

双摄爆发,摄像头龙头扬帆起航

──欧菲光(002456)调研简报

推荐/首次週研简报

报告摘要:

2017年是双摄加速渗透的一年,预计双摄渗透率将由2016年的5.25%提升至16%左右,双摄迎来各品牌旗舰机型标配时代。欧菲光是国内手机摄像头模组龙头企业,是双摄行业变革的最大受益者。收购索尼华南电子公司之后,公司承接了索尼的摄像头模组业务资源,技术实力和管理能力实现了飞跃提升。我们认为在技术领先优势、规模效应优势及双摄市场爆发等内外因素作用下,公司摄像头业务将迎来爆发式发展。

双摄产品的复杂度远远高于单摄产品的模组组装,因此产品单价一般是单摄产品的 2.5-3 倍。虽然双摄产品的芯片、镜头、马达等零组件成本基本是单摄的 2 倍,但是模组组装过程的复杂度及良率控制难度远远高于单摄产品,因此模组厂商有能力享受扣除零组件成本之外的附加值提升。相比单摄产品,双摄产品的盈利能力更强。目前,双摄行业供应格局相对集中,几家龙头企业是双摄产品的主要供应商。

3D sensing 产品将为摄像头产业链带来一次行业性的机遇。我们认为 3D sensing 摄像头如果全面普及,市场容量将不亚于现有摄像头市场规模。目前搭载了 3D sensing 的消费电子产品包括联想 Phab2 pro 手机、微软的kinect等。3D sensing 小型化技术基本成熟,已经到了应用到手机等消费电子产品的临界点。苹果下一代手机大概率搭载 3D sensing 功能,巨头的加入将大大加速新技术的推广,带动更多的手机厂商参与 3D 摄像头的行业盛宴。

公司盈利预测及投资评级。 我们预测公司 2017~2019 年 EPS 分别为 1.28 元、2.19 元、2.77 元,目前股价对应 P/E 分别为 29.75 倍、17.39 倍、13.77 倍。 我们看好公司在双摄加速渗透过程中公司摄像头业务的大爆发及 3D sensing 摄像头带来的行业性机遇,给予"强烈推荐"评级。

风险提示: 双摄产品市场普及进度不及预期的风险

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	18, 497.	26, 746.	40, 086.	55, 338.	70, 997.
增长率(%)	-5. 05%	44. 59%	49.87%	38. 05%	28. 30%
净利润 (百万元)	478. 45	718. 83	1, 390. 8	2, 378. 7	3, 004. 5
增长率(%)	-29. 80%	50. 24%	93. 48%	71. 03%	26. 31%
净资产收益率(%)	8. 07%	10. 21%	14. 98%	20. 50%	22. 32%
每股收益(元)	0. 44	0.66	1. 28	2. 19	2. 77
PE	86. 48	57. 56	29. 75	17. 39	13. 77
РВ	6. 50	5. 15	4. 52	3. 74	3. 07

分析师: 杨若木

010-66554032 y angrm@dxzq.net.cn 执业证书编号: S1480510120014

联系人: 贺茂飞

021-25102844 hemf @dxzq.net.cn

联系人: 刘慧影

010-66554014 Liuhy_yjs@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间 (元)	23. 54-41.00
总市值 (亿元)	459
流通市值 (亿元)	414
总股本/流通 A股(万股)	69408/108627
流通 B股/H股 (万股)	/
52 周日均换手率	1.90%

52 周股价走势图



资料来源: 东兴证券研究所



目录

1.单摄变双摄,CCM 产品盈利空间大幅上升	4
2.双摄加速渗透,龙头企业凭借先发优势领跑行业	
3. 3D sensing 商用在即,新应用开辟全新市场空间	
4.盈利预测	
5.风险	



表格目录

表 1:国内主要双摄手机一览	5
表 2: 公司盈利预测表	
长田口 =	
插图目录	
图 1:欧菲光代表双摄产品之一	4
图 2:双摄出货量及渗透率曲线	5
图 3:联想 phab2 手机 3d sensing 零组件构成	6



1.单摄变双摄,CCM 产品盈利空间大幅上升

欧菲光是国内主要的双摄 CCM 产品供应商,公司双摄产品已经导入华为、小米、联想、金立等客户。随着客户双摄产品比例的上升,公司摄像头模组业务在今年将进入快速增长阶段。

公司掌握最先进的双摄 AA 制程工艺,在双摄模组领域拥有业内领先的技术优势。摄像头模组涉及到图像传感器、镜座、镜头、马达等零组件的多次组装,零组件之间的叠加公差对产品的良率有着致命的影响。尤其是在镜头与传感器之间的角度偏差将严重影响传感器对图像的感测,最终造成图像不清晰的效果。通过 AA 制程能最大限度实现透过摄像头镜头的光路与传感器平面保持垂直关系,实现最优的拍摄效果。双摄 CCM 产品单价一般是单摄产品的 2.5-3 倍,凭借优异技术优势,优质龙头厂商有能力享受优于行业平均的盈利水平。

图 1:欧菲光代表双摄产品之一



资料来源: 东兴证券研究所, 互联网公开信息

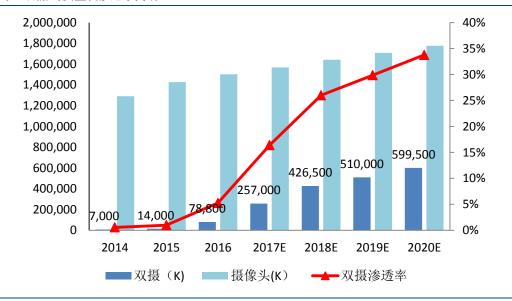
2.双摄加速渗透,龙头企业凭借先发优势领跑行业

2017 年是双摄加速渗透的一年,预计双摄渗透率将由 2016 年的 5.25%比例提升至 16%左右,双摄迎来旗舰机型标配时代。

欧菲光是国内手机摄像头模组龙头企业,以出货量计算排名位居行业第一,规模优势显著。收购索尼华南公司之后,公司承接了索尼公司的摄像头模组业务资源,技术实力和管理水平实现了飞跃提升。我们认为公司技术领先优势、双摄市场的爆发两大内外因共同作用下,在未来 2-3 年内将迎来摄像头业务的大爆发。



图 2:双摄出货量及渗透率曲线



资料来源:东兴证券研究所,互联网资料整理

表 1:国内主要双摄手机一览

机型	后置摄像头配置	上市时间
HTC One M8	主 400 万像素, 副 200 万像素	2014年3月
酷派大观铂顿	主 1300 万像素, 副 1300 万像素	2014年8月
中兴天机 A2015	主 1300 万像素, 副 200 万像素	2015年7月
LG G5	主 1600 万像素, 副 800 万像素	2016年2月
海信 A1	主 1300 万像素, 副 200 万像素	2016年3月
荣耀8	主 1200 万像素,副 1200 万像素	2016年7月
小米红米 pro	主 1300 万像素,副 500 万像素	2016年7月
酷派 cool1	主 1300 万像素,副 1300 万像素	2016年8月
360 Q5	主 1300 万像素,副 1300 万像素	2016年8月
小米 5s	主 1300 万像素,副 1300 万像素	2016年9月
LG V20	主 1600 万像素,副 800 万像素	2016年9月
荣耀畅玩 6x	主 1200 万像素,副 200 万像素	2016年10月
华为 mate 9	主 2000 万像素,副 1200 万像素	2016年11月
中兴天机7 Max	主 1300 万像素,副 1300 万像素	2016年11月
联想 PHAB 2	主 1300 万像素,副 1300 万像素	2016年12月
荣耀 V9	主 1200 万像素,副 1200 万像素	2017年2月
LG G6	主 1300 万像素,副 1300 万像素	2017年2月
中兴 Blade V8	主 1300 万像素, 副 200 万像素	2017年3月
华硕鹰眼 3	主 1200 万像素, 副 1200 万像素	2017年3月
华为 P10	主 1200 万像素, 副 1200 万像素	2017年3月
努比亚 Z17	主 1300 万像素,副 1300 万像素	2017年4月
小米 6	主 2000 万像素,副 1200 万像素	2017年4月



乐视乐 Pro 3	主 1300 万像素, 副 1300 万像素	2017年4月
中兴 Hawkeye	主 1300 万像素, 副 1200 万像素	即将上市

资料来源:东兴证券研究所,互联网公开信息

3. 3D sensing 商用在即,新应用开辟全新市场空间

3D sensing 技术可感测到物体距离摄像头的距离信息,捕获被拍摄物体的三维立体图像信息。过去,3D sensing 主要用于工业自动化控制、体感游戏等领域。近年来,3D sensing 零组件小型化取得重大技术进步,逐步在一些消费电子产品上得到应用。联想在 2016 年 12 年上市了首款消费级 3D sensing 手机 Phab2 Pro, 搭载了谷歌的tango 3d sensing 技术。

我们认为 3d sensing 摄像头如果全面普及,市场容量将不亚于现有摄像头市场规模,为摄像头产业链企业带来全新的行业性机遇。苹果下一代手机大概率搭载 3d sensing 摄像头,巨头的加入将大大加快 3d sensing 技术的应用普及,带动更多的手机厂商参与。

图 3:联想 phab2 手机 3d sensing 零组件构成



资料来源:东兴证券研究所,互联网公开信息

4.盈利预测

我们假设

- (1) 公司双摄业务增速高于行业平均增速。
- (2) 双摄渗透率从 2016 年的 5%左右快速增长至 16%。

我们预测公司 2016~2018 年营业收入分别为 400.86 亿元、553.38 亿元、709.97 亿元,归属净利润分别为 13.91 亿元、23.79 亿元、30.05 亿元,每股收益分别为 1.28 元、2.19 元、2.77 元 (未考虑增发摊薄影响),目前股价对应 P/E 分别为 29.75 倍、17.39 倍、13.77 倍。



我们看好公司在双摄加速渗透过程中公司摄像头业务的大爆发及 3D sensing 摄像头带来的行业性机遇,给予"强烈推荐"评级。

5.风险

双摄推广进展不及预期的风险



表 2: 公司盈利预测表

接換き 2015A 2016B 2017E 2018E 2019E 2015A 2016A 2017E 2018E 2019E 2015A 2016A 2017E 2018E 2019E 2015A 2016A 2017E 2018E 2019E 2019E 2019A 2016A 2017E 2018E 2019B 2019	2016A 2017E 2018 18498 40086 553 23676 35288 482 55 82 114 174 261 360 1735 2461 339 332 238 31 96.70 -20.00 -20.0 0.00 0.00 0.0 3.18 0.00 0.0 680 1598 273 150.91 0.00 0.0 9.38 0.00 0.0 822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3	38 70997 14 61920 4 146 0 462 07 4358 1 397 00 -20.00 0 0.00 0 0.00 31 3448 0 0.00 0 0.00 31 3448 9 441 32 3008 3 79 3005
渡市景金 10668 14811 23726 32657 41910 菅业收入 19482 18498 40086 資币資金 1669 1376 4009 5534 7100 菅业成本 16122 23676 35288	18498 40086 553 23676 35288 482 55 82 114 174 261 360 1735 2461 339 332 238 31 96.70 -20.00 -20.0 0.00 0.00 0.0 3.18 0.00 0.0 680 1598 273 150.91 0.00 0.0 9.38 0.00 0.0 822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3	38 70997 14 61920 4 146 0 462 07 4358 1 397 00 -20.00 00 0.00 01 0.00 01 3448 00 0.00 01 3448 01 0.00 01 3448 01 0.00 01 3448 01 0.00 01 3448 01 0.00 01 3448 01 0.00 01 3448 01 0.00 01 3448 01 0.00 01 3448 01 0.00 01 3448 01 0.00 01 3448 01 0.00 01 3448 01 0.00 01 0.00 01 3448 01 0.00 01 0.00 01 3448 01 0.00
度市資金 1669 1376 4009 5534 7100 菅业成本 16122 23676 35288 应收账数 4905 7758 11627 16051 20593 菅业報金及附加 42 55 82 其他应收款 85 174 80 -111 -142 菅业費用 136 174 261 預付款項 35 165 165 165 165 62 置費用 1271 1735 2461 存實 3296 4511 6723 9185 11796 財务費用 426 332 238 其他流动資产 288 676 1022 1410 1809 資产減值模失 58.93 96.70 -20.00 米漁动資产分寸 5399 8623 33462 42261 52841 公允价值变动校益 0.00 0.00 0.00 民報政权资 35 63 63 63 63 63 校章冲收益 4.30 3.18 0.00 固定资产 3887.0 5018.6 1237.3 1127.3 2475.5 菅业利润 446 680 1598 无形资产 555 595 573 552 531 菅业外收入 112.14 150.91 0.00 其他非流动资产 80 423 77190 77190 77190 菅业外支土 28.32 9.38 0.00 基期借款 1499 2068 5897 6857 9945 净利润 478 717 1394 自分标准 263 2454 非融销债款 1499 2068 5897 6857 9945 净利润 478 717 1394 上中外政项 8 203 1583 2454 非流动資債合计 2333 1856 1120 1160 1170 EBITDA 1310 1583 2454 非流动資債合计 10028 15394 22930 29588 38594 成长能力 少救股东权益 0 0 3 -6 -9 菅业收入增长 -5.05% 44.59% 49.87% 安收资本(減股 1031 1086 1086 1086 1086 营业利润增长 -2.995% 52.54% 134.81% 資本公积 2970 4523 4523 4523 4523 月8.日中公司净利润 29.80% 50.24% 93.88% 東分配利润 1975 2600 3335 5001 7104 获利能力 29.80% 50.24% 93.88% 東水資本(減股 1031 1086 1086 1086 1086 营业利润增长 -2.995% 52.54% 134.81% 資本公积 2970 4523 4523 4523 4523 月8.日中公司净利润 29.80% 50.24% 93.88% 東水資本(減股 1031 1086 1086 1086 1086 营业利润增长 -2.995% 52.54% 134.81% 資本公和 2970 4523 4523 4523 4523 月8.日中公司净利润 29.80% 50.24% 93.88% 東水資本(減股 1031 1086 1086 1086 1086 营业利润增长 -2.995% 52.54% 134.81% 資本公和 2970 4523 4523 4523 月8.日中公司净利润 29.80% 50.24% 93.48% 東水資本(減股 1031 1086 1086 1086 1086 营业利润增长 -2.995% 52.54% 134.81% 資本公和 2970 4523 4523 4523 月8.日中公司净利润 29.80% 50.24% 93.48% 東水資本(減股 1031 1086 1086 1086 5245 净利率(第) 2.995% 52.54% 134.81% 資本公司股东 6040 8041 9153 11056 13460 毛利平(第) 2.996% 30.07% 4.16% 東州河 478 717 1394 2382 3008 資产資債能力 2.996% 30.07% 4.16% 基本財政企業 2014A 2015A 2016E 2017E 2018E 経管活动现金流 585 811 687 1594 2628 條債能力 東北政市省本 666% 71% 4008	55 82 114 174 261 360 1735 2461 339 332 238 31 96.70 -20.00 -20.0 0.00 0.00 0.0 3.18 0.00 0.0 680 1598 273 150.91 0.00 0.0 9.38 0.00 0.0 822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3	4 146 0 462 07 4358 1 397 00 -20.00 10 0.00 10 0.00 11 3448 10 0.00 10 0.00 11 3448 12 3008 3 3008
其他应收款 85 174 -80 -111 -142 营业費用 136 174 261 預付款項 35 165 165 165 165 165 165 261 管理費用 1271 1735 2461 476 3296 4511 6723 9185 11796 財务費用 426 332 238 238 4861 185 11796 財务費用 426 332 238 24261 288 676 1022 1410 1809 資产減值損失 58.93 96.70 -20.00 申請募費用 426 332 238 96.70 -20.00 中流减费产产减值损失 58.93 96.70 -20.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 0.00 5.00 4.20 3.1127.3 2475.5 董业利润 4.46 680 1598 3.00 2.20 3.00 2.20 3.00 2	174 261 360 1735 2461 339 332 238 31 96.70 -20.00 -20.0 0.00 0.00 0.0 3.18 0.00 0.0 680 1598 273 150.91 0.00 0.0 9.38 0.00 0.0 822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3	0 462 07 4358 1 397 00 -20.00 10 0.00 10 0.00 10 0.00 10 0.00 10 0.00 11 3448 10 0.00 10 0.00 11 3448 12 3008 3 3008
預付款項 35 165 165 165 165 165 管理費用 1271 1735 2461 45賞 3296 4511 6723 9185 11796 財务費用 426 332 238 其他流动資产 288 676 1022 1410 1809 資产減值損失 58.93 96.70 -20.00 北瀬彦子合計 5399 8623 33462 42261 52841 公允价值交动收益 0.00 0.00 0.00 以下資产会計 5399 8623 33462 42261 52841 公允价值交动收益 0.00 0.00 0.00 国定资产 3887.0 5018.6 1237.3 1127.3 2475.5 曹业利政 446 680 1598 元形资产 555 595 573 552 531 管业外收入 112.14 150.91 0.00 其他非流动资产 80 423 7190 7190 7190 营业外收土 28.32 9.38 0.00 接产总计 16068 23434 33462 42261 52841 利润基額 530 822 1598 33身債合計 7695 13538 21060 27677 36674 所得稅 51 105 204 短期借款 1499 2068 5897 6857 9945 李利润 478 717 1394 五柱账款 4279 7103 10587 14464 18576 少数股东损益 0 -2 3 1483 1494 1498 208 5897 6857 9945 中利润 478 717 1394 1483 1494 2333 1856 1120 1160 1170 EPS (元) 0.44 0.66 1.28 上票財务化率 2333 1856 1120 1160 1170 EPS (元) 0.44 0.66 1.28 上票財务化率 2014A 2015A 2016E 五枝条件 450 4	1735 2461 339 332 238 31 96.70 -20.00 -20.0 0.00 0.00 0.0 3.18 0.00 0.0 680 1598 273 150.91 0.00 0.0 9.38 0.00 0.0 822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3	97 4358 1 397 00 -20.00 10 0.00 10 0.00 81 3448 10 0.00 10 0.00 81 3448 9 441 82 3008 3
存貨 3296 4511 6723 9185 11796 財务費用 426 332 238 其他流动資产 288 676 1022 1410 1809 資产減值損失 58.93 96.70 -20.00 非流动資产合計 5399 8623 33462 42261 52841 公允价值支动收益 0.00 0.00 0.00 长期股权投資 35 63 63 63 63 投資申收益 4.30 3.18 0.00 超力资产 3887.0 5018.6 1237.3 1127.3 2475.5 营业利润 446 680 1598 无形资产 555 595 573 552 531 营业外收入 112.14 150.91 0.00 基地流动资产 151 16068 23434 33462 42261 52841 利润基额 530 822 1598 流力債合計 16068 23434 33462 42261 52841 利润基鄉 51 105 204 連利借款 1691 7695 13	332 238 31 96.70 -20.00 -20.0 0.00 0.00 0.0 3.18 0.00 0.0 680 1598 273 150.91 0.00 0.0 9.38 0.00 0.0 822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3	1 397 00 -20.00 0 0.00 0 0.00 31 3448 0 0.00 0 0.00 31 3448 9 441 32 3008 3
其他流动資产 288 676 1022 1410 1809 資产減值損失 58.93 96.70 -20.00 非流効資产合計 5399 8623 33462 42261 52841 公允价值变动收益 0.00 0.00 0.00 长期股权投资 35 63 63 63 63 63 63 2475.5 营业利润 446 680 1598 无形资产 555 595 573 552 531 营业外收入 112.14 150.91 0.00 其他非流动资产 80 423 7190 7190 7190 营业外收入 112.14 150.91 0.00 黄产总计 16068 23434 33462 42261 52841 利润基額 530 822 1598 流动負債合計 7695 13538 21060 27677 36674 所得稅 51 105 204 短期情報 4279 7103 10587 14464 18576 少數度未均額 478 717 1394 上支付帐款項 4 </td <td>96.70 -20.00 -20.0 0.00 0.00 0.0 3.18 0.00 0.0 680 1598 273 150.91 0.00 0.0 9.38 0.00 0.0 822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3</td> <td>00 -20.00 00 0.00 01 0.00 31 3448 00 0.00 00 0.00 31 3448 9 441 32 3008 3</td>	96.70 -20.00 -20.0 0.00 0.00 0.0 3.18 0.00 0.0 680 1598 273 150.91 0.00 0.0 9.38 0.00 0.0 822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3	00 -20.00 00 0.00 01 0.00 31 3448 00 0.00 00 0.00 31 3448 9 441 32 3008 3
#流动賣产合計 5399 8623 33462 42261 52841 公允价值変动收益 0.00 0.00 0.00 长期股权投資 35 63 63 63 63 投资净收益 4.30 3.18 0.00 固定資产 3887.0 5018.6 1237.3 1127.3 2475.5 营业利润 446 680 1598 无形資产 555 595 573 552 531 营业外收入 112.14 150.91 0.00 黄产基计 16068 23434 33462 42261 52841 利润基額 530 822 1598 流动負債合计 7695 13538 21060 27677 36674 所得税 51 105 204 短期情款 1499 2068 5897 6857 9945 净利润 478 717 1394 应付除款 4279 7103 10587 14464 18576 少数股东损益 0 -2 3 预收款项 8 20 30 42 53 归属中公司净利润 478 719 1391 中月利期的非 268 1203 1120 1160 1170 EBITDA 1310 1583 2454 非流动負債合计 2333 1856 1120 1160 1170 EPS (元) 0.44 0.66 1.28 长期情款 600 751 751 751 751	0.00 0.00 0.0 3.18 0.00 0.0 680 1598 273 150.91 0.00 0.0 9.38 0.00 0.0 822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3	00 0.00 00 0.00 31 3448 00 0.00 00 0.00 31 3448 9 441 32 3008 3
長期限权投資 35 63 63 63 63 投資浄收益 4.30 3.18 0.00 国定資产 3887.0 5018.6 1237.3 1127.3 2475.5 替业利润 446 680 1598 元形資产 555 595 573 552 531	3.18 0.00 0.0 680 1598 273 150.91 0.00 0.0 9.38 0.00 0.0 822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3	00 0.00 31 3448 00 0.00 00 0.00 31 3448 9 441 32 3008 3 79 3005
固定資产 3887.0 5018.6 1237.3 1127.3 2475.5 管业利润 446 680 1598 元形資产 555 595 573 552 531 管业外收入 112.14 150.91 0.00 其他非流动资产 80 423 7190 7190 7190 营业外支出 28.32 9.38 0.00 黄产多计 16068 23434 33462 42261 52841 利润盛頼 530 822 1598 流动负債合计 7695 13538 21060 27677 36674 所得税 51 105 204 短州情款 1499 2068 5897 6857 9945 尹利润 478 717 1394 2068 5897 6857 9945 尹利润 478 717 1394 478 719 1391 478 719 751 7	680 1598 273 150.91 0.00 0.0 9.38 0.00 0.0 822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3	31 3448 00 0.00 00 0.00 31 3448 9 441 32 3008 3
无形養产 555 595 573 552 531 营业外收入 112.14 150.91 0.00 其他非流动養产 80 423 7190 7190 7190 营业外支出 28.32 9.38 0.00 養产基计 16068 23434 33462 42261 52841 利润基額 530 822 1598 流动負債合計 7695 13538 21060 27677 36674 所得税 51 105 204 短期借款 1499 2068 5897 6857 9945 净利润 478 717 1394 应付账款 4279 7103 10587 14464 18576 少数股东模益 0 -2 3 预放款项 8 20 30 42 53 月届县公司净利润 478 719 1391 一年內到期的非 268 1203 1120 1160 1170 EBITDA 1310 1583 2454 非流动負債合計 2333 1856 1120 1160 1170 EPS (元) 0.44 0.66 1.28 长期借款 600 75	150.91 0.00 0.0 9.38 0.00 0.0 822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3	00 0.00 00 0.00 81 3448 9 441 82 3008 3
其他非流动資产 80 423 7190 7190 7190 营业外支出 28.32 9.38 0.00 黄产总计 16068 23434 33462 42261 52841 利润总额 530 822 1598 流动負債合计 7695 13538 21060 27677 36674 所得税 51 105 204 短期借款 1499 2068 5897 6857 9945 净利润 478 717 1394 应付账款 4279 7103 10587 14464 18576 少数股东损益 0 -2 3 预收款项 8 20 30 42 53 归属母公司净利润 478 719 1391 一年內到期的非 268 1203 1120 1160 1170 EBITDA 1310 1583 2454 非流功負債合計 2333 1856 1120 1160 1170 EPS (元) 0.44 0.66 1.28 长期借款 600 751 <td>9.38 0.00 0.0 822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3</td> <td>00 0.00 31 3448 9 441 32 3008 3 79 3005</td>	9.38 0.00 0.0 822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3	00 0.00 31 3448 9 441 32 3008 3 79 3005
黄产总計 16068 23434 33462 42261 52841 利润必頼 530 822 1598 流动負債合計 7695 13538 21060 27677 36674 所得税 51 105 204 短期借款 1499 2068 5897 6857 9945 净利润 478 717 1394 应付帐款 4279 7103 10587 14464 18576 少數股东损益 0 -2 3 預收款項 8 20 30 42 53 µ馬母公司净利润 478 719 1391 一年內到期的非 268 1203 1120 1160 1170 BBITDA 1310 1583 2454 非流功負債合計 2333 1856 1120 1160 1170 BPS (元) 0.44 0.66 1.28 长期信款 600 751 751 751 751 要別 主要财务比率 2014A 2015A 2016E 負債合計 10028 15394 22930 <th< td=""><td>822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3</td><td>31 3448 9 441 32 3008 3 79 3005</td></th<>	822 1598 273 105 204 349 717 1394 238 -2 3 3	31 3448 9 441 32 3008 3 79 3005
流动負債合計 7695 13538 21060 27677 36674 所得税 51 105 204 短期借款 1499 2068 5897 6857 9945 净利润 478 717 1394 应付账款 4279 7103 10587 14464 18576 少数股东损益 0 -2 3 预收款项 8 20 30 42 53 归属母公司净利润 478 719 1391 一年內到期的非 268 1203 1120 1160 1170 EBITDA 1310 1583 2454 非流动負債合计 2333 1856 1120 1160 1170 BPS (元) 0.44 0.66 1.28 长期借款 600 751 751 751 751	105 204 349 717 1394 238 -2 3 3	9 441 32 3008 3 79 3005
短期借款 1499 2068 5897 6857 9945 净利润 478 717 1394	717 1394 238 -2 3 3	32 3008 3 79 3005
应付账款 4279 7103 10587 14464 18576 少数股东损益 0 -2 3 预收款项 8 20 30 42 53 归属母公司净利润 478 719 1391 一年內到期的非 268 1203 1120 1160 1170 EBITDA 1310 1583 2454 非流动負債合计 2333 1856 1120 1160 1170 BPS (元) 0.44 0.66 1.28 长期借款 600 751 751 751 751 751	-2 3 3	3 79 3005
		79 3005
一年内到期的非 268 1203 1120 1160 1170 BBITDA 1310 1583 2454 非流动負債合计 2333 1856 1120 1160 1170 BPS (元) 0.44 0.66 1.28 长期借款 600 751 751 751 751 1751 1751 <t< td=""><td>719 1391 237</td><td></td></t<>	719 1391 237	
非流动负债合计 2333 1856 1120 1160 1170 BPS (元) 0.44 0.66 1.28 长期借款 600 751 751 751 751 751 2014A 2015A 2016E 负债合计 10028 15394 22930 29588 38594 成长能力 少数股东权益 0 0 -3 -6 -9 营业收入增长 -5.05% 44.59% 49.87% 实收资本(或股 1031 1086 1086 1086 1086 营业利润增长 -29.95% 52.54% 134.81% 资本公积 2970 4523 4523 4523 4523 月属于母公司净利润 -29.80% 50.24% 93.48% 未分配利润 1975 2600 3335 5001 7104 获利能力 大利能力 归属母公司股东 6040 8041 9153 11056 13460 毛利率(%) 12.84% 11.48% 11.97% 负债和所有者权 16068 23434 32080 40638 52045 净利率(%) 2.59% 2.68% 3.48% 经营活动现金流 585 811 687 1594 2628		
长期借款 600 751 751 751 751 751 751 2014A 2015A 2016E 负债合计 10028 15394 22930 29588 38594 成长能力 2014A 2015A 2016E 少数股东权益 0 0 -3 -6 -9 营业收入增长 -5.05% 44.59% 49.87% 实收资本(或股 1031 1086 1086 1086 营业利润增长 -29.95% 52.54% 134.81% 资本公积 2970 4523 4523 4523 4523 月属于母公司净利润 -29.80% 50.24% 93.48% 未分配利润 1975 2600 3335 5001 7104 获利能力 归属母公司股东 6040 8041 9153 11056 13460 毛利率(%) 12.84% 11.48% 11.97% 负债和所有者权 16068 23434 32080 40638 52045 净利率(%) 2.59% 2.68% 3.48% 现金流量表 2014A 2015A 2016E 2017E 2018E ROE(%) 8.07% 10.21% 14.98% 经营活动现金流 585	1583 2454 394	18 5221
应付债券 1691 796 2014A 2015A 2016E 负债合计 10028 15394 22930 29588 38594 成长能力 少数股东权益 0 0 -3 -6 -9 营业收入增长 -5.05% 44.59% 49.87% 实收资本(或股 1031 1086 1086 1086 1086 营业利润增长 -29.95% 52.54% 134.81% 资本公积 2970 4523 4523 4523 4523 月属于母公司净利润 -29.80% 50.24% 93.48% 未分配利润 1975 2600 3335 5001 7104 获利能力 上 12.84% 11.48% 11.97% 负债和所有者权 16068 23434 32080 40638 52045 净利率(%) 2.59% 2.68% 3.48% 现金流量表 单位: 百万元 总资产净利润(%) 2.98% 3.07% 4.16% 经营活动现金流 585 811 687 1594 2628 偿债能力 學利润 478 717 1394 2382 3008 资产负债率(%) 62% 66% 71% 折旧摊销 520 <td>0.66 1.28 2.1</td> <td>9 2.77</td>	0.66 1.28 2.1	9 2.77
負債合計 10028 15394 22930 29588 38594 成长能力 少数股东权益 实收资本(或股 资本公积 0 0 -3 -6 -9 营业收入增长 -5.05% 44.59% 49.87% 资本公积 2970 4523 4523 4523 4523 4523 19属于母公司净利润 -29.95% 52.54% 134.81% 未分配利润 1975 2600 3335 5001 7104 获利能力 29.80% 50.24% 93.48% 申属母公司股东 6040 8041 9153 11056 13460 毛利率(%) 12.84% 11.48% 11.97% 負債和所有者权 16068 23434 32080 40638 52045 净利率(%) 2.59% 2.68% 3.48% 现金流量表 単位: 百万元 总资产净利润(%) 2.98% 3.07% 4.16% 经营活动现金流 585 811 687 1594 2628 偿债能力 学利润 478 717 1394 2382 3008 资产负债率(%) 62% 66% 71%		
少数股东权益 0 0 -3 -6 -9 营业收入增长 -5.05% 44.59% 49.87% 实收资本(或股 資本公积 1031 1086 1086 1086 1086 营业利润增长 -29.95% 52.54% 134.81% 资本公积 2970 4523 4523 4523 4523 月属于母公司净利润 -29.80% 50.24% 93.48% 未分配利润 1975 2600 3335 5001 7104 表利能力 炉属母公司股东 6040 8041 9153 11056 13460 毛利率(%) 12.84% 11.48% 11.97% 负债和所有者权 16068 23434 32080 40638 52045 净利率(%) 2.59% 2.68% 3.48% 现金流量表 単位:百万元 总资产净利润(%) 2.98% 3.07% 4.16% 经营活动现金流 585 811 687 1594 2628 偿债能力 学利润 478 717 1394 2382 3008 资产负债率(%) 62% 66% 71% 折口摊销 52	2015A 2016E 2017	7E 2018E
実收資本(或股 資本公积 1031 1086 1086 1086 曹业利润增长 与本公积 -29.95% 52.54% 134.81% 資本公积 2970 4523 4523 4523 4523 月属于母公司净利润 -29.80% 50.24% 93.48% 未分配利润 1975 2600 3335 5001 7104 获利能力 少月属母公司股东 6040 8041 9153 11056 13460 毛利率(%) 12.84% 11.48% 11.97% 負債和所有者权 16068 23434 32080 40638 52045 净利率(%) 2.59% 2.68% 3.48% 現金流量表 単位:百万元 总资产净利润(%) 2.98% 3.07% 4.16% 经营活动现金流 585 811 687 1594 2628 偿债能力 净利润 478 717 1394 2382 3008 资产负债率(%) 62% 66% 71% 折口摊销 520 647 619 906 1376 流动比率 1.39 1.09 1.13		
资本公积 2970 4523 4523 4523 4523 月属于母公司净利润 -29.80% 50.24% 93.48% 未分配利润 1975 2600 3335 5001 7104 获利能力 归属母公司股东 6040 8041 9153 11056 13460 毛利率(%) 12.84% 11.48% 11.97% 负债和所有者权 16068 23434 32080 40638 52045 净利率(%) 2.59% 2.68% 3.48% 现金流量表 单位:百万元 总资产净利润(%) 2.98% 3.07% 4.16% 经营活动现金流 585 811 687 1594 2628 偿债能力 净利润 478 717 1394 2382 3008 资产负债率(%) 62% 66% 71% 折口摊销 520 647 619 906 1376 流动比率 1.39 1.09 1.13	44.59% 49.87% 38.05	5% 28.30%
未分配利润 1975 2600 3335 5001 7104 获利能力 归属母公司股东 6040 8041 9153 11056 13460 毛利率(%) 12.84% 11.48% 11.97% 负债和所有者权 16068 23434 32080 40638 52045 净利率(%) 2.59% 2.68% 3.48% 現金流量表 単位:百万元 总资产净利润(%) 2.98% 3.07% 4.16% 2014A 2015A 2016E 2017E 2018E ROE(%) 8.07% 10.21% 14.98% 经营活动现金流 585 811 687 1594 2628 偿债能力 净利润 478 717 1394 2382 3008 资产负债率(%) 62% 66% 71% 折旧摊销 520 647 619 906 1376 流动比率 1.39 1.09 1.13	52.54% 134.81% 70.90	0% 26.28%
归属母公司股东 6040 8041 9153 11056 13460 毛利率(%) 12.84% 11.48% 11.97% 負債和所有者权 16068 23434 32080 40638 52045 净利率(%) 2.59% 2.68% 3.48% 現金流量表 単位:百万元 送资产净利润(%) 2.98% 3.07% 4.16% 经营活动现金流 585 811 687 1594 2628 偿债能力 净利润 478 717 1394 2382 3008 资产负债率(%) 62% 66% 71% 折旧摊销 520 647 619 906 1376 流动比率 1.39 1.09 1.13	50.24% 93.48% 71.03	3% 26.31%
负债和所有者权 16068 23434 32080 40638 52045 净利率(%) 2.59% 2.68% 3.48% 现金流量表 单位: 百万元 总资产净利润(%) 2.98% 3.07% 4.16% 2014A 2015A 2016E 2017E 2018E ROE(%) 8.07% 10.21% 14.98% 经营活动现金流 585 811 687 1594 2628 偿债能力 净利润 478 717 1394 2382 3008 资产负债率(%) 62% 66% 71% 折旧摊销 520 647 619 906 1376 流动比率 1.39 1.09 1.13		
単位: 百万元 总资产净利润(%) 2.98% 3.07% 4.16% 2014A 2015A 2016E 2017E 2018E ROE(%) 8.07% 10.21% 14.98% 经营活动现金流 585 811 687 1594 2628 偿债能力 净利润 478 717 1394 2382 3008 资产负债率(%) 62% 66% 71% 折旧摊销 520 647 619 906 1376 流动比率 1.39 1.09 1.13	11.48% 11.97% 12.87	7% 12.79%
2014A 2015A 2016E 2017E 2018E ROE (%) 8.07% 10.21% 14.98% 经营活动现金流 585 811 687 1594 2628 偿债能力 净利润 478 717 1394 2382 3008 资产负债率 (%) 62% 66% 71% 折旧摊销 520 647 619 906 1376 流动比率 1.39 1.09 1.13	2.68% 3.48% 4.30	0% 4.24%
经营活动现金流 585 811 687 1594 2628	3.07% 4.16% 5.63	5.69%
净利润 478 717 1394 2382 3008 资产负债率(%) 62% 66% 71% 折旧摊销 520 647 619 906 1376 流动比率 1.39 1.09 1.13	10.21% 14.98% 20.50	0% 22.32%
折旧摊销 520 647 619 906 1376 流动比率 1.39 1.09 1.13		
	66% 71% 73%	% 74%
财务费用 426 332 238 311 397 速动比率 0.96 0.76 0.81	1.09 1.13 1.1	8 1.14
	0.76 0.81 0.8	5 0.82
	0.59 1.44 1.5	2 1.53
投资活动现金流 -1272 -3414 -401 -553 -3550 应收账款周转率 4 4 4	4 4 4	4
公允价值变动收 0 0 0 0 应付账款周转率 4.15 4.16 3.99	4.16 3.99 3.8	5 3.75
长期股权投资减 0 35 0 0 毎股指标(元)		
投资收益 4 3 0 0 毎股收益(最新摊薄) 0.44 0.66 1.28		9 2.77
筹资活动现金流 2477 4146 2347 484 2488 每股净现金流(最新 1.59 1.19 3.69	0.66 1.28 2.1	9 6.54
		18 12.39
长期借款增加 -353 150 0 0 估值比率	1.19 3.69 5.0	
普通股增加 0 56 0 0 0 P/E 86.48 57.56 29.75	1.19 3.69 5.0	
资本公积增加 -217 1553 0 0 0 P/B 6.50 5.15 4.52	1.19 3.69 5.0 7.40 8.43 10.1	39 13.77

资料来源:东兴证券研究所



分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长,9年证券行业研究经验,擅长从宏观经济背景下,把握化工行业的发展脉络,对周期性行业的业绩波动有比较准确判断,重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师"水晶球奖"第三名,"今日投资"化工行业最佳选股分析师第一名,金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师,《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

贺茂飞

复旦大学微电子与固体电子学硕士,2016年7月加入东兴证券。

刘慧影

2 年证券从业经验,曾在纽约一家对冲基金任 TMT 研究员, 2017 年 1 月加入东兴证券从事电子研究

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与,未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。



免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行 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。本报告版权仅为我公司所有,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、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被 误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的 相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的6个月内,公司股价相对干同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐:相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15%之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

回避:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级(以沪深300指数为基准指数):

以报告日后的6个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好:相对强于市场基准指数收益率5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间;

看淡:相对弱于市场基准指数收益率5%以上。