

公司研究/深度研究

2017年07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): 22.02
合理价格区间(元): 30.69-32.25

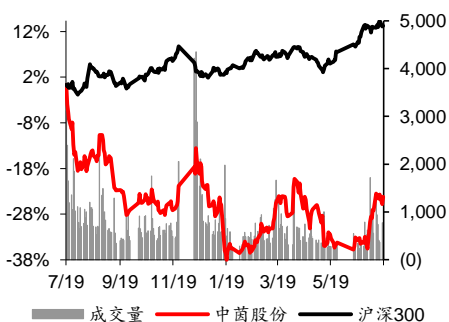
张騫 执业证书编号: S0570515060001
研究员 021-28972073
lu.zhang@htsc.com

彭茜 执业证书编号: S0570517060001
研究员 021-38476703
pengxi@htsc.com

相关研究

- 1 《中茵股份(600745): 闻泰业务稳步推进, 加速多维布局》 2016.08
- 2 《中茵股份(600745): 参股车联网, 布局智能汽车》 2016.06
- 3 《中茵股份(600745): 大健康战略加速落地, 进军医疗大数据》 2016.06

股价走势图



资料来源: Wind

从消费升级看电子系列报告之一: 崛起的 ODM 产业龙头

中茵股份(600745)

闻泰科技股权 100%注入, 地产业务逐渐剥离

自 2015 年 4 月, 中茵股份公告重大资产重组收购闻泰科技 51% 的股权, 到随后继续收购闻泰的 49% 的少数股东权益, 直至 2017 年 1 月, 中茵股份完成了对闻泰通讯 100% 控股, 同时也因为中茵股份资金需求的减持行为, 实现了实际控制人的变更。2017 年 5 月, 中茵股份股东大会通过公司更名的议案, 公司的名称将改为“闻泰科技股份有限公司”, 公司在 2016 年年报中提出 2017 年继续剥离房地产资产。2017 年 7 月, 公司工商登记名称更改完成, 证券名称更改可期, 同时继续剥离剩余少量房地产业务。

闻泰 100% 纳入上市公司, 逐步加深资本市场对消费电子 ODM 行业了解

此前消费电子 ODM 厂商一直是品牌厂商背后的支持者, 闻泰作为第一家迈入资本市场的消费电子 ODM 厂商, 逐步加深资本市场对 ODM 行业的了解。作为终端品牌的 ODM 商, 其主要的收入来源于 4 方面: 平台研发费、技术提成费、供应链收入及制造费用。而当下, 排名前两位的闻泰和华勤地位稳固, 出货量远超后面竞争对手。

中茵股份 (闻泰科技), ODM 厂商龙头地位稳固

在 2015-16 年中, 手机 ODM 领域, 无论从出货量, 还是从明星机型占比这两个指标来看, 闻泰科技均为市场第一。但公司也并未止步于此, 与高通合作, 基于高通骁龙 835 平台, 进军基于移动平台的笔电领域, 开拓新蓝海。同时, 汽车电子、VR&AR 设备虽然目前量不及智能手机, 但基础原理及生产工艺对于闻泰没有难题, 待市场成熟放量, 公司在设计、生产及客户三方面卡位优势良好。

看好未来闻泰手机 ODM 量价齐升, 笔电开拓新蓝海, 维持买入评级

目前消费电子 ODM 行业集中度有限而核心玩家已定, 闻泰未来 3 年量价齐升趋势不可挡; 同时随着量的增长, 零部件采购比例提升, 带来供应链收入及利润贡献增加。其次, 闻泰战略清晰。一方面横向扩品类, 另一方面往上游扩展, 提升毛利率。同时, 消费电子 ODM 出货量及更新频次都高于家电, 闻泰科技理应享受比家电 ODM 兆驰股份更高的估值。预计公司 17-19 年可实现净利润 7.3 亿 (其中闻泰科技 5.3 亿, 非经常性损益 2.4 亿, 徐州中茵及黄石中茵房地产业务亏损 0.4 亿)、7.05 亿、8.74 亿。给予地产业务 10 亿市值, 给予闻泰科技 6 个月合理估值 35-37 倍估值, 合理市值 195.5-206.1 亿市值, 对应目标价 30.69-32.35 元, 维持买入评级。

风险提示: 5G 推广进度、智能手机行业发展及消费升级进度低于预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	637.27
流通 A 股 (百万股)	483.32
52 周内股价区间 (元)	17.99-29.18
总市值 (百万元)	14,033
总资产 (百万元)	11,317
每股净资产 (元)	5.25

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)	716.01	13,417	19,200	24,300	29,040
+/-%	(55.88)	1,774	43.10	26.56	19.51
归属母公司净利润 (百万元)	(146.46)	47.98	729.15	705.09	873.96
+/-%	(967.02)	132.76	1,420	(3.30)	23.95
EPS (元, 最新摊薄)	(0.23)	0.08	1.14	1.11	1.37
PE (倍)	(91.98)	280.77	18.48	19.11	15.41

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

正文目录

闻泰科技股权 100%注入上市公司，地产业务逐步剥离.....	3
追本溯源：中茵股份（闻泰科技）变革之路.....	3
中茵股份（闻泰科技）股权结构关系（截止至 2017 年 1 季度末）.....	3
闻泰 100%纳入上市公司，加深资本市场对 ODM 行业的了解.....	4
ODM 行业简介及其发展历史.....	4
ODM 行业简介.....	4
手机 ODM 行业兴起于台湾，3G 时代逐步向大陆转移.....	4
手机 ODM 行业的盈利模式.....	5
手机 ODM 行业的当下的格局.....	6
中茵股份（闻泰科技），ODM 厂商龙头地位稳固.....	8
ODM 手机领域，出货量及明星机型占比均为市场第一.....	8
与高通合作，进军基于移动平台的笔电领域，开拓新蓝海.....	9
汽车电子及 VR、AR 产品卡位优势明显.....	9
投资建议.....	11
行业&公司增速及估值思考.....	11
盈利预测.....	12
风险提示；.....	12
PE/PB - Bands.....	13

图表目录

图表 2： ODM 业务模式.....	4
图表 3： 2014-2016 年全球主要手机厂商智能手机出货数据（单位：百万）.....	6
图表 4： 2016 年全球手机出货数据（单位：部）.....	7
图表 5： 2015-2016 年前五 ODM 厂商及其出货量.....	7
图表 6： 2015 年中国市场千元智能机明星机型.....	8
图表 7： 2016 年中国市场千元智能机明星机型.....	8
图表 8： 基于高通平台，搭载 Win10 系统的 PC.....	9
图表 9： Ministation.....	10
图表 10： 暴风魔镜 Matrix.....	10
图表 11： 小魅全景摄像头.....	10
图表 12： 2017 年-2019 年闻泰出货量及出厂均价预测.....	12
图表 13： 中茵股份历史 PE-Bands.....	13
图表 14： 中茵股份历史 PB-Bands.....	13

闻泰科技股权 100%注入上市公司，地产业务逐步剥离

追本溯源：中茵股份（闻泰科技）变革之路

2015年4月16日，中茵股份曾发布资产收购预案，拟以11.86元/股的价格，发行股份1.54亿股（占公司发行后总股本的24.61%），购买闻天下所持闻泰通讯股份有限公司51%股份，交易价格定为18.26亿元。移动通讯整机及设备的设计和制造服务与原有的房地产开发和运营成为公司的两项主营业务。2015年8月本次重大资产重组获得中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核通过。2015年10月收到证监会的核准批复。2015年12月25日完成标的资产过户。

2015年11月30日晚，中茵股份发布另一重组预案，拟以资产置换+现金的方式收购闻泰通讯剩余49%股权，交易价格约17.54亿元，其中拟置出资产2014年营业收入占公司营业收入比重为71.27%。交易完成后，将持有闻泰通讯100%股权，董事长高建荣也公开声明剩下的房地产业务将在2年内逐步退出，公司将彻底实现转型。

2017年1月10日，公司办理完毕闻泰通讯49%股权过户工作，其中20.77%已过户至公司名下，28.23%已过户至公司全资子公司嘉兴中闻天下投资有限公司名下。至此，公司完成了对闻泰通讯100%控股。

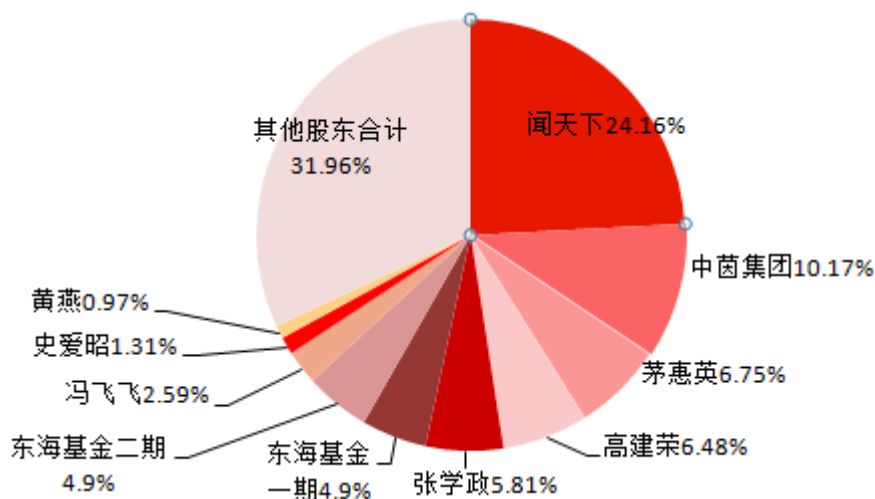
2017年5月中茵股份股东大会通过公司更名的议案，公司的名称将改为“闻泰科技股份有限公司”，公司在2016年年报中提出2017年继续剥离房地产资产。

2017年7月15日，公司公告完成工商变更登记，工商登记由“中茵股份有限公司”变更为“闻泰科技股份有限公司”。

中茵股份（闻泰科技）股权结构关系（截止至2017年1季度末）

截止至2017年第一季度末，中茵股份的第一大股东为拉萨经济技术开发区闻天下投资有限公司（简称“闻天下”）。闻天下于2015年公司重大资产重组时成为公司股东，与公司新任董事长张学政为一致行动人。闻天下和张学政共持有中茵股份29.97%股份。公司原股东苏州中茵集团有限公司，原董事长高建荣及其配偶冯飞飞为一致行动人，共持有19.24%股份。

图表1：中茵股份（闻泰科技）股权结构（截止至2017年1季度末）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

闻泰 100%纳入上市公司，加深资本市场对 ODM 行业的了解

提及中茵股份，很多人的印象还停留在其为一个地产公司的基础上，亦或是对闻泰所处的 ODM 行业没有太深的了解，毕竟，闻泰科技是这个行业唯一的一家上市公司。我们从 ODM 发展的历史、ODM 的盈利模式及 ODM 当下的行业格局做个细致的梳理，作为现时对中茵股份（闻泰科技）的价值评估及未来增长点预判的基础。

ODM 行业简介及其发展历史

ODM 行业简介

ODM，即 Original design manufacture(原始设计商)的缩写。是一家厂商根据另一家厂商的规格和要求，设计和生产产品。受委托方拥有设计能力和技术水平，基于授权合同生产产品。闻泰科技是手机 ODM 厂商的典型代表。

OEM，Original Equipment/Entrusted Manufacture 的缩写。即贴牌生产。基本含义为品牌生产者不直接生产产品，而是利用自己掌握的关键的核心技术负责设计和开发新产品，控制销售渠道，具体的加工任务通过合同订购的方式委托同类产品的其他厂家生产。之后将所订产品低价买断，并直接贴上自己的品牌商标。这种委托他人生产的合作方式简称 OEM，承接加工任务的制造商被称为 OEM 厂商，其生产的产品被称为 OEM 产品。典型的代表是富士康。

ODM 厂商和 OEM 的最大区别在于，ODM 厂商拥有设计能力和技术水平，对于授权的产品从设计开发——采购——生产全程负责。

图表2：ODM 业务模式



ODM 业务模式

资料来源：IHS，华泰证券研究所

手机 ODM 行业兴起于台湾，3G 时代逐步向大陆转移

由于手机行业与电脑上游产业链有很多重合，台湾公司在产业链的配套成熟度以及对于大客户的服务经验上有明显优势，台湾手机 ODM(委托设计与制造)公司最早都是从 PC 行业切入手机行业，典型的例子是广达，仁宝，华冠，作为电脑/笔记本行业代工的巨头，随着手机产业的崛起，迅速通过子公司切入手机代工行业；另一方面，专业的 EMS(电子制造服

务)公司也同样以 OEM 形式切入手机代工行业,代表公司伟创力,鸿海(FIH)等。台湾手机的主要出货地区是大陆,其次是欧洲。台湾手机的出货方式大约有 50%或更多采用 CKD 出货方式,部分 CKD 件出货给欧洲,最终大部分在大陆组装销售或者再向世界各地零售。主要服务国际一线品牌厂商如 Nokia,摩托罗拉,爱立信, Sony 和惠普,以及少部分国内品牌客户。

台湾手机 ODM 产业向大陆转移

2007 年苹果公司进入手机市场以后,利用其创新性的电容式触摸屏手机以及一流的用户体验,在高端市场对 Nokia, Motorola 和 Sony Ericsson 等传统巨头冲击明显。而中国本土厂商联想,华为,中兴和酷派等在借助于 MTK turnkey 方案以及高通的本土化策略,以及 Android 系统的适时推出,在中低端市场上升势头迅猛,带动大陆手机 ODM 公司闻泰,龙旗,希姆通,华勤等在 3G 智能机时代的出货增长,也同步带动大陆手机产业链的完善和成长。

台湾手机 ODM 产业在 3G 智能手机的切换过程中受到的冲击最大,由于主要客户 Nokia, Motorola, Sony Ericsson 等销量下滑,华宝,华冠等在 2007 年出货达到巅峰后开始下滑。宏达电退出手机 ODM 业务,转而运营自主品牌。富士康,英业达等公司则是重心转向 EMS 代工服务。在 EMS 产业,品质管控和生产制造等关键环节,台湾公司仍然有着明显的优势。苹果手机的组装代工服务主要由富士康,和硕提供。

由于核心客户 Sony, HTC, 华硕, Acer 等客户出货量的下滑以及项目订单开始转移大陆手机 ODM 公司, CCI(华宝), FIH 和华冠在 2015 年出货下滑严重,整体出货已经跌出前 5。由于在成本竞争以及对于中国厂商支持方面的劣势,台湾 ODM 公司已经很难与大陆 ODM 公司争取订单,预计 2016 年 CCI 和 FIH 手机出货将会进一步下滑。而大陆公司闻泰已经成长为最大的手机 ODM 公司,在研发实力,供应链管理,品质管控等关键环节已经获得普遍认可,公司稳步的发展也正在逐步改变产业内对于中国制造的印象水平,手机 ODM 产业重心已经从台湾向大陆转移。

手机 ODM 行业的盈利模式

作为终端品牌的 ODM 商,其与品牌商合作,主要的收入来源于以下 4 方面:

1、平台研发费

一般而言,品牌客户与 ODM 厂商就一款拟推产品做沟通,会指定平台芯片,并沟通在大致的终端价定位的背景下,需要硬件上做哪些功能支撑。基于客户的需求,ODM 厂商就指定平台芯片做技术研发,在可实现的基础上,以品牌客户需求为目标。这部分产生相应的研发费用,需要向品牌商收取。

2、技术提成费

品牌客户销售由 ODM 厂商为其研发的特定智能手机机型时,ODM 厂商按数量收取技术提成费。

3、供应链收入

ODM 厂商通过 ODM 模式为客户提供产品和服务,物料部分,分为客供物料与非客供物料,就不同的机型及定位,ODM 厂商及品牌客户根据彼此的采购优势及供应商能力商定物料供应。对于 ODM 厂商采购的物料,以一定的价格计入 Bom 成本;同时,作为中间纽带,物料供应商给 ODM 厂商的账期与 ODM 厂商给品牌客户的账期存在差异,期间供应链资金期限差异也能带来部分利润。

4、制造费

ODM 厂商及其外协厂对品牌客户拟推机型，基于此前的平台研发，进入生产阶段，对生产过程收取相应费用。

手机 ODM 行业的当下的格局

根据 IC Insight 的数据,我们汇总了 2014-2016 年手机市场销量数据如下:

图表3: 2014-2016 年全球主要手机厂商智能手机出货数据 (单位: 百万)

2016 年排名	公司	2014 年出货量	2015 年出货量	2016 年出货量	2016 同比增速
1	三星	311.0	322.9	310.7	-4%
2	苹果	192.9	231.6	215.4	-7%
3	华为	73.6	104.8	139.3	33%
4	OPPO	29.9	50.0	93.9	88%
5	Vivo	19.5	40.5	76.6	89%
6	中兴	43.8	56.2	58	3%
7	LG	59.2	59.7	55.1	-8%
8	联想	70.1	74	53.1	-28%
9	小米	61.1	70.7	52.9	-25%
10	TCL	41.5	44.5	39	-12%
11	金立	19.2	20	30.6	53%
12	魅族	4.4	20.2	22	9%
13	乐视/酷派	45.2	30.5	21.5	-30%
14	ASUS	5	16	20	25%
	其他	283.6	288.4	301.9	5%
	加总	1260.0	1430.0	1490.0	4%

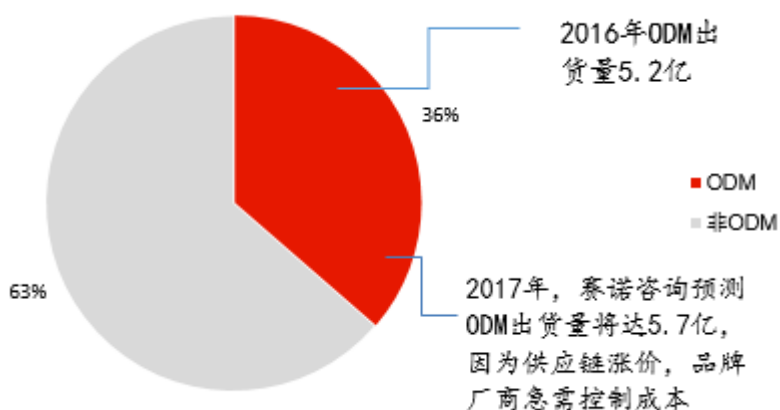
资料来源: IC Insight、华泰证券研究所

从如上数据可看出, 2016 年全球 TOP14 手机品牌当中, 有 10 家都是中国大陆品牌。其中, 华为、OPPO、vivo 杀入了前五, 并且增长幅度分别达到了 33%、88%、89%。此外金立表现也很抢眼, 增幅达到了 53%。而三星、苹果、小米、联想、LG 等厂商都有着不同程度的下滑。总的来说, 2016 年, 国产手机厂商表现出色。

同时, 从图表 3 2014 年-2016 年的终端品牌出货数据可见, 过去三年, 国产手机异军突起, 在国际手机排行中地位凸显。但高端旗舰机立平台, 中低端大众手机才是品牌厂商的主要利润来源。国产手机品牌加剧了全球手机品牌的竞争, 也促进了 ODM 行业的发展。ODM 行业, 相当于在中低端手机领域连接在各品牌之间的纽带。在零部件采购, 部分通用技术共用方面, 打破品牌的局限性。也有利于品牌厂商降低其生产成本。

根据赛诺咨询数据统计, 2016 年 ODM 厂商智能手机出货高达 5.2 亿部, 占全球手机出货量 36%。2017 年全球供应链价格上涨, 对于 ODM 厂商来说其实是利好, 将会促使更多的品牌厂商将产品交给成本控制方面更具优势的 ODM 厂商来做。赛诺预计, 2017 年 ODM 出货量将突破 5.6 亿。

图表4： 2016年全球手机出货数据（单位：部）



资料来源：赛诺咨询，华泰证券研究所

根据 HIS 的数据统计显示，2015-2016 年国内智能机 IDH/ODM 出货前五情况如下：

图表5： 2015-2016 年前五 ODM 厂商及其出货量

排名	2015 年	2016 年出货量
1	闻泰（5950 万）	闻泰（6550 万）
2	华勤（5180 万）	华勤（6010 万）
3	龙旗（2760 万）	与德（2540 万）
4	天珑（2030 万）	龙旗（2450 万）
5	中诺（1900 万）	天珑（1940 万）

资料来源：IC Insight，华泰证券研究所

可以看出，排名前两位的闻泰和华勤地位稳固，出货量远超后面竞争对手。

中茵股份（闻泰科技），ODM 厂商龙头地位稳固

闻泰通讯成立于2006年，成立之初它是一家IDH（Independent Design House，即手机方案设计公司）。

2008年嘉兴生产基地建成投产，闻泰通讯转型为ODM（Original Design Manufacturer）。截至2016年底，闻泰通讯的嘉兴生产基地拥有SMT线体32条，组装线体46条，对应的整机综合产能约为3000万台/年。2016年公司的出货量达到6550万台，超过50%的出货量由富士康、英华达和光弘等代工企业生产。自建产能，使闻泰通讯可以确保核心产品的品质和交付，公司还通过嘉兴工厂验证自己的设计，在试生产过程中找到低成本、高效率的生产方式。另一方面，把一半左右的出货量交给代工企业生产，既保障了自有产能的开工率，又可以降低资本开支，同时扩大交付能力。

ODM 手机领域，出货量及明星机型占比均为市场第一

2013年闻泰通讯敏感的察觉到国产品牌手机的变化，确立了精品化战略，只为市场主流品牌提供ODM服务，大幅削减客户数量。当时市场一片哗然，在2013年，虽然小米已推出一周年，但届时互联网手机及国产手机出货量有限，敢于大幅放弃客户，聚焦精品，给未来潜在优质客户以优质服务，需要一定远见与胆略。

目前它的客户包括华为、小米、魅族、联想等主流手机品牌；同时也是海外相关品牌Micromax等的ODM厂商。

图表6：2015年中国市场千元智能机明星机型

2015年中国市场千元智能机明星机型							
热门机型	小米2/2A/3	小米Note 2/Note 3	乐视K3系列	魅蓝2	魅蓝Note 2	魅蓝Metal	畅享5S
价格	¥499/599 RMB	¥799/899 RMB	¥499/599 RMB	¥699 RMB	¥799 RMB	¥1099 RMB	¥1199 RMB
品牌	小米	小米	乐视	魅族	魅族	魅族	华为
手机设计公司	闻泰	龙旗	闻泰	与德	闻泰	闻泰	华勤

资料来源：IHS，华泰证券研究所

图表7：2016年中国市场千元智能机明星机型

2016 Domestic 1000RMB Flagship Smartphone						
热门机型	小米3/4	小米Note4	畅玩5	魅蓝3/5	魅蓝Note 3/5	畅享6/6S
价格	¥ 699 RMB	¥ 599 RMB	¥ 699 RMB	¥ 699 RMB	¥ 999 RMB	¥ 1299 RMB
品牌	小米	小米	华为荣耀	魅族	魅族	华为
手机设计公司	闻泰	龙旗	华勤	与德	闻泰	华勤

资料来源：IHS，芯智讯，华泰证券研究所

对比2015年及2016年中国市场千元智能机明星机型可见，2015年的7款千元明星机中，闻泰出品占了4款，2016年的6款明星机型中，闻泰出品占了3款。ODM厂商的业绩情况与其出品的系列手机是否为爆款相关度较高。历史上，闻泰在ODM主力出厂价位段的爆款压倒性占比，足以证明其能力。

从此前的 ODM 厂商出货数据及以上的千元智能机明星机型占比，闻泰无论从量，还是从质上，坐享 ODM 手机厂商王者之荣耀。

同时，我们从产业调研了解，目前闻泰的研发制造能力，已具备研发制造终端价 2000 以上的手机产品，未来，其出品的最高端机型迈入 2000 元以上领域值得期待。

与高通合作，进军基于移动平台的笔电领域，开拓新蓝海

2017 年 7 月 4 日，中茵股份（闻泰科技）公告，公司子公司闻泰通讯在高通的支持下开始研发基于高通芯片平台的笔记本电脑产品。

闻泰一直是高通平台上最大的 ODM 厂商，与高通在手机、汽车电子等产品有多年深度合作，但是高通平台的笔记本电脑研发是首次尝试。

高通平台笔记本电脑与传统笔记本电脑差异较大，是笔记本电脑市场的全新产品。此次研发的笔记本是基于高通骁龙 835 平台，搭载微软最新 Windows 10 操作系统，具有无风扇、低功耗、长待机、更轻薄、全球 4G 实时在线等优点。

图表8：基于高通平台，搭载 Win10 系统的 PC



资料来源：手机中国联盟，华泰证券研究所

此前，微软在 Build 大会上演示了基于 ARM 骁龙 835 平台的 Windows 10 电脑的运行视频，其中一个细节是，这台骁龙 835+4G 内存的电脑中出现了《英雄联盟》的快捷方式，虽然没有当场显示，但官方对 LOL 的推荐配置是 i3-2100+4G+1G 显存（支持 DX9.0c），而高通也曾公开表示，骁龙 835 Win10 电脑运行效率看齐 Intel i3。

作为手机 ODM 领域的龙头，这次协同高通，将手机 ODM 领域的打法带入笔记本电脑市场，开拓公司发展新蓝海。

汽车电子及 VR、AR 产品卡位优势明显

以产品的横向拓展的领域来看，闻泰在 2015 年底和联想、腾讯联合推出 MiniStation，此后联合暴风科技推出分体式的暴风魔镜 Matrix，抢占 VR 市场份额。2017 年，闻泰推出小魅全景摄像头，登录京东众筹。

图表9: Ministation



资料来源: Ministation 公司官网, 华泰证券研究所

图表10: 暴风魔镜 Matrix



资料来源: 暴风科技公司官网, 华泰证券研究所

图表11: 小魅全景摄像头

两颗高清鱼眼镜头
内置360°成像镜头组, 美景全覆盖



资料来源: 闻泰科技公司官网, 华泰证券研究所

汽车电子产品方面, 闻泰主要融合了计算机、现代传感技术、通讯、人工智能、信息互动以及自动控制等技术, 成功研发出车规级车联网模块和 4G 车联网通讯模块产品, 目前主要合作伙伴车和家, 同时与国内品牌车商亦在洽谈当中。

VR、AR 及汽车电子, 虽然目前量不及智能手机, 但基础原理及生产工艺对于闻泰没有难题, 待市场成熟放量, 公司在设计、生产及客户三方面卡位优势良好。

投资建议

行业&公司增速及估值思考

在我们与市场交流闻泰科技的过程中，主要会碰到如下2个问题：

- 1、随着全球智能手机销量放缓，ODM市场增速缓慢，闻泰等ODM厂商如何维持高速增长？
- 2、ODM厂商毛利率和净利率低，估值方面，是否应该类似兆驰股份等公司给予相应的估值？

关于这两个问题，也是我们在研究过程中所思考的问题，在我们调研了行业及上下游后，有了如下解答。

关于问题一：的确，根据目前4G的普及程度及主流研究机构如IHS等的研判，近年已经能看到，全球智能手机出货量增速在放缓，伴随着此趋势，ODM厂商面临的市场，增速亦放缓。

但首先，我们需要注意的是，2016年，全球ODM厂商出货5.2亿台，闻泰、华勤、与德及龙旗四家主要玩家，而行业CR5为37.48%，CR2为24.15%，同时前2名ODM厂商大幅拉开了自己与第3、4名的距离，集中度并不高。在行业集中度不高的情况下，而核心玩家基本已定，基本上，这个市场基本会有个集中度逐步提升的过程，这个对于龙头而言，是未来量增长的确定性。

其次，在于价的增长。当下，在消费升级和Bom成本双向推动的情况下，我们根据行业调研反馈的信息，今年ODM行业核心厂商的出厂均价为1100-1200左右，随着iPhone及三星S及NOTE系列等市场标杆机型的终端价实质性提升的情况下，也为ODM厂商的出厂均价可触及领域提升了空间。

第三，随着核心ODM厂商出货量的持续放大，其在供应链的话语权在加强，部分零部件议价能力对比品牌厂商有了进一步的优势（闻泰2016年的出货量已经大于很多终端品牌了），进而可进一步提升ODM厂商的零部件采购比例，带来供应链领域的收入及利润贡献增加。

第四，闻泰战略方向清晰。一方面横向扩品类，另一方面往上游扩展，将部分核心产品技术内部化，提升毛利率。

关于问题二：关于估值。

我们更倾向于用PEG来给闻泰估值。有如下理由：

首先，闻泰近两年属于尽享龙头带来的产品量价齐升的过程，维持高增速的概率较大。

公司2015年被并购时，承诺2015-2017年3年业绩为2.1亿、3.2亿及4.5亿。其中2015年及2016年完成承诺业绩且超额，实际业绩为2.17、3.27亿元。按照承诺业绩来算，近3年复合增速46.38%，同时根据我们对于行业的判断（见问题一答复）及跟踪的闻泰代理产品的出货量&未来布局方向，对今年完成承诺业绩及未来2年的业绩继续维持高增长有信心。在此高增速可维持基础上，按照PEG并非不合理。

其次，闻泰ODM出厂的产品是智能手机，当前消费电子领域，暂时还没有任何产品更新周期及量跟智能手机可PK。一般大家的换机周期是2年，而15亿左右全球出货量无人能敌，且近两年有5G的推动，换机潮可能会提前。而A股上市公司中，同为ODM公司

的只有黑电 ODM 公司兆驰股份，兆驰的产品主要是液晶电视。根据 TrendForce 的数据统计，2016 年全球液晶电视总出货量为 2.19 亿台，而电视一般家庭的换机周期是 8 年。其换机周期及每年稳定的出货量与智能手机亦无法比拟。根据 wind 一致预期，兆驰 2016-2018 年复合增速 36.6%，当下对应 2017 年 27 倍估值，PEG 约 0.74。而闻泰同期复合增速为 46.8%，当下估值对应 2017 年 26.4 倍，PEG 约 0.56。故从面对的市场其产品更迭的频率及每年市场稳定出货量来看，我们觉得以闻泰为代表的手机 ODM 厂商，对比兆驰等其他行业 ODM 上市公司，理应享有更高的估值，即便参考兆驰当下 PEG，也能给到闻泰 35-37 倍估值。

盈利预测

基于此前对于 ODM 行业及龙头厂商面临的环境分析，我们预计未来 3 年中茵股份（闻泰科技）产品出货量及出厂均价如下（非常谨慎的考虑新型笔电对量及均价的影响），其中毛利率考虑了公司在供应链采购中，公司提供原料部分占比每年有 5 个百分点左右的提升。

图表12：2017年-2019年闻泰出货量及出厂均价预测

年份	出货量（万台）	出厂均价（元）	毛利率（假设）
2017	8000	1150	9.17%
2018	9000	1300	9.35%
2019	9680	1400	9.5%

资料来源：华泰证券研究所

基于此假设，以及假设公司 17 年 3 季度前房地产业务剥离完毕，前三季度部分房地产业绩亏损，同时剥离房地产业务带来部分非经常性损益。预计公司 17-19 年可实现净利润 7.3 亿（其中闻泰科技 5.3 亿，非经常性损益 2.4 亿，徐州中茵及黄石中茵房地产业务亏损 0.4 亿）、7.05 亿、8.74 亿。给予地产业务 10 亿市值（今年房地产还有 20 亿资产年底前剥离，20 亿资产算 10 亿市值）；如前所述，根据 wind 一致预期，兆驰 2016-2018 年复合增速 36.6%，当下对应 2017 年 27 倍估值，PEG 约 0.74。而闻泰同期复合增速为 46.8%，当下估值对应 2017 年 26.4 倍，PEG 约 0.56。且闻泰面对的终端产品是消费电子，即便完全参考兆驰当下 PEG0.74，闻泰科技 6 个月合理估值为 35-37 倍估值，合理市值 195.5 亿-206.1 亿市值，对应目标价 30.69-32.35 元，维持买入评级。

风险提示：

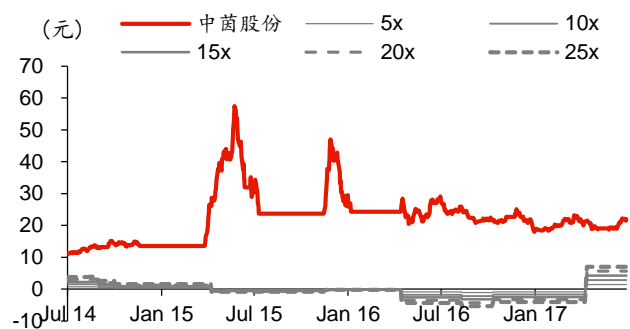
5G 推广进度低于预期；

智能手机行业发展低于预期；

消费升级进度低于预期。

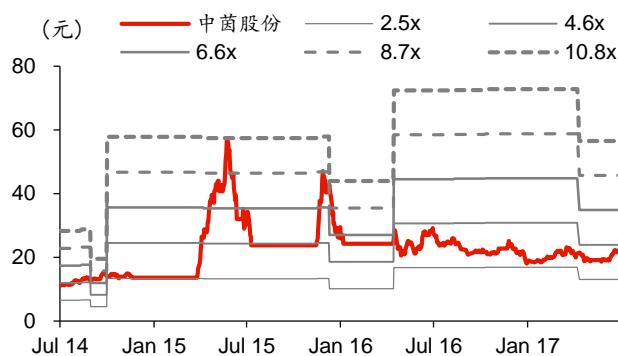
PE/PB - Bands

图表13: 中茵股份历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表14: 中茵股份历史 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	6,002	8,505	13,170	17,234	21,321
现金	403.80	477.78	1,979	3,238	4,723
应收账款	1,127	2,575	3,685	4,664	5,573
其他应收账款	27.21	68.66	98.26	124.36	148.62
预付账款	83.12	97.11	137.24	173.35	206.82
存货	4,001	4,543	6,465	8,166	9,743
其他流动资产	359.86	743.56	806.12	868.92	927.29
非流动资产	5,181	4,374	2,522	1,106	(309.24)
长期投资	0.00	337.99	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,328	1,392	1,365	1,328	1,286
无形资产	1,557	287.39	(1,040)	(2,368)	(3,696)
其他非流动资产	2,297	2,357	2,197	2,147	2,101
资产总计	11,183	12,880	15,692	18,341	21,012
流动负债	4,471	6,817	8,978	10,917	12,715
短期借款	75.50	425.17	425.17	425.17	425.17
应付账款	1,940	3,355	4,741	5,988	7,145
其他流动负债	2,455	3,037	3,812	4,503	5,145
非流动负债	836.87	955.85	878.25	882.97	882.29
长期借款	735.00	849.29	849.29	849.29	849.29
其他非流动负债	101.87	106.57	28.97	33.68	33.01
负债合计	5,308	7,773	9,856	11,800	13,597
少数股东权益	1,598	781.12	781.12	781.12	781.12
股本	637.27	637.27	637.27	637.27	637.27
资本公积	3,493	3,492	3,492	3,492	3,492
留存公积	147.02	195.00	925.55	1,631	2,505
归属母公司股	4,277	4,326	5,055	5,760	6,634
负债和股东权益	11,183	12,880	15,692	18,341	21,012

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	(333.22)	290.61	(361.58)	98.77	337.92
净利润	(143.85)	191.66	729.15	705.09	873.96
折旧摊销	59.97	221.34	140.04	140.50	140.73
财务费用	39.41	63.16	57.60	72.90	87.12
投资损失	(0.69)	(12.08)	(240.00)	0.00	0.00
营运资金变动	(271.09)	(146.21)	(948.78)	(832.72)	(770.93)
其他经营现金	(16.97)	(27.27)	(99.59)	13.01	7.04
投资活动现金	67.68	(540.48)	1,920	1,234	1,234
资本支出	44.32	285.55	0.00	0.00	0.00
长期投资	(4.00)	255.76	(337.99)	0.00	0.00
其他投资现金	107.99	0.83	1,582	1,234	1,234
筹资活动现金	(240.88)	301.83	(57.67)	(72.90)	(87.12)
短期借款	(404.20)	349.67	0.00	0.00	0.00
长期借款	(40.00)	114.29	0.00	0.00	0.00
普通股增加	153.95	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	1,666	(0.67)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(1,617)	(161.45)	(57.67)	(72.90)	(87.12)
现金净增加额	(506.43)	27.19	1,501	1,260	1,484

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	716.01	13,417	19,200	24,300	29,040
营业成本	593.38	12,341	17,439	22,028	26,281
营业税金及附加	75.47	46.12	30.72	48.60	60.11
营业费用	16.70	111.75	76.80	97.20	119.06
管理费用	143.72	666.13	1,016	1,295	1,551
财务费用	39.41	63.16	57.60	72.90	87.12
资产减值损失	0.07	13.94	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	11.23	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.69	12.08	240.00	0.00	0.00
营业利润	(140.83)	187.34	819.84	758.16	941.77
营业外收入	5.95	69.37	0.00	0.00	0.00
营业外支出	6.48	5.26	40.00	0.00	0.00
利润总额	(141.37)	251.46	779.84	758.16	941.77
所得税	2.48	59.80	50.69	53.07	67.81
净利润	(143.85)	191.66	729.15	705.09	873.96
少数股东损益	2.61	143.68	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	(146.46)	47.98	729.15	705.09	873.96
EBITDA	(41.45)	471.85	1,017	971.56	1,170
EPS (元)	(0.23)	0.08	1.14	1.11	1.37

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	(55.88)	1,774	43.10	26.56	19.51
营业利润	(221.59)	233.03	337.61	(7.52)	24.22
归属母公司净利润	(967.02)	132.76	1,420	(3.30)	23.95
获利能力 (%)					
毛利率	17.13	8.02	9.17	9.35	9.50
净利率	(20.46)	0.36	3.80	2.90	3.01
ROE	(3.42)	1.11	14.42	12.24	13.17
ROIC	(1.81)	3.89	18.82	20.51	30.63
偿债能力					
资产负债率 (%)	47.46	60.35	62.81	64.34	64.71
净负债比率 (%)	18.85	18.14	14.31	11.95	10.37
流动比率	1.34	1.25	1.47	1.58	1.68
速动比率	0.44	0.58	0.75	0.83	0.91
营运能力					
总资产周转率	0.08	1.12	1.34	1.43	1.48
应收账款周转率	1.24	7.17	6.08	5.77	5.63
应付账款周转率	0.45	4.66	4.31	4.11	4.00
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	(0.23)	0.08	1.14	1.11	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	(0.52)	0.46	(0.57)	0.16	0.53
每股净资产(最新摊薄)	6.71	6.79	7.93	9.04	10.41
估值比率					
PE (倍)	(91.98)	280.77	18.48	19.11	15.41
PB (倍)	3.15	3.11	2.67	2.34	2.03
EV_EBITDA (倍)	(338.15)	29.71	13.78	14.43	11.98

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