

公司研究/深度研究

2017年04月19日

电子元器件/其他电子器件 II

投资评级: 买入 (维持评级)

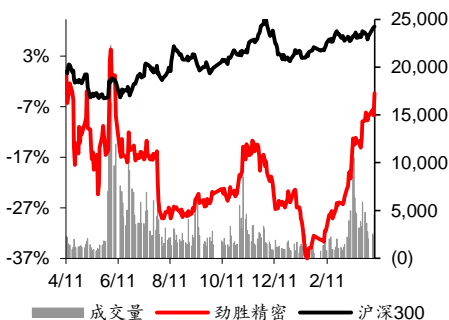
当前价格(元): 9.245  
合理价格区间(元): 14.70~17.155

张驩 执业证书编号: S0570515060001  
研究员 021-28972073  
lu.zhang@htsc.com

相关研究

- 1 《劲胜精密(300083,买入): 超预期! 主业拐点, 新业务突破!》 2017.03
- 2 《劲胜精密(300083,买入): 16 年业绩超预期, 业绩拐点显现》 2017.01
- 3 《劲胜精密(300083): 玻璃精雕增业绩, 股权激励显信心》 2016.11

股价走势图



资料来源: Wind

颜值时代系列报告四: 快乐的“军火商”, 业绩再超预期  
劲胜精密(300083)

我们与市场的不同认识: 机壳材料变化的背后是快速变化的创新需求

机壳材料面临塑胶、金属、陶瓷、玻璃、蓝宝石、碳纤维的诸多选择, 快速变化的趋势背后, 是颜值时代消费者偏好的快速变化, 也是厂商持续不断的创新需求。过去市场担心创世纪靠金属 CNC 一招鲜, 一旦行业需求拐头, 长期前景不明。而我们认为现在金属加工市场证券化正当时, 大厂扩产不止; 同时这家公司玻璃精雕机后发先至, 已经成功打破 A 客户供应链, 打破过去北京精雕一家独大的市场局面, 顺利进入量产出货。精雕机的突破, 证明了公司具有较强的核心竞争力, 可以将公司的技术实力持续的转化为符合市场需求的产品。未来公司将跟随着外观产业的发展趋势, 不断推出新的高端装备产品, 具有可持续的业绩成长空间。

金属 CNC 激战正酣, 公司作为快乐的“军火商”, 业绩再超预期

劲胜精密公告一季度业绩上修, 从此前预期的 1.15-1.2 亿, 上修至 1.4-1.45 亿, 我们认为主要受益于金属 CNC 市场需求的超预期表现。劲胜精密业绩再次上修, 验证了我们对行业的判断, 随着进入精密加工行业公司逐步增多, 金属加工设备的需求仍在不断提升, 公司目前设备订单饱满, 业务飞速发展。随着越来越多的精密结构件行业公司实现资产的证券化, 包括新上市的科森科技、捷荣科技、科达利, 被并购的威博精密、富诚达、兴科电子, 精密结构件行业随着手机产品设计的不断升级, 市场空间依然在不断提升, 产能仍在积极扩张。创世纪作为国内 CNC 排名第一的供应商, 将成为受益于行业竞争的“军火商”, 成为颜值时代最受益标的之一!

首次进军汽车智能制造, 智能制造业务布局加速

公司近期与湘油泵 (603319) 签订智能制造服务订单, 将为湘油泵打造完整的智能制造信息化系统解决方案, 助力其转型升级为国际一流汽车配件供应商。此次业务突破, 一方面是标志着公司依托自身制造经验和高端装备制造能力成功突围智能制造服务行业, 智能装备制造、产线改造及服务全业务链构建完成, 进入了广阔的新市场; 另一方面, 公司能够在传统 3C 行业之外, 切入空间广阔汽车零配件市场, 具有标志性意义!

业绩再超预期, 上修业绩预测, 重申买入评级

我们假设公司传统主业逐步走出低谷, 金属 CNC 机床业务需求稳定, 玻璃精雕机是未来 2-3 年的核心成长动力, 考虑到公司 2016 年装备类业务超预期, 及 17 年一季度报 1.4-1.45 亿的业绩预告。我们判断金属 CNC 设备在 2017 年保持持续的稳定成长, 而玻璃精雕机有望突破 2-3 家行业龙头客户, 实现 1.5 亿利润贡献。考虑到公司传统业务一季度已扭亏, 我们预计全年传统业务净利润 1 亿元, 据此我们上修盈利预测为 2017-19 年 7.02 亿, 10.74 亿, 14.64 亿元, 目前股价对应估值为 18.34X, 12.0X, 8.8X, 考虑到公司业绩的快速增长, 电子及高端装备行业可比公司估值, 我们认为合理估值为 17 年 30X-35X, 上调目标价为 14.7 元~17.15 元, 重申买入评级!

风险提示: 玻璃精雕机业务进度低于预期, 主业竞争加剧导致盈利能力低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,432
流通 A 股 (百万股)	1,123
52 周内股价区间 (元)	6.23-37.97
总市值 (百万元)	13,233
总资产 (百万元)	9,643
每股净资产 (元)	3.58

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)	3,567	5,136	7,776	11,391	13,901
+/-%	(10.40)	44.01	51.40	46.48	22.04
净利润 (百万元)	(470.50)	131.44	701.65	1,074	1,464
+/-%	(732.85)	127.94	433.81	53.07	36.35
EPS (元, 最新摊薄)	(0.33)	0.09	0.49	0.75	1.03
PE (倍)	(27.35)	97.91	18.34	11.98	8.79

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

本土产业链崛起，智能手机进入颜值时代.....	5
智能手机如此多娇，引无数英雄竞折腰.....	5
硬件提升的边际效用下降，提供优质的消费者综合体验增强客户粘性 .....	6
用户依赖增强“饰品”属性，“颜值”成为智能手机重要竞争力.....	7
learn by doing 成就本土供应链，本土手机品牌正成为风潮引领者.....	7
颜值时代下，需要技艺全面的精密结构件造型师.....	10
劲胜精密母公司，消费电子精密结构件产品及服务的领先供应商.....	10
塑料结构件事业部，内部调整多管齐下，阵痛期基本度过，2017 年扭亏大概率事件 .....	10
金属结构件子行业景气持续，劲胜技改提升金属结构件直通率，未来利润率提升可期 .....	12
塑胶及金属事业部综合打造精密结构件综合解决方案提供商 .....	13
金属结构件景气无虞，双玻璃+中框加强行业景气度，陶瓷尚面临成本问题.....	14
多样化的金属结构件有助于提升智能手机金属化率.....	14
高端中框非框，硬度&复杂度提升条件下单机价值有增无减；低端机壳金属化趋势不减.....	15
手机陶瓷应用方兴未艾，静待产业合力推动性价比提升 .....	17
颜值时代下，结构件设备商产业布局得当，与时代共舞.....	19
金属加工市场激战正酣，大厂扩产不息.....	19
精雕机布局正当时，迎接市场容量翻倍大宴 .....	20
玻璃盖板需求增长明确，带动强劲设备需求.....	20
精雕机及热弯机均已布局，金属 CNC 产品经验+客户结构利于新品推广 .....	22
若陶瓷市场未来随技术进步逐步释放，陶瓷 CNC 创世纪地处国内第一供应梯队...23	
步步为营，与行业需求变更共发展.....	24
快乐的“军火商”，业绩再超预期 .....	25
转型阵痛基本度过，16 年净利润取得超预期增长.....	25
在 16 年基础上，17 年进入正向循环的一年，1 季报持续超预期只是开端.....	25
创世纪承诺利润&股权激励目标完成确定性强，精雕机设备将显著增厚业绩.....	26
首次进军汽车智能制造，智能制造业务板块加速推进.....	27
加速国内制造业自动化改造进程势在必行，国产设备竞争力与日俱增 .....	27
公司涉足智能装备制造、产线改造及服务全业务链 .....	28
公司在智能装备领域战绩突出，获得政府认可与支持.....	29
首次进军汽车智能制造，加速产业布局.....	29
投资建议 .....	30
风险提示.....	31
PE/PB – Bands .....	31

## 图表目录

图表 1: 智能手机如此多娇, 引无数英雄竞折腰.....	5
图表 2: 2016 年全球智能手机出货量同比增长 2.3% .....	6
图表 3: 2016Q4 智能手机销量同比增长超过 7%.....	6
图表 4: 苹果、三星、华为同期旗舰机型硬件性能指标对比.....	6
图表 5: 2015 年中国广东移动调查显示苹果用户粘性仍然居首 .....	7
图表 6: 2017 年 iPhone 仍然位列美国消费者满意度排行榜第一名 .....	7
图表 7: 京东方 A、群创、友达营收规模对比/单位: 百万元.....	8
图表 8: 欧菲光、F-TPK 营收规模对比/单位: 百万元.....	8
图表 9: 长盈精密、可成营收规模对比/单位: 百万元 .....	8
图表 10: 歌尔股份、瑞声科技、美律营收规模对比/单位: 百万元 .....	8
图表 11: 2016 年 HOV 均已进入全球市场出货量前 5 名/单位: 百万部.....	8
图表 12: 2016 年 HOV 已成为国内市场出货量前 3 名/单位: 百万部.....	8
图表 13: 在强大的本土产业链资源支撑下, 国内手机厂商正从跟随者成为风潮的引领者 .....	9
图表 14: 劲胜精密 2015 年以前塑料结构件收入占比及毛利率变化情况 .....	10
图表 15: 塑料结构件及精密结构件优缺点对比 .....	11
图表 16: 竞争对手捷荣技术 2013-16 年利润情况(单位:万元).....	11
图表 17: 塑胶事业部营收变化(单位:亿元).....	11
图表 18: 塑胶事业部工作人员变化(单位:人).....	11
图表 19: 金属机壳渗透率有望持续上升 .....	12
图表 20: 2017 年 2 月 2000 元以下智能机合计占比超过 63%.....	12
图表 21: 劲胜精密金属结构件营收情况变化.....	13
图表 22: 公司销售毛利率显著提升 .....	13
图表 23: 金属结构件综合解决方案提供商.....	14
图表 24: 单机中的金属结构件日益多样化.....	15
图表 25: 高端机壳正面.....	15
图表 26: 高端机壳背面, 内部结构多采用 CNC 处理.....	15
图表 27: 市场理解的中框.....	16
图表 28: 实际上的中框组件 .....	16
图表 29: 中端机壳正面.....	16
图表 30: 中端机壳背面, 内部结构在 CNC 局部加工后, 结合较多注塑.....	16
图表 31: 低端机塑料外壳.....	17
图表 32: 低端金属机壳, 中间金属冲压件, 顶部和底部塑胶件 .....	17
图表 33: 印度市场智能手机供应商市占率及增速情况 .....	17
图表 34: 金属机壳和陶瓷机壳对比 .....	17
图表 35: 蓝宝石、玻璃和陶瓷机壳对比 .....	18
图表 36: 采用陶瓷机壳的小米 mix 手机.....	18
图表 37: 小米 5 陶瓷机壳亮点 .....	18
图表 38: 陶瓷机壳与玻璃机壳相比在生产良率上有较大劣势.....	18

图表 39: 2015 年全球 TOP10CNC 加工厂商机台数/单位: 台 .....	19
图表 40: 金属加工行业持续资本化 .....	20
图表 41: 玻璃机壳有望引领下一波智能手机的外观风潮 .....	21
图表 42: 金属中框+双 2.5D 玻璃的苹果手机结构示意图 .....	21
图表 43: 17、18 年玻璃后盖板规模有望达到 2.07 亿片、6.01 亿片 .....	22
图表 44: 国内精雕机设备主要生产商 .....	22
图表 45: 玻璃精雕机示例 .....	23
图表 46: 热弯机示例 .....	23
图表 47: 陶瓷材料削磨原理 .....	23
图表 48: 金属材料削磨原理 .....	23
图表 49: 陶瓷 CNC 与金属 CNC 对比 .....	23
图表 50: 公司历史营收以消费电子精密结构件为主 .....	25
图表 51: 2016 年业绩取得超预期增长 .....	25
图表 52: 创世纪承诺利润确定性强 .....	26
图表 53: 授予的限制性股票在 T 至 T+2 年业绩指标 .....	26
图表 54: 中国制造业的工业机器人密度仍然处于落后水平, 提升空间广阔 .....	27
图表 55: 15 年中国进口工业机器人数量同比下降明显 .....	27
图表 56: 10-15 年中国出口工业机器人数量同比增速稳定 .....	27
图表 57: 劲胜精密智能制造全业务链 .....	28
图表 58: 工信部智能制造试点示范项目车间 .....	29
图表 59: 劲胜精密主营业务拆分预测 (单位: 百万元) .....	30
图表 60: 可比公司估值情况 .....	31
图表 61: 劲胜精密历史 PE-Bands .....	31
图表 62: 劲胜精密历史 PB-Bands .....	31

## 本土产业链崛起，智能手机进入颜值时代

### 智能手机如此多娇，引无数英雄竞折腰

如果将第一代 iPhone 的发布看作触屏智能手机的原点，真正人性化的智能手机的行业发展走过 10 年历程。若是从 Symbian 开始算起，历史则更为悠久。在这 10 年中，各大手机厂商推出了数不清型号的手机，行业也经历着一次又一次的洗牌。iPhone 4 的横空出世基本相当于重新定义了智能手机行业标准；自此之后，之前的智能手机王者诺基亚、摩托罗拉江河日下，最终在 2014 年，分别将智能手机业务分别出售给了联想、微软。

图表1：智能手机如此多娇，引无数英雄竞折腰

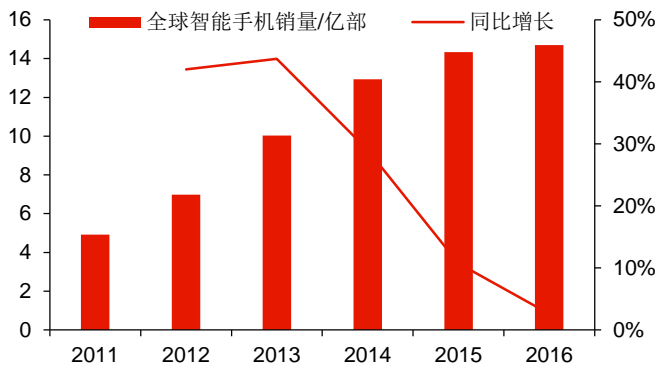


资料来源：IT之家，华泰证券研究所

随着科技的进步，产业升级，智能手机的配置不断更新升级，使用场景日益多元，智能手机已经成为消费者日常形影不离的电子设备，根据智研咨询数据，全球智能手机渗透率在 2015Q2 已经接近 80%，相较 2011Q1 提升超过 55pct。

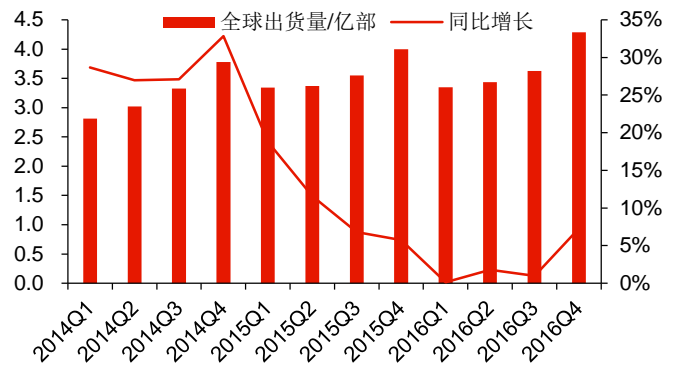
经过 2011-2014 年的快速渗透阶段，全球智能手机的出货量增速明显放缓，根据 IDC 数据，2016 年全球智能手机出货量为 14.7 亿部，同比小幅增长 2.3%。从季度数据来看，在 iPhone 7/7 plus 销量超预期及国产手机强势增长的驱动下，2016Q4 全球智能机销量增速呈现明显反弹，单季出货量超过 4.2 亿部，同比增长超过 7%。

图表2: 2016年全球智能手机出货量同比增长2.3%



资料来源: IDC, 华泰证券研究所

图表3: 2016Q4智能手机销量同比增长超过7%



资料来源: IDC, 华泰证券研究所

### 硬件提升的边际效用下降, 提供优质的消费者综合体验增强客户粘性

硬件性能是改善智能手机消费体验的基础, 运行速度、待电时间、流畅程度、显示效果、附加功能(GPS定位、指纹识别等)均与硬件配置直接相关。随着智能手机完成市场教育, 消费体验得到充分积累, 硬件性能的快速升级所带来的边际效用下降。

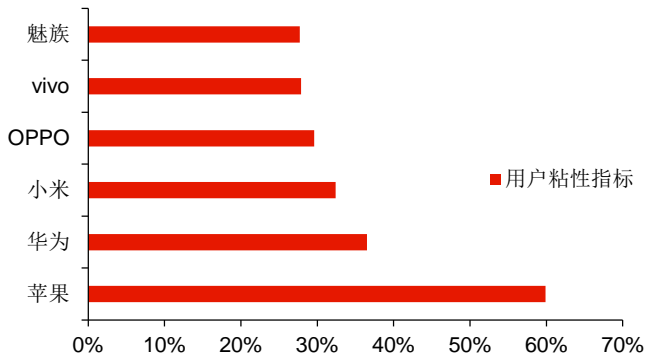
对比苹果、三星、华为这三家品牌手机同期旗舰机型的硬件配置可见, 在苹果刚推出 iPhone 4 时, 其显示屏的分辨率和像素密度一马当先, 用高清、灵敏的大屏触摸体验打造了智能手机行业标杆。

图表4: 苹果、三星、华为同期旗舰机型硬件性能指标对比

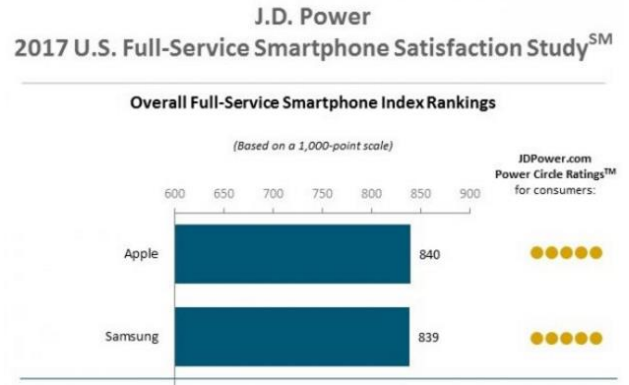
	上市时间	主屏尺寸	屏幕材质	分辨率	屏幕像素密度	窄边框	屏占比	CPU型号	RAM	ROM	电池容量	后置镜头/像素	前置镜头/像素	机身材质
iPhone4	2010年6月	3.5	IPS	960X640	330ppi	4.65mm	54.03%	A4	512MB	8G	1420mAh	500万	30万	金属中框+玻璃
三星S2	2011年4月	4.3	Super AMOLED PLUS	800X480	217ppi	4.96mm	63.54%	Exynos4210	1G	16G	1650mAh	800万	200万	塑料
华为C8800	2011年3月	3.8	TFT	800X480	246ppi	6.17mm	59.19%	骁龙 MSM7627T	512MB	512MB	1500mAh	500万	/	塑料
iPhone4S	2011年10月	3.5	IPS	960X640	330ppi	4.65mm	54.03%	A5	512MB	8G	1420mAh	800万	30万	金属中框+玻璃后盖
三星S3	2012年5月	4.8	Super AMOLED	1280X720	306ppi	5.42mm	65.86%	Exynos4412	1G	16G	2100mAh	800万	190万	塑料
华为Ascend D P1	2012年4月	4.3	Super AMOLED	960X540	256ppi	5.63mm	60.99%	德州仪器 OMAP4460	1G	4G	1670mAh	800万	130万	塑料
iPhone5	2012年9月	4	IPS	1136X640	326ppi	4.37mm	60.85%	A6	1G	16G	1440mAh	800万	120万	金属机身
三星S4	2013年4月	5	Super AMOLED	1920X1080	441ppi	3.77mm	72.27%	骁龙600	2G	16G/32G/64G	2600mAh	1300万	200万	金属中框+塑料后盖
华为P6	2013年	4.7	TFT	1280X720	312ppi	3.49mm	70.09%	海思K3V2E	2G	8G	2000mAh	800万	500万	金属中框+塑料后盖
iPhone5S	2013年9月	4	IPS	1136X640	326ppi	4.37mm	60.85%	A7	1G	16G/32G/64G	1560mAh	800万	120万	金属机身
三星S5	2014年2月	5.1	Super AMOLED	1920X1080	432ppi	4.5mm	69.65%	骁龙801	2G	16G/32G/64G	2800mAh	1600万	200万	金属中框+塑料后盖
华为P7	2014年5月	5	LCD 全贴合	1920X1080	441ppi	3.27mm	71.64%	海思Kirin 910T	2G	16G/32G	2500mAh	1300万	800万	金属中框+塑料后盖
iPhone6	2014年9月	4.7	Multi-Touch	1334X750	326ppi	4.25mm	65.81%	A8	1G	16G/32G/64G	1810mAh	800万	120万	金属机身
三星S6	2015年3月	5.1	Super AMOLED	2560X1440	576ppi	3.5mm	70.93%	Exynos7420	3G	32G/64G	2550mAh	1600万	500万	金属中框+玻璃
华为P8	2015年5月	5.2	TFT	1920X1080	434ppi	2.9mm	78.30%	海思麒麟 930	3G	16G/32G/64G	2680mAh	1300万	800万	金属机身
iPhone6S	2015年9月	4.7	Retina HD	1334X750	326ppi	4.29mm	65.62%	A9	2G	16G/32G/64G/128G	1715mAh	1200万	500万	金属机身
三星S7	2016年3月	5.1	Super AMOLED	2560X1440	576ppi	3.04mm	72.35%	骁龙820	4G	32G/64G/128G	3000mAh	1200万	500万	金属中框+玻璃
华为P9	2016年4月	5.2	IPS	1920X1080	424ppi	3.08mm	72.50%	海思麒麟 955	4G	32G/64G	3000mAh	主: 1200万副: 1200万	800万	金属机身
iPhone7	2016年9月	4.7	Retina HD	1334X750	326ppi	4.29mm	65.62%	苹果A10	2G	32G/128G/256G	1960mAh	1200万	700万	金属机身
三星S8	2017年4月	5.8	Super AMOLED	2960X1440	568ppi	1.82mm	84.20%	高通骁龙 835	4G/6G	64G/128G	3000mAh	1200万	800万	金属边框+玻璃机身
华为P10	2017年3月	5.1	TFT材质	1920X1080	432ppi	2.89mm	71.22%	海思 Kirin960	4G	64G/128G	3200mAh	主: 2000万副: 1200万	800万	金属机身

资料来源: 苹果官网, 三星官网, 华为官网, 华泰证券研究所

但是在2014年,三星 Galaxy S5、华为 P7 的分辨率、显示屏密度均已大幅超出 iPhone 5S, RAM 规格、处理器核心数、电池容量、屏占比等各项指标也已经明显优于苹果。但是根据中国移动在2015年公布的广东地区品牌粘性数据可见,约60%的客户在换机后仍然选择苹果,高出排名第二的华为近23pct;根据 J.D. Power 今年年初的调研报告数据, iPhone 仍然位列美国消费者满意度排行榜第一名;根据苹果在美国进行的451份调查问卷数据, iPhone 满意度达到97%、Plus 满意度达到99%。由此可见,硬件性能指标提升的边际效用在下降,硬件的同质化竞争在加剧。

**图表5: 2015年中国广东移动调查显示苹果用户粘性仍然居首**


资料来源: 中国移动, 华泰证券研究所

**图表6: 2017年 iPhone 仍然位列美国消费者满意度排行榜第一名**


资料来源: J.D. Power, 华泰证券研究所

### 用户依赖增强“饰品”属性,“颜值”成为智能手机重要竞争力

智能手机作为人手一部的“碎片时间杀手”,作为随身携带的社交、多媒体设备已经建立起消费者依赖,而这样普遍、随身、长时间的消费特性也就增强了智能手机的“饰品”属性,成为类似于男性的手表、女性的皮包之类的消费品。而对于“饰品”而言,外形美观时尚则构成核心竞争力。

在此基础上,手机厂商往往通过操作系统的优化、外观设计的美化、品牌文化内涵的塑造和注入来提高产品辨识度,实现“圈粉”目的,使得消费者手中的智能手机成为一种身份、品位、情怀的象征。

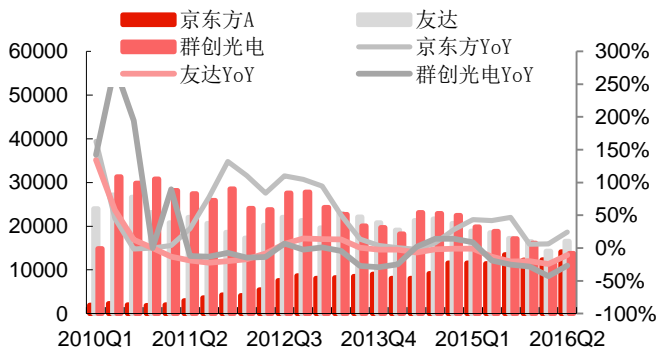
我们认为在智能手机的颜值时代,外观件的总价值在提升,但产品种类、单个产品的设计处于快速变化的趋势中,更强的设计创新能力、更快的响应能力、更高效的批量加工能力是赢得行业竞争的关键要素,这对传统的外观件、结构件大厂提出了更高的要求,也创造了更大的市场空间。

### learn by doing 成就本土供应链,本土手机品牌正成为风潮引领者

相比于 PC 时代的落后,在智能手机产业的发展中,大陆产业链迎来良好的发展契机。大陆拥有广阔的消费市场,早期依靠土地、人力成本等要素成本低廉的优势,集中发展中下游制造业。

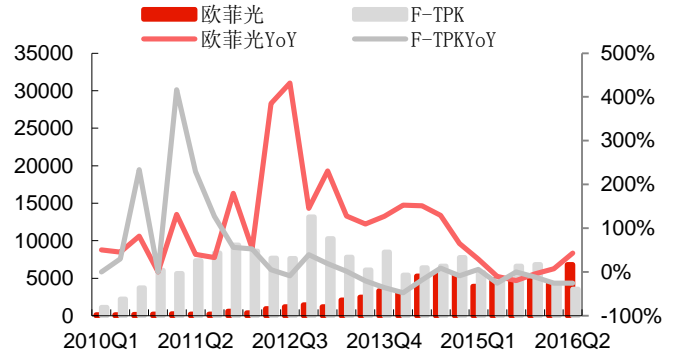
在与苹果、三星、华为等一系列国内外知名智能手机品牌匹配的过程中,基于 learn by doing 效应,本土供应链公司的产品质量、设备水平、研发水平、响应能力都得到持续的增强巩固,已经成为供应链中的重要决定性力量,具备了在技术路径和生产规模上与台湾对手一较高下的资格。比如 LCD 面板领域的京东方 A、触摸屏领域的欧菲光、金属机壳领域的长盈精密、声学器件领域的歌尔股份等。

图表7: 京东方A、群创、友达营收规模对比/单位: 百万元



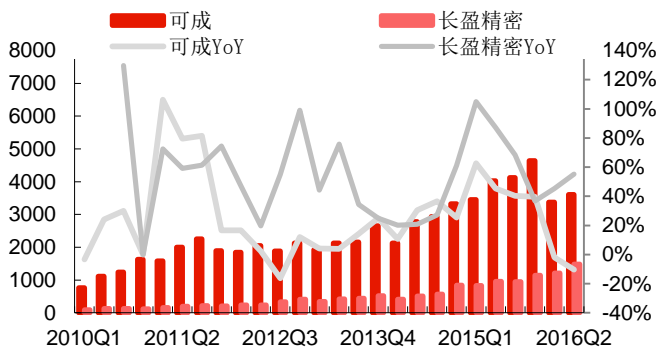
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 欧菲光、F-TPK 营收规模对比/单位: 百万元



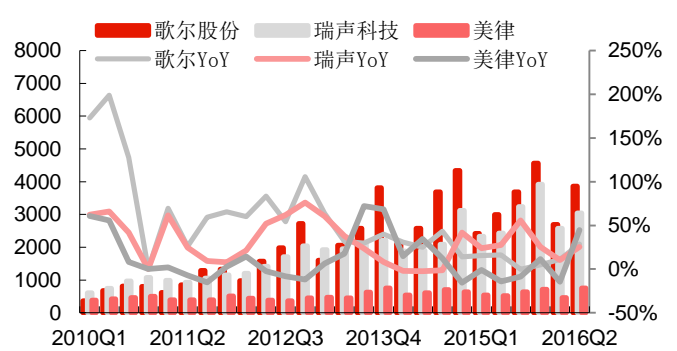
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9: 长盈精密、可成营收规模对比/单位: 百万元



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

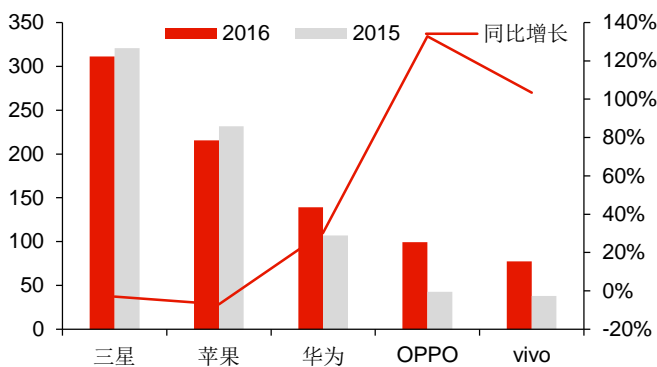
图表10: 歌尔股份、瑞声科技、美律营收规模对比/单位: 百万元



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

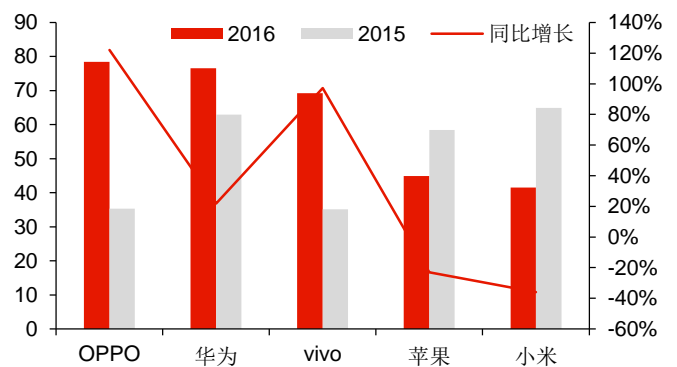
在本土智能手机产业链资源日益强大、丰富的支撑下,国内智能手机品牌得以崛起。根据IDC数据,2016年国内市场手机整体出货量4.67亿部,同比增长8.7%,排名前三的OPPO、华为、vivo出货量分别为0.78、0.76、0.69亿部,同比增长率分别为122.2%、21.8%、96.9%。2016年国际市场手机整体出货量14.7亿部,其中华为、OPPO、vivo的合计出货量为3.1亿部,市占率达到21.5%,同期排名前二的三星、苹果的出货量均出现了同比下滑。

图表11: 2016年HOV均已进入全球市场出货量前5名/单位: 百万部



资料来源: IDC, 华泰证券研究所

图表12: 2016年HOV已成为国内市场出货量前3名/单位: 百万部

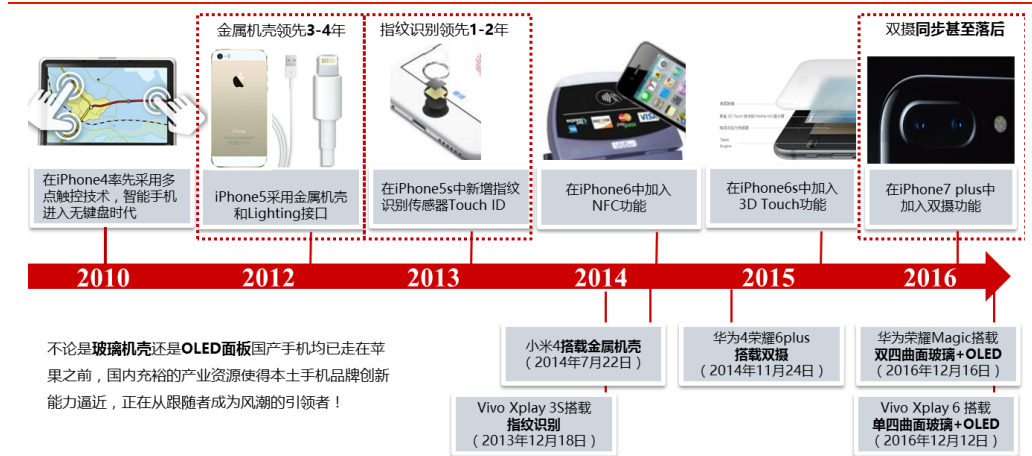


资料来源: IDC, 华泰证券研究所



在本地供应链资源丰富、手机品牌强势崛起的共振下，国产手机厂商正由原先苹果的跟随者成为行业风潮的引领者，部分硬件模组的应用节奏上甚至得以赶超 iPhone。2012年苹果首次采用金属机壳大约领先行业 3-4 年，2013 年苹果首次采用指纹识别方案大约领先行业 1-2 年，而在 2016 年苹果推出搭载双摄的 iPhone 7 plus 之前，华为便已经在 2014 年推出的荣耀 6 plus 率先应用双摄。在 2017 年苹果新机上大概率采用的 OLED+双 2.5D 玻璃方案也落后于国内厂商的步伐：华为在 16 年 12 月 16 日推出的荣耀 Magic 已成功应用柔性 OLED+双 3D 玻璃方案，甚至采用了行业内领先的四曲面 3D 玻璃。

**图表13：在强大的本土产业链资源支撑下，国内手机厂商正从跟随者成为风潮的引领者**



资料来源：中关村在线，华泰证券研究所

## 颜值时代下，需要技艺全面的精密结构件造型师

机壳的材料和工艺直接影响智能手机的外观和手感，是颜值的重要决定因素，主流机壳材料方案先后经历了塑料至金属的变迁，在5G和无线充电技术逐步成熟的预期下，双玻璃+金属中框以及陶瓷机壳的前景受到市场关注。

基于对苹果新机采用双2.5D玻璃+金属中框方案的预期以及目前玻璃盖板加工产业的成熟度，我们认为双玻璃+金属中框将在未来两年作为高端机型的主流外观方案；而金属机壳则将由高端机型向中低端机型下沉；由于陶瓷机壳目前的单价仍然较高，在良品率和生产效率没有大幅改进的条件下仍难以大范围应用，更多是应用于少量以打造品牌形象为目的的旗舰机型。

### 劲胜精母公司，消费电子精密结构件产品及服务的领先供应商

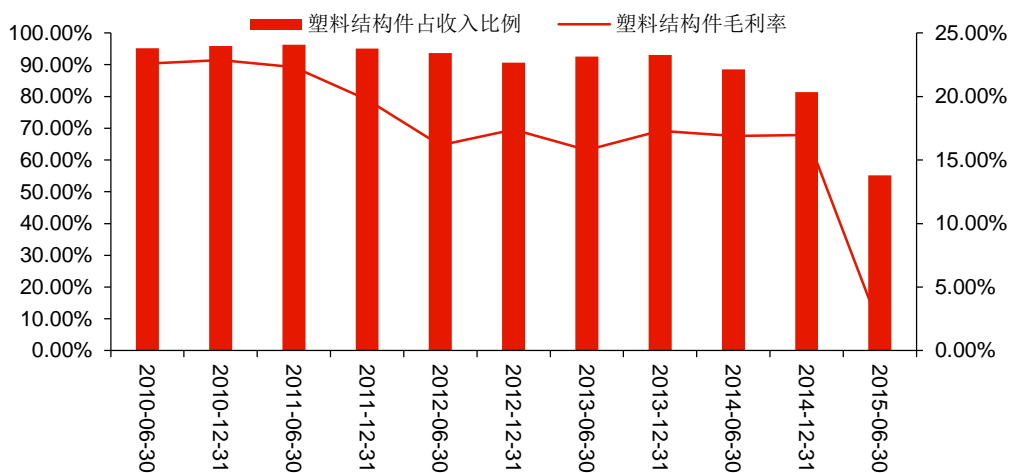
公司是国内消费电子精密结构件产品及服务的领先供应商，主要为手机、平板、可穿戴、VR设备提供精密结构件。上市之初，公司专注于单一的精密模具、塑胶精密结构件，如今结构件产品逐渐丰富，增加了玻璃、粉末冶金、金属精密结构件等。

此外，为全面推进公司转型升级，落实智能制造战略，公司通过自建国家智能制造专项项目及外延收购、投资参股的方式快速切入智能制造领域。因此目前公司的主营业务包括消费电子产品精密结构件业务、高端装备制造业务、智能制造服务业务等三大模块。

### 塑料结构件事业部，内部调整多管齐下，阵痛期基本度过，2017年扭亏大概率事件

塑料结构件是劲胜精密的初始业务，也是2015年以前，劲胜精密的主要收入来源。

图表14：劲胜精密2015年以前塑料结构件收入占比及毛利率变化情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

结合图表2、3及图表14的数据可以看到，近年来，随着全球智能手机市场增速放缓，同时公司受手机结构件材质由塑胶向金属转化的影响，2014年以后公司主要客户塑胶精密结构件订单量同比大幅下滑，而设备折旧带来的单位生产固定成本较高，对毛利率形成较大影响。

但我们想强调的一个观点是，塑胶结构件，并非是消费电子需要淘汰的领域。塑胶结构件受金属冲击，子行业整体低迷。但塑胶并非没有其生存空间，塑胶结构件和金属结构件两者各有优缺点。

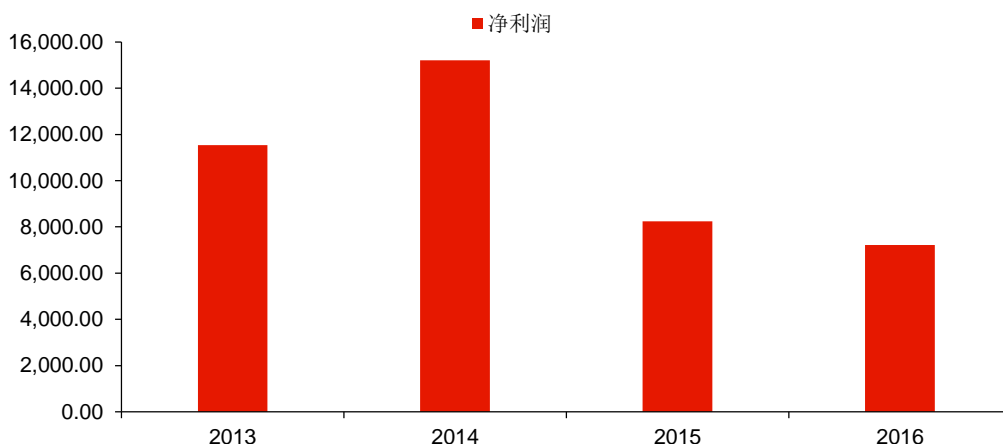
**图表15: 塑料结构件及精密结构件优缺点对比**

塑料结构件	金属结构件
优点 供应丰富、采购成本低、可塑性强、容易着色等	散热、抗压性较强、机械强度高、耐磨性好
缺点 散热不好、机身强度及硬度较低等	加工工艺更加复杂，生产成本也更高

资料来源：华泰证券研究所

但类似于周期品一般，塑胶结构件子行业经历过14年以后的行业洗牌后，少数拥有较高的研发水平和较大生产规模的企业通过设备更新、技术改造等手段仍可以占据一定的市场份额。同时，通过调整产能、拓宽客户领域、调整客户结构及提升自动化水平等方式，**塑胶结构件盈利的公司持续存在。比如在塑胶结构件领域和劲胜是持续竞争关系、最近上市的捷荣技术。**捷荣技术2015年开始逐步购买CNC，涉足金属结构件的加工，截止至2016年，捷荣+外协CNC1000台，同时，金属结构件加工过程中，不仅仅看产能规模，还有加工经验的积攒带来的直通率表现，从积攒时间及产能规模粗判，目前营收和利润贡献中，预计捷荣的塑胶占比还是较大。

**图表16: 竞争对手捷荣技术 2013-16 年利润情况(单位:万元)**

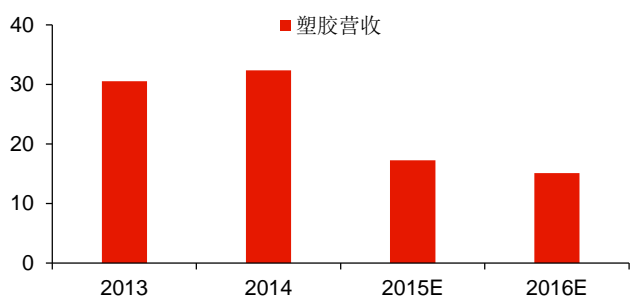


资料来源：Wind，华泰证券研究所

**2016年，根据我们调研跟踪情况，劲胜精密结合行业发展预估，做了如下调整：**

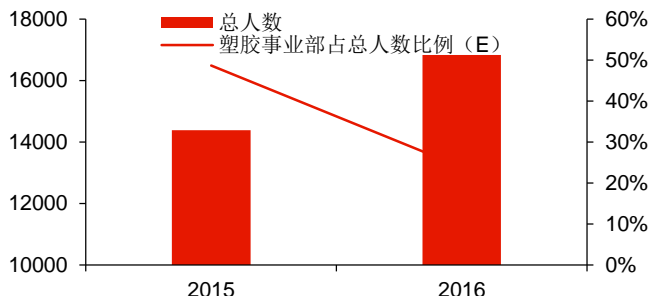
- 1、塑胶事业部缩减产能；
- 2、技术改造，提高自动化水平，减员增效；

**图表17: 塑胶事业部营收变化(单位:亿元)**



资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表18: 塑胶事业部工作人员变化(单位:人)**



资料来源：劲胜精密，华泰证券研究所

3、调整客户结构，降低了某韩系客户的比例，拓展几大国产智能机核心客户及 ODM 商，客户结构更为优化，单个大客户影响均衡化；

4、拓展笔记本、智能音箱、医疗器械等其他产品；

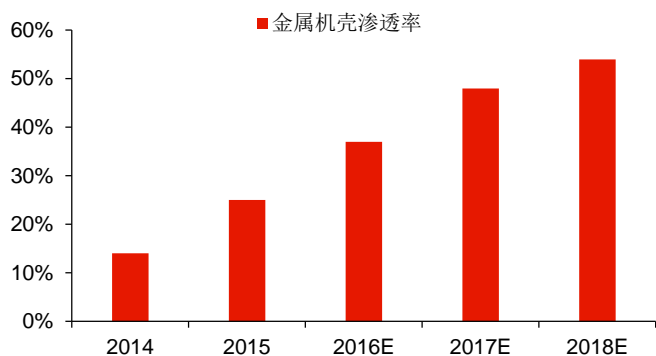
2017 年，因高端机前期新品的意外情况，某韩系客户中低端机销量好于市场预期，劲胜作为其紧密合作伙伴，塑胶事业部韩系客户订单也好于此预期。同时因为 2016 年客户调整策略得当，几大国产智能机核心客户 2017 年配套系列预计有拓展，且合作紧密度进一步加强。随着大客户不断导入，塑胶事业部周转率持续改善，2017 年塑胶结构件扭亏是大概率事件。

**金属结构件子行业景气持续，劲胜技改提升金属结构件直通率，未来利润率提升可期**

15 年公司使用非公开发行募集的 4.2 亿元投资金属 CNC 结构件扩建项目，同时新设立全资子公司华程金属负责镁铝合金项目，进一步强化金属精密结构件产品制造能力。从 15 年四季度公司消费电子精密结构件全面布局已完成：由原有塑胶为主转为 CNC 金属加工、玻璃、粉末冶金、镁铝压铸等业务为主。

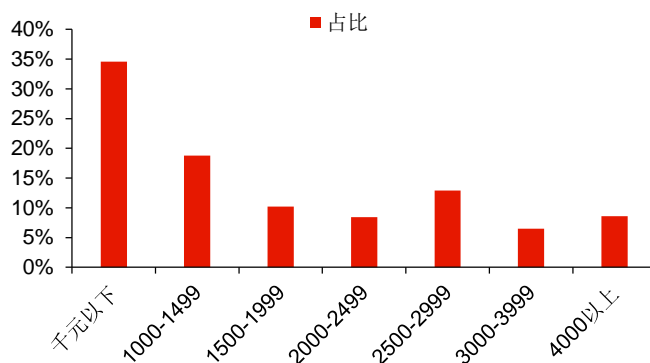
自 2012 年 iPhone 5 采用金属机壳以来，金属机壳一度成为各大品牌中高端机型的一致选择，伴随国内 CNC 加工工艺和产能的提升，金属机壳成本得以有效降低，甚至开始应用于千元级机型中。根据 OP Research 数据，2016 年智能手机金属机壳的渗透率仅为 37%，2017 年有望提升至 48%。

图表19：金属机壳渗透率有望持续上升



资料来源：OP Research, 华泰证券研究所

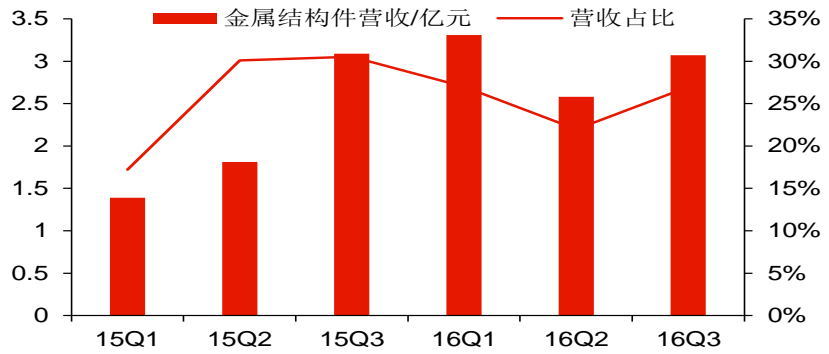
图表20：2017年2月2000元以下智能机合计占比超过63%



资料来源：第一手机界研究院, 华泰证券研究所

考虑到智能手机的长尾效应，尽管玻璃、陶瓷机壳陆续兴起，我们认为金属机壳通过向中低端机型下沉仍有望持续打开空间、提升市占比。根据第一手机界研究院数据，2017年2月国内4000元以上手机市占比仅8.6%，而千元以下的占比则高达34.6%，2000元以下产品合计占比超过63%，长尾效应显著。金属结构件高景气度持续可期。

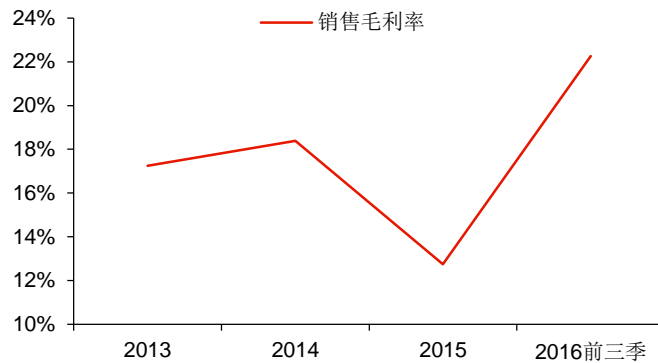
受益于业务调整及金属结构件的高景气，16年前三季度公司金属精密结构件分别实现营收3.31亿元、2.58亿元、3.07亿元，占公司总营收的比例分别为26.98%、21.99%、26.95%。前三季度金属精密结构件合计实现营收8.96亿元，同比增长42.44%。

**图表21: 劲胜精密金属结构件营收情况变化**


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

2015年及2016年初期,一直困扰投资者的在于公司金属结构件的直通率问题导致的公司金属结构件这块毛利率低于行业领先企业。本身设备的调试磨合需要时间,同时,2016年,公司通过积极引进技术人才、优化管理流程、推行精益生产,总体提高了金属结构件的生产良率。

随着良率的提升,公司金属精密结构件大客户认可度也逐渐提高,项目产能释放,三星、OPPO等客户金属精密结构件订单稳定增长。

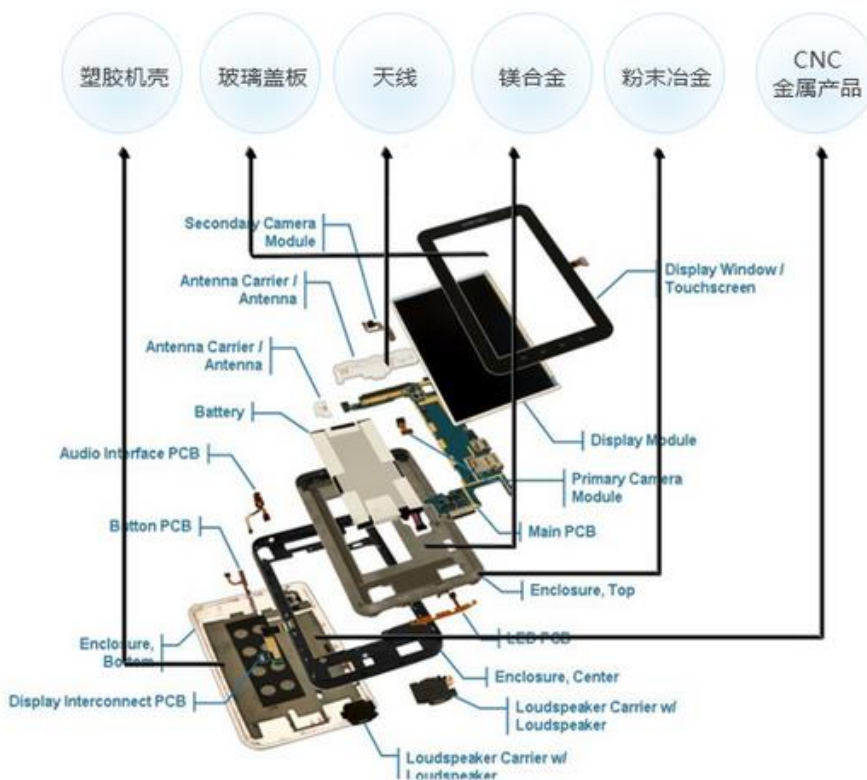
**图表22: 公司销售毛利率显著提升**


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 塑胶及金属事业部综合打造精密结构件综合解决方案提供商

之前我们对比了金属和塑胶结构件的优劣势,塑胶结构件也并非一个需要毫无需求的子行业。随着劲胜母公司针对塑胶事业部和金属事业部的不同特点做了调整后,精密结构件综合解决方案提供商的形象越来越清晰。

图表23： 金属结构件综合解决方案提供商



资料来源：公司官网，华泰证券研究所

金属机壳渗透率目前不足 40%及千元以下的智能机在 2000 元以下智能机中占比目前还是较高，一方面说明金属机壳的景气度还未到顶，有继续下沉的空间；另一方面，大量的千元以下智能机，还是存在大量的塑胶结构件需求的。劲胜精密作为专注于精密模具及精密结构件的 tier1 生产企业，无论客户在塑胶及金属上需要如何配备，劲胜都具备给消费电子终端品牌提供一站式综合解决方案的能力；沟通成本及规模优势明显，堪称颜值时代下，技艺全面的金属结构件造型师。

### 金属结构件景气无虞，双玻璃+中框加强行业景气度，陶瓷尚面临成本问题

金属对于消费电子产品颜值改善的行业认可度已经非常高，但随着市场投资者观察到双玻璃、以及陶瓷机壳等多种增加消费电子产品颜值的产品百花齐放，担心会挤压金属的市场空间，同时也担心劲胜精密母公司的发展随行业而受限。但从我们的分析来看，金属结构件的景气度无虞，双玻璃+中框其实增强金属行业景气度，而陶瓷尚面临成本问题，推广有待时间。

### 多样化的金属结构件有助于提升智能手机金属化率

在金属机壳持续渗透的同时，与之相配套的侧面按键、摄像头装饰圈、手机后盖、卡托等消费电子精密结构件也须配套采用金属材质，单机中的金属结构件日益多样化。

**图表24： 单机中的金属结构件日益多样化**



资料来源：安洁科技公告，华泰证券研究所

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，2017 年金属外观件在智能手机、超极本、平板电脑、可穿戴设备、移动电源等设备的渗透率将分别达到 39%、88%、80%、45%、29%，市场总容量约为 233.30 亿美元，较 2008 年全球 30 亿美元的市场规模增长近 7 倍。

**高端中框非框，硬度&复杂度提升条件下单机价值有增无减；低端机壳金属化趋势不减**

机壳加工基本分为高中低 3 档。主要的差异在于机壳正面加工工艺及背面是 CNC 还是注塑带来的内部架构稳定度有别。

根据我们行业调研反馈的加工情况，高端品 CNC 加工时长约 0-70min，机壳单价在 150-200 元。高端品机壳内外基本都是 CNC 精加工，注塑采用比例少，耐摔耐磨。具体展示如下：

**图表25： 高端机壳正面**



资料来源：长盈精密官网，华泰证券研究所

**图表26： 高端机壳背面，内部结构多采用 CNC 处理**



资料来源：TPdisplay，华泰证券研究所

自从双玻璃+金属中框的设计方案在越来越多的旗舰机型中得以应用，市场便开始担心金属机壳厂商的未来，因为一般理解中中框用到的材料和加工时间会少于金属机壳产品，市场认识中的金属中框如图 26 所示。

事实上金属中框并不是一个简单的四边形框体，相反中框对整个手机起到支撑和承载核心部件的功能，从强度，到结构，散热都有诸多不同要求。图 27 中小米 5 的中框组件图来自淘宝网维修零配件店家，可以看到中框组件除了外观部分的金属框之外，还有大量的内部复杂结构，加工的难度和时间甚至超过了一般的金属机壳。

图表27: 市场理解的中框



资料来源: 淘宝网, 华泰证券研究所

图表28: 实际上的中框组件



资料来源: 淘宝网, 华泰证券研究所

双玻璃+金属中框的方案下, 由于支撑强度的需要, 金属中框大多需要从铝合金中框变成不锈钢中框; 不锈钢材质更硬, 且双玻璃方案下, 为配合玻璃设计改变, 中框的复杂度更高, 所以所需的 CNC 加工时长更长。而中框的价值是由 CNC 加工时长决定的。所以, 高端机壳这块, 双玻璃+中框的方案, 不但没有削弱行业市场空间, 反而是增强作用。

中端机壳基本采用冲压+局部 CNC 进行加工, 内部结构多采用注塑, 内部部件稳定性不及高端 CNC 加工部件, 基本加工时间在 30min 左右, 市场价格 100-150 元, 性价比比较高。中端市场现行比较稳定。

图表29: 中端机壳正面



资料来源: 长盈精密官网, 华泰证券研究所

图表30: 中端机壳背面, 内部结构在 CNC 局部加工后, 结合较多注塑



资料来源: 长盈精密官网, 华泰证券研究所

低端金属机壳目前采用冲压+塑胶的形式, 加工时长约几分钟, 单价 50 元左右。但对比之前低端机的塑料机壳, 颜值、散热、耐摔耐磨度等提升非常多, 目前, 低端机的金属化是趋势。同时国产手机在海外市场的攻城略池, 也为低端机的金属化提供了更为广阔的市场空间。

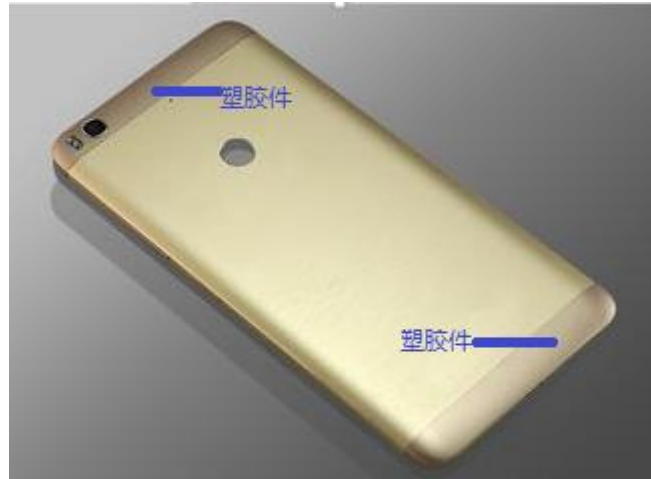


图表31: 低端机塑料外壳



资料来源: 爱搞机, 华泰证券研究所

图表32: 低端金属机壳, 中间金属冲压件, 顶部和底部塑胶件



资料来源: 长盈精密官网, 华泰证券研究所

目前国产手机在海外的市场格局未定。目前, 华为海外渠道的优势主要在欧洲, **OPPO** 则在东南亚和印度市场发力, 小米在印度占比居高不下。除印度外, 俄罗斯和巴西等都是国产手机厂商发力的国家和市场。以现在全球最大的新兴市场——印度为例, 以第三方数据调研机构 Counterpoint Research 发布的报告显示, 2016 年第四季度印度市场智能手机出货量前五名中, 中国手机厂商占据四席, 分别是小米、联想、OPPO、vivo。受当地经济发展因素影响, 例如小米的高配低价格、千元机能指纹解锁、快充、金属机身这种旗舰配置, 受众甚广。

图表33: 印度市场智能手机供应商市占率及增速情况

2016Q4			2016 全年		
供应商	市场占有率	QoQ 增速	供应商	市场占有率	年度增速
三星	25.1%	-13.1%	三星	24.8%	3.2%
小米	10.7%	15.3%	联想	8.9%	14.8%
联想	9.9%	-17.4%	Micromax (本土品牌)	8.8%	-37.9%
OPPO	8.6%	29.9%	Reliance Jio(本土品牌)	7.1%	2122.7%
VIVO	7.6%	50.8%	小米	6.6%	119.4%

资料来源: IDC, 华泰证券研究所

**手机陶瓷应用方兴未艾, 静待产业合力推动性价比提升**

陶瓷在手机上应用共有三个细分方向: 最主要的应用领域是后盖, 其次是用于指纹识别的贴片或可穿戴设备的外壳, 最后是用于锁屏和音量键等小型结构件。从材质的特点来看, 陶瓷的优点是: 硬度高, 耐磨损, 导热性好, 高亮富有光泽。相对的陶瓷的缺点是: 易碎, 加工难度大, 成本高。

图表34: 金属机壳和陶瓷机壳对比

项目	镁铝合金	陶瓷
质感	优秀	优秀
莫氏硬度	5-7	8.5
韧度	高	一般
耐腐蚀性	一般	优秀
电磁屏蔽效应	强屏蔽	无屏蔽

资料来源: 海普瑞森超精密机床, 华泰证券研究所

从陶瓷与金属机壳, 以及蓝宝石、玻璃材质的对比来看, 陶瓷具有较为独特的产品特征, 适合于未来手机向着更丰富的射频功能的发展方向。

**图表35：蓝宝石、玻璃和陶瓷机壳对比**

对比项目	单位	陶瓷	蓝宝石	钢化玻璃
维氏硬度	HV	1150	1700	900
介电常数	F/m	32-35	11.5 (//c) ,9.3 (⊥c)	3.5-3.7
室温抗弯强度	/MPa	800-1200	800	400
室温断裂韧性	K1c/MPa <sup>1/2</sup>	6	2	3
杨氏模量	Gpa	210-238	380	70
热膨胀系数	X10-6/K	10.2	8.8	8-10
室温热导率	W(mk)-1	1-2	24	0.4
抗热震性	ΔT/°C	250	200	80
密度	g/cm <sup>3</sup>	>6.0	3.97	1.2-2.0
熔点	°C	2680	2303	600

资料来源：顺络电子，华泰证券研究所

从产品应用看，包括小米 MIX 在内的多款国内手机都推出了采用陶瓷材料的高端产品，陶瓷机壳的市场正在逐步打开。

**图表36：采用陶瓷机壳的小米 mix 手机**



资料来源：小米官网，华泰证券研究所

**图表37：小米 5 陶瓷机壳亮点**



资料来源：中关村在线，华泰证券研究所

但是由于氧化锆陶瓷烧结以后硬度太高，物理加工难度大，良品率较低，因此与玻璃机壳相比，目前陶瓷机壳仍在成本上明显高于玻璃和金属材料。

**图表38：陶瓷机壳与玻璃机壳相比在生产良率上有较大劣势**

对比项目	玻璃	陶瓷
主要材料	二氧化硅	粘土、氧化铝、高岭土等
成本	单片 3D 玻璃 70 元左右 单片 2.5D 玻璃 25 元左右	单片平均价格 200 元左右
轻薄度	优	良
硬度	高	高
抗摔性	高	低
可塑性	强	弱
美观度	高	中
生产良率	高	低
是否可大规模量产	是	否

资料来源：中国玻璃网，华泰证券研究所

我们认为目前时点看，陶瓷产品良率低、成本高，正是由于产业规模不足，尚未形成良好的规模效应。而此前国内金属机壳加工龙头长盈精密与陶瓷材料龙头三环集团合作成立东莞长盈三环，投资 87 亿元用于生产智能终端及智能穿戴产品的陶瓷外观件及模组，将有助整合行业资源，推动产业整体的效率提升和成本降低，但尚需观察成本的下降程度。

## 颜值时代下，结构件设备商产业布局得当，与时代共舞

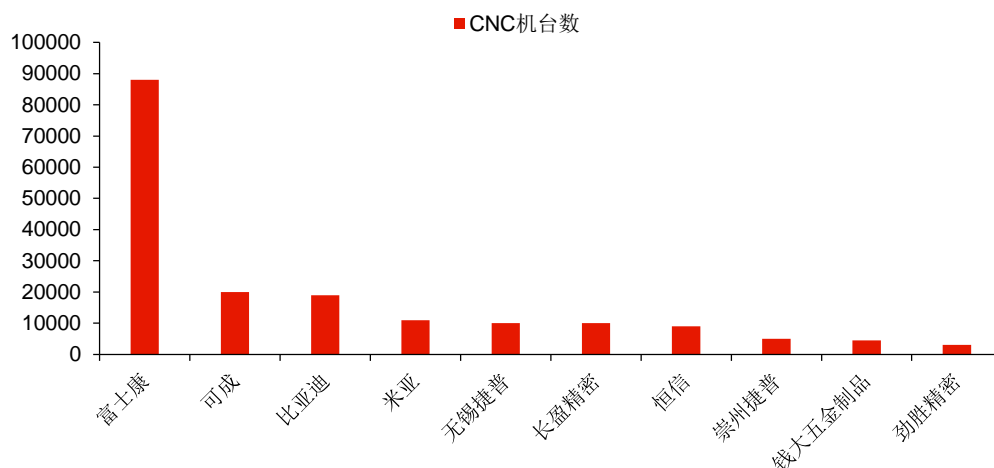
2015年底，劲胜精密收购创世纪100%股权，进入高端数控机床行业。创世纪旗下拥有 Taikan 台群、Yuken 宇德两大品牌，数控机床产品品种齐全，涵括钻铣攻牙机、高速加工中心机、高光机、玻璃机、扫光机、硬轨线轨加工中心机、龙门加工中心机、高速雕铣机、等系列精密加工设备。经过多年的发展，创世纪已经成为国内高端智能装备龙头企业。

### 金属加工市场激战正酣，大厂扩产不息

15年以后，市场担心金属 CNC 随着比亚迪、长盈等加工大厂扩设备进度放缓，担心创世纪的 CNC 销售高景气度不再持续。但实质上，从我们统计的数据来看，金属加工市场，大厂扩产不息，同时还有很多外协厂也因大厂的要求在不断的扩充中。

根据旭日产业数据，2015年全球前十大 CNC 加工厂商分别为富士康、可成、比亚迪、米亚、无锡捷普、长盈精密、恒信、崇州捷普、钱大五金制品、劲胜精密，其中富士康的 CNC 机台数约 8.8 万台，台湾大厂可成约 2 万台，本土龙头大厂比亚迪、长盈、劲胜分别有 1.9 万台、1 万台、3 千台。

图表39： 2015年全球TOP10CNC加工厂商机台数/单位：台



资料来源：旭日产研，华泰证券研究所

随着越来越多的精密结构件行业公司实现资产的证券化，包括新上市的科森科技、捷荣科技、科达利，被并购的威博精密、富诚达、兴科电子，金属精密结构件加工行业随着手机金属化率的提升、材质的改变，市场空间依然在不断提升，产能仍在积极扩张。

**图表40： 金属加工行业持续资本化**

公司	类型	标的	承诺业绩	融资规模（扣除现金支付的融资）
科森科技	IPO			10 亿
科达利	IPO			13 亿
捷荣科技	IPO			4 亿
安洁科技	收购	威博精密	3.3 亿/4.2 亿/5.3 亿	5 亿
奋达科技	收购	富诚达	2 亿/2.6 亿/3.5 亿，合计不低于 8.1	0.415 亿
奋达科技	收购	欧朋达	1.1 亿/1.32 亿/1.58 亿	1 亿
银禧科技	收购	兴科电子	16-18: 2 亿/2.4 亿/2.9 亿	0.5445 亿
江粉磁材	收购	东方亮彩	15-17: 1.15/1.425/1.8 亿	6.5 亿
江粉磁材	收购	帝晶光电	15-17: 1、1.3、1.7 亿	0.775 亿
星星科技	收购	深圳联懋	14-17 扣非 : 0.8/1.5/1.8/2.16 亿	1.866 亿
永贵电器	收购	翊腾电子	16-17 扣非: 0.875、1.09 亿	4.328 亿
汇冠股份	收购	旺鑫精密	14-16: :0.95/1.15/1.4 亿	0.992 亿
长盈精密	投资			5000 台 CNC
劲胜精密	投资			3000 台 CNC
蓝思科技	投资			2.05 亿收购深圳梦之坊
瑞声科技	投资			10 亿美元，一期 2.2 亿美元

资料来源：华泰证券研究所

截止至 2016 年，创世纪机械 CNC 金属加工设备月产量可达 1500-2000 台，年销售超过 1 万台，是比亚迪、长盈精密、劲胜精密等 CNC 金属加工厂家的主要设备供应商，也是国内 CNC 累计销售台数最多的设备供应商。

### 精雕机布局正当时，迎接市场容量翻倍大宴

在 OLED 柔性显示、无线充电、3D 玻璃等技术日渐成熟的基础上，“金属中框+双玻璃”方案大概率成为新一代高端智能手机的外观潮流。

### 玻璃盖板需求增长明确，带动强劲设备需求

可以看到在 2015-16 年间采用双玻璃方案的机型明显增多，仅 16 年发布的就有约 12 款，其中采用 3D 玻璃作为后盖板的达到 5 款，重视无线充电技术应用的三星更是成为玻璃机壳的忠实拥趸。

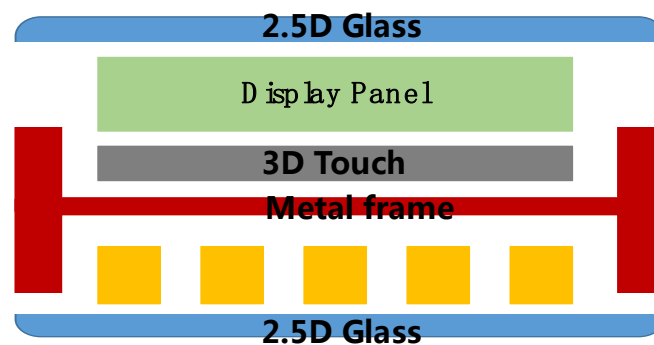
**图表41: 玻璃机壳有望引领下一波智能手机的外观风潮**

时间	手机品牌	机型	机壳方案	上市时间
2010年	苹果	iPhone 4	2D	Jun-10
2011年	苹果	iPhone 4s	2D	Oct-11
2013年	索尼	Xperia Z	2D	Jan-13
2014年	OPPO	R1S	2.5D	Apr-14
	华为	Ascend P7	2D	May-14
	华为	荣耀 6 plus	2D	Nov-14
	酷派	新 k1	2.5D	Nov-14
2015年	小米	note	2.5D	Jan-15
	三星	GALAXY S6 Edge	2.5D	Mar-15
	三星	GALAXY S6	2.5D	Mar-15
	金立	elif e s7	2.5D	Mar-15
	vivo	X5pro	2.5D	May-15
	三星	GALAXY S6 Edge+	2.5D	Aug-15
	三星	GALAXY Note 5	2.5D	Aug-15
	朵唯	L5 PLUS	2.5D	Aug-15
	三星	GALAXY A7(A7100)	2.5D	Sep-15
	三星	GALAXY A5(A5100)	2.5D	Sep-15
	Gigaset	ME	2.5D	Oct-15
	Nubia	z9	2.5D	Oct-15
	一加	X	2.5D	Oct-15
	三星	GALAXY A9	2.5D	Dec-15
	小辣椒	s3	2.5D	Dec-15
	2016年	Nubia	布拉格 S	2.5D
三星		GALAXY S7	3D	Feb-16
酷派		锋尚 mini	2.5D	Feb-16
小米		小米 5 3D 玻璃版	3D	Apr-16
联想		ZUK Z2 PRO	3D	Apr-16
华为		荣耀 8	2.5D	Jul-16
魅族		魅蓝 U20/10	2.5D	Aug-16
三星		GALAXY Note 7	2.5D	Sep-16
华硕		zenfone 3 灵智	2.5D	Sep-16
TCL		520&720	2.5D	Sep-16
三星		GALAXY S7 Edge	3D	Oct-16
小米		Note2	3D	Oct-16

资料来源: ZOL, 华泰证券研究所

此外, 我们认为在今年下半年苹果推出的新款 iPhone 上将大概率采用双 2.5D 玻璃方案, 以苹果的品牌影响力和市场地位, 有望推进双玻璃方案的渗透进程。

**图表42: 金属中框+双 2.5D 玻璃的苹果手机结构示意图**



资料来源: 华泰证券研究所

根据 IDC 对全球智能手机市场规模的预测，2016-2018 年智能手机的出货量将达到 15.1 亿、15.9 亿、16.7 亿部，参照金属机壳渗透率提升的历程，17、18 年的玻璃机壳渗透率有望达到 13%、36%，对应的玻璃后盖板规模分别为 2.07 亿片、6.01 亿片，相对于 16 年 15.7 亿片的规模增长 14.41%、26.41%。

**图表43： 17、18 年玻璃后盖板规模有望达到 2.07 亿片、6.01 亿片**

	2015	2016E	2017E	2018E
智能手机市场	14.3	15.1	15.9	16.7
前玻璃盖板/亿片	14.30	15.10	15.90	16.70
玻璃机壳渗透率	1.00%	4.00%	13.00%	36.00%
玻璃后盖板/亿片	0.14	0.60	2.07	6.01
玻璃盖板需求量相对于 16 年增长率			14.41%	26.41%

资料来源：IDC，中证网，华泰证券研究所

未来不论是 2.5D、3D 玻璃在手机前盖板市场的渗透，还是双玻璃方案下玻璃盖板在手机后盖板的应用都将大幅提升玻璃盖板产业的产值，推升相关企业的盈利能力。在此趋势下，玻璃盖板加工设备的需求确定。

### 精雕机及热弯机均已布局，金属 CNC 产品经验+客户结构利于新品推广

玻璃精雕机的国内主要生产厂商包括北京精雕、大宇精雕、恒远精密、大量科技、劲胜精密全资子公司创世纪。在双玻璃方案带动玻璃盖板市场空间快速增长的背景下，创世纪凭借在消费电子细分领域的优势，借助国际领先水平的高速钻铣加工设备所积累的品牌影响力以及丰富优质的客户结构，有望快速推广自身的精雕机产品。

**图表44： 国内精雕机设备主要生产商**

公司名称	公司介绍
北京精雕	成立于 1994 年，坐落于北京石龙工业区，是国内最大的精雕机生产企业
大宇精雕	成立于 2010 年 11 月，位于深圳，技术实力强，已被智慧松德收购
恒远精密	在东莞、苏州两地拥有精雕机生产基地，设备主要应用于手机制造业、玻璃制造业、数码产品制造业等
大量科技	成立于 1980 年，位于中国台湾，13 年在台湾上市，主要从事 PCB 设备制造、玻璃精雕机、贴合设备等
劲胜精密	通过收购创世纪进军智能装备，公司高速钻攻机床市场占有率领先，高光机和玻璃精雕机已经量产出货

资料来源：田中精机，华泰证券研究所

创世纪已经成功拓展玻璃精雕、2.5D 扫光等设备、3D 热压玻璃设备、陶瓷加工设备等产品，目前公司玻璃精雕机已经实现批量生产及销售，2017 年我们预计将给创世纪贡献除金属 CNC 外的增量收入。

创世纪目前也在紧跟行业需求，积极开发热弯机产品，根据我们从产业链了解的情况，公司 3D 热弯机样机已开发完毕，产品有望在 2017 年推向市场，进一步完善公司在玻璃加工领域的产品布局，优化产品结构，享受 3D 玻璃需求成长带来的机会。

图表45: 玻璃精雕机示例



资料来源: 创世纪, 华泰证券研究所

图表46: 热弯机示例

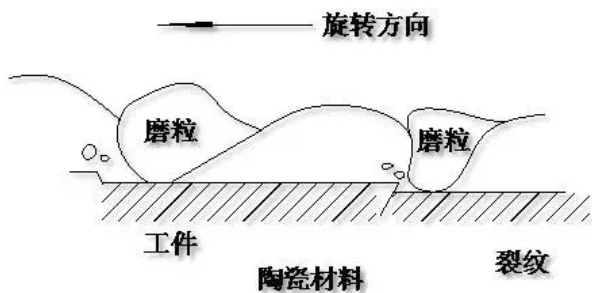


资料来源: 凯迪碳素官网, 华泰证券研究所

**若陶瓷市场未来随技术进步逐步释放, 陶瓷 CNC 创世纪地处国内第一供应梯队**

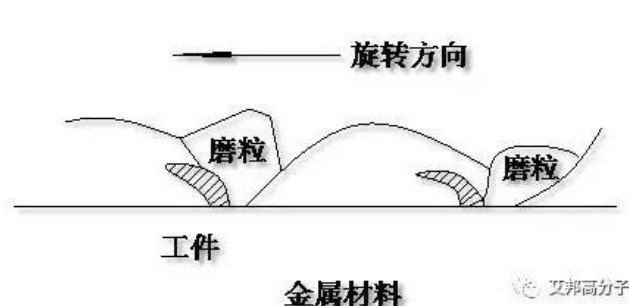
陶瓷 CNC 加工主要是用于机身的修整处理, 使陶瓷胚体更加柔和, 观感更舒适。陶瓷属于硬质材料, 其磨削机理与金属材料有很大的差别。陶瓷磨削过程中, 材料脆性剥离是通过空隙和裂纹的形成或延展、剥落及碎裂等方式来完成的。

图表47: 陶瓷材料磨削原理



资料来源: 艾邦高分子, 华泰证券研究所

图表48: 金属材料磨削原理



资料来源: 艾邦高分子, 华泰证券研究所

陶瓷 CNC 和金属 CNC 的装备生产上, 部分领域共通, 但因为材质差异带来生产过程中的差异, 金属 CNC 还需通过改进才能更好满足陶瓷加工之需。

图表49: 陶瓷 CNC 与金属 CNC 对比

类型	金属 CNC	陶瓷 CNC
刀具材质	钨钢	金刚石磨头
冷却液种类	油性	水性
加工效率	快	慢
加工碎屑	铝渣等块状	磨削的细粉末对于传动结构密封性要求更高
设备稳定性要求	由于加工基体软, 加工时设备抖动小	加工对象硬度大, 加工时机身抖动大

资料来源: 田中精机, 华泰证券研究所

目前陶瓷 CNC 设备主要企业为北京精雕、创世纪、久久精工、诠脑机电、环球同创等。创世纪处于国内第一供应商梯队。

### 步步为营，与行业需求变更共发展

2015 年，劲胜精密收购创世纪当时，市场对于收购时点，有过部分隐忧，一来担心金属高景气见顶，设备是需求的二阶导，受影响体现的会更早；二来因看不清创世纪的下一步而担心。

如今，创世纪战略清晰，步步为营。创世纪紧跟消费电子行业需求变化，凭借多年 3C 行业设备商深耕的经验及积攒的良性客户结构，又具备及时发掘 3C 行业需求变化的敏锐眼光，同时结求研发出对应的设备，并因行业理解及完备的制造能力保证品质；持续扩大自己的版图，而不是仅仅局限于一个领域。



## 快乐的“军火商”，业绩再超预期

劲胜精密母公司作为消费电子精密结构件的众多主流客户的核心供应商，全资子公司创世纪作为精密制造行业的核心设备供应商，在不同的领域，紧跟行业分别扮演着灵活的快乐“军火商”角色。

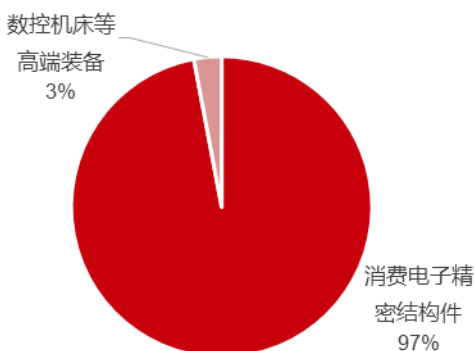
### 转型阵痛基本度过，16年净利润取得超预期增长

2015年，受公司主要客户塑胶精密结构件订单大幅下滑影响，塑料精密结构件营收同比下降46.73%。因此公司加速由塑胶向金属升级拓展，但是由于金属产品开发周期长、开发及试产费用增加及生产规模扩大，公司15年营收、归母净利润分别为35.67亿元、-4.71亿元。分别同比下滑10.4%、732.85%。

2016年上半年个别大客户对自身产品销售的乐观预估导致的预留产能使用率低，以及金属结构件直通率的爬坡，对劲胜精密结构件的业绩带来了一定的影响。

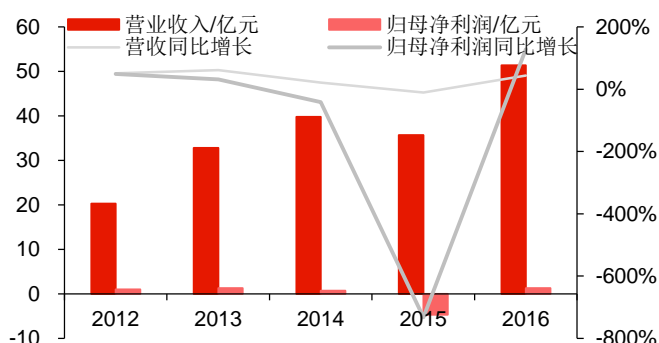
但不可忽视2016年劲胜精密母公司及创世纪两方面都做了很多经营上的努力，具体措施前文已作分析，不再赘述。16年年报显示，公司营收51.36亿元，同比增长44.01%，归母净利润扭亏至1.31亿元，同比增长127.94%。劲胜精密的综合业绩实现了超预期的增长。

图表50：公司历史营收以消费电子精密结构件为主



资料来源：2015年公司年报，华泰证券研究所

图表51：2016年业绩取得超预期增长



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

### 在16年基础上，17年进入正向循环的一年，1季报持续超预期只是开端

劲胜精密公告一季度业绩上修，从此前预期的1.15-1.2亿，上修至1.4-1.45亿，其中非经常性损益影响为3200万-3500万，主要来自智能制造补贴以及软件著作权退税。主营业务方面，创世纪由于金属CNC及玻璃精雕机销售良好，业绩贡献上修至9000万+，传统机壳业务维持2000万的业绩预测。

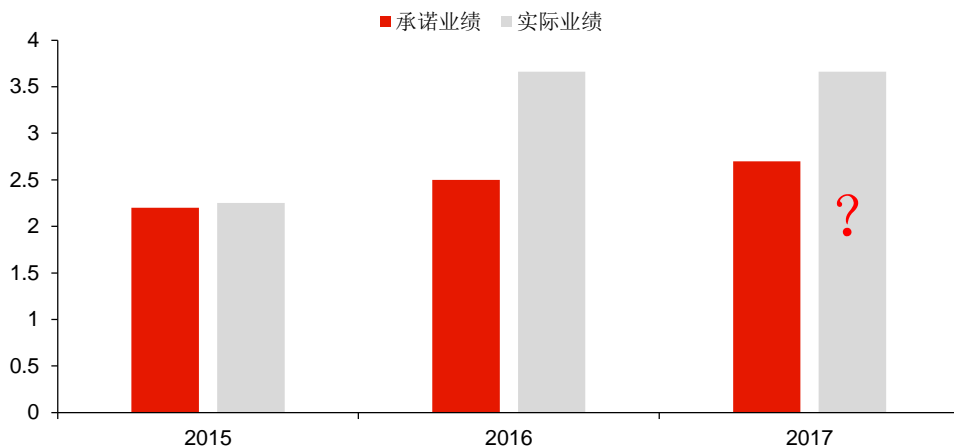
值得注意的是2点：

- 1、**劲胜精密主业转正。**这是16年塑胶结构件事业部减员增效、客户调整、自动化提升及金属结构件事业部技改带来良率提升这些实实在在改变带来的好结果。
- 2、**创世纪金属CNC和玻璃精雕机销售超预期，目前一个季度已完成2017年承诺业绩的33%。**这也与前期我们从行业调研得出的判断一致：**金属大厂扩产不息，金属加工市场行业资本化；创世纪精雕机延续金属CNC辉煌。**

**创世纪承诺利润&股权激励目标完成确定性强,精雕机设备将显著增厚业绩**

公司于15年8月3日公告收购创世纪100%股权,创世纪15-17年的承诺净利润不低于2.26亿元、2.52亿元、2.71亿元。根据公司最新公布的财报,2016年创世纪实现营收15.51亿元,净利润达到3.66亿,超额完成2016年承诺净利润,达承诺净利润的145.2%。而2017年1季度已完成当年承诺业绩的33%,承诺利润完成的确定性强。

图表52: 创世纪承诺利润确定性强



资料来源:公司公告,华泰证券研究所

2016年11月28日,公司公告股权激励方案,以2016年为T年,拟向公司高级管理人员、管理骨干、核心技术人员等授予不超过1000万股限制性股票,约占公司当前总股本的0.7%。其中首次授予限制性股票900万股,占当前总股本的0.63%;预留限制性股票100万股,占当前总股本的0.07%,授予价格为4.03元/股。此次股权激励方案将公司高管利益与公司业绩充分绑定,将更大程度激发公司的发展动力。

图表53: 授予的限制性股票在T至T+2年业绩指标

解除限售期	占获授限制性股票数量比例	业绩考核目标
第一个解除限售期	40%	T年净利润不低于7000万元
第二个解除限售期	30%	T+1年净利润不低于35000万元
第三个解除限售期	30%	T+2年净利润不低于38000万元

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

从1季度预告的业绩来看,目前一个季度已完成业绩考核目标的40+,大幅度超越股权激励方案2017年业绩考核目标是大概率事件。

2017年在智能手机双玻璃方案的趋势下,手机玻璃盖板生产商采购精雕机设备的需求确定,公司有望进入蓝思、伯恩、富士康等企业的设备供应链,我们预计总出货量在4K-5K台,按照平均25万元-30万元/台的单价计算,将贡献10亿至15亿元的营收规模,精雕机产品的量产出货将显著增厚公司业绩。

## 首次进军汽车智能制造，智能制造业务板块加速推进

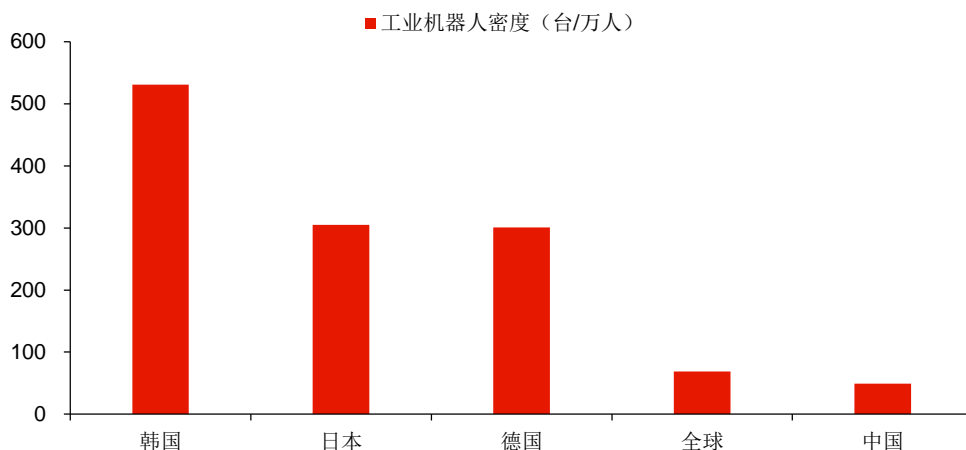
### 加速国内制造业自动化改造进程势在必行，国产设备竞争力与日俱增

2016年11月21日，美国新当选总统特朗普发表视频讲话，发布其政策计划。在就职首日即将施行的6大政策中，第一项就是在贸易方面退出TPP，提出将重新谈判公正的双边贸易协定，将就业和产业带回美国。特朗普的当选显示出美国贸易保护主义抬头的趋势，反映出了美国社会中存在着的反自由贸易的政治情绪，以及人民对于工作、民生的关注。

目前中国制造业面临着劳动密集型制造业的订单被印度、越南等人工成本更低的国家抢走和欧美日等国家制造业回归本土趋势的双重压力，预计制造业自动化需求将大幅增长，发展速度将加快。

当前中国制造业的工业机器人密度仍然处于落后水平，提升空间广阔。2015年全球平均工业机器人密度为66台/万人，韩国密度最高，达到478台/万人，中国台湾地区水平为138台/万人，而中国大陆仅为36台/万人。

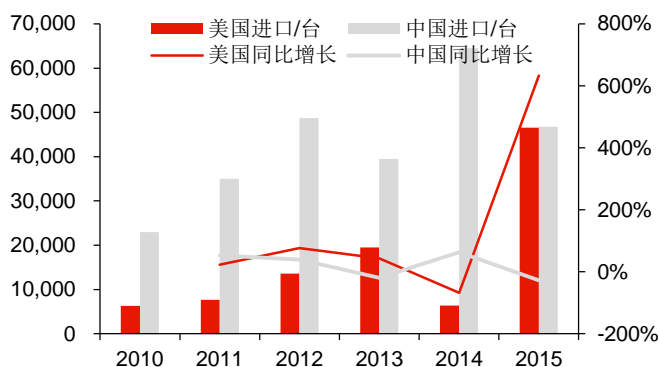
图表54：中国制造业的工业机器人密度仍然处于落后水平，提升空间广阔



资料来源：Wind，华泰证券研究所

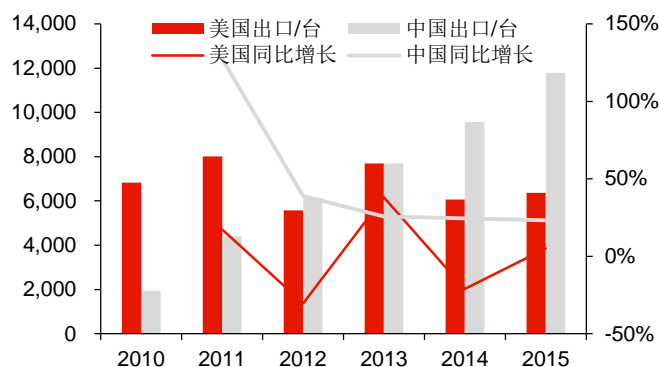
根据10-15年工业机器人进出口数据可见，15年中国进口工业机器人4.68万台，同比下降27%，出口工业机器人1.18万台，同比增长保持在20%以上水平。反映出本土自动化设备技术水平的提升。相比之下，美国的工业机器人进口数量则呈现明显上升态势。

图表55：15年中国进口工业机器人数量同比下降明显



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表56：10-15年中国出口工业机器人数量同比增速稳定



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 公司涉足智能装备制造、产线改造及服务全业务链

公司在通过收购**创世纪**快速进入**高端数控机床制造行业**的同时，间接取得了**嘉熠精密 40%**股权，为**嘉熠精密**第一大股东。

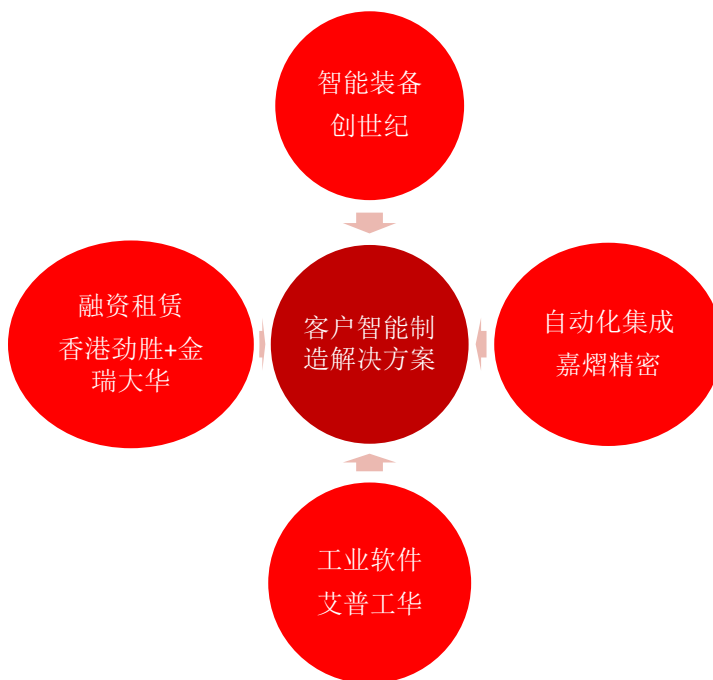
**嘉熠精密**所主营的**自动化生产线能够替代需要大量人力进行生产的传统加工生产模式**，通过自动化改造可有效减少公司人力、优化生产管控，从而提升生产效益，具备良好的应用价值和**市场空间**。**嘉熠精密**的主要客户为国内消费电子以及汽车制造企业，包括**富士康、比亚迪**等。16年上半年共计实现营收**6378.23**万元，净利润**726.16**万元，净利润率达到了**11.54%**。在工业 4.0 持续推进，国内自动化产线改造需求迫切的条件下，16-17 年仍有望取得高增长。

除了智能装备制造、产线改造之外，公司在 15 年 12 月参股了**艾普工华 8.42%**股权，将智能装备的业务拓展到服务领域。**艾普工华**的主要产品是**国产系统软件**，为离散制造业提供**高效、可靠、智能的数字化制造运营 MES 解决方案、项目实施及运维服务**。公司的主要客户包括**中国南车、三一重工、宇通客车、太原重工、江淮汽车、特变电工、经纬纺机、中航工业、成飞、沈飞**等等。

2017 年 3 月，**劲胜精密**为全面落实智能制造战略，促进数控机床、玻璃精雕机等高端装备、智能自动化生产线等产品销售，形成数控机床、玻璃精雕机等高端装备制造业务与融资租赁业务协同发展的良性循环，向全资子公司**劲胜技术责任有限公司**（以下简称“**香港劲胜**”）增资不超过**2,500.00**万元人民币，**香港劲胜**与关联方**深圳金瑞大华企业管理有限公司**（以下简称“**金瑞大华**”）共同对外投资设立**融资租赁公司**。

届时，**劲胜**智能制造全业务链基本形成。

图表57：劲胜精密智能制造全业务链



资料来源：华泰证券研究所

## 公司在智能装备领域战绩突出，获得政府认可与支持

在推进自身产线自动化建设方面，公司的“移动终端金属加工智能制造新模式”项目是国家工业和信息化部全国首批智能制造专项项目，获得了国家和地方政府的大力支持，承担着草拟 3C 制造企业、行业、国家智能制造六项标准的任务。同时，公司将在当地政府的组织下，率先在东莞市范围内为存在转变生产方式需求的厂商提供智能工厂改造的服务业务。

图表58：工信部智能制造试点示范项目车间



资料来源：劲胜精密官网，华泰证券研究所

## 首次进军汽车智能制造，加速产业布局

公司近期公告了与湘油泵（603319）签订智能制造服务订单，提供智能制造信息化改造服务，本次与湘油泵签署协议，为湘油泵进行整体业务流程规划及 OA 办公自动化系统、ERP 企业资源计划系统、PLM 产品生命周期管理系统、APS 高级生产排程系统、MES 生产制造执行系统、基础数据采集等信息化软件数据的集成服务，从而为湘油泵打造完整的智能制造信息化系统解决方案，助力其转型升级为国际一流汽车配件供应商。

公司此次成功进入智能制造服务领域，特别是进入汽车零部件行业，有两大意义：一方面标志着公司依托自身制造经验和高端装备制造能力成功突围智能制造服务行业；另一方面，公司能够在传统 3C 行业之外，切入空间广阔的汽车零配件市场，具有标志性意义！

## 投资建议

考虑到公司2016年装备类业务超预期,以及2017年一季报的1.4亿-1.45亿的业绩预告。我们判断公司主业金属CNC设备在2017年保持持续的稳定成长,而玻璃精雕机有望突破2-3家行业龙头客户,实现1.5亿的利润贡献。考虑到公司传统业务一季度已经实现扭亏,我们预计全年传统业务实现净利润1亿元,据此我们上修盈利预测为2017-19年7.02亿,10.74亿,14.64亿元,目前股价对应估值为18.34X,12.0X,8.8X,考虑到公司业绩的快速增长,电子行业及高端装备行业可比公司估值,我们认为合理估值为17年30X-35X,上调目标价为14.7元~17.15元,重申买入评级!

图表59: 劲胜精密主营业务拆分预测(单位:百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>CNC 设备</b>						
收入		1303	1547	2011	2212	2433
增速			18.69%	30.00%	10.00%	10.00%
毛利率		35.47%	40.32%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>玻璃精雕机</b>						
收入				800	1440	1872
增速					80.00%	30.00%
毛利率				45.00%	45.00%	45.00%
<b>自动化改造</b>						
收入				200	800	1200
增速					300.00%	50.00%
毛利率				35%	35%	35%
<b>塑料结构件</b>						
收入	3238	2267	1813	1451	1378	1240
增速		-30.00%	-20.00%	-20.00%	-5.00%	-10.00%
毛利率	17.39%	11.00%	16.69%	16.00%	16.00%	16.00%
<b>金属结构件</b>						
收入	309	618	1360	2719	4895	6363
增速		100.00%	120.00%	100.00%	80.00%	30.00%
毛利率		20.00%	23.83%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>光学玻璃</b>						
收入	229	343	412	412	453	543
增速		49.78%	20.00%	0.00%	10.00%	20.00%
毛利率	18.46%	12.64%	16.00%	18.00%	18.00%	18.00%
<b>粉末冶金</b>						
收入	55	83	116	128	141	155
增速			40%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率	40.00%	20.00%	25.00%	20.00%	20.00%	20.00%
<b>其他</b>						
收入	150	256	-111	56	72	94
增速		71.29%	-143.51%	-150.00%	30.00%	30.00%
毛利率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表60: 可比公司估值情况**

代码	简称	股价市值(单位:百万)		2017 净利润 E	2017PE
300083	劲胜精密	9.04	12,927	702	18.34
300461	田中精机	63.1	4200	93.41	44.96
300173	智慧松德	13.86	8140	150	54.26

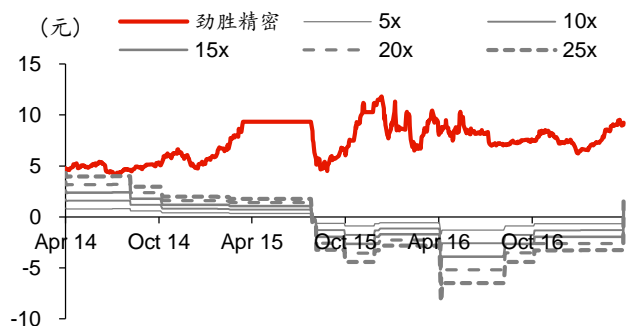
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

### 风险提示

精雕机产品出货量低于预期; 金属结构件业务增长低于预期。

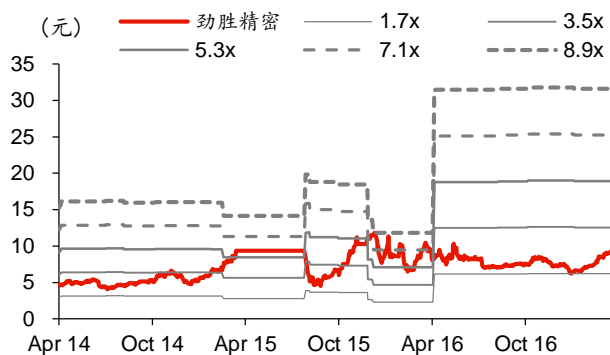
### PE/PB - Bands

**图表61: 劲胜精密历史 PE-Bands**



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表62: 劲胜精密历史 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	4,902	5,657	6,343	9,929	12,524
现金	1,562	897.71	1,944	2,848	3,475
应收账款	1,116	1,192	1,557	2,587	3,431
其他应收账款	93.78	174.61	106.79	219.45	232.08
预付账款	114.69	52.57	227.78	341.35	391.53
存货	1,627	2,823	2,016	3,173	3,966
其他流动资产	388.29	517.33	491.80	760.71	1,028
非流动资产	3,871	3,985	3,860	3,754	3,628
长期投资	13.47	20.20	13.47	13.47	13.47
固定投资	1,632	1,687	1,792	1,780	1,732
无形资产	149.67	163.69	151.60	136.24	122.52
其他非流动资产	2,075	2,114	1,903	1,824	1,760
资产总计	8,773	9,643	10,203	13,683	16,152
流动负债	3,294	3,970	3,983	6,385	7,384
短期借款	436.06	589.92	675.37	1,336	1,111
应付账款	1,436	1,292	1,956	3,070	3,888
其他流动负债	1,422	2,089	1,351	1,979	2,385
非流动负债	494.71	550.84	396.84	400.45	406.31
长期借款	110.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	384.71	550.84	396.84	400.45	406.31
负债合计	3,789	4,521	4,380	6,786	7,791
少数股东权益	0.85	0.00	0.03	0.07	0.12
股本	355.89	1,424	1,424	1,424	1,424
资本公积	4,684	3,619	3,619	3,619	3,619
留存公积	(55.92)	75.52	780.76	1,855	3,319
归属母公司股	4,983	5,121	5,823	6,897	8,362
负债和股东权益	8,773	9,643	10,203	13,683	16,152

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(529.94)	(337.35)	1,113	412.42	1,010
净利润	(471.54)	131.45	701.67	1,074	1,464
折旧摊销	252.04	269.61	234.66	260.38	277.36
财务费用	31.15	22.43	(11.57)	(24.06)	(39.48)
投资损失	0.03	(2.17)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(561.78)	(861.41)	85.91	(1,067)	(811.04)
其他经营现金	220.17	102.74	102.40	169.48	118.84
投资活动现金	(249.07)	(749.16)	(160.28)	(194.91)	(196.29)
资本支出	556.74	228.51	150.00	150.00	150.00
长期投资	6.85	0.72	(11.85)	0.00	0.00
其他投资现金	314.52	(519.93)	(22.13)	(44.91)	(46.29)
筹资活动现金	2,127	421.00	93.50	686.14	(186.33)
短期借款	(97.05)	153.87	85.45	660.83	(225.18)
长期借款	0.00	(110.00)	0.00	0.00	0.00
普通股增加	154.59	1,068	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3,819	(1,065)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,749)	374.62	8.06	25.31	38.85
现金净增加额	1,348	(664.61)	1,046	903.65	627.53

### 利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,567	5,136	7,776	11,391	13,901
营业成本	3,112	3,944	5,519	8,010	9,728
营业税金及附加	13.08	22.12	32.35	46.07	57.98
营业费用	149.58	192.67	298.94	440.99	534.12
管理费用	562.02	738.85	1,065	1,561	1,779
财务费用	31.15	22.43	(11.57)	(24.06)	(39.48)
资产减值损失	222.17	54.11	50.00	40.00	35.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.03)	2.17	0.00	0.00	0.00
营业利润	(523.80)	164.73	822.09	1,318	1,806
营业外收入	31.09	67.26	80.00	50.00	50.00
营业外支出	8.76	19.74	25.00	25.00	25.00
利润总额	(501.47)	212.25	877.09	1,343	1,831
所得税	(29.93)	80.80	175.42	268.52	366.12
净利润	(471.54)	131.45	701.67	1,074	1,464
少数股东损益	(1.04)	0.01	0.03	0.04	0.05
归属母公司净利润	(470.50)	131.44	701.65	1,074	1,464
EBITDA	(240.62)	456.76	1,045	1,554	2,043
EPS (元)	(0.33)	0.09	0.49	0.75	1.03

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(10.40)	44.01	51.40	46.48	22.04
营业利润	(760.74)	131.45	399.07	60.27	37.04
归属母公司净利润	(732.85)	127.94	433.81	53.07	36.35
获利能力 (%)					
毛利率	12.74	23.22	29.03	29.68	30.02
净利率	(13.19)	2.56	9.02	9.43	10.53
ROE	(9.44)	2.57	12.05	15.57	17.51
ROIC	(11.60)	2.38	13.87	18.94	23.42
偿债能力					
资产负债率 (%)	43.19	46.89	42.93	49.59	48.23
净负债比率 (%)	14.41	13.05	15.42	19.69	14.26
流动比率	1.49	1.42	1.59	1.56	1.70
速动比率	0.95	0.70	1.06	1.03	1.12
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.56	0.78	0.95	0.93
应收账款周转率	3.76	4.20	5.35	5.18	4.35
应付账款周转率	2.47	2.89	3.40	3.19	2.80
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.33)	0.09	0.49	0.75	1.03
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.37)	(0.24)	0.78	0.29	0.71
每股净资产(最新摊薄)	3.50	3.60	4.09	4.84	5.87
估值比率					
PE (倍)	(27.35)	97.91	18.34	11.98	8.79
PB (倍)	2.58	2.51	2.21	1.87	1.54
EV_EBITDA (倍)	(52.18)	27.49	12.01	8.08	6.14

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：A0K809

©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