

2020年09月04日

安洁科技 (002635.SZ)

公司分析

消费电子稳增长，新能源汽车谋发展

投资要点

- ◆ **商誉风险充分释放，业绩恢复增长轨道：**公司收购威博精密、威斯东山后由于受手机市场增速放缓等原因业绩不达预期，2019年全年计提21.5亿元商誉减值，导致公司净利业绩低点，全年亏损6.5亿元。商誉风险充分释放后，2020年上半年尽管外部冲击对公司核心业务面向的消费电子市场造成影响，但业绩已经重新恢复增长，Q2单季度营收同比增长1.6%，净利润同比大幅改善。我们认为，下半年进入传统旺季，公司大客户开始积极备货，汽车领域也将恢复增长，公司在自身调整以及行业修复的背景下将重新进入成长轨道。
- ◆ **大客户战略稳增长，无线充电蓄势待发：**公司传统业务选择以大客户为核心的赢家战略，在智能手机进入存量博弈、头部品牌市占率进一步提高的行业形态下，以大客户需求为核心，通过提升产品线份额，增加单机价值量实现稳定的逐年增长。除此以外，5G周期将在疫情逐渐恢复后迎来显著增量需求，公司的大客户战略仍然是赢家策略，将大客户的市场地位转化为公司的增量来源。此外，2018年收购威斯东山拓展到无线充电领域，目标继续提升在核心客户的单机价值量。我们认为，无线充电作为未来智能终端产品选择技术方向，随着包括可穿戴设备的爆发增长，渗透率将会提升，市场空间扩容。公司提前卡位、多重布局、核心客户绑定合作模式有望增加业绩增长点。
- ◆ **新能源汽车进入成长期，绑定特斯拉谋成长：**公司2014年收购新加坡新星控股进入了新能源汽车金属件的市场后，持续提升自身的生产能力和技术水平，并且锚定新能源汽车全球市场的核心品牌特斯拉，顺利进入其供应链体系，成为电池包等结构件核心供应商。新能源汽车明确受到各大车企和各国政府的支持，目前特斯拉在新能源汽车市场占据核心地位，随着中国工厂投产未来出货量将进一步增加，中国市场也成为重要的销售市场。我们认为，公司通过前期布局获得的市场份额和供应链竞争力将进入收获期，同时绑定特斯拉为公司扩大在新能源汽车领域的客户、产品布局提供了契机和机会，未来随着新能源汽车行业的发展周期，公司长期成长版图已经打开，有望成为另一个重要的核心业务。

- ◆ **投资建议：**公司在传统业务以大客户战略保证稳定增长的同时，通过内生外延方式积极布局新兴领域并抢占先机谋求长期发展，我们对公司未来增长保持乐观预期。我们预测公司2020年至2022年每股收益分别为1.07、0.86和1.06元。净资产收益率分别为10.8%、8.0%和8.9%。值得说明的是，由于2020年回购注销业绩补偿股份引起的公允价值变动损益进入营业外收入导致营业外收入高于往年，因此导致全年净利润和EPS值相对偏高，若剔除这部分影响，我们预测2020年EPS为0.60元，净资产收益率6.4%。给予买入-B建议。

计算机 | 专用计算机设备 III

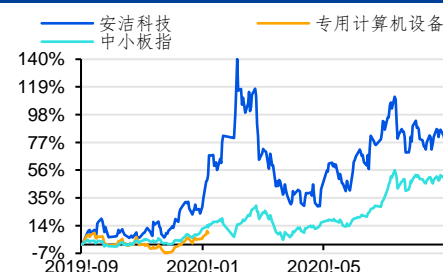
 投资评级 **买入-B(维持)**

 股价(2020-09-04) **23.91 元**

交易数据

| | |
|-----------|---------------|
| 总市值(百万元) | 15,163.77 |
| 流通市值(百万元) | 8,668.77 |
| 总股本(百万股) | 634.20 |
| 流通股本(百万股) | 362.56 |
| 12个月价格区间 | 13.27/32.44 元 |

一年股价表现



资料来源：贝格数据

| | | | |
|------|-------|--------|-------|
| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
| 相对收益 | -4.74 | -19.53 | 26.56 |
| 绝对收益 | -6.2 | 6.17 | 77.24 |

分析师

曾捷
SAC 执业证书编号：S0910518110001
zengjie@huajinsc.cn

报告联系人

郑超君
zhengchaojun@huajinsc.cn
021-20377169

相关报告

安洁科技：商誉减值拖累业绩，风险释放迎接机遇 2020-05-01

安洁科技：市场需求疲弱影响公司业绩，持续投入着眼未来 2019-08-28

安洁科技：外延扩张整合推进，业务拓展期待收获 2019-04-17

安洁科技：苏州收购、重庆增资，短期商誉影响不改公司长期扩张规划 2019-01-21

安洁科技：步步为营，收获降至，播种已始 2018-12-24

◆ **风险提示：**终端智能手机国际和国内核心客户的出货量不及预期；行业市场价格竞争压力较大影响盈利能力；新产品、新产能推进不及预期；疫情反复影响终端需求恢复；宏观经济以及国际争端对行业整体的影响。

财务数据与估值

| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-----------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3,554 | 3,136 | 3,731 | 4,798 | 5,914 |
| YoY(%) | 30.9 | -11.8 | 19.0 | 28.6 | 23.2 |
| 净利润(百万元) | 547 | -650 | 677 | 547 | 671 |
| YoY(%) | 39.9 | -218.7 | -204.1 | -19.2 | 22.5 |
| 毛利率(%) | 31.3 | 28.1 | 28.8 | 29.2 | 29.5 |
| EPS(摊薄/元) | 0.86 | -1.02 | 1.07 | 0.86 | 1.06 |
| ROE(%) | 7.9 | -11.4 | 10.8 | 8.0 | 8.9 |
| P/E(倍) | 27.7 | -23.3 | 22.4 | 27.7 | 22.6 |
| P/B(倍) | 2.2 | 2.7 | 2.4 | 2.2 | 2.0 |
| 净利率(%) | 15.4 | -20.7 | 18.1 | 11.4 | 11.3 |

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

| | |
|----------------------------------|----|
| 一、公司介绍：深化主业优势，顺应行业发展..... | 5 |
| （一）基本情况介绍：内生外延扩展产品线 | 5 |
| （二）主要业务分析：消费电子为核心，新能源汽车谋增长 | 6 |
| 1、营业收入分析 | 7 |
| 2、盈利能力分析 | 9 |
| （三）近期动态：定增深化主业 | 10 |
| 二、行业分析：5G 智能终端+新能源汽车，顺势而为 | 11 |
| （一）传统业务：大客户战略稳增长，迎 5G 换机潮 | 11 |
| （二）无线充电：消费电子市场蓄势待发 | 12 |
| （三）汽车电子：抢占大客户先机，长期可期 | 14 |
| 1、新能源汽车已经成为大势所趋，电池成长显著 | 14 |
| 2、特斯拉出货量大幅度增加，消费市场培育逐步完成 | 15 |
| 三、盈利预测及估值分析 | 17 |
| （一）盈利预测 | 17 |
| （二）估值分析 | 18 |
| 四、风险提示 | 20 |

图表目录

| | |
|--|----|
| 图 1：公司历史沿革 | 5 |
| 图 2：公司股权结构（截止 2020 年半年报） | 5 |
| 图 3：股本结构（截止 2020 年半年报） | 5 |
| 图 4：公司主要业务实体全球网络分布 | 7 |
| 图 5：营业收入（百万）及增长率（2017 ~ 2019） | 8 |
| 图 6：季度营业收入（百万）及增长率（2015 Q3 ~ 2018 Q3） | 8 |
| 图 7：营业收入（百万）按产品占比（2020 年 H1） | 8 |
| 图 8：主营营业收入（百万）按产品占比（2017 ~ 2020 H1） | 8 |
| 图 9：主营业务收入（百万）按地区占比（2020 年 H1） | 8 |
| 图 10：主营业务收入（百万）按地区占比（2017 ~ 2020 H1） | 8 |
| 图 11：净利润（百万）及增长率（2017 ~ 2019） | 9 |
| 图 12：季度净利润（百万）及增长率（2017 Q2 ~ 2020 Q2） | 9 |
| 图 13：盈利能力比率（2017 ~ 2019） | 9 |
| 图 14：季度盈利能力比率（2017 Q2 ~ 2020 Q2） | 9 |
| 图 15：毛利按产品分布（2020 年 H1） | 10 |
| 图 16：主营业务毛利率按产品分布（2017 ~ 2019） | 10 |
| 图 17：全球智能手机出货量及增速（2014 Q1 ~ 2020 Q2） | 11 |
| 图 18：全球平板电脑的出货量及增速（2014 Q1 ~ 2020 Q2） | 11 |
| 图 19：苹果 iPhone 手机出货量及增速（2014 Q1 ~ 2018 Q3） | 11 |
| 图 20：国内 5G 手机出货量及占比（2019Q7 ~ 2020Q7） | 11 |
| 图 21：无线充电市场规模及增长速度（2015 ~ 2025E） | 12 |
| 图 22：无线充电市场规模占比（2017） | 12 |
| 图 23：苹果 Air Power 无线充电板 | 13 |
| 图 24：苹果 AirPods Pro | 14 |

| | |
|---|----|
| 图 25: 华为 FreeBuds 3..... | 14 |
| 图 26: 新能源汽车出货量 (2016 ~ 2026E) | 14 |
| 图 27: 新能源汽车市场规模 (2017 ~ 2025E) | 14 |
| 图 28: 全球锂电池出货量 (2012 ~ 2022E) | 15 |
| 图 29: 新能源汽车动力电池市场规模及增速 (2017 ~ 2025E) | 15 |
| 图 30: Tesla 销量规模 (2012 ~ 2020H1) | 16 |
| 图 31: 2019 年全球新能源汽车市占率分布 | 16 |
| | |
| 表 1: 主要产品线简介 | 6 |
| 表 2: 非公开发行募集资金金额及用途 | 10 |
| 表 3: 主要品牌厂商无线充电手机汇总 | 13 |
| 表 4: 全球各大车企及国家退出传统燃油车时间表 | 15 |
| 表 5: 安洁科技营业收入增长预测 | 17 |
| 表 6: 安洁科技毛利率预测 | 18 |
| 表 7: 安洁科技整体盈利预测..... | 18 |
| 表 8: 可比公司估值参考 | 19 |

一、公司介绍：深化主业优势，顺应行业发展

安洁科技股份有限公司前身苏州太湖度假区安洁贸易有限公司成立于 1999 年 12 月，2010 年 6 月整体变更为股份公司，2011 年 11 月在深交所上市。公司是全球消费电子行业内外功能性器件的重要供应商，为智能手机、台式电脑及笔记本电脑、平板电脑、智能穿戴设备和智能家居产品等中高端消费电子产品和新能源汽车提供精密功能性器件生产和整体解决方案。

（一）基本情况介绍：内生外延扩展产品线

安洁科技从设立之初至上市，公司主要业务为消费电子产品中的绝缘、屏蔽、粘和、缓冲等各类功能性器件，凭借与下游大客户的长期深度合作关系，获得了长足的发展。2011 年上市之后，借助资本市场力量，在持续内生性增长的同时，通过外延式扩张收购适新集团、威博精密、威斯东山等，进入了消费电子金属结构件、汽车金属件、无线充电磁性材料、5G 通讯等领域。

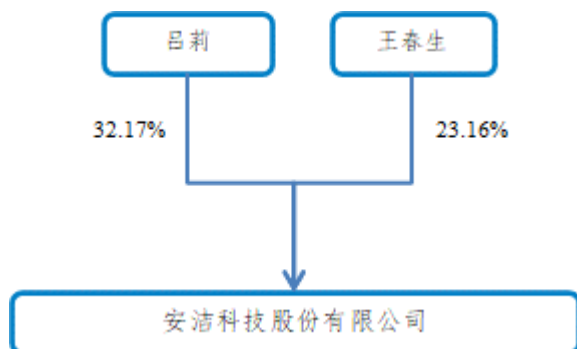
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、招股书、公司官方网站，华金证券研究所

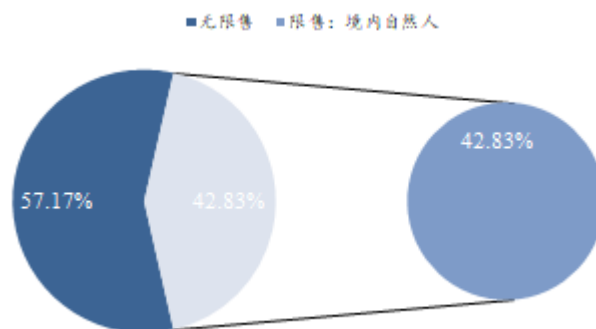
截至 2020 年半年报披露，公司实际控制人是吕莉、王春生夫妇，两人分别持有 32.17% 和 23.16% 的股份，其中王春生和吕莉分别担任公司董事长和总经理。

图 2：公司股权结构（截止 2020 年半年报）



资料来源：公司三季报、公告、华金证券研究所

图 3：股本结构（截止 2020 年半年报）



资料来源：公司三季报、公告、华金证券研究所

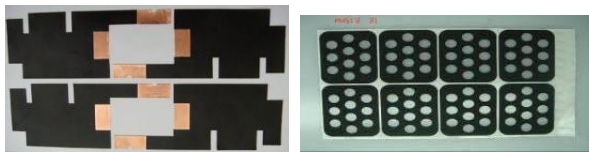



股本结构方面，截止 2020 年 6 月 30 日，公司总股本为 6.34 亿股，其中限售股股份为 2.72 亿股，占总股本的 42.83%。

（二）主要业务分析：消费电子为核心，新能源汽车谋增长

公司聚焦精密功能件及精密结构件，产品主要应用在智能手机、笔记本电脑、平板电脑、一体机、可穿戴设备、智能家居、新能源汽车、信息存储设备等智能终端。随着公司与战略合作关系的进一步深入，配套的功能件和结构件产品种类不断增加，配合客户提供的产品类型更加多样化。

消费电子用的模切件、模组类产品是公司内生性成长获得的产品线，而包括消费电子、新能源汽车等领域应用的精密金属件则主要是通过外延式扩张获得的产品布局，其中收购新加坡适新集团布局精密金属件领域，应用于信息存储及汽车电子领域，而收购惠州威博精密则进入智能手机金属件领域。5G 通讯领域 2019 年开始布局，公司通过设立孙公司威洁通讯，以此为平台整合公司及各子公司资源研究和开发射频器件和 5G 天线等 5G 相关的通信领域产品。

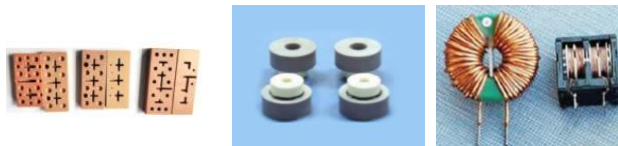
表 1：主要产品线简介

| 应用领域 | 主要产品 | 示例 |
|-------|----------------------------------|--|
| 消费电子类 | 精密功能性器件（屏蔽类、热管理类、粘接和密封类、减震缓冲类……） |  |
| | 精密结构件（按键、卡托、装饰圈、硬盘外壳等） |  |
| | 3D 热压复合板材后盖 |  |
| | 无线充电模组 |  |

新能源汽车 高压连接线组件、新能源汽车电池盖板等



5G 通信 射频器件和 5G 天线等相关产品



资料来源：公司官方网站、公司招股书、华金证券研究所

安洁科技总部位于江苏省苏州市，分支网络分布于中国大陆、台湾、新加坡、泰国、美国等地。

图 4：公司主要业务实体全球网络分布



海外

安洁美国股份有限公司
适新科技新加坡有限公司
适新科技泰国有限公司

国内

安洁集团总部
苏州安洁科技股份有限公司
苏州适新科技有限公司
安洁无线科技（苏州）有限公司
苏州威斯东山电子技术有限公司
深圳安洁电子有限公司
惠州威博精密科技有限公司
重庆安洁电子有限公司
台湾安洁电子有限公司

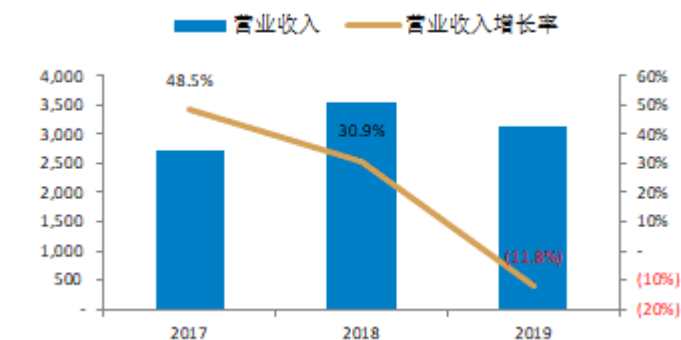
资料来源：公司官方网站、华金证券研究所

公司未来战略立足于行业发展大趋势，迎接 5G 大规模商用的市场机遇，在消费电子端继续保持与现有战略客户的良好合作，扩大产品线，并持续开拓产品多样化、客户多样化，同时布局 5G 通信基站类产品的研发。新能源车领域是继 PC、手机等之后的新一代智能终端代表，市场空间更为广阔，公司已与国际知名新能源汽车厂商建立合作关系，将成为未来五年重要增长点。

1、营业收入分析

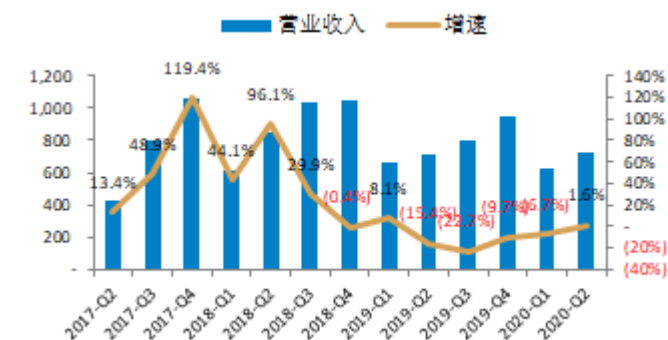
公司 2019 年全年销售收入 31.4 亿元人民币，同比下滑 11.8%，由于 2019 年智能手机 4G 增速放缓，5G 尚处于起步阶段，终端需求增速放缓，公司产品面临下调压力，同时存储业务转型期订单下滑，共同导致全年营收下降。2020 年上半年营业收入 2018 年第三季度公司收入同比下滑 2.4%为 13.5 亿元，主要系新冠疫情的客观影响导致的订单下降，而 2020 年第二季度营收实现 1.6%的同比增长，扭转了 2019 年二季度以来的下滑。

图 5：营业收入（百万）及增长率（2017 ~ 2019）



资料来源：公司年报、Wind，华金证券研究所

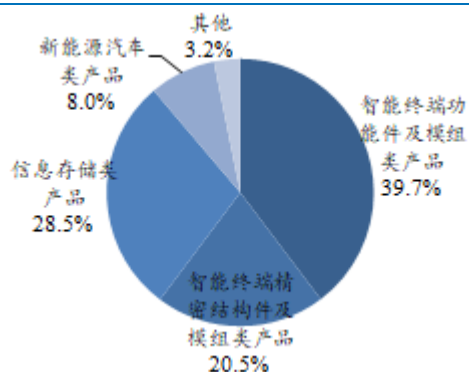
图 6：季度营业收入（百万）及增长率（2015 Q3 ~ 2018 Q3）



资料来源：公司季报、年报、Wind，华金证券研究所

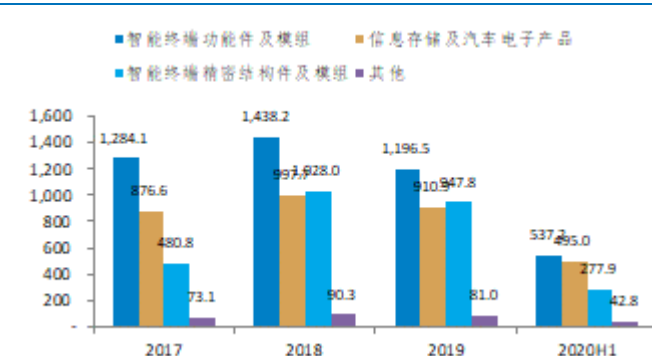
2020 年上半年，公司核心产品仍是功能件和结构件，分别占营业收入的 39.7%和 20.5%，信息存储类产品占比 28.5%，新能源汽车类占比为 8.0%，尚处于起步阶段。公司始终以功能件产品为主要业务产品，收购威博精密后金属结构件产品收入成为第二大支柱，而新能源汽车业务发展加速，2020 年上半年已经占到全部收入的 8.0%。

图 7：营业收入（百万）按产品占比（2020 年 H1）



资料来源：公司半年报、华金证券研究所

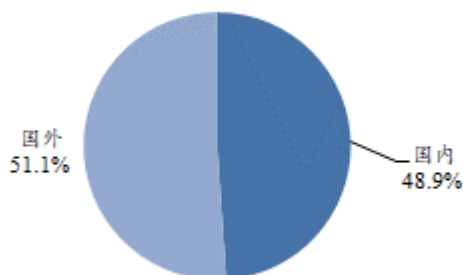
图 8：主营营业收入（百万）按产品占比（2017 ~ 2020 H1）



资料来源：公司年报、公司半年报、Wind，华金证券研究所

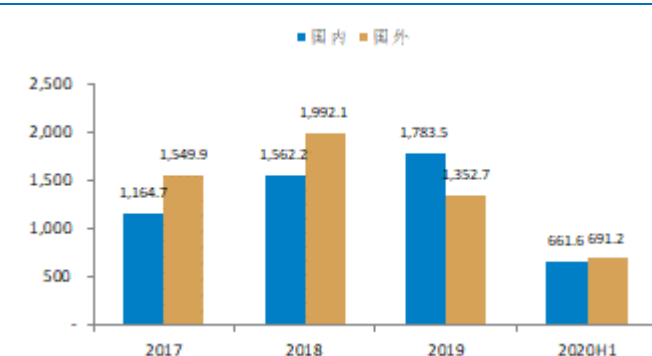
从国内外市场分布看，前期公司在海外市场的销售是营业收入的主要来源，但 2019 年国内销售收入超过海外成为主要来源，主要是威博精密的客户来源主要来自国内。2020 年上半年海外及国内收入相当，国内占比为 48.9%，上半年新冠疫情对国内智能终端客户的负面影响较大且目前仍没有恢复，而海外客户的影响弱于国内客户，因此海外收入上半年多于国内。随着下半年海外客户旺季来临，全年海外客户占比或再次成为核心。

图 9：主营业务收入（百万）按地区占比（2020 年 H1）



资料来源：公司半年报、华金证券研究所

图 10：主营业务收入（百万）按地区占比（2017 ~ 2020 H1）



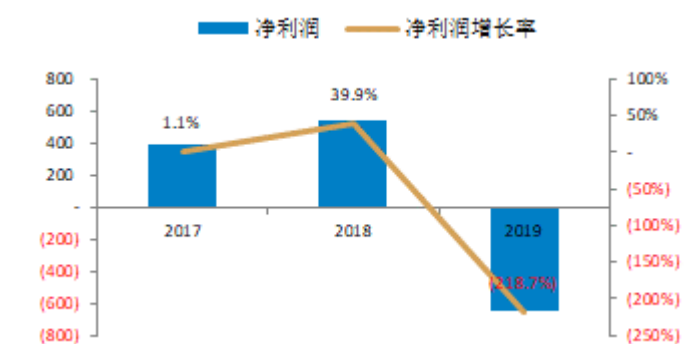
资料来源：公司年报、公司半年报、Wind，华金证券研究所

从年度业绩报告的客户分布看，2019 年前 5 大客户的占比为 41.9%，但是考虑到公司产品交付给组装厂而非终端客户，因此直接客户较为分散，终端客户公司持续坚持大客户的战略，无论是在消费电子市场还是在汽车市场，公司通过技术研发和生产管理的效力，优先突破大客户的供应链体系，为其未来产品市场拓展打下基础。

2、盈利能力分析

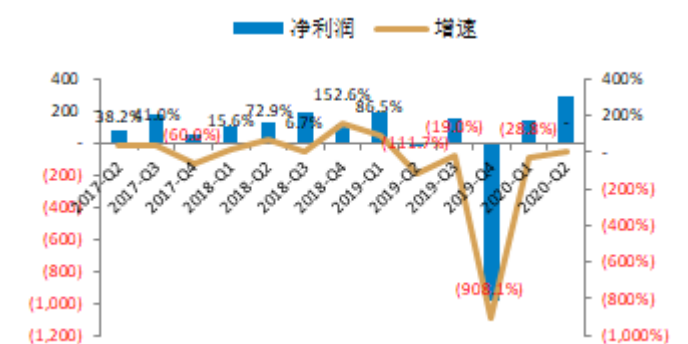
2019 年归属上市公司股东净利润为亏损 6.5 亿元，同比下降 218.7%，主要是子公司威博精密、威斯东山业绩不达预期，计提商誉减值 21.5 亿影响了全年利润。此次计提后公司商誉风险得到充分释放，2020 年上半年实现归母净利 4.3 亿元，同比增长 139.8%。随着公司各项业务调整并开拓布局新的增长点，公司盈利能力将重回正常轨道。

图 11：净利润（百万）及增长率（2017 ~ 2019）



资料来源：公司年报、Wind，华金证券研究所

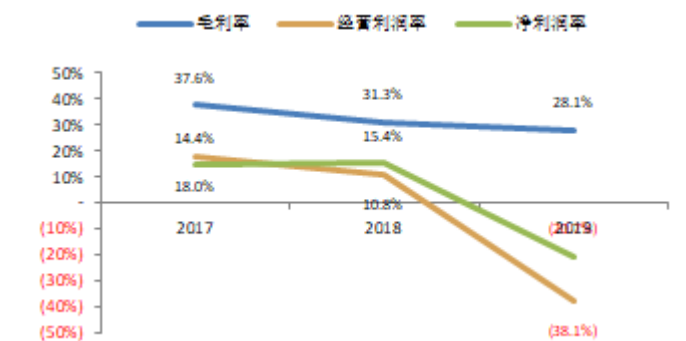
图 12：季度净利润（百万）及增长率（2017 Q2 ~ 2020 Q2）



资料来源：公司年报、公司季报、Wind，华金证券研究所

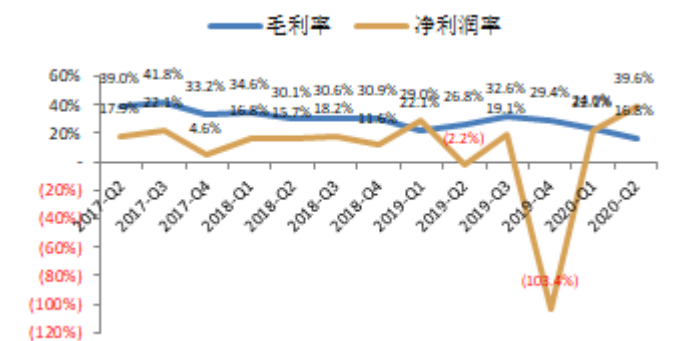
毛利率方面公司 2017 年仍然保持了较高的水平，而随着收购威博精密进入了金属件行业的市场中，智能手机金属件尤其是金属外观件的产品毛利率水平低于公司原有的模切件、汽车电子相关产品，因此综合毛利率水平呈现下降趋势，但随着威博精密新订单的增加，2020 年四季度会是威博精密业绩的拐点。净利率方面，由于 2019 年商誉减值对利润造成较大影响，呈现出负的净利率水平。2020 年上半年，公司净利率水平重回增长轨道。

图 13：盈利能力比率（2017 ~ 2019）



资料来源：公司年报、Wind，华金证券研究所

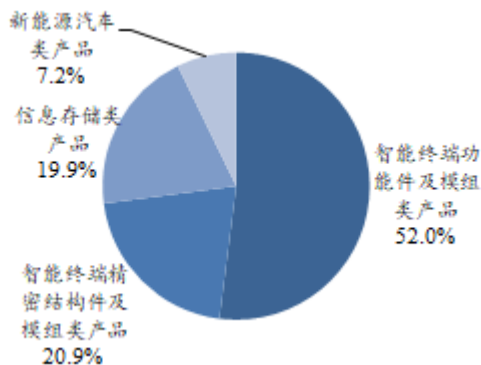
图 14：季度盈利能力比率（2017 Q2 ~ 2020 Q2）



资料来源：公司年报、公司季报、Wind，华金证券研究所

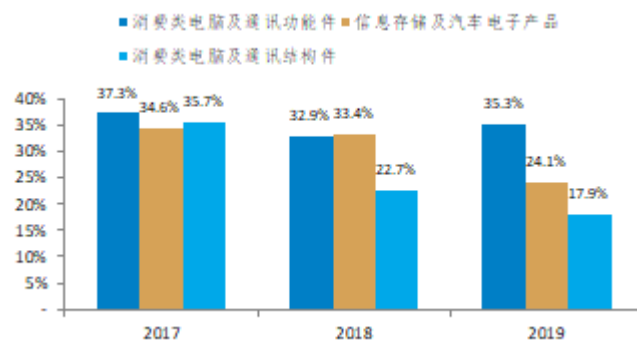
2020 年上半年，公司主要毛利来源是消费电子功能件产品，占比为 52.0%，结构件和存储类产品毛利占比相当，新能源车业务毛利占比目前还比较低为 7.2%，但随着新能源汽车业务不断增长，预计新能源车业务毛利占比后期也会有快速增长。从产品的毛利率分布来看，功能件产品毛利率较高，而存储类和结构件产品的毛利率逐年下滑，这主要是市场竞争激烈导致的。

图 15: 毛利按产品分布 (2020 年 H1)



资料来源: 公司半年报、华金证券研究所

图 16: 主营业务毛利率按产品分布 (2017 ~ 2019)



资料来源: 公司年报、公司半年报、华金证券研究所

(三) 近期动态: 定增深化主业

2020 年 3 月 17 日公告 (于 2020 年 7 月 24 日二次调整):

公司拟非公开发行股票, 募集不超过 14.89 亿元, 用于“智能终端零组件扩产项目”、“新能源汽车及信息存储设备零组件扩产项目”、“总部研发中心建设项目”以及补充流动资金。

表 2: 非公开发行募集资金金额及用途

| 项目 | 预计总投资额 (万元) | 募集资金拟投入金额 (万元) |
|---------------------|-------------|----------------|
| 智能终端零组件扩产项目 | 43,800 | 40,000 |
| 新能源汽车及信息存储设备零组件扩产项目 | 61,900 | 40,000 |
| 总部研发中心建设项目 | 25,000 | 25,000 |
| 补充流动资金 | 43,900 | 43,900 |
| 合计 | 174,500 | 148,900 |

资料来源: 公司公告、华金证券研究所

本次非公开发行募集资金将用于公司主营业务的扩张, 基于 5G 规模化商用、智能终端设备升级、新能源车加速发展的背景, 未来将于与当前业务形成良好的补充和协同效应。一方面, 深化公司主业, 在形成竞争优势的领域持续加强竞争力, 另一方面, 把握市场机遇, 顺应产业发展, 5G、新能源等作为未来较长一段时间内的重点产业, 将带来巨大的市场空间, 公司顺应行业趋势, 在现有产能上扩张为发展提前布局, 抢占先机。

2020 年 9 月 2 日公司发布公告, 非公开发行预案已获得证监会《关于核准苏州安洁科技股份有限公司非公开发行股票的批复》。

二、行业分析：5G 智能终端+新能源汽车，顺势而为

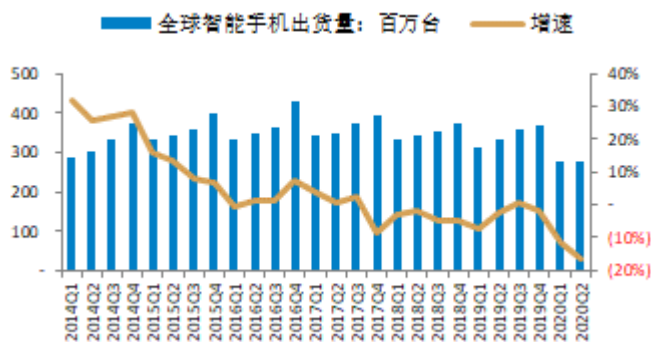
安洁科技主要业务聚焦在消费电子和新能源汽车领域，产品包括功能件和结构件，目前通过内生外延扩展到包括无线充电、5G 通信等领域。在传统业务，公司奉行大客户战略，保持产品竞争力的同时，积极扩张产品线。无线充电、新能源汽车作为新兴发展领域，公司提前布局，绑定领先知名客户，将成为公司长期成长的驱动力。

（一）传统业务：大客户战略稳增长，迎 5G 换机潮

公司核心收入来源仍然是以智能手机为代表的消费电子产品中的功能件和结构件产品，产品品类较多，公司的核心战略是通过与核心大客户的深度合作，配合大客户需求，不断提升单机价值量，我们认为该战略为公司在未来行业市场竞争格局的变化中提供了充分的风险规避能力和竞争力。

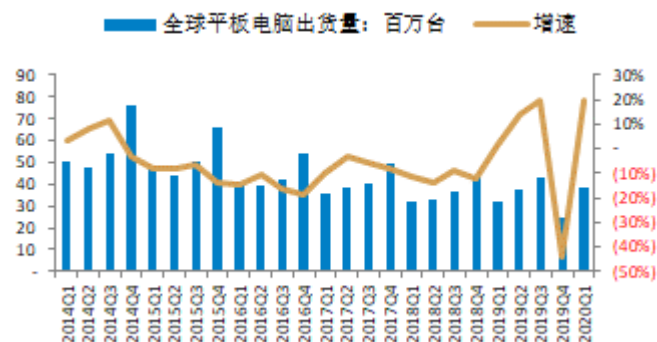
近几年智能移动终端的出货量和市场竞争进入到存量竞争的格局，无论是从总体出货量增速、核心厂商的出货量增速还是产业集中度看都显示了行业增长动力趋缓的态势。

图 17：全球智能手机出货量及增速（2014 Q1 ~ 2020 Q2）



资料来源：Wind, IDC, 华金证券研究所

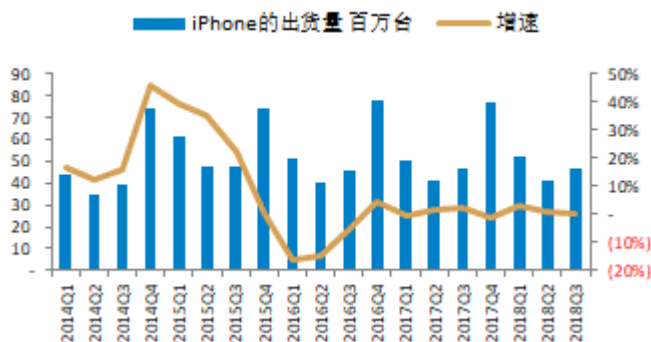
图 18：全球平板电脑的出货量及增速（2014 Q1 ~ 2020 Q2）



资料来源：Wind, 华金证券研究所

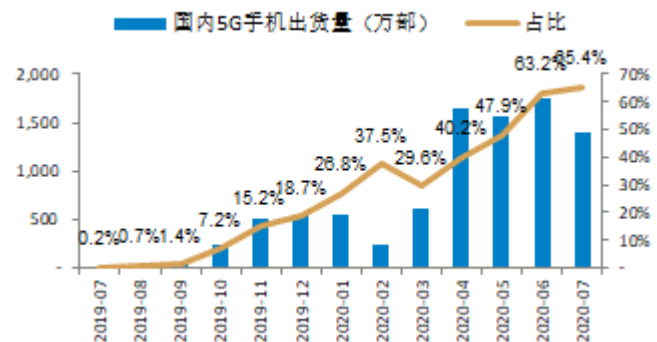
苹果手机的出货量从 2016 年首次出现季度负增长，并且在 2018 年第三季度宣布不再披露相关产品的出货量数据，往后每个季度出货量同比基本保持稳定，增长趋缓。但从全球品牌出货量的市场占比来看，苹果市场保持在全球出货量前三的水平，凭借领先的创新和品质培养了大批忠实客户，并且，前 5 大品牌市占率持续提升，未来智能手机市场将越来越集中于头部品牌。

图 19：苹果 iPhone 手机出货量及增速（2014 Q1 ~ 2018 Q3）



资料来源：苹果季报, Wind, 华金证券研究所

图 20：国内 5G 手机出货量及占比（2019Q7 ~ 2020Q7）



资料来源：Wind, 信通院, 华金证券研究所

尽管 4G 时代智能手机出货量增长动力放缓,但 5G 新周期正在开启。自 2019 年包括三星、海思、高通等推出手机端 5G SoC 后支持 5G 通信的智能手机陆续面世,截至目前,5G 手机已经从高端旗舰系列渗透到 2000 元以下的中低端机型。尽管由于新冠疫情,终端需求低迷,原本预期的 5G 换机潮延迟到来,但 5G 周期已经进入商业化阶段,从国内信通院公布的月度 5G 手机出货量来看,今年上半年月销量已经超过 1,500 万部,在所有智能手机出货量占比超过 60%。国内疫情防控到位,目前终端需求已经在逐渐恢复,从国内 5G 手机渗透率的趋势推断,全球 5G 周期即将到来。而公司大客户在本次疫情冲击中由于低价策略等一系列战略受影响较小,随着秋季到来,全系 5G 新机进入备货周期,公司的大客户战略再一次成功抵御了风险,保证业绩稳健增长。

因此,我们认为在智能手机进入存量竞争,5G 周期酝酿加速阶段,公司将受益于:1) 大客户战略,围绕客户需求提升供应份额和单机价值量,依托大客户的市场地位保证传统业务稳健增长;2) 5G 周期即将大规模开启前,同战略核心客户建立深厚的合作关系,抢占换机需求引发新一轮智能终端需求增长的先机。

(二) 无线充电: 消费电子市场蓄势待发

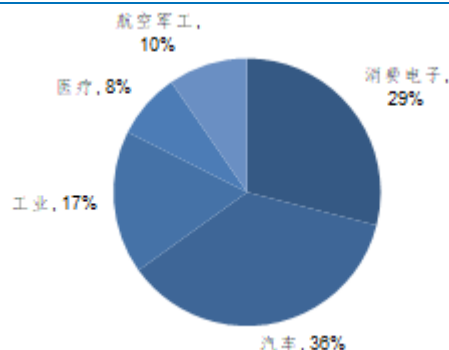
消费电子产品基于用于体验改善在光学、声学、通信、核心处理能力等方面不断提升性能,对于电池的消耗也变得越来越来,大电量和缩短充电时长成为消费者主要诉求。以手机为例,在功能机时代,一般手机的续航时间基本能够保持在 2~3 天的水平,而智能手机全面屏时代开启后基本只能维持 1 天的有效续航,各大终端厂商对于手机的续航改善除了提高电池容量,还通过改变充电方式实现“曲线救国”,其中主要包含快充和无线充电。我们认为,无线充电能够实现电源和终端设备的有效分离,未来的发展空间将会更加广阔。

图 21: 无线充电市场规模及增长速度 (2015 ~ 2025E)



资料来源: Allied Market Research, 华金证券研究所

图 22: 无线充电市场规模占比 (2017)



资料来源: Allied Market Research, 华金证券研究所

从 Allied Market Research 的研究数据看,该机构对于无线充电市场的增长速度在未来的 8 年中的 CAGR 将会达到 38.7%,而其中消费电子和汽车则是占据了市场的主要份额。

无线充电在智能手机这个出货量规模庞大的重要终端品类上的渗透率始终不高,随着技术方案成熟、品牌厂商推广以及终端消费市场培育均逐步实现的情况下,我们认为无线充电在消费电子尤其是智能手机的应用中将会迎来重要的快速成长期。

充电功率的提升是一个无线充电重要的性能指标，三星作为手机无线充电功能的引领厂商之一，其充电功率从 S6 的 5W 提升到 S7 的 9W，再到 S8 的 10W，而在 S9 上则可以做到 15W，已经基本满足无线充电与有线充电功率上的匹配。苹果作为智能手机的领导品牌，从 2017 年宣布加入 WPC 联盟以来，其核心产品之一的 iPhone 从 2017 年新款开始配备了无线充电功能。其他手机厂商包括国内的华米 OV，日韩 LG、索尼等均在旗舰机型上配置了无线充电。尽管渗透率不高，但当前已全面布局，而苹果作为大多数智能手机产品的创新引领者坚持配备无线充电。

表 3：主要品牌厂商无线充电手机汇总

| 品牌 | 型号 | 最早发布时间 |
|-------|---|---------|
| 苹果 | iPhone 8/8 Plus、iPhone X、iPhone XS/XS Max、iPhone XR、 iPhone 11、iPhone 11 Pro、iPhone 11 Pro Max | 2017.09 |
| 三星 | S6 系列、S7 系列、S8 系列、S9 系列、Note 5、Note7、Note 8、 Note9、Note FE、W2017、Kelly、S Lite、领世旗舰 8 | 2015.02 |
| 华为 | Mate RS、Mate 20 Pro、Mate 20 RS、Mate 30、Mate 30 Pro、 P40、P40 Pro、荣耀 V30 Pro | 2018.03 |
| 小米 | MIX 2S、MIX3、小米 9、小米 9 Pro | 2018.03 |
| OPPO | Reno Ace 2 | 2020.05 |
| 索尼 | Xperia XZ2 系列、Xperia XZ3、Xperia Z3v、 | 2018.02 |
| LG | G2、G3、G6 系列、G7 系类、V30 系列、V35、V40 ThinQ | 2013.08 |
| Sharp | AQUOS S3 | 2018.06 |

资料来源：中关村社区、苹果官网、华为官网、手机市场分享、华金证券研究所整理

更为重要的是，终端作为充电接收端持续布局的情况下，发射端的发展速度也毫不逊色，苹果 2017 年发布了 Air Power 的充电板产品，但始终未实质性发售，根据产业链信息，Air Power 产品将在 2020 年下半年正式面世，这将意味着苹果在无线充电的探索又近了一步，国内安卓系品牌厂商或许将进一步布局。

图 23：苹果 Air Power 无线充电板



资料来源：Allied Market Research，华金证券研究所

随着智能化设备由笔电、手机逐渐进入可穿戴领域，无线充电的必要性更加凸显。智能手表、无线耳机由于体积小无法搭载大容量电池，长续航时间要求下充电形式成为可以提升体验的重要方面。自从苹果 2016 年秋季正式发布 AirPods 第一代产品后目前已经更新至第三代 AirPods Pro，

从 AirPods 2 开始支持无线充电，而华为推出的 TWS 耳机 FreeBuds 也同样支持无线充电。随着可穿戴设备需求快速增长，逐渐成为普及的智能终端设备，无线充电市场空间将进一步扩大。

图 24：苹果 AirPods Pro



资料来源：苹果官网，华金证券研究所

图 25：华为 FreeBuds 3



资料来源：华为官网，华金证券研究所

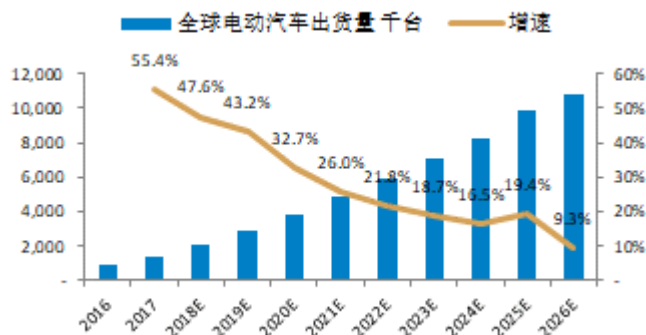
（三）汽车电子：抢占大客户先机，长期可期

电动汽车的发展势头已经有目共睹，未来 5 年有望成为继手机、PC 等智能终端后又一个具有广阔市场空间的智能设备。公司在 2014 年收购新加坡适新集团后不仅获得了硬盘金属件的核心供应商，更为重要的是打开了公司进入汽车电子市场的渠道。随着公司的技术能力和生产水平的提升后，逐步进入到了新能源汽车这个快速发展的新市场中。战略选择方面，公司仍然是采用在消费电子市场的方式，对优质大客户采取优先进入供应链的战略，获得了良好的口碑和技术储备能力，目前是国际知名客户的电池包结构件核心供应商。随着新能源汽车国际一线大客户的产品拓展，公司也迎来了在新能源汽车领域的重要发展机遇。

1、新能源汽车已经成为大势所趋，电池成长显著

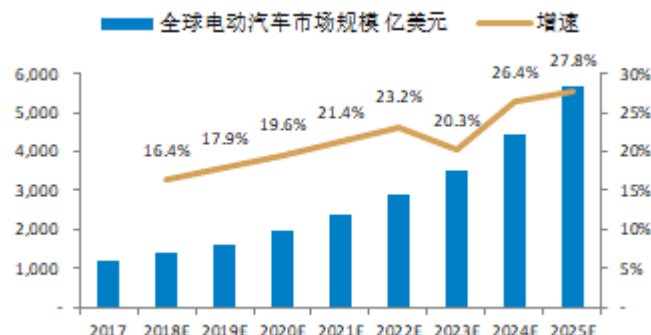
我们国家新能源汽车起步于 2009 年，迎来出货量显著成长并形成汽车行业重要影响力则主要起始于 2015 年，尽管新能源汽车的发展历程不长，但是增长速度无论是产品出货量还是市场规模方面均保持着高速的成长性。

图 26：新能源汽车出货量（2016 ~ 2026E）



资料来源：BIS Research，华金证券研究所

图 27：新能源汽车市场规模（2017 ~ 2025E）



资料来源：Allied Market Research，华金证券研究所

在出货量和规模高速增长同时，更为值得关注的是，新能源汽车已经成为各个国家和主要车企一致认可的未来产品，部分国家和车企已经制定了退出燃油车的时间表。

表 4：全球各大车企及国家退出传统燃油车时间表

| 退出燃油车时间 | |
|---------|---------------------|
| 车企 | |
| 北汽新能源 | 2019 年 |
| 长安汽车 | 2025 年 |
| 梅赛德斯奔驰 | 2022 年 |
| 大众集团 | 2015 年要推出 30 款新能源汽车 |
| 政府 | |
| 挪威 | 2025 年 |
| 荷兰 | 2025 年 |
| 印度 | 2030 年 |
| 德国 | 2030 年 |
| 中国 | 拟定中（预计 2025~2030） |

资料来源：网络信息整理，华金证券研究所

从上述时间表上看，大致的到了 2025~2030 年，新能源汽车将取代传统的燃油汽车成为行业的标准化产品。毫无疑问，与新能源汽车一同进入快速发展阶段的是其与传统车不同的零部件产品，其中最为核心的产品是新能源汽车用的动力电池。

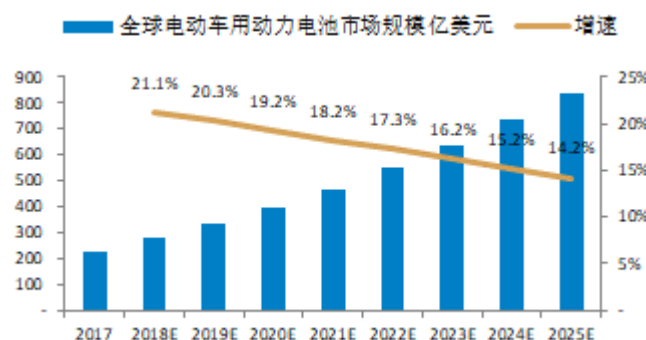
图 28：全球锂电池出货量（2012 ~ 2022E）



数据来源：EVTank, 伊维智库, 2018.03

资料来源：EVTank, 华金证券研究所

图 29：新能源汽车动力电池市场规模及增速（2017 ~ 2025E）



资料来源：Allied Market Research, 华金证券研究所

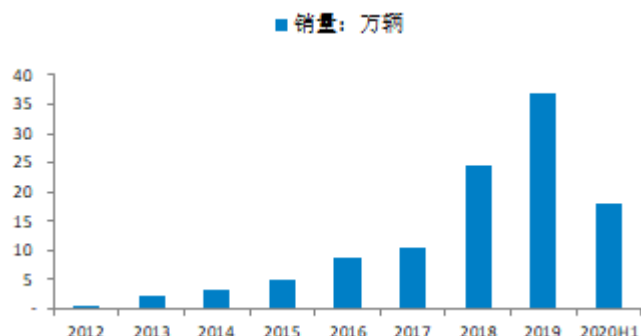
作为核心部件，新能源汽车用的动力电池产品的出货量和金额均呈现快速的成长性，一方面汽车的整体出货量上升带来汽车用电池的需求量增加，另外一方面为了实现更高的续航时间，单车携带的总电量也在快速增加。单车带电量的增加来源于两个方面，一个是通过对于电池材料的持续探索以期提升单位能量密度，另一个则是增加单车携带的电芯数量来提升，后者对于电池部件中的结构件提出了更多的需求。

2、特斯拉出货量大幅度增加，消费市场培育逐步完成

政府层面推动以及车企设定退出传统燃油车时间表均显示了产业供给方面的预期，而更为重要的趋势则需要从消费市场来验证。我们认为，如果说国内市场由于牌照、财政补贴等各项因素驱动下对于消费市场的繁荣仍然存在一定扭曲并有所顾虑的话，那么作为全球最知名的纯电动汽

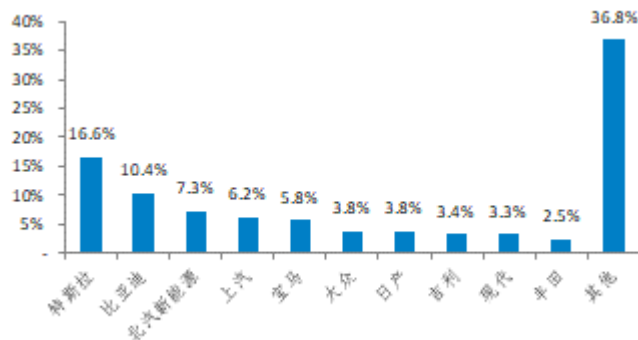
车厂商特斯拉的产销规模持续放大,则可以认为是新能源汽车消费市场度过培育期进入成长期更为可靠的标志。2019 年全球新能源车销量约为 220 万辆,特斯拉占比第一达到 16.6%。

图 30: Tesla 销量规模 (2012 ~ 2020H1)



资料来源: 特斯拉官网, 华金证券研究所

图 31: 2019 年全球新能源汽车市占率分布



资料来源: EV Sales, 华金证券研究所

特斯拉作为纯电动豪华车的代表,其每一代产品的发布均收到了市场的高度关注。随着业务需求的订单在持续增加,特斯拉也在扩大自身的生产能力,2019 年 1 月特斯拉中国工厂在上海临港开工,以极快的速度在 2020 年 1 月实现国产 Model 3 正式对外交付,目前上海工厂二期正在建设中,预计国产 Model Y 将在 2021 年 Q1 交付。中汽协预计特斯拉全年在中国市场的销售量将达到 10 万辆。2019 年 11 月,特斯拉宣布计划在柏林建造 4 号超级工厂,目前正在加速建设中。

特斯拉作为全球新能源汽车的标杆企业,从其产品出货量增加到逐步开始盈利,再到继续扩大生产能力以满足下游客户的需求,我们认为,现阶段新能源汽车已经逐步在消费端市场获得了消费者的有效认可度。

从之前的分析我们可以看到,新能源汽车是未来汽车行业的发展方向,而作为行业标杆企业 Tesla 的销量、全球市场份额等数据看,均显示了行业而进入到有效的成长期。新能源汽车的核心部件中,动力电池的相关产业链增长有望高于整车市场的速度,也是行业关注的重点。从公司层面看,通过收购新加坡适新集团进入到了新能源汽车的供应链,并且通过自身的研发和拓展进入到特斯拉的供应链体系,成为特斯拉电池包结构件核心供应商,目前供应包括电池模组、冷却系统结构件、高压连接线、充电端口、座椅安全传感器等多项产品,以公司服务大客户战略的实施推进能力看,我们预计公司将会充分受益相关行业及公司的成长,获得有效的业绩拓展。

三、盈利预测及估值分析

从之前我们对于公司业务分析看，对公司未来业绩成长的核心影响来源于：1）模切件市场大客户的单机价值量增加和国内新大客户的持续开拓；2）新能源汽车核心客户的终端出货量增加；3）威博精密的新品中低端市场的开拓。更为长期的成长则期待公司在无线充电市场和新能源汽车市场的开拓。

公司的产品线较为丰富，客户结构相对较为简单，公司成熟业务的客户基本以大客户为核心，在新近客户拓展方面也以单个大客户的渠道开拓为主，因此在测算营收方面我们以大客户出货量、公司份额和单价来做预测。威博精密则以产能、良率和单价来做预测。盈利能力方面，作为制造业企业通常以成本加成测算，结合市场的影响力测算。费用率方面预计保持稳定的持续投入，而资本开支则呈现周期性变动。

估值分析及投资建议方面，我们认为，鉴于公司重回盈利状态，并且具备行业可比性，因此我们采用市盈率估值方法为主，结合市净率估值方法比较，得出我们的投资建议。

（一）盈利预测

营业收入的主要假设：

消费电子（不包含威博精密部分）：国际一线大客户的单机价值量预计会有提升，份额保持稳定。

威博精密部分：1）传统金属小件业务保持基本平稳，收入规模与行业波动基本保持一致；2）新增复合板材 3D 热压后盖业务按照公司预计的产能测算，产能利用率和良率稳定小幅提升，价格方面保持平稳。

汽车电子：1）新能源跟随全球一线核心客户的出货量增加销售量规模，单价保持平稳；2）其他汽车相关业务维持平稳。

其他产品业务方面，传统硬盘方面的收入呈现小幅度下降的趋势，而暂时没有明确分类的业务增速保持平稳。

表 5：安洁科技营业收入增长预测

| 收入（按产品分布） 单位：百万元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 合计 | 3,554.3 | 3,136.1 | 3,730.8 | 4,798.1 | 5,913.6 |
| YtoY | 30.9% | (11.8%) | 19.0% | 28.6% | 23.2% |
| 消费类电脑及通讯功能件 | 1,438.2 | 1,196.5 | 1,671.9 | 2,395.6 | 3,203.5 |
| 信息存储及汽车电子 | 997.7 | 910.9 | 1,194.7 | 1,352.4 | 1,614.8 |
| 消费类电脑及通讯结构件 | 1,028.0 | 947.8 | 773.1 | 954.5 | 994.9 |
| 其他 | 90.3 | 81.0 | 91.1 | 95.7 | 100.5 |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

产品毛利率方面，主要的假设和变化包括：1) 变化主要来源于产品结构，成熟产品的毛利率保持平稳；2) 新客户方面，国内一线消费终端厂商的模切件毛利率显著低于国际厂商；3) 威博精密的 3D 热压注塑件毛利率低于传统产品，汽车电子毛利率也低于传统汽车电子业务。

表 6：安洁科技毛利率预测

| 毛利率（按产品分布） | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 综合毛利率 | 31.3% | 28.1% | 28.8% | 29.2% | 29.5% |
| 消费类电脑及通讯功能件 | 32.9% | 35.3% | 32.7% | 32.6% | 32.6% |
| 信息存储及汽车电子 | 33.4% | 24.1% | 25.5% | 26.7% | 26.6% |
| 消费类电脑及通讯结构件 | 22.7% | 17.9% | 18.9% | 18.7% | 18.7% |
| 其他 | 79.6% | 83.8% | 85.0% | 85.0% | 85.0% |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

其他假设方面，研发投入根据研发人员数量增长以及单个研发人员的费用小幅增长，政府补贴的相关收入保持与收入的合理占比，资本开支规模逐步小幅降低，整体税率保持稳定，坏账存货跌价准备则按比例计算。

基于上述假设，我们得到安洁科技的整体盈利预测如下：

表 7：安洁科技整体盈利预测

| 单位：百万元 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 收入 | 3,554.3 | 3,136.1 | 3,730.8 | 4,798.1 | 5,913.6 |
| YtoY | 30.9% | (11.8%) | 19.0% | 28.6% | 23.2% |
| 毛利 | 1,111.6 | 880.1 | 1,074.8 | 1,400.4 | 1,744.6 |
| 毛利率 | 31.3% | 28.1% | 28.8% | 29.2% | 29.5% |
| 净利润 | 547.5 | (650.0) | 677.0 | 547.3 | 670.6 |
| 净利润率 | 15.4% | (20.7%) | 18.1% | 11.4% | 11.3% |
| EPS | 0.86 | -1.02 | 1.07 | 0.86 | 1.06 |

资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们公司预测 2020 年至 2022 年每股收益分别为 1.07、0.86 和 1.06 元。净资产收益率分别为 10.8%、8.0% 和 8.9%。

值得说明的是，由于 2020 年回购注销业绩补偿股份引起的公允价值变动损益进入营业外收入导致营业外收入高于往年，因此影响了全年净利润和 EPS 值相对偏高，若剔除这部分影响，我们预测 2020 年净利润为 3.8 亿元，EPS 为 0.60 元。2020 年收到的业绩补偿为最后一期，2021 年后公司业绩将恢复正常增长。

（二）估值分析

估值分析及投资建议方面，我们认为，公司作为消费电子产业模切件和金属件的核心供应商之一，持续处于盈利状态，具备行业可比性，因此我们采用市盈率和市净率的估值方法进行行业比较。公司是消费电子以大客户为主要策略，并且在新能源汽车行业中的扩张也是有值得期待的

预期，因此我们在选择可比标的时以相类似的客户结构的消费电子产业链，并且在新能源汽车领域有了布局的供应商。

表 8：可比公司估值参考

| 代码 | 公司 | PE 2020E | PE 2021E | PE 2022E | PB |
|-----------|------|-------------|-------------|-------------|------|
| 002475.SZ | 立讯精密 | 56.9 | 42.0 | 32.7 | 16.9 |
| 601231.SH | 环旭电子 | 31.8 | 25.2 | 20.8 | 4.7 |
| 002456.SZ | 欧菲科技 | 29.9 | 22.0 | 17.7 | 4.5 |
| 002273.SZ | 水晶光电 | 32.8 | 25.5 | 20.9 | 3.6 |
| 002384.SZ | 东山精密 | 30.1 | 23.0 | 18.6 | 4.0 |
| 300115.SZ | 长盈精密 | 37.8 | 25.7 | 19.3 | 5.0 |
| 300136.SZ | 信维通信 | 42.8 | 31.2 | 25.0 | 11.9 |
| 平均 | | 37.4 | 27.8 | 22.1 | 7.2 |

资料来源：Wind，华金证券研究所（数据截止 2020 年 9 月 4 日，采用 Wind 一致盈利预期）

以 2020 年 9 月 4 日收盘价以及我们对于公司的盈利预测计算，公司 2020 ~ 2022 年的动态市盈率分别为 22.4、27.7 和 22.6 倍，市净率为 2.4 倍。由于 2020 年存在非经常性的营业外收入导致净利润增长较多，因此 2020 年公司市盈率偏低，进入 2021 年后恢复正常业绩表现，根据行业平均市盈率和平均市净率水平，结合对公司未来业务成长性的预期，我们维持买入-B 评级。

四、风险提示

终端智能手机国际和国内核心客户的出货量不及预期；

行业市场价格竞争压力较大影响盈利能力；

新产品、新产能推进不及预期；

疫情反复影响终端需求恢复；

宏观经济以及国际争端对行业整体的影响。

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表(百万元) | | | | | | 利润表(百万元) | | | | | |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------------|-------|--------|--------|--------|-------|
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 3519 | 3859 | 5219 | 5786 | 7006 | 营业收入 | 3554 | 3136 | 3731 | 4798 | 5914 |
| 现金 | 874 | 576 | 2132 | 2149 | 2349 | 营业成本 | 2443 | 2256 | 2656 | 3398 | 4169 |
| 应收票据及应收账款 | 1356 | 970 | 1651 | 1819 | 2449 | 营业税金及附加 | 26 | 28 | 27 | 37 | 47 |
| 预付账款 | 9 | 10 | 19 | 16 | 26 | 营业费用 | 62 | 83 | 73 | 102 | 133 |
| 存货 | 570 | 412 | 614 | 736 | 938 | 管理费用 | 209 | 237 | 254 | 324 | 416 |
| 其他流动资产 | 710 | 1890 | 803 | 1065 | 1243 | 研发费用 | 202 | 215 | 237 | 284 | 330 |
| 非流动资产 | 5276 | 3071 | 3081 | 3003 | 2935 | 财务费用 | -74 | -30 | -7 | -33 | -25 |
| 长期投资 | 272 | 285 | 285 | 285 | 285 | 资产减值损失 | 2335 | 53 | 64 | 78 | 74 |
| 固定资产 | 1843 | 1705 | 1755 | 1745 | 1702 | 公允价值变动收益 | 514 | 757 | -880 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 308 | 270 | 268 | 266 | 264 | 投资净收益 | 19 | 13 | 16 | 16 | 15 |
| 其他非流动资产 | 2854 | 812 | 773 | 707 | 685 | 营业利润 | 385 | -1196 | -414 | 656 | 805 |
| 资产总计 | 8796 | 6930 | 8300 | 8789 | 9941 | 营业外收入 | 258 | 587 | 1225 | 5 | 5 |
| 流动负债 | 1727 | 1128 | 1899 | 1832 | 2312 | 营业外支出 | 6 | 33 | 14 | 18 | 22 |
| 短期借款 | 74 | 54 | 0 | 0 | 0 | 利润总额 | 637 | -642 | 796 | 643 | 788 |
| 应付票据及应付账款 | 927 | 675 | 1222 | 1233 | 1750 | 所得税 | 92 | 8 | 119 | 96 | 118 |
| 其他流动负债 | 725 | 400 | 677 | 599 | 562 | 税后利润 | 545 | -651 | 676 | 547 | 670 |
| 非流动负债 | 118 | 117 | 111 | 116 | 115 | 少数股东损益 | -3 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 长期借款 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 | 归属母公司净利润 | 547 | -650 | 677 | 547 | 671 |
| 其他非流动负债 | 118 | 117 | 110 | 115 | 114 | EBITDA | 410 | -926 | -113 | 751 | 887 |
| 负债合计 | 1845 | 1245 | 2010 | 1948 | 2427 | 主要财务比率 | | | | | |
| 少数股东权益 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 股本 | 738 | 689 | 634 | 634 | 634 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 4541 | 3968 | 3968 | 3968 | 3968 | 营业收入(%) | 30.9 | -11.8 | 19.0 | 28.6 | 23.2 |
| 留存收益 | 1742 | 1024 | 1700 | 2247 | 2917 | 营业利润(%) | -21.2 | -410.8 | -65.3 | -258.3 | 22.7 |
| 归属母公司股东权益 | 6950 | 5684 | 6289 | 6839 | 7513 | 归属于母公司净利润(%) | 39.9 | -218.7 | -204.1 | -19.2 | 22.5 |
| 负债和股东权益 | 8796 | 6930 | 8300 | 8789 | 9941 | 获利能力 | | | | | |
| 现金流量表(百万元) | | | | | | 毛利率(%) | 31.3 | 28.1 | 28.8 | 29.2 | 29.5 |
| 会计年度 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 净利率(%) | 15.4 | -20.7 | 18.1 | 11.4 | 11.3 |
| 经营活动现金流 | 521 | 998 | 1051 | 374 | 482 | ROE(%) | 7.9 | -11.4 | 10.8 | 8.0 | 8.9 |
| 净利润 | 545 | -651 | 676 | 547 | 670 | ROIC(%) | 4.1 | -37.1 | -11.6 | 15.5 | 17.6 |
| 折旧摊销 | 249 | 306 | 291 | 251 | 243 | 偿债能力 | | | | | |
| 财务费用 | -28 | 5 | -7 | -33 | -25 | 资产负债率(%) | 21.0 | 18.0 | 24.2 | 22.2 | 24.4 |
| 投资损失 | -19 | -13 | -16 | -16 | -15 | 流动比率 | 2.0 | 3.4 | 2.7 | 3.2 | 3.0 |
| 营运资金变动 | -579 | 353 | -899 | -426 | -461 | 速动比率 | 1.7 | 3.1 | 2.4 | 2.8 | 2.6 |
| 其他经营现金流 | 353 | 998 | 1006 | 51 | 71 | 营运能力 | | | | | |
| 投资活动现金流 | 621 | -623 | 625 | -394 | -310 | 总资产周转率 | 0.4 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| 筹资活动现金流 | -161 | -121 | -119 | 37 | 28 | 应收账款周转率 | 3.2 | 3.0 | 2.9 | 3.0 | 3.0 |
| 每股指标 (元) | | | | | | 应付账款周转率 | 3.0 | 2.9 | 3.1 | 3.0 | 3.0 |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.86 | -1.02 | 1.07 | 0.86 | 1.06 | 估值比率 | | | | | |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.82 | 1.57 | 1.66 | 0.59 | 0.76 | P/E | 27.7 | -23.3 | 22.4 | 27.7 | 22.6 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 10.96 | 8.96 | 9.92 | 10.78 | 11.85 | P/B | 2.2 | 2.7 | 2.4 | 2.2 | 2.0 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 16.6 | -9.8 | -106.4 | 15.7 | 12.9 |

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

曾捷声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn