1.57         | 1.44         | 1.40         |
| 投资损失           | -49         | -67          | -61          | -63          | 速动比率            | 0.86        | 0.85         | 0.78         | 0.76         |
| 营运资金变动         | -147        | -792         | -625         | -601         | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| 其他经营现金         | 123         | 199          | 236          | 238          | 总资产周转率          | 0.65        | 0.71         | 0.74         | 0.73         |
| <b>投资活动现金流</b> | -142        | 88           | 50           | 50           | 应收账款周转率         | 3           | 3            | 3            | 3            |
| 资本支出           | 190         | 0            | 0            | 0            | 应付账款周转率         | 3.34        | 3.37         | 3.32         | 3.19         |
| 长期投资           | -2          | -39          | 0            | 0            | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| 其他投资现金         | 46          | 49           | 50           | 50           | 每股收益 (最新摊薄)     | 0.40        | 0.66         | 0.93         | 1.23         |
| <b>筹资活动现金流</b> | -258        | 1027         | 466          | 446          | 每股经营现金流 (最新摊薄)  | 0.54        | -0.44        | 0.46         | 0.93         |
| 短期借款           | -201        | 886          | 655          | 641          | 每股净资产 (最新摊薄)    | 5.57        | 7.30         | 8.24         | 9.47         |
| 长期借款           | -234        | -96          | -142         | -127         | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 普通股增加          | 0           | 32           | 0            | 0            | P/E             | 49.53       | 29.96        | 21.03        | 15.91        |
| 资本公积增加         | 0           | 506          | 0            | 0            | P/B             | 3.53        | 2.69         | 2.39         | 2.07         |
| 其他筹资现金         | 176         | -301         | -46          | -68          | EV/EBITDA       | 30          | 17           | 12           | 9            |
| <b>现金净增加额</b>  | -166        | 921          | 718          | 907          |                 |             |              |              |              |

资料来源: 湘财证券研究所

## 湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

## 重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。