

风华高科 (000636) 研究报告

管理改善带来业绩拐点向上，双轮驱动 打造双百亿目标

2017年4月26日

买入 (首次)

证券分析师 徐力

执业资格证书号码: S0600515080001

xul@dwzq.com.cn

010-66573632

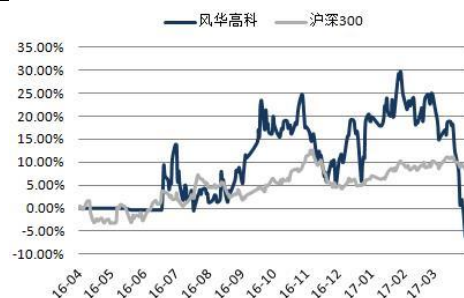
研究助理 孙云翔

sunyx@dwzq.com.cn

投资要点

- 电子元器件行业基本面改善，公司迎来涨价红利：**公司是全球八大片式元器件制造商之一、中国电子百强企业。当前，中国正迎来新一轮消费升级的浪潮，很重要的部分就是电子产品的升级，以智能手机、汽车电子、智能家居为代表的电子产品正完成功能和质量的提升，对电子元器件行业影响有三方面：1.电子产品终端厂家涨价，资金充足、利润空间扩大，不再追求高性价比，导致高价高质量电子元器件产品占比提升；2.电子产品逐渐走向高端化复杂化，单个产品对电子元器件需求量增加；3.高售价产品对性能稳定性和耐用性要求提升，终端产品厂商在选择电子元器件中将倾向于选择大厂高质量产品，利于行业集中度增加。2016年下半年，整个被动电子元器件产品连续经过两轮大幅涨价。进入2017年以来，涨价行动并未停步，整个被动电子元器件行业完成了涨幅10%的涨价行动。公司跟随采取了调价手段，2017年4月20日向客户发布了部分产品涨价通知，其他产品也有望进一步涨价。公司盈利能力有望在行业涨价红利中获得较大支撑，利润水平将得到较大提升。
- 有条不紊推进外延并购，加强高端产品布局：**公司以公开要约方式完成对台湾光颀科技40%股权的收购，进入高端电阻器市场；已完成并购的奈电科技，使得公司进入PCB领域发展最快的FPC业务。公司通过外延并购，拓宽了产品线，提升了市场协同性，加强了向国际一流公司技术、管理水平靠拢，提升了公司长期盈利能力。今年公司有望择机重启对Maxford公司收购，如果收购成功，公司净利润水平将得到巨大提升。
- 新领导新气象，双百亿超级目标逐步落地：**公司现任总裁为王金全，于2016年9月从广晟集团空降，有望给公司发展带来变革的气息和前进的推力。新总裁上任后推出的一系列公司内部管理制度方面的改革措施，预计在接下来的一年内，公司的经营效率将有大幅提高，公司经营成本有望降低，以往国企公司经营效率低下的弊病有望得到改善。公司在2016年年报首次确定了公司在“十三五”期间（2016~2020年）“净资产规模和销售收入实现双百亿元”等三大主要发展目标，明确了公司的发展方向 and 主要目标。为了实现这一增长目标，公司计划采用内生+外延的“双轮驱动”方式加速公司发展。
- 盈利预测与投资评级：**不考虑公司并购Maxford情况下预计公司2017-2019年的EPS为0.19元、0.27元、0.37元，对应PE 44/31/23 X。我们看好公司通过内生外延双轮驱动战略实现净资产规模和销售收入双百亿目标的远大前景，给予“买入”评级。
- 风险提示：**收购Maxford Technology Limited失败；上游原材料持续涨价，侵蚀公司利润；光颀科技发展不及预期；下游电子终端产品市场发生重大波动；可能无法完成双百亿目标，导致市场信心和公司士气受损。

股价走势



市场数据

收盘价 (元)	8.33
一年最低价/最高价	8.26/11.80
市净率	1.65
流通 A 股市值 (百万元)	6769

基础数据

每股净资产 (元)	5.03
资产负债率 (%)	31.64
总股本 (百万股)	895
流通 A 股 (百万股)	813

目录

1. 中国电子行业百强企业，行业积累深厚	4
2. 行业供给侧持续紧张，公司发展迎来涨价红利	6
2.1. 消费升级，电子产品量价齐升	6
2.2. 电子元器件产品涨价，公司业绩大幅改善	9
3. 增大外延力度，发力产业链高价值区域	11
3.1. 并购奈电科技	11
3.2. 要约收购光颀科技	12
3.3. 收购 Maxford Technology Limited 或将重启	12
4. 空降大将，内生+外延+管理优化冲击双百亿目标	13
4.1. 新领导新气象，管理优化持续进行	13
4.2. 提出双百亿目标，内生外延发展进入快车道	13
4.3. 员工持股提振公司士气	14
5. 盈利预测及投资建议	14
5.1. 关键假设	14
5.2. 盈利预测	14
5.3. 投资建议	15
6. 风险提示	15

图表目录

图表 1: 风华高科大事记.....	4
图表 2: 风华高科九大主营产品.....	4
图表 3: 风华高科近年经营情况.....	5
图表 4: 风华高科近年盈利情况.....	5
图表 5: 风华高科近年产品生产情况.....	5
图表 6: 风华高科近年产品销售情况.....	5
图表 7: 募集资金投入项目情况.....	5
图表 8: 风华高科股权结构图.....	6
图表 9: 智能手机月出货量及增速.....	7
图表 10: 汽车电子市场规模.....	7
图表 11: 各型汽车电子成本比例.....	7
图表 12: 我国家电企业部分涨价信息汇总.....	8
图表 13: 华强北被动电子元器件价格指数.....	9
图表 14: 国巨公司涨价公告.....	9
图表 15: 旺诠公司涨价公告.....	9
图表 16: 华新科公司涨价公告.....	10
图表 17: 厚声公司涨价公告.....	10
图表 18: 各品类 PCB 年度增长情况.....	11
图表 19: 奈电科技产品列表.....	11
图表 20: 公司玻璃产品样板.....	12
图表 21: 公司玻璃产品样板.....	12
图表 22: TP 产品样板.....	13
图表 23: PVD 表面处理色板及产品样板.....	13
图表 24: 公司未来分业务板块盈利预测.....	15
图表 25: 可比公司估值.....	15

1. 中国电子行业百强企业，行业积累深厚

公司发源于1984年的肇庆风华电子厂，现为我国最大的新型元器件、电子元器件制造装备及电子基础材料的科研、生产和出口基地中国电子百强企业。

国际电子元器件行业巨头包括国巨、厚声、华新科、大毅、旺詮等，其中台湾国巨是电阻和电容等被动产品市场的龙头。风华高科在全球电子元器件行业属于第二阵营领头企业，具有较高的行业地位。

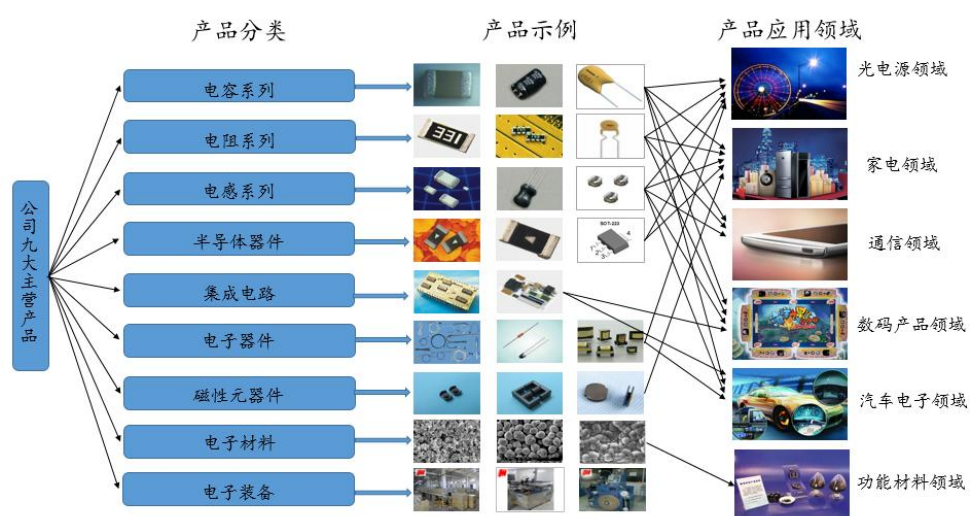
图表 1: 风华高科大事记



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

公司从事的主要业务为：研制、生产、销售电子元器件、电子材料、机电一体化的电子专用设备。主营产品为电子元器件系列产品，包括MLCC、片式电阻器、片式电感器、陶瓷滤波器、半导体器件、厚膜集成电路、压敏电阻、热敏电阻、铝电解电容器、圆片电容器、集成电路封装、软性印刷线路板等，产品广泛应用于包括光电源、家电、通信、数码产品、汽车电子、功能材料等领域。

图表 2: 风华高科九大主营产品

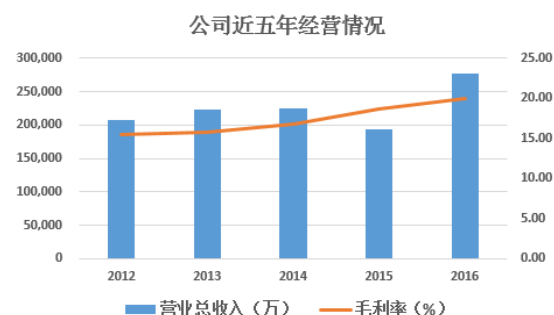


资料来源：公司官网，东吴证券研究所

公司2016年实现营业收入27.7亿元，同比上升43.04%；公司电子元器件产销量同比分别增长31.19%、33.61%；实现销售收入27.74亿元，

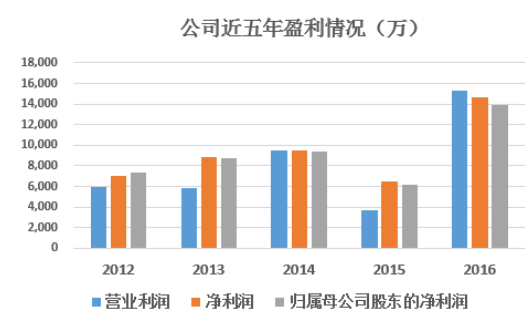
同比增长 43.04%；实现利润总额 1.87 亿元,同比增长 112.18%；实现净利润 1.46 亿元,同比增长 125.70%；实现归属于母公司的净利润 1.39 亿元,同比增长 125.03%。

图表 3: 风华高科近年经营情况



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

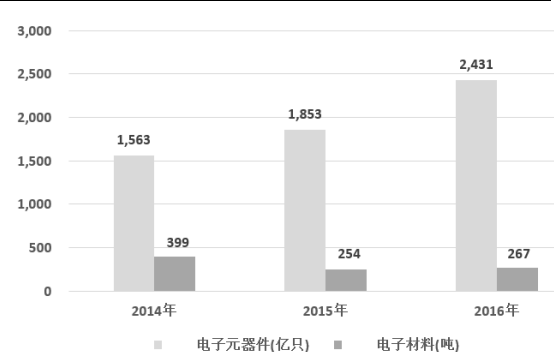
图表 4: 风华高科近年盈利情况



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

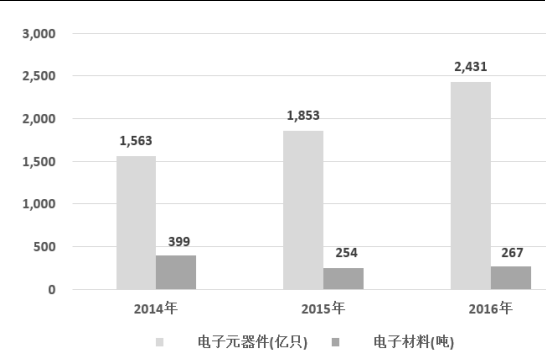
公司持续两年利用募集资金投入扩产的主营产品效益开始发挥,阻容感三大片式元件经营效益大幅上升,公司主要生产的生产以及销售在近几年都经历了较大幅度的增长。

图表 5: 风华高科近年产品生产情况



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 6: 风华高科近年产品销售情况



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

2016 年,公司继续推进主营产品募投项目技改扩产投入,全年累计完成主业投资逾 5 亿元,项目投资建设成效逐步显现,公司主营产品产能规模和产销量大幅提升,其中:MLCC、片式电阻器、叠层电感销量同比分别增长 22.1%、41.4%、57%。

图表 7: 募集资金投入项目情况

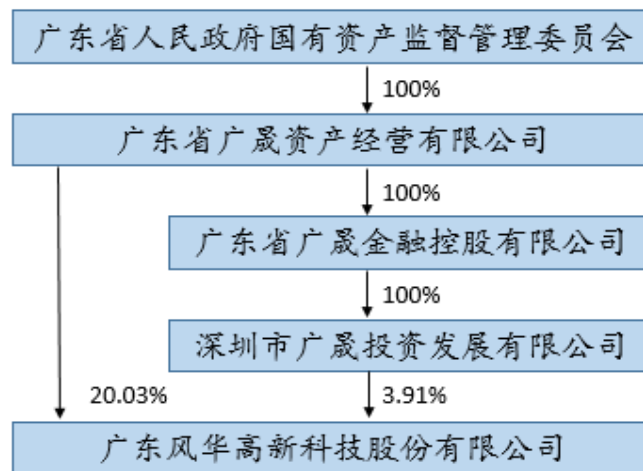
项目名称	募集资金承诺投资总额	截至 2016 年末累计投入金额	项目达到预定可使用状态日期
小型片式多层陶瓷电容器产能升级及技术改造项目	13,800	4610	2017 年 12 月
薄介质高容片式多层陶瓷电容器产能升级及技术改造项目	32,651	16375	2017 年 12 月
片式电阻器产能升级及技术改造项目	48,470	18486	2017 年 9 月
片式电感器产能升级及技术改造项目	25,079	15345	2017 年 9 月

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2017 年,根据公司经营况、募投项目投入进度以及对市场及行业竞争形势的分析,公司主营产品产销量将持续增长,营业收入预计为 35

亿元，同比增长 26%。

图表 8: 风华高科股权结构图



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

广晟集团目前为公司第一大持股股东，持股比例达 23.94%。广晟集团于 2008 年 8 月公司股权结构发生重大变化之后成为实际控制人，2010 年，原控股股东风华集团对所持股份向广晟集团进行了无偿划转。

广晟公司是省属国有独资企业，现为 25 家一级企业股东，其中上市公司 6 家，公司作为广晟旗下电子信息板块的重要平台，在国企改革背景下有望进一步做大增量。

2. 行业供给侧持续紧张，公司发展迎来涨价红利

2.1. 消费升级，电子产品量价齐升

公司主营被动电子元器件产品，最主要的客户集中在智能手机、汽车电子和家电为主的消费电子等三个行业。据中国产业信息网数据，通讯及手机、汽车/工业电子、消费电子分别占阻容感下游市场需求的 43%/23%/18%，这三部分占据被动电子元器件大约 80%左右的需求。

当前，中国正迎来新一轮消费升级的浪潮，消费升级遭遇 ICT 产业爆炸，最直接的影响就是电子产品的升级，从而带动整个电子元器件下游行业繁荣。

1. 智能手机

在 iPhone 问世以来，智能手机行业呈现快速爆发，现在已经成为个人日常生活中最重要的电子产品，在国民经济中地位极其重要。至今，国内智能手机行业大体经历了三个阶段:首先是第一代 iPhone 横空出世，少数智能手机先驱给消费者新的手机定义，以较高的价格和颠覆过去的用户体验冲击传统功能机市场;然后是以小米、魅族为代表线上手机凭借全球采购渠道和解决方案式的手机设计框架，以性价比为武器大幅度催化智能手机渗透率爆发;再是当前，渗透率的快速提升到接近极限，

智能手机实现从无到有的时代过去了，消费者越来越把智能手机当作生活甚至身份的一部分，逐渐开始追求智能手机全面的试用体验，“千元机”吸引力不再。

图表 9: 智能手机月出货量及增速



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

种种迹象表明，“不求前期利润、先靠性价比上量”的做法正在让道给“卖一部手机赚一点钱”的传统商业模式，消费者越来越接受更高价格的手机。从去年下半年开始，魅族宣布调涨魅蓝 Note 5 售价。此后，小米、乐视等国产手机品牌厂商也纷纷效仿魅族的做法，陆续调涨手机价格，从而揭开了2017年国产智能手机涨价潮的序幕。我们预计到今年年底，国产品牌智能手机平均售价将从2016年的1700元涨至2000元。

2. 汽车电子

我国汽车行业的发展极其迅猛，已经牢牢占据全球第一大汽车市场多年。近年来，随着电子信息技术和汽车制造业的不断变革，汽车电子技术的应用和创新对提高汽车的动力性、经济性、安全性起到了非常关键的作用，同时也使汽车具备了娱乐、办公和通信等丰富功能。

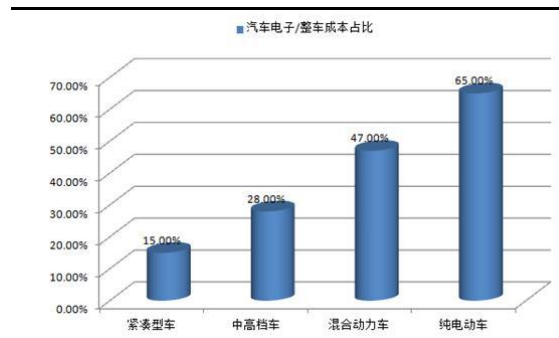
传统汽车的电子化进程正在不断加速，汽车信息化程度逐渐提高，汽车电子占据成本也越来越高。

图表 10: 汽车电子市场规模

图表 11: 各型汽车电子成本比例



资料来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所



资料来源: 中国产业信息网, 东吴证券研究所

随着汽车整体信息化水平不断提升, 以及电动汽车在汽车市场占比不断扩大, 我们将看到汽车电子市场保持高速增长, 有利于中高端电子元器件需求。

3.智能家居

自去年底开始的家电涨价潮目前仍在继续。无论是以高性价比著称的互联网企业小米和乐视, 还是传统家电企业, 甚至包括空调、厨卫电器等企业, 都纷纷提价。由于上游各种原材料的价格大幅上涨, 家电企业的薄利润已经没有办法去消耗上涨所带来的压力。因此仅2017年以来, 家电的涨幅就已经达到了 5%~10%。其中, 空调、冰箱、彩电等的上涨幅度最大, 空调平均涨了 100~300 元;而彩电则平均涨了 300~500 元。从目前的情况来看, 家电价格上涨的趋势还未结束。

图表 12: 我国家电企业部分涨价信息汇总

时间	品牌	涨价幅度
乐视	2016.9	部分电视涨了 100 到 200 元
乐视	2016.11.21	40-55 英寸部分机型每台价格上调 100 元, 65 英寸部分机型每台价格上调 300 元
格力空调	2016.12.19	空调单价上涨 50~100 元不等
美的空调	2016.12.26	空调单价上涨 50~200 元不等
志高空调	2016.12	空调单价上涨 2%
志高空调	2017.1	空调单价上涨 1%
日立空调	2017.1	空调单价上涨 10%
奥马冰箱	2017.1.1	冰箱价格上调
TCL	2017.1.1	冰箱、冷柜、洗衣机价格上调
长虹	2017.1	电视价格上调

资料来源: 前瞻数据库官网, 东吴证券研究所

电子产品下游呈现量价齐升的景气现象, 主要变化还是在价格, 包括智能手机、汽车电子、家用电器在内重要终端消费产品均进入涨价周期。涨价的背后, 动力在于国民消费升级, 从关注性价比逐渐转向追求品牌和品质。

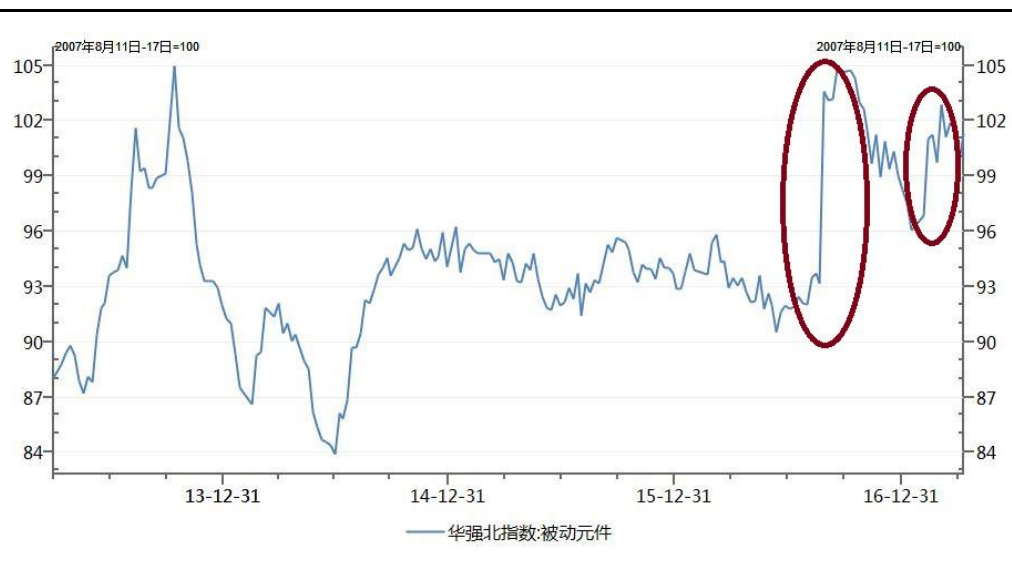
下游的景气反过来促进电子元器件上游发展: 1.电子产品终端厂家涨价, 资金充足、利润空间扩大, 不再追求高性价比, 导致高价高质量电子元器件产品占比提升; 2.电子产品逐渐走向高端化复杂化, 单个产

品对电子元器件需求量增加；3.高售价产品对性能稳定性和耐用性要求提升，终端产品厂商在选择电子元器件中将倾向于选择大厂高质量产品，利于行业集中度增加。

2.2. 电子元器件产品涨价，公司业绩大幅改善

2013年末起，被动电子元器件产品价格大幅下滑，在2014年中价格略有回升。此后维持了接近2两年左右价格平稳期，2016年下半年，整个被动电子元器件产品连续经过两轮大幅涨价。

图表 13: 华强北被动电子元器件价格指数



资料来源：Wind，东吴证券研究所

进入2017年以来，涨价行动并未停步，被动电子元器件行业巨头国巨、厚声、华新科、大毅、旺詮等台湾原厂相继宣布旗下被动元器件产品涨价，涨幅约为10%。

图表 14: 国巨公司涨价公告

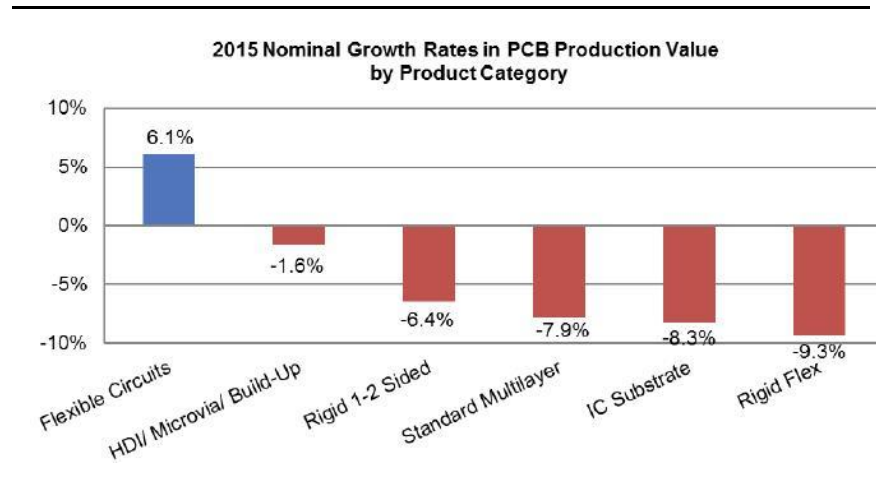
图表 15: 旺詮公司涨价公告

3. 增大外延力度，发力产业链高价值区域

3.1. 并购奈电科技

公司 2015 年以 5.9 亿元并购奈电软性科技电子（珠海）有限公司，切入柔性电路板（FPC）领域。在整个 PCB 领域内，FPC 已经成为增速最快的品类，公司未来增长拥有较大潜力。

图表 18: 各品类 PCB 年度增长情况



资料来源：中国电子电路行业协会官网，东吴证券研究所

奈电科技目前生产的产品主要有单面板、双面板、多层板、软硬结合板，主要应用包括手机、数码相机、摄像机、电脑等产品。

图表 19: 奈电科技产品列表



资料来源：奈电科技官网，东吴证券研究所

公司客户主要包括欧菲光系、恒利电子有限公司、宁波舜宇光电信息有限公司、中华映管系和光宝电子（广州）有限公司，分别为国内、台湾地区具有相当实力的电子元器件公司或者其他电子应用类公司。公

司通过并购奈电科技，加强了 PCB 产品线布局，整合后能够提供给客户更完整的产品解决方案，延展公司价值链条，提升客户粘度。

奈电科技 2015-2017 年度业绩承诺分别为 4,500 万元、5,100 万元和 6,100 万元，三年累计扣非后归母净利润不低于 15,700 万元。奈电科技 2016 年度业绩完成 5,273.21 万元，达到业绩承诺目标，在整个 FPC 行业快速增长背景下，预计 2017 年能够完成业绩承诺。

3.2. 要约收购光颀科技

公司完成对光颀科技 46,936,337 股收购计划，占光颀科技已发行股份总数的 40%，已经成为光颀科技实际控制人。公司完成要约收购计划，通过光颀科技补充了自己在高端被动电子元器件方面的不足。

光颀科技于 1997 年 10 月成立于台湾新竹科学园区，是台湾地区第一家结合薄膜/厚膜的制程技术与高频被动组件/模块设计开发能力的专业厂商，光颀科技薄膜工艺制程的精密电阻、高频电感具有行业内的领先技术，产品已进入汽车电子等应用。

公司顺利完成对光颀科技的要约收购，对公司形成多方面利好：

1、公司业务领域扩展，公司产品应用领域由消费性电子产品扩大到汽车电子、工业控制、精密测量仪器、医疗设备等高阶电子产品领域。

2、市场协同效应明显，光颀科技已发展成为公司开拓欧美市场、布局高端电子产品领域的重要通道，同时公司也推动光颀科技产品从以欧美市场为主逐步扩大大陆市场空间，产业联动效应明显。

3、技术和管理方面相互互补，提升双方竞争及盈利能力。

4、有希望在 2017 年度完成并表，公司已经成为光颀科技实际控制人，已经具备并表条件，可能于本年度完成并表，提升公司总规模和影响力。

3.3. 收购 Maxford Technology Limited 或将重启

2016 年 3 月 22 日，公司披露了《公司重大资产重组停牌公告》，计划收购标的为 Maxford Technology Limited。该公司母公司最早源自成立于 1935 年的中南公司，目前从事智能手机、可穿戴设备零部件制造企业，主要从事视窗防护玻璃的研发生产及销售、PVD 表面处理业务、触摸屏业务和电池业务。

公司为表层玻璃处理的全球领先公司，为智能装置及消费电子产品生产的表层玻璃较传统处理玻璃更薄、更硬及更美观。公司可以生产 3 寸至 15.6 寸表层玻璃，拥有为智能装置（包括穿戴式智能装置及消费电子产品）而设的特定尺寸、强度、颜色、印刷及涂层特色以及其他美学特点。

图表 20: 公司玻璃产品样板

图表 21: 公司玻璃产品样板



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

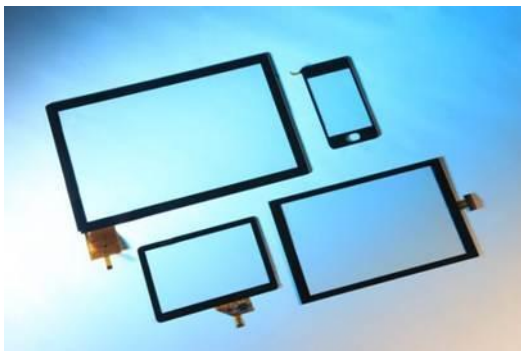
公司生产触控屏主要用于智能装置、平板媒体及计算机显示屏，并且已熟练掌握表层处理技术，包括 PVD 及 PEO 表层处理工序的应用。

图表 22: TP 产品样板



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

图表 23: PVD 表面处理色板及产品样板



资料来源：公司官网，东吴证券研究所



资料来源：公司官网，东吴证券研究所

公司 2015 年度未经审计营业收入为 22.87 亿港元、净利润为 2.41 亿港元，是极具发展潜力的公司。

2016 年 7 月 13 日，风华高科宣布终止重大资产重组事项，因为 Maxford Technology Limited 实现 2016 年度经营业绩目标尚存在不确定性，具体将根据目标公司 2016 年下半年各季度业绩完成情况，在公司承诺期满后择机协商确定启动本次交易的具体时点。

如果目标公司良好完成 2016 年度经营业绩并获得审计，公司有望重启并购事项，并购成功完成后，公司拟将获得目标公司视窗保护玻璃和真空离子镀膜业务及相关资产，业绩将得到巨大提振。

4. 空降大将，内生+外延+管理优化冲击双百亿目标

4.1. 新领导新气象，管理优化持续进行

公司现任总裁为王金全，于 2016 年 9 月从广晟集团空降，有望给公司发展带来变革的气息和前进的推力。

新总裁上任后推出的一系列公司内部管理制度方面的改革措施，预计在接下来的一年内，公司的经营效率将有大幅提高，公司经营成本有望降低，以往国企公司经营效率低下的弊病有望得到改善。

4.2. 提出双百亿目标，内生外延发展进入快车道

公司 2016 年年报首次明确“十三五”期间公司发展行动纲领，确定了公司在“十三五”期间（2016~2020 年）“净资产规模和销售收入实

现双百亿元”等三大主要发展目标,明确了公司的发展方向和主要目标。

2016 年底,公司营收为 27.74 亿元,净资产为 45.07 亿元,离双百亿的目标还有较大距离。据测算,“十三五”期间公司营收需要完成 260.5% 的增长,净资产需要完成 121.9% 的增长。为了满足巨大的增长目标,公司计划采用内生+外延的“双轮驱动”方式加速公司发展。

内生方面,公司继续推进主业投资,强化产品规模竞争力。公司继续推进主营产品募投项目技改扩产投入,2016 年累计完成主业投资逾 5 亿元,项目投资建设成效逐步显现,公司主营产品产能规模和产销量大幅提升,伴随着行业景气度提升,公司内生业务将保持稳定增长。

外延方面,资本运作继续推进。报告期内,公司 2016 年以公开要约方式完成对台湾光颀科技 40% 股权的收购,光颀科技已发展成为公司开拓欧美市场、布局高端电子系统产品领域的重要通道,产业联动效应明显;奈电科技随着募集配套资金投资项目的陆续投入,应用于手机双模摄像头模组及指纹识别 FPC 产品发展趋势良好,并如期完成全年业绩承诺目标,成为公司新的盈利增长点。公司还将充分利用资本平台优势,积极探索资本购并及整合,扩张主业规模,布局战略性新兴产业,延伸公司产业链。

4.3. 员工持股提振公司士气

公司完成了《公司 2015 年度员工持股计划方案》的实施工作。2016 年 1 月,公司完成用于实施 2015 年度员工持股计划的标的股票回购,并完成过户手续。员工持股计划涉及股票数量 6,449,860 股,占公司总股本的比例为 0.72%,认购总金额 44,064,000 元,参与人数共 118 人。

员工持股极大的凝聚了公司士气,拉动了核心员工工作积极性,将对公司未来发展提供较大动力。

5. 盈利预测及投资建议

5.1. 关键假设

1、伴随着消费电子产业升级,电子元器件行业销售规模将延续过去 20-30% 左右增长;

2、公司上调价格产品品类,将陆续扩充到电容电感器件上,整体售价上涨 10%,考虑成本上涨,2017 年度毛利率有 3-4 个百分点提升,2018 年度继续有 1-2 个百分点左右提升;

3、光颀科技和公司主营产品在市场和产品类别方面形成良好协同,光颀科技保持 30%-40% 增长;

4、公司管理层下决心加强内部管理和三费管控,管理费用和销售费用逐年呈现一定比例下滑,改善公司盈利能力,公司整体净利率有望逐步上升,在 2019 年追上略低于行业平均的 8% 的水平;

5、光颀科技今年顺利完成并表;

6、本次盈利预测暂不考虑并购 Maxford。

5.2. 盈利预测

基于假设,我们对公司主业业务以及外延并购公司业务发展进行预

测，对未来盈利情况进行估计：

图表 24：公司未来分业务板块盈利预测

		2016	2017E	2018E	2019E
主业电子元器件	营收（百万）	1939.00	2326.80	2792.16	3350.59
	毛利率	17%	20%	21%	22%
奈电科技	营收（百万）	681.80	852.25	1065.31	1331.64
	持股比例 100%	27%	29%	30%	30%
光颀科技	营收（百万）	154.00	334.00	384.10	441.72
	持股比例 40%	40%	42%	42%	42%
总和	营收（百万）	2774.80	3513.05	4241.57	5123.95
总 EPS		0.08 元	0.19 元	0.27 元	0.37 元

资料来源：Wind，东吴证券研究所

5.3. 投资建议

选取 A 股上市两家电子行业公司和台湾一家被动电子元器件公司，分析近年来估值情况。

图表 25：可比公司估值

公司	总市值 (百万元)	收盘价 (元)	EPS			P/E			P/B
			15A	16A	17E	15A	16A	17E	
顺络电子	15500	20.52	0.36	0.48	0.64	44.3	38.33	32.29	5.81
三环集团	38100	22.04	1.02	0.61	0.79	38.71	27.29	27.75	7.45
国巨	12232	23.46	1.08	-	-	21.28	-	-	2.17

资料来源：Wind 资讯，东吴证券研究所

不考虑公司并购 Maxford 情况下预计公司 2017-2019 年的 EPS 为 0.19 元、0.27 元、0.37 元，对应 PE 44/31/23 X。公司处于业绩反转期，未来成长空间巨大，增速高于业界同行，具备一定的估值溢价，给予“买入”评级。

6. 风险提示

公司未来面临风险主要包括：

1. 收购 Maxford Technology Limited 可能并不能重启，公司错失一个快速提升公司营收和盈利规模的机会；
2. 上游原材料持续涨价，公司短时间内无法向市场发出第二次涨价，导致公司利润被大量侵蚀；
3. 光颀科技发展不及预期，营收水平下滑；
4. 下游电子终端产品市场发生重大波动，电子元器件需求减少，价格水平被迫下滑；
5. 公司外延并购不及预期，双百亿目标不能实现，打击市场信心和公司内部士气。

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2976.1	2902.1	3350.5	3894.7	营业收入	2774.3	3512.5	4240.9	5123.1
现金	525.4	700.0	700.0	700.0	营业成本	2218.3	2659.8	3173.8	3801.2
应收款项	1178.6	1443.5	1742.8	2105.4	营业税金及附加	29.1	35.1	42.4	51.2
存货	459.3	583.0	695.6	833.1	营业费用	71.4	105.4	127.2	153.7
其他	812.8	175.6	212.0	256.2	管理费用	420.8	536.8	619.7	665.2
非流动资产	3712.4	4429.2	5175.6	5729.0	财务费用	12.8	33.8	42.1	74.6
长期股权投资	462.0	737.8	1013.7	1013.7	投资净收益	173.5	30.0	30.0	30.0
固定资产	2082.9	2531.4	3008.0	3566.2	其他	-42.7	27.5	26.0	24.8
无形资产	137.6	130.1	124.1	119.3	营业利润	152.7	199.0	291.6	432.0
其他	1029.8	1029.8	1029.8	1029.8	营业外净收支	34.7	40.0	40.0	20.0
资产总计	6688.5	7331.3	8526.1	9623.7	利润总额	187.4	239.0	331.6	452.0
流动负债	1770.3	1939.3	2699.2	3579.8	所得税费用	41.2	52.6	66.3	90.4
短期借款	599.5	544.2	1035.3	1591.8	少数股东损益	7.3	13.1	21.2	28.9
应付账款	975.0	1165.9	1391.2	1666.3	归属母公司净利润	138.9	173.40	244.07	332.69
其他	195.7	229.2	272.6	321.7	EBIT	49.3	202.8	303.7	476.6
非流动负债	346.1	346.1	346.1	346.1	EBITDA	236.8	429.0	567.0	780.9
长期借款	153.0	153.0	153.0	153.0					
其他	193.1	193.1	193.1	193.1	重要财务与估值指标	2016	2017E	2018E	2019E
负债总计	2116.4	2285.5	3045.3	3925.9	每股收益(元)	0.16	0.19	0.27	0.37
少数股东权益	65.1	72.9	85.6	103.0	每股净资产(元)	5.03	5.64	6.12	6.36
归属母公司股东权益	4507.0	5045.8	5480.8	5697.8	发行在外股份(百万股)	895.2	895.2	895.2	895.2
负债和股东权益总计	6688.5	7404.1	8611.8	9726.7	ROIC(%)	0.8%	3.2%	4.5%	6.3%
					ROE(%)	3.1%	3.4%	4.5%	5.8%
现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	毛利率(%)	19.0%	23.3%	24.2%	24.8%
经营活动现金流	217.1	823.2	340.4	434.2	EBIT Margin(%)	1.8%	5.8%	7.2%	9.3%
投资活动现金流	-1303.7	-609.9	-733.9	-857.6	销售净利率(%)	5.0%	4.9%	5.8%	6.5%
筹资活动现金流	193.5	-38.7	393.5	423.4	资产负债率(%)	31.6%	31.2%	35.7%	40.8%
现金净增加额	-890.9	174.6	0.0	0.0	收入增长率(%)	43.0%	26.6%	20.7%	20.8%
企业自由现金流	-549.7	210.3	-387.3	-372.2	净利润增长率(%)	125.0%	24.8%	40.8%	36.3%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 -5% 以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

