

ODM 行业龙头优势确立，并购安世布局产业链

投资要点

- **ODM 行业龙头企业，享受行业红利。**首先公司出货量目前行业第一，在向上游采购器件的时候有明显的成本优势，并且在器件缺货的情况下可以得到供应商优先支持。其次由于公司客户结构丰富，对于新技术成熟程度以及产品良率如何提升都有丰富的经验，可以协助客户把他们的产品打造成爆款，助力客户赢得市场。再次公司提供的是一站式的服务，具有很强的行业地位，在行业淡季时期，具备挑选客户的能力，优化客户结构，改善自身的盈利能力。
- **出货机型向中端机转移，行业地位逐步提升。**行业整体出货量未来保持稳定，但是公司盈利能力可以逐步提升，公司业务中千元机的占比在不断的提升，而行业第三名之后的公司产品中占比大的基本上都是千元以内的机型，可以预期未来公司在行业里盈利能力会和其他公司拉开明显的差距。
- **携手高通，享受 5G 行业红利。**闻泰与芯片行业霸主美国高通公司签署战略合作协议，双方拟在未来的新兴领域建立长期紧密的战略合作关系，共同在车载电子、VR 技术以及 3D 智能摄像等领域进行技术和产品开发。目前 ODM 行业里除了公司以外，都只是和联发科和展讯合作，公司过去已经是联发科最大的 ODM 厂商，5G 时代再和高通深入绑定，享受行业红利。
- **收购安世半导体方案落地，中茵股份原领导全部退出。**收购总对价 267.9 亿元，对应持有安世 70.98% 的股份，这部分股权收购后总股本 11.68 亿股。安世半导体 2018 年营收 104.31 亿元，营业利润 16.82 亿元，净利率 11.81%。中茵股份原董事长任期届满退出，云南城投拟以 14.83 亿元的评估价格收购闻泰的房地产板块业务，并且出资 10.15 亿元参与本次收购安世半导体定增，未来预计成为闻泰第三大股东。并购后续尚需履行股东会批准和证监会审核两项。
- **盈利预测与投资建议。**不考虑并购安世半导体，我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.10 元、0.99 元、1.30 元。由于公司是国内唯一和高通合作 5G 手机开发，高通预计将开发全球首款 5G 基带芯片，公司届时有明显的先发优势，应该给予较高的估值溢价。结合行业平均估值水平，我们给予公司 2019 年 46 倍估值，对应目标价 45.54 元。首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**5G 移动终端产品研发不及预期的风险；客户结构调整导致经营成本增加，业绩下滑的风险；收购进度不达预期的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	16916.23	17322.41	23856.78	33381.69
增长率	26.08%	2.40%	37.72%	39.93%
归属母公司净利润(百万元)	329.39	62.04	633.52	825.30
增长率	586.49%	-81.16%	921.10%	30.27%
每股收益 EPS(元)	0.52	0.10	0.99	1.30
净资产收益率 ROE	9.13%	1.97%	16.78%	18.20%
PE	66	349	34	26
PB	5.91	5.85	4.88	4.06

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 刘言
 执业证号: S1250515070002
 电话: 023-67791663
 邮箱: liuyan@swsc.com.cn
 联系人: 陈杭
 电话: 021-68415309
 邮箱: chenhang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	6.37
流通 A 股(亿股)	6.37
52 周内股价区间(元)	18.43-33.99
总市值(亿元)	216.61
总资产(亿元)	154.51
每股净资产(元)	5.42

相关研究

目 录

1 闻泰科技：ODM 龙头，多方位布局产业链	1
1.1 公司经营——行业龙头，业绩突出	1
1.2 股权结构——加速清理地产业务，引入半导体股东	4
1.3 商业模式——“自主+外协”，物料自供提升	5
2 ODM 领域：强者恒强，稳居龙头地位	7
2.1 ODM——传统优势业务、下游应用市场广阔	7
2.2 实施精品化战略效益显著	9
2.3 受益全面屏浪潮，ODM 迈向高端市场	11
2.4 携手高通，开启 5G 时代	12
3 并购安世：全方位布局，打造产业链	14
3.1 收购安世，进军半导体领域	14
3.2 拟引入格力持股，行业龙头展开合作	17
4 盈利预测与估值	19
4.1 盈利预测	19
4.2 相对估值	19
5 风险提示	20

图 目 录

图 1: 公司历史沿革.....	1
图 2: 公司 2017 年主营业务结构情况.....	2
图 3: 公司 2017 年主营业务毛利情况.....	2
图 4: 公司营业收入及同比增速.....	2
图 5: 公司归母净利润及同比增速.....	2
图 6: 公司毛利率及净利率.....	3
图 7: 公司 ROE 趋势图.....	3
图 8: 闻泰通讯业务在全球范围内的分布.....	3
图 9: 公司近三年研发开支及占营业收入比重.....	4
图 10: 公司员工构成.....	4
图 11: 闻泰科技商业模式.....	5
图 12: ODM 物料自供比例有望持续提升.....	6
图 13: 2017 年闻泰科技主要客户构成.....	7
图 14: 全球智能手机出货量.....	9
图 15: 全球智能手机出货分布.....	9
图 16: 2017 年明星机型市场表现图.....	10
图 17: 闻泰科技手机出货量.....	10
图 18: 2017 年闻泰重点客户供应量.....	10
图 19: 全面屏对比 16:9 普通手机有效提高显示面积.....	11
图 20: 全面屏手机渗透率.....	11
图 21: 闻泰与高通展开合作.....	12
图 22: 2017 年主要芯片市场占有率.....	12
图 23: 闻泰科技并购安世半导体.....	14
图 24: 安世半导体核心产品及市场地位.....	15
图 25: 全球汽车电子市场规模 (亿美元).....	16
图 26: 汽车电子占汽车总成本的比例.....	16
图 27: 安世半导体与闻泰科技协同发展.....	17
图 28: 格力电器入股闻泰科技.....	18

表 目 录

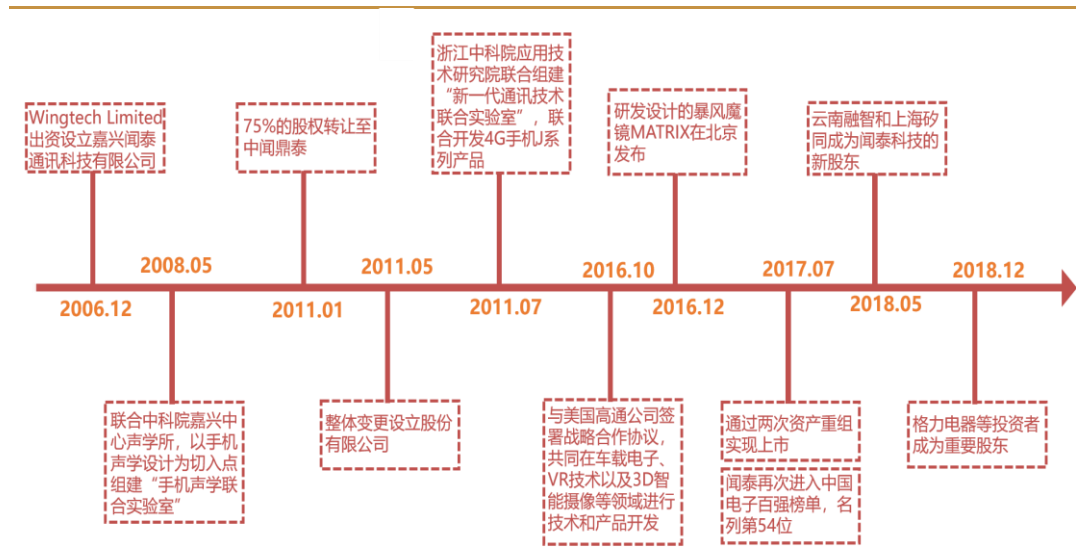
表 1：闻泰科技前十名股东持股情况	5
表 2：2018Q3 手机 ODM 公司智能手机出货量（百万台）	8
表 3：2017 年 TOP ODM 公司客户结构	9
表 4：分业务收入及毛利率	19
表 5：可比公司估值情况	20
附表：财务预测与估值	21

1 闻泰科技：ODM 龙头，多方位布局产业链

嘉兴闻泰通讯科技有限公司成立于 2006 年 12 月 31 日，由外国企业法人 Wingtech Limited 以 1000 万美元出资设立。2008 年 9 月 11 日更名为闻泰集团有限公司，2011 年 5 月 20 日整体变更设立股份有限公司，并更名为闻泰通讯股份有限公司。

自 2015 年起，上市公司中茵股份先后通过定增、资产置换等方式，逐步实现对闻泰通讯 100% 的收购，2017 年 7 月相关收购结束，中茵股份实现对闻泰通讯的 100% 控股，公司名称由“中茵股份有限公司”变更为“闻泰科技股份有限公司”。随后，闻泰通讯创始人张学政通过增持股份成为了中茵集团的实际控制人，并担任上市公司董事长、总裁职务。通过重组并购，闻泰科技成为中国手机 ODM 行业唯一 A 股上市公司。2018 年上半年，公司引入在半导体领域拥有广泛布局的云南融智和上海矽同成为闻泰科技的新股东，成为闻泰科技进军半导体领域的重要举措。

图 1：公司历史沿革



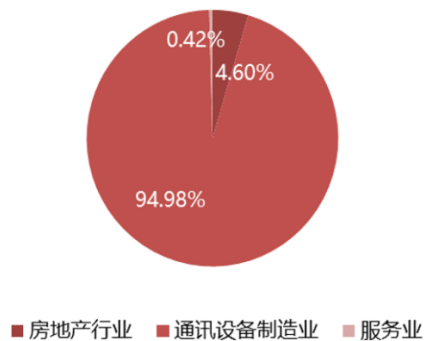
数据来源：公司官网，西南证券整理

1.1 公司经营——行业龙头，业绩突出

闻泰科技提供的主要产品是移动通讯整机及移动通讯设备等移动通信产品，其中以智能手机为主，并从事移动互联网设备产品相关的技术研发，公司为全球主流品牌提供移动终端、智能硬件、虚拟现实、车联网模块、笔记本电脑等产品研发设计和生产制造服务，包括新产品开发、ID 设计、结构设计、硬件研发、软件研发、生产制造、供应链管理。此外还有部分房地产业务，属于资产重组前中茵股份主营业务，公司 2017 年已经公告剥离剩余房地产业务，2018 年将继续深化和推进公司发展战略，积极推进相关资产的交割，完全实现去地产化，彻底实现公司业务转型。

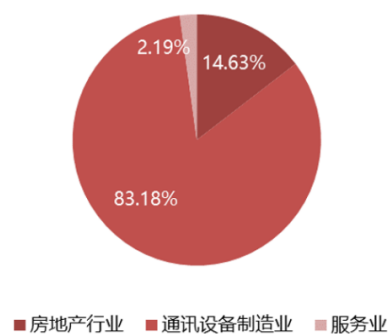
通过对公司主营业务结构及毛利构成进行分析，可见通讯设备制造业占据了公司绝大部分的业务比重，属于典型的 ODM 企业业务构成，房地产业务剥离后将为通讯业务提供更多资金支持。

图 2：公司 2017 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 3：公司 2017 年主营业务毛利情况

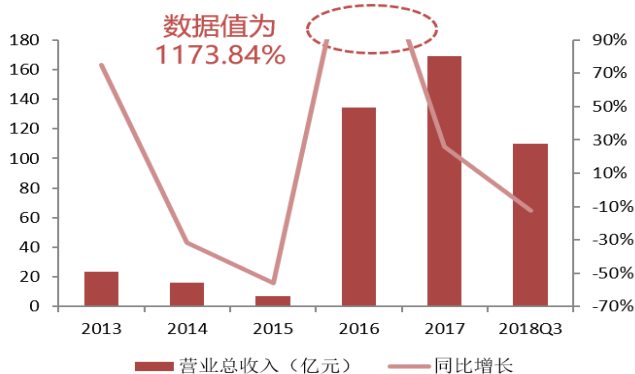


数据来源：公司公告，西南证券整理

借壳上市后的两年中，闻泰科技业绩表现良好。2016 年、2017 年，公司营业收入分别为 134.17 亿元、169.16 亿元，同比增长 1773.84%、26.08%。净利润为 0.48 亿元、3.29 亿元，增幅为 132.80%、586.49%。2018 年上半年，公司营业收入 54.26 亿元，同比下降 31.21%，净利润为-1.77 亿元，同比下降 201.47%，扣除非经常性损益后的净利润为-1.94 亿元，同比下降 266.94%。

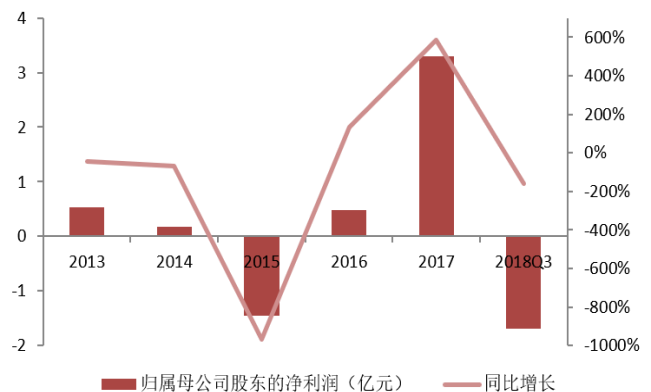
2019 年 1 月 6 日，闻泰科技发布业绩预减公告，业绩预计为 0.55 亿元到 0.80 亿元，与上年同期相比减少 2.49 亿元到 2.74 亿元，同比减少 75.68%到 83.28%。值得注意的是，第三季度营收超过 55.8 亿元，超过上半年营收总和，创单季度营收的历史最高；第四季度营收再次刷新单季度营收最高值，使下半年及全年营收创历史最高，全年营业利润扭亏为盈。

图 4：公司营业收入及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 5：公司归母净利润及同比增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

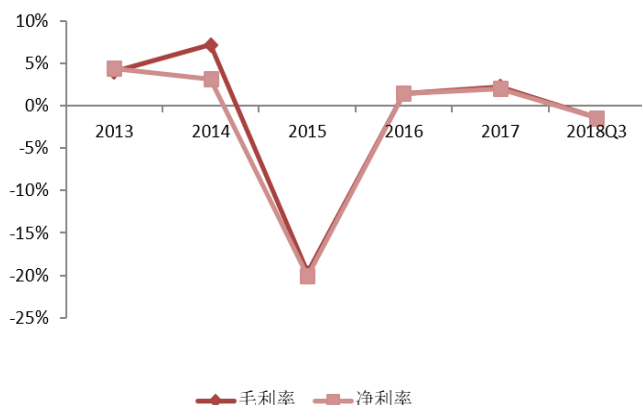
对于此次业绩预减的主要原因，闻泰科技总结为：客户结构调整导致经营成本增加；元器件涨价导致采购成本增加；汇率波动导致海外元器件采购成本增加；提前预研 5G 导致研发成本增加。

对于 2018 下半年的突出业绩，我们认为从第三季度开始，供应链价格趋于平稳，之前涨价的部分器件已回落到涨价之前的价格水平。在新客户的带动下，公司第三季度营收超过 55.8 亿元；第四季度新客户和老客户机型开始贡献更多利润，相对于前三季度亏损 1.69 亿元实现强劲增长，大幅改善公司全年利润水平。同时，随着用美金结算的海外新客户的机型

陆续上市, 已开始有效对冲汇率波动对公司造成的影响, 汇兑风险明显降低。此外, 房地产板块的继续亏损也对业绩产生了一定的影响, 房地产板块处置完毕后此影响因素将消除。

自从 2015 年通过中茵股份重组上市, 闻泰科技的归母净利润率呈现出良好的发展态势, ROE 一路走高, 展现出借壳上市后闻泰科技的业务稳定发展和良好的资金回报水平。

图 6: 公司毛利率及净利率



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

图 7: 公司 ROE 趋势图



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

闻泰科技从成立之初的以设计研发为主的业务模式逐步发展到目前集研发与制造为一体的全业务链业务模式。闻泰科技从智能通讯主板、无线通讯模块到硬件生产与组装和软件开发, 积累了丰富的设计研发经验, 凭借强大的研发设计能力和制造能力获得了客户的认可, 也逐步树立了在行业中的地位。客户主要为国内外知名的手机品牌商, 国内客户包括华为、小米、酷派、联想、HTC、TCL 等国际性手机品牌商, 海外客户包括印度的 Micromax、LAVA、INTEX、俄罗斯的 Fly、南美的 Blu 等在其所在区域市场具有重要影响力的手机品牌商, 客户遍及南亚、东南亚、欧洲等地。

图 8: 闻泰通讯业务在全球范围内的分布

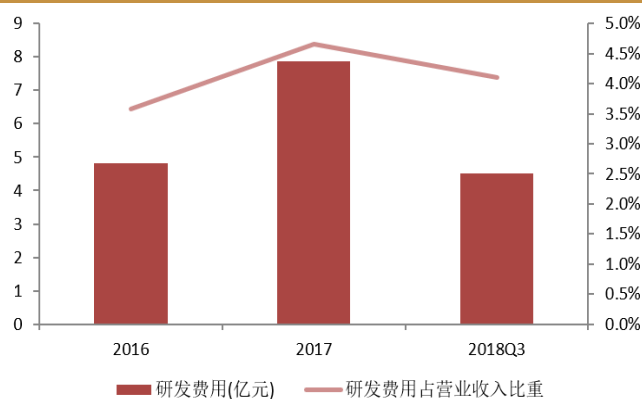


数据来源: 中茵股份重大资产置换与资产购买暨关联交易预案 (修订稿), 西南证券整理

闻泰科技目前拥有上海、深圳、西安三个研发中心和嘉兴生产基地。其中上海，深圳和西安主要负责研发，共有 2000 多人；嘉兴是生产基地，负责供应链和生产制造，员工 1.4 万人。嘉兴工厂生产组装产能目前月产能 500 万部，随着客户合作稳定以及出货量提升，2018 年将继续扩充产能。闻泰对于自有工厂产能扩充相对较为保守，策略保证其工厂在淡旺季均满负荷运行，多余产能外包第 3 方 EMS 公司。闻泰目前智能机业务营利模式重点在于设计和研发，生产制造为辅。

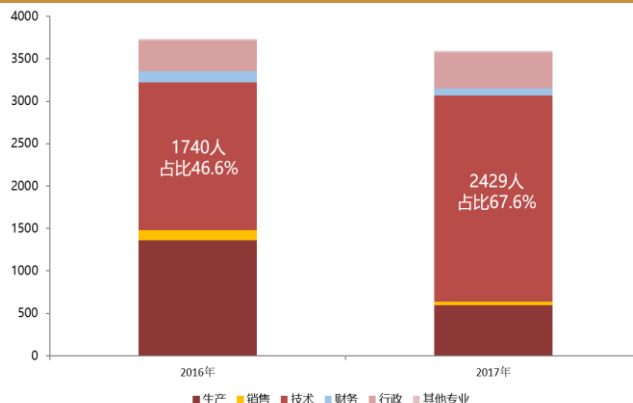
闻泰科技重组上市以来，研发费用保持在 3.5% 以上，注重研发是闻泰成功的主要因素之一。闻泰每年都投入 4 个多亿的研发费用，现已获得 500 多项专利，而且主要是发明专利。2017 年，华为畅享 6/6S 系列、荣耀畅玩 6A 系列迭代机型、红米迭代机型、魅蓝 NOTE 和 E 系列迭代机型、联想 K 系列迭代机型、MOTO G/C 系列迭代机型、中国移动 A/N 系列迭代机型以及华硕、360、保千里部分机型都选择由闻泰操刀研发，而 LG 国际品牌也纷纷在与闻泰商讨合作的可能性。

图 9：公司近三年研发开支及占营业收入比重



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司员工构成



数据来源：公司公告，西南证券整理

闻泰科技为汽车电子、智能硬件品牌提供高中低端产品 ODM 服务，不断将高端机上才有的技术和器件引入到中低端机，稳居手机 ODM 行业的龙头地位。

1.2 股权结构——加速清理地产业务，引入半导体股东

2017 年 8 月，原中茵股份实控人阵营股东西藏中茵和高建荣发布公告，宣布减持退出计划。12 月 20 日晚间闻泰科技发布公告，宣称通过股权转让，原股东顺利实现退出。此次股权转让完成之后，云南融智持有闻泰科技 8186 万股，占公司股份总数的 12.85%，上海矽同持有公司 3510 万股，占公司股份总数的 5.51%，而中茵方剩余 1458 万股（合计持股比例由 15.65% 降至 2.29%），基本实现退出。

新股东云南融智和上海矽同的背景体现了闻泰未来的布局，云南融智资本管理有限公司属于云南城投集团全资控股公司，成立于 2014 年，注册资本约 81 万，主要从事债券投资、转让等相关业务。云南城投近期对电子行业已经有多笔投资，2018 年 10 月，云南融智已经受让了闻泰科技 5% 的股权；同年 10 月份，云南城投也受让了手机制造企业 TCL 通讯科技 18% 的股权。

新增的另外一家新股东上海矽同企业管理合伙企业（有限合伙），其主要控股方为上海武岳峰二期集成电路股权投资公司（持股 99.99%）。武岳峰资本成立于 2011 年，其三位创始人中，有两人分别是展讯通信的创始人之一武平曾，以及美国新思科技亚太区总裁潘建岳。三人均在高科技领域深耕多年，拥有广阔的国际视野。

表 1：闻泰科技前十名股东持股情况

股东名称	持股比例（%）	股东性质
拉萨经济技术开发区闻天下投资有限公司	24.16	境内非国有法人
西藏中茵集团有限公司	7.85	境内非国有法人
茅惠英	6.75	境内自然人
张学政	5.81	境内自然人
上海矽同企业管理合伙企业（有限合伙）	5.51	境内非国有法人
云南融智资本管理有限公司	5.00	国有法人
全国社保基金一零八组合	4.38	其他
东海基金—工商银行—东海基金—鑫龙 72 号资产管理计划（第一期）	3.31	境内非国有法人
冯飞飞	2.59	境内自然人
高建荣	2.29	境内自然人

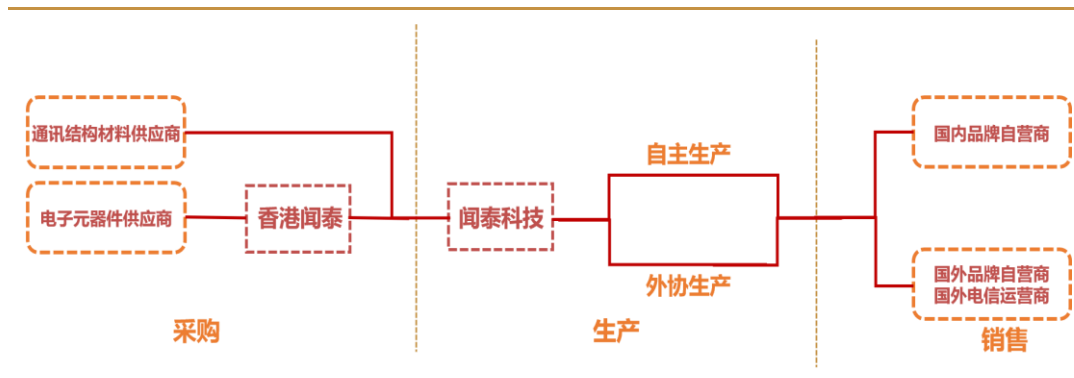
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.3 商业模式——“自主+外协”，物料自供提升

闻泰科技采取订单式生产模式，通过“自主+外协”方式进行。闻泰科技通过在嘉兴建立生产基地，一方面确保自身具有稳定的生产加工能力，提高市场竞争力，另一方面将业务链延伸至生产加工环节，拓展盈利空间。在订单量较多时，将部分生产加工任务委托外协厂商完成。由于外协生产方式具有可调节性，公司可根据订单规模灵活选择自主生产与外协生产的比例，避免生产旺季生产能力不足影响订单执行以及生产淡季自有产能闲置。

目前公司主要采取买断式 ODM 销售模式，即品牌厂商买断闻泰科技的产品设计或单独要求闻泰科技设计整机方案。闻泰通讯的主板产品除了部分用于进一步加工整机产品，其余部分主要通过香港闻泰对外销售。闻泰科技的整机产品主要面向国内的品牌自营商以及国外的品牌自营商、电信运营商，要成为这些客户的供应商，通常需要通过这些客户的资质认证。

图 11：闻泰科技商业模式

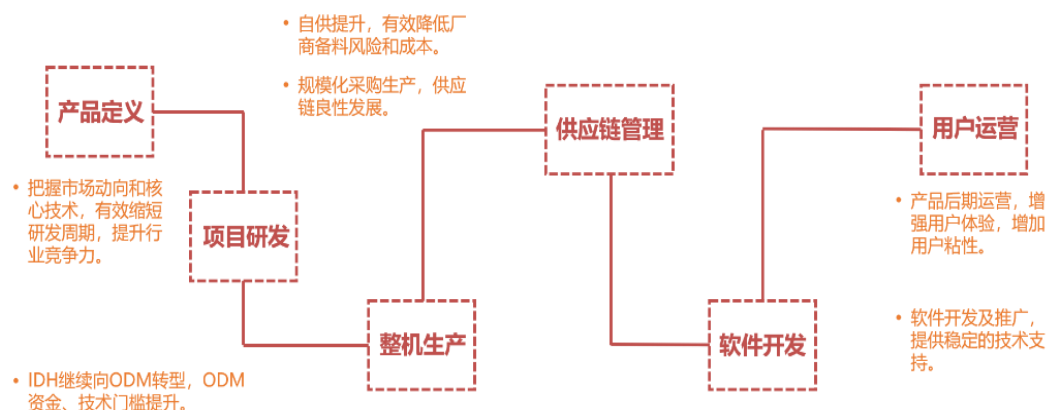


数据来源：西南证券

手机 ODM 公司的利润空间主要来自于研发设计，供应链成本管控以及生产制造，由于手机 ODM 客户出货主要集中在华为，小米和联想等少数手机厂商，供应链成本控制和生产制造已经成为利润的主要来源，研发设计费用整体利润空间在压缩。

闻泰科技从市场动向与核心技术出发来定义产品，在研发模式上持续转型，提升行业技术门槛。2018 年公司物料自供比例持续提升，从而有效降低了客户备料风险和成本，并通过规模化采购生产促进供应链良性发展，软件开发提供稳定的技术支持，在后期运营中注重增强用户粘性并提升用户体验。

图 12：ODM 物料自供比例有望持续提升



数据来源：赛诺市场研究，西南证券整理

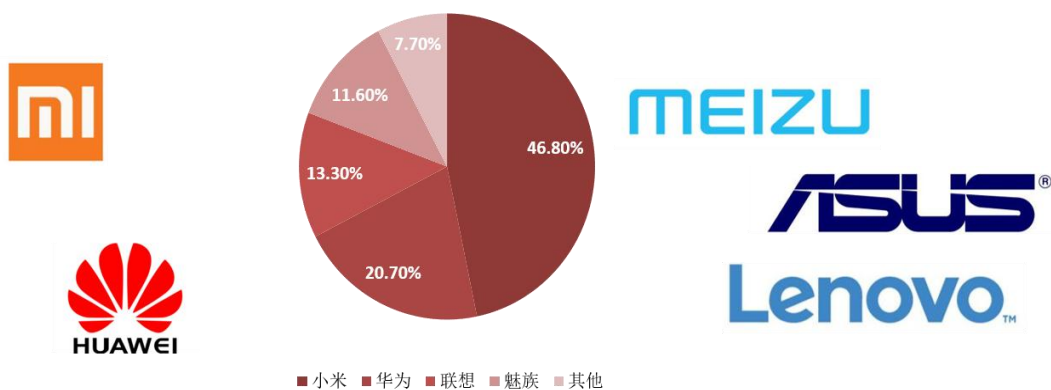
2 ODM 领域：强者恒强，稳居龙头地位

2.1 ODM——传统优势业务、下游应用市场广阔

ODM (Original Design Manufacturer) 是指某制造商设计出某产品后，在某些情况下可能会被另外一些企业看中，要求配上后者的品牌名称来进行生产，或者稍微修改一下设计来生产。其中，承接设计制造业务的制造商被称为 ODM 厂商，其生产出来的产品就是 ODM 产品。与 ODM 相对应的就是 OEM (Original Entrusted Manufacture)，俗称“代工”。

2016 年及 2017 年全球手机出货量中 ODM 厂商比重分别为 36% 和 31%。中国 ODM 厂商以强大的供应链管理、创新研发能力和雄厚的资本市场为基础，在全球手机市场上扮演着重要的角色。由于 ODM 厂商常年涉足千元机设计代工，从产品设计到硬件组合都有更好的方案，经验非常丰富，品控和供应链成熟，质量也很可靠。高性价比的低价手机基本出自 ODM 厂商之手，如红米系列、魅蓝系列等，ODM 厂商依托一站式解决方案及短时间产出交付，在品牌终端的价格战中起到了的至关重要作用。

图 13：2017 年闻泰科技主要客户构成



数据来源：ittbank，西南证券整理

ODM 产业的发展壮大得益于小米、魅族等国内品牌的推动，国内手机品牌的发展壮大也得离不开背后 ODM 厂商的支持。在中国手机产业崛起过程的每个阶段，ODM 厂商与国产手机始终相互影响、相互推动。伴随着中国手机军团的成长，中国手机制造供应链也快速壮大，形成了包括 ODM 厂商在内全球最大的手机供应链体系。

根据中国信通院的数据显示，2018 年 1-6 月，国产品牌手机出货量 1.76 亿部，同比大幅下滑了 18.6%。不过虽然全球智能手机市场增速放缓，国内智能手机市场大幅下滑，但是，华为、小米、OPPO、vivo 等头部厂商在前三季度在全球市场仍保持了增长态势，特别是华为和小米增长更是迅猛，而华为、小米也正是闻泰科技的主要客户。

赛诺统计数据显示，进入下半年，ODM 龙头企业闻泰科技出货量开始猛增，8-9 连续两个月出货量均超 1000 万台，迎来强劲发展势头。赛诺分析认为，出货量增长主要来自于华为、小米、联想、中国移动、华硕，以及海外新客户 Realme、Vodafone、LG 和某两家全球品牌客户。

根据旭日大数据发布的 2018 年第三季度中国手机 ODM 公司智能机出货排名报告数据, ODM 行业呈现出行业集中度提升、品牌厂商委比扩大、海外项目增长迅猛、OV 尝试放单等趋势。

行业集中度提升, 其中闻泰以 2570 万出货量排名第一, 占 TOP18 总出货量的 19%。前四依旧被闻泰、华勤、龙旗、与德 4 大厂商包揽, 其总出货量为 7891 万, 占 TOP18 总出货量的 58.3%。行业集中趋势愈发明显, 市场份额进一步由前十大厂商向前五大厂商集中。

品牌厂商委比扩大, 小米 2017 年委外项目出货达到 8000 万部, 占比最大; 华为委外项目出货 6000 万部左右; 其次为联想、魅族、CMCC 和 LG 等。对比 2016 年数据看, 品牌厂商正将越来越多的智能手机订单交给 ODM 厂商。

海外项目增长迅猛, 目前海外市场出货主要集中在中低端机型, 2018 全年小米、华为和联想委外项目出货将继续增长。

OV 尝试放单, 三星、OPPO 和 vivo 等品牌开始尝试释放委外项目, 2018 年智能机出货继续保持增长。此前 OPPO 与 vivo 产品全部自研, 此次尝试将千元机交给 ODM 厂商尚属首次。专精线下渠道的 OV 在存量阶段, 如果能够将中低端产品委外, 可以将利益分配合理化。

表 2: 2018Q3 手机 ODM 公司智能手机出货量 (百万台)

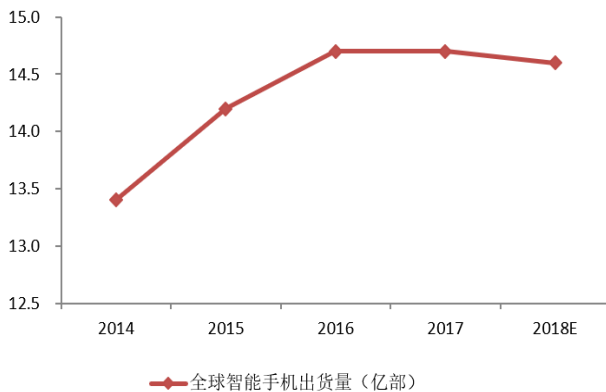
排名	ODM 厂商	出货量
1	闻泰	25.70
2	龙旗	21.31
3	华勤	18.70
4	与德	13.20
5	禾苗	8.65
6	海派	8.51
7	财富之舟	7.72
8	中诺 (+迅锐)	7.04
9	辉烨	6.20
10	西可	5.03

数据来源: 旭日大数据, 西南证券整理

总体来看, 2018 年手机 ODM 行业继续强者恒强的格局, 并且在品牌厂商出货量的占比越来越高。而三星、OPPO 和 vivo 等品牌释放委外项目, 进一步利好 ODM 行业。2018 年闻泰继续享受到华为和小米在印度和东南亚市场的增长, 三星、OPPO 和 vivo 委外 ODM 项目, 闻泰也是潜在的获益者。

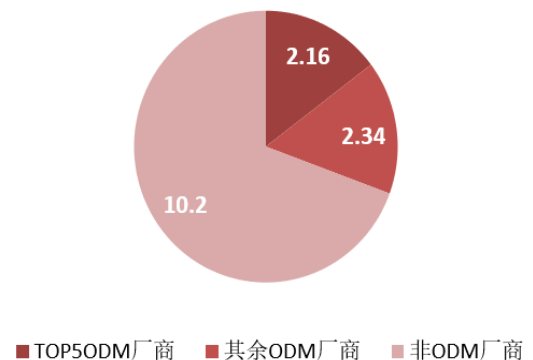
2017 年全球智能机出货量达 14.7 亿部, 市场趋于饱和, 2018 年全球智能机出货量依旧不容乐观。2017 年全球智能手机出货的 14.7 亿部中, 其中有 4.5 亿部来自 ODM 厂商, 占全球手机出货 31%。预计 2018 年 ODM 自供比例将加大, 吸引更多品牌进入, 集中度进一步提升, 占据极高市场份额的手机 ODM 行业, 并未遭遇成长瓶颈。

图 14: 全球智能手机出货量



数据来源: 赛诺市场研究, 西南证券整理

图 15: 全球智能手机出货分布



数据来源: 赛诺市场研究, 西南证券整理

除了手机出货量中 ODM 比例加大, 全球范围内新兴国家的强劲成长也利好 ODM 厂商, 这类国家的用户往往首次购买手机产品居多, 相对不注重品质和设计工艺, 而注重性价比, 而成本控制正是 ODM 厂商的优势, 因此手机厂商亟需来自 ODM 厂商的助力。

当前手机仍是 ODM 厂商的主要收入来源。手机+平板构成了 ODM 厂商 80%-90% 以上的营收来源, 平板整体出货量不大, 主要业务仍来自手机。从行业面来看, 传统手机 ODM 厂商都在谋求更广阔的市场空间。手机品牌大客户未来发展空间有限, 因此 ODM 厂商开始布局新的领域, 包括笔记本电脑、VR/AR 产业、IoT 领域等等。

在“全球千万级的客户数量”、“机型出货百万以上型号数量”、“千元以上热销机型”三个关键指标中, 闻泰分别为 3 家、11 款、6 款, 均居首位, 除了“全球千万级的客户数量”上与华勤并列之外, 在“机型出货百万以上型号数量”、“千元以上热销机型”均独占鳌头, 高于华勤的 6 款和 4 款。由此可见闻泰科技处于行业的龙头地位, 而且将受益于行业集中度的提升, 呈现出强者恒强的态势。

表 3: 2017 年 TOP ODM 公司客户结构

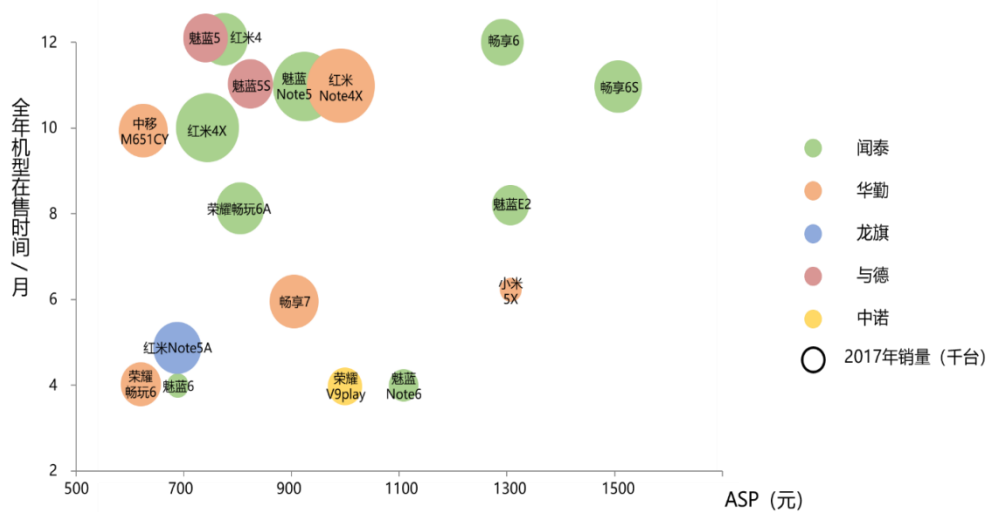
ODM 厂商	全球出货千万级的客户数量	全球出货百万以上型号数量	千元以上热销机 (月均出货十万台以上)
闻泰科技	3 家	11 款	6 款
华勤通讯	3 家	6 款	4 款
龙旗科技	2 家	2 款	2 款
与德通讯	1 家	2 款	2 款
天珑移动	1 家	1 款	1 款

数据来源: 赛诺市场研究, 西南证券整理

2.2 实施精品化战略效益显著

全球手机 ODM 厂商正在脱离低端制造, 转向精品化战略, 闻泰精品化、规模化效应明显, 客户结构健康, 产品上新速度和销量均有亮眼表现。闻泰产品布局均衡, 精品化定位清晰。2017 年 ODM 明星机型中, 闻泰的款式最多, 销量市场表现突出, 借助华为畅享系列在中高端市场实现了重大突破。2017 年上市机型中的红米 Note4X 凭借出众的性价比和续航能力占据了热销榜首位, 累计销量 778 万部。

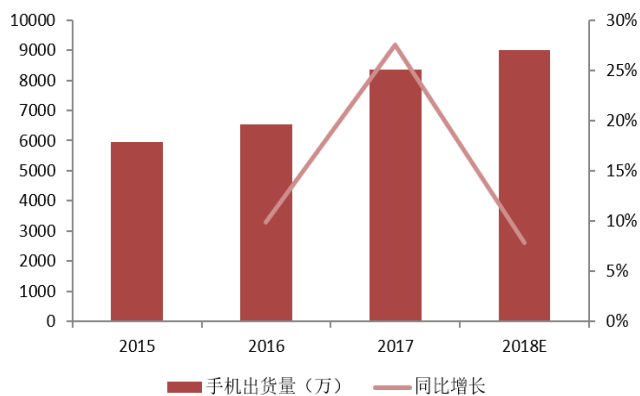
图 16: 2017 年明星机型市场表现图



数据来源: 赛诺市场研究, 西南证券整理

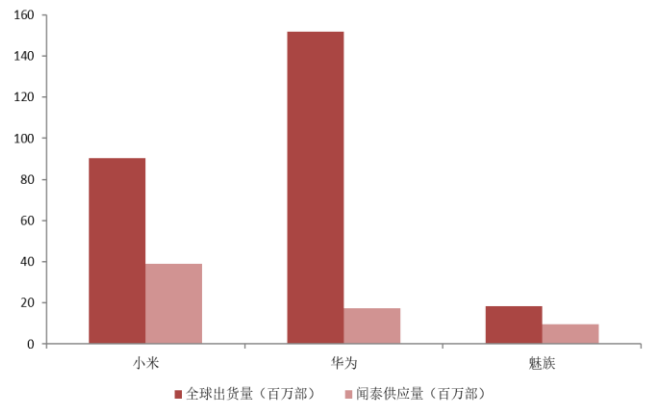
2017 年, 闻泰的客户占比相应提升; 前三大客户占比达 81%。公司 2017 年成功打造了华为、小米、联想、MOTOROLA、魅族、中国移动、华硕等品牌的 10 余款畅销产品, 获得了境内外合作伙伴的高度认可, 取得不俗的市场销售佳绩, 实现了较好的经营目标和成果。2018 年继续施行精品化战略, 集中资源研发畅销产品, 研发并制造更受消费者广泛青睐的升级产品, 扩大合作伙伴和公司自身的市场占有率, 实现客户、供应商、公司和行业的全方位共赢共享。

图 17: 闻泰科技手机出货量



数据来源: 赛诺市场研究, 西南证券整理

图 18: 2017 年闻泰重点客户供应量



数据来源: 赛诺市场研究, 西南证券整理

之前几年闻泰主要基于低端和超低端芯片平台开发产品, 产品的档次和品质都比较低。2017 年, 闻泰研发的产品除了量的增长, 更大的变化是质的提升。现在 90% 以上的项目都是基于高通骁龙高端 8 系列、中端 6 系列和 4 系列, 联发科技 P20 等主流移动平台进行开发, 产品档次、品质提升明显。2018 年, 闻泰继续以高通中高端移动平台为主, 推出更多高品质的手机。闻泰科技精品化战略着力于营造产品技术差异化、产品精品化、资金流稳定化, 寻求市场机会点, 打造爆款产品; 在单品规模化的基础上提升产品品质, 量价齐升, 增加净利润, 扩大公司在供应链的话语权; 把控资本扩张节奏, 保持健康现金流, 促进企业良性发展。

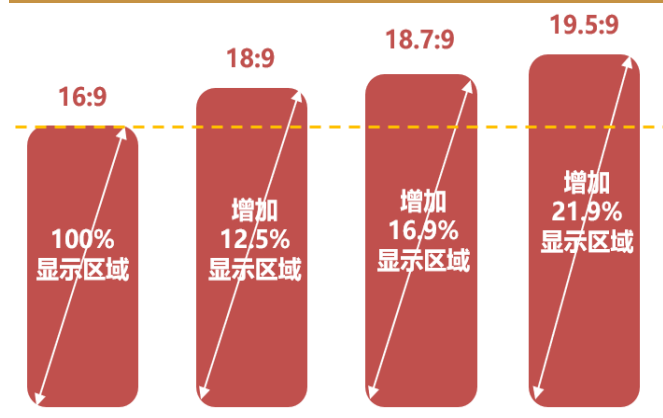
2.3 受益全面屏浪潮，ODM 迈向高端市场

相对于品牌的集中化,手机 ODM 的竞争格局两极分化依然十分明显,在前五大厂商当中,闻泰遥遥领先,保持龙头地位,并且逐渐与其他 ODM 厂商拉开距离。从 2017 年第三季度开始,闻泰已开始为客户规划大量 2018 年上市的全面屏项目,将在高中低端手机全面普及全面屏。

受手掌大小限制,消费者难以单手操控整机尺寸过大的手机,因此手机屏幕不可能无限增长。提高屏占比,打造全面屏手机成为满足消费需求的重要途径。全面屏手机是屏占比达 80% 以上,手机屏幕比例接近 18:9 的手机。由于目前的技术水平限制,手机前置的一些传感器还没有合适的隐藏方案,所以屏占比达 80% 以上一般就被认为是全面屏手机。同时,传统智能手机采用的显示屏分辨率比例均为 16:9,而目前全面屏手机的屏幕比例接近 18:9。18:9 的全面屏方案相比于传统的 16:9 显示方案,同样大小的手机中其屏幕的尺寸会提升约 10% 左右,而异形屏的全面屏手机提升更大,因此全面屏可以在不加大握持难度的情况下提高屏幕尺寸。

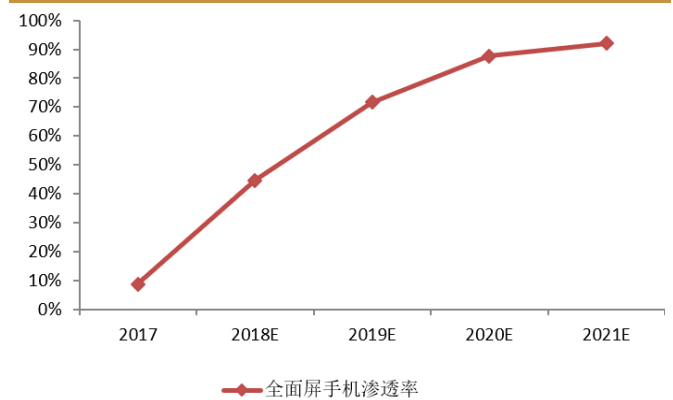
全面屏手机的超窄边框设计给消费者带来强烈的视觉冲击,因此能够在外观上给消费者留下深刻的第一印象。全面屏更有利于分屏多任务显示等功能的实现,能够显著提升操作体验。2017 年,三星、iPhone 等手机品牌都打上了“全面屏”的标签。全面屏这一新兴手机概念的提出使其在手机市场的渗透率迅速提升,2017 年全面屏在智能机市场的渗透率只有 6%,2018 年飙升至 50%,后续逐步上升至 2021 年的 93%。

图 19: 全面屏对比 16:9 普通手机有效提高显示面积



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

图 20: 全面屏手机渗透率



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

ODM 前五大厂商的距离正逐渐拉大,闻泰科技作为全球榜首,出货量和资源整合优势进一步体现,尤其是在供应链整合上,闻泰科技优势相当明显。在全面屏领域,闻泰科技已经快速切入全面屏项目,开始为众多客户研发 2000 元左右和 1000 元的全面屏产品,第一款全面屏手机即将进入量产状态。随着品牌客户的不断导入,2018 全年的全面屏订单将会达到 60% 以上。

作为手机 ODM 领域唯一一家 A 股上市公司,闻泰科技无论在研发实力、供应链管控、生产制造还是资金支持等环节都有着非常好的支撑,利用自身强大的资源整合和对供应链管控能力,可以最大限度的控制成本,并快速的推向中低端市场,从而将全面屏真正推向千元机时代。

2.4 携手高通，开启 5G 时代

2016 年 10 月，闻泰与芯片行业霸主美国高通公司签署战略合作协议，双方拟在未来的新兴领域建立长期紧密的战略合作关系，共同在车载电子、VR 技术以及 3D 智能摄像等领域进行技术和产品开发。2017 年 3 月，高通公司最新一代的旗舰产品骁龙 835 平台在国内发布，闻泰和小米等少数公司成为高通第一批开发骁龙 835 平台产品的客户。2017 年 8 月，高通与闻泰在笔记本电脑和服务器等新领域全面深化合作，将更多创新技术推向全球市场。2018 年 1 月，在北京举办的 2018 Qualcomm 中国技术与合作峰会上，高通与闻泰科技等领先的国内厂商一起发布了“5G 领航”计划，表示将共同探索由 5G 所带来的全新移动应用和体验，同时也将专注于 AI、IoT 等变革性技术，从而继续驱动全球技术演进和行业变革。2018 年 10 月，高通在香港举办的 2018 年 4G/5G 峰会上，确定了 5G 标准以及 5G 规划，同时宣布了将在 2019 年使用骁龙 X50 5G 基带的厂商名单。闻泰科技作为业内唯一的 ODM 厂商入围该名单。

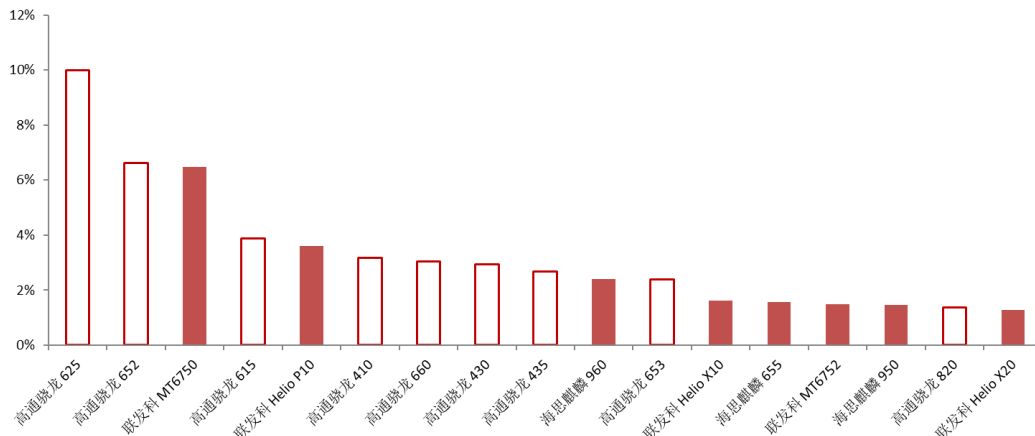
图 21：闻泰与高通展开合作



数据来源：赛诺市场研究，西南证券整理

高通在 2007 年度一季度首次一举成为全球最大的无线半导体供应商，并在此后继续保持这一领导地位。其骁龙移动智能处理器是业界领先的全合一、全系列移动处理器，具有高性能、低功耗、逼真的多媒体和全面的连接性。目前公司的产品和业务正在变革医疗、汽车、物联网、智能家居、智慧城市等多个领域。长期以来，高通芯片垄断了高端手机市场，2017 年年度一百款手机处理器各大厂商的当家芯片的市场份额中，高通依然是手机市场名副其实的霸主。

图 22：2017 年主要芯片市场占有率



数据来源：前瞻经济学人，西南证券整理

闻泰是一个平台型公司，平台价值巨大，手机 ODM 出身的闻泰科技早已经不单单局限于手机业务，已经向更多的智能终端领域拓展，VR、汽车电子、物联网都在逐步落地。作为一个平台型公司，闻泰从手机市场切入 VR、AR、智能音响、可穿戴设备、物联网市场是无缝对接的。闻泰不需要收购就可以完成新品的扩张，同样的高通平台，在手机、笔电、VR 和物联网等领域都可以发挥作用，两公司大量的技术都是重叠的，技术的积累和大型芯片平台的开发经验是公司的宝贵财富。因此，通过与高通合作，闻泰可以实现从手机到其他领域的平滑过渡。

平台型公司可以坐享高科技发展红利，新的创新产品的出现都是对公司业绩的极大提升，目前主流的芯片平台中，Intel 主攻 PC 平台在移动领域屡战屡败，暂时对高通冲击有限；三星和海思是自用；联发科和展讯还主攻中低端市场，因而高通目前的市场地位十分稳固。高通目前的策略是从高端向低端扩张，进一步挤压联发科和展讯的生存空间。

在未来的几年中，全球主流芯片的市场格局预计不会发生大的变化，高通将会继续引领移动物联网发展浪潮，而闻泰科技和高通的深度合作模式将会为产业带来探索和实践价值，闻泰科技的平台型价值也将进一步显现。

3 并购安世：全方位布局，打造产业链

闻泰科技第一次转型是从设计向制造进行整合，也就是从 IDH 到 ODM。嘉兴生产基地的建成意味着闻泰已经转型为 ODM 公司。而现在闻泰科技不满足于仅做 ODM 行业的龙头，继续进行转型。闻泰科技通过收购安世半导体，在上下游领域延伸拓展、提供供应链服务、整合自己的元器件资源等。通过上下游延伸可以构成强大的采购能力，实现更高的运作效率和更好的成本控制，与元器件厂商一起参与设计，通过技术革新，提升产品价值。

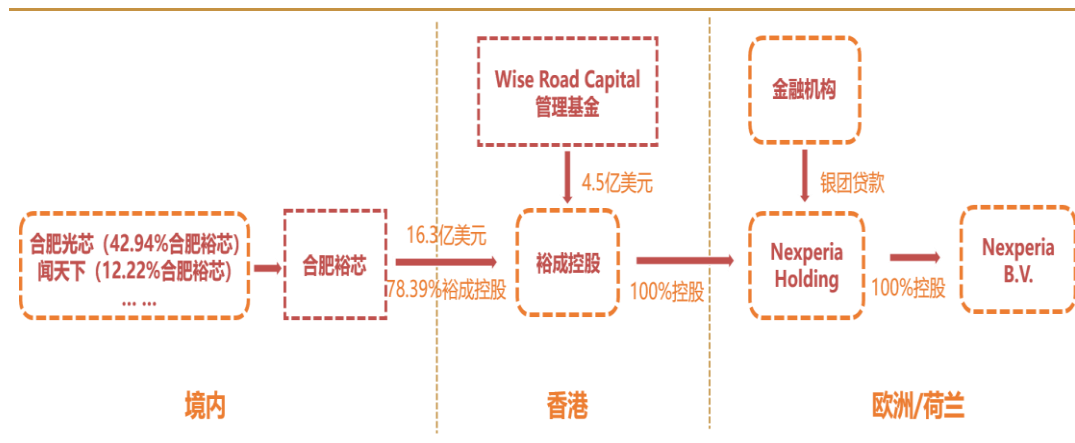
闻泰科技致力于扩展业务的上下游，打造生态链企业。收购上游的安世半导体，进军汽车电子领域，与高通合作，全面布局 5G 领域。目前闻泰已经实现以手机为核心，向 5G、AR/VR、车联网、智能家居、人工智能 (AI) 等智能硬件领域扩张的产业格局，闻泰科技将抓住智能硬件未来十年的黄金发展期，形成千亿产值智能硬件生态链公司。

3.1 收购安世，进军半导体领域

闻泰科技于 2018 年 10 月 25 日发布预案，拟通过发行股份及支付现金的方式，收购安世集团部分 GP 和 LP 份额，以实现对目标公司安世集团的间接控制。安世集团持有安世半导体 100% 的股份。此次闻泰科技控股安世半导体并不是简单的财务投资，而是要大举进军半导体产业。在此之前，闻泰科技控股母公司拉萨闻天下投资有限公司虽然曾参与了全球知名图像传感器公司美国豪威科技 (OmniVision) 私有化，为单一最大股东，并且也曾欲与韦尔半导体竞争豪威科技，但随后韦尔半导体的控制人虞仁荣进入豪威半导体董事会并担任 CEO，最终闻泰张学政果断放弃，卖掉了所持有豪威科技股份。

通过闻泰科技两次对半导体行业的试探，可见闻泰科技进军半导体行业的决心，拿下安世半导体将是闻泰科技半导体战略走出的一步。闻泰科技称，并购安世的重大资产重组工作正有序推进，预计在 2019 年顺利完成项目的重组工作，开始进入千亿级产值快车道。

图 23：闻泰科技并购安世半导体



数据来源：集微网，西南证券整理

安世半导体是分立器件、逻辑器件及 MOSFET 器件的领导者，其前身为恩智浦的标准产业业务部门，2016 年恩智浦将其剥离并转让给建广资产以及智路资本，2016 年 12 月建广资产与智路资本合资成立的裕成控股成立安世集团，安世集团于 2017 年 2 月 7 日以现金 27.6 亿美元收购了恩智浦所持有的安世半导体 100% 股权。

安世半导体的标准产品业务，包括分立器件、逻辑器件及 PowerMOS 等产品，应用领域包括汽车电子、工业控制、电信通讯、消费电子等。除了从恩智浦剥离出来的标准品设计部门之外，安世半导体还获得了此前恩智浦位于英国和德国的两座晶圆制造工厂和位于中国、马来西亚、菲律宾的三座封测厂和位于荷兰的工业技术设备中心，及标准产品业务的全部相关专利和技术储备。

安世半导体有 1 万多种热销产品，2 万多个客户，包括汽车、通信、消费等领域耳熟能详的国际知名企业，未来在移动通信、智能汽车、物联网等领域都有强劲的增长潜力，发展空间巨大。从细分市场看，安世半导体二极管和晶体管排名第一，逻辑器件排名第二(仅次于 TI)，ESD 保护器件排名第二，小信号 MOSFET 排名第二，汽车功率 MOSFET 排名第二(仅次于 Infineon)。

图 24：安世半导体核心产品及市场地位



数据来源：芯智讯，西南证券整理

公司的核心下游客户为汽车产业，同时覆盖移动和可穿戴设备、工业、通信基础设施、消费电子和计算机等多个领域，均为全球领先的制造商和服务商。

其中，汽车领域的客户包括博世(Bosch)、比亚迪、大陆(Continental)、德尔福(Delphi)等；工业与动力领域客户包括艾默生(Emerson)、思科(Cisco)、施耐德(Schneider)等；移动及可穿戴设备领域客户包括苹果(Apple)、谷歌(Google)、乐活(Fitbit)、华为、三星(Samsung)、小米等；消费领域客户包括亚马逊(Amazon)、大疆、戴森(Dyson)、LG 等；计算机领域客户包括华硕、戴尔(Dell)、惠普(HP)等。

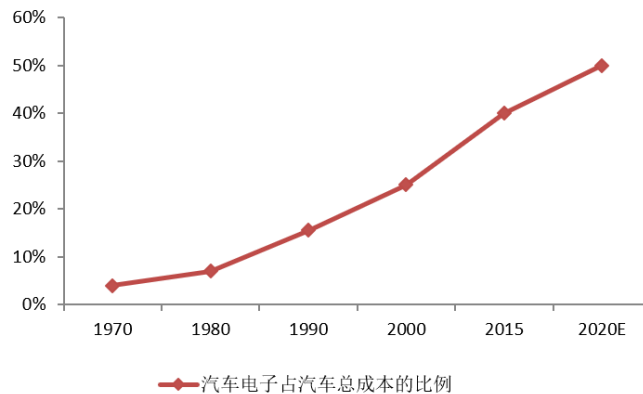
2017 年全球汽车电子市场规模接近 2300 亿美元，预计到 2020 年将达到 3000 亿美元。随着全球汽车产业转移的不断深化，明显的成本优势和广阔的本土市场使得以中国为代表的新兴国家和地区的汽车产量在全球占比不断提高，而以欧美为代表的传统汽车市场则面临着缩小的趋势。2009 年，我国汽车产销分别完成 1379.10 万辆和 1364.48 万辆，首次超过美国成为汽车产销第一大国，从此开始我国汽车的产销量连续居世界第一。

2017 年,我国民用汽车拥有量同比增长 11.85%。汽车高增长积累起来的庞大基数成为汽车电子市场发展的动力。消费者对车载通讯、娱乐系统的需求提高也会持续拉动汽车电子行业的高增长。随着汽车电子技术的推广,许多汽车电子技术向中低端车普及,用户对于性能和需求也在推动这种趋势。汽车电子部件在整车中的占比不断提升,部分汽车电子部件从提供附加功能向提供基础功能转变,汽车制造商对汽车电子的需求不断增大,到 2020 年汽车电子在汽车中的成本将达到 50%。

图 25: 全球汽车电子市场规模 (亿美元)



图 26: 汽车电子占汽车总成本的比例



数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

数据来源: 中国产业信息网, 西南证券整理

目前来看安世在汽车电子市场中占比很大,未来传统汽车的电子化、电动汽车的高速发展以及 5G 时代的到来都会带动汽车电子的发展,这将成为安世的优势。

此外,从近年半导体产业的发展来看,整个市场规模呈快速增长态势。受物联网、汽车电子等新兴应用市场的推动,未来半导体将有望继续保持快速增长,尤其是我国作为全球最大的下游需求和制造市场,加之中国政府在半导体产业上的大力支持,中国大陆半导体产业或许成为全球半导体行业发展最快的地区。在此趋势下,安世半导体未来也将有望保持快速增长。

从安世半导体的财务数据来看,2015 财年,安世半导体的前身——恩智浦标准产品业务的全年营业收入为 12.4 亿美元,税前净利润高达 2 亿多美元。其业务税前利润率和毛利率在全球同类行业中领先。2017 年 2 月交割完成后,安世半导体各项业务仍保持稳健增长,广东新增封测生产线已于近日投产,使安世半导体全年生产总量超过 1000 亿颗稳居全球第一。2017 年 (2 月-12 月),安世半导体的销售收入已增长至近 12.88 亿美元,其中欧洲、中东和非洲地区占比约 31.52%,大中华区占比约 30.75%。

考虑到国内市场对半导体产品需求增长较快,安世半导体公司目前大中华地区的销售占比约 30%,未来有很大的增长潜力。作为中国最大的 ODM 厂商,闻泰科技选择大力进军上游半导体领域,不仅有利于自身对于关键半导体元器件供应的掌控,同时也是进一步增强自身核心竞争力的一个手段。

闻泰科技与安世集团具有协同效应,双方在整合过程中可以实现资源的互相嫁接,加速安世集团在中国市场业务的开展和落地,安世半导体在逻辑芯片、分立器件和功率半导体等上游核心元器件方面全球领先,闻泰科技在下游智能终端的系统设计方面具有全球领先技术,两者产品和技术上的融合具有巨大的产业协同发展潜力。两公司的业务互为产业链的上下游,

后续上市公司成功取得安世集团的控制权后，在客户、技术和产品等多方面将具有协同效应，双方在整合过程中可以实现资源的互相转换，进行供应链的深度整合。

对安世集团而言，闻泰科技除了可为其半导体元器件提供出货量的保障，也可以助力其扩大和提升其在中国市场的影响力和竞争力，开拓渠道，扩展用户范围，进一步拓展其在消费电子领域的市场。对闻泰科技而言，有了上游的安世集团提供长期稳定的元器件供货保障，可增强其议价能力和风险抵御能力。双方将努力通过业务整合实现优势互补、协同共赢。

图 27：安世半导体与闻泰科技协同发展



数据来源：西南证券整理

闻泰在消费品领域，特别是手机领域行业领先，未来也会走向汽车电子和 IoT，利用 5G 平台全面进入汽车电子和 IoT。闻泰科技通过取得安世集团的控制权，可以实现向高附加值的产业链上游的布局，将有利于其现有业务的横向拓展，包括智能手机、车联网、汽车电子、笔记本电脑等。

即将到来的 5G 是一个行业节点，5G 不但是带来 5G 手机的变化，还包括未来的汽车电子以及 IoT。未来在 5G 平台中，闻泰无论是在手机、笔电领域，还是未来的车载领域都会有安世的产品。而半导体产业技术壁垒高，核心环节被外资主导，在欧美等国日趋严厉的交易审查甚至收购排斥的背景下，国内企业通过并购国外优质半导体公司实现赶超难以再现，闻泰科技如能成功收购安世集团将显得极为珍贵。

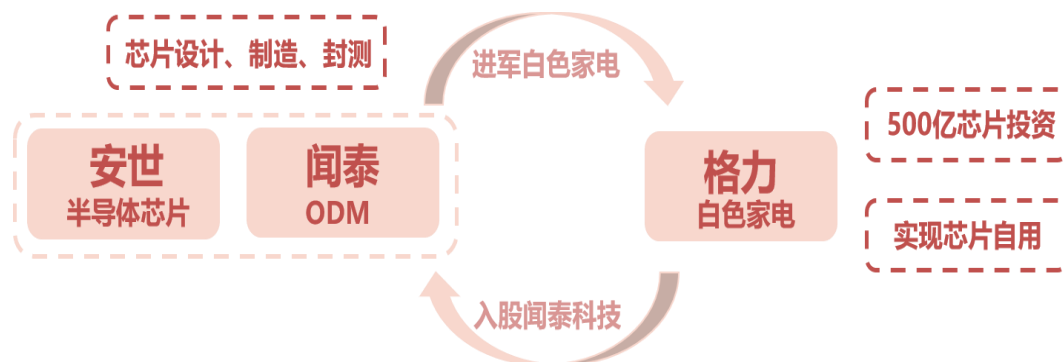
3.2 拟引入格力持股，行业龙头展开合作

在收购安世半导体的同时，闻泰科技还引入格力电器等新资本方。自《闻泰科技股份有限公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易意向性预案》披露后，公司积极与拟参与本次交易的资金方进行沟通，在本次交易拟引入格力电器、港荣集团、智泽兆纬等投资人。格力电器共出资 30 亿元，其中 8.85 亿元用于增资合肥中闻金泰，其余 21.15 亿元出资至珠海融林。珠海融林拟引入投资者珠海威迪出资 2.023 亿元，珠海融林拟受让珠海融悦所持有的合肥广讯 74.32% 的 LP 财产份额调整为受让珠海融悦所持有的合肥广讯 90.12% 的 LP 财产份额。闻泰科技拟通过发行股份购买资产方式收购格力电器、港荣集团、智泽兆纬持有的合肥中闻金泰的股权以及珠海融林持有合肥广讯的 LP 财产份额。

在闻泰科技完成收购安世集团后，格力电器直接持有闻泰科技股权 2.94%，通过珠海融林间接持有 7.57%，格力电器将成为闻泰科技的重要股东及投资人。未来格力电器与闻泰科技将发挥各自核心优势，在通讯终端、物联网、智能硬件等领域开展广泛、深入合作。

格力电器与闻泰科技分别是白色家电与手机 ODM 的行业龙头，本次投资有利于两公司在通讯终端、物联网、智能硬件等业务上展开合作。结合闻泰科技领先的智能终端产品研发生产优势、高通 5GAlpha 合作伙伴的资质以及安世集团在半导体领域的市场地位，格力电器与闻泰科技的强强联合将充分发挥在各自领域的龙头优势，挖掘潜在的业务合作机会。

图 28：格力电器入股闻泰科技



数据来源：西南证券

格力电器将借助闻泰科技的 5G 研发能力战略性布局 5G 产业链，以公司在空调领域的龙头优势为依托，把握 5G 平台下智能家居、物联网的巨大业务机会，塑造新形势下的核心竞争力，实现在智能家居、智能装备、通信设备等领域的“多元化”稳健协调发展，进一步扩大市场份额和影响力，提升公司的整体业务能力。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：通信设备制造板块：目前公司出货产品中 90% 以上是手机客户，由于公司市场占有率提升，手机客户产品出货量逐渐增加。假设 2018-2020 年手机出货量 0.7 亿部、1.1 亿部、1.5 亿部。2018 年由于 MLCC 等元器件大幅涨价导致公司毛利率下滑，而目前 MLCC 价格已经大幅下跌，并且 2018 年人民币大幅贬值存在汇率影响，而目前汇率已经相对稳定，后续叠加客户结构改善，更加偏向做高毛利客户的产品，所以假设 2019 年、2020 年毛利率 10% 左右。

假设 2：房地产和服务业务：并购草案中明确未来剥离，目前房地产业务连续三年亏损，后续完全剥离，假设 2019 年和 2020 年不考虑营收贡献。

基于此，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

业务分拆（单位：百万元）		2017A	2018E	2019E	2020E
通信设备制造业	收入	16020.13	16420.63	23809.92	33333.89
	增速	26.63%	2.50%	45.00%	40.00%
	毛利率	7.63%	6.50%	10.00%	10.00%
房地产业	收入	776.14	783.90	0.00	0.00
	增速	65.07%	1.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	27.70%	21.25%	0.00%	0.00%
服务业	收入	70.54	71.25	0.00	0.00
	增速	-58.14%	1.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	45.60%	20.00%	0.00%	0.00%
其他业务	收入	49.42	46.63	46.86	47.80
	增速	2.13%	-5.65%	0.50%	2.00%
	毛利率	98.95%	95.00%	90.00%	92.00%
合计	收入	16,916.23	17,322.41	23856.78	33381.69
	增速	26.03%	2.40%	37.72%	39.93%
	毛利率	8.98%	7.46%	10.16%	10.12%

数据来源：公司公告，西南证券

4.2 相对估值

我们选取了公司所在手机制造行业的相关公司作为估值参考，分别为卓翼科技，比亚迪，光弘科技，行业 2019 年 PE 平均值为 38.35 倍，预计公司 2019 年 EPS 为 0.99 元。由于公司是国内唯一和高通合作 5G 手机开发，高通预计将开发全球首款 5G 基带芯片，公司届时有明显的先发优势，应该给予较高的估值溢价。结合行业平均估值水平，我们给予公司 2019 年 46 倍估值，对应目标价 45.54 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值情况

公司	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
卓翼科技	10.91	0.09	0.23	0.29	86.37	47.70	37.26
比亚迪	54.68	1.02	1.38	1.74	50.05	39.61	31.33
光弘科技	25.99	0.75	0.94	1.22	21.25	27.73	21.36
平均值					52.56	38.35	29.98

数据来源：Wind，西南证券整理（截止到 2019 年 4 月 2 日）

5 风险提示

5G 移动终端产品研发不及预期的风险；客户结构调整导致经营成本增加，业绩下滑的风险；收购进度不达预期的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	16916.23	17322.41	23856.78	33381.69	净利润	334.85	72.99	745.32	970.95
营业成本	15397.84	16029.94	21433.62	30004.32	折旧与摊销	260.42	109.76	110.32	111.06
营业税金及附加	116.62	98.74	107.36	150.22	财务费用	110.30	13.87	10.29	26.75
销售费用	141.39	159.37	190.85	267.05	资产减值损失	83.25	70.00	30.00	20.00
管理费用	814.42	866.12	1073.56	1502.18	经营营运资本变动	1296.61	68.82	-129.88	-389.04
财务费用	110.30	13.87	10.29	26.75	其他	-691.54	-90.13	-31.61	-28.67
资产减值损失	83.25	70.00	30.00	20.00	经营活动现金流净额	1393.89	245.05	811.31	822.75
投资收益	73.66	2.00	5.00	10.00	资本支出	1624.17	-320.00	-320.00	-320.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2594.97	4.96	-5.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-970.80	-315.04	-325.00	-320.00
营业利润	380.59	86.47	871.95	1131.49	短期借款	433.60	227.82	-306.91	-93.21
其他非经营损益	-1.67	-0.60	4.90	10.80	长期借款	-849.29	0.00	0.00	0.00
利润总额	378.92	85.87	876.85	1142.29	股权融资	-1110.35	0.00	0.00	0.00
所得税	44.07	12.88	131.53	171.34	支付股利	-0.51	-39.53	-7.45	-76.02
净利润	334.85	72.99	745.32	A	其他	1127.30	-187.73	-9.29	-25.35
少数股东损益	5.46	10.95	111.80	145.64	筹资活动现金流净额	-399.25	0.57	-323.65	-194.58
归属母公司股东净利润	329.39	62.04	633.52	825.30	现金流量净额	27.32	-69.41	162.66	308.17
资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	936.03	866.62	1029.28	1337.45	成长能力				
应收和预付款项	3235.10	3515.73	4883.60	7300.22	销售收入增长率	26.08%	2.40%	37.72%	39.93%
存货	3185.97	3158.67	4236.01	5948.83	营业利润增长率	103.15%	-77.28%	908.35%	29.77%
其他流动资产	193.90	368.90	365.49	506.39	净利润增长率	74.71%	-78.20%	921.10%	30.27%
长期股权投资	344.50	344.50	344.50	344.50	EBITDA 增长率	59.23%	-72.04%	372.43%	27.88%
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	1047.94	1001.68	954.85	907.29	毛利率	8.98%	7.46%	10.16%	10.12%
无形资产和开发支出	1803.03	2061.45	2319.87	2578.28	三费率	6.30%	6.00%	5.35%	5.40%
其他非流动资产	168.88	176.96	185.05	193.14	净利率	1.98%	0.42%	3.62%	3.63%
资产总计	10915.35	11498.38	13061.27	16473.27	ROE	9.13%	1.97%	16.78%	18.20%
短期借款	858.77	1086.59	779.68	686.47	ROA	3.07%	0.63%	5.71%	5.89%
应付和预收款项	5175.46	5699.68	7749.07	11184.92	ROIC	9.07%	2.03%	16.66%	19.27%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	4.44%	1.21%	4.82%	4.75%
其他负债	1215.28	1005.58	1153.91	1488.19	营运能力				
负债合计	7249.51	7795.13	8620.15	11137.23	总资产周转率	1.42	1.55	1.68	1.81
股本	637.27	637.27	637.27	637.27	固定资产周转率	13.87	16.99	24.70	36.49
资本公积	2381.60	2381.60	2381.60	2381.60	应收账款周转率	7.41	8.17	8.53	8.00
留存收益	523.87	546.39	1172.47	1921.75	存货周转率	3.93	4.96	5.72	5.83
归属母公司股东权益	3538.80	3565.26	4191.34	4940.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.90%	—	—	—
少数股东权益	127.04	137.99	249.78	395.43	资本结构				
股东权益合计	3665.84	3703.24	4441.12	5336.04	资产负债率	66.42%	67.79%	66.00%	67.61%
负债和股东权益合计	10915.35	11498.38	13061.27	16473.27	带息债务/总负债	11.85%	13.95%	9.07%	6.19%
					流动比率	1.05	1.02	1.08	1.12
					速动比率	0.61	0.61	0.65	0.69
					股利支付率	0.16%	63.71%	1.18%	9.21%
					每股指标				
					每股收益	0.52	0.10	0.99	1.30
					每股净资产	5.75	5.81	6.97	8.37
					每股经营现金	2.19	0.38	1.27	1.29
					每股股利	0.00	0.06	0.01	0.12
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	751.31	210.10	992.56	1269.30					
PE	65.76	349.13	34.19	26.25					
PB	5.91	5.85	4.88	4.06					
PS	1.28	1.25	0.91	0.65					
EV/EBITDA	28.77	103.39	21.40	16.41					
股息率	0.00%	0.18%	0.03%	0.35%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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 20 楼

邮编：200120

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 楼

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄(广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn