

公司研究/调研报告

2017年06月01日

家用电器/小家电 II

投资评级：买入（维持评级）

当前价格(元): 11.66
合理价格区间(元): 17.20-19.35

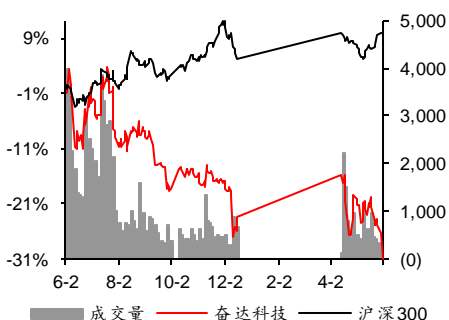
张立聪 执业证书编号: S0570514040003
研究员 0755-82776409
zhanglicong@htsc.com

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

相关研究

- 1 《奋达科技(002681,买入): 切入苹果新产品, 订单超预期》2017.05
- 2 《奋达科技(002681,买入): 订单延后, 马上回来》2017.04
- 3 《奋达科技(002681,买入): 并购苹果供应商, 利润增厚近五成》2017.04

股价走势图



资料来源: Wind

全制程优势明显, 份额有望再提升

奋达科技(002681)

富诚达订单翻番式增长

近日, 我们调研了奋达科技, 与公司领导进行了深入交流。富诚达在手 forecast 订单翻番式增长, 2017 全年将大概率超额完成业绩承诺。VIVO 订单恢复、索尼订单大增叠加智能音箱放量, 奋达全年业绩将延续高增长。

具备全制程加工优势, 协同效应显著

富诚达产品设计、模治具开发、锻冲、CNC 等前制程能力较强, 欧朋达 PVD、表面处理、阳极等后制程能力较强。本次并购完成后, 奋达将具备精密金属件全制程加工能力。同时, 富诚达多年专注于不锈钢加工, 随着与苹果合作关系更加稳定, 未来产品线有望拓展至不锈钢中框领域。

突破产能瓶颈, 苹果订单翻番

奋达自有与可调用 CNC 设备近 3000 台, 将为富诚达提供产能支撑, 破除产能瓶颈。富诚达具有较强的产品技术开发、模治具设计加工以及非标自动化设备开发能力, 成本低于竞争对手。通过差异化的竞争策略, 富诚达苹果订单翻番式增长。并购完成后, 奋达将具备较强的精密结构件全制程加工能力, 订单份额有望进一步提升。

索尼订单超预期, 欧朋达恢复增长

由于固定资产投资较大以及欧朋达大客户 VIVO 订单延后, 奋达一季度业绩受到影响。根据对产业链跟踪, VIVO 在 2017Q1 致力于清理原有机型的库存, 订单延后至二季度确认。欧朋达目前在手 VIVO 订单 5 亿元(全年有望实现 8 亿元), 索尼订单 3 亿元。随着出货恢复, 欧朋达业绩将重回增长轨道。同时, 奋达电声业务智能音箱新产品订单已超过 1.5 亿元, 2017 下半年将全部量产, 业绩贡献显著。

在手订单支撑业绩增长, 维持“买入”评级

富诚达 forecast 订单翻番式增长, 随着产能协同效应显现与行业地位提升, 苹果订单份额有望继续扩张。同时, VIVO 订单恢复、索尼订单大增叠加智能音箱新品放量, 全年业绩增长趋势较为明确。考虑公司尚在并购进程中, 按当前主业进行盈利预测。预计奋达科技 2017-2019 年 EPS 分别为 0.43/0.58/0.77 元, 给予 2017 年 40-45 倍 PE, 目标价格区间为 17.20-19.35 元。近期受市场风格影响, 公司股价有所回调, 但在手订单将为未来业绩增长提供支撑, 建议投资者积极关注, 维持“买入”评级。

风险提示: 外观件材料急速迭代, 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)	11.66-17.49
总市值(百万元)	14,536
总资产(百万元)	4,079
每股净资产(元)	2.32

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	3,435	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

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

公司概况

- 奋达科技目前已形成四大业务板块，主营产品包括电声产品、健康电器、智能穿戴与精密金属外观件。
- 2017年电声业务板块推出智能音箱新产品，类似于亚马逊的 Echo 音箱，目前在手订单 1.5 亿元，下半年将全部量产。
- 2010年开始布局智能穿戴业务，2013年发布第一款智能手表。经过 6 年的发展，产品形态和性能有了进一步的拓展和提升，未来会往大健康方向发展。
- 精密金属件方面，奋达 2014 年并购欧朋达。近年随着金属件渗透率提升，收入快速增长，客户包括 OV、索尼、卡西欧、大疆创新等。当前并购标的富诚达，为苹果结构件与外观件供应商，目前在手苹果订单同比翻番式增长。

富诚达

- 2009 年成立，为 3C 行业提供精密零部件开发和生产制造，拥有精密冲锻压设备 200 多台、CNC 加工中心 1000 多台。研发投入逐年增加，2016 年同比增加 1500 万。此外，苹果每年给富诚达 300 万美元左右的研发补贴。
- 客户优势：核心客户包括苹果、华为、Intel、AVC 等国际一流品牌商。主要客户是苹果，收入占比超过 80%。华为的 iWatch，不光精密结构件是华为开发的，最后总装也是在富诚达完成。
- 一部苹果手机，内置与外观小件的货值合计 28 美金，按照 2016 年 2.15 亿部 iPhone 销量测算，整体市场规模 400 亿，富诚达市场份额仍有较大提升空间。
- 技术优势：富诚达已获得 27 项专利，覆盖了精密结构件生产环节的核心技术，研发的精密零部件应用于 3C、汽车和军工行业。
- 质量优势：富诚达拥有完善的工艺流程和严格的品质控制体系，尤其是多年为苹果服务，已成为苹果的开发级供应商，质量有保证。
- 设备优势：富诚达具有较强的自动化设备开发设计能力，已经实现软件开发、整机设计以及自主生产。公司已获得 7 项专利覆盖核心技术，大大降低人工数量和生产成本。以前自动化设备都是自用，从 2017 年开始外销，能够提供新的利润增长点。
- 团队优势：富诚达管理团队很稳定，核心成员来自富士康等行业龙头企业。
- 2017 年富诚达接到的苹果 forecast 订单翻番式增长，大概率超额完成业绩承诺。

交易框架

- 对价 28.95 亿元，其中 70% 换股、现金支付 30%，配套募集不超过 9.1 亿元。换股部分锁定 36 个月，配套募集资金锁定 12 个月，换股股价为 12.21 元/股。2017-2019 年业绩承诺分别为 2.0 亿、2.6 亿、3.5 亿元。

协同效应

- 客户协同：欧朋达原有客户以 OV、索尼为主，也扩展到了卡西欧、大疆、特斯拉的 Model 3 上面的汽车连接件（已经在打样），从市场角度来看业务协同性比较好。
- 产能协同：欧朋达的锻和冲有很长历史，后制程 PVD 业务、表面处理、阳极产线后制程能力较强，富诚达偏前制程（图纸设计、工程开发、模治具设计开发、锻、冲、CNC、焊接）。同时，富诚达和欧朋达淡旺季错开，比如 3 月份为欧朋达淡季，可以把 CNC 设备用来完成富诚达成熟老料号的加工。
- 财务协同：富诚达可以充分利用欧朋达资本平台，突破产能瓶颈。
- 产业协同：富诚达是在并购欧朋达之后所做的产业延伸，产品线将逐步覆盖外观件、中框、接口、连接片以及内置所有精密结构件的制造，进一步巩固智能终端金属件领域的优势。
- 采购协同：能够整合富诚达和欧朋达双方的采购需求，实现核心供应商共享，在议价、交期方面形成协同。

Q&A

原有主业

Q: 欧朋达近几年的收入与业绩情况如何?

- 欧朋达 2015 年 1.5 亿、2016 年是 1.6 亿，增长放缓主要是因为设备投入比较大，有租金和设备折旧，同时也没有满足索尼 3 个亿的 forecast 订单。
- 2017 年索尼订单有 3 个多亿，VIVO 已经确认的订单 5 个多亿，还有个新项目 2 个多亿正在确认进程中。

Q: 电声与美发电器业务业绩从 2.3 亿到 3.5 亿，增长主要来自于哪里?

- 智能音箱销售 1-2 个亿，毛利率也比较高。
- 美发产品的订单会多一些，同时增加了美容器具新产品。

富诚达

Q: 富诚达给华为和长盈精密做哪些东西?

- 长盈精密有些键的加工，是由富诚达来完成的；华为主要是 iWatch。

Q: 富诚达的优势主要体现在哪些地方?

- 富诚达的自动化设备比同行更有优势，工艺不一样良率也不同。以双摄镜头圈为例，富诚达虽然晚半年多接触这个键，但由于采用新的工艺流程，良率提的很高。

Q: 接到的苹果订单，主要是哪些零部件?

- 去年有 38 个料号，今年有 122 个，多了很多品种，主要是摄像头圈和内置的精密结构件（卡托、支架）。
- 苹果的订单包括旧的料号（老机型）和新机型两部分。老机型，一年分两次下单，上半年在 1-2 月下单，下半年 6-7 月份下单，富诚达接到的 forecast 订单，有 4-5 亿的老料号，其余都是 iPhone 7S、iPhone 7S Plus 和 iPhone 8 新机型。

Q: 每个小件的市场份额是多少？明年苹果订单是否能继续增加？

- 每个料号的市场份额不同。在苹果供应链中，富诚达参与了前端产品研发设计。同时，自动化设备制造能力也很强，有 77 个技术人员组成的团队专门做自动化，包括软件和硬件。富诚达在效率和良率上，都有比较强的竞争力。
- 随着协同效应显现与行业地位的提升，苹果订单份额未来仍将继续提升。

Q: 富诚达的成本如何做到比其它企业低？净利率水平有多少？

- 工艺流程不一样，以 iPhone 8 的双摄为例，富诚达采用了新的工艺流程，只用了不到一个月，生产良率就提高到了 40%-50%，高于竞争对手 30%-40% 的良率水平。
- 富诚达的净利率超过 20%。

Q: 富诚达订单跟去年比接近 3 倍，产能是否能一下扩 3 倍？

- 富诚达从欧朋达调了 1000 台 CNC，对应订单 3-4 亿元。
- 富诚达外协能力比较强，老机型的 4-5 个亿订单可以调出去，楼氏订单也全部外协。
- 苹果也调了 180 台 CNC 给富诚达，还有一些机器租赁，自己可以做 11-12 亿。
- 新料号货值比较高，同样的产能，收入会高很多。

Q: 新增设备折旧如何计算？

- 按照 10 年计算。

半导体设备

Q: 为什么收购富诚达?

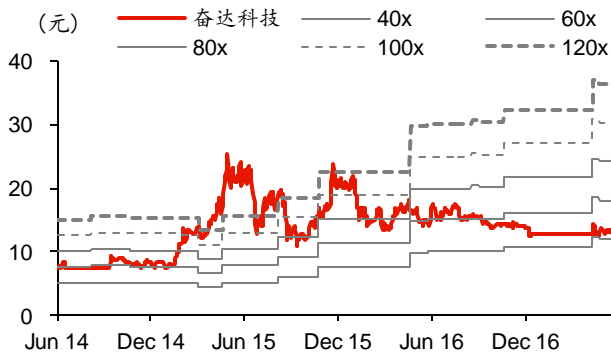
- 富诚达的大股东与奋达有共同想法，2017-2019年是行业地位确立的关键时期，如果没有把握住行业发展的黄金期，未来很有可能被边缘化。
- 富诚达的管理团队来自富士康，同时自动化设备制造能力很强，这个也是并购时很看重的一点。奋达自身布局了自动化设备的项目，在上海成立了新创达，目前产品已经供给中车、中芯国际、华天、日月光、台积电小批量使用。同时，新创达也接到了华天在昆山的订单，金额700-800万美金。

Q: 新创达的技术能力是什么时候积累的?

- 2016年奋达在上海成立全资子公司，技术主要通过并购获得。
- 今年会完成整合，装进来硅谷的一家公司，完成后股权占比35%-45%。

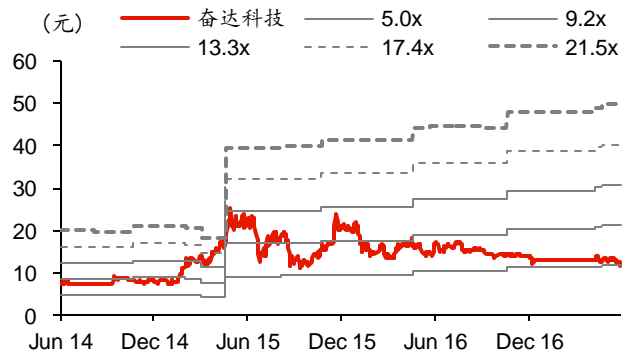
PE/PB - Bands

图表1: 奋达科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表2: 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