

公司研究/季报点评

2017年04月25日

家用电器/小家电 II

投资评级：买入（维持评级）

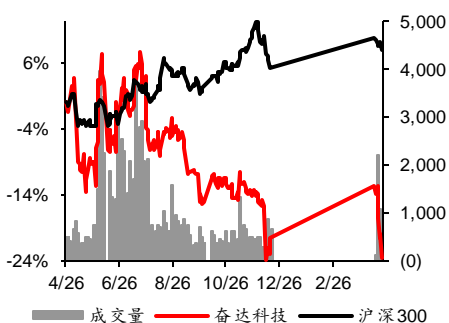
当前价格(元): 12.4
合理价格区间(元): 17.20-19.35

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

相关研究

- 1 《奋达科技(002681,买入): 并购苹果供应商, 利润增厚近五成》2017.04
- 2 《奋达科技(002681,买入): 业绩加速高增长, 剑指苹果产业链》2017.03
- 3 《奋达科技(002681): 国产手机份额提升, 业绩增长有望加速》2016.10

股价走势图



资料来源: Wind

订单延后, 马上回来

奋达科技(002681)

2017 全年业绩增长确定

我们分析认为, VIVO 订单延后确认, 影响奋达 2017Q1 业绩增速, 但不影响全年增长态势。随着对 VIVO 出货的恢复、索尼等其他客户的订单增加, 公司业绩即将重回增长轨道。同时, 奋达并购富诚达切入苹果产业链, 将为持续高增长提供支撑。

2017Q1 业绩增速下行, 预计全年增长趋势不变

奋达科技 2017Q1 单季度实现收入 3.5 亿元, YoY+14.2%; 实现业绩 4487.3 万元, YoY-16.1%; 实现 EPS0.036 元; 公司收入与业绩增速略低于市场预期。同时, 公司预测 2017H1 业绩变动幅度为 0%-30%。结合对产业链的跟踪和公司交流, 我们认为 2017Q1 业绩增速下滑, 主要原因是下游大客户订单延后确认, 全年业绩增长的趋势不变。2017Q1 公司毛利率同比下降 4.3pct 至 27.3%; 由于市场推广费用与债券利息支出增加, 期间费用率同比提升 2.6pct 至 16.2%。整体来看, 公司归母净利率同比下滑 4.5pct 至 12.7%。

VIVO 订单延后, 即将恢复快速增长

VIVO 为奋达旗下子公司欧朋达的重要客户之一。从我们对产业链的跟踪情况来看, VIVO 在 2017Q1 致力于清理原有机型的库存。我们分析认为, 这一进程可能导致 VIVO 的部分订单延后至二季度确认, 影响奋达当期的财务数据。但是, 随着对 VIVO 出货的恢复、索尼等其他重要客户的订单增加, 公司业绩有望重回快速增长的轨道。此前, 奋达第二期股权激励计划延长锁定期, 激励对象包括欧朋达高管, 也彰显了欧朋达管理层对奋达未来发展的坚定信心。

并购富诚达协同效应显著, 大概率兑现完成业绩承诺

奋达旗下欧朋达与富诚达均为精密金属结构件生产厂商, 并购产生的产能与客户协同效应显著。富诚达由于融资渠道单一, 过往发展受制于产能, 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。截至 2017 年 3 月底, 富诚达在手订单约 11 亿元, 按照 2016 年利润率水平对应业绩贡献 2.1 亿元。结合当前的经营态势, 我们认为富诚达将大概率超额兑现业绩承诺。

全年业绩增长明确, 维持“买入”评级

我们认为, 奋达当期业绩主要受到订单延后确认的影响, 全年经营态势不变, 2017Q1 为全年业绩增速低点。随着短期影响因素消除, 公司业绩将恢复高速增长。同时, 奋达并购富诚达协同效应显著, 2017 年将大概率超额兑现业绩承诺。预计奋达科技 2017-2019 年 EPS 分别为 0.43/0.58/0.77 元, 给予 2017 年 40-45 倍 PE, 目标价格区间为 17.20-19.35 元, 维持“买入”评级。近期由于市场风格影响, 奋达复牌后股价有所回调。但公司基本面坚实, 属于被错杀的优质品种, 建议投资者积极关注。

风险提示: 外观件材料急速迭代, 原材料与人工成本上涨。

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	3,435	4,381
+/-%	59.61	21.98	27.98	27.60	27.52
归属母公司净利润(百万元)	293.36	385.26	533.93	720.10	954.55
+/-%	101.72	31.33	38.59	34.87	32.56
EPS (元, 最新摊薄)	0.24	0.31	0.43	0.58	0.77
PE (倍)	53.38	40.64	29.33	21.74	16.40

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)	12.35-33.83
总市值(百万元)	15,458
总资产(百万元)	4,146
每股净资产(元)	2.28

资料来源: 公司公告

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

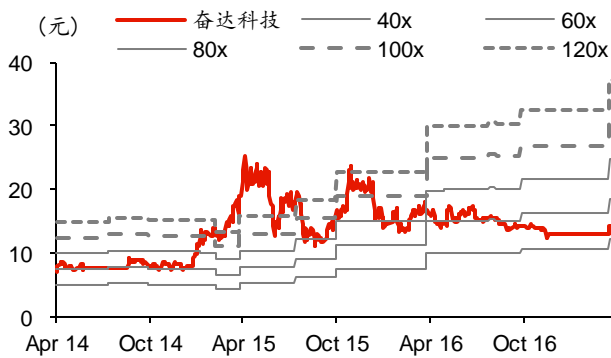
图表1: 公司单季度财务分析

单位: 亿元	2016Q1	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1
营业收入 YoY(%)	18.1	-1.3	22.3	44.5	14.2
归母净利 YoY(%)	39.0	10.4	22.6	50.7	-16.1
ROE(%)	2.1	2.7	4.4	5.2	1.6
扣非后 ROE(%)	2.0	2.7	4.3	4.5	1.3
ROA(%)	1.7	2.2	3.4	3.6	1.1
销售毛利率(%)	31.6	29.8	29.6	32.4	27.3
销售净利率(%)	17.3	15.8	18.6	20.3	12.7
销售商品提供劳务收到的现金	4.9	3.9	6.5	6.2	5.3
经营活动现金净流量	0.4	0.4	2.1	0.8	0.3
购建固定无形长期资产支付的现金	0.7	1.3	1.4	3.6	1.1
投资支付的现金	0.1	0.0	1.0	0.0	0.0
投资活动现金净流量	-1.6	-0.8	-5.2	3.4	-6.7
吸收投资收到的现金	0.0	0.0	0.9	0.0	0.0
取得借款收到的现金	0.0	0.3	4.9	-4.0	0.5
筹资活动现金净流量	-0.1	-0.4	5.6	-0.1	0.4
现金流量净额	-1.3	-0.7	2.5	4.1	-5.6

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

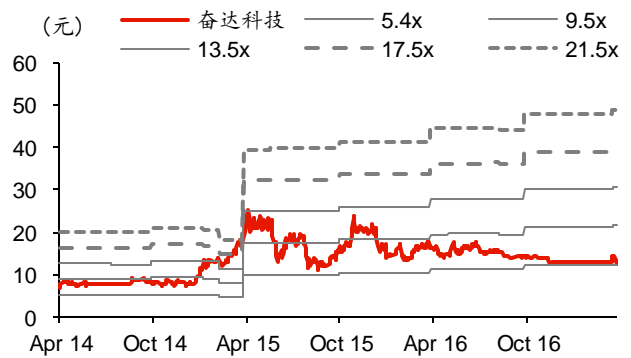
PE/PB - Bands

图表2: 奋达科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 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	2,619	3,517	4,670
现金	610.29	836.06	1,373	1,912	2,662
应收账款	489.83	533.29	683.11	888.23	1,122
其他应收账款	49.85	28.60	53.85	66.37	81.46
预付账款	7.50	9.69	10.17	13.80	17.25
存货	270.88	414.15	435.70	574.60	728.45
其他流动资产	36.00	46.23	62.53	62.34	58.41
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
固定资产投资	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	4,745	5,608	6,711
流动负债	517.45	816.38	745.43	903.05	1,062
短期借款	0.00	122.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	362.40	375.78	487.73	616.31	769.13
其他流动负债	155.05	318.60	257.70	286.75	292.68
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	1,256	1,435	1,614
少数股东权益	1.87	3.29	4.96	7.35	10.45
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	1,633	2,316	3,237
归属母公司股	2,484	2,837	3,484	4,166	5,087
负债和股东权益	3,124	4,146	4,745	5,608	6,711

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	441.33	555.39	735.71
净利润	293.93	386.68	535.60	722.49	957.65
折旧摊销	41.90	63.58	76.19	92.30	100.22
财务费用	(28.75)	(17.41)	(32.22)	(57.53)	(82.63)
投资损失	(9.53)	(3.93)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(88.20)	(109.23)	(154.62)	(212.50)	(251.19)
其他经营现金	23.30	39.20	16.38	10.62	11.66
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	39.31	42.29	69.15
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	142.48	22.35	48.98
现金净增加额	147.36	464.94	537.26	538.61	750.07

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	3,435	4,381
营业成本	1,222	1,454	1,816	2,284	2,875
营业税金及附加	9.58	11.19	14.54	18.46	23.58
营业费用	46.70	42.36	53.84	72.14	96.37
管理费用	152.56	183.62	232.88	295.43	376.74
财务费用	(28.75)	(17.41)	(32.22)	(57.53)	(82.63)
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	598.67	813.56	1,083
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	615.16	829.03	1,098
所得税	46.60	54.28	79.57	106.54	140.43
净利润	293.93	386.68	535.60	722.49	957.65
少数股东损益	0.58	1.42	1.67	2.39	3.10
归属母公司净利润	293.36	385.26	533.93	720.10	954.55
EBITDA	342.21	468.56	642.64	848.34	1,100
EPS(元)	0.48	0.31	0.43	0.58	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	27.60	27.52
营业利润	103.37	28.36	41.73	35.90	33.07
归属母公司净利润	101.72	31.33	38.59	34.87	32.56
获利能力(%)					
毛利率	29.15	30.88	32.55	33.52	34.38
净利率	17.01	18.31	19.83	20.96	21.79
ROE	11.81	13.58	15.33	17.28	18.76
ROIC	13.53	14.88	19.77	24.96	30.94
偿债能力					
资产负债率(%)	20.41	31.49	26.47	25.58	24.05
净负债比率(%)	19.60	17.38	9.29	9.68	9.86
流动比率	2.83	2.29	3.51	3.89	4.40
速动比率	2.30	1.77	2.91	3.24	3.69
营运能力					
总资产周转率	0.76	0.58	0.61	0.66	0.71
应收账款周转率	4.77	3.97	4.27	4.22	4.20
应付账款周转率	4.34	3.94	4.21	4.14	4.15
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.24	0.31	0.43	0.58	0.77
每股经营现金流(最新摊薄)	0.19	0.29	0.35	0.45	0.59
每股净资产(最新摊薄)	1.99	2.28	2.79	3.34	4.08
估值比率					
PE(倍)	53.38	40.64	29.33	21.74	16.40
PB(倍)	6.30	5.52	4.49	3.76	3.08
EV_EBITDA(倍)	44.40	32.43	23.64	17.91	13.81

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 1063211166/传真：86 1063211275

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