韦尔股份（603501.SH） 泛模拟龙头，“功率+电源+射频+传感”协同发力

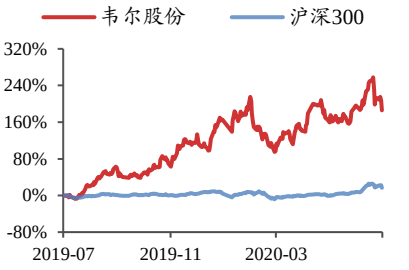
——公司首次覆盖报告

2020 年 07 月 27 日

投资评级：买入（首次）

日期	2020/7/24
当前股价(元)	199.35
一年最高最低(元)	252.80/62.50
总市值(亿元)	1,721.54
流通市值(亿元)	311.74
总股本(亿股)	8.64
流通股本(亿股)	1.56
近 3 个月换手率(%)	247.09

股价走势图



数据来源：贝格数据

刘翔（分析师）

liuxiang2@kysec.cn

证书编号：S0790520070002

● **泛模拟龙头厂商，首次覆盖给予“买入”评级**

通过多次外部并购，韦尔股份已成为一家广泛布局于功率器件、电源 IC、射频芯片和 CMOS 传感器的国产半导体设计、分销厂商。从功能关联度来看，由于“功率器件与电源 IC”及“传感器与信号链产品”的密切关系，韦尔股份是 A 股唯一实现泛模拟芯片全布局的上市企业。受益于豪威科技和思比科并表，2019 年和 2020Q1 公司营收同比增速分别高达 243.9%和 427.94%。我们预计公司 2020-2022 年归母净利润为 22.34/26.89/32.52 亿元，对应 EPS 为 2.59/3.11/3.77 元，当前股价对应 PE 为 77/64/53 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● **模拟芯片为始，射频、电源双重发力**

韦尔股份创立之初便深耕于电源 IC 领域，已成为消费类 LDO 出货量最多的国产厂商；2015 年 1 月，公司收购无锡中普微，进军射频芯片领域。受制于新品推出速度放缓及运营商调整主流 3G 制式，2016-2017 年射频芯片业务表现不佳。随着 5G、物联网等新兴市场的持续发展，叠加新品逐步推出，公司电源、射频业务预将重回上行趋势、极富潜力。

● **（思比科+豪威科技）+Synaptics，强势进军传感器赛道**

2019 年 9 月，韦尔股份实现对豪威科技和思比科的并表，进军 CMOS 传感器赛道；2020 年 4 月，公司宣布拟以 1.2 亿美元收购 Synaptics 亚洲区 TDDI 业务，切入人机交互领域。由于智能手机市场品牌效应愈发显著，摄像头模组厂商也随之产生明显的整合趋势，并进一步推动 CMOS 图像传感器市场份额加速向头部企业集中。豪威（高端 CIS）、思比科（中低端 CIS）和京鸿志（分销）的三位一体使得韦尔股份具有较好的分销渠道、品类选择和成本控制，助力公司能与大型摄像头模组厂商保持较密切的合作。

● **风险提示：**CMOS 图像传感器市场竞争进一步加剧的风险；2020 年消费电子下游需求不振使得电源 IC 需求承压；中美贸易摩擦加剧使得分销业务承压的风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,964	13,632	18,149	21,605	25,024
YOY(%)	64.7	243.9	33.1	19.0	15.8
归母净利润(百万元)	139	466	2,234	2,689	3,252
YOY(%)	1.2	235.5	379.8	20.4	20.9
毛利率(%)	23.4	27.4	28.7	30.1	31.3
净利率(%)	3.5	3.4	12.3	12.4	13.0
ROE(%)	7.0	8.9	21.8	21.2	21.0
EPS(摊薄/元)	0.16	0.54	2.59	3.11	3.77
P/E(倍)	1240.3	369.7	77.1	64.0	52.9
P/B(倍)	105.3	21.7	17.0	13.5	10.8

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 产业版图持续扩张，营收体量大幅增长 3
1.1、 设计、分销协同发展，进军 CMOS 传感器拓宽产业版图 3
2、 模拟芯片为始，射频、电源双重发力 5
3、 思比科+豪威科技，低中高端 CMOS 传感器全覆盖 7
4、 盈利预测与投资建议 9
4.1、 关键假设 9
4.2、 盈利预测与估值 10
5、 风险提示 10
附：财务预测摘要 11

图表目录

图 1： 通过外生并购，韦尔股份业务版图持续扩张 3
图 2： 韦尔股份在功率器件、CMOS 传感器、模拟 IC 方面有着广泛的布局 4
图 3： 并购豪威科技后，2019 年公司营收实现大幅增长 4
图 4： 受并购影响，2020Q1 公司归母净利润大幅增长 4
图 5： 2019 年 CMOS 传感器营收占比近 77% 5
图 6： 2019 年半导体设计、分销业务毛利率均有所下降 5
图 7： 模拟芯片营收处于持续增长趋势（亿元） 5
图 8： 模拟芯片业务中电源 IC 占主要权重 5
图 9： 电源 IC 均价持续下挫（左：销量；右：单价） 6
图 10： 2019 年电源 IC 毛利率相对稳定 6
图 11： 智能手机中需要多种电源 IC 6
图 12： 预计全球射频开关市场规模将高速扩张 7
图 13： 预计全球低噪声放大器市场规模将稳步扩张 7
图 14： CMOS 图像传感器是摄像头模组的组件之一 7
图 15： 2018 年豪威科技 CIS 市占率为 10% 7
图 16： 2018 年豪威科技营收体量为 87.1 亿元 8
图 17： 手机应用领域占豪威科技超过 60%比重 8
图 18： 2018 年思比科营收体量为 6.1 亿元 8
图 19： 2018 年思比科的手机、监控销量大增（万颗） 8
图 20： 预计 2020 年 CMOS 图像传感器市场将萎缩 9
图 21： 预计智能手机多摄趋势持续加深 9
图 22： CMOS 传感器发展空间广阔 9

表 1： 半导体设计行业上市公司估值情况：韦尔股份作为 A 股唯一 CMOS 图像传感器上市企业具有稀缺性 10

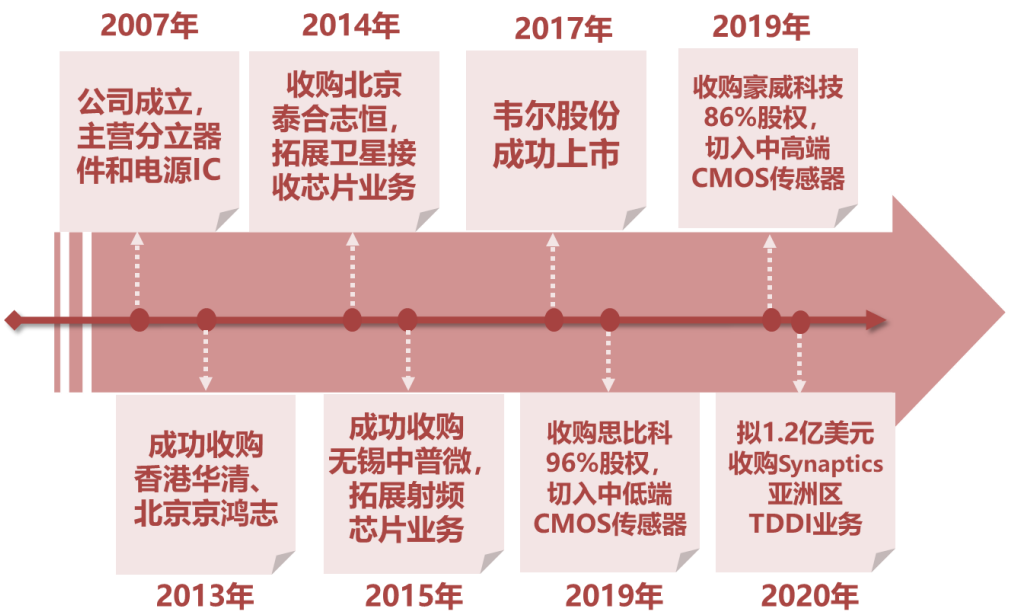
1、 产业版图持续扩张，营收体量大幅增长

1.1、 设计、分销协同发展，进军 CMOS 传感器拓宽产业版图

通过外生并购，产业版图持续扩张：韦尔股份成立于 2007 年，起初专注于功率分立器件和电源 IC 等产品的半导体设计业务。2013 年，公司收购同一控制下的香港华清和北京京鸿志，将业务版图拓展至半导体分销业务。在 2014 年 8 月和 2015 年 1 月，公司分别收购了北京泰合志恒和无锡中普微，从而增添了卫星直播芯片和射频芯片两项业务。

并购巨头，强势切入传感器赛道：2019 年 8 月 28 日，公司完成对豪威科技 85.5%股权、思比科 42.3%股权和视信源 100%股权的收购，强势进军 CMOS 传感器芯片领域，进一步提升了半导体设计研发能力和品牌影响力。2020 年 4 月 15 日，公司宣布拟以 1.2 亿美元收购 Synaptics 亚洲区 TDDI 业务。（由于视信源为持股型公司且持有思比科 53.9%股份，因此，韦尔股份直接及间接持有思比科 96.2%股份）

图1：通过外生并购，韦尔股份业务版图持续扩张

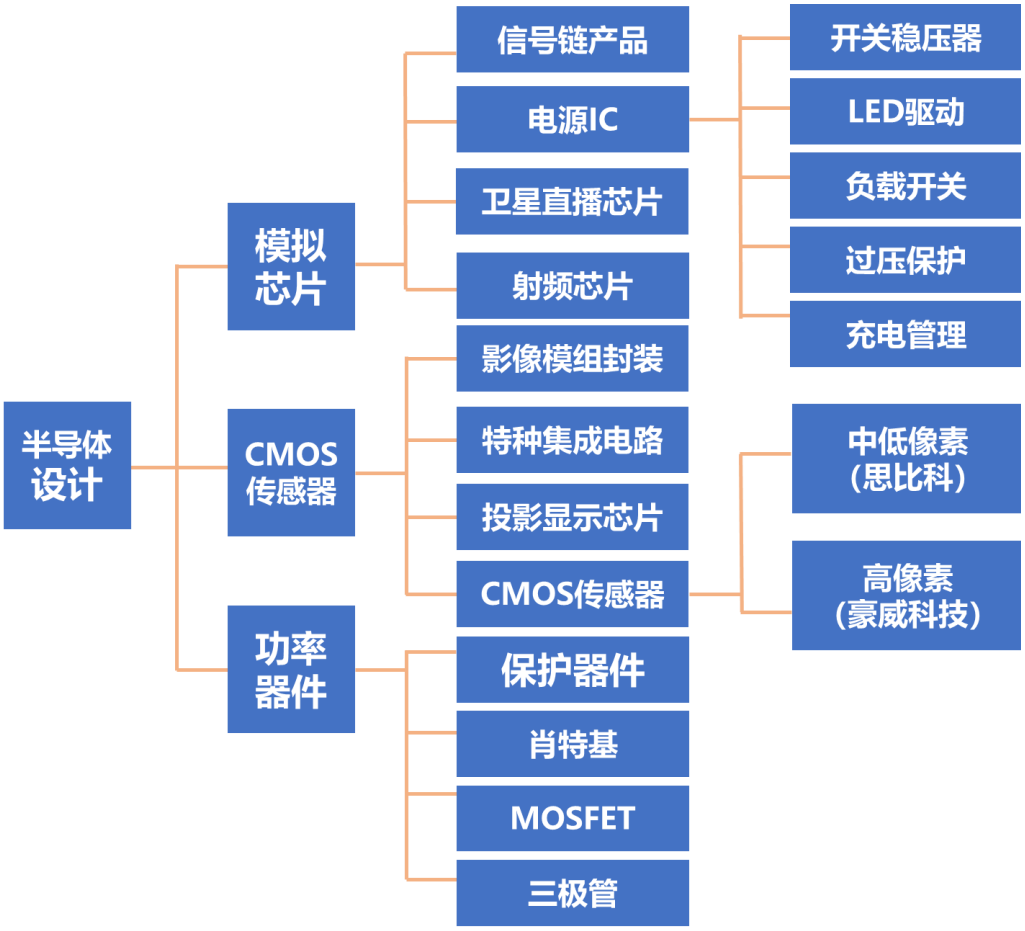


资料来源：韦尔股份公告、开源证券研究所

布局三大设计业务：通过多次外部并购，在半导体设计方面，韦尔股份实现了模拟芯片、CMOS 传感器、功率器件三大业务布局。在模拟芯片方面，公司产品布局广泛，主要包括线性信号链产品、电源管理芯片、射频芯片和卫星直播芯片等。在 CMOS 传感器方面，子公司思比科和豪威科技协同布局高中低端 CMOS 传感器领域，具有影像模组封装、特种集成电路、投影显示芯片和 CMOS 传感器芯片四大核心产品。在功率器件方面，公司对电压保护器件、肖特基、MOSFET 和三极管业务进行了长期布局。

设计、分销协同发展：由于模拟芯片、分立器件市场的下游客户集中度较低，从事该两类产品的半导体设计厂商往往依赖较好的分销渠道。子公司香港华清和北京京鸿志是国内主要的半导体分销厂商，有着较强的分销体系，因此，韦尔股份的半导体分销和设计业务能够形成较强的协同作用。

图2：韦尔股份在功率器件、CMOS 传感器、模拟 IC 方面有着广泛的布局

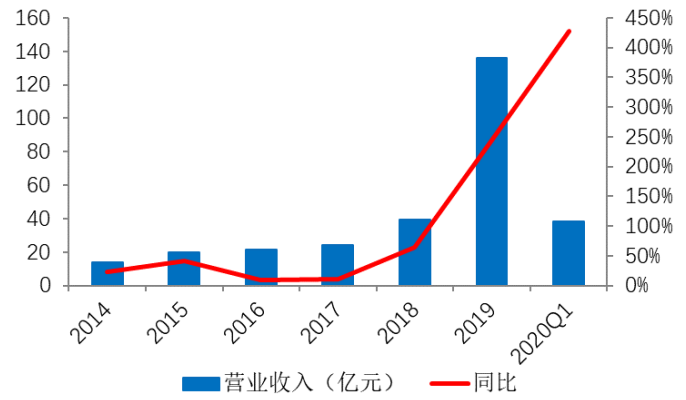


资料来源：韦尔股份官网、开源证券研究所

豪威科技并表后，营业体量大幅增长：受益于持续的外部并购、产品迭代以及客户拓展，2014-2018 年韦尔股份的营业收入稳步增长。由于 2019 年 9 月豪威科技和思比科开始并表，2019 年和 2020Q1 韦尔股份营业收入分别同比增长 243.9%和 427.94%。

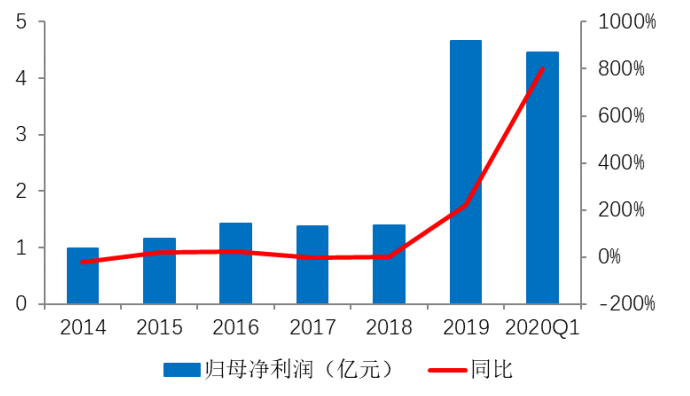
营收大幅增长使得归母净利润同步提升：由于外部并购使得营收水平大幅增长，2019 年和 2020Q1 韦尔股份归母净利润同比增速分别高达 221.1%和 800.0%。

图3：并购豪威科技后，2019 年公司营收实现大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：受并购影响，2020Q1 公司归母净利润大幅增长

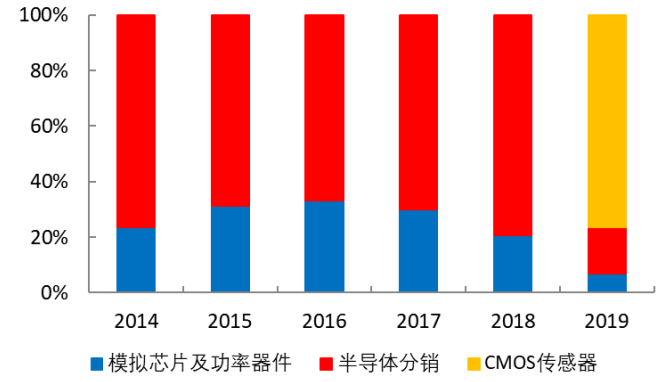


数据来源：Wind、开源证券研究所

由于 CMOS 传感器产品毛利率较低，公司半导体设计业务毛利率有所下滑：由于公司模拟芯片、功率器件等产品营收体量相对较小，叠加 2019 年中美贸易战使得半导体分销业务营收下滑，2019 年公司 CMOS 传感器业务营收占比高达 76.5%。同时，由于新并购子公司豪威科技的毛利率低于韦尔股份原半导体设计业务毛利率，韦尔股份半导体设计业务毛利率有所下降。

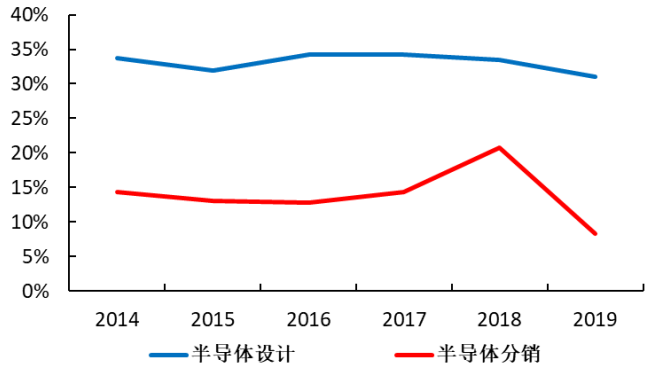
半导体分销业务毛利率大幅下滑：受中美贸易摩擦导致的下游需求不振和采购行为偏保守影响，2019 年公司半导体分销业务营收同比下降 26.2%，而该业务成本仅同比下降 13.8%，使得该业务毛利率大幅下挫。

图5：2019 年 CMOS 传感器营收占比近 77%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2019 年半导体设计、分销业务毛利率均有所下降



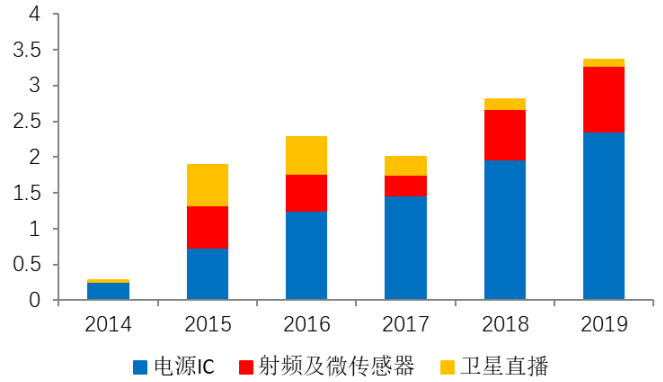
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 模拟芯片为始，射频、电源双重发力

持续扩张的模拟芯片版图：在模拟芯片赛道中，韦尔股份创立之初便深耕于电源 IC 领域，是消费类 LDO 出货量最多的国产厂商；在 2014 年 8 月和 2015 年 1 月，公司分别收购了北京泰合志恒和无锡中普微，将模拟 IC 布局拓展至卫星直播芯片和射频芯片领域；在 2016 年下半年，公司设立子公司上海磐巨和上海矽久，推进硅麦产品和宽带载波芯片研发，进一步拓宽了模拟芯片产业布局。

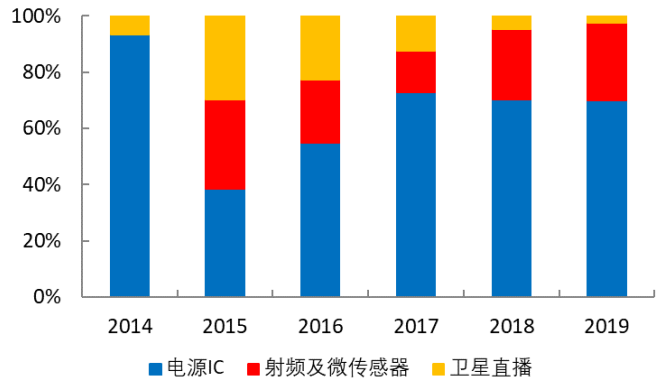
电源 IC 营收稳步增长，5G 助力射频需求再度复苏：通过 LDO、DC-DC 新品的持续推出，公司电源 IC 业务营收稳步提升，占据模拟芯片营收主要份额。受益于 5G 和物联网等新兴市场需求的持续增长，射频及微传感器营收重回上涨趋势。

图7：模拟芯片营收处于持续增长趋势（亿元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

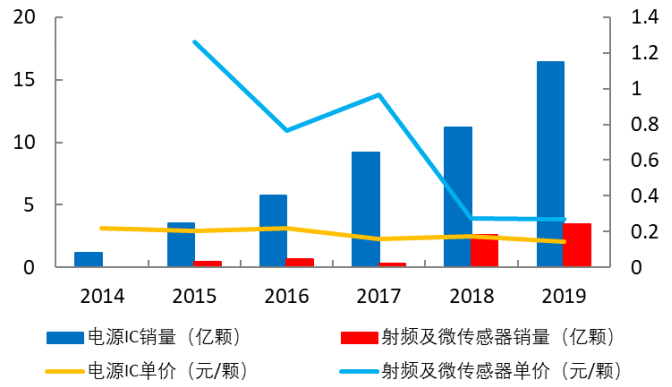
图8：模拟芯片业务中电源 IC 占主要权重



数据来源：Wind、开源证券研究所

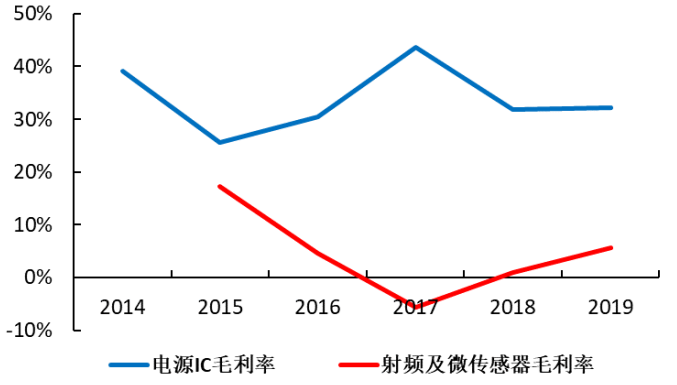
2019 年电源 IC 毛利率保持稳定，射频 IC 毛利率有所回暖：对于电源 IC，受益于新品推出，2016-2017 年公司电源 IC 毛利率持续上升；随着新产品逐渐变为旧产品，叠加产品结构中低毛利率产品比例增大，2018-2019 年公司电源 IC 毛利率有所下挫，分别为 31.9%、32.1%。对于射频 IC，由于运营商调整主流 3G 制式使得公司射频产品难以适配，叠加老产品降价销售，2015-2017 年公司射频 IC 单价和毛利率大幅下挫；随着新款射频开关和 LNA 产品的成功量产，2018-2019 年射频 IC 毛利率有所恢复。

图9：电源 IC 均价持续下挫（左：销量；右：单价）



数据来源：Wind、开源证券研究所

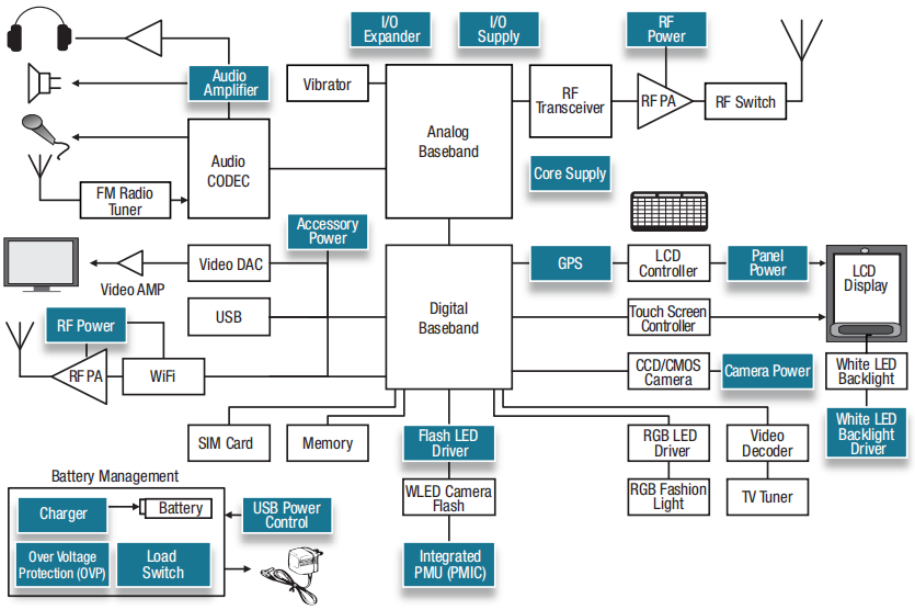
图10：2019 年电源 IC 毛利率相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

电源 IC 具有品类多样的特点，新兴市场意味着新的机会：相较于标准化的数字芯片，电源 IC 市场具有种类繁多、进入壁垒相对较低的特点。针对电子设备不同的功能组件和不同的应用场景，电源 IC 的品类和参数情况多种多样，如针对功率放大率的电源 IC、针对面板的 LED 驱动器、针对充电插头的充电管理 IC 等。因此，当新兴市场如物联网、可穿戴等表现出全新需求时，国内外厂商将处于相对平等的起跑线，促使韦尔股份等国产电源 IC 厂商在新兴市场中有望站到较好的位置。

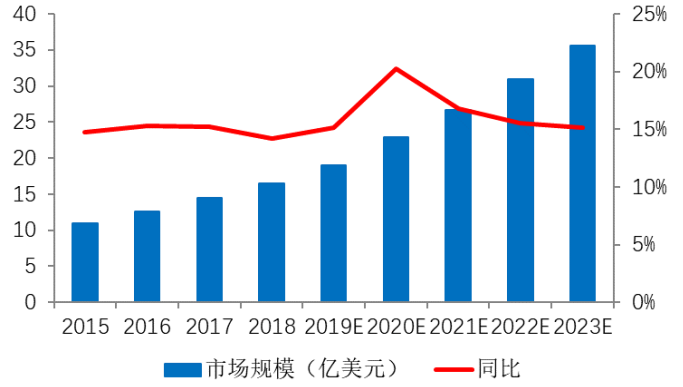
图11：智能手机中需要多种电源 IC



资料来源：Skyworks

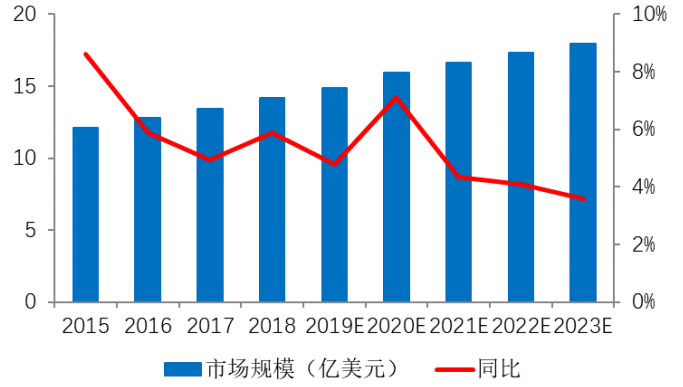
多款新品接踵而至，5G 为射频需求赋能：紧随 2018 年多款射频开关和低噪声放大器实现量产，韦尔股份的更多新款射频芯片将陆续问世，如：Tuner 高频调谐器研发进展顺利、GPS LNA 步入测试阶段、新工艺 5G 射频开关预将于 2020Q2 量产等。受益于 5G、物联网时代对射频需求的爆发式增长，之前韦尔股份射频 IC 受挫的局面或将得以扭转。

图12：预计全球射频开关市场规模将高速扩张



数据来源：卓胜微招股说明书、开源证券研究所

图13：预计全球低噪声放大器市场规模将稳步扩张



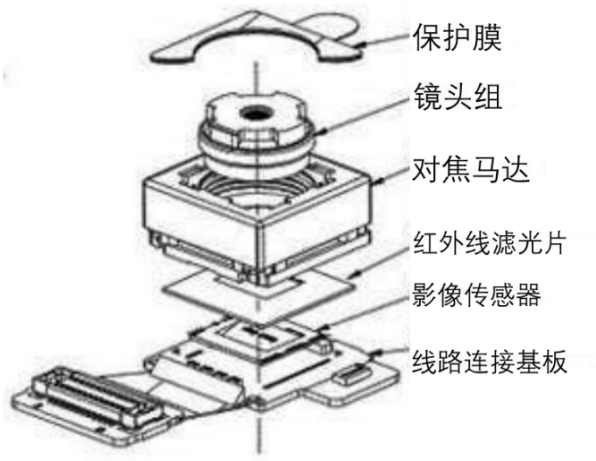
数据来源：卓胜微招股说明书、开源证券研究所

3、 思比科+豪威科技，低中高端 CMOS 传感器全覆盖

摄像头模组核心组件，实现“光信号-模拟信号-数字信号”转换：从功能上看，CMOS 传感器芯片是感光元件、模拟信号处理电路和数字信号处理电路的集成，其工作原理为：感光元件将收到的光信号转换为电信号（模拟信号），然后模拟电路将电信号进行放大、模数转换等形成数字信号，最后数字电路对数字信号进一步处理。

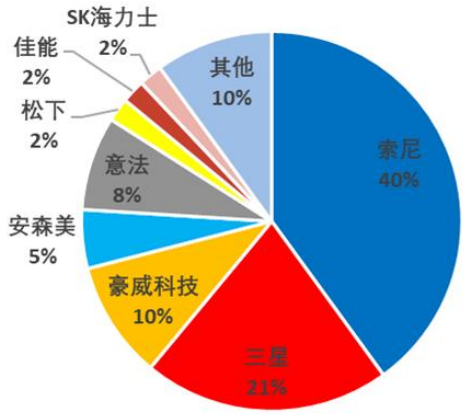
下游客户竞争激烈，豪威、思比科协同应对：由于智能手机市场品牌效应愈发显著，摄像头模组厂商也随之产生明显的整合趋势，并进一步推动 CMOS 图像传感器市场份额加速向头部企业集中。豪威（高端 CIS）、思比科（中低端 CIS）和京鸿志（分销）的三位一体使得韦尔股份具有较好的分销渠道、品类选择和成本控制，助力公司能与大型摄像头模组厂商保持较密切的合作。

图14：CMOS 图像传感器是摄像头模组的组件之一



资料来源：豪威科技收购草案

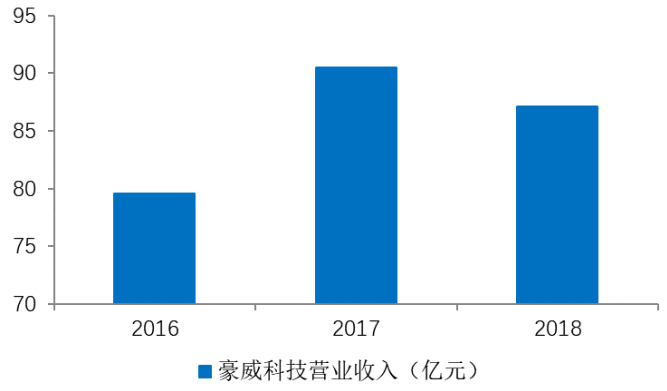
图15：2018 年豪威科技 CIS 市占率为 10%



数据来源：Yole、开源证券研究所

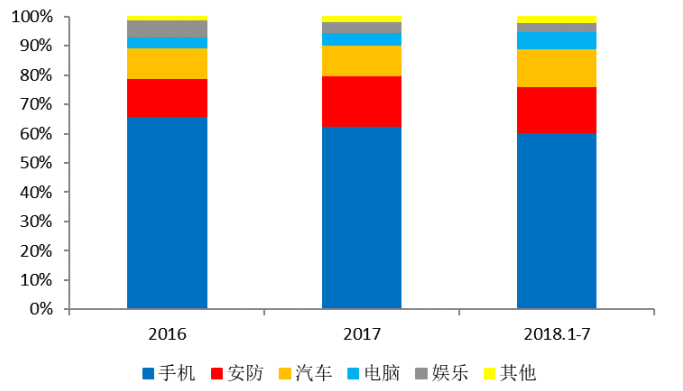
豪威科技营收体量超 80 亿元，手机市场仍为主要方向：相较于 2018 年韦尔股份营收为 39.6 亿元，受豪威科技、思比科并表影响，2019 年韦尔股份营收高达 136.3 亿元；从营收体量而言，韦尔股份核心业务已转变为 CMOS 传感器。受智能手机需求增速放缓影响，豪威科技的手机应用领域营收占比持续下挫，但仍超过 60%。

图16：2018 年豪威科技营收体量为 87.1 亿元



数据来源：豪威科技收购草案、开源证券研究所

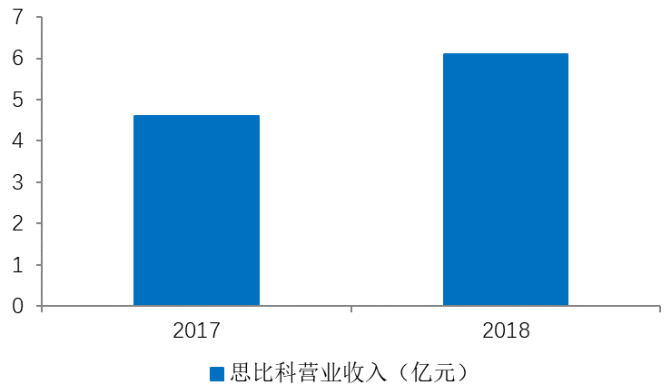
图17：手机应用领域占豪威科技超过 60%比重



数据来源：豪威科技收购草案、开源证券研究所

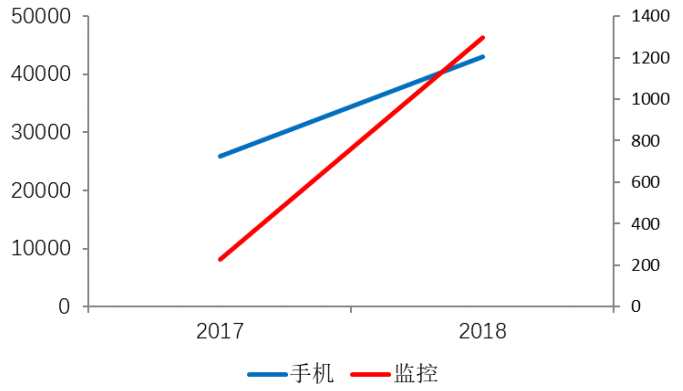
思比科营收体量超 6 亿元，手机市场销量大增：由于中低端 CMOS 传感器市场具有竞争激烈、行业壁垒较低和毛利率较低的特点，2018 年豪威科出于成本和性价比方面的考虑，转为直接向思比科采购中低端 CMOS 传感器晶圆，推动了思比科手机领域 CMOS 传感器销量猛增。

图18：2018 年思比科营收体量为 6.1 亿元



数据来源：豪威科技收购草案、开源证券研究所

图19：2018 年思比科的手机、监控销量大增（万颗）

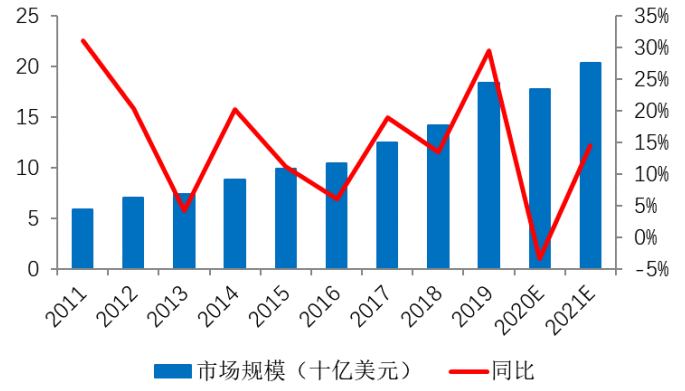


数据来源：豪威科技收购草案、开源证券研究所

疫情迫使 CMOS 图像传感器市场萎缩，长期市场仍将向好：根据 IC Insights 预测，受益于智能手机的多摄趋势及嵌入式应用的持续推动，2010-2019 年 CMOS 图像传感器市场规模年化增长率达 16.9%，但受新冠疫情影响，2020 年该市场或将有所萎缩、市场规模降至 178 亿美元；不过，2019-2014 年 CMOS 图像传感器市场年化增长率预将达 7.2%，其中 2021 年该市场规模同比增速预将反弹 15%。

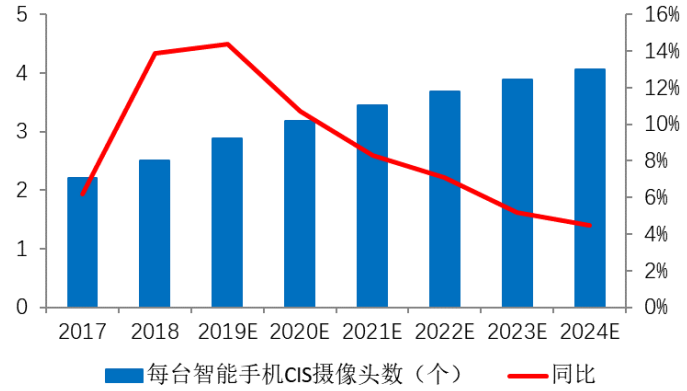
多摄趋势仍在延续：根据 Yole 预测，受益于技术迭代和功能需求的多元化发展，每台智能手机的摄像头数仍将保持增长趋势。

图20：预计 2020 年 CMOS 图像传感器市场将萎缩



数据来源：Statista、开源证券研究所

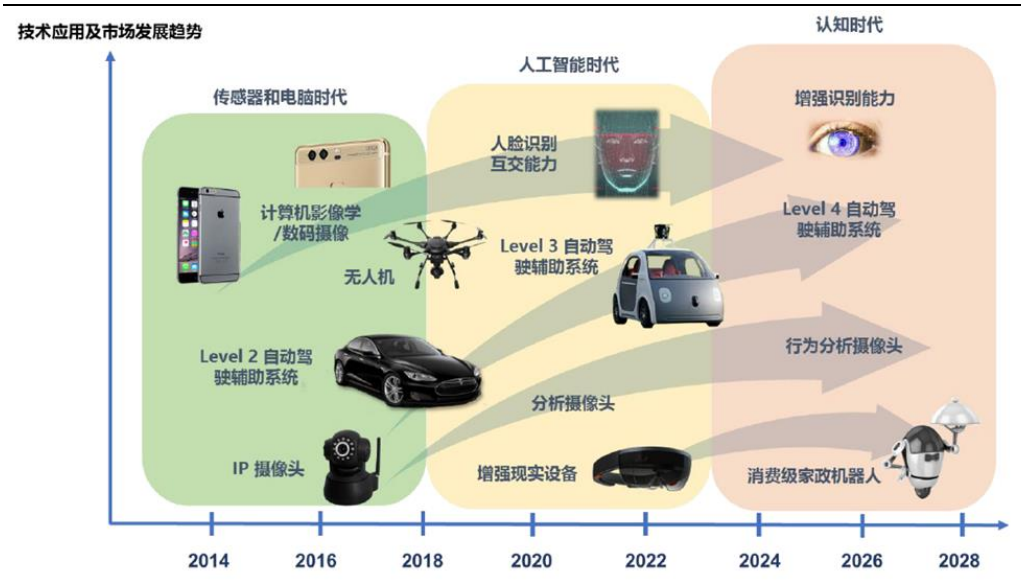
图21：预计智能手机多摄趋势持续加深



数据来源：Yole、开源证券研究所

图像传感器的技术迭代仍将持续：如图 22 所示，随着视觉算法技术的提升、自动驾驶技术的逐步增强和智能安防需求的增长，CMOS 图像传感器将运用到越来越多的新兴应用场景之中，极富发展潜力。

图22：CMOS 传感器发展空间广阔



资料来源：豪威科技收购草案

4、 盈利预测与投资建议

4.1、 关键假设

（1）综合考虑思比科和豪威科技于 2019 年 9 月才开始并表、2020 年 CMOS 图像传感器市场预将有所萎缩、国产手机零部件国产化替代加速三大因素，我们认为在 5G、物联网、智能驾驶等新兴市场需求的持续推动下，2021-2022 年全球 CMOS 图像传感器市场将快速回暖，2020/2021/2022 公司 CMOS 图像传感器营收增速分别为 40%/15%/15%。

（2）受益于电源管理芯片国产化替代加速，叠加公司应用于高端 CMOS 图像传感器、可穿戴领域的 LDO 产品具有显著优势，我们认为公司电源管理芯片业务将保持稳步增长，2020/2021/2022 电源管理业务营收增速分别为 20%/20%/20%。

（3）受制于新品推出速度放缓及运营商调整主流 3G 制式，2016-2017 年射频芯片业务表现不佳。随着 5G、物联网等新兴市场的持续发展，叠加新品逐步推出，2018 年开始公司射频业务重回上行趋势、极富潜力。我们认为随着射频新品的陆续量产，公司射频及微传感器业务毛利率和营收增速均会得到明显改善，2020/2021/2022 射频及微传感器业务营收增速分别为 50%/50%/50%，毛利率分别为 10%/12%/14%。

4.2、 盈利预测与估值

公司是一个广泛布局于 CMOS 图像传感器、电源 IC、射频芯片和功率器件的泛模拟龙头厂商。我们认为 CMOS 图像传感器市场是个持续扩张的优质赛道，然而，受制于市场份额头部化趋势愈发严重，子公司豪威科技、思比科或将面临较大的竞争压力。不过，公司的电源管理芯片、射频芯片呈现出明显的手机类市场倾向，将与公司的 CMOS 产品形成较强的协同作用。依托于豪威科技所积累的优质客户和京鸿志所拥有的分销渠道，未来韦尔股份预将通过多个业绩增长点实现腾飞。

我们预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润为 22.34/26.89/32.52 亿（同比增速分别为 379.8%/20.4%/20.9%），对应 EPS 为 2.59/3.11/3.77 元，当前股价对应 PE 为 77/64/53 倍。公司作为 A 股唯一 CMOS 图像传感器上市企业，具备稀缺性，目前估值水平相较半导体设计行业平均水平而言，也具备一定的估值优势。

首次覆盖给予“买入”评级。

表1：半导体设计行业上市公司估值情况：韦尔股份作为 A 股唯一 CMOS 图像传感器上市企业具有稀缺性

证券代码	证券简称	收盘价	归母净利润增速				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
603986.SH	兆易创新	225.59	49.9	77.2	30.6	41.5	175	99	76	53
300661.SZ	圣邦股份	345.15	69.8	30.7	37.1	37.7	305	233	170	123
002049.SZ	紫光国微	116.75	16.6	78.4	33.5	30.5	174	98	73	56
	行业平均						218	143	106	77
603501.SH	韦尔股份	199.35	235.5	379.8	20.4	20.9	370	77	64	53

数据来源：Wind、开源证券研究所（收盘价日期为 2020/07/24，除韦尔股份、圣邦股份、兆易创新外，其他公司均使用 Wind 一致预期预测数据）

5、 风险提示

CMOS 图像传感器市场竞争进一步加剧的风险；

2020 年消费电子下游需求不振使得电源 IC 需求承压；

射频芯片业务放量情况不及预期的风险；

中美贸易摩擦加剧使得分销业务承压的风险。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	2584	10881	12137	17879	17768
现金	441	3161	6704	7981	10214
应收票据及应收账款	978	2551	2148	3446	3033
其他应收款	9	26	20	35	29
预付账款	125	326	274	440	387
存货	919	4366	2539	5527	3654
其他流动资产	112	451	451	451	451
非流动资产	2016	6596	6256	5815	5339
长期投资	576	24	-528	-1080	-1632
固定资产	215	1588	1803	1928	2026
无形资产	112	1711	1713	1714	1715
其他非流动资产	1112	3273	3268	3253	3231
资产总计	4600	17476	18393	23694	23108
流动负债	2908	7606	6548	9394	5709
短期借款	1600	1654	3424	4734	1654
应付票据及应付账款	380	1882	1074	2378	1551
其他流动负债	928	4070	2050	2282	2503
非流动负债	47	1915	1743	1562	1378
长期借款	42	928	756	575	391
其他非流动负债	5	987	987	987	987
负债合计	2955	9521	8291	10956	7087
少数股东权益	9	29	2	13	123
股本	456	864	864	864	864
资本公积	1153	6650	6650	6650	6650
留存收益	662	1044	2771	4736	7081
归属母公司股东权益	1636	7926	10100	12725	15898
负债和股东权益	4600	17476	18393	23694	23108

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	5	805	4568	563	5930
净利润	116	705	2207	2700	3363
折旧摊销	40	578	531	635	752
财务费用	53	274	128	179	105
投资损失	-3	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	-485	-1233	1718	-2931	1736
其他经营现金流	284	481	-15	-19	-23
投资活动现金流	-1546	-1728	-176	-174	-251
资本支出	88	743	213	111	77
长期投资	-1448	-93	552	552	552
其他投资现金流	-2907	-1077	589	489	378
筹资活动现金流	1163	1120	-2619	-421	-367
短期借款	1110	54	0	0	0
长期借款	-28	886	-172	-181	-184
普通股增加	0	408	0	0	0
资本公积增加	249	5496	0	0	0
其他筹资现金流	-168	-5725	-2447	-240	-183
现金净增加额	-381	195	1773	-32	5312

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	3964	13632	18149	21605	25024
营业成本	3036	9898	12932	15105	17193
营业税金及附加	12	17	36	45	52
营业费用	86	402	503	592	665
管理费用	445	731	1559	1853	2112
研发费用	127	1282	573	852	1234
财务费用	53	274	128	179	105
资产减值损失	90	-249	0	0	0
其他收益	4	11	0	0	0
公允价值变动收益	-1	61	15	19	23
投资净收益	3	1	1	1	1
资产处置收益	1	-2	0	0	0
营业利润	121	785	2434	2999	3688
营业外收入	3	6	9	8	7
营业外支出	1	6	3	3	3
利润总额	123	784	2441	3005	3691
所得税	7	79	234	305	329
净利润	116	705	2207	2700	3363
少数股东损益	-23	240	-27	11	111
归母净利润	139	466	2234	2689	3252
EBITDA	250	1429	3006	3689	4379
EPS(元)	0.16	0.54	2.59	3.11	3.77

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	64.7	243.9	33.1	19.0	15.8
营业利润(%)	-8.6	549.8	210.0	23.2	23.0
归属于母公司净利润(%)	1.2	235.5	379.8	20.4	20.9
获利能力					
毛利率(%)	23.4	27.4	28.7	30.1	31.3
净利率(%)	3.5	3.4	12.3	12.4	13.0
ROE(%)	7.0	8.9	21.8	21.2	21.0
ROIC(%)	6.0	5.9	15.5	15.0	18.2
偿债能力					
资产负债率(%)	64.3	54.5	45.1	46.2	30.7
净负债比率(%)	73.9	23.6	-23.0	-19.4	-49.7
流动比率	0.9	1.4	1.9	1.9	3.1
速动比率	0.5	0.8	1.4	1.2	2.3
营运能力					
总资产周转率	1.1	1.2	1.0	1.0	1.1
应收账款周转率	4.2	7.7	7.7	7.7	7.7
应付账款周转率	9.1	8.8	8.8	8.8	8.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.16	0.54	2.59	3.11	3.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.93	5.29	0.65	6.87
每股净资产(最新摊薄)	1.89	9.18	11.70	14.74	18.41
估值比率					
P/E	1240.3	369.7	77.1	64.0	52.9
P/B	105.3	21.7	17.0	13.5	10.8
EV/EBITDA	694.9	121.8	56.5	46.0	37.5

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn