

公司研究/公告点评

2017年04月13日

家用电器/小家电 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 12.93
合理价格区间(元): 16.80-18.90

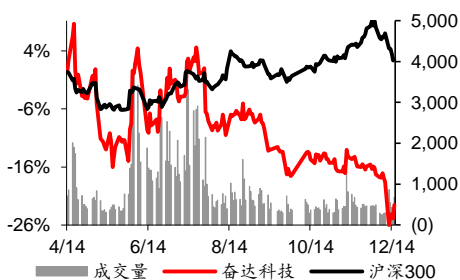
张立聪 执业证书编号: S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

王鹤岱 0755-82776413
联系人 wanghedai@htsc.com

相关研究

- 1 《奋达科技(002681,买入): 业绩加速高速增长, 剑指苹果产业链》2017.03
- 2 《奋达科技(002681): 国产手机份额提升, 业绩增长有望加速》2016.10
- 3 《奋达科技(002681): 业绩持续提升, 智能布局值得期待》2016.08

股价走势图



资料来源: Wind

并购苹果供应商, 利润增厚近五成

奋达科技(002681)

并购苹果结构件供应商富诚达

根据公司发布公告, 奋达科技将以发行股份及支付现金方式收购富诚达100%股权, 交易对价 28.95 亿元。富诚达为苹果供应商, 2017-2019 年业绩承诺合计 8.1 亿元, 本次收购将显著增厚公司业绩, 提升盈利能力。

CNC 设备近千台, 苹果收入占比 90%

自 2009 年成立以来, 富诚达规模快速扩张, 截至目前 CNC 车间有机床近千台, 可以完成 3 轴加工、4 轴加工等精密加工。由于产能相对有限以及下游智能终端市场份额相对集中, 公司客户集中度较高。苹果为富诚达最主要客户, 2016 年富诚达向苹果及其指定 EMS 厂商的销售为 6.7 亿元, 整体收入占比 90%。

新一代 iPhone 预期良好, 在手订单 11 亿元

2017 年推出的 iPhone8 产品无线充电、双曲面玻璃等技术突破较多, 叠加苹果 10 周年与 iPhone6 更新换代, 销量有望大幅拉升。同时, iPhone8 双面玻璃设计对金属中框的强度提出了更高要求, 生产与加工流程更加精细, 中框价值量有望大幅提升。同时, 富诚达精密结构件销售相对于苹果公司整体需求来说, 占比仅 2% 左右。重组完成后, 公司产能将迅速扩张, 产业链份额有望提升。截至一季度末, 富诚达在手订单约 11 亿元, 按照 2016 年利润率水平测算, 将贡献业绩 2.1 亿元。

协同效应显著

奋达原有金属外观件业务将与富诚达产生显著协同效应。欧朋达核心客户为 OPPO、VIVO、SONY 与华为, 富诚达核心客户为苹果, 未来存在较大的互相渗透空间。欧朋达生产旺季在 4-9 月, 而富诚达生产高峰为 6-11 月, 收购完成后双方产能都将大幅提升, 并形成生产能力的整体配置, 充分利用富余产能, 提升产能利用率。同时, 精密金属结构件属于资本密集型行业, 产能提升需要大量资金购买设备, 富诚达曾因产能不足拒绝优质订单。通过本次重组, 富诚达可借助奋达融资渠道破除产能瓶颈, 实现规模的进一步扩张。

公司业绩进入高速增长期, 维持“买入”评级

富诚达为苹果精密金属结构件供应商, 2016 年对苹果销售收入 6.7 亿元。奋达通过收购富诚达切入苹果产业链, 将产生显著协同效应, 收入规模与盈利能力有望同时提升, 推动公司整体业绩高速增长。同时, 智能可穿戴设备成长空间广阔, 未来有望放量。公司在重组并购进程中, 按当前主业进行盈利预测。预计奋达科技 2017-2019 年 EPS 分别为 0.42/0.57/0.77 元, 给予 2017 年 40-45 倍 PE, 目标价格区间为 16.80-18.90 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 金属外观件毛利率下降, 原材料与人工成本上涨。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,247
流通 A 股 (百万股)	601.03
52 周内股价区间 (元)	12.35-36.48
总市值 (百万元)	16,119
总资产 (百万元)	4,146
每股净资产 (元)	2.28

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,724	2,104	2,692	3,444	4,422
+/-%	59.61	21.98	27.98	27.92	28.41
净利润 (百万元)	293.36	385.26	525.54	711.09	959.59
+/-%	101.72	31.33	36.41	35.31	34.95
EPS (元, 最新摊薄)	0.24	0.31	0.42	0.57	0.77
PE (倍)	54.95	41.84	30.67	22.67	16.80

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

重组预案

3月30日，奋达科技发布重大资产重组交易预案。本次交易，公司以发行股份及支付现金相结合的方式向文忠泽、张敬明、董小林、富众达购买其合计持有的富诚达100%股权，其中支付股份对价占比为70%，现金对价占比为30%。同时，公司拟向不超过10名其他特定投资者发行股份募集配套资金不超过9.1亿元用于支付现金对价。

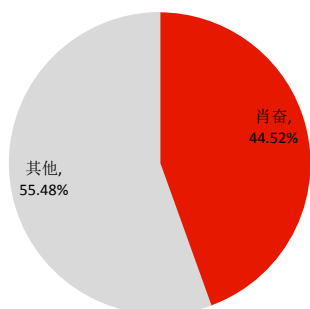
图表1：发行股份及支付现金购买资产具体支付情况

序号	交易对方	持股比例	交易对价 (万元)	上市公司支付方式	
				现金 (万元)	股份 (万股)
1	文忠泽	42.0%	121682.3	36504.7	6976.1
2	张敬明	27.5%	79722.9	23916.9	4570.5
3	董小林	27.1%	78324.2	23497.3	4490.3
4	富众达	3.4%	9770.6	2931.2	560.2
合计		100%	289500.0	86850.0	16597.1

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

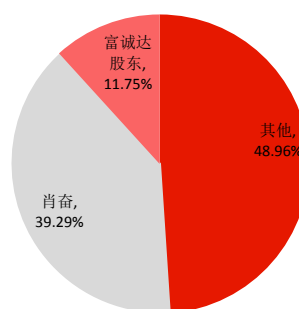
本次交易不会导致上市公司实际控制人变更。本次交易前，上市公司的总股本为12.47亿股，董事长肖奋持有44.5%股份，为公司实际控制人。交易完成后，若不考虑配套募集资金影响，肖奋将持有39.3%的股份，仍为奋达实际控制人。

图表2：交易前奋达科技股权结构



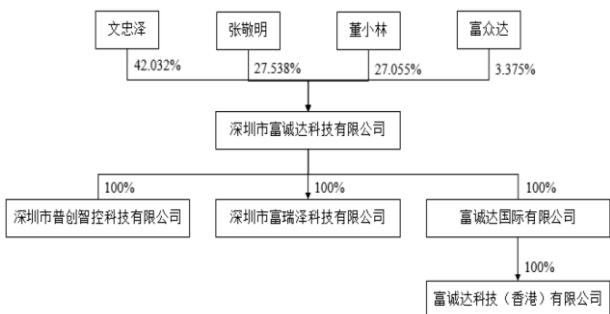
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：交易后奋达科技股权结构



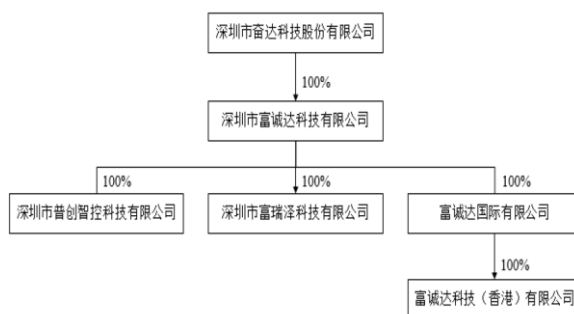
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4：交易前富诚达股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表5：交易后富诚达股权结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

富诚达为苹果供应商，市场份额仍有提升空间

富诚达科技有限公司成立于2009年，主要从事精密金属结构件的研发、生产和销售，包括智能手机金属结构件（包括音量键支架、电源键支架、指纹键装饰圈、手机中框、手机后盖等）、智能穿戴金属结构件（智能手表表圈、底盖等）以及其他工艺类似的精密金属结构件。产品主要应用于智能手机、平板电脑、智能穿戴设备等消费电子领域，为消费电子产品提供支撑、保护、屏蔽等作用。

富诚达自成立之后规模快速扩张，2016年实现收入7.5亿元，业绩1.4亿元。同时，本次交易对方承诺2017-2019年净利润分别不低于2.0亿元、2.6亿元、3.5亿元。如果实现业绩承诺，富诚达2016-2019业绩年均复合增速为34%。

图表6：2015-2016年富诚达收入与营业利润



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表7：2015-2019年富诚达业绩



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

富诚达CNC设备近千台。由于融资渠道有限，采用轻资产运营模式，部分生产设备与场地均为租赁所得，净资产相对较少。公司主要固定资产为精加工环节的生产设备，合计拥有近千台精密零件CNC加工设备。技术方面，富诚达拥有一支稳定的技术研发团队，核心人员从业均在10年以上，自主研发的精密模具技术可实现最高冲压速度1200SPM，实现±0.01mm的产品公差要求；冷热精锻技术，可加工最薄为0.2mm厚度的材料。

图表8：富诚达资产负债状况（单位：万元）

	2015	2016
资产总额	67002.4	73150.1
负债总额	32487.6	48150.1
净资产	34514.8	25000.0

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

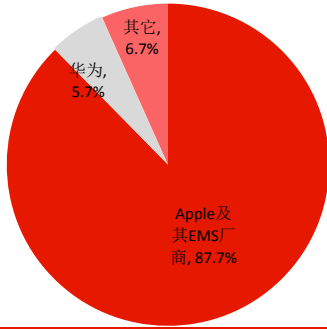
图表9：富诚达固定资产状况（单位：万元）

	固定资产原值	累计折旧	账面价值
机器设备	16398.5	5685.4	10713.0
办公设备	800.9	356.8	444.1
运输设备	25.7	3.6	22.2
其它设备	613.4	264.7	348.7
合计	17838.5	6310.5	11528.0

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

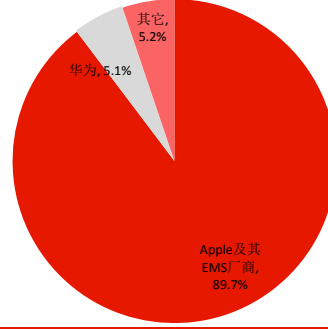
苹果及其 EMS 厂商为富诚达最主要客户。由于下游智能终端产品行业市场份额较为集中，同时公司产能有限，因此客户集中度很高。苹果为富诚达最主要客户，公司自 2011 年参与苹果相关产品的开发与生产，2013 年即取得苹果供应商资质，并参与了 iPhone 系列多款苹果产品精密金属结构件的开发和生产。2015-2016 年富诚达向苹果及其指定 EMS 厂商销售分别为 6.8 亿元、6.7 亿元，收入占比分别为 87.7%、89.7%。此外，富诚达还获得了华为、Intel、AVC、FLEXTRONICS、富士康、和硕科技等多家国内外知名客户的供应商资质认证。未来，随着终端出货量以及核心客户市场份额的提升，富诚达业务规模有望快速扩张。

图表10： 2015 年富诚达客户结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

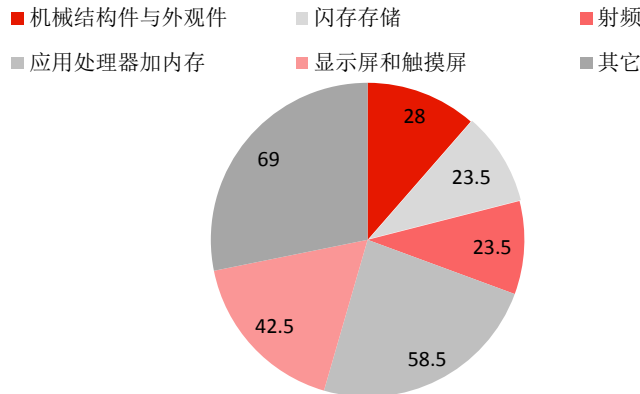
图表11： 2016 年富诚达客户结构



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

根据 TechInsights 数据显示，iPhone6s 物料成本 245 美元，其中机械结构件与外壳成本为 28 美元，占比 11.43%；根据 IDC 数据显示，2016 年苹果智能手机销量达到 2.15 亿部，对应结构件与外观件总市场总规模约 60 亿美元（约 400 亿人民币）。

图表12： iPhone6s 物料成本构成（单位：美元）



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

富诚达金属结构件市场份额有望提升。国际知名消费电子品牌商倾向于保留产品研发设计、品牌运营与营销网络建设等核心职能，而将生产制造环节外包。下游品牌厂商对上游部件制造商与 EMS 厂商资质有一套严格的认证体系，精密结构件公司必须经过客户考核，通常审核程序在一年以上，测评合格后方能被纳入客户供应商名录。作为苹果产业链供应商，一旦产品最终通过客户检测，定制化开发的产品就不容易被其他竞争对手轻易取代，行业具有较高的进入壁垒。2016 年富诚达对苹果收入为 6.7 亿元，在苹果结构件与外观件产业链整体占比不到 2%，与可成科技、科森科技等其它苹果厂商仍具有较大差距。未来如果份额提升 1pct，对应收入将大幅提升 60%-70%。

图表13： 2011-2016年苹果手机销量



资料来源：IDC，华泰证券研究所

图表14： 2011-2016年科森科技经营情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表15： 2011-2016年可成科技经营情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表16： 2011-2016年长盈精密经营情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表17： 2011-2016年劲胜精密经营情况



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

与其它材料相比，金属材质具有轻薄、时尚感强、质感好、散热快等特性，近两年在消费电子类产品中的渗透率持续提升。据 Gartner 数据显示，智能手机中金属结构件的渗透率自 2013 年以来迅速提高，从 2013 年的 15% 提高至 2015 年的 33%，预计 2016 年达到 35%，2017 年达到 39%，随着全球智能手机出货量增加，金属结构件渗透率逐步提高，精密金属结构件市场也将保持快速增长。除智能手机以外，其他消费电子产品的金属外观趋势也十分显著。据 Gartner 数据显示，2013 年全球消费电子设备总出货量之和为 23.2 亿台，其中金属机身材质在智能手机、超级本、平板电脑、可穿戴设备等设备的渗透率分别为 15%、65%、65%、20%，这个比例预计在 2017 年将分别提高至 39%、88%、80%、45%，金属结构件渗透率不断提升。

图表18: 奋达科技



资料来源: Gartner, 华泰证券研究所

图表19: 奋达科技



资料来源: Gartner, 华泰证券研究所

业绩显著增厚, 协同优势明显

根据资产重组交易预案, 2017-2019年富诚达业绩承诺分别不低于2.0亿元、2.6亿元、3.5亿元。奋达科技2015年、2016年业绩为2.9亿元、3.9亿元, 本次交易不仅能显著增厚公司业绩, 同时富诚达作为苹果产业链厂商, 净利率水平较高, 未来公司整体盈利能力有望提升。

图表20: 2015-2016年奋达与富诚达业绩

		2015A	2016A
奋达科技	业绩 (亿元)	2.9	3.9
	净利率	17%	18%
富诚达	业绩 (亿元)	1.8	1.4
	净利率	23%	19%

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

富诚达将与奋达科技原有业务产生多方面协同:

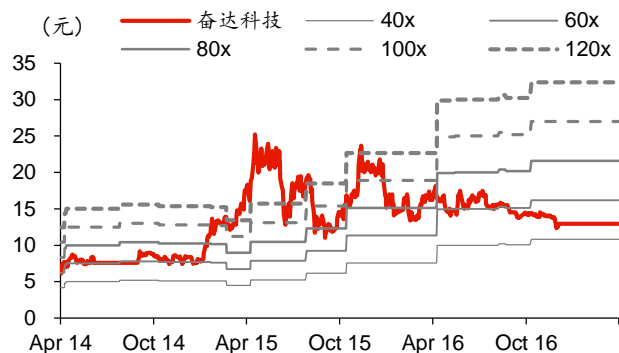
(1) 产能协同。富诚达客户主要为苹果及其EMS厂商, 生产旺季一般为6-11月; 欧朋达的主要客户为SONY、vivo, 4月至9月为生产高峰期。双方单独来看均存在生产的波峰波谷, 在产能在低谷期均存在产能利用率不饱和的情形, 收购完成后, 公司可以在一定程度上形成生产能力的整体配置, 充分利用富余产能, 提升综合产能利用率。

(2) 客户协同。奋达科技和富诚达均拥有一批全球知名的消费电子客户, 双方具有良好的客户协同。奋达及欧朋达目前拥有VIVO、OPPO、SONY等核心客户, 富诚达目前拥有苹果、华为、AVC、FLEXTRONICS、Intel、富士康、和硕科技等核心客户, 双方客户互补性强, 存在较强的客户协同效应, 未来存在较大的相互渗透空间。此次重组完成后, 奋达可以通过整合两家公司的资源, 为客户提供产品的全制程链解决方案, 实现协同发展。

(3) 财务协同。富诚达所处的精密金属结构件行业系资本和技术密集型行业, 生产规模的提升要求投入大量资金购买设备, 报告期受限于融资渠道的匮乏, 富诚达存在因产能不足而拒绝优质订单的情形; 而奋达科技已登陆资本市场, 融资渠道通畅, 融资费用较低。此次重组完成后, 富诚达可充分利用奋达科技的融资渠道进行融资, 解决资金和产能瓶颈, 快速实现扩张, 同时也有利于提升奋达科技的业务规模和盈利能力, 并进一步增强奋达科技的融资能力, 降低融资费用。

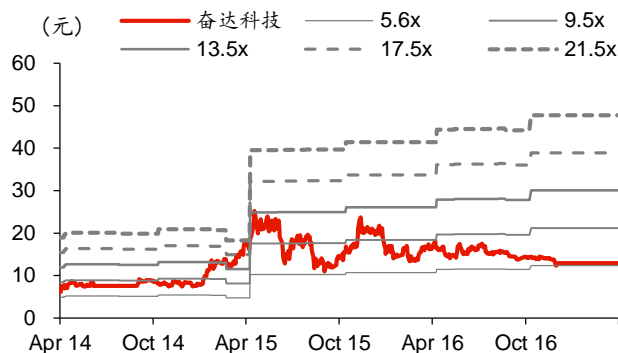
PE/PB - Bands

图表21: 奋达科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表22: 奋达科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1,464	1,868	2,613	3,505	4,667
现金	610.29	836.06	1,359	1,883	2,633
应收账款	489.83	533.29	687.56	897.56	1,138
其他应收账款	49.85	28.60	54.32	67.19	82.86
预付账款	7.50	9.69	10.22	13.91	17.44
存货	270.88	414.15	438.89	580.92	737.42
其他流动资产	36.00	46.23	62.53	62.35	58.47
非流动资产	1,659	2,278	2,126	2,091	2,042
长期投资	84.42	79.88	53.34	58.76	62.44
固定投资	375.43	548.57	683.42	700.84	659.54
无形资产	74.79	139.22	168.33	202.84	240.12
其他非流动资产	1,125	1,510	1,221	1,129	1,080
资产总计	3,124	4,146	4,739	5,596	6,709
流动负债	517.45	816.38	748.03	907.90	1,071
短期借款	0.00	122.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	362.40	375.78	490.25	620.96	777.72
其他流动负债	155.05	318.60	257.77	286.94	293.18
非流动负债	119.97	489.37	510.64	531.83	552.20
长期借款	105.00	77.50	96.33	116.28	136.45
其他非流动负债	14.97	411.87	414.31	415.56	415.75
负债合计	637.42	1,306	1,259	1,440	1,623
少数股东权益	1.87	3.29	4.94	7.30	10.41
股本	617.62	1,247	1,247	1,247	1,247
资本公积	1,135	603.81	603.81	603.81	603.81
留存公积	775.61	1,099	1,625	2,299	3,225
归属母公司股	2,484	2,837	3,475	4,149	5,076
负债和股东权益	3,124	4,146	4,739	5,596	6,709

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	232.65	358.89	427.65	541.05	736.08
净利润	293.93	386.68	527.18	713.45	962.70
折旧摊销	41.90	63.58	76.19	92.30	100.22
财务费用	(28.75)	(17.41)	(31.93)	(56.65)	(81.44)
投资损失	(9.53)	(3.93)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(88.20)	(109.23)	(166.42)	(204.81)	(248.84)
其他经营现金	23.30	39.20	22.63	(3.25)	3.43
投资活动现金	(415.30)	(410.83)	56.61	(59.07)	(54.80)
资本支出	374.95	689.64	0.00	0.00	0.00
长期投资	65.06	0.00	(93.31)	16.46	9.29
其他投资现金	24.71	278.81	(36.70)	(42.61)	(45.51)
筹资活动现金	315.14	506.06	39.02	42.00	68.38
短期借款	0.00	122.00	(122.00)	0.00	0.00
长期借款	105.00	(27.50)	18.83	19.94	20.17
普通股增加	314.50	629.03	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	800.43	(531.39)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(904.80)	313.92	142.19	22.06	48.21
现金净增加额	147.36	464.94	523.29	523.98	749.66

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,724	2,104	2,692	3,444	4,422
营业成本	1,222	1,454	1,825	2,301	2,907
营业税金及附加	9.58	11.19	14.54	18.50	23.80
营业费用	46.70	42.36	53.84	72.32	97.29
管理费用	152.56	183.62	232.88	296.18	378.10
财务费用	(28.75)	(17.41)	(31.93)	(56.65)	(81.44)
资产减值损失	3.08	11.37	8.61	9.53	9.22
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	9.53	3.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	329.06	422.39	589.00	803.19	1,088
营业外收入	11.82	19.16	17.00	16.00	16.00
营业外支出	0.34	0.59	0.51	0.53	0.52
利润总额	340.54	440.95	605.50	818.66	1,104
所得税	46.60	54.28	78.32	105.21	141.17
净利润	293.93	386.68	527.18	713.45	962.70
少数股东损益	0.58	1.42	1.64	2.36	3.12
归属母公司净利润	293.36	385.26	525.54	711.09	959.59
EBITDA	342.21	468.56	633.26	838.85	1,107
EPS (元)	0.48	0.31	0.42	0.57	0.77

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	59.61	21.98	27.98	27.92	28.41
营业利润	103.37	28.36	39.44	36.37	35.51
归属母公司净利润	101.72	31.33	36.41	35.31	34.95
获利能力 (%)					
毛利率	29.15	30.88	32.20	33.19	34.27
净利率	17.01	18.31	19.52	20.65	21.70
ROE	11.81	13.58	15.12	17.14	18.91
ROIC	13.53	14.88	19.40	24.54	30.96
偿债能力					
资产负债率 (%)	20.41	31.49	26.56	25.73	24.19
净负债比率 (%)	19.60	17.38	9.27	9.65	9.81
流动比率	2.83	2.29	3.49	3.86	4.36
速动比率	2.30	1.78	2.90	3.22	3.67
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.58	0.61	0.67	0.72
应收账款周转率	4.77	4.05	4.38	4.31	4.31
应付账款周转率	4.34	3.94	4.22	4.14	4.16
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.31	0.42	0.57	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.29	0.34	0.43	0.59
每股净资产(最新摊薄)	1.99	2.28	2.79	3.33	4.07
估值比率					
PE (倍)	54.95	41.84	30.67	22.67	16.80
PB (倍)	6.49	5.68	4.64	3.88	3.18
EV_EBITDA (倍)	45.77	33.43	24.73	18.67	14.15

资料来源：公司公告，华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：AOK809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com