

# 收购OPPO核心供应商，打造机电零部件平台企业

## ——江粉磁材（002600）调研简报

2016年11月22日

强烈推荐/首次

江粉磁材

调研简报

### 报告摘要：

**收购优质资产，转型初显成效。**公司自成立以来一直专注于铁氧体磁性材料的生产、研发、制造和销售。2011年7月登陆中小板成功上市。上市之后由于磁材行业下游需求持续疲软以及人力成本的上升，公司盈利能力受到严重影响。2015年、2016年公司分别收购了手机零部件企业帝晶光电和东方亮彩，走上转型之路，公司盈利改善。

**帝晶光电切入新客户，全贴合产能大增。**国内一线触控显示生产企业，拥有华为、中兴通讯、联想等优质客户。公司拥有充沛产能，液晶模组产能6KK每月，触摸屏3KK每月，全贴合产品5KK每月，全贴合产品导入新客户京东方和中兴通讯，10月起增加全贴合产品产能1.5KK/月，2017年再增加1.5KK/月。

**东方亮彩是OPPO核心供应商，金属机壳业务带来新增量。**2015年前全部为精密塑胶结构件，2015年三季度开始生产金属精密结构件。公司的主要客户是OPPO、金立和小米等，公司提供的塑料结构件产品占OPPO需求的60%以上，明年OPPO销量继续高速增长，带动塑料结构件业务营收及利润增长。金属结构件方面，今年年底将扩充到1500台，我们预计公司金属精密结构件业务2017年营收将翻倍，达到10个亿左右。

**公司盈利预测及投资评级。**公司目前转型顺利，后续有望打造成机电零部件平台企业。

我们预计公司2016年-2018年营业收入分别为120.81亿元、151.78亿元和153.51亿元，归属于上市公司股东净利润分别为3.06亿元、5.42亿元和6.29亿元；每股收益分别为0.26元、0.46元和0.53元，对应PE分别为42.56、24和20.71。公司将打造机电零部件，我们预计后续仍有并购预期，给予公司2017年30倍PE，对应目标价13.24元，维持公司“强烈推荐”评级。

### 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,060.29	4,869.28	12,081.0	16,798.7	18,185.0
增长率(%)	46.62%	136.34%	148.11%	39.05%	8.25%
净利润(百万元)	-3.50	59.96	326.04	563.79	652.94
增长率(%)	-128.72	-1812.03	443.75%	72.92%	15.81%
净资产收益率(%)	0.28%	1.70%	7.46%	12.11%	12.78%
每股收益(元)	0.01	0.06	0.26	0.46	0.53
PE	1,106.00	184.33	42.56	24.00	20.71
PB	2.82	3.59	3.18	2.91	2.65

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S148051012001

### 联系人：余江

010-66554014

yujiang@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480116030030

### 联系人：贺茂飞

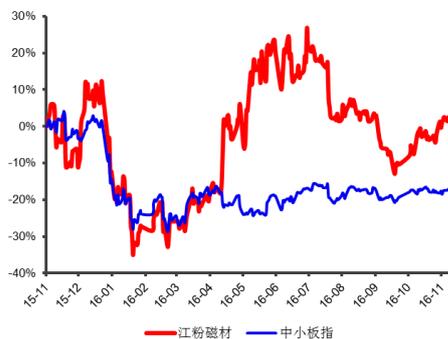
010-66554067

hemf@dxzq.net.cn

### 交易数据

52周股价区间(元)	6.77-13.71
总市值(亿元)	127.14
流通市值(亿元)	55.38
总股本/流通A股(万股)	117721/51275
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	7.31

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

## 目 录

1. 收购优质资产，转型初显成效 .....	3
1.1 整体环境恶化，原有磁材业务下滑 .....	3
1.2 并入电子元器件优质企业，转型效果显著 .....	3
1.3 机电零部件制造平台雏形已现，外延发展可期 .....	4
2. 帝晶光电：切入新客户，全贴合产能大增 .....	4
3. 东方亮彩：OPPO核心供应商，金属机壳业务带来新增量 .....	6
3.1 公司塑料结构件占OPPO需求超60% .....	6
3.2 紧随趋势，加码金属机壳 .....	7
3.3 东方亮彩将成为公司利润增长主力 .....	7
4. 盈利预测及估值 .....	8
5. 投资评级 .....	9
6. 风险提示 .....	9

## 表格目录

表 1: 东方亮彩盈利预测 .....	8
表 2: 公司收入预测表 .....	8
表 3: 公司盈利预测表 .....	10

## 插图目录

图 1: 2010-2015 公司净利润 .....	3
图 2: 公司目前业务结构 .....	4
图 3: 2016 年 8 月液晶模组、触摸屏以及全贴合产品出货量情况 .....	5
图 4: 公司目前业务结构 .....	5
图 5: 公司塑料结构件产品 .....	6
图 6: 公司塑料结构件产品 .....	7

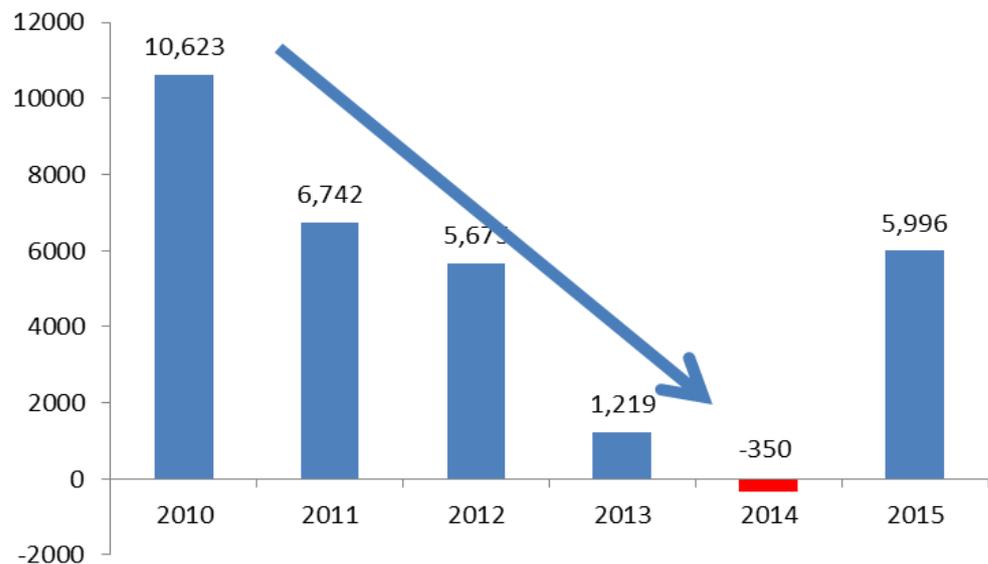
## 1. 收购优质资产，转型初显成效

### 1.1 整体环境恶化，原有磁材业务下滑

公司自成立以来一直专注于铁氧体磁性材料的生产、研发、制造和销售，产品主要为永磁铁氧体元件和软磁铁氧体元件，其为下游电机、电子变压器产品的核心部件，广泛应用于汽车、计算机及办公设备、家用电器、电动工具、电动玩具、LED 等行业，是国内最大的电机用永磁铁氧体生产商，于 2011 年 7 月登陆中小板成功上市。

上市之后由于磁材行业下游需求持续疲软以及人力成本的上升，公司盈利能力受到严重影响，在 2015 年完成对帝晶光电的收购之后，盈利得到大幅提升。

**图 1：2010-2015 公司净利润**



资料来源：WIND，东兴证券研究所

### 1.2 并入电子元器件优质企业，转型效果显著

公司的分别于 2015 年和 2016 年完成对帝晶光电和东方亮彩的收购。帝晶光电的主要业务为液晶显示模组、触摸屏以及全贴合产品，是国内一流的触控显示业务厂商。东方亮彩的主要产品为消费电子产品精密结构件，其中，2015 年前全部为精密塑胶结构件，2015 年后开始生产精密金属结构件，产品主要应用于智能手机，主要客户包括小米、OPPO、金立等。

帝晶光电和东方亮彩将为公司贡献不菲利润。帝晶光电相关股东承诺 2015 年度、2016 年度、2017 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润数分别为人民币 10,000 万元、13,000 万元和 17,000 万元。东方亮彩相关股东承诺 2015 年度、2016 年度、2017 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利

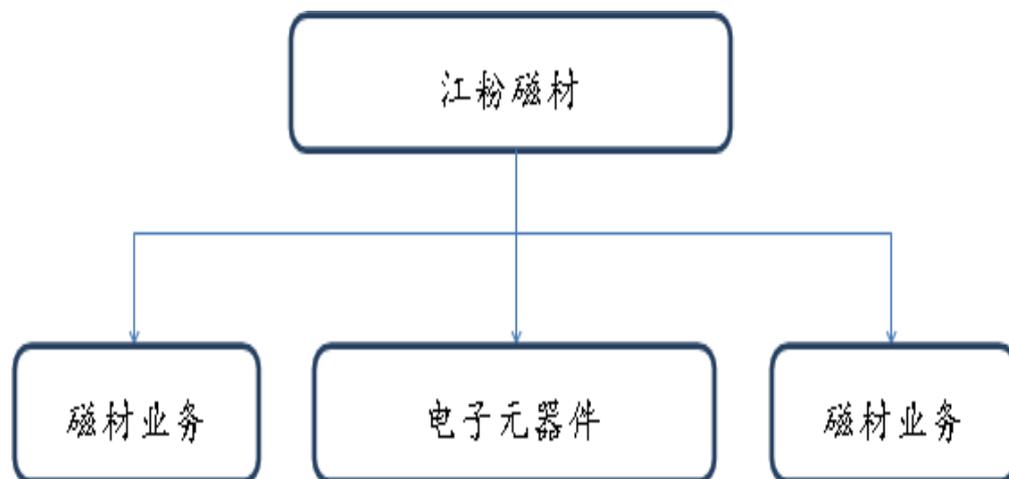
润数分别为人民币 11,500 万元、14,250 万元和 18,000 万元。

### 1.3 机电零部件制造平台雏形已现，外延发展可期

收购帝晶光电和东方亮彩后，公司盈利能力大幅提升。公司分别于 2015 年 9 月和 2016 年 5 月完成对帝晶光电和东方亮彩的并表，并表后公司 2015 年实现净利润 5996 万元，扭亏为盈，2016 年前三季度实现净利润 18,277 万元，同比暴增。

公司已形成磁材、物流贸易和电子零部件多业务格局，机电零部件制造平台雏形初现。

图 2：公司目前业务结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

打造机电制造产业的零部件供应平台是公司长期发展战略，公司目前手握 24 亿现金，我们预计公司后续仍会考虑通过并购重组方式并入优质资产。

## 2. 帝晶光电：切入新客户，全贴合产能大增

公司是国内一线触控显示生产企业，拥有华为、中兴通讯、联想等优质客户。公司拥有充沛产能，液晶模组产能 6KK 每月，触摸屏 3KK 每月，全贴合产品 5KK 每月，全贴合产品导入新客户京东方和中兴通讯，10 月起增加全贴合产品产能 1.5KK/月，2017 年再增加 1.5KK/月。未来在江门建设的产业园正式投产后，预计再增加 7KK/月产能。

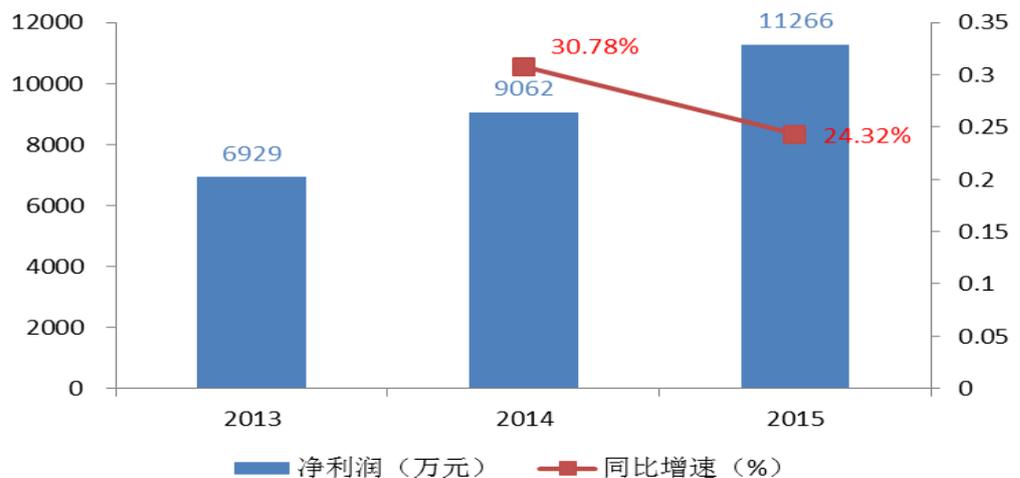
图 3:2016 年 8 月液晶模组、触摸屏以及全贴合产品出货量情况



资料来源：手机报，东兴证券研究所

帝晶光电净利润持续高速增长。帝晶光电 2013-2015 年实现净利润 6929 万元、9062 万元和 11,266 万元，2014 年和 2015 年分别增长 30.78%和 24.32%。

图 4：公司目前业务结构



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

### 3. 东方亮彩：OPPO 核心供应商，金属机壳业务带来新增量

#### 3.1 公司塑料结构件占 OPPO 需求超 60%

东方亮彩的主要产品为消费电子产品精密结构件，其中，2015 年前全部为精密塑胶结构件，2015 年三季度开始生产金属精密结构件。公司产品主要应用于智能手机等消费类电子产品，包括机壳、前盖、后盖等精密结构件。公司的主要客户是 OPPO、金立和小米等，公司提供的产品占 OPPO 需求的 60% 以上。

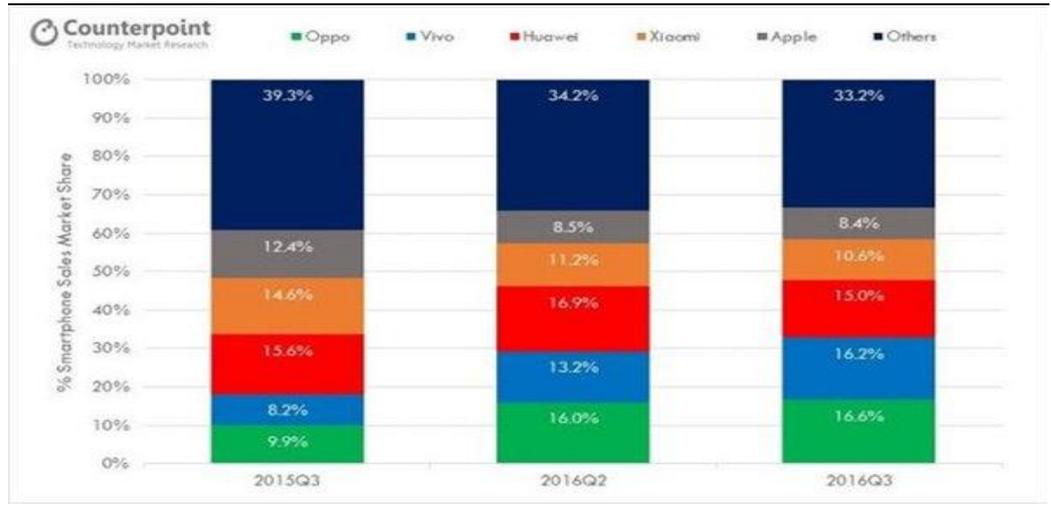
图 5：公司塑料结构件产品



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

OPPO 销量增长成为公司业绩增长的主要推动力量。OPPO 手机在 2013-2015 年的销量分别为 1300 万部、3000 万部和 5000 万部，2015 年上半年销量为 1600 万部，而 2016 年上半年的销量超过 2900 万部，同比增长 81%。今年三季度 OPPO 超过华为，在国内市占率排名第一。

图 6：公司塑料结构件产品



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

### 3.2 紧随趋势，加码金属机壳

2014 年以来，随着智能终端产品金属化渗透率不断的提高、可穿戴式设备和移动备用电源等产品开始采用金属外观设计，移动终端产品更具有时尚感，更加符合消费者的审美需求。2014 年金属结构件的市场空间将达到 78.33 亿美元，预计 2017 年将达到 233.34 亿美元。

子公司欧比迪主要从事金属精密结构件的生产。2015 年开始，公司逐步拓展金属精密结构件业务，已经积极参与到下游客户（小米、OPPO 等）新产品的共同研发与打样，部分产品已实现量产。当前公司每月金属精密结构件营收为 4000 万左右，金属精密结构件良率接近 60%，已经从富士康挖来一部分技术人员，后续良率将提升。CNC 方面，今年年底将扩充到 1500 台，我们预计公司金属精密结构件业务 2017 年营收将翻倍，达到 10 个亿左右。

### 3.3 东方亮彩将成为公司利润增长主力

东方亮彩受益于 OPPO、金立、小米等智能手机增长，营收和净利润实现了爆发式增长。2013 年、2014 年和 2015 年 1-9 月营业收入分别为 60,639.86 万元、158,308.44 万元和 121,745.96 万元，净利润分别为 1,834.69 万元、9,879.79 万元和 11,265.61 万元。

明年 OPPO 销量继续高增长，带动塑料结构件业务营收增长，同时金属精密结构件爆发，东方亮彩高增长可期，将成为公司利润增长主力军。

表 1: 东方亮彩盈利预测

		2015	2016	2017	2018
塑料件	销售收入 (亿元)	19.61	31.16	40	50.4
	YOY (%)	23.87%	58.91%	28.37%	26%
	毛利率	17%	17%	17%	16.8%
	毛利 (亿元)	3.33	5.30	6.80	8.47
	净利率	8.16%	6.87%	6.28%	6%
	<b>净利润 (亿元)</b>	<b>1.6</b>	<b>2.14</b>	<b>2.51</b>	<b>3.02</b>
金属机壳	销售收入 (亿元)		4.8	10.4	13.5
	毛利率		20.00%	20.00%	19.5%
	毛利 (亿元)		0.96	2.08	2.63
	净利率		0	10%	9.6%
		<b>净利润 (亿元)</b>		<b>0</b>	<b>1.04</b>
合计	销售收入 (亿元)	19.61	35.96	50.4	63.9
	毛利率	17%	17.40%	17.62%	17.37%
	毛利 (亿元)	3.33	6.26	8.88	11.1
	净利率	8.16%	5.95%	7.04%	6.76%
		<b>净利润 (亿元)</b>	<b>1.6</b>	<b>2.14</b>	<b>3.55</b>

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 4. 盈利预测及估值

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 120.81 亿元、151.78 亿元和 153.51 亿元，增速分别为 148.1%、39.1%和 8.3%。其中 2016 年营收爆发增长的主要原因是东方亮彩 5 月份开始并表、帝晶光电放量以及物流贸易营收增长。

表 2：公司收入预测表

	2015A	2016E	2017E	2018E
帝晶光电 (百万元)	1171.05	5061	6898	6390
东方亮彩 (百万元)	-	2397	5040	6800
磁材 (百万元)	1292.88	1123	1011	945
物流贸易	2405.35	3500	3850	4050
<b>合计</b>	<b>4869.28</b>	<b>12081</b>	<b>15178</b>	<b>16361</b>
<b>增速</b>	<b>136.3%</b>	<b>148.1%</b>	<b>39.1%</b>	<b>8.3%</b>

注：帝晶光电 2015 年 9 月开始并表，东方亮彩 2016 年 5 月开始并表。

## 5. 投资评级

公司收购帝晶光电和东方亮彩之后, 主要营收及利润均来自电子零部件, 营收及利润巨幅增长。

我们预计公司 2016 年-2018 年营业收入分别为 120.81 亿元、151.78 亿元和 153.51 亿元, 归属于上市公司股东净利润分别为 3.06 亿元、5.42 亿元和 6.29 亿元; 每股收益分别为 0.26 元、0.46 元和 0.53 元, 对应 PE 分别为 42.56、24 和 20.71。公司将打造机电零部件, 我们预计后续仍有并购预期, 给予公司 2017 年 30 倍 PE, 对应目标价 13.24 元, 维持公司“强烈推荐”评级。

## 6. 风险提示

金属结构件业务不达预期;

塑料结构件被快速替代;

并购预期落空;

表 3：公司盈利预测表

资产负债表	单位：百万元					利润表	单位：百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>流动资产合计</b>	1612	3729	9751	14160	16315	<b>营业收入</b>	2060	4869	12081	16799	18185
货币资金	300	1102	3020	4200	4546	<b>营业成本</b>	1822	4450	11014	15178	16351
应收账款	517	1123	2813	3912	4235	营业税金及附加	12	14	29	40	44
其他应收款	72	83	206	287	310	营业费用	58	74	109	151	172
预付款项	276	392	1197	2307	3502	管理费用	152	212	426	593	642
存货	383	695	2043	2815	3033	财务费用	42	19	65	81	103
其他流动资产	18	41	41	41	41	资产减值损失	8.87	32.76	28.00	28.00	28.00
<b>非流动资产合计</b>	1140	2408	3423	3472	3480	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	142	141	141	141	141	投资净收益	21.04	13.42	13.00	13.00	13.00
固定资产	812.65	988.23	1771.68	1823.96	1626.24	<b>营业利润</b>	-14	81	423	741	858
无形资产	88	99	212	214	216	营业外收入	23.01	9.83	34.50	40.23	46.43
其他非流动资产	7	16	0	0	0	营业外支出	7.99	9.45	16.80	18.65	21.54
<b>资产总计</b>	2752	6137	13174	17632	19794	<b>利润总额</b>	1	81	441	762	883
<b>流动负债合计</b>	1328	3245	8777	12714	14262	所得税	5	21	115	198	230
短期借款	753	1088	2986	4684	5468	<b>净利润</b>	-4	60	326	564	653
应付账款	395	1238	3591	4948	5331	少数股东损益	-7	14	20	21	24
预收款项	48	49	170	338	520	归属母公司净利润	4	46	306	542	629
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	205	300	673	1040	1180
<b>非流动负债合计</b>	21	20	116	236	386	<b>BPS (元)</b>	0.01	0.06	0.26	0.46	0.53
长期借款	0	0	106	226	376	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
<b>负债合计</b>	1349	3265	8893	12950	14648	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	154	162	182	203	228	营业收入增长	46.62%	136.34%	148.11%	39.05%	8.25%
实收资本（或股	318	880	1177	1177	1177	营业利润增长	-300.80%	-681.94%	422.62%	75.05%	15.83%
资本公积	770	1657	2534	2534	2534	归属于母公司净利	564.33%	77.33%	564.33%	77.33%	15.88%
未分配利润	132	145	329	655	1032	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	1248	2709	4100	4479	4919	毛利率(%)	11.55%	8.61%	8.83%	9.65%	10.08%
<b>负债和所有者权</b>	2752	6137	13174	17632	19794	净利率(%)	-0.17%	1.23%	2.70%	3.36%	3.59%
<b>现金流量表</b>						<b>偿债能力</b>					
单位：百万元						总资产净利润(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	0.13%	0.75%	2.32%	3.08%	3.18%	
<b>经营活动现金流</b>	-9	256	118	-84	-26	<b>营运能力</b>					
净利润	-4	60	326	564	653	总资产周转率	0.83	1.10	1.25	1.09	0.97
折旧摊销	177.05	200.24	0.00	197.72	197.72	应收账款周转率	5	6	6	5	4
财务费用	42	19	65	81	103	应付账款周转率	7.84	5.96	5.00	3.93	3.54
应收账款减少	0	0	-1690	-1099	-323	<b>每股指标(元)</b>					
预收帐款增加	0	0	121	168	182	每股收益(最新摊	0.01	0.06	0.26	0.46	0.53
<b>投资活动现金流</b>	-171	-477	-1219	-311	-269	每股净现金流(最	-0.17	0.20	1.63	1.00	0.29
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	3.93	3.08	3.48	3.80	4.18
长期股权投资减	0	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
投资收益	21	13	13	13	13	P/E	1106.00	184.33	42.56	24.00	20.71
<b>筹资活动现金流</b>	126	401	3019	1575	641	P/B	2.82	3.59	3.18	2.91	2.65
应付债券增加	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	19.31	32.41	19.45	13.20	12.13
长期借款增加	0	0	106	120	150						
普通股增加	0	562	297	0	0						
资本公积增加	-1	887	878	0	0						
<b>现金净增加额</b>	-54	180	1918	1179	347						

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 分析师：杨若木

基础化工行业小组组长，7 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

### 联系人：余江

北京大学硕士，2016 年 1 月于东兴证券从事电子行业研究。

### 联系人：贺茂飞

复旦大学微电子与固体电子学硕士，2016 年 7 月加入东兴证券从事电子行业研究

## 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，公司股价相对于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。