

国内 3D 打印医疗与汽车应用先行者

投资要点

- **国内精密激光应用龙头企业。**公司是国内精密激光应用龙头企业,拥有高精度、高性能的激光设备近百台,可为客户提供 SMT 激光模板、各类金属及非金属精密零件、HDI 钻孔、FPC 激光成型、紫外激光钻孔等众多产品和服务,客户包括华为、中兴、富士康、比亚迪等 1000 多家国内外电子企业,国际 EMS50 强企业中有三十多家与公司建立了长期稳定的合作关系。公司激光综合制造能力和产能在同行业排名第一。近两年,公司依托在激光应用领域的技术积累,开始由传统的减成法激光应用向 LDS 三维电路、3D 打印等加成法激光应用转型,带动公司实现跨越式发展。
- **PCB 类产品持续高增长为转型护航。**公司 PCB 类产品主要包括 HDI 钻孔和 FPC 激光成型、紫外激光钻孔。HDI 与 FPC 属于 PCB 类产品的高端品种,受益于消费电子产品多功能、小型化、轻薄化发展趋势,近年来市场规模持续高增长。公司下游客户持续扩大 HDI 与 FPC 产能,带来精密激光应用服务需求的持续高增长。我们预计未来 3 年公司 HDI 和 FPC 类激光应用业务将维持高增长,为公司转型加成法激光应用提供保障。
- **积极开拓 3D 打印医疗与汽车应用。**公司是国内最早切入 3D 打印应用的企业之一。2013 年,公司凭借在激光应用的技术积累,切入 3D 打印工业服务领域,积累了 3D 打印在汽车、模具等领域的应用经验,对 3D 打印工艺、设备参数、材料应用有了进一步理解。公司与比利时 Materialise 合作的“三维打印赛车项目”顺利完成,大幅提高了公司在 3D 打印行业的知名度。2014 年,公司与上海交大成立联合医学工程部,2015 年,公司为巩固与王成焘教授团队的合作,投资设立了上海光韵达医疗数字公司,通过“医学+3D 打印+云服务平台”三位一体的工作模式,为境内外医院和科研机构提供医学 3D 打印服务。
- **估值与评级:**预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.29 元、0.41 元和 0.76 元,对应 PE 分别为 190 倍、136 倍和 74 倍。考虑公司作为国内布局 3D 打印医疗与汽车应用的先行者,未来市场前景广阔,首次给予公司“买入”评级。
- **风险提示:** PCB 类激光应用低于预期的风险; 3D 打印医疗与汽车应用推进不及预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	252.50	344.31	475.44	713.88
增长率	45.44%	36.36%	38.08%	50.15%
归属母公司净利润(百万元)	27.45	40.90	57.08	105.59
增长率	52.01%	49.01%	39.55%	84.98%
每股收益 EPS(元)	0.20	0.29	0.41	0.76
净资产收益率 ROE	7.84%	10.81%	13.64%	21.46%
PE	282.98	189.91	136.08	73.57
PB	22.20	20.52	18.57	15.79

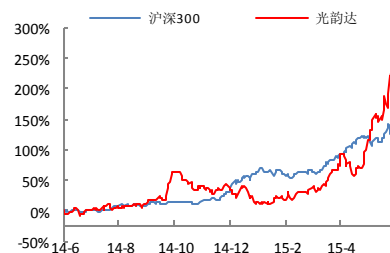
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 李孝林
执业证号: S1250513090002
电话: 023-63786247
邮箱: lixl@swsc.com.cn

联系人: 田明华
邮箱: tmh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.39
流通 A 股(亿股)	1.36
52 周内股价区间(元)	14.55-57.53
总市值(亿元)	77.68
总资产(亿元)	5.82
每股净资产(元)	2.54

相关研究

目 录

一、国内精密激光制造龙头.....	1
二、传统减成法激光应用中 FPC 与 HDI 仍可维持高增长.....	2
三、LDS 天线将持续放量.....	4
四、3D 打印医疗、汽车领域应用前景广阔.....	4
五、盈利预测与投资建议.....	7

图 目 录

图 1: 公司提供的产品与服务.....	1
图 2: 公司主要子公司	1
图 3: 近年来公司业绩增长情况	2
图 4: 2014 年公司营收构成.....	2
图 5: SMT 模板作业实现过程.....	2
图 6: SMT 激光模板	2
图 7: 深圳光韵达激光未来业绩预测.....	3
图 8: 光韵达 3D 打印赛车	5
图 9: 光韵达数字医疗 3D 打印制造平台	6
图 10: 光韵达数字医疗 3D 打印服务流程.....	6
图 11: 3D 打印颈椎手术导板	6
图 12: 3D 打印心脏模型	6

表 目 录

表 1: 全球各类 PCB 产品发展预测（亿美元）	3
表 2: 可比公司估值比较	7
附表: 财务预测与估值	8

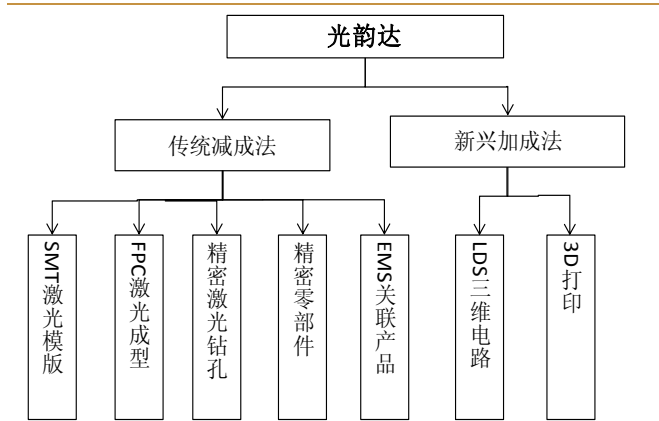
一、国内精密激光制造龙头

光韵达成立于 2005 年，依托激光技术，为全球制造和加工企业提供精密激光技术应用服务。精密激光技术与服务是一个新兴的行业，目前，公司拥有世界顶级的高精密度、高性能的各类精密激光设备近百台，可为客户提供 SMT 激光模板、各类金属及非金属精密零件、HDI 钻孔、FPC 激光成型、紫外激光钻孔、LDS 业务、3D 打印等众多产品和服务，客户包括华为、中兴、富士康、比亚迪等 1000 多家国内外电子企业，国际 EMS50 强企业中有三十多家与公司建立了长期稳定的合作关系。

目前，公司激光综合制造能力和产能在同行业排名第一。

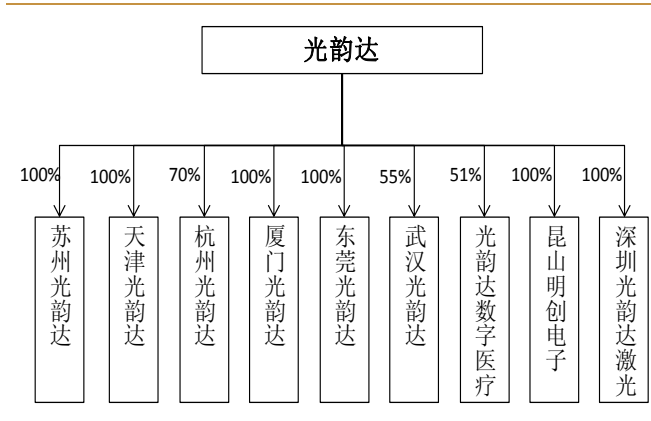
从发展战略来看，公司正由传统的 SMT 激光模板、PCB 激光成型及钻孔业务等减成法激光应用工艺向 LDS 三维电路、3D 打印等新兴加成法激光应用工艺延伸，带动公司实现跨越式发展。

图 1：公司提供的产品与服务



数据来源：公开资料，西南证券

图 2：公司主要子公司



数据来源：公开资料，西南证券

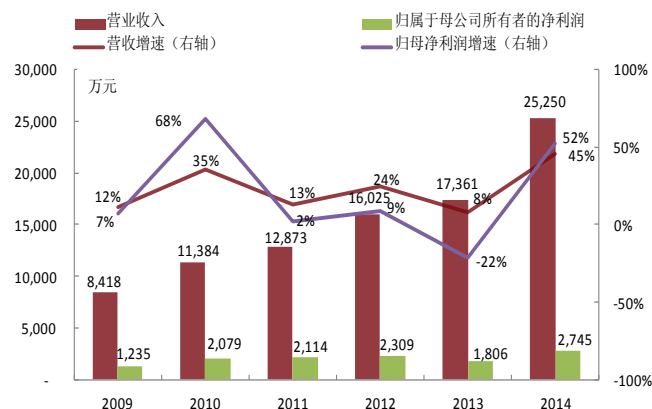
公司控股股东为深圳光韵达实业有限公司，持股比例 41.73%，实际控制人为侯若洪、姚彩虹夫妇。董事长侯若洪先生兼广东省激光行业协会会长、中国 3D 打印技术产业联盟副理事长。

自 2011 年上市以来，公司业绩保持稳定增长。2011 年至 2014 年，公司营业收入由 1.3 亿元上升至 2.5 亿元，年均复合增长率 CAGR 为 25.2%；归属于母公司的净利润由 2114 万元上升至 2745 万元，年均复合增长率 CAGR 为 9.1%。净利润增速低于营收增速的原因：原材料与劳动力成本的上升导致毛利率下降，此外，期间费用率也持续上升。

近年来，受益于电子产品轻薄化趋势的发展，激发了大量精密制造需求。而精密激光制造业正适合电子制造行业的发展趋势，在产品精密化制造、快捷和环保方面具有明显优势，逐步取代传统制造工艺，并突破其工艺的局限性。公司作为国内精密激光制造领域的龙头企业，充分受益于精密激光制造业的快速发展。

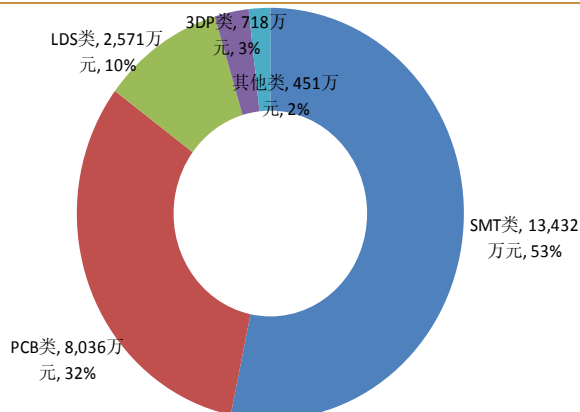
2014 年，公司实现营业收入 2.5 亿元，同比增长 45%；归属于上市公司股东的净利润 2745 万元，同比增长 52%。业绩高增长主要受益于 PCB 类产品的持续高增长和 LDS 天线业务的放量。

图 3：近年来公司业绩增长情况



数据来源：Wind，西南证券

图 4：2014 年公司营收构成



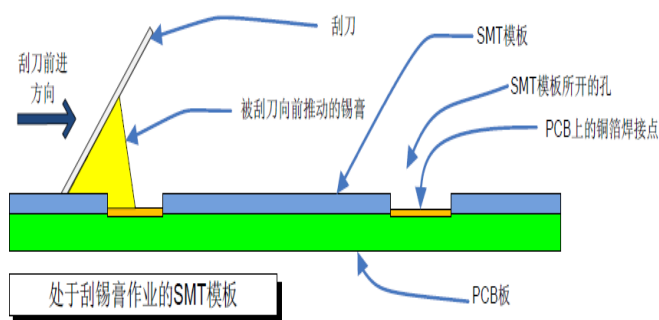
数据来源：Wind，西南证券

二、传统减成法激光应用中 FPC 与 HDI 仍可维持高增长

在传统减成法激光应用中，公司主要提供 SMT 激光模板和 PCB 激光成型及钻孔业务。其中，SMT 激光模板作为公司发家产品仍然是公司营业收入的主要来源，2014 年，SMT 类产品贡献营业收入 1.34 亿元，同比增长 17.1%，占公司主营业务收入比重 53%；PCB 类产品贡献营业收入 8036 万元，同比增长 53.7%。

SMT 类产品未来几年仍将保持平稳增长。SMT 类产品主要是 SMT 激光模板及附属产品，2014 年实现销售收入 1.26 亿元，同比增长 13.2%。公司的 SMT 激光模板产能、销量及销售额等均处于同行业中首位，保持行业领先地位，后期增速同步于行业平均增速。增长主要来源于两方面：一、激光 SMT 模板凭借精度高、寿命长、可修复等优点对传统化学蚀刻法 SMT 模板的替代；二、电子产品更新换代速度进一步加快，SMT 模板需求量快速增长。

图 5：SMT 模板作业实现过程



数据来源：招股说明书，西南证券

图 6：SMT 激光模板

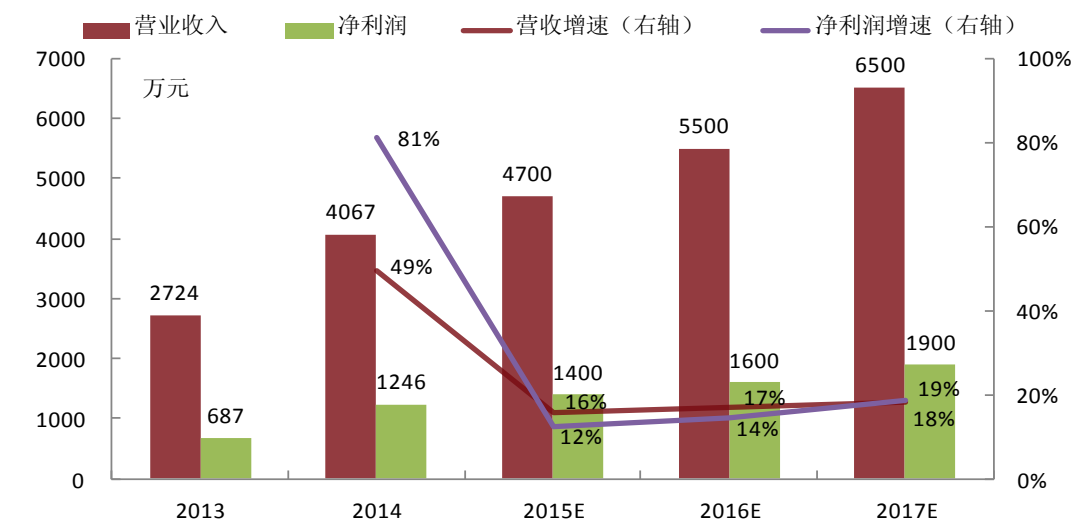


数据来源：公司官网，西南证券

公司 PCB 类产品主要指 HDI 激光钻孔和 FPC 成型及钻孔业务。2014 年，HDI 激光钻孔业务实现销售收入 4109 万元，同比增长 63.1%。FPC 成型及钻孔业务主要由深圳光韵达激光承担，2014 年实现主营业务收入 4067 万元，同比增长 49.3%。

2015 年 4 月，公司公告拟以自有资金 3100 万元收购深圳韵达激光公司 25%，实现对其全资控股，估价对应 2014 年的 PE 约 10 倍，相对较低。同时，公司在公告中对光韵达激光未来 3 年的经营业绩做了预测，年均增速约 15%，我们认为这一预测相对保守，未来实际业绩大概率超出预测。

图 7：深圳光韵达激光未来业绩预测



数据来源：公司公告，西南证券

深圳光韵达激光成立于 2005 年，是国内第一家使用激光技术进行 FPC 成型服务的企业，经过十年的快速发展，已拥有数十台紫外激光切割设备和钻孔设备，加工服务涵盖 FPC 外形切割、覆盖膜开窗、软硬结合板切割、紫外钻孔等，未来还将重点发展绿激光加工。光韵达激光是国内行业中唯一可以 100% 良率指定深度切割的软硬结合板的厂商，质量、品质、服务与品牌已深受客户的信赖与认可。

近年来，随着智能手机的快速普及，可穿戴设备、PAD 等便携式移动终端的发展，承担电子元器件载体的 PCB 不断向薄型化、微型化、个性化以及高密度与低阻抗的趋势迈进，对 PCB、FPC 的种类与制程提出了更高的要求和技术规划，而紫外激光加工在这方面具有明显的优势，获得快速发展。据专委统计，2014 年中国激光加工产业总收入约 270 亿元，同比增长 12.5%，其中激光加工收入约 55 亿元。

表 1：全球各类 PCB 产品发展预测（亿美元）

产品类别	2012 年		2017 年		2012-2017 年复合增长率
	产值	比重	产值	比重	
单/双面板	72.8	13.4%	76.2	11.6%	0.9%
多层板	200.9	37.0%	212.8	32.4%	1.2%
HDI 板	79.2	14.6%	108.6	16.5%	6.5%
封装基板	82.3	15.2%	102.3	15.6%	4.5%
FPC 挠性板	107.9	19.9%	156.6	23.9%	7.7%
合计	543.1	100.0%	656.5	100.0%	3.9%

数据来源：公开资料，西南证券

HDI 高密度板与 FPC 挠性板一样，属于 PCB 中的高端产品，也是 PCB 行业中产值增速最快的子行业。中国大陆是全球主要是电子产品生产基地，而 HDI 板、FPC 产值占全球比例与下游终端并不匹配，未来增速将明显高于全球。

HDI 板适合电子产品多功能、小型化、轻量化发展趋势，广泛应用于手机、封装基板、笔记本电脑、服务器等，HDI 激光钻孔逐步取代机器钻孔。公司拥有世界顶尖水平的 CO₂ 及紫外激光钻孔设备，适合不同层次客户需求，依托就近配套的加工服务站点，提供 HDI 板钻孔服务。2013 年，中国 HDI 板激光钻孔外包市场规模 16 亿元，同比增长 28.1%，保持持续的高增长。

三、LDS 天线将持续放量

2013 年下半年，公司基于对激光应用技术的掌握，根据市场需求，长期以来的客户积累，新推出了 LDS 业务。目前，公司 LDS 业务主要涉及 LDS 天线，应用于移动智能终端。

2013 年，LDS 业务刚推出，前期处于供应商认证阶段，尚未形成规模销售，全年销售 302 万元。2014 年，公司 LDS 业务逐步放量，但受大客户三星产品调整影响，公司 LDS 天线出货也受到一定影响，全年实现销售收入 2571 万元。同时，公司积极开拓国内市场，并相继进入中兴、华为、联想供应链，其中中兴已是公司 LDS 业务收入的主要来源。2015 年，公司 LDS 业务进一步放量，当前产能利用率接近 60%。

2014 年，公司 LDS 业务毛利率 9.5%，相对较低。究其原因：一是当期公司 LDS 业务产能利用率较低，费用摊销较高；二是公司只做 LDS 制造工序，不做设计，产品附加值不高。公司定位 LDS 天线制造，也为公司拓宽了业务来源，一方面可以接终端厂商已经设计好的 LDS 天线订单，另一方面公司也可以与信维通信、硕贝德等 LDS 天线设计厂商合作，负责制造环节。

LDS 三维技术利用激光直接把电路图案转移至塑料表面，为生产天线产品提供灵活性和自由的几何三维设计，远超出以前通常用的软天线技术，是未来的发展趋势。当前，LDS 天线在移动终端领域的应用已较为成熟，竞争相对激烈，未来，公司凭借深厚的技术积累，有望开发汽车、医疗等领域的 LDS 应用，打开新的成长空间。

四、3D 打印医疗、汽车领域应用前景广阔

公司是国内最早进入 3D 打印行业应用领域的公司之一。2013 年，公司凭借在激光应用技术领域的深厚的积累，切入 3D 打印领域。

2013 年 10 月，公司与德国 EOS3D 打印设备中国代理商合资设立上海光韵达三维公司，进军 3D 打印。“3D 打印”技术是激光应用技术的一种，公司对 3D 打印技术一直有关注与研究，并已有一定的技术积累，合作方在 3D 打印设备操作经验方面有优势，并在汽车工业、模具等领域拥有良好的客户基础，双方合作有望发挥协同效应。

——汽车

2013 年 10 月，公司与比利时 Materialise 签订“三维打印赛车项目”。公司负责提供赛车车身、内外饰及零部件的三维打印解决方案。经过 8 个多月的合作，2014 年 7 月三维打

印赛车在“同济大学 DIAN Racing 车队 2014 赛季新车发布会”上亮相，该赛车使用 3D 打印的部件共计 300 多件，占全车机械结构件数量的 30% 左右。

图 8：光韵达 3D 打印赛车



数据来源：公开资料，西南证券

虽然，2015 年 4 月，公司公告因上海光韵达 3D 打印业务进度不及成立时的承诺预期而转让股权，但公司对 3D 打印仍然充满信心。通过此次合作，公司对 3D 打印制程、工艺、设备、材料等都有了更为深刻的了解，积累了 3D 打印在赛车、汽车、模具等领域的应用经验，提升了公司在 3D 打印行业的影响力。

3D 打印设备具有广泛的材料及设计适应性，可用于制造不同类型、不同材质的零部件。使用 3D 建模数据直接打印汽车零部件，可显著缩短零件制造周期、降低制造成本、提高材料利用率。与传统制造工艺相比，使用 3D 打印技术制造的汽车零部件可实现减重 65%、节材 90%，未来应用前景广阔。

——医疗

2014 年 5 月，公司与上海晟烨信息科技有限公司及王成焘教授签订了《光韵达·交大晟烨联合医学工程部合作框架协议》，首次尝试与科研院所合作探索 3D 打印在医疗领域的应用。

上海晟烨：依托上海交通大学数字医学临床转化教育部工程研究中心，通过产学研相结合的方式，为各类医院提供基于数字医学影像与 3D 打印技术的医学工程服务。截止 2014 年 5 月，已为全国 100 多家医院提供临床服务，累计完成相关病例的研究与应用 7000 多例。上海晟烨拥有十年的 3D 打印医学服务的临床经验与相关技术，并拥有相关的数据库。

王成焘教授拥有近 30 年的工程学与医学相结合的交叉学科研究，为数字医学教育部工程研究中心临床数字技术学术带头人。

此次合作，依托上海晟烨软件、人才及医院资源优势，王成焘教授的学术地位、技术经验及个人影响力，为公司实现 3D 打印在医疗领域的产业化应用积累了丰富经验。

2015 年，公司为进一步深化与王成焘教授技术团队的合作，投资设立了上海光韵达数字医疗公司。光韵达数字医疗公司业务流程依靠云平台，利用先进的专业医学软件和 3D 打

印设备，通过“医学+3D 打印+云服务平台”三位一体的工作模式，为境内外医院和科研机构提供医学 3D 打印服务。

光韵达数字医疗公司利用“互联网+”模式为客户提供医学 3D 打印云服务。用户将医疗影像数据和制作要求直接提交至云平台，云端接受用户需求后，做出相应三维模型，通过设计师与用户沟通确认，用户下单支付后，公司将打印后的 3D 产品物流至客户。

图 9：光韵达数字医疗 3D 打印制造平台



数据来源：公开资料，西南证券

图 10：光韵达数字医疗 3D 打印服务流程



数据来源：公开资料，西南证券

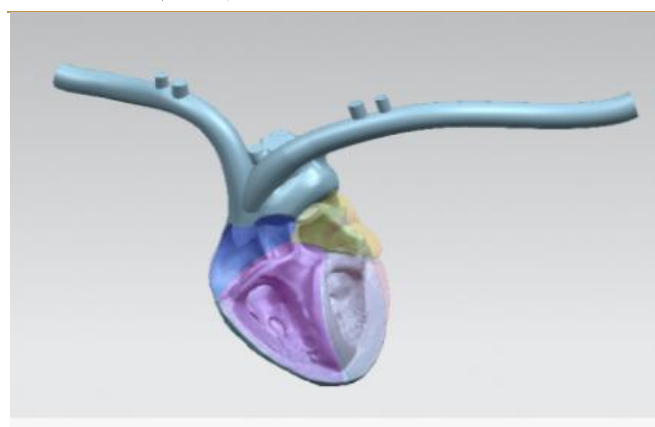
案例方面，数字医疗公司曾根据韶关粤北人民医院的技术要求，设计打印了颈椎手术用导航板，为医生施行精准手术提供了现代化的数字医学手段；与美国最大医疗器械制造商之一美敦力共同合作，3D 打印出透明人体真实比例 1:1 的心脏模型，为其产品展示提供解决方案；与北京中日友好医院合作，在病人骨质较差，以及建模效果不理想的情况下，进行脊柱手术导航板的设计并 3D 打印完成，保证手术顺利进行。

图 11：3D 打印颈椎手术导航板



数据来源：公开资料，西南证券

图 12：3D 打印心脏模型



数据来源：公开资料，西南证券

3D 打印在医疗领域的大规模应用仍然存在很多障碍，除了 3D 打印设备、材料昂贵以外，医生的接受程度也是非常关键。从某种意义上讲，医生是 3D 打印医疗应用的一线推广员。目前，光韵达数字医疗公司已与上海第九人民医院的王燎医生、上海长征医院的吴海山教授、仁济医院的骨科主任刘祖德教授开展了相关合作。

3D 打印医疗应用可以分为三个层资，最基础的是医疗导板模型，其次是直接跟人体接触的器械，再深入的是植入体。根据 SmarTech Markets 预测，在 3D 打印几大应用领域中，如果将医学与单列的牙科合并，2015 年医疗市场占 3D 打印整体市场比高达 37.8%，预计到 2023 年占比 41%，市场规模近 80 亿美元。

光韵达在公司总部已设立了 3D 打印创新服务中心，聘请专业人才，专注于 3D 打印技术的研究、推广、生产和销售，开拓 3D 打印在更多领域的应用。

五、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 3.44 亿元、4.75 亿元和 7.14 亿元，分别同比增长 36%、38%和 50%，归属于母公司的净利润为 4090 万元、5708 万元和 1.06 亿元，分别同比增长 49%、40%和 85%，EPS 分别为 0.29 元、0.41 元、0.76 元，对应 PE 分别为 190 倍、136 倍和 74 倍。考虑公司作为国内布局 3D 打印医疗与汽车应用的先行者，未来市场前景广阔，首次给予公司“买入”评级。

表 2：可比公司估值比较

代码	简称	价格 (2015-06-01)	EPS				PE			
			2014	2015E	2016E	2017E	2014	2015	2016	2017
300220.SZ	金运激光	83.01	0.05	0.15	0.25	0.73	1660	553	332	114
002540.SZ	亚太科技	17.78	0.21	0.27	0.33	0.44	85	66	54	40
300004.SZ	南风股份	94.79	0.43	1.00	1.30	1.65	220	95	73	57
002348.SZ	高乐股份	24.24	0.10	0.15	0.19	0.27	242	162	128	90
平均值							552	219	147	75

数据来源：Wind (EPS 取 wind 一致预期)，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	252.50	344.31	475.44	713.88	净利润	29.38	43.78	61.09	113.00
营业成本	130.56	189.27	278.94	426.47	折旧与摊销	32.32	26.88	29.44	30.89
营业税金及附加	2.07	2.82	3.89	5.84	财务费用	5.93	4.60	6.26	7.85
销售费用	41.06	51.65	62.76	78.53	资产减值损失	0.59	0.00	0.00	0.00
管理费用	39.02	46.48	53.72	64.25	经营营运资本变动	27.24	-13.96	-5.71	-2.78
财务费用	5.93	4.60	6.26	7.85	其他	-39.49	-1.28	-0.89	0.18
资产减值损失	0.59	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	55.97	60.01	90.19	149.13
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-93.42	-56.30	-107.00	-62.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-32.30	1.70	1.70	1.70
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-125.73	-54.60	-105.30	-60.30
营业利润	33.26	49.50	69.87	130.95	短期借款	-2.00	20.00	50.00	50.00
其他非经营损益	1.45	2.00	2.00	2.00	长期借款	4.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	34.71	51.50	71.87	132.95	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	5.34	7.73	10.78	19.94	支付股利	-6.70	-12.34	-17.23	-31.86
净利润	29.38	43.78	61.09	113.00	其他	37.53	-4.10	-5.76	-7.35
少数股东损益	1.93	2.87	4.01	7.42	筹资活动现金流净额	32.99	3.56	27.02	10.79
归属母公司股东净利润	27.45	40.90	57.08	105.59	现金流量净额	-36.76	8.97	11.91	99.62
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	33.77	42.74	54.65	154.27	成长能力				
应收和预付款项	115.48	131.00	137.00	144.00	销售收入增长率	45.44%	36.36%	38.08%	50.15%
存货	32.46	36.00	42.00	48.00	营业利润增长率	51.25%	48.82%	41.15%	87.41%
其他流动资产	12.80	12.80	12.80	12.80	净利润增长率	39.12%	49.01%	39.55%	84.98%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	39.81%	13.62%	29.82%	59.87%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	341.89	369.17	443.95	463.73	毛利率	48.29%	45.03%	41.33%	40.26%
无形资产和开发支出	18.28	19.75	21.15	22.49	三费率	34.06%	29.84%	25.82%	21.10%
其他非流动资产	18.77	15.14	11.52	11.52	净利率	11.63%	12.71%	12.85%	15.83%
资产总计	573.43	626.59	723.06	856.80	ROE	7.84%	10.81%	13.64%	21.46%
短期借款	76.40	96.40	146.40	196.40	ROA	7.02%	8.87%	10.74%	16.37%
应付和预收款项	60.88	66.91	74.51	87.11	ROIC	8.90%	10.68%	13.68%	21.24%
长期借款	4.16	4.16	4.16	4.16	EBITDA/销售收入	28.75%	23.95%	22.52%	23.98%
其他负债	54.62	50.32	45.32	35.32	营运能力				
负债合计	196.06	217.79	270.39	322.99	总资产周转率	0.44	0.55	0.66	0.83
股本	138.66	138.66	138.66	138.66	固定资产周转率	0.89	1.08	1.38	1.73
资本公积	99.78	99.78	99.78	99.78	应收账款周转率	2.37	2.92	3.83	5.25
留存收益	111.51	140.07	179.93	253.65	存货周转率	4.02	5.26	6.64	8.88
归属母公司股东权益	349.95	378.51	418.36	492.09	销售商品/提供劳务收到的现金/营业收入	1.02	——	——	——
少数股东权益	27.42	30.29	34.30	41.72	资本结构				
股东权益合计	377.37	408.80	452.67	533.81	资产负债率	34.19%	34.76%	37.40%	37.70%
负债和股东权益合计	573.43	626.59	723.06	856.80	带息债务/总负债	41.09%	46.17%	55.68%	62.10%
					流动比率	1.28	1.25	1.04	1.20
					速动比率	0.98	0.97	0.81	1.00
					股利支付率	24.41%	30.18%	30.18%	30.18%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	72.59	82.48	107.07	171.18	每股收益	0.20	0.29	0.41	0.76
PE	282.98	189.91	136.08	73.57	每股净资产	2.52	2.73	3.02	3.55
PB	22.20	20.52	18.57	15.79	每股经营现金	0.40	0.43	0.65	1.08
PS	30.76	22.56	16.34	10.88	每股股利	0.05	0.09	0.12	0.23
EV/EBITDA	108.07	95.29	73.81	45.93					
股息率	0.09%	0.16%	0.22%	0.41%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn