



供需关系趋紧，国内 CIS 龙头迎高速增长

韦尔股份(603501)

►事件

公司2019年12月9日正式发布两款全新车规级图像传感器平台新品——800万像素前向摄像头 OX08A 和 OX08B。OX08A 高清摄像头提供了业内优秀的高动态范围 (HDR)；而集成于芯片上的 HALE (HDR 和 LFM 引擎) 合成算法，兼容引脚的 OX08B 为 LED 闪烁抑制 (LFM) 性能树立了新的标杆。预计未来随着智能驾驶的升级和 ADAS 的加速渗透，公司作为车载 CIS 的龙头企业有望进一步巩固其行业领先地位。

►供需关系趋紧看 CIS 龙头高速增长

供需关系趋紧，景气度持续上行：供给端来看，集微网信息，全球 CIS 龙头索尼由于产能不足，将旗下 CIS 释放给台积电，此前索尼一直将堆栈式 CIS 的逻辑层在台积电下单，首次将图像传感层由台积电代工，未来双方还将进一步加强合作，或延伸至 28 纳米及以下制程；需求端来看，依据 IHS Markit 统计数据，预计 2019 年镜头出货量为 44.62 亿颗，2020 年和 2021 年增长率分别为 15.0%、10.1%，分别为 51.31 亿颗、56.50 亿颗，摄像头数量由 1→X 过程中，CIS 需求显著提升。我们认为 CIS 行业供需关系趋紧，行业景气度旺盛，受益国产化趋势确立，公司作为国内 CIS 龙头预计迎来高速增长，持续坚定看好公司的长期投资价值！

►手机汽车等多领域新品持续推出，业绩逐步兑现

根据 Yole 数据，手机依然是目前 CIS 下游应用最广泛的领域，公司推出创新性的产品 48M 且预计 2020 年会有更高像素产品推出，同时公司近期发布业内首款带 LED 闪烁抑制功能的 830 万像素、140 dB 高动态范围汽车图像传感器，Yole Développement 最近的技术和市场研究“Imaging for Automotive 2019”证实了人眼视觉和 ADAS 应用市场的加速增长，在 2018 年至 2024 年之间的复合年增长率为 13.7%。公司在手机/汽车/安防等多个领域内不断发力，伴随着新产品及技术的突破，公司有望逐渐提升自身的市场占有率及公司的核心竞争力和产业话语权。

►韦尔半导体聚焦功率与模拟 IC，受益国产替代

韦尔自研业务，包含了功率半导体（包括 TVS/MOSFET/肖特基二极管等）、模拟 IC（包括 LDO/DC-DC/led 背光驱动/开关等）、直播芯片、射频、硅麦等，2007 年公司创办开始一直深耕于半导体设计业务，在分立器件、模拟 IC 中的 LDO 产品等，公司均处于行业领先地位，TVS 系列产品具备国际竞争力。我们认为，在国产替代趋势下韦尔半导体本部业务有望迎来新一轮的发展机遇。

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
目标价格:	166.9
最新收盘价:	144.9
股票代码:	603501
52 周最高价/最低价:	146.0/28.16
总市值(亿)	1,251.45
自由流通市值(亿)	203.64
自由流通股数(百万)	140.54



分析师: 孙远峰

邮箱: sunyf@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519080005

分析师: 王海维

邮箱: wanghw1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519090003

实习生王慧方对本报告亦有贡献!

相关研究

1. 光学黄金赛道下 CIS 龙头谋快速突破

2019.09.30

2. 新产品持续落地, CIS 龙头业绩逐渐兑现

2019.10.31

投资建议

基于 CIS 行业供需趋紧，我们调整公司盈利预测，我们预计 2019~2021 年韦尔股份（本部+0V）整体营收分别由 161.2 亿元、213.6 亿元、276.7 亿元（考虑本部分销业务营收影响）调整至 161.2 亿元、224.38 亿元、282.51 亿元，同比增长 306.66%、39.21%、25.91%；预计实现归属于母公司股东净利润（本部+0V）由 11.1 亿元、20.6 亿元、28.2 亿元调整为 8.67 亿元（0V 合并后会计核算因素影响）、24.03 亿元、33.22 亿元，对应 2019~2021 年 PE 分别为 107.05 倍、38.62 倍、27.93 倍。根据 wind 最新数据统计，2020 年国内领先 IC 设计公司相对 PE 为 50~60 倍之间，我们调整目标公司 2020 年相对 EPS 65 倍 PE 至 60 倍 PE，对应目标总市值由 1339 亿元上调至 1441.8 亿元，按照增发后总股本 8.64 亿股计算，目标价由 155.0 元上调至 166.9 元，维持“买入”评级。

风险提示

光学赛道创新低于预期、智能终端出货低于预期、新产品突破低于预期、半导体新品突破低于预期、客户拓展低于预期、行业竞争加剧带来价格压力等。

盈利预测与估值

财务摘要	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2405.92	3963.51	16118.00	22438.00	28251.00
YoY	11.35%	64.74%	306.66%	39.21%	25.91%
归母净利润(百万元)	137.16	138.80	866.91	2403.03	3322.26
YoY	-3.20%	1.20%	524.55%	177.20%	38.25%
毛利率	20.54%	23.41%	24.20%	27.07%	27.37%
每股收益(元)	0.16	0.16	1.00	2.78	3.85
ROE	11.63%	8.49%	30.34%	45.36%	38.54%
市盈率	676.60	668.57	107.05	38.62	27.93

数据来源：wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	3963.51	16118.00	22438.00	28251.00	净利润	115.68	1238.44	2529.51	3497.12
YoY (%)	64.74%	306.66%	39.21%	25.91%	折旧和摊销	40.23	428.19	447.82	474.22
营业成本	3035.62	12217.44	16364.03	20518.70	营运资金变动	-229.54	-5071.83	-1870.46	-1037.04
营业税金及附加	12.10	17.73	24.68	31.08	经营活动现金流	5.40	-3001.76	1584.26	3312.71
销售费用	86.42	451.30	583.39	762.78	资本开支	-85.18	-5455.98	-33.50	-92.50
管理费用	445.00	644.72	942.40	1271.30	投资	-1448.44	497.29	0.00	0.00
财务费用	52.87	199.02	345.64	262.39	投资活动现金流	-1545.82	-4868.69	-33.50	-92.50
资产减值损失	90.10	253.40	64.25	36.02	股权募资	9.25	408.00	0.00	0.00
投资收益	2.79	0.00	0.00	0.00	债务募资	1089.37	8822.55	-667.33	-3370.34
营业利润	120.82	1298.62	2657.64	3676.18	筹资活动现金流	1163.07	8929.65	-1050.68	-3720.23
营业外收支	1.96	5.00	5.00	5.00	现金净流量	-377.35	1059.21	500.08	-500.02
利润总额	122.78	1303.62	2662.64	3681.18	主要财务指标				
所得税	7.10	65.18	133.13	184.06	成长能力 (%)				
净利润	115.68	1238.44	2529.51	3497.12	营业收入增长率	64.74%	306.66%	39.21%	25.91%
归属于母公司净利润	138.80	866.91	2403.03	3322.26	净利润增长率	1.20%	524.55%	177.20%	38.25%
YoY (%)	1.20%	524.55%	177.20%	38.25%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.16	1.00	2.78	3.85	毛利率	23.41%	24.20%	27.07%	27.37%
资产负债表 (百万元)					净利率率	2.92%	7.68%	11.27%	12.38%
货币资金	440.74	1499.95	2000.03	1500.01	总资产收益率 ROA	3.02%	5.46%	13.22%	17.88%
预付款项	124.68	495.89	687.75	849.25	净资产收益率 ROE	8.49%	30.34%	45.36%	38.54%
存货	918.75	4016.69	4483.30	4778.33	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1099.64	3319.17	4858.89	5682.17	流动比率	0.89	0.80	1.17	2.05
流动资产合计	2583.82	9331.69	12029.96	12809.76	速动比率	0.53	0.42	0.66	1.15
长期股权投资	576.47	26.47	26.47	26.47	现金比率	0.15	0.13	0.19	0.24
固定资产	215.36	1555.74	1574.02	1572.19	资产负债率	64.25%	79.62%	68.07%	49.95%
无形资产	75.32	1006.75	740.66	468.27	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2016.05	6554.04	6147.23	5773.01	总资产周转率	1.07	1.57	1.32	1.54
资产合计	4599.87	15885.74	18177.19	18582.77	每股指标 (元)				
短期借款	1599.70	9422.25	7754.92	3384.59	每股收益	0.16	1.00	2.78	3.85
应付账款及票据	380.20	1673.62	2017.48	2136.19	每股净资产	1.89	3.31	6.13	9.98
其他流动负债	928.29	505.10	553.22	713.31	每股经营现金流	0.01	-3.48	1.83	3.84
流动负债合计	2908.20	11600.98	10325.63	6234.09	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	42.00	1042.00	2042.00	3042.00	估值分析				
其他长期负债	5.29	5.29	5.29	5.29	PE	668.57	107.05	38.62	27.93
非流动负债合计	47.29	1047.29	2047.29	3047.29	PB	15.52	32.48	17.52	10.77
负债合计	2955.49	12648.27	12372.92	9281.38					
股本	455.81	863.81	863.81	863.81					
少数股东权益	8.83	380.36	506.83	681.69					
股东权益合计	1644.38	3237.47	5804.27	9301.39					
负债和股东权益合计	4599.87	15885.74	18177.19	18582.77					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

孙远峰：华西证券研究所副所长&电子行业首席分析师，哈尔滨工业大学工学学士，清华大学工学博士，近3年电子实业工作经验；2018年水晶球/金牛/IAMAC保险资产上榜分析师，2017年新财富入围/水晶球上榜分析师，2016年新财富上榜分析师，2013~2015年新财富上榜分析师团队核心成员。

王海维：华西证券研究所电子行业分析师，华东师范大学硕士，曾就职于安信证券，2019年8月加入华西证券研究所。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。