长飞光纤（601869）深度研究报告

光纤光缆龙头，AH 股两地上市

推荐（首次）

当前价：46.54 元

- **公司专注于光纤预制棒、光纤和光缆等相关产品的生产商。**作为全球光纤光缆行业的领先企业，是国内最早的光纤光缆生产厂商之一，是国内少数能够大规模一体化生产开发光纤预制棒、光纤和光缆的公司之一。在行业内深耕多年，具备先发优势，使其能在激烈的市场竞争中保持足够的影响力和吸引力，巩固市场份额，占据优势地位。2016 年底，长飞公司光纤预制棒的全球市场占有率为 22.5%，光纤全球市场占有率为 17.3%，光缆全球市场占有率为 14.9%。
- **公司领先的技术和稳定的客户使其在需求日益旺盛的市场中占据优势地位。**我国已经成为全球最重要的通信光纤光缆制造基地，也是全球最重要的通信光纤光缆消费市场之一。中国市场需求对全球贡献度达到 67%，需求增速接近 20%，市场容量大。主要客户三大运营商纷纷加大光纤光缆集采规模，市场需求仍然旺盛。公司是全球最大棒、纤、缆供应商，在全球光纤市场占有率达 20%，光缆全球市占率 10%。
- **公司经营业绩持续增长，领先的市场地位和制造技术，能够棒纤线缆一体化生产。**公司营业收入从 2014 年的 56.84 亿元增长至 2017 年的 103.66 亿元，复合增速为 22.18%；归母净利润从 2014 年的 4.88 亿元增长至 2017 年的 12.68 亿元，复合增速为 37.48%。公司主营业务毛利率与同行业上市公司光缆类产品毛利率相比处于较高水平，通过实现一体化生产，光纤光缆产量更加稳定，并进一步降低了自身的生产成本和生产风险。
- **未来行业市场需求望将持续增长，三大国有电信运营商是国内市场主要推动力。**在无线通信方面，未来 5G 逐步商用料将带动光纤网络基础设施的持续投资，主要客户三大运营商纷纷加大光纤光缆集采规模，市场需求仍然旺盛，用户需求刺激市场。在固定网络方面，光纤到户的普及和传输速率提升，带动运营商带动升级基础网络，拉动对光纤光缆需求。
- 发行前公司总股本为约 68211 万股，股票发行后股本增至约 75790 万股，发行新股占公司发行后总股本的比例为 10%；公司不存在控股股东和实际控制人。新股发行后，持有公司股份总数 5%以上的股东共有 3 家，为华信、德拉克科技和长江通信，分别持有公司 23.73%、23.73%和 15.82%的股份。我们预期公司 2018-2020 年的利润为 17.49/21.69/24.95 亿，对应的 EPS 为 2.31/2.86/3.29 元，对应的 PE 为 20/16/14 倍；对比同行业的公司，亨通光电 2018 年的估值为 14 倍，中天科技的 2018 年的估值为 12 倍，目前公司估值处于合理水平，考虑到未来固网的投资建设和 5G 需求的逐步释放，公司作为行业龙头有望直接受益；首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、光纤光缆价格下降；2、运营商投资规模下降；3、竞争格局恶化，产能扩张较快

主要财务指标

	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万)	10,366	12,424	13,700	14,385
同比增速(%)	27.8%	19.9%	10.3%	5.0%
净利润(百万)	1,268	1,749	2,169	2,495
同比增速(%)	76.9%	37.9%	24.0%	15.0%
每股盈利(元)	1.67	2.31	2.86	3.29
市盈率(倍)	28	20	16	14
市净率(倍)	7	5	4	3

资料来源：公司公告，华创证券预测　　注：股价为 2018 年 7 月 24 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：束海峰

电话：010-66500831
邮箱：shuhaifeng@hcyjs.com
执业编号：S0360514060001

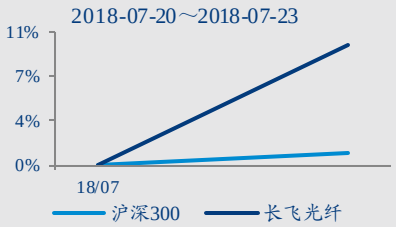
联系人：蒋颖

电话：010-66500906
邮箱：jiangying@hcyjs.com

公司基本数据

总股本(万股)	75,791
已上市流通股(万股)	42,736
总市值(亿元)	320.67
流通市值(亿元)	32.07
资产负债率(%)	40.0
每股净资产(元)	7.4
12 个月内最高/最低价	42.31/32.05

市场表现对比图(近 12 个月)



未经许可，禁止转载

目 录

一、专注于光纤预制棒、光纤和光缆相关产品，业绩稳定增长 6
（一）始终深耕于光纤光缆行业，不断扩充产能布局 6
（二）股票发行后股本增至约 7.58 亿股，不存在控股股东 6
（三）专注于光纤预制棒、光纤及光缆，业内少数具备棒纤缆一体化生产制造能力专业厂家 7
（四）营收和净利均持续稳定增长，净利润增速高于营收增速 9
二、光纤光缆行业正处于快速发展期，光纤光缆市场需求持续增长 17
（一）中国是全球重要的通信光纤光缆制造和消费地，产量逐年增长 18
（二）未来行业市场需求将持续增长，三大国有电信运营商是国内市场主要推动力 19
（三）产业链呈金字塔式竞争格局，本土企业市场优势明显 20
三、领先的市场地位和制造技术，能够棒纤线缆一体化生产 21
（一）处于领先的市场份额，具备多样化的产品结构和完善的业务链 21
（二）领先的生产制造技术和严格的质量控制体系，领先的研发创新能力 22
（三）公司积累了稳固的客户群体，具有领先的国际化业务 23
（四）经验丰富的管理层，高效的人才培养体制 24
四、公司募投项目介绍 24
五、公司财务分析 25
（一）盈利能力分析 25
（二）资本结构和偿债能力分析 26
（三）营运能力分析 29
（四）现金流分析 29
六、投资建议 32
七、风险提示 32

图表目录

图表 1 公司发展历程 6
图表 2 发行新股后股权关系 7
图表 3 主营产品介绍 7
图表 4 公司 2014-2017 年度营收和归母净利润（亿元）持续稳定增长（%） 9
图表 5 公司主营产品收入（亿元）及增速（%） 10
图表 6 公司主营产品构成（%） 10
图表 7 公司棒、纤、缆的产量变动情况 （万芯公里） 10
图表 8 公司棒、纤、缆的销量变动情况 10
图表 9 光棒和光纤自用率不断提升（%） 11
图表 10 2015 年来棒、纤、缆单位平均售价变动（万/芯公里） 11
图表 11 2015 年来公司的内、外销收入（亿元）及其增速（%） 12
图表 12 2015 年来公司外销收入占比上升（%） 12
图表 13 2015 年来光纤和光棒的收入结构变化（%） 12
图表 14 公司自产光纤主要使用自产光棒（万芯公里） 12
图表 15 2015 年来自产和外购光缆的收入占比和增速（%） 13
图表 16 公司自产光缆主要使用自产光纤（万芯公里） 13
图表 17 2015 年来自产和外购光缆的收入占比和增速（%） 13
图表 18 公司 2015 年来各产品毛利和综合毛利率不断提升（%） 14
图表 19 光纤预制棒和光纤构成公司毛利的主要来源（亿元） 14
图表 20 公司各产品自产毛利率均高于外购毛利率（%） 15
图表 21 公司主营业务毛利率与同行业上市公司光缆类产品毛利率相比处于较高水平（%） 15
图表 22 公司 2015 年来期间费用率总体稳中有升（%） 16
图表 23 公司期间费用率处于行业平均水平（%） 16
图表 24 公司销售费用率处于行业较低水平（%） 16
图表 25 公司管理费用率处于行业较高水平（%） 17
图表 26 公司财务费用率处于行业平均水平（%） 17
图表 27 2015 年来公司净利率呈现上升趋势（%） 17
图表 28 光纤光缆行业产业链 18
图表 29 2015 年后国内光棒供不应求（吨） 19
图表 30 2010-2016 年中国光纤预制棒行业自给率变化趋势（%） 19
图表 31 2010-2017 年全球及中国光纤产量情况（百万芯公里） 19
图表 32 2010-2017 年全球及中国光缆产量情况（百万芯公里） 19

图表 33 三大电信运营商的光纤光缆集采情况.....20
图表 34 竞争对手情况.....20
图表 35 运营商集采光纤光缆招标份额.....22
图表 36 公司的研发投入（亿元）及研发强度（%）逐年提升.....23
图表 37 截至 2017 年公司的研发技术人员占比达到 15%（%）.....23
图表 38 2017 年度公司前五大客户.....23
图表 39 2017 年度公司前五大供应商.....23
图表 40 公司部分高管简介.....24
图表 41 募投项目情况.....24
图表 42 募投项目主要内容.....24
图表 43 2014-2017 公司的总资产报酬率在同行业中处于较高水平（%）.....25
图表 44 2014-2017 公司的总资产净利率在同行业中处于较高水平（%）.....25
图表 45 2014-2017 公司的总资产报酬率在同行业中处于较高水平（%）.....26
图表 46 2014-2017 年公司的流动资产占总资产之比保持在 60%左右（%）.....26
图表 47 2014-2017 年公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和应收票据构成（%）.....26
图表 48 2014-2017 年公司应收账款占营收之比有所下降（%）.....27
图表 49 2014-2017 年公司一年以内应收账款占比保持在 95%左右（%）.....27
图表 50 2015 年来公司存货规模（亿元）有小幅波动.....27
图表 51 公司存货结构稳定由原材料、在产品和库存商品构成（%）.....27
图表 52 公司的流动比率处于同行业较高水平.....28
图表 53 公司的速动比率处于同行业较高水平.....28
图表 54 公司的资产负债率呈现下降趋势（%）.....28
图表 55 公司权益乘数处于行业平均水平.....28
图表 56 公司现金流动负债比处于行业较高水平.....28
图表 57 公司现金债务总额比在同行业中较高.....28
图表 58 公司应收账款周转率处于行业较高水平（次）.....29
图表 59 公司应收账款周转天数处于行业较低水平（天）.....29
图表 60 公司存货周转率高于同行业可比公司（次）.....29
图表 61 公司存货周转天数低于同行业可比公司（天）.....29
图表 62 2014-2017 公司经营性活动现金流情况（亿元）.....30
图表 63 2014-2017 年公司经营活动现金流入额主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成（%）.....30
图表 64 2014-2017 年公司经营活动现金流出额主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金构成（%）.....30
图表 65 2014-2017 公司投资活动现金流情况（亿元）.....31

图表 66 2014-2017 公司筹资活动现金流情况（亿元）.....31
图表 67 公司现金销售比处于行业较高水平（%）.....32
图表 68 公司全部资产现金回收率处于行业较高水平（%）.....32

一、专注于光纤预制棒、光纤和光缆相关产品，业绩稳定增长

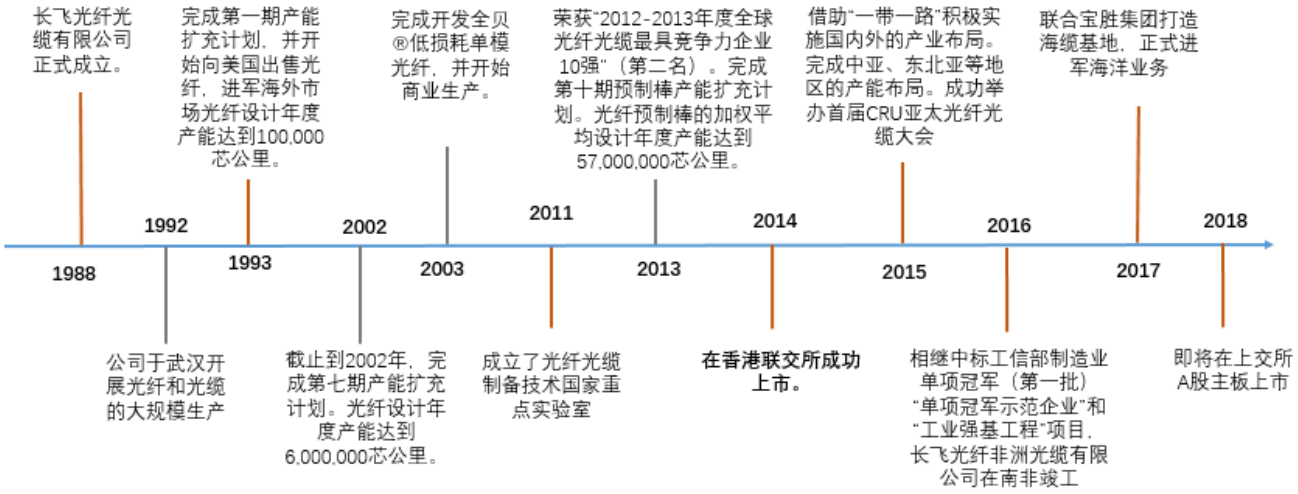
公司是一家于 1988 年 5 月在湖北省武汉市注册成立的中外合资企业，2014 年 12 月在香港联交所主板上市，公司主要生产和销售通信行业广泛采用的各种标准规格的光纤预制棒、光纤、光缆，基于客户需求的各类特种光纤、光缆，以及射频同轴电缆、配件等产品，公司拥有完备的集成系统、工程设计服务与解决方案，能为世界通信行业及其他行业（包括公用事业、运输、石油化工及医疗）提供各种光纤光缆产品及相关解决方案，在全球 60 多个国家和地区提供优质的产品与服务。

（一）始终深耕于光纤光缆行业，不断扩充产能布局

1、公司历史沿革

公司前身长飞有限由武汉光通信、武汉信托与荷兰飞利浦于 1988 年 5 月设立，注册资本为 2900 万荷兰盾，2013 年 12 月长飞有限整体变更为股份有限公司，总股本约 4.80 亿元，2014 年 12 月公司公开发行 H 股 15987 万股，并在香港联交所上市，发行后的注册资本为 约 6.39 亿元，2015 年增资后注册资本为 6.82 亿元。

图表 1 公司发展历程



资料来源：公司官网，华创证券

2、公司业务发展

公司自设立以来，深耕于光纤光缆行业，主营业务未发生重大变化，产能不断扩充，业务布局不断拓展。1992 年于武汉开展光纤和光缆的大规模生产，1993 年完成了第一期产能扩充计划，并开始向美国出售光纤，开始进军海外市场，光纤设计年度产能达到 100,000 芯公里。1999 年在市场推出骨架式带状光缆、标准全介质自承式光缆、光纤复合架空地线及室内光缆，令产品线更多元化。2003 年完成开发全贝®低损耗单模光纤，并开始商业生产。2013 年完成第十期预制棒产能扩充计划，光纤预制棒的加权平均设计年度产能达到 57,000,000 芯公里。2015 年完成中亚、东北亚等地区的产能布局；2017 年联合宝胜集团打造海缆基地，正式进军海洋业务。

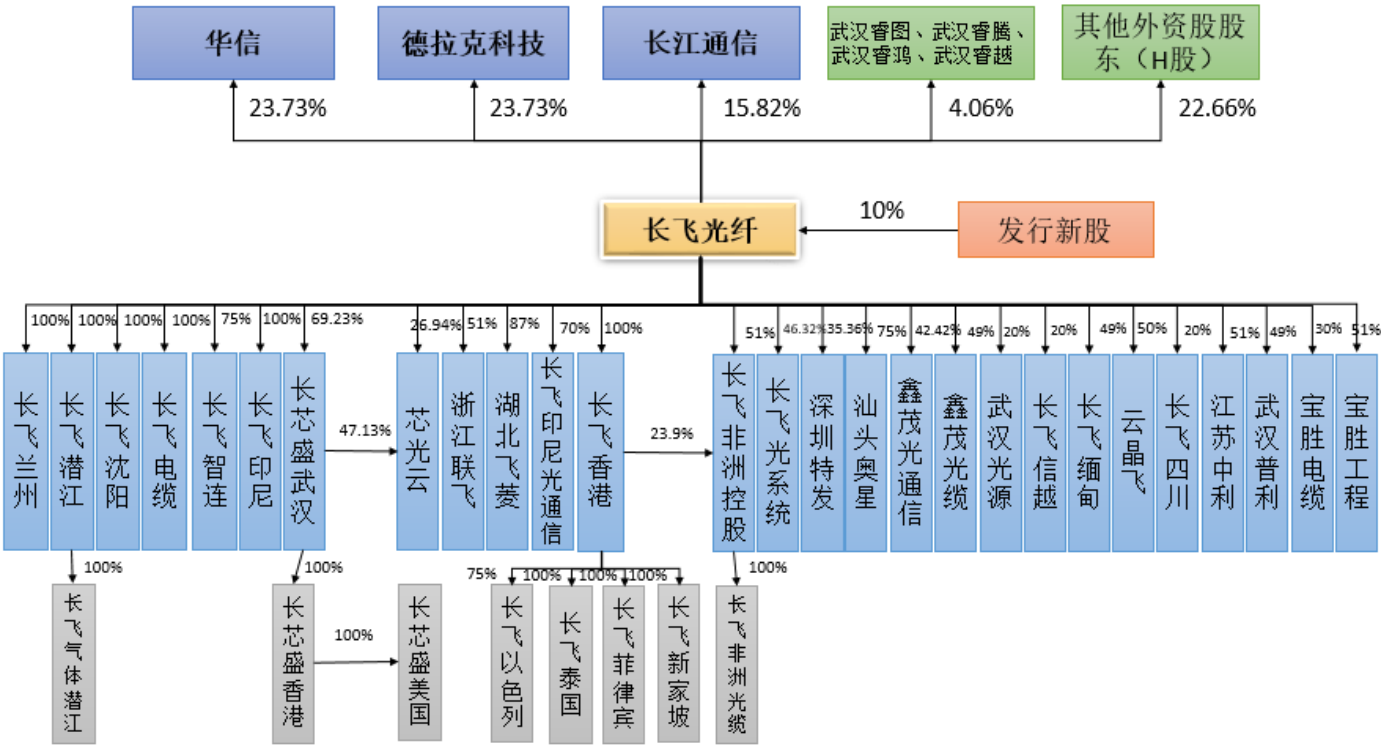
（二）股票发行后股本增至约 7.58 亿股，不存在控股股东

发行前公司总股本为约 68211 万股，股票发行后股本增至约 75790 万股，发行新股占公司发行后总股本的比例为 10%；公司不存在控股股东和实际控制人。新股发行后，持有公司股份总数 5%以上的股东共有 3 家，为华信、德拉克科技和长江通信，分别持有公司 23.73%、23.73%和 15.82%的股份。公司股权结构分散，单一股东无法控制

董事会和股东大会，持股 5%以上的股东之间不存在一致行动关系，并且也不存在虽不是公司股东，但通过投资关系、协议或者其他安排能够实际支配公司行为的主体，因此公司不存在控股股东和实际控制人。

公司有分公司 2 家，即长飞北京分公司、长芯盛北京分公司，子公司 22 家，其中境内子公司 11 家，境外子公司 11 家，此外公司合营企业有 12 家，联营企业有 2 家，其他参股公司共 4 家。长飞北京分公司成经营范围为销售总公司生产的光缆及其附件、组件和材料，长芯盛北京分公司经营范围为光纤光缆等产品的研发、技术服务及咨询。境内子公司分布在辽宁、甘肃、浙江、深圳等地，分别负责原料、产品、服务和解决方案的研发、制造到销售，境外子公司分布在香港、美国、非洲、东南亚等地，分别负责进出口贸易，境外产品和服务的研发、制造和销售等。

图表 2 发行新股后股权关系

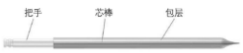


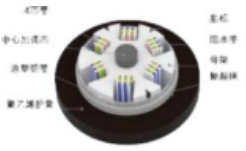
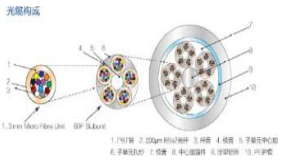
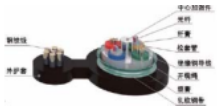
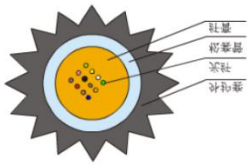
资料来源：招股说明书，华创证券

（三）专注于光纤预制棒、光纤及光缆，业内少数具备棒纤缆一体化生产制造能力专业厂家

公司主要生产和销售通信行业广泛采用的各种标准规格的光纤预制棒、光纤及光缆，是行业内少数拥有棒纤缆一体化生产制造能力的专业厂家。同时，公司也设计并定制客户所需各种规格的特种光纤及光缆，包括特种集成系统等，主要应用于现代通信网络的建设。此外，公司还销售其他光纤光缆相关的产品、提供光纤光缆相关服务，包括光纤配线产品及连接器、数据中心布线产品及生产设备等产品（例如光纤拉丝塔），及其相关安装服务。除实体产品外，公司还利用先进的技术与专业知识为客户提供各种增值解决方案的服务， 包括在客户部署和使用公司产品过程中针对客户需求而提供的布线设计和构造咨询服务、测试服务、设备安装咨询服务以及定制培训计划。

图表 3 主营产品介绍

产品类型	产品名称	产品示意图	公司主要产品种类	产品简介及应用
光纤预制棒	光纤预制棒		公司能够生产长度为 500 毫米至 3,050 毫米，直径为 33 毫米至 206 毫米的多种型号的光纤预制棒，包括全系列单模、	全面配合公司生产，光纤产品。较长且直径较大的光纤预制棒在后续光纤拉丝过程中需要较少准备工序，能以

			多模和特种光纤预制棒等	更具成本效益的方式生产更多光纤。
光纤	单模光纤		全贝®低水峰单模光纤，全贝®+低损耗单模光纤，全贝®超强超低损耗单模光纤，易贝®弯曲不敏感单模光纤，远贝®截止波长位移单模光纤，大保实®大有效面积非零色散位移单模光纤等。	公司能够生产 19 种标准光纤，包括 9 种单模光纤和 10 种多模光纤，以及多种特种光纤。产品主要用于骨干网、城域网、接入网、基站和消费电子等场合。公司的大保实®G.655 光纤广泛应用于高速远程网络系统，是迄今为止光纤光缆行业所获得的最高级别的国家科技进步奖。公司的 G.652D 低水峰光纤是目前中国最主流的单模光纤产品之一，广泛用于骨干网光缆等长距离传输光缆。
	多模光纤		62.5/125μm 多模光纤，高贝®62.5/125μm 多模光纤，50/125 μm 多模光纤，超贝®OM2+/OM3/OM4 多模光纤，超贝®宽带 OM5 弯曲不敏感多模光纤等。	
光缆	室内光缆	 蝶形引入光缆	蝶形引入光缆、自承式蝶形引入光缆、管道引入蝶形光缆、紧套光纤、单芯光缆、大芯数混合分支光缆、室内圆形光纤带光缆、带状扁平光缆、多芯分支光缆、双芯扁平光缆等	公司光缆产品主要为骨干网、城域网、接入网、基站等场合提供光传输通道。室内光缆主要用于建筑物内的通信设备、计算机、交换机和终端用户的设备等，用于室内通信设备的信息传递。
	室外光缆	 骨架式光纤带 A 护套光缆	A 护套光缆、Y 护套纵包钢带铠装 PE 护套光缆、非金属加强芯 Y 护套光缆、中心管式 Y 护套光缆、层绞式 A 护套光纤带光缆、骨架式光纤带 A 护套光缆等	室外光缆是敷设在室外的光缆，因而需要持久耐用，外包装厚且具有耐压耐腐蚀、抗拉等一些机械特性、环境特性。例如骨架型带状光缆，尤其适合中继网及接入网。
	小型化光缆		一小型化的 300 芯复合层绞式管道光缆;一小型化的 60 芯-144 芯层绞式管道光缆;一48 芯-144 芯小型化的层绞式室外用气吹微缆	公司基于传统凝胶填充光缆创新开发了全干式小型化光缆。产品有助电缆抗潮湿，更易安装。该种光缆尺寸小、重量轻，因此可应用于骨干网、接入网及光纤到户建设。
	分布式基站用光缆	 接入网用 8 字型光电混合缆	接入网用 8 字型光电混合缆、接入网用光电混合缆、无线射频拉远单元用光电混合缆等	光电混合缆可同时传输电力及光信号，主要用于 3G 或 4G 分布式基站的集中直流远供电源系统，能加强电力供应的维护及监控。
	气吹微管微缆		中心束管式微型气吹光缆；修复直接头；微管盘留支架；微管接头；气吹微管；气吹光纤束等	气吹微管微缆使用直径 200 微米的弯曲不敏感光纤，可减小光缆直径，使光缆不仅保持硬度适中且重量轻便。
特种光纤和产品业务	特种产品包括特种光纤、特种光缆和器件、光纤安防和光纤照明等集成产品。保偏光纤主要用于检测领域，如光纤陀螺仪面向导航仪器客户；色散补偿光纤主要面向设备集成商；大芯径光纤主要面向激光器领域的客户；特种光缆和器件是利用特种光纤制作的光缆和器件，客户群与特种光纤相同；光纤安防系统用于各种高档区域、防爆区域等周界安全防护；光纤照明系统主要面向高档建筑领域和有防爆需求领域的太阳光照明。			
ODN 与数据中心布线业务	ODN 产品主要用于接入光纤网络布线场合，主要面向通信运营商、建筑商、集成商和一般消费者。数据中心布线产品主要用于实现数据中心传输网络布线，主要用于优化电信网络运营商、互联网公司及其它数据中心的布线解决方案			
咨询服务	咨询服务主要用于企业园区、政企客户等的光纤网络综合接入、视频监控和门禁安防系统等弱电集成建设等服务。客户包			

与解决方案	括通信运营商、房地产开发商、政企客户、集成商等。分布式基站布线解决方案用于 4G 网络建设中的线缆连接，客户主要为通信运营商；隐形缆室内布线解决方案用于用户室内布线，客户主要包括通信运营商、集成商和个人消费者等；农村光纤网络布线解决方案客户主要为通信运营商；光纤网络智慧园区、社区解决方案，用于商业园区和社区的光纤基础网络建设，客户主要包括通信运营商、房地产开发商、互联网公司、政企网客户等

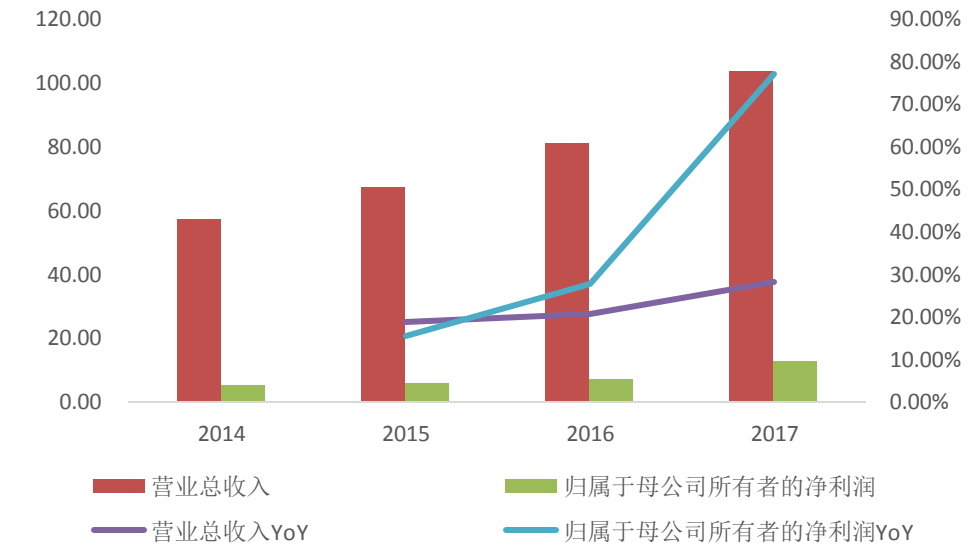
资料来源：招股说明书，华创证券

（四）营收和净利均持续稳定增长，净利润增速高于营收增速

1、上游产品销量较高，反倾销政策推动光棒价格上涨

公司营业收入和净利润均持续稳定增长，营收年增速保持在 20%左右，净利润增速逐步超出营收增速。公司营业收入从 2014 年的 56.84 亿元增长至 2017 年的 103.66 亿元，复合增速为 22.18%；归母净利润从 2014 年的 4.88 亿元增长至 2017 年的 12.68 亿元，复合增速为 37.48%。公司经营业绩的持续增长一是由于近几年国内三大国有电信运营商 4G 网络基础设施建设的大力发展及“互联网+”等国家战略的持续推进实施，使得光纤光缆行业市场需求向好，公司业务量快速增长。二是受益于商务部对日美进口光纤预制棒实施的反倾销措施，光纤预制棒和光纤单位平均售价持续提升；三是由于公司不断拓展境外市场，扩大客户范围和市场空间，使得境外销量有所增长。

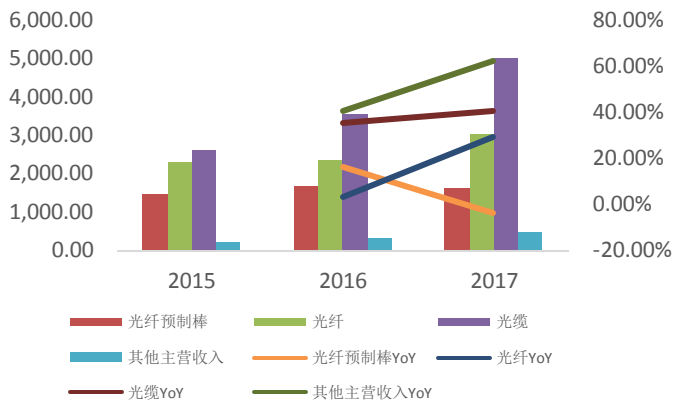
图表 4　公司 2014-2017 年度营收和归母净利润（亿元）持续稳定增长（%）



资料来源：wind，华创证券

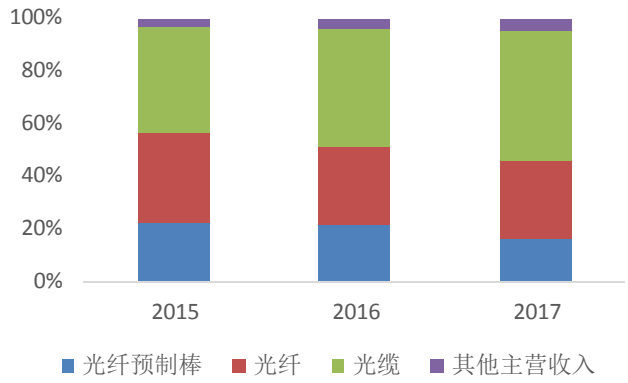
从主营业务收入的产品构成来看，在光纤预制棒、光纤和光缆三大主营收入来源中，光缆的旺盛需求使得光缆收入增速最快，占比最最高且呈上升趋势。三类产品 2015 年来合计占主营业务收入的比重均保持在 95%以上。2015 年来公司光纤和光纤预制棒类产品销售收入占主营业务收入比重整体呈下降趋势，主要是受光缆类产品市场需求持续旺盛影响，光缆类产品销售规模的快速增长，其销售收入占主营业务收入比重相应提高；同时，由于公司光纤光缆产能不断提升，光纤和光纤预制棒类中间产品中光纤预制棒用于光纤生产、光纤用于光缆生产的数量逐步提高，两类中间产品合计对外销售数量整体有所下降。

图表 5 公司主营产品收入（亿元）及增速（%）



资料来源：wind，华创证券

图表 6 公司主营产品构成（%）

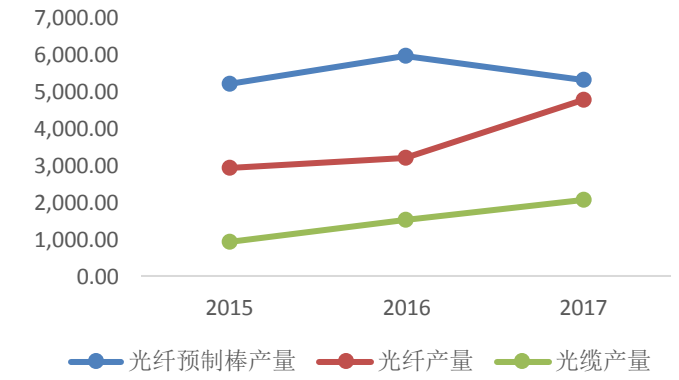


资料来源：wind，华创证券

新厂投产使得光纤、光缆对的产能 2015 年来逐年上升，光棒的产能比较稳定；光缆的旺盛需求使得光棒、光纤外销量有所下降，光缆的销量逐年上升。产能方面，2015 年公司一年内相继在兰州，沈阳，杭州成立光纤光缆厂，之后先后投产并扩大实际产出规模，使得公司光缆产能有所提升；2017 年子公司长飞潜江及浙江联飞投产，使得光纤产量大幅上升；**销量方面，**受益于近几年国内三大电信运营商 4G 网络基础设施建设的大力发展及“宽带中国”、“互联网+”等国家战略的持续推进实施，光缆行业需求旺盛，公司光缆销量实现快速持续增长；光纤产能的提高使得自产光纤的对外销量和占比较上年大幅提升，带动了光纤销量的提升；但由于光缆的需求旺盛，光棒、光纤自用的比例也上升，整体使得外销量降低。

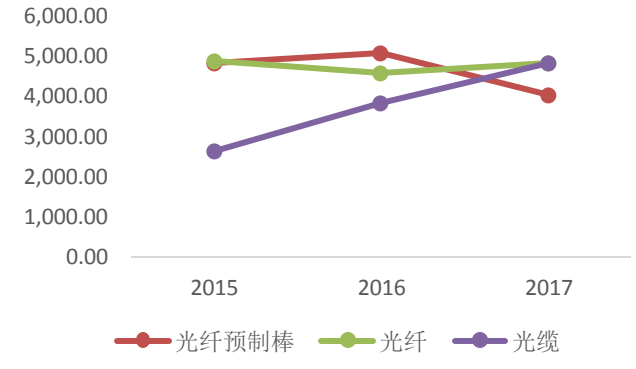
公司上游产品的产量大于下游产品的产量，销量差距呈现缩小趋势。公司通常优先投放资源于需要较先进生产技术、利润率普遍高于光缆的光纤预制棒、光纤等优质及高附加值生产业务，上游产品的产量显著高于下游产品产量。公司会有策略在满足自身生产需要的前提下，将部分光纤预制棒和光纤外销，以满足市场需求并提高利润水平，由于上游产品外销率的降低和外购光缆的增加，使得销量的差距在缩小。

图表 7 公司棒、纤、缆的产量变动情况 （万芯公里）



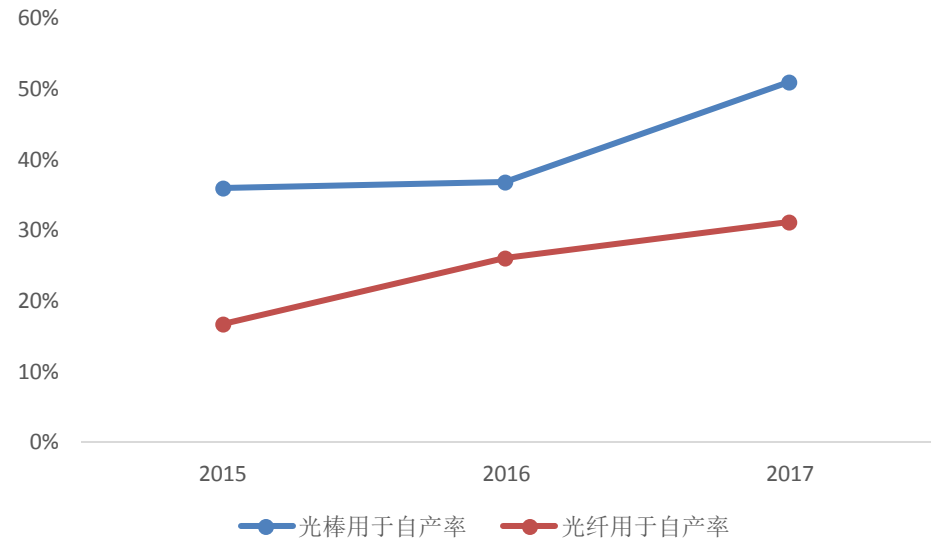
资料来源：招股说明书，华创证券

图表 8 公司棒、纤、缆的销量变动情况



资料来源：招股说明书，华创证券

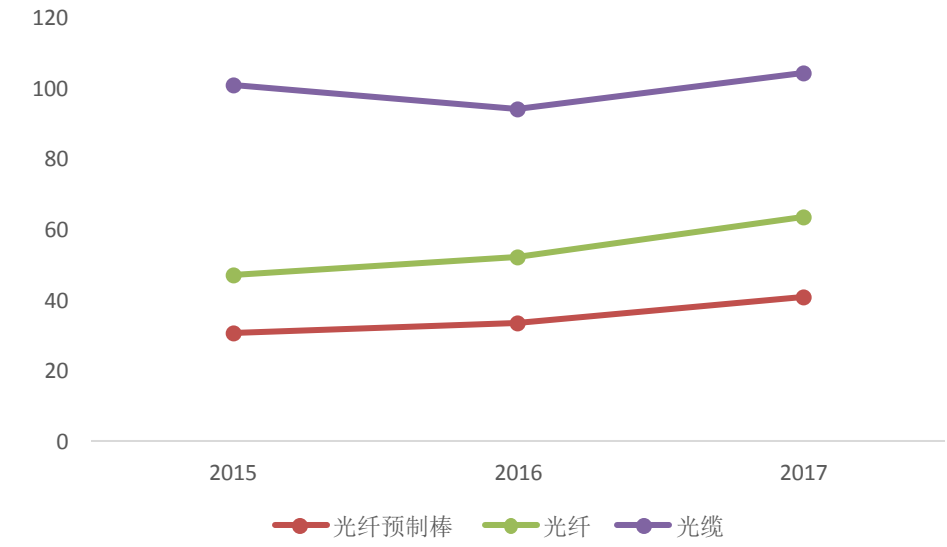
图表 9　光棒和光纤自用率不断提升（%）



资料来源：招股说明书，华创证券

2015 年来光棒、光纤单价持续上升，光缆单价比较稳定。2015 年起，受益于商务部对日美进口光纤预制棒实施的反倾销措施，光纤预制棒的采购从国外转向国内，受光缆市场需求旺盛的影响，国内光纤预制棒供应紧张，售价随之上涨。光纤预制棒价格上涨同时带动光纤售价的上调，且三大国有电信运营商自 2016 年四季度起逐渐提高光纤光缆集采价格，使光纤价格持续上涨；此外公司自产光纤单位平均售价高于外购光纤的单位平均售价，主要是由于公司外购并对外销售的光纤主要为单模光纤，自产并对外销售的光纤则包括特种光纤和多模光纤，而该等光纤单位平均售价较单模光纤相对较高。

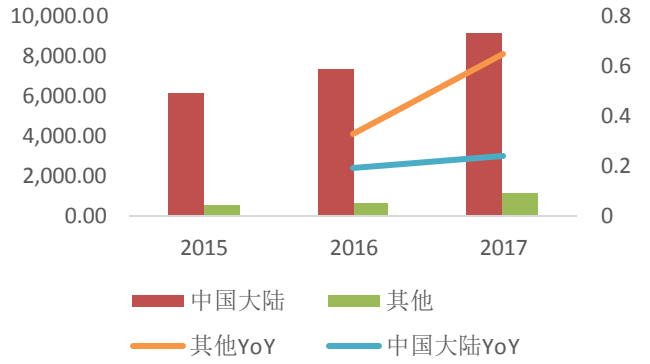
图表 10　2015 年来棒、纤、缆单位平均售价变动（万/芯公里）



资料来源：招股说明书，华创证券

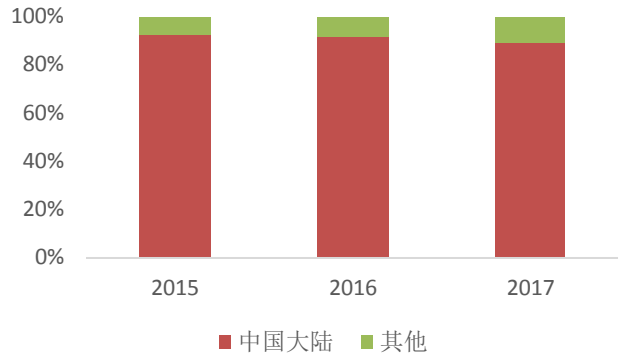
从收入的区域构成来看，公司的营收以内销为主，外销收入近年来呈上升趋势。公司营业收入中绝大部分来自于国内，2015 年来来自国内客户的销售收入占比超过 85%，该比例随着公司国际化战略的稳步推进而逐渐有所下降。随着公司不断拓展境外市场，扩大客户范围和市场空间，境外销量增加，使得境外收入的增速超过了境内的增速，且占比不断提升。

图表 11 2015 年来公司的内、外销收入（亿元）及其增速（%）



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 12 2015 年来公司外销收入占比上升（%）



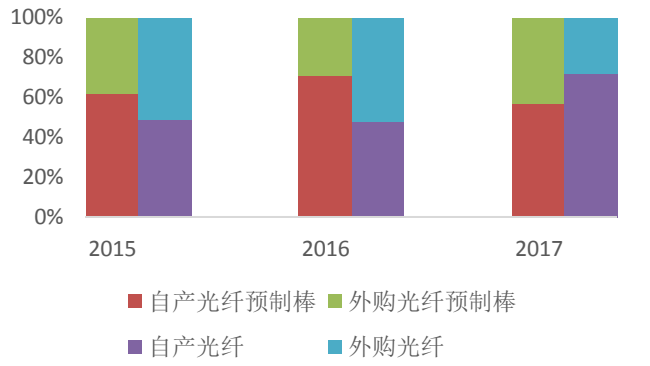
资料来源：招股说明书，华创证券

2、销售额的自产和外购比例调整，向毛利较高的自产倾斜

光棒的销量主要来自自产，自产光棒各有一半用于外销和自用，外购光棒主要用于外销；但是自产光棒 2017 年自用率明显上升。公司优先投放资源于需要较先进生产技术、利润率普遍高于光缆的光纤预制棒，优先满足自用后再外销提高利润率。外购光棒成本较高，主要用于弥补销量的不足，而非自用。

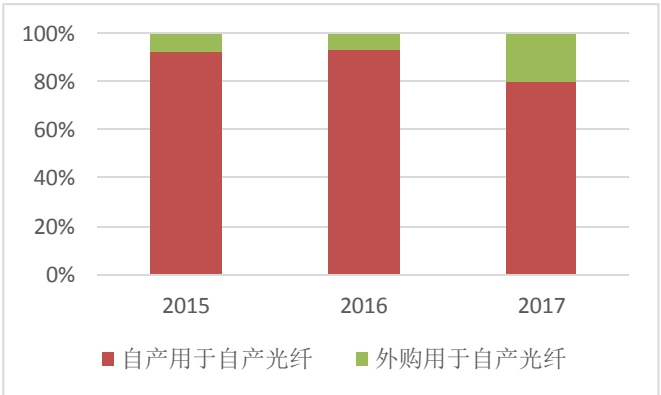
光纤的销量来自自产和外购的各占一半，2017 年自产销量显著增长。自产和外购光纤均较大比例用于外销；自产光纤主要使用的是自产光棒。2017 年公司显著减少了光纤的外购量，使得自产销量提升，自产毛利率较高使得自产光纤收入的贡献度显著提升。自产光缆主要使用的是自产光纤，公司的自产光纤优先满足自用后仍然有大比例用于外销，以提高利润率。生产光纤使用的外购光棒占比提高，是由于 2017 年公司光棒的产量降低，加大了对外采购量。

图表 13 2015 年来光纤和光棒的收入结构变化（%）



资料来源：招股说明书，华创证券

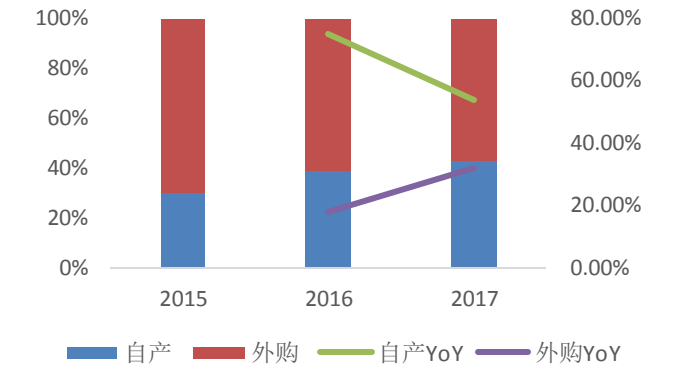
图表 14 公司自产光纤主要使用自产光棒（万芯公里）



资料来源：招股说明书，华创证券

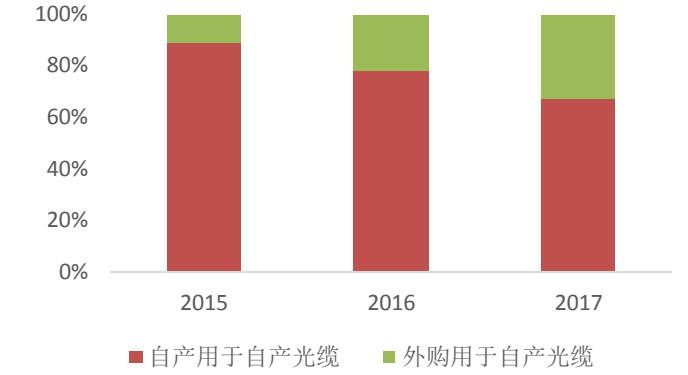
外销的光缆主要来自外购，但自产收入的增速大于外购收入的增速，自产光缆销售规模及占比均呈上升趋势；自产的光缆主要来自自产光纤。公司的资源优先投放上游产品，下游产品产量相对较少，因此公司外购光缆占比较高仍需扩大对外光纤采购量并销售。但从外销的光纤来源构成看，2015-2017 年自产光纤产量逐年攀升，复合增速 56%，自产占比也逐年上升，从 2015 年 30%到 2017 年达到 40%；外购光缆增速较低，复合增速 25%，占比下降。自产光缆的毛利率较高，有利于光缆整体毛利率和净利润的提高。生产光缆使用的光纤占比 2017 年有所减少，由于光缆需求上升，外购的光纤更大比例被用于生产光缆。

图表 15　2015 年来自产和外购光缆的收入占比和增速（%）



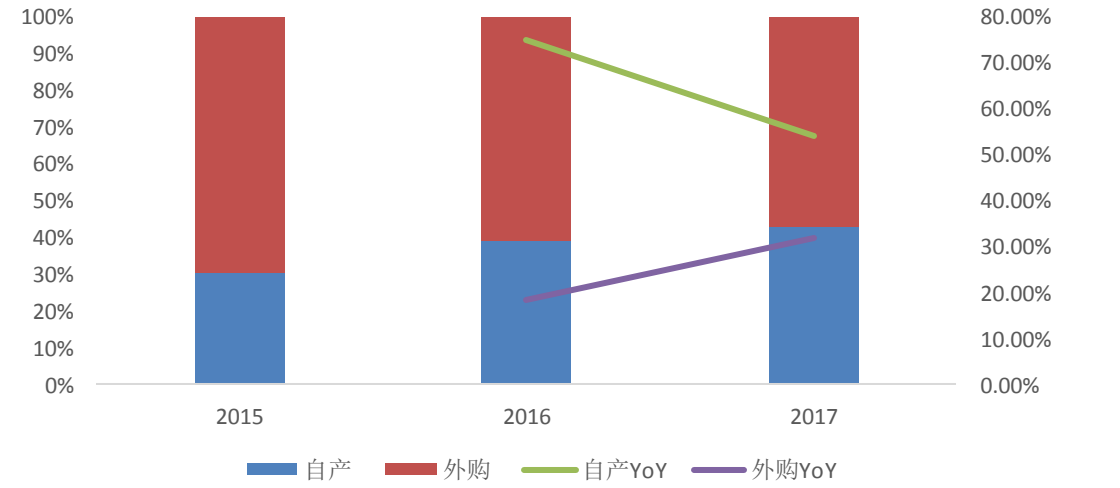
资料来源：招股说明书，华创证券

图表 16　公司自产光缆主要使用自产光纤（万芯公里）



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 17　2015 年来自产和外购光缆的收入占比和增速（%）



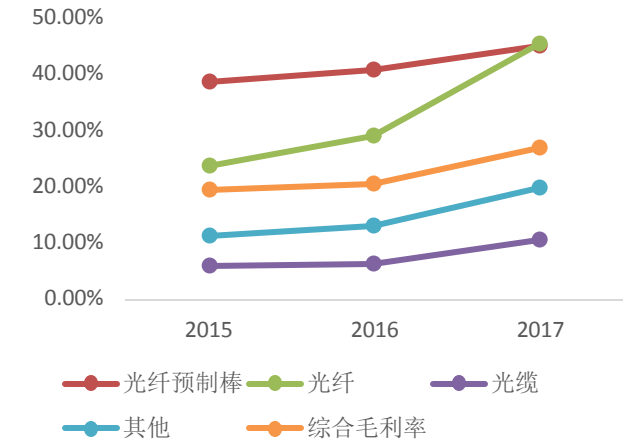
资料来源：招股说明书，华创证券

3、上游产品和自产产品毛利率较高，反倾销推动光棒毛利提高

2015 年来，公司综合毛利率以及各主营业务毛利率均不断提升，盈利能力良好。公司是国内少数能够大规模一体化生产开发光纤预制棒、光纤和光缆的企业之一，凭借着雄厚的技术储备和稳定的客户群体，得以在激烈的市场竞争中保持足够的影响力和吸引力，占据优势地位。2015 年起，随着光纤和光纤预制棒售价的上调及自产和外购产品比例结构的调整，公司主营业务毛利率持续上升。

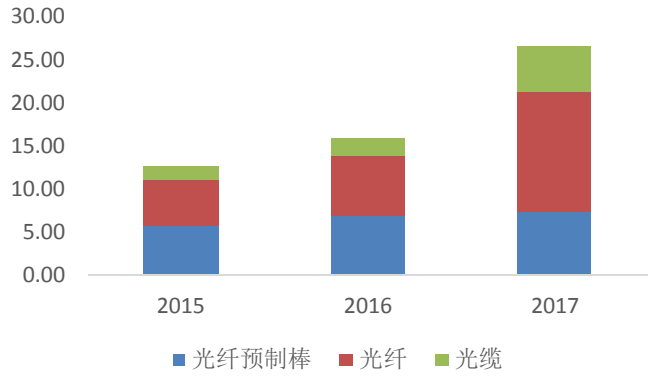
光纤和光纤预制棒的毛利率高于光缆的毛利率，是公司的最主要利润来源。从营业收入的构成看，光缆收入占比最大，但从毛利看，光缆最低，而光棒和光纤的毛利则要高于光缆，光棒和光纤的毛利率也较高，作为棒纤缆一体化生产生产商，虽然光缆是公司最主要营收来源，但是光棒和光纤由于技术含量高，附加值高，成为了公司的主要利润来源。

图表 18 公司 2015 年来各产品毛利和综合毛利率不断提升（%）



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 19 光纤预制棒和光纤构成公司毛利的主要来源（亿元）



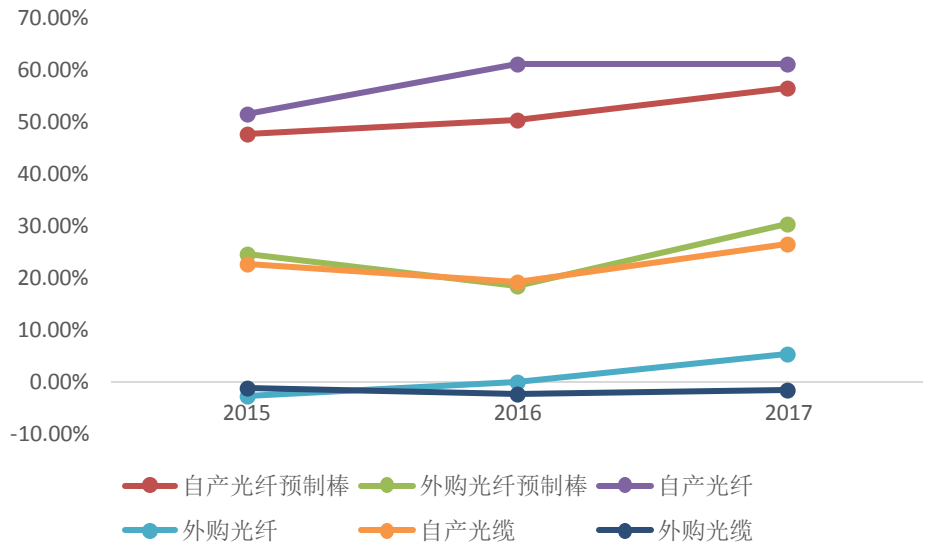
资料来源：招股说明书，华创证券

光纤预制棒毛利率提升主要由于光纤预制棒反倾销措施带来的产品售价的提升。2015 年起，受益于商务部对日美进口光纤预制棒实施的反倾销措施，光纤预制棒的采购从国外转向国内，受光缆市场需求旺盛的影响，国内光纤预制棒供应紧张，售价随之上涨；对于外购光纤预制棒，基于多年良好合作关系，供应商向公司出售的光纤预制棒会给予一定折扣，光纤预制棒毛利率持续上升。

光纤和光缆毛利率持续上升，主要是因为自产销售收入占总销售收入的比重逐年增加。光纤预制棒价格上涨同时带动光纤售价的上调，且三大国有电信运营商自 2016 年四季度起逐渐提高光纤光缆集采价格，公司光纤光缆产能大幅增加，销量提升的同时其中自产比例大幅提高，而较外购光纤光缆相比，自产产品单位平均成本相对较低，毛利率相对较高，因此带动光纤光缆整体毛利率提升。

公司各产品自产毛利率均高于外购毛利率。自产光纤预制棒高于外购的原因主要是外购成本较高，光纤预制棒海关进口价在 2015 年来持续上升，且 2015 年起，进口光预制棒反倾销税使得 2016 年光纤预制棒的采购成本相比上年有较大幅度增长；2015 年来公司自产光纤单位平均售价高于外购光纤的单位平均售价，主要是由于公司外购并对外销售的光纤主要为单模光纤，自产并对外销售的光纤则包括特种光纤和多模光纤，而该等光纤单位平均售价较单模光纤相对较高，使得自产光纤的单位平均售价高于外购光纤。公司自产光缆成本相对较低，毛利率相对较高。

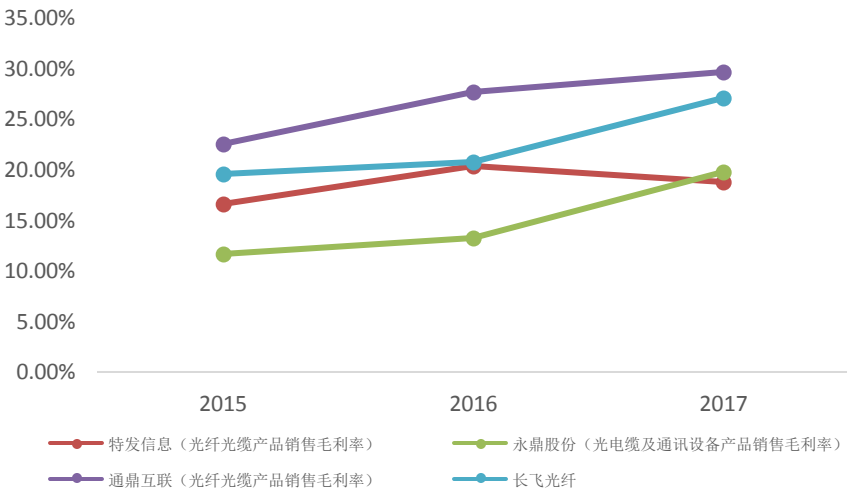
图表 20 公司各产品自产毛利率均高于外购毛利率（%）



资料来源：招股说明书，华创证券

公司主营业务毛利率与同行业上市公司光缆类产品毛利率相比处于较高水平。深耕行业数十年，公司已掌握光纤预制棒的核心设计和生产技术并实现量产，而光纤预制棒毛利率相对较高，使得公司整体毛利率高于行业内大多仍处于技术引进和产能扩大阶段的同行业上市公司。2015 年来随着光纤预制棒售价的持续上调，公司光纤和光纤预制棒产品毛利率持续提升，而对行业内大多需通过外购光纤预制棒满足自身光纤生产需求的公司，在其光纤光缆类产品销售结构保持不变的情况下，光纤预制棒售价的上调将对其盈利能力产生不利影响；且受公司光纤和光纤预制棒和光缆产能的持续提升影响，公司主营产品中自产占比有所提升，而自产光纤预制棒、光纤和光缆的毛利率相对较高，从而拉升各类产品整体毛利率水平。

图表 21 公司主营业务毛利率与同行业上市公司光缆类产品毛利率相比处于较高水平（%）

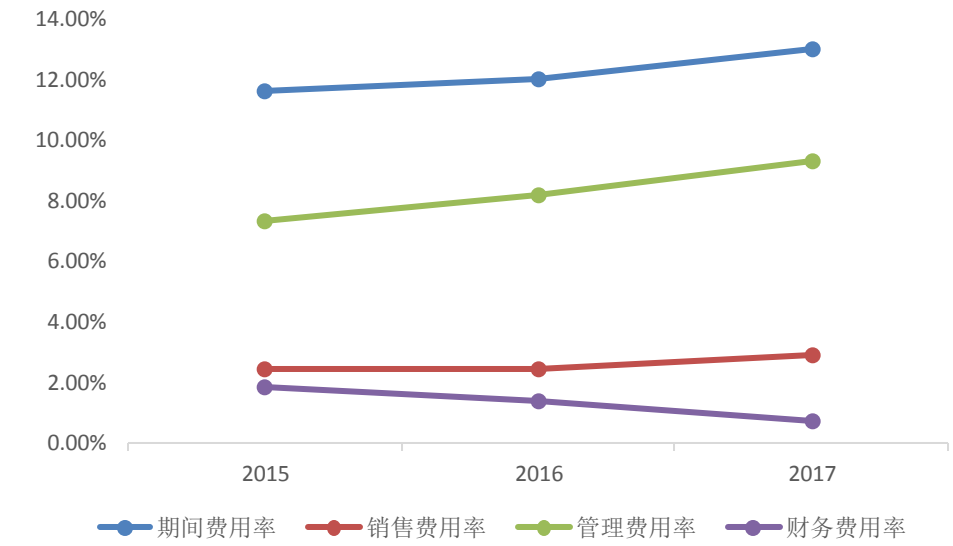


资料来源：招股说明书，华创证券

公司 2015 年来期间费用率总体稳中有升。2015 年度、2016 年度和 2017 年度，公司期间费用合计占营业收入的比重分别为 11.63%、12.01%和 13.03%，期间费用占营业收入比重整体较为稳定，略有上升，保持在合理范围内。销售费用整体呈增长趋势，主要是由于公司经营和销售规模的拓展以及产品销量的提升所致；管理费用增长原因主要为加大了研发投入以及随着业务拓展，各项管理费用增加，新设子公司，加上上市申报需要前期研究等；公司财

务费用呈现降低趋势，主要为利息支出和净汇兑亏损/（收益）。2016 年以来，公司继续对银行贷款进行结构调整，通过增加人民币贷款来降低人民币兑美元和欧元汇率贬值导致的汇兑净损失。

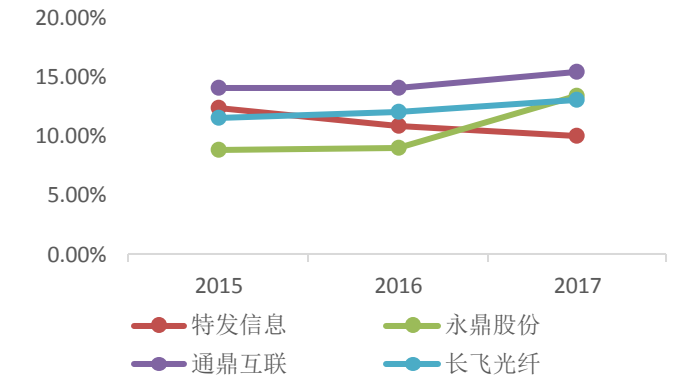
图表 22　公司 2015 年来期间费用率总体稳中有升（%）



资料来源：wind，华创证券

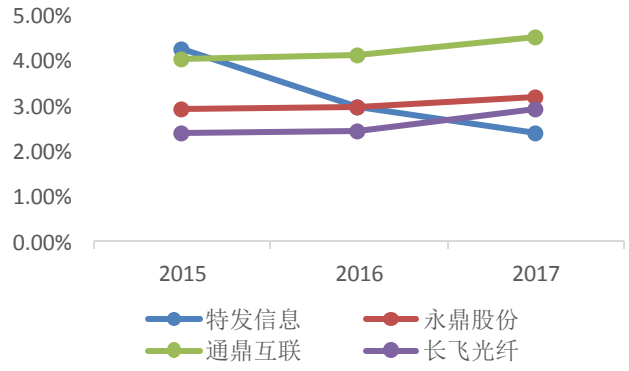
公司期间费用率处于同行业平均水平，销售费用率低于同行业上市公司，管理费用高于同行业上市公司。公司销售费用率较高的主要原因为公司成立时间较早，专注于光纤光缆行业数十年，相应销售网络、团队配置等均处于较为成熟且相对稳定的时期，产品供不应求，销售网络相对健全，在以三大国有电信运营商为代表的客户招投标中具备中标优势；公司管理费用率高于同行业上市公司平均值，主要是由于随着公司经营规模的持续扩大，子公司数量快速增长，且基本处于筹建期，员工工资等相关费用有所上升；此外，公司持续加大研发力度，扩充研发人员数量，研发费用相关投入整体呈快速上升趋势，进而使其管理费用规模处于较高水平。

图表 23　公司期间费用率处于行业平均水平（%）



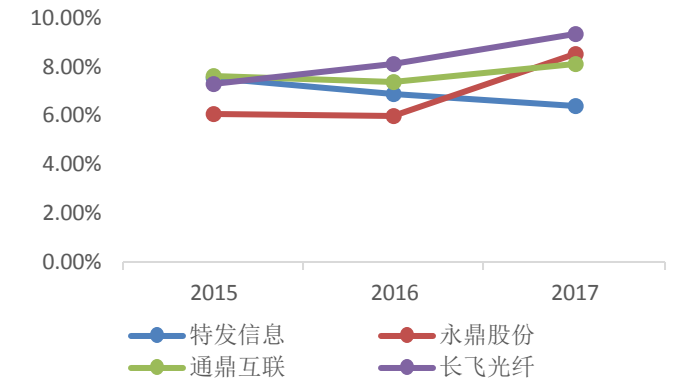
资料来源：wind，华创证券

图表 24　公司销售费用率处于行业较低水平（%）



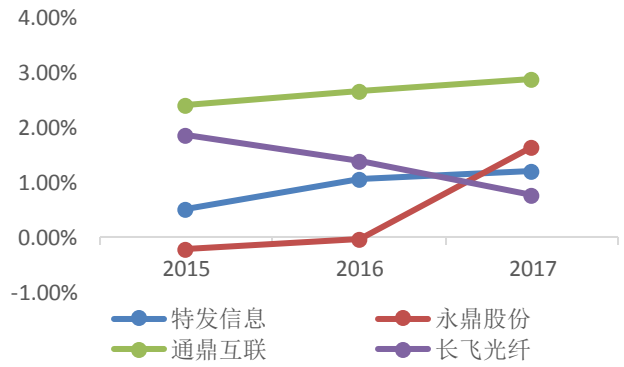
资料来源：wind，华创证券

图表 25　公司管理费用率处于行业较高水平（%）



资料来源：wind，华创证券

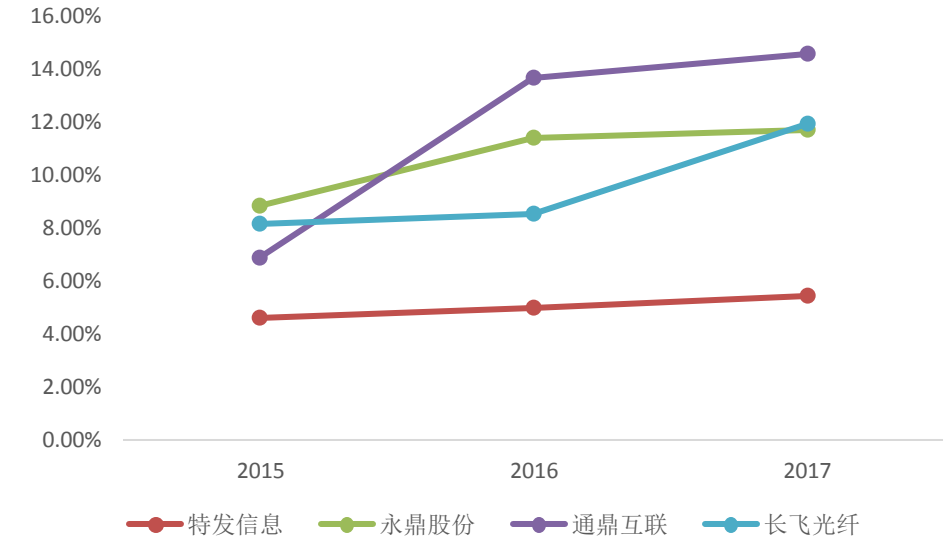
图表 26　公司财务费用率处于行业平均水平（%）



资料来源：wind，华创证券

公司净利率 2015 年以来呈现上升趋势，处于同行业平均水平。2015 和 年，公司销售净利率超过行业平均水平，主要是一是凭借公司光纤和光纤预制棒产品售价处于上升趋势，使得毛利率处于较高水平，进而使得销售净利率整体处于较高水平；二是由于良好的费用控制能力和所处发展阶段和现有业务模式使得公司销售费用率显著低于同行业上市公司水平。2017 年度，公司销售净利率较 2016 年提升且高于行业平均水平，主要是因为一是受益于光纤预制棒售价新一轮增长与三大国有电信运营商提高光纤光缆集采价格的影响；二是公司各项产品产能均有所提升，自产销售规模及占比均呈上升趋势，而公司自产成本相对外购成本较低，进而拉升整体毛利率，使得销售净利率同步提高。

图表 27　2015 年来公司净利率呈现上升趋势（%）



资料来源：招股说明书，华创证券

二、光纤光缆行业正处于快速发展期，光纤光缆市场需求持续增长

公司一直致力于光纤预制棒、光纤和光缆的研发与生产，处于光纤光缆行业，是国内为数不多能够实现棒纤缆一体化业务模式的公司之一。光纤光缆行业是一个产品较为专业化的行业，主要经营模式为上游厂家通过采购原材料制造光纤预制棒，售予光纤制造企业；光纤制造企业将光纤预制棒加工成为光纤，再由光缆制造企业将光纤加工成为光缆，销售给终端客户。行业的终端客户主要为三大国有电信运营商、专网客户以及部分互联网企业等。而公司在行业深耕多年，逐步向上下游产品延伸，实现了棒纤缆一体化生产，但由于光纤预制棒和光纤和利润率要高于

光缆，因此公司在满足自身生产需要前提下将部分光纤预制棒和光纤外销，以提高利润水平。同时由于公司产量尚不能完全满足下游需求，公司也向行业内合作伙伴购买产品，形成自产和外购相结合的业务模式。

上游产业主要是石英管材、四氯化锗、四氯化硅、光纤涂料和 PE 材料等光纤光缆原材料和制造设备生产行业。上游行业的景气情况影响光纤光缆产品供给的稳定性，质量、生产成本和产品差异化等方面，而且目前上游原材料厂商数量增多，竞争程度加强，将增强公司对上游的议价能力。下游行业除了三大电信运营商，还包括医学激光、军事传感、通信安防和智能电网等新兴产业。云计算、物联网、5G 建设都将拉动对光纤光缆需求。

图表 28　光纤光缆行业产业链

资料来源：招股说明书，华创证券

（一）中国是全球重要的通信光纤光缆制造和消费地，产量逐年增长

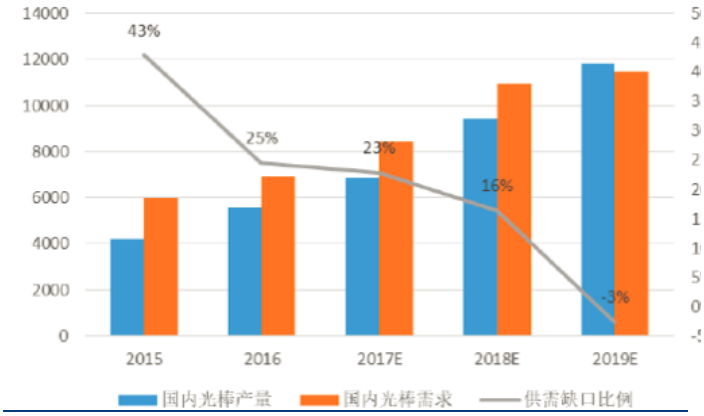
1、全球和中国光纤光缆行业稳步发展，电信运营商投资光纤网络将带动需求增长

我国已经成为全球最重要的通信光纤光缆制造基地，也是全球最重要的通信光纤光缆消费市场之一。全球和中国光纤光缆行业产品开发能力稳步提升，生产工艺持续改进。我国光纤光缆行业从生产光缆起步，到生产光纤，再到取得光纤预制棒技术的重大突破。行业客户集中度逐渐提升，集中采购的方式较普遍，价格和企业综合实力成为影响销售重要因素。5G 商用等规划将带动光纤网络基础设施的持续投资，刺激通信光缆等基础产品市场需求增长。

2、各细分市场产量不断增加，生产技术不断提高

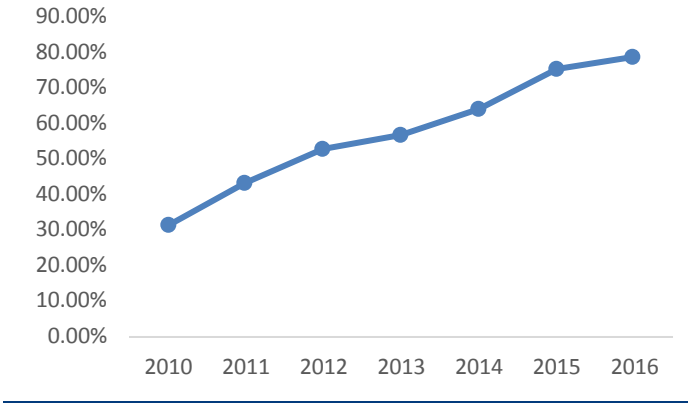
2015 年来光纤预制棒在国内供不应求，产量不断提升，将逐渐实现自给自足。全球光棒产能过剩，供大于求，根据 CRU 报告，截至 2017 年末全球光纤预制棒的产能已经达到 5.35 亿芯公里，其中，中国光纤预制棒的产能达到 2.71 亿芯公里，占比达到一半，但是由于中国的光棒尚不能实现完全自给，随着 2015 年中国实施光棒反倾销措施，而国内光纤需求依然迅速增长，使得目前光纤预制棒在国内供不应求，促使光纤预制棒扩产项目的进行，预计国内将逐渐实现光纤预制棒的自给自足。

图表 29　2015 年后国内光棒供不应求（吨）



资料来源：中国产业信息网，华创证券

图表 30　2010-2016 年中国光纤预制棒行业自给率变化趋势（%）

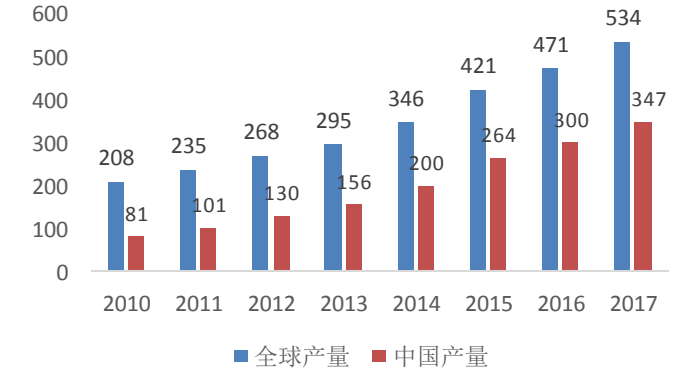


资料来源：前瞻产业研究院，华创证券

中国光纤产量占全球产量的 65%，产量增速快于全球增速。从产量看，2010-2017 年全球光纤产量和中国光纤产量的复合增长率分别为 14.42%和 23.10%，中国光纤产量增速快于全球光纤产量增速，2017 年中国光纤产量为 3.47 亿芯公里，占全球光纤产量比例为 65%，较 2010 年占比提高约 26 个百分点。

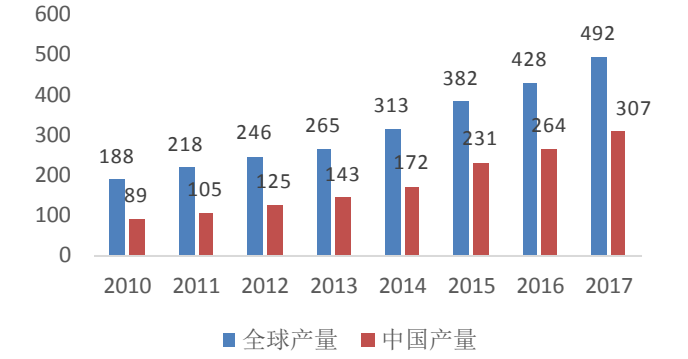
光缆产量不断增加，中国光缆产量占全球产量的 62%。2010 年以来，全球及中国光缆产量不断增加。2017 年，全球及中国光缆产量分别较 2016 年同比增长 14.82%和 16.29%，中国光缆产量占全球比重达到 62.4%。就国内市场而言，三大国有电信运营商在持续、大力度的投资建设信息网络。LTE、大数据以及物联网技术的飞速发展，均推动光传输系统向高速大容量方向发展，光通信产业正迎来发展的历史机遇期。

图表 31　2010-2017 年全球及中国光纤产量情况（百万芯公里）



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 32　2010-2017 年全球及中国光缆产量情况（百万芯公里）



资料来源：招股说明书，华创证券

（二）未来行业市场需求将持续增长，三大国有电信运营商是国内市场主要推动力

1、5G 商用和宽带提速政策出台，无线和固定网络需求均将迎来增长

在无线通信方面，未来 5G 逐步商用将带动光纤网络基础设施的持续投资，用户需求刺激市场。“十三五”规划提出启动 5G 商用，同时推进宽带网络提速降费，深入推进“三网融合”，此外互联网、云计算、LTE、大数据以及物联网技术飞速发展，推动有线和无线接入带宽不断提升，使光传输系统向高速大容量方向发展。目前中国已经成为全球 100G 光传输技术应用最大的市场，正在逐步向 400G 方面发展。随着带宽升级带来更加丰富多样的移动在

线服务，用户对流量的需求以及高质量在线服务的追求将进一步刺激对带宽的需求和对高水平光纤光缆的需求。

在固定网络方面，光纤到户的普及和传输速率提升，带动运营商带动升级基础网络，拉动对光纤光缆需求。2013 年工信部发布光纤到户强制性标准，有助于提升光纤到户相关产品的使用，同时光纤到户的普及和传输速率的大幅提升，将促使通信运营商持续升级其骨干网和城域网，推动新一代高性能光纤的应用，进一步巩固光纤光缆市场的持续需求。国际电信联盟（ITU）发布《衡量信息社会报告(2017)》，中国固网连接速度、移动连接速度在 G20 国家中排名靠后，同发达国家相比还存在一定差距。我国固定宽带家庭普及率目标为在 2020 年达到世界中等发达国家水平，2025 年接近世界发达国家水平，行业后续还有很大的增量空间。

2、行业市场容量巨大，三大电信运营商是国内市场主要动力

中国市场需求对全球贡献度达到 67%，需求增速接近 20%，市场容量大。根据 CRU 报告，2017 年中国光缆需求量为 2.86 亿芯公里，较上年增长 17.70%，中国市场需求增长对全球市场的需求增长贡献为 67.19%。至 2021 年，预计全球及中国光缆需求量将分别达到 6.17 亿芯公里和 3.55 亿芯公里，市场容量巨大，发展前景广阔。

主要客户三大运营商纷纷加大光纤光缆集采规模，市场需求仍然旺盛。光纤光缆行业的客户群较为集中，三大国有电信运营商是国内光纤光缆市场的主要终端客户。2016 年末开始三大运营商纷纷开始新一轮集采，集采规模较大且持续增长，反映出市场对于光纤光缆需求仍然旺盛。

图表 33　三大电信运营商的光纤光缆集采情况

运营商	集采情况
中国移动	中国移动已于 2016 年末和 2017 年完成普通光缆（第一批次）、非骨架带缆（第一批次）集采、蝶形光缆（第一批次）和普通光缆（第二批次）的集采，上述集采的规分别为 6,114 万芯公里、1,249 万芯公里、337 万芯公里和 6,760 万芯公里，合计为 14,460 万芯公里，并于 2018 年初完成普通光缆（第一批次）集采，采购规模约为 11,000 万芯公里，较 2017 年度第一批次增加约 80%
中国联通	中国联通已经完成 2017-2018 年度普通光缆、带状光缆集采，总规模为 5,830 万芯公里
中国电信	中国电信 2017 年的光纤集采，规模为 3,500 万芯公里，2018 年引入光缆集采和室外光缆集采招标规模分别约为 400 万及 5,000 万芯公里，总规模较 2017 年集采量进一步提升，超出市场预期。

资料来源：招股说明书，华创证券

（三）产业链呈金字塔式竞争格局，本土企业市场优势明显

行业竞争者数量从光纤预制棒到光缆逐渐增多，光纤预制棒格局集中，光缆格局较分散但是市场集中度高，竞争激烈。全球主要的光纤预制棒生产厂商约为 20 家，其中中国厂家主要有 8 家，生产厂商大多同时生产光纤产品，光纤预制棒生产有较高的进入技术壁垒，短期内集中竞争的市场格局不会发生显著变化。全球光纤生产厂家超过 60 家，其中约一半为中国企业，大部分不具备独立生产光纤预制棒的能力。全球光缆生产厂家超过 200 家，中国厂家占比超过一半，全球光缆供应市场竞争格局相对分散，但中国光缆市场集中度较高，竞争相对激烈。

公司是全球最大棒、纤、缆供应商，在全球光纤市场占有率达 20%，光缆全球市占率 10%。根据 CRU 报告，公司是全球最大的光纤预制棒、光纤和光缆供应商。在光纤预制棒领域，2015-2016 年公司的光纤预制棒产能位列行业第一，其他主要竞争对手为康宁、信越和亨通等。在光纤光缆领域， 2016 年公司在全球光纤市场的占有率达到 19.48%；在全球光缆市场的占有率达到 9.80%。

图表 34　竞争对手情况

国家	企业名称	光纤光缆行业主营产品	
美国	康宁	光纤跳线、光缆、光纤接头、网络连接器和适配器系列产品	8 家国内光纤预制棒生产商：长飞光纤、亨通、中天、烽
欧洲	德拉克科技	应用于电信和数据通信的光纤、光缆、铜质电缆以及光缆、铜质电缆配件	

日本	信越	光纤预制棒、稀土磁体，环氧模塑料和发光二极管的包装材料	火藤仓光纤科技有限公司（烽火与藤仓的合营企业）、富通、富通住电光纤（杭州）有限公司（富通与日本住友的合营企业）、江苏 OFS 亨通光科技有限公司（亨通与 OFS 的合营企业）以及信越（江苏）光棒有限公司（江苏法尔胜泓昇集团有限公司与日本信越的合营企业）等
	藤仓	现代高科技、高信息化社会要求的光导纤维及其配套系列产品、各种传感器、电子导线、挠性印刷电路板等电子领域产品、以及原子能、超导等高能领域	
	住友	光收发器、光器件、电子器件、光纤熔接机相关产品、电缆电线等布线材料以及热缩套管、耐热套管	
韩国	大韩	固网线路以及宽带线路业务，在宽带线路业务中，产品覆盖高速（FTTH）线路和 ADSL 线路	
	LS	光纤、光缆和光连接材料	
印度	斯特里特	光纤、光缆、电力传输导线、通信电缆、数据电缆、综合布线设备、系统集成和管理服务	
中国	通鼎互联	光纤、通信光缆、室内软光缆、市内通信电缆、射频电缆、铁路信号电缆	
	亨通	光纤预制棒、光纤、光缆、光器件、海洋通信及装备和通信服务的产业链	
	富通	光纤通信和能源电力线缆传输两大领域，研发方向瞄准新型储能技术、高温超导材料及技术应用和海洋光电复合缆技术等	
	中天	公司拥有具备完全自主知识产权并全资控股的光纤预制棒子公司，与下游的光纤、光缆、ODN 设备形成“棒纤缆+ODN”全产业链，可为光通信骨干网、城域网、FTTx、数据中心接入等提供系统解决方案。	
	烽火通信	立足于光通信，并深入拓展至信息技术与通信技术融合而生的广泛领域，长期耕耘国内、国际的运营商和信息化市场	

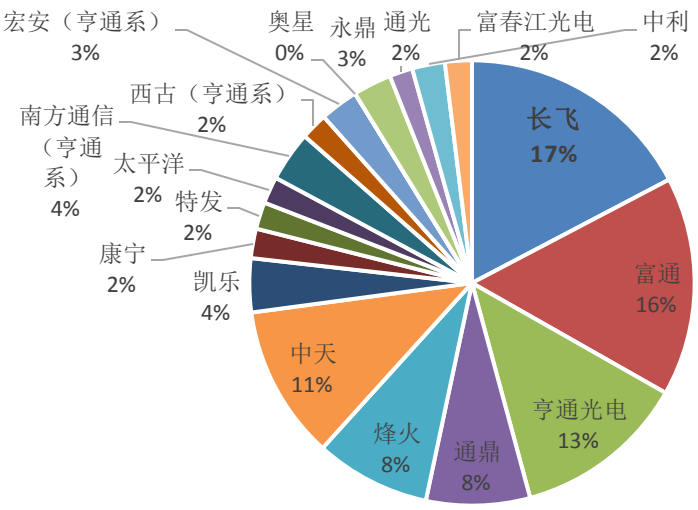
资料来源：招股说明书，华创证券

三、领先的市场地位和制造技术，能够棒纤线缆一体化生产

（一）处于领先的市场份额，具备多样化的产品结构和完善的业务链

公司作为全球光纤光缆行业的领先企业，是国内最早的光纤光缆生产厂商之一，公司是国内少数能够大规模一体化生产开发光纤预制棒、光纤和光缆的公司之一，。在行业内深耕多年，具备先发优势，使其能在激烈的市场竞争中保持足够的影响力和吸引力，巩固市场份额，占据优势地位。在 2018 年 1 月 9 日公布的光纤光缆招标份额中，公司以 17%的份额获得领先地位。棒纤缆的一体化生产对于公司优化生产结构，规划市场战略，灵活应对市场变动具有重要意义。垂直整合的业务模式帮助公司能够凭借在光缆终端市场上的领先地位推动上游产品需求的增加，增强竞争力和抗风险能力。

图表 35　运营商集采光纤光缆招标份额



资料来源：招股说明书，华创证券

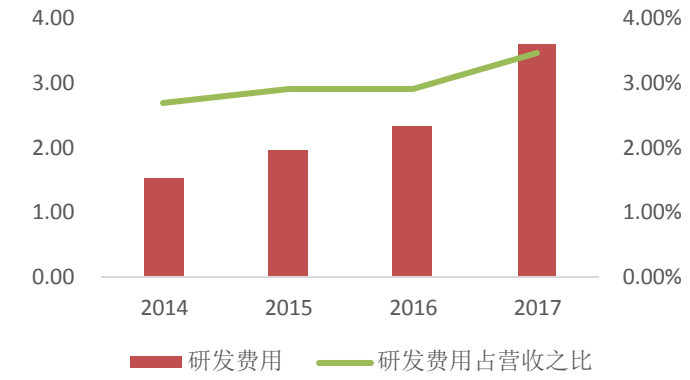
公司除了主流的棒纤缆业务之外，亦拥有较为成熟的特种产品与器件业务，与主营业务关联紧密。特种产品与器件是目前光纤光缆下游应用市场的一个细分领域，客户需求日益增大。该细分市场目前的参与企业和合格产品种类较少，市场潜力巨大。公司通过领先的技术和品牌做深客户关系，较早做到了对该细分市场有策略有重点地布局拥有多项专利，具有技术优势。

（二）领先的生产制造技术和严格的质量控制体系，领先的研发创新能力

公司采用全球领先的工艺和技术生产各类优质光纤预制棒、光纤和光缆等相关产品，制定了严格的质量控制工序，保证产品质量和性能。公司是国内第一家拥有光纤预制棒生产能力的企业，也是业内为数不多的可以同时通过 PCVD 工艺（同一生产线只需作出少量调整，便可生产更多种类的光纤预制棒）和 VAD+OVD 工艺（降低光纤衰减水平和生产成本）进行光纤预制棒生产的企业之一。公司利用 ERP 系统及自主开发的 MES 系统输入默认生产标准，识别缺陷，能够及时有效的检测识别出不合格产品，提升产品质量和性能。

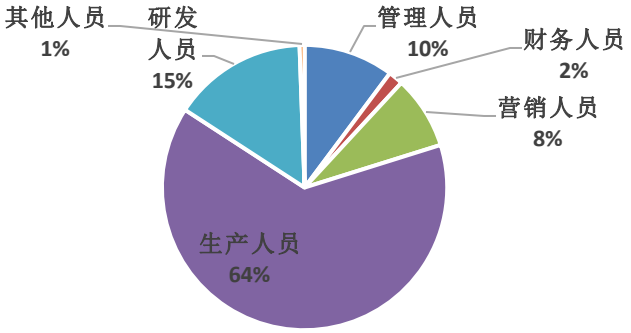
公司具备领先的研发能力。公司拥有完善的研发平台， 包括研发中心和国内光纤光缆行业内唯一的国家重点实验室。公司研发支出逐年增加，研发强度稳中有升，在 3%左右，其中基本满足 40%用于光纤预制棒技术及产品开发、 35%用于光纤（含特种光纤）技术及产品开发和 10%用于设备技术及设备开发以及 15%用于光缆及综合布线业务开发的比例。研发人员占比截止到 2017 年末达到 15%。公司生产制造的大保实®G.655 光纤于 2005 年荣获国务院颁发的国家科技进步二等奖，是国内光纤光缆行业获得的最高级别国家科技进步奖。

图表 36 公司的研发投入（亿元）及研发强度（%）逐年提升



资料来源：wind，华创证券

图表 37 截至 2017 年公司的研发技术人员占比达到 15%（%）



资料来源：招股说明书，华创证券

（三）公司积累了稳固的客户群体，具有领先的国际化业务

公司凭借为客户提供技术先进、性能卓越和质量出众的光纤光缆行业相关产品和服务，建立起了稳固而广泛的客户群体，不存在客户和供应商依赖。光纤光缆行业的客户群较集中，三大国有电信运营商是国内光纤光缆市场的主要终端客户。除了多元化和高质量的产品组合外，公司周到负责的客户服务也是维持和扩大客户群体的重要因素。

公司通过积极建立海外生产基地和海外办事处，实施海外销售本土化的策略，强化海外销售力度，在国际上拥有较高知名度。2015 年来公司海外生产基地相继投产，并设立了多个海外办事处，公司海外生产销售能力进一步增强。与此同时，提高公司海外营销和服务能力，更好地满足海外客户的需求。

图表 38 2017 年度公司前五大客户

客户名称	销售内容	招投标情况	收入总额（万元）	占全部营业收入的比例
中国移动	光缆	招标	288,416.28	27.82%
鑫茂光通信	光纤预制棒	非招标	83,930.76	8.10%
中国电信	光缆	招标	59,982.73	5.79%
长飞四川	光纤	非招标	51,912.62	5.01%
江苏中利	光纤	非招标	45,044.25	4.35%

资料来源：招股说明书，华创证券

图表 39 2017 年度公司前五大供应商

供应商名称	采购内容	采购金额（万元）	占采购总额的比例
鑫茂光通信	光纤	111,817.92	16.36%
长飞四川	光缆	88,861.38	13.00%
Heraeus	玻璃衬管和硅质套管	74,828.32	10.95%
鑫茂光缆	光缆	40,682.07	5.95%
长飞上海	光缆	35,682.00	5.22%

资料来源：招股说明书，华创证券

（四）经验丰富的管理层，高效的人才培养体制

公司的高级管理层通过对行业趋势的深入观察，结合丰富的经营经验，能够准确的把握行业和公司的发展方向，制定合适的战略决策，帮助公司保持行业领先地位。公司总裁庄丹博士拥有近 20 年的光纤光缆行业经验，领导公司实行专注于光纤预制棒的垂直整合业务模式。公司副总裁 Peter Johannes 先生拥有近 20 年国际光纤光缆业经验，领导公司进一步拓展国际市场。公司的技术总监罗杰博士拥有近 30 年光纤研发经验，负责领导研发团队。

图表 40 公司部分高管简介

职位	姓名	职能和优势领域
总裁	庄丹	拥有近 20 年的光纤光缆行业经验，于 1998 年加入公司，自 2001 年起担任高级管理人员，在执行公司业务策略方面经验丰富，凭借对光纤行业的认识及见解，领导公司实行专注于光纤预制棒的垂直整合业务模式。
副总裁	Peter Johannes Wijnandus Marie Bongaerts	拥有近 20 年国际光纤光缆业经验，熟悉国际务，了解国际市场，领导公司进一步拓展国际市场。
技术总监	罗杰	博士学历，教授级高级工程师。拥有近 30 年光纤研发经验，负责领导研发团队。公司管理团队经验丰富，素养专业，对取得市场领先地位和成功作出了重大贡献

资料来源：招股说明书，华创证券

公司为企业管理人员及技术人员分别设立了独立的晋升途径，能够让两方面的人才拥有实现职业理想的机会和平台。技术人员的晋升途径不但有利于公司吸引人才，留住人才，而且有利于鼓励创新，建立良性的竞争环境。公司通过公平公开的晋升机制和选贤任能的用人文化，有效地选拔晋升表现出色、潜力大的员工。

四、公司募投项目介绍

公司募投项目主要有长飞光纤潜江有限公司自主预制棒及光纤产业化二期、三期扩产项目、偿还银行贷款，以及补充流动资金。募集资金净额总计 20 亿元，其中 14 亿元用于“长飞光纤潜江有限公司自主预制棒及光纤产业化二期、三期扩产项目”、3 亿元用于“偿还银行贷款”，以及剩余 3 亿元用于“补充流动资金”。一期项目已落成并开始运营生产。二期、三期项目达产后，公司将实现光纤预制棒和光纤产能的进一步提升，以及降低对进口光纤预制棒、光纤预制棒管材的依赖程度。

图表 41 募投项目情况

使用计划	总投资金额（亿元）	拟使用募集资金金额（亿元）	集资金使用计划		
			第一年	第二年	第三年
长飞光纤潜江有限公司自主预制棒及光纤产业化二期、三期扩产项目	14.07	14	5.52	5.94	2.54
偿还银行贷款	3	3	—	—	—
补充流动资金	3	1.9434	—	—	—
合计	20.07	18.9434	—	—	—

资料来源：招股说明书，华创证券

图表 42 募投项目主要内容

项目名称	项目概况	项目投资概算	项目效益分析
长飞光纤潜江有限公司自主预制棒及光纤产业化二期、三期扩产项目	公司自主光纤预制棒及光纤产业化项目共分为三期，项目全部达产后可实现年产 VAD+RIC 光纤预制棒 500 吨，VAD+OVD 光纤预制棒 1,000 吨和光纤 2,000 万芯公里。其中，一期项目已于 2015 年启动建设，2017 年 5 月	募集资金投资项目总投资约为 14.07 亿元，其中 14 亿元来自上市募集资金，剩余部分来自银行贷款和公司自有资金。厂房	总投资收益率（税后）37.57%，投资回收期（税后）是 5.14 年，内部收

	竣工，达产后实现新增年产 VAD+R 光纤预制棒 500 吨和光纤 1,000 万芯公里;二期及三期项目预计总投资人民币 14.07 亿元，二期项目已于 2017 年 7 月启动建设，预计施工期为一年，达产后预计将新增 500 吨 VAD+OVD 光纤预制棒和 1,000 万芯公里光纤的生产能力;三期项目已于 2018 年 1 月启动建设，达产后预计将新增 500 吨 VAD+OVD 光纤预制棒的生产能力。	1.63 亿，工厂动力设备 3.02 亿，生产设备 6.73 亿，测试设备而 0.16 亿，生产辅助设备 0.39 亿元，网络设备和软件 0.32 亿，办公设施 0.06，其余 1.76 是流动资金和不可预见费用。	益率（税后）是 40.01%。
偿还银行贷款	公司拟使用本次发行募集资金 3 亿元用于补充流动资金，3 亿元用于偿还银行贷款，以降低公司资产负债率，改进财务状况，为公司实现战略发展目标提供有力的资金保障。公司正在积极进行技术改进及生产基地产业布局以增加光纤预制棒和光纤产能，使得公司需要补充流动资金来满足业务发展的需要。偿还部分银行借款有利于降低公司的财务费用支出，改善资产负债情况，提升持续盈利能力。		
补充流动资金			

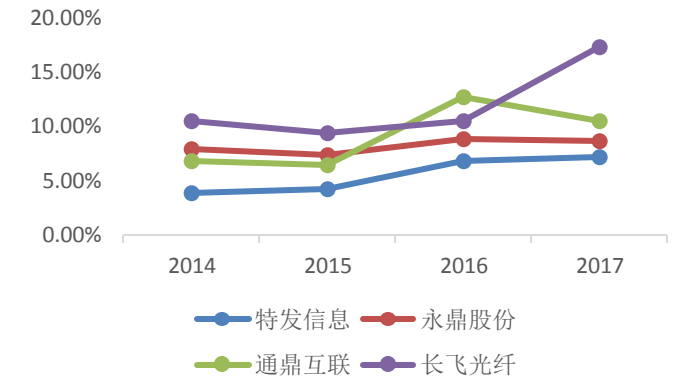
资料来源：招股说明书，华创证券

五、公司财务分析

（一）盈利能力分析

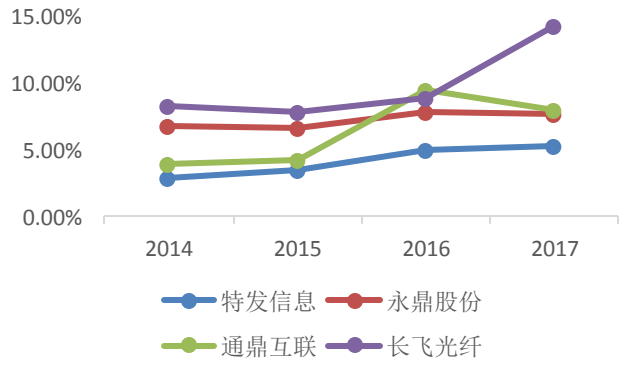
公司的总资产报酬率和总资产净利率与可比公司中均较高，公司的资产运营效率较高，获利能力较强。公司的总资产报酬率从 2014 年的 10.38%增长到 2017 年的 17.18%，始终保持在同行业中可比公司中的最高水平；公司的总资产净利率从 2014 年的 8.32%增长到 2017 年的 14.24%，在可比公司中处于较高水平。说明公司的投入产出的水平高，资产的获利能力相对可比公司更强，资产的运营效率相对与可比公司也很高。

图表 43　2014-2017 公司的总资产报酬率在同行业中处于较高水平（%）



资料来源：wind，华创证券

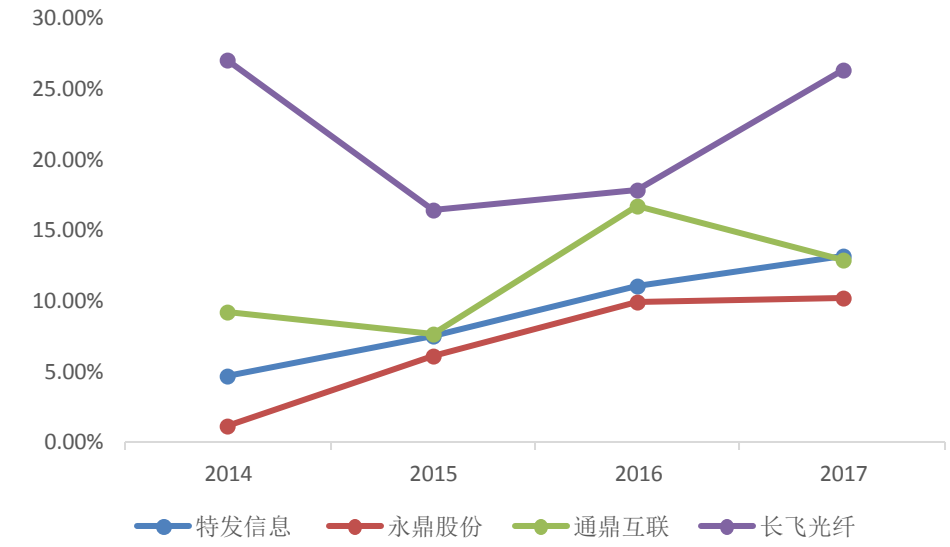
图表 44　2014-2017 公司的总资产净利率在同行业中处于较高水平（%）



资料来源：wind，华创证券

公司的净资产收益率在可比公司中始终保持在较高水平，盈利能力较强。2014-2017 年公司的净资产收益率保持在 20%左右，始终处于同行业的较高水平，盈利能力在可比公司中较强。随着近几年光纤光缆行业市场需求向好，公司凭借着雄厚的技术储备和稳定的客户群体，得以在激烈的市场竞争中保持足够的影响力和吸引力，占据优势地位，保持较强的盈利能力。

图表 45　2014-2017 公司的总资产报酬率在同行业中处于较高水平（%）

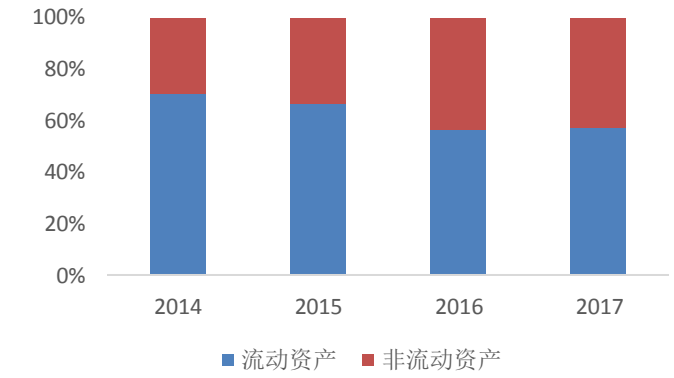


资料来源：wind，华创证券

（二）资本结构和偿债能力分析

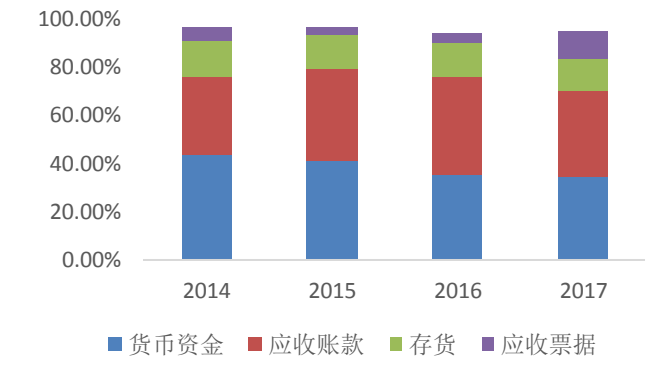
流动资产在总资产中占比较高，非流动资产占比 2015 年来有所提高。随着公司经营规模的不断扩大，整体资产规模快速增长。从总资产结构看，2014-2017 年公司流动资产在总资产中占比保持在 60%左右，2015 年来，公司非流动资产比例有所提升，主要是由于随着公司产业化规模的扩大，子公司及合营、联营企业数量不断上升，固定资产及长期股权投资持续增长。流动资产结构相对稳定，主要包括货币资金、应收票据、应收账款和存货，2014 年来四者合计在流动资产中占比保持在 95%左右。公司的货币资金规模较大是因为新设公司投资需求和原材料采购支出均较大，持续加大研发费用投入。货币资金绝大部分由银行存款构成。

图表 46　2014-2017 年公司的流动资产占总资产之比保持在 60%左右（%）



资料来源：wind，华创证券

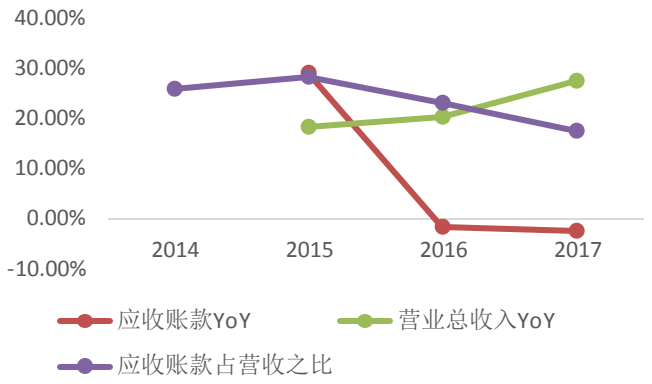
图表 47　2014-2017 年公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和应收票据构成（%）



资料来源：wind，华创证券

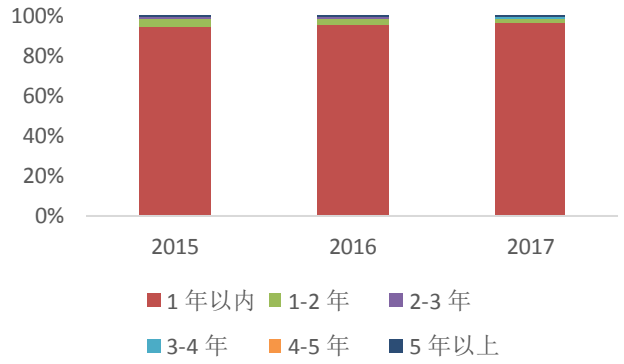
2016 年来应收账款占营收之比呈下降趋势，回款情况好，一年以内应收账款占比保持在 95%左右，应收账款质量好。公司应收账款增速低于营收增速，主要由于 2016 年来公司产品市场需求旺盛，销售供应较为紧缺，客户的回款意愿和能力相对更强。应收账款占营业收入之比呈小幅下降趋势，主要是由于行业情况较好，公司在增加营业收入的同时提升了应收账款的回款能力。公司应收账款的账龄主要为 1 年以内，一年以内占比达到 95%，账龄较短，资产质量较高。公司的终端客户主要为电信网络运营商，盈利能力较好，具有较高的回款能力，违约风险较小。

图表 48　2014-2017 年公司应收账款占营收之比有所下降（%）



资料来源：wind，华创证券

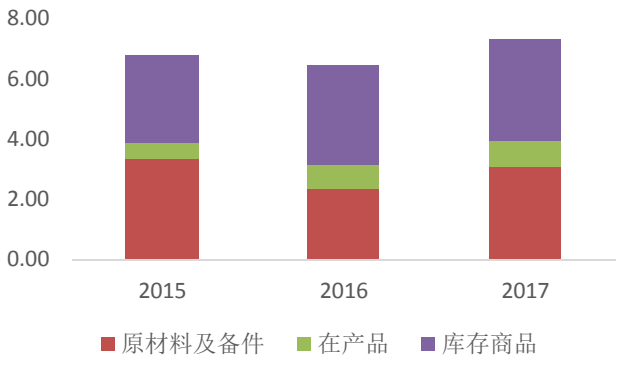
图表 49　2014-2017 年公司一年以内应收账款占比保持在 95%左右（%）



资料来源：wind，华创证券

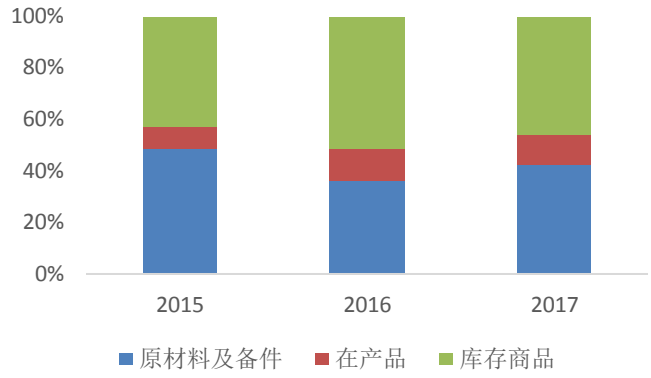
公司存货结构比较稳定，与公司行业地位、经营规模和业务特征相适应。公司存货规模基本保持稳定，先降后升，主要和产品的供需变动有关，存货主要由库存商品、原材料及备件以及在产品构成。随着产能提升使得原材料耗用量增加进而余额相应减少，且随销售收入增长为应对交货需求储备的库存商品相应增加，使得 2016 年末原材料及备件的数额及占存货的比重整体呈下降趋势。2017 年随着扩产项目和新厂设立，公司产能大幅提升，为满足后续生产销售需求，公司原材料及备件规模及占比均有所回升。

图表 50　2015 年来公司存货规模（亿元）有小幅波动



资料来源：招股说明书，华创证券

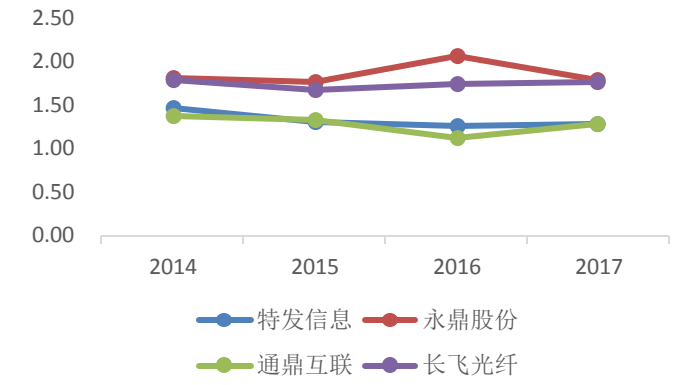
图表 51　公司存货结构稳定由原材料、在产品和库存商品构成（%）



资料来源：招股说明书，华创证券

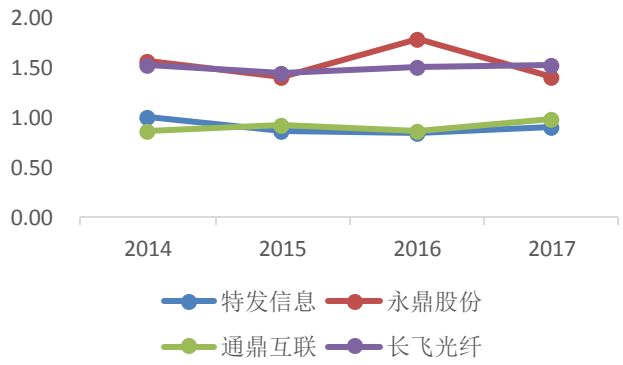
公司流动比率和速动比率比较稳定，公司短期偿债能力较强，处于行业较高水平。流动比率和速动比率均稳定保持合理水平，短期偿债能力不存在问题，具有较强的应付账款偿付能力。

图表 52 公司的流动比率处于同行业较高水平



资料来源：wind，华创证券

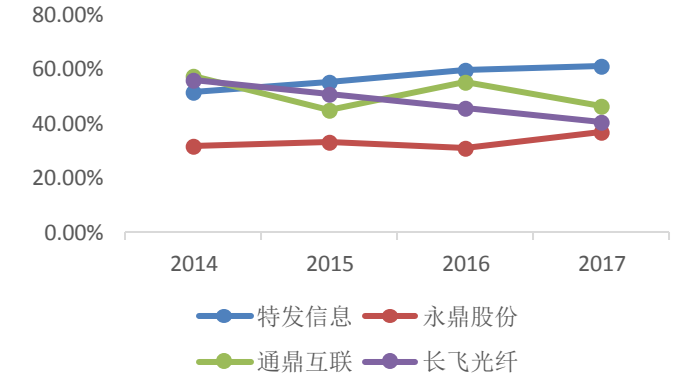
图表 53 公司的速动比率处于同行业较高水平



资料来源：wind，华创证券

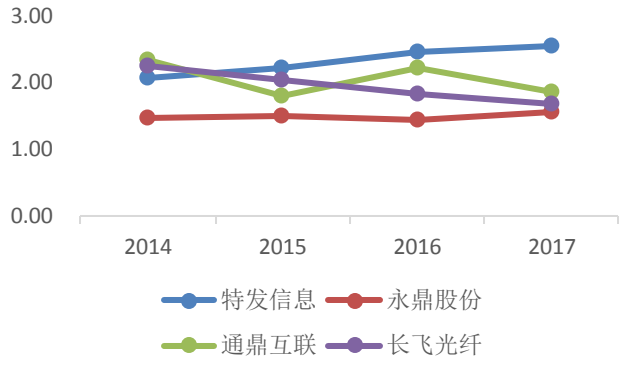
公司资产负债率呈平稳下降趋势，处于行业平均水平。公司资产负债结构合理稳定，表明公司在业务扩张的基础上有效地控制了资产负债率水平和财务风险，资产流动性高，资产负债管理能力较强；息税折旧摊销前利润充足，利息保障倍数保持较高水平且逐年提高，偿债能力较强，公司财务结构稳健，总体偿债风险较小。

图表 54 公司的资产负债率呈现下降趋势（%）



资料来源：wind，华创证券

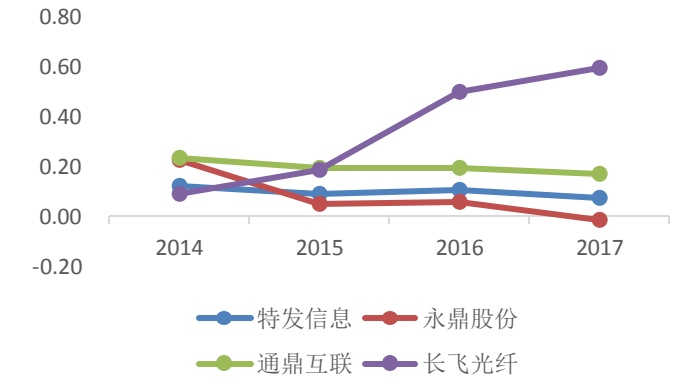
图表 55 公司权益乘数处于行业平均水平



资料来源：wind，华创证券

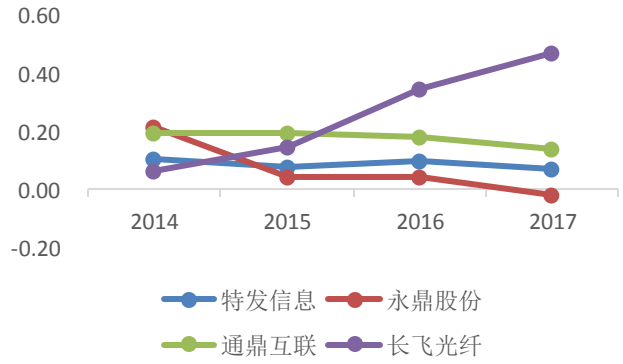
公司的现金流动负债比和现金债务总额比在同行业可比公司中均较高，经营活动净现金流量充足，偿债能力较高。公司主营业务突出，盈利能力较强，产品销售及回款良好，经营活动产生的净现金流量充足，偿债风险较小。

图表 56 公司现金流动负债比处于行业较高水平



资料来源：wind，华创证券

图表 57 公司现金债务总额比在同行业中较高

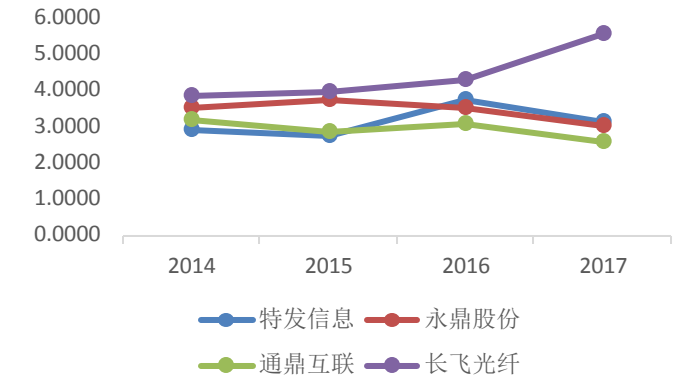


资料来源：wind，华创证券

（三）营运能力分析

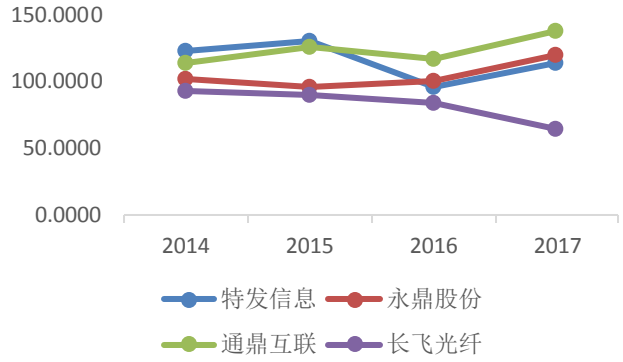
公司应收账款周转率基本高于行业平均水平，且整体呈上升趋势。公司应收账款周转率整体呈上升趋势，应收账款平均周转时间约为 2-3 个月，表明公司应收账款管理能力较强，回收情况良好。公司应收账款账龄基本在 1 年以内，发生坏账的风险较小。应收账款周转率高于同行业上市公司平均水平，主要得益于公司业务和客户结构集中，应收账款大部分来自于长期合作的优质客户，回款速度较快，资产质量较高。

图表 58 公司应收账款周转率处于行业较高水平（次）



资料来源：wind，华创证券

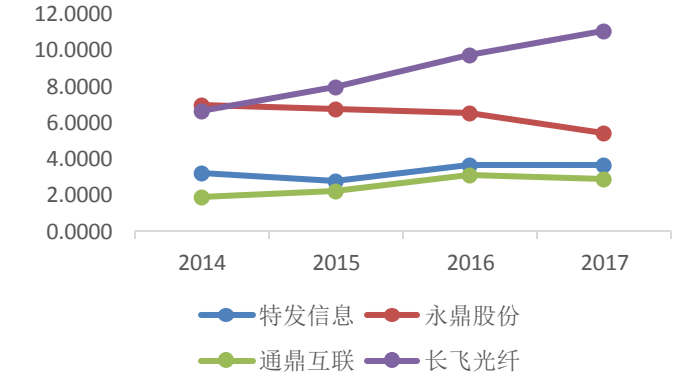
图表 59 公司应收账款周转天数处于行业较低水平（天）



资料来源：wind，华创证券

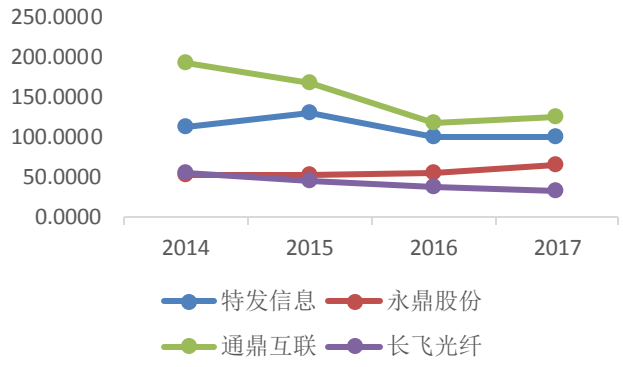
公司的存货周转率高于同行业上市公司。存货周转率保持较高水平且呈上升趋势是因为公司根据存货价值、营运资金状况、销售规模及市场需求等因素不断提升存货管理水平，在营收规快速增长下保持存货规模合理稳定。受益于光纤光缆行业各类产品需求旺盛影响，2014 年来公司及同行业上市公司存货周转率均呈上升趋势。公司存货周转率水平较高是由于公司在电信运营商集采招标时拥有一定优势，各类产品处于供不应求；且作为国内少数能够实现棒纤缆垂直一体化生产的公司，公司能在终端产品光缆的生产上采取“以销定产”的模式，可有效控制棒、纤的产量，提高营运效率和灵活性，使得公司存货规模保持相对稳定，存货周转率始终高于同行业可比公司。

图表 60 公司存货周转率高于同行业可比公司（次）



资料来源：招股说明书，华创证券

图表 61 公司存货周转天数低于同行业可比公司（天）



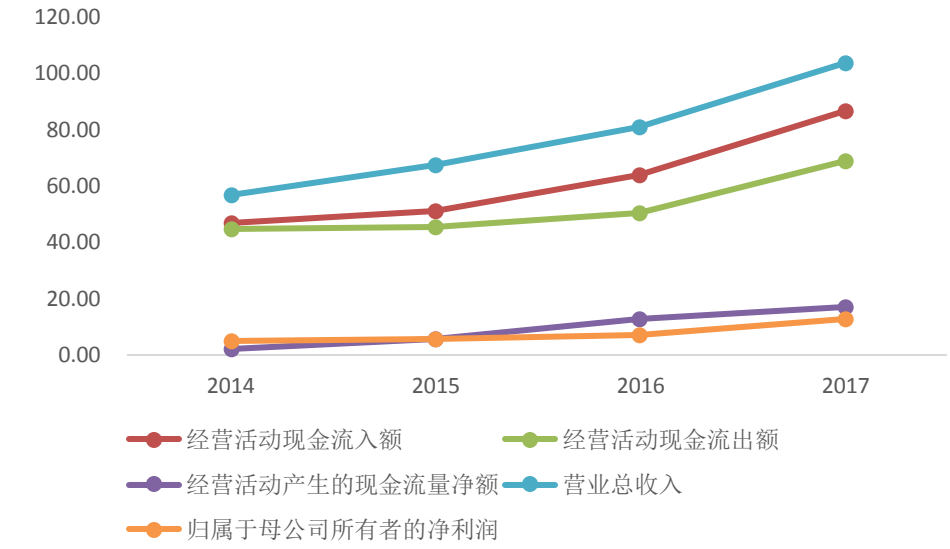
资料来源：招股说明书，华创证券

（四）现金流分析

公司经营活动现金流量净额持续上升，2016 年来高于同期净利润。公司的经营活动产生的现金流入和流出额分别主要由销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金构成。2014 年来公司经营活动现金流入金额与营收的变动趋势基本一致，占营收之比比较稳定，公司销售回款情况良好，主营业务获取现金的能力较强。

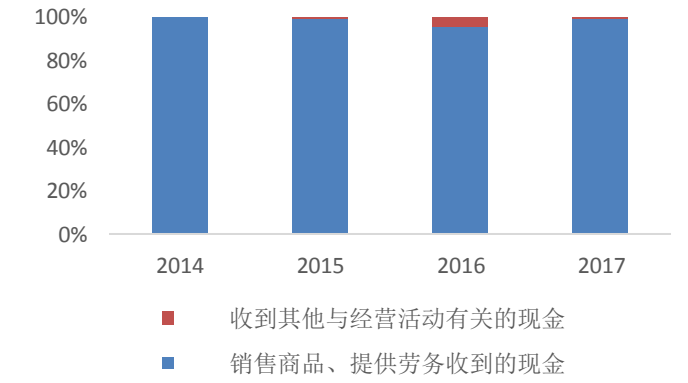
公司经营活动现金流量净额持续增长原因在于随着营业收入的大幅增长，销售商品、提供劳务收到的现金相应增长，与此同时，公司购买商品、接受劳务支付的现金增幅相对较小。

图表 62　2014-2017 公司经营性活动现金流情况（亿元）



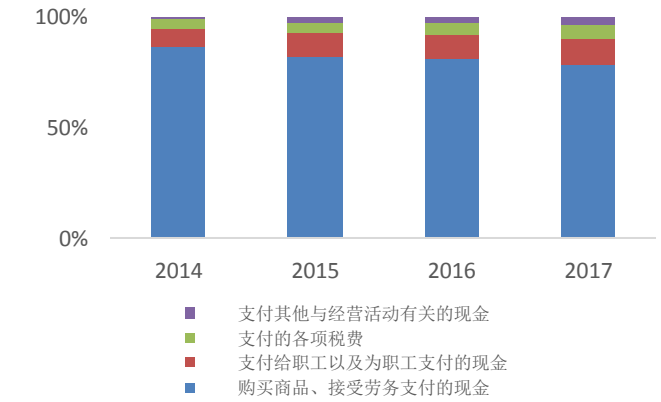
资料来源：wind，华创证券

图表 63　2014-2017 年公司经营活动现金流入额主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成（%）



资料来源：wind，华创证券

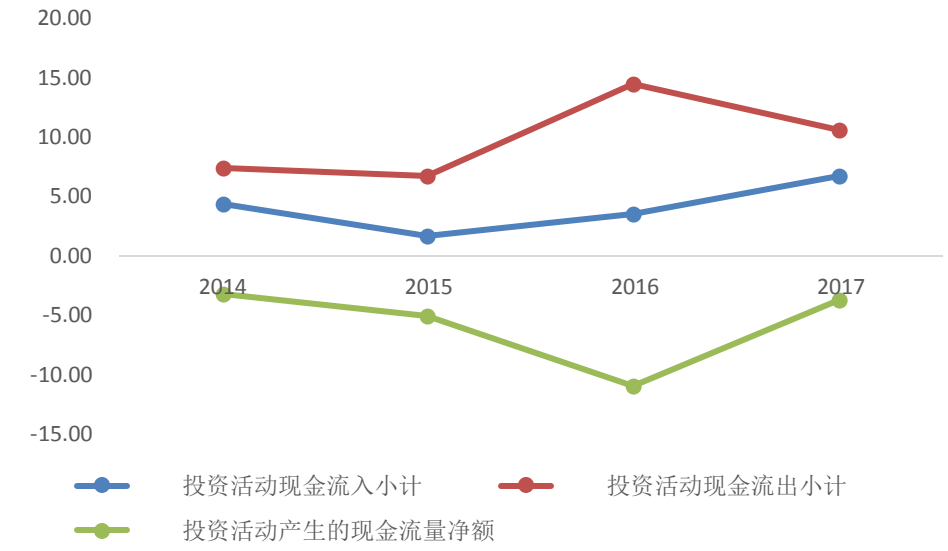
图表 64　2014-2017 年公司经营活动现金流出额主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金构成（%）



资料来源：wind，华创证券

公司投资活动现金流量净额均为负，为公司后续发展提供了坚实基础。2016 年公司投资活动产生的现金流量净额较 2015 年度下降 115.77%，降幅较大，主要是因为由于 4G 建设和国家战略实施，公司资本性开支相应增长，进而使得购建固定资产和无形资产支付的现金有所增加；二是公司于 2015 年新设立合营企业导致投资活动现金流出额有所增加。2017 年公司收回了质押的定期存款，加工厂建设项目的逐渐完成并转固，购建固定资产和无形资产支付的现金较上年度减少。

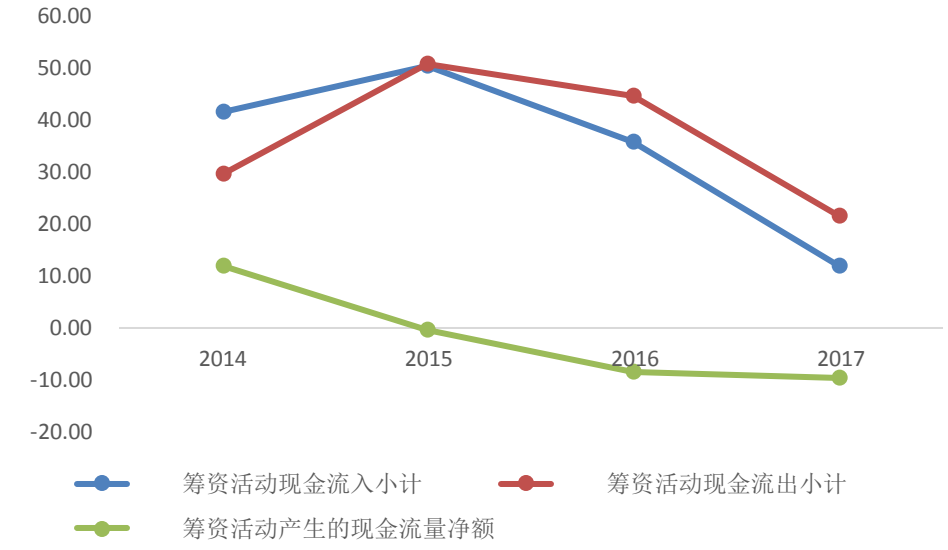
图表 65　2014-2017 公司投资活动现金流情况（亿元）



资料来源：wind，华创证券

公司筹资活动产生的现金流量净额 2015 年来持续下降，且均为负，符合公司的业务发展，融资战略和股利政策。公司筹资活动产生的现金流量净额的变动主要是公司根据经营所需相应地吸收投资、取得借款以及偿还债务和支付股利所致。

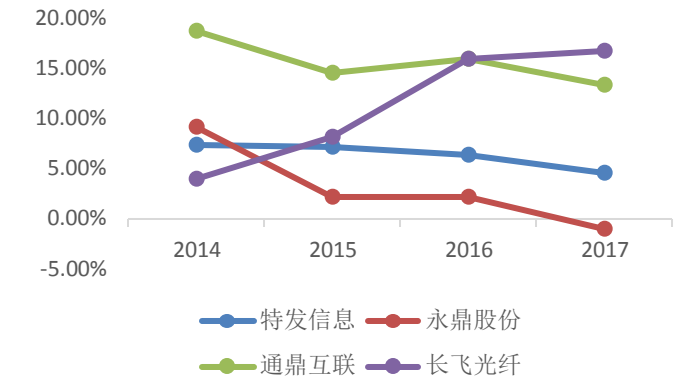
图表 66　2014-2017 公司筹资活动现金流情况（亿元）



资料来源：wind，华创证券

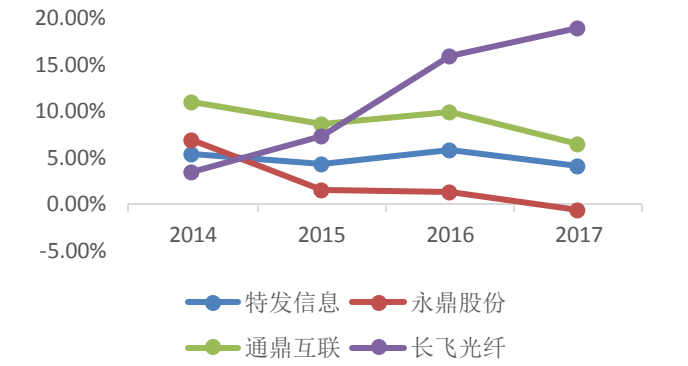
公司现金销售比和全部资产现金回收率持续上升，均处于行业较高水平。说明公司销售回款情况良好，利用主营业务和资产获取现金的能力均较强。公司凭借一体化生产能力和领先的技术水平在市场需求旺盛的情况下具备领先优势，产品供不应求，盈利能力强，销售回款能力好。

图表 67 公司现金销售比处于行业较高水平（%）



资料来源：wind，华创证券

图表 68 公司全部资产现金回收率处于行业较高水平（%）



资料来源：wind，华创证券

六、投资建议

发行前公司总股本为约 68211 万股，股票发行后股本增至约 75790 万股，发行新股占公司发行后总股本的比例为 10%；公司不存在控股股东和实际控制人。新股发行后，持有公司股份总数 5%以上的股东共有 3 家，为华信、德拉克科技和长江通信，分别持有公司 23.73%、23.73%和 15.82%的股份。我们预期公司 2018-2020 年的利润为 17.49/21.69/24.95 亿，对应的 EPS 为 2.31/2.86/3.29 元，对应的 PE 为 20/16/14 倍；对比同行业的公司，亨通光电 2018 年的估值为 14 倍，中天科技的 2018 年的估值为 12 倍，目前公司估值处于合理水平，考虑到未来固网的投资建设和 5G 需求的逐步释放，公司作为行业龙头有望直接受益；首次覆盖给予“推荐”评级。

七、风险提示

1、光纤光缆价格下降；2、运营商投资规模下降；3、竞争格局恶化，产能扩张较快

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	1,800	3,525	5,724	8,279
应收票据	589	589	589	589
应收账款	1,835	2,199	2,425	2,546
预付账款	75	88	99	105
存货	730	862	964	1,026
其他流动资产	163	163	163	163
流动资产合计	5,191	7,426	9,963	12,709
其他长期投资	121	121	121	121
长期股权投资	1,242	1,242	1,242	1,242
固定资产	1,921	1,627	1,377	1,166
在建工程	164	164	164	164
无形资产	328	328	328	328
其他非流动资产	162	162	162	162
非流动资产合计	3,939	3,644	3,395	3,184
资产合计	**9,168**	**11,108**	**13,396**	**15,930**
短期借款	495	495	495	495
应付票据	294	294	294	294
应付账款	1,052	1,242	1,388	1,478
预收款项	242	290	319	335
其他应付款	351	351	351	351
一年内到期的非流动负债	14	14	14	14
其他流动负债	501	501	501	501
流动负债合计	2,948	3,186	3,362	3,467
长期借款	481	481	481	481
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	253	253	253	253
非流动负债合计	734	734	734	734
负债合计	**3,682**	**3,920**	**4,096**	**4,202**
归属母公司所有者权益	5,238	6,987	9,156	11,652
少数股东权益	248	201	143	77
所有者权益合计	**5,486**	**7,188**	**9,300**	**11,728**
负债和股东权益	**9,168**	**11,108**	**13,396**	**15,930**

现金流量表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	**1,618**	**1,608**	**1,718**	**1,611**
现金收益	1,444	1,880	1,880	1,696
存货影响	-86	-132	-102	-62
经营性应收影响	-508	-378	-236	-128
经营性应付影响	561	238	176	105
其他影响	208	0	0	0
投资活动现金流	**-435**	**-1**	**-1**	**-1**
资本支出	-387	-1	-1	-1
股权投资	-28	0	0	0
其他长期资产变化	-20	0	0	0
融资活动现金流	**-1,011**	**118**	**482**	**945**
借款增加	-777	0	0	0
财务费用	-78	118	482	945
股东融资	-172	0	0	0
其他长期负债变化	16	0	0	0

利润表

单位：百万元	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	**10,366**	**12,424**	**13,700**	**14,385**
营业成本	7,577	8,946	10,001	10,645
营业税金及附加	64	76	84	88
销售费用	305	365	343	407
管理费用	968	1,160	1,279	1,343
财务费用	78	-118	-482	-945
资产减值损失	117	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	161	0	0	0
营业利润	**1,447**	**1,995**	**2,475**	**2,846**
营业外收入	2	0	0	0
营业外支出	2	0	0	0
利润总额	**1,447**	**1,995**	**2,475**	**2,846**
所得税	212	293	363	418
净利润	**1,235**	**1,702**	**2,112**	**2,429**
少数股东损益	-34	-47	-58	-66
归属母公司净利润	**1,268**	**1,749**	**2,169**	**2,495**
NOPLAT	1,239	1,601	1,700	1,622
EPS(摊薄)（元）	1.67	2.31	2.86	3.29

主要财务比率

	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	27.8%	19.9%	10.3%	5.0%
EBIT 增长率	85.4%	29.2%	6.2%	-4.6%
归母净利润增长率	76.9%	37.9%	24.0%	15.0%
获利能力				
毛利率	26.9%	28.0%	27.0%	26.0%
净利率	11.9%	13.7%	15.4%	16.9%
ROE	24.2%	25.0%	23.7%	21.4%
ROIC	24.0%	23.3%	18.9%	14.2%
偿债能力				
资产负债率	40.2%	35.3%	30.6%	26.4%
债务权益比	22.7%	17.3%	13.4%	10.6%
流动比率	176.1%	233.1%	296.4%	366.5%
速动比率	151.3%	206.0%	267.7%	336.9%
营运能力				
总资产周转率	1.1	1.1	1.0	0.9
应收帐款周转天数	64	64	64	64
应付帐款周转天数	50	50	50	50
存货周转天数	35	35	35	35
每股指标(元)				
每股收益	1.67	2.31	2.86	3.29
每股经营现金流	2.13	2.12	2.27	2.13
每股净资产	6.91	9.22	12.08	15.37
估值比率				
P/E	28	20	16	14
P/B	7	5	4	3
EV/EBITDA	22	17	16	17

资料来源：公司公告，华创证券预测

通信组团队介绍

组长、首席分析师：束海峰

北京邮电大学硕士。曾任职于工业和信息化部电信研究院规划所。2012 年加入华创证券研究所。2012 年水晶球卖方分析师、新财富最佳分析师第六名；2013 年水晶球卖方分析师第四名、新财富最佳分析师第五名；2014 年新财富最佳分析师第三名；2015 年水晶球卖方分析师第二名、新财富最佳分析师第三名团队成员；2016 年金牛最佳分析师第五名。

助理研究员：蒋颖

中国人民大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。

研究员：靳相宜

北京大学、英国 UCL 双硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职　务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售助理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	侯春钰	销售助理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售助理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售助理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售助理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推：预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐：预期未来 6 个月内超越基准指数 10%－20%;
中性：预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%－10%之间;
回避：预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%－20%之间。

行业投资评级说明:

推荐：预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性：预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%－5%;
回避：预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址：北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址：深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址：上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编：100033	邮编：518034	邮编：200120
传真：010-66500801	传真：0755-82027731	传真：021-50581170
会议室：010-66500900	会议室：0755-82828562	会议室：021-20572500