

外观专家铸就壁垒，通用能力开辟成长

■外观件（单机功能件价值量占比最高部分）通用加工能力是公司核心竞争力，综合布局金属/玻璃/陶瓷三大主流外观路线：1、在智能手机金属化渗透率持续提升的背景下，预计公司金属加工业务将依托于客户渗透率提升和更丰富的机型拓展，稳步扩张；玻璃后盖路线仍需搭配金属中框，对比三星 S8 和 iPhone 7，相同铝金属材质，中框价值量高于后壳；若是不锈钢中框，价值量将进一步提升。2、精密加工能力横向扩展，与三环集团合作布局陶瓷材料，有望成为陶瓷机身产业链方向性龙头企业。3、与日本安川合作，对内快速投入工业自动化，人均产出有望大幅提升，对外销售工业机器人，有望形成新兴业务增长点。无论未来智能手机外观件表现形式是金属盖板、玻璃盖板（金属中框）或是陶瓷盖板，公司均有充分准备，在业已具备外观件通用加工能力的前提下，对于任意材料的方向性爆发，公司均可根据市场需求进行动态调整，长期成长动力充足。

■行业集中度提升，大客户战略助力公司发展：全球智能手机出货增速趋缓，行业进入整合期，产业聚集对于供货能力稳定的公司将带来更高溢价。据 IDC 数据，2015 年智能机排名前五的品牌出货量占全球出货总量的 56.4%，2017 年 Q1 该比例进一步提升至 60.1%，市场格局持续集中。得益于公司的市场布局及大客户战略，伴随着 OPPO、vivo、小米等客户市场份额的增长，以及潜在国际一线大客户的业务，预计公司业绩将呈现高速增长。

■投资建议：预计 2017-2019 年净利润分别为 9.61 亿、14.20 亿、19.60 亿；同比增速分别为 40.5%、47.8%、38.1%；对应 EPS 分别为 1.06 元、1.57 元、2.17 元。给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 43.96 元，相当于 2018 年 28 倍的动态市盈率。

■风险提示：宏观经济下滑；核心客户出货不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,888.8	6,119.5	8,891.4	12,542.0	16,855.7
净利润	449.8	683.7	960.6	1,419.8	1,960.3
每股收益(元)	0.50	0.76	1.06	1.57	2.17
每股净资产(元)	3.67	4.41	5.21	6.35	8.00

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	67.5	44.4	31.6	21.4	15.5
市净率(倍)	9.2	7.6	6.5	5.3	4.2
净利润率	11.6%	11.2%	10.8%	11.3%	11.6%
净资产收益率	13.6%	17.2%	20.4%	24.8%	27.1%
股息收益率	0.6%	0.4%	0.8%	1.3%	1.6%
ROIC	18.2%	19.9%	24.2%	28.3%	33.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告
其他元器件

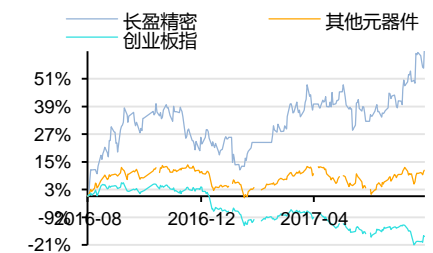
投资评级 **买入-A**
维持评级

6 个月目标价：**43.96 元**
股价 (2017-07-28) **33.60 元**

交易数据

总市值(百万元)	30,342.61
流通市值(百万元)	29,319.25
总股本(百万股)	903.05
流通股本(百万股)	872.60
12 个月价格区间	20.75/33.60 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	21.5	18.36	66.01
绝对收益	17.11	12.05	47.72

孙远峰

分析师
SAC 执业证书编号：S1450517020001
sunyf@essence.com.cn
010-83321079

张大印

报告联系人
zhangdy@essence.com.cn

相关报告

长盈精密：金属精加工为

主业，外延拓展新材料/孙远峰 2017-05-22

内容目录

1. 智能机外观件精密加工领先企业	4
1.1. 金属加工为起始，全面拓展手机外观件业务.....	4
1.2. 董事长间接控股，股权结构稳定.....	5
2. 量价齐升助力手机外观件业务成长	6
2.1. 智能手机行业集中趋势明显，核心客户市占提升带动公司发展.....	6
2.2. 外观件手机功能件成本占比最高，价值量凸显客观重要性.....	8
3. 外观件通用加工能力，支撑长期高速发展	10
3.1. 金属加工能力完备，顺应行业金属化潮流.....	10
3.2. 玻璃后壳有望得到市场认可，金属中框不可少，同时价值有提升.....	12
3.3. 与三环集团强强联合，长线布局陶瓷材料.....	13
3.4. 绑定全球机器人领导企业，全力发展工业自动化.....	16
4. 内生/外延覆盖消费和新能源汽车，长期发展动力充足	19
4.1. 消费电子连接器多品类供应商.....	19
4.2. 从行业优势客户入手，多角度布局新能源汽车.....	20
4.3. 控股广东方振，拓展硅胶防水材料.....	22
5. 盈利预测和投资建议	24
5.1. 同行业估值比较.....	24
5.2. 投资建议.....	24
6. 风险提示	24

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	4
图 2: 公司产业链位置.....	4
图 3: 2012~2016 年公司营收和增速.....	5
图 4: 2012~2016 年公司净利润和增速.....	5
图 5: 2012~2016 年公司营收市场分布 (亿元).....	5
图 6: 2012~2016 年公司营收业务构成 (亿元).....	5
图 7: 公司股权结构、主要子公司和联营企业.....	6
图 8: 2015 年全球智能机出货量 (百万部).....	6
图 9: 2015 年全球智能机出货品牌占比.....	6
图 10: 2016 年全球智能机出货量 (百万部).....	7
图 11: 2016 年全球智能机出货品牌占比.....	7
图 12: 2012~2016 年前五大客户营收.....	7
图 13: 2012~2016 年前五大供应商采购额.....	7
图 14: iPhone 7 结构构成.....	8
图 15: iPhone7 bom 成本构成 (美元).....	9
图 16: 除去芯片，其余零组件成本占比.....	9
图 17: 三星 S8 结构构成.....	9
图 18: 三星 S8 bom 成本构成 (美元).....	10
图 19: 除去芯片，其余零组件成本占比.....	10
图 20: 金属后壳和金属中框产品.....	11

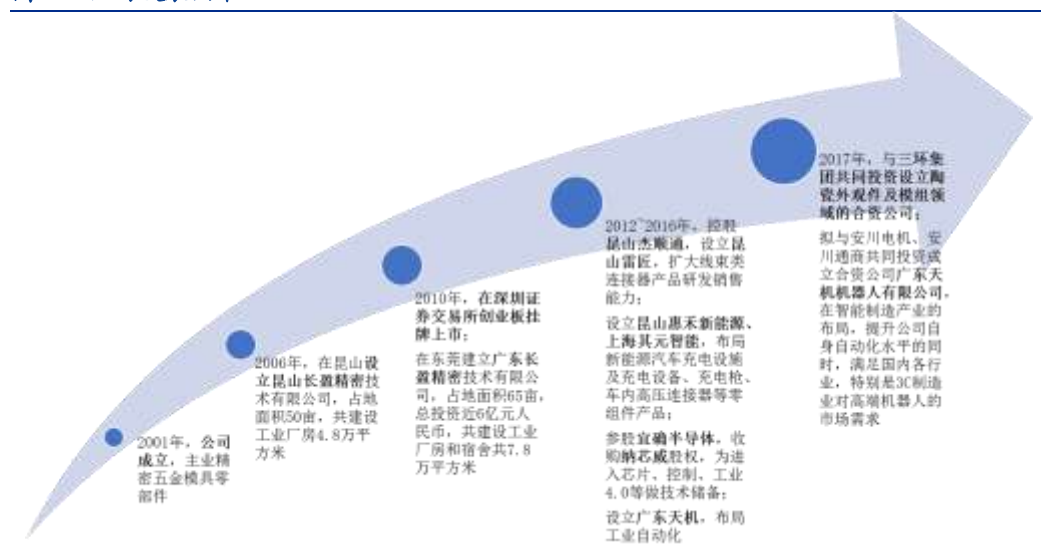
图 21: 公司掌握铝金属后壳的全套工艺流程.....	11
图 22: 2015~2018 年玻璃盖板出货量 (单位: 百万片)	12
图 23: 2014~2019 年智能机金属化渗透率	12
图 24: 小米 6 尊享版和 Essential Phone	14
图 25: 陶瓷机壳加工工序	14
图 26: 最终良率提升依靠每一个环节的高良率	15
图 27: 2012~2016 年公司员工人数变化	16
图 28: 2012~2016 年人均营收和增速	16
图 29: 安川电机工业机器人产品及应用	17
图 30: 公司工业自动化产线	18
图 31: 2012~2019 年全球工业机器人销量及增速	18
图 32: 2012~2019 年中国工业机器人销量及增速	18
图 33: 2016~2021 年全球连接器市场规模	19
图 34: 2016 年全球各地区连接器市场规模占比	19
图 35: Sim 卡、电池、耳机座、摄像头、金属弹片、USB 连接器	19
图 36: 2005~2016 年全球乘用车销量和增速	20
图 37: 2005~2016 年中国乘用车销量和增速	20
图 38: 2011~2020 年国内总体乘用车市场销量	21
图 39: iPhone 7 防水设计	22
图 40: 广东方振硅胶产品全面应用于手机防水	23
图 41: 2017、2021 年可穿戴设备市场份额预测	23
图 42: 2017~2021 年可穿戴产品种类分布	23
图 43: 硅胶医疗用品	24
图 44: 硅胶汽车用品	24
表 1: 2016 年公司前 5 大客户销售额和占比	8
表 2: 按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款情况	8
表 3: 公司金属加工技术能力	11
表 4: 各种材料的参数对比	13
表 5: 长盈精密与三环集团合作投资	15
表 6: 公司 2016 部分在研项目及进展情况	20
表 7: 可比公司比较	24

1. 智能机外观件精密加工领先企业

1.1. 金属加工为起始，全面拓展手机外观件业务

产品面向终端市场，时刻把握行业脉搏。公司成立于 2001 年，专业从事精密手机金属外观件、电磁屏蔽件、微型连接器等产品的研发、生产和销售，经过 10 余年的发展和积累，已形成智能手机外观件的行业领先优势。与 OPPO、vivo 合作积极推动铝金属后壳行业渗透；与小米合作前瞻卡位不锈钢中框精加工，未雨绸缪未来玻璃盖板的行业潮流；与三环集团强强联合，贯通陶瓷产业链“从粉体到产品”，业已成为陶瓷外观件产业领导者。**外观件是手机功能上不可或缺且产品价值量最高的零部件之一**，公司以精密加工制造能力为依托，产品全面覆盖铝后壳、铝中框、不锈钢中框、陶瓷盖板和一体化后壳，布局手机外观件已经存在和未来可能的发展方向，无论是金属化渗透率持续提升，或者玻璃、陶瓷非金属材料的市场突破，公司均有充分准备并可针对市场需求切换资源线性扩展，具备充分成长空间。

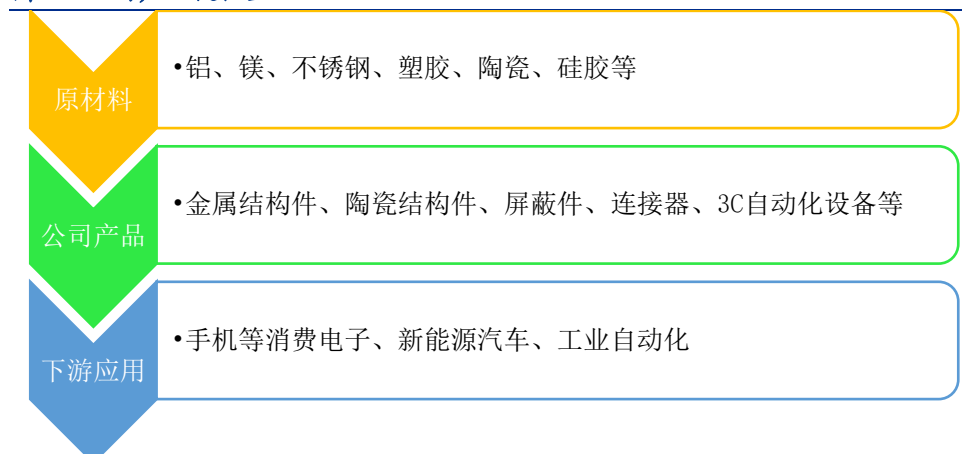
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司下游客户直接面向消费市场，HOV、三星、小米等消费电子终端厂商是公司业务成长的直接拉动力。公司在客户优势的基础上，不断拓展防水材料、连接器等产品类别，自研和引进自动化生产设备，持续提升生产效率。拓展精密加工能力，外延布局新能源汽车连接器产品，已成为北美新能源汽车领导品牌供应商。

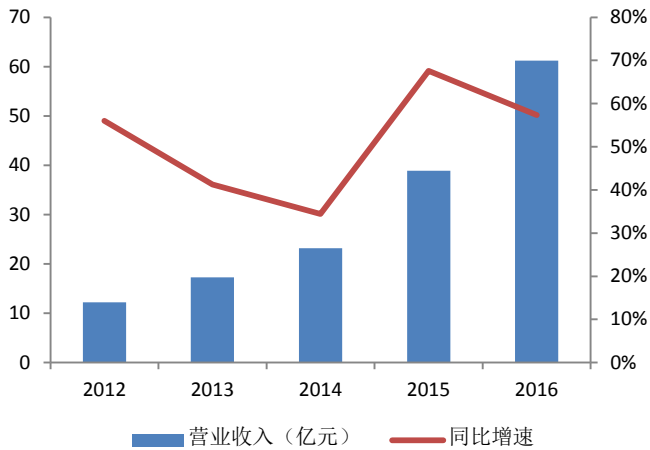
图 2：公司产业链位置



资料来源：安信证券研究中心

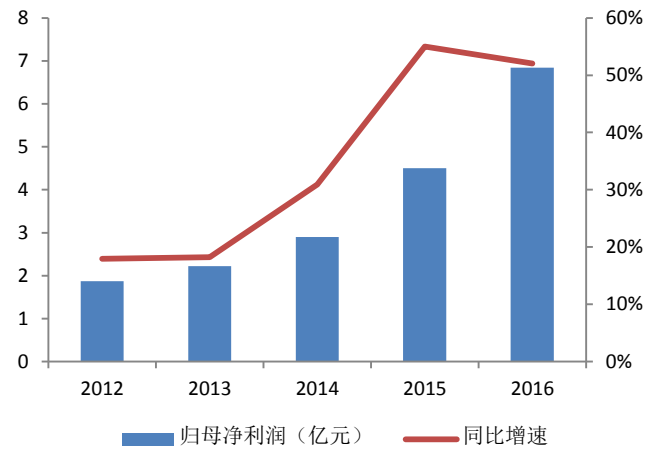
公司营业收入从2012年的12.22亿元迅速增长到2016年的61.19亿元,CAGR达到49.6%; 归属母公司股东的净利润从2012年的1.87亿元增长到2016年的6.84亿元,CAGR达到38.3%。作为精密金属加工为主业的科技制造企业,公司业务经营稳健,盈利能力持续走强。

图 3: 2012~2016 年公司营收和增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

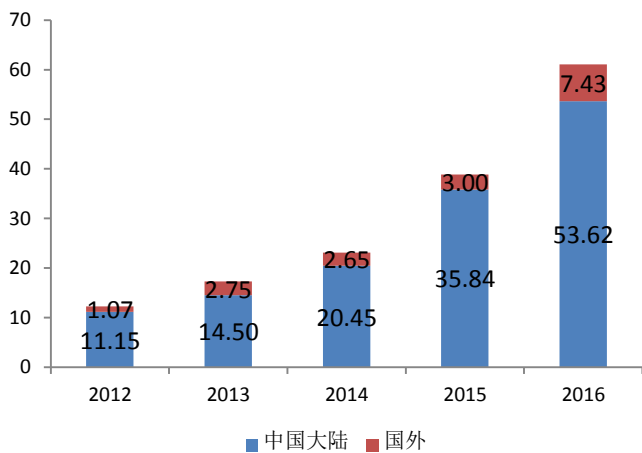
图 4: 2012~2016 年公司净利润和增速



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

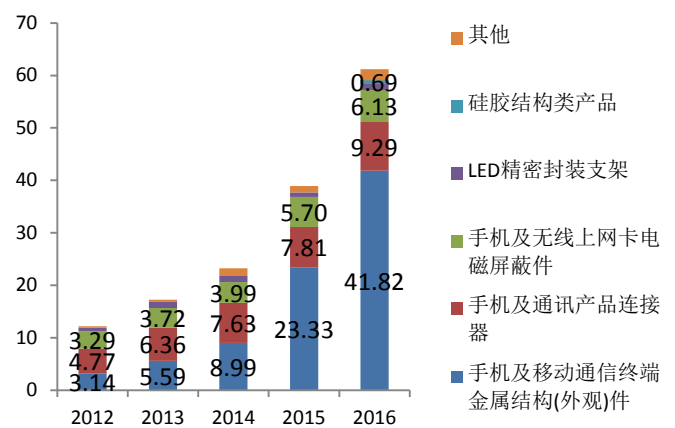
目前手机及移动通信终端金属外观结构件是公司营收的主要部分,2016年度61.19亿营收中,金属外观结构件占比达到68.3%。中国大陆是公司的主要销售区域,2012~2016年间海外市场业务营收从1.07亿元增长到7.43亿元,而大陆市场营收从11.15亿元迅速增长到53.62亿元,在2016年大陆地区业务已经占总营收比例的87.6%。

图 5: 2012~2016 年公司营收市场分布 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 6: 2012~2016 年公司营收业务构成 (亿元)

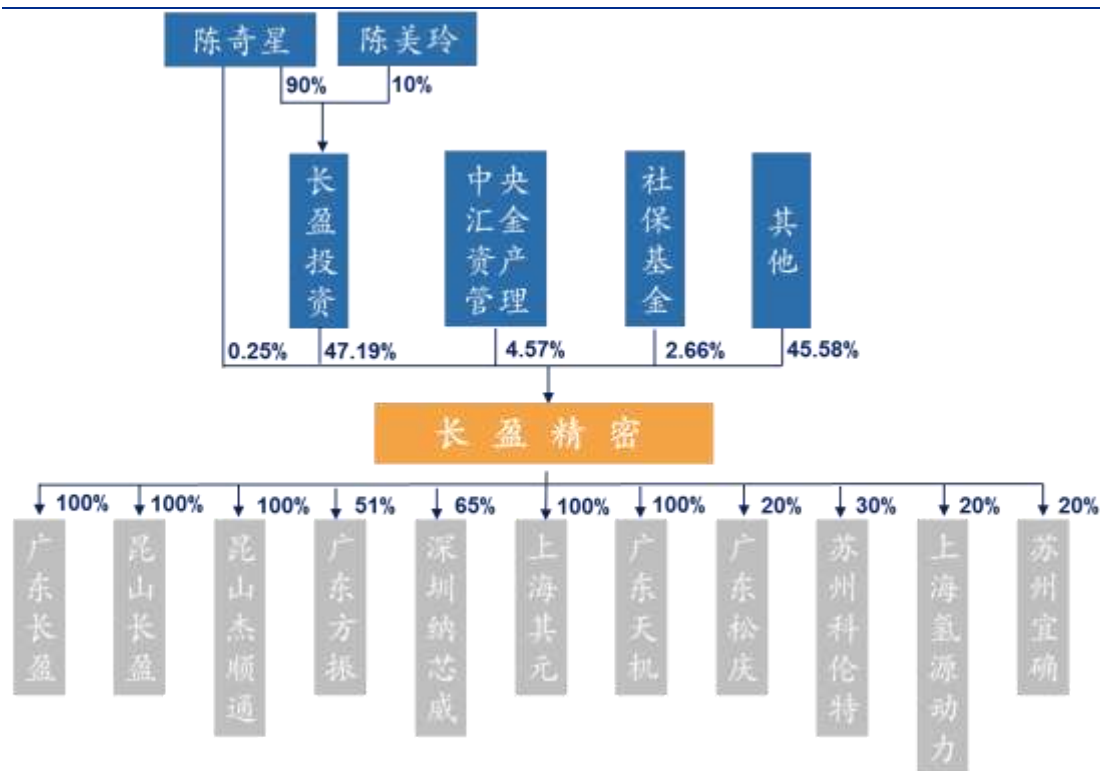


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.2. 董事长间接控股, 股权结构稳定

根据公司2016年报披露,截止2016年底公司董事长陈奇星通过持有新疆长盈粤富股权投资有限公司(简称“长盈投资”)90%的股权持有长盈精密47.19%的股权,通过个人账户持有长盈精密0.25%的股权,为公司实际控制人。此外,长盈投资的股东陈奇星与陈美玲为兄妹关系。

图 7：公司股权结构、主要子公司和联营企业



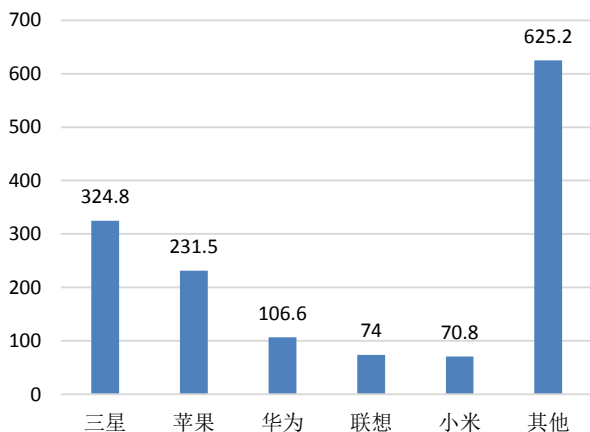
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

2. 量价齐升助力手机外观件业务成长

2.1. 智能手机行业集中趋势明显，核心客户市占提升带动公司发展

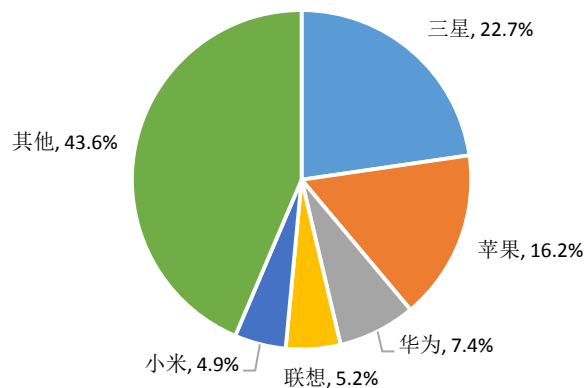
全球智能手机出货增速趋缓，行业进入整合期，产业聚集对于供货能力稳定的公司将带来更高溢价。据 IDC 数据显示，2015 年全球智能机出货量 14.3 亿部，出货量排名前五的品牌分别是三星、苹果、华为、联想和小米，五家厂商出货量占全球智能机出货总量的 56.4%。2016 年全球智能手机出货 14.7 亿部，排名前五的品牌分别是三星、苹果、华为、OPPO 和 vivo，五家厂商出货占全球出货总量的 57.3%。

图 8：2015 年全球智能机出货量（百万部）



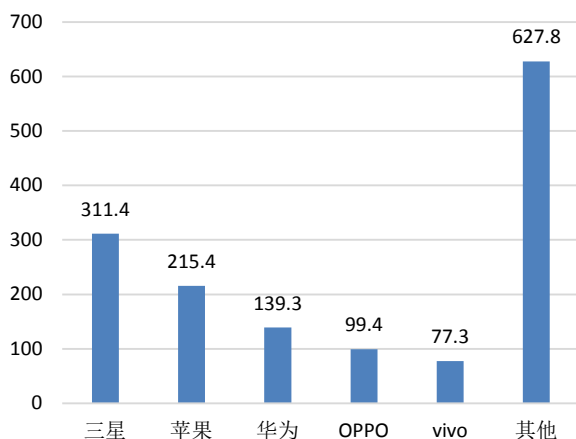
资料来源：IDC，安信证券研究中心

图 9：2015 年全球智能机出货品牌占比



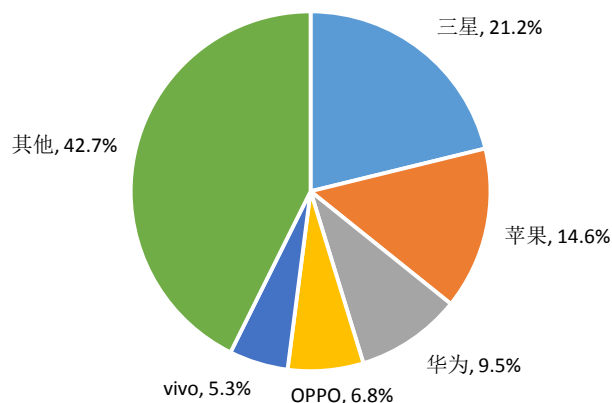
资料来源：IDC，安信证券研究中心

图 10: 2016 年全球智能机出货量 (百万部)



资料来源: IDC, 安信证券研究中心

图 11: 2016 年全球智能机出货品牌占比



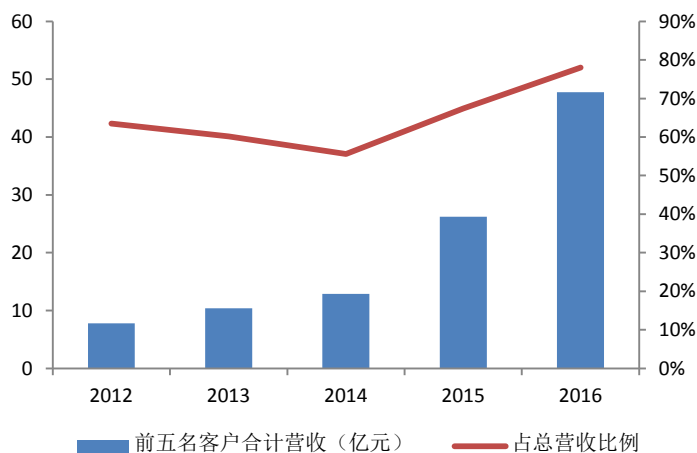
资料来源: IDC, 安信证券研究中心

至 2017 年第一季度, 据 IDC 数据统计, 全球智能机出货量达到 3.47 亿部, 同比增长 4.3%, 排名前五的厂商出货量合计达到 2.09 亿部, 占全球总出货量的 60.1%, 市场格局持续集中。在行业集中度持续提升的背景下, 行业领先的手机品牌将持续扩大市场份额, 供应链企业将直接受益。

近年来公司下游客户以手机厂商为主, 供应产品主要是精密金属结构件和连接器, 产品具有定制化的特点, 良好的客户合作关系是公司业绩稳定成长的基础。2012~2016 年, 公司前五大客户占营收比例从 63.5% 增加至 78.1%, 客户集中度有所提升, 符合智能手机行业集中度提升的整体趋势。

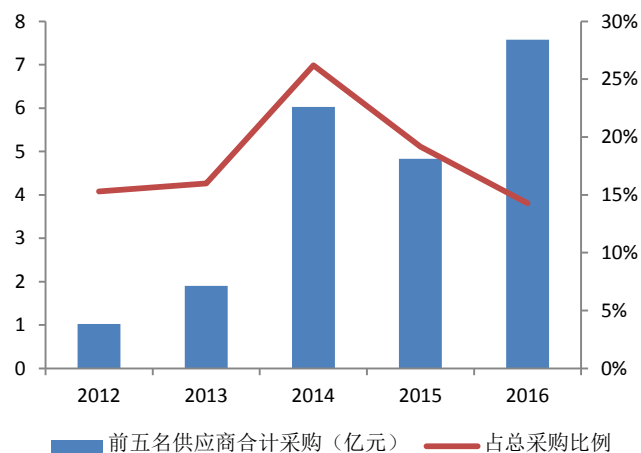
2012~2016 年公司前五大供应商采购额占总采购额比例在 15~25% 之间, 公司向上游采购相对比较分散, 具备一定程度的议价能力。得益于公司的市场布局及大客户战略, 伴随着 OPPO、vivo、华为、小米等客户市场份额的增长, 2016 年公司在金属外观件等产品领域取得了高速增长。未来, 随着国际大客户的业务增加, 预计公司业绩将继续保持高速增长。

图 12: 2012~2016 年前五大客户营收



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 13: 2012~2016 年前五大供应商采购额



资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 1: 2016 年公司前 5 大客户销售额和占比

客户	销售额 (亿元)	占年度销售总额比例
第一名	17.98	29.38%
第二名	12.58	23.82%
第三名	6.26	10.23%
第四名	5.10	8.33%
第五名	3.85	6.29%
合计	47.76	78.05%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

表 2: 按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款情况

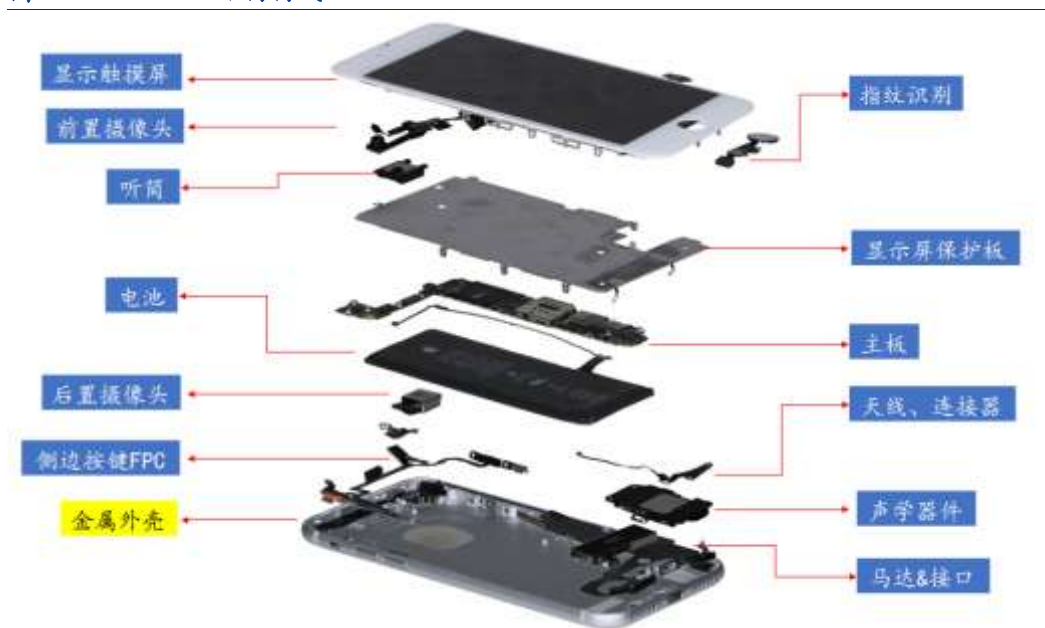
单位名称	账面余额 (亿元)	占应收账款余额的比例(%)
东莞市欧珀精密电子有限公司	2.34	17.21%
小米通讯技术有限公司	1.55	11.42%
维沃通信科技有限公司	1.25	9.22%
华为终端 (东莞) 有限公司	1.00	7.38%
武汉比亚迪电子有限公司	0.93	6.81%
合计	7.08	52.04%

资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

2.2. 外观件手机功能件成本占比最高, 价值量凸显客观重要性

手机金属后壳, 以 iPhone 7 为例, 一方面承载着保护整机的基础功能作用, 另一方面作为手机后视方向的一级外观面, 承担着提升“颜值”的消费体验。2007 年 Apple 将金属元素引入智能手机设计, 金属便逐渐成为手机行业的潮流。由于铝金属密度小、重量轻, 加工成本相对较低, 在智能手机外观结构件中, 铝材得到一致认可。苹果、三星、华为等主流手机厂商纷纷推出铝金属材质终端产品。

图 14: iPhone 7 结构构成



资料来源: IHS, 安信证券研究中心

在产品价值上, 据 IHS 数据, iPhone 7 金属后壳成本 18.2 美元, 占整体 bom 成本 224.8 美元的 8.1%。如果分类别来看, 处理器、基带/射频芯片、内存、电源管理 IC 等均属于半导体

产品，我们除去半导体芯片产品，只从零部件的价值量衡量，在 iPhone 7 中，金属后壳是价值量最高的零部件之一，仅次于显示屏和摄像头，高于马达、天线、扬声器、耳机、PCB 等。

图 15: iPhone7 bom 成本构成 (美元)

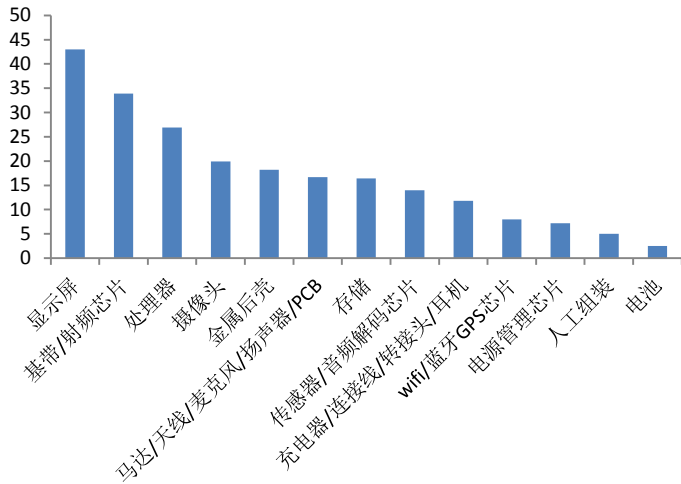
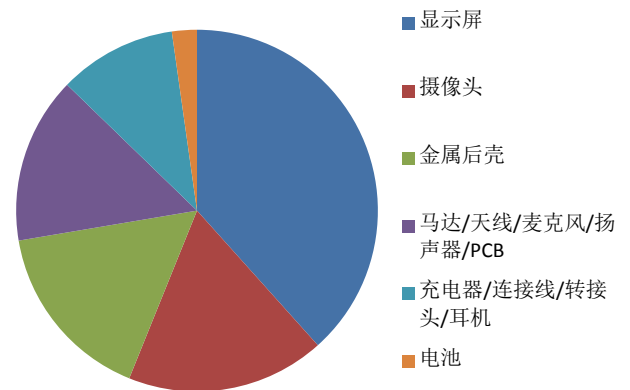


图 16: 除去芯片，其余零部件成本占比



资料来源: IHS, 安信证券研究中心

资料来源: IHS, 安信证券研究中心

不同于 iPhone 系列产品的金属后壳，三星 Galaxy 系列采用铝金属中框加玻璃盖板的外观表现形式。金属中框不仅仅包含裸露在外的边框，还具有内在金属支架，三星旗舰机型即采用一体成型的金属中框结构。

图 17: 三星 S8 结构构成



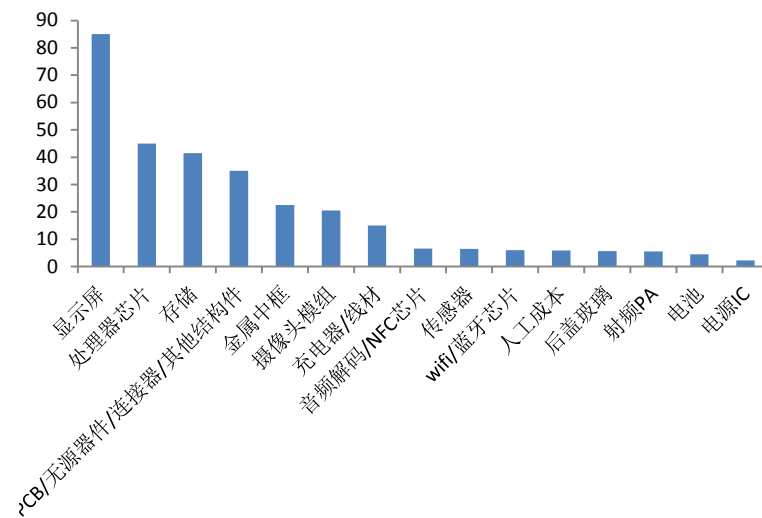
资料来源: Business Wire, 安信证券研究中心

从价值量看，据 IHS 成本拆解数据显示，三星 S8 的总 bom 成本为 307.5 美元，其中金属中框 22.5 美元，玻璃后壳 5.7 美元，二者合计占总成本的 9.2%。同样分类别来看，我们除去处理器、基带/射频芯片、内存、电源管理 IC 等半导体芯片产品，只从零部件的价值量衡量，在三星 S8 中，金属中框也是价值量最高的零部件之一。三星 S8 显示屏价格 85 美元远高于 iPhone 7 显示屏 43 美元，差异在于三星 S8 采用柔性 AMOLED 显示屏，iPhone7 采用的是 LTPS-LCD 显示屏。从产业链信息显示，今年 iPhone 新品至少有一款采用 AMOLED 显示屏，

屏成本占比会有所提升。

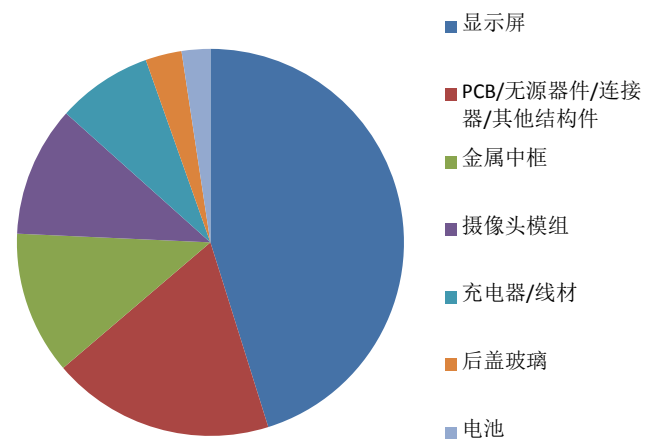
值得注意的是，与 iPhone 7 的金属后壳成本 18.2 美元相比，三星 S8 的金属中框的价值量达到 22.5 美元，主要原因来自于除常规铝材加工工艺以外，三星 S8 的中框还有模内注塑和填充，12 个镀金点，192 个点焊点和 22 个金属标签，工艺流程更为复杂，因此产品价格更高。

图 18：三星 S8 bom 成本构成（美元）



资料来源：IHS，安信证券研究中心

图 19：除去芯片，其余零组件成本占比



资料来源：IHS，安信证券研究中心

3. 外观件通用加工能力，支撑长期高速发展

【提示】核心观点：1、在智能手机金属化渗透率持续提升的背景下，公司金属加工业务将稳步扩张。玻璃后盖的手机产品出货将快步提升，但仍将需要金属中框，对比三星 S8 和 iPhone 7，相同铝金属材质，中框价值量高于后壳；若采用不锈钢材质中框，价值量将进一步提升。2、精密加工能力横向扩展，与三环集团合作布局陶瓷材料，有望成为陶瓷机身产业链方向性龙头企业。3、与日本安川合作，对内快速投入工业自动化，人均产出有望大幅提升，对外销售工业机器人产品，有望形成新兴业务增长点。无论未来智能手机外观件表现形式是金属盖板、玻璃盖板（金属中框）或是陶瓷盖板，公司均有充分准备，在业已具备外观件通用加工能力的前提下，对于任意材料的方向性爆发，公司均可根据市场需求进行快速切换，长期成长动力充足。

3.1. 金属加工能力完备，顺应行业金属化潮流

公司技术领先、工艺成熟，掌握精密金属结构件全制程加工能力。目前具备镁、铝、不锈钢等多种金属材质的压铸、冲压、锻造等技术，拥有完善的金属产品制程工艺，包括冲压、抛光、研磨（平面、离心、磁力、震动）、电镀、喷砂、CD 纹、批花、高光、阳极、CNC、镗雕、PVD（镀膜）、蚀刻、清洗、丝印、移印、涂装、注塑、组装等，全部流程均可在公司内部车间生产，制程管控完善。

金属结构件基本都是客户定制化产品，配合客户持续进行新工艺、新技术的研发是公司保持行业领先优势的必然选择。2012~2016 年间公司研发投入占营收比例均维持在 6%~8% 之间，伴随着公司营收体量增长，研发投入金额持续增加，从 2012 年的 8700 万元增长到 2016 年的 4.83 亿元，4 年 CAGR 达到 53.6%。

表 3：公司金属加工技术能力

加工能力	说明
压铸	将熔凝性较好的金属，以快速高压注入耐高温钢制成的模具内，再利用钢模较低温度急速凝固进而成型为与模穴形状相似的工件；凝固后去除流，浇道，再经各项后加工程序生产为成品。
冲压	将不同厚度之片材或板材利用机械冲压或捣压方式制作出所期望形状，且在制造的过程当中并不会改变原本素材料的厚度。
锻造	预热后或未预热之生胚材料藉由适当的外加压力下达到金属的塑性变形，而施加的外力通常是透过强力的锻打或冲压所提供。
热处理技术	利用退火改善铝合金的塑性，利用固溶和时效改善铝合金的金相，提高其强度，消除残余应力；利用退火改善不锈钢的塑性，利用时效消除不锈钢残余应力，提高产品稳定性。
精密冷锻技术	制作不等厚的结构零件，属于塑性延展加工，废料少，替代和减少后续机械加工；可以控制金属的纤维流线，改善金属结构的金相组织，提高零件的疲劳强度和承载能力。
自动化夹具设计制造	应用高转速小型精密刀具的切削加工技术，应用多轴联动和自动化夹具实现柔性自动化集成加工；对大批量生产金属结构件，生产过程稳定，可实现大批量生产，产品互换性好。
精密锻压模具设计制造	精密锻压模具对金属材料进行塑性成形，利用材料热处理工艺改善加工过程中的塑性和消除加工后产品应力，实现产品内部特征和外观复杂曲面无须后续加工。

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

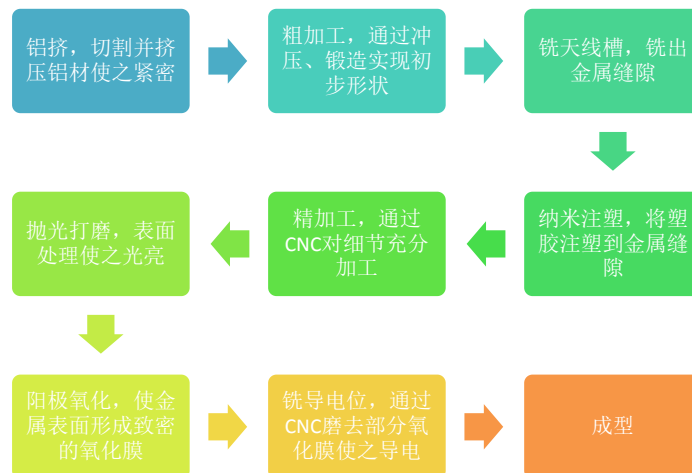
图 20：金属后壳和金属中框产品



资料来源：公司官网

公司具备金属外观件全制程能力，精加工和表面处理体现公司竞争力，非核心业务外发实现资产轻量化。公司自有 CNC 机台约 5000 台，同时外协可用 CNC 资源达到 10000 万台。公司加大对后道精加工和表面处理业务的核心掌控力，而把工序靠前的铝挤、粗加工外发，通过较低资金投入实现产能的弹性扩展，实现自身资产轻量化，降低大规模 CNC 机台的投入风险。

图 21：公司掌握铝金属后壳的全套工艺流程



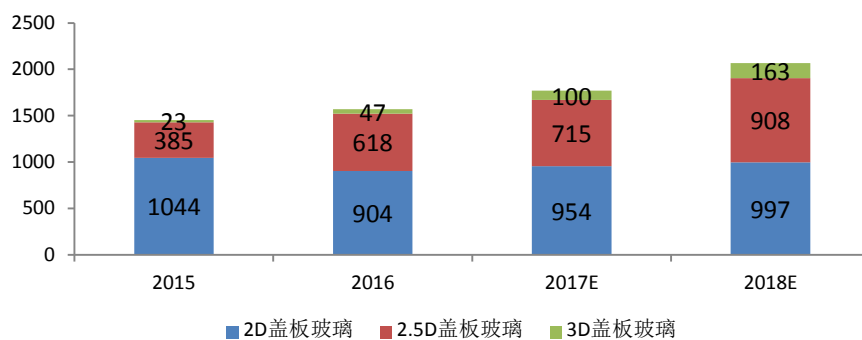
资料来源：新材料在线，安信证券研究中心

经过多年投入和积累，公司具备大量顶尖加工设备、先进的加工工艺和制程管理系统，同时培育了优秀的模具设计团队。其中，模治具研发、设计、工艺工程师 1000 余名，技工技师 3500 余名，模具年产能 5000 余套，年精密零件加工能力超 300 万件，精密模具加工周期及质量都处于行业领先。据公司年报披露，截止 2016 年底，公司已具备年产 7000 万套各类金属外观件、12 亿只精密连接器、8 亿只超精密连接器、20 亿只电磁屏蔽件的能力，产能能够充分满足客户和市场需求。

3.2. 玻璃后壳有望得到市场认可，金属中框不可少，同时价值有提升

根据目前产业链信息，预计今年苹果新品将采用金属中框+双面玻璃的外观设计，进一步的在无线充电逐步普及、4.5G 到未来 5G 天线数量持续增加的趋势下，玻璃这种非金属材料更适合手机外壳设计。玻璃盖板在行业龙头的强势带动下，IHS 预计 2018 年全球 2.5D、3D 盖板玻璃出货分别将达 9.08、9.97 亿片，2.5D、3D 盖板玻璃出货 15~18 年 CAGR 分别达到 33.1%、92.1%。市场担心在玻璃盖板普及的情况下，金属后壳业务可能会受到冲击。我们认为，双面盖板玻璃需要金属中框作为整体支撑，金属的应用从“完全外观的后壳”转变为“局部外观的中框”。

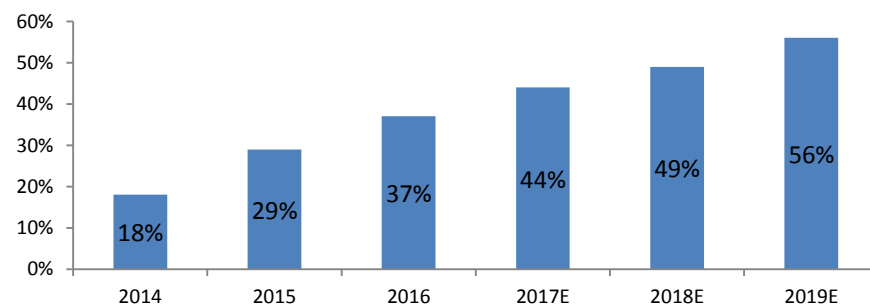
图 22：2015~2018 年玻璃盖板出货量（单位：百万片）



资料来源：IHS，安信证券研究中心

从三星 S8 的结构构成可以得到验证，近几年三星 S 系列和小米旗舰机型均采用一体化金属中框+后盖玻璃的结构造型，对于金属加工的需求是持续存在的。无论是金属后壳还是金属中框，金属化向中低端塑胶机型的渗透是持续推进的，除此之外，公司国际国内一线客户渗透率仍具备较大提升空间，外观件创新带来的更多客户渗透提升和更加丰富的机型配置，仍旧持续值得期待。

图 23：2014~2019 年智能机金属化渗透率



资料来源：Wind，安信证券研究中心

从产品价值量的角度，以常规铝材加工为例，一般需要铝挤、初加工、纳米注塑、CNC 精加工、抛光打磨、阳极氧化等多个主要流程。至少有两点因素会影响产品价格：1、机身结构设计的复杂度：多弧面、多弧度等复杂设计延长 CNC 等流程加工时间，时间耗费直接体现到成本；2、工艺复杂度：新型颜色工艺、特殊镜面效果等增加产品加工流程导致整体良率下降，成本分摊后拉高了出货产品的平均价格。因此，结构设计不同，工艺要求不同，产品生产难度和稳定良率有差异，导致相同材质的产品最终价格相差较大。对比铝金属后壳，中框需要 CNC 铣掉更多的金属部分，相对加工时间更长，而金属后壳外观面积大，因此外观处理工艺更复杂，整体对比二者价值量相当，差异取决于手机厂商对于产品的细节要求。对比 iPhone 7 的金属后壳成本 18.2 美元与三星 S8 的金属中框成本 22.5 美元，我们可以初步判断，在高端旗舰机型中，金属中框的价值量要高于金属后盖。

铝金属以外，不锈钢重新受到厂商青睐。相比于铝，不锈钢硬度大，耐磨耐刮，材质着色稳定，跌落不容易出现凹坑，对整机防护性更好，对应的产品价格上也更高。从产业链调研信息预计今年 iPhone 新品将采用不锈钢材质的中框和玻璃后壳，不锈钢硬度高，因此做相同的形状结构，相比于铝需要 CNC 加工时间更长，带动产品价格提升。国内厂商中小米已经采用不锈钢中框加玻璃后壳的设计方案，产业链调研数据显示小米 6 的不锈钢中框单价已经达到 200 元以上，远高于常规铝金属中框和后壳 50~150 元的价格范围。预计苹果在手机新品采用不锈钢材质以后，将带动手机行业不锈钢材质的规模化应用，产品价值量大幅提升，利好公司金属结构件加工业务。

3.3. 与三环集团强强联合，长线布局陶瓷材料

外观创新是消费电子差异化的重要手段之一，我们预计多数一线品牌将持续在外观材料上寻求创新，借此吸引消费者亲睐。继金属和玻璃之后，陶瓷材料成为手机后壳新选择。陶瓷材料和玻璃类似，电磁波可以顺利穿透，相比于金属，陶瓷机身更容易实现无线通信的多天线功能。相比于玻璃，陶瓷具有更高的硬度。同时，氧化锆陶瓷介电常数在 30 以上，相比于玻璃的 3.7，陶瓷后壳尺寸的变动对手机天线的的影响尤其明显，对手机批量出货的信号一致性带来更大的难度。因此，相比于玻璃加工，陶瓷材料的精度要求更为严格。

表 4：各种材料的参数对比

	铝	不锈钢	玻璃	陶瓷（氧化锆）
密度 (g/cm ³)	2.7	7.9	2.4	5.8
抗弯折性	较差	良好	良好	良好
易碎程度	不易碎	不易碎	易碎	易碎
介电常数	金属不涉及	金属不涉及	3.7	30 以上
导热性	良好	良好	较差	较差
价格	50~150	200~300	30~100	200 元以上
代表机型	iPhone7、华为 Mate9、OPPO R9	iPhone4、小米 4	三星 S7、小米 Note2、荣耀 Magic	小米 6，一加 X

资料来源：网络资源整理，安信证券研究中心

2016 年 10 月，小米发布全面屏手机小米 MIX，屏占比高达 91.3%，配合全陶瓷机身，外观表现出众。2017 年 4 月小米发布旗舰新品小米 6，标准版采用玻璃后盖，尊享版采用陶瓷后盖，相比于玻璃的通透，陶瓷给人以温润如玉的感官体验。2017 年 5 月被誉为“Android 之父”的 Andy Rubin 发布了其初创公司推出的首款智能手机 Essential Phone，具备惊艳的全面屏设计，并采用钛合金中框加陶瓷后壳，售价 699 美元。

图 24：小米 6 尊享版和 Essential Phone



资料来源：小米，Essential Phone

苹果 Apple Watch 上已经率先应用陶瓷版本，未来在玻璃以外，不排除在手机上尝试使用陶瓷的可能。目前限制陶瓷广泛应用的主要瓶颈在于产能、良率和成本。完整的陶瓷机壳生产工序按大类可以分为原材料陶瓷粉体制备、粉体成型、后道加工，最终实现成品出货。

图 25：陶瓷机壳加工工序

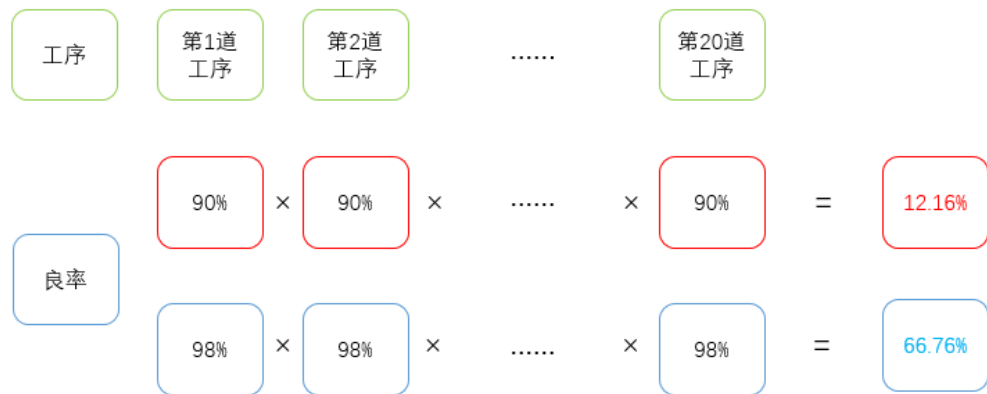


资料来源：新材料，安信证券研究中心

在产业链相对上游的氧化锆陶瓷原材料领域，主要参与企业包括三环集团、日本东曹、国瓷材料和东方锆业等；粉体成型和烧结环节，三环集团、顺络电子、蓝思科技均有涉入；后道加工领域三环集团、蓝思科技、顺络电子、长盈精密持续布局。可以看到三环集团现已拥有从材料配方，到成型、烧结、精细加工全链条的核心技术，已经具备手机陶瓷外观件批量生产的能力，同时陶瓷手机后盖板已在小米 5、小米 MIX 等手机上得到应用。

类似于金属加工和玻璃加工，完整的陶瓷后壳加工同样需要复杂的工艺流程，在量产过程中厂商需要逐渐积累新材料加工的经验。我们假设一款手机后壳的全部生产流程有 20 道工序，每一道工序的直通率是 90%，20 道工序下来最终良率只有 12.16%。为了将整体良率提升到 60% 以上，那么每一道工序的良率至少达到 98%，这也是大部分需要复杂加工的厂商生产产品良率提升的必经之路。每一款项目或者新材料的生产初期，由于仪器设备调整、人员不熟练，各个环节都处于较低的直通率，产品的初始良率很可能在 10% 左右；随着工艺熟练和经验积累，各环节工序直通率稳步提升，整体良率才能逐步提升。

图 26：最终良率提升依靠每一个环节的高良率



资料来源：安信证券研究中心

三环集团在陶瓷粉体加工领域拥有超过 40 年的行业经验，也是国内率先切入陶瓷机壳产品的厂商之一。但是三环集团的优势在于前道粉体和烧制成型，对于后道材料精加工并不具备明显比较优势。而相应的，在手机外观件精密加工领域，长盈精密具有充分的技术积累和可移植经验，同时具备终端客户优势，这为三环集团和长盈精密的合作提供了现实基础。

2017 年 2 月长盈精密与三环集团签署了《关于合作成立合资公司的框架协议》，拟合作投资 87 亿，分 6 年逐步完成，旨在开发陶瓷新材料应用，发展智能终端和智能穿戴产品陶瓷外观件及模组，全部投产后预计年产能达到 1 亿件以上。共同设立的三家合资公司长盈三环、中瓷技术、三环长盈已经完成工商注册登记手续并取得了营业执照，注册资本分别为人民币 3 亿元、1.6 亿元和 2 亿元。

表 5：长盈精密与三环集团合作投资

公司名	总投资额	长盈持股比例	三环持股比例	其他持股	说明
东莞长盈三环陶瓷技术有限公司	51 亿元	65%	25%	10%	偏重后道加工
潮州中瓷电子技术有限公司	22 亿元	44%	46%	10%	偏重后道加工
潮州三环长盈新材料有限公司	14 亿元	30%	60%	10%	偏重前道粉体制备

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

长盈精密具有精密结构件的工艺基础，具备智能制造、客户资源优势，三环集团具有国内领先的陶瓷粉体材料加工技术，具备规模化成产的能力，二者合作将打通陶瓷材料到成品的完整产业链，实现强强联合，优势凸显。

1、对于三环集团，强项在于粉体制备和材料烧制。与长盈精密达成深度合作以后，有利于集中人力物力，精深前道陶瓷粉体制备工艺，进一步提升粉体产品良率，在上游材料端拉开与竞争对手的距离，形成成本优势壁垒。同时利用长盈精密的外观件精密加工的现有设备，有效提升设备使用率，避免重资产设备过度投入，保持公司持续盈利能力。

2、对于长盈精密，强项在于外观件通用加工能力。陶瓷机壳承担着智能手机“颜值”表现的重要功能，对外观要求严苛，良率高、产品一致性好将成为企业的核心竞争力。长盈精密擅长铝、镁金属材料的精密加工，尤其具备高硬度不锈钢材料的工艺积累，小米 6 的不锈钢

中框已实现量产出货。氧化锆陶瓷同样是硬性材料，对于陶瓷加工，公司亦能快速完成通用能力转移，实现人力、设备和产能复用，进一步强化公司“外观专家”的行业优势。

3、客户共享实现双赢。三环集团传统业务为光通信部件，近两年通过手机陶瓷机壳产品成为小米、一加等少部分手机厂商的供应商，长盈精密与OPPO、vivo、华为、小米、三星、LG的手机厂商长期保持合作关系，具备充分的客户基础，二者合作将共享下游客户资源，持续拓展潜在市场需求。

4、强强联合实现产业链贯通，提良率、扩产能、降成本将为陶瓷机壳渗透普及构建现实基础。三环集团专注前道陶瓷粉体技术升级，长盈精密保障后道加工产品一致性，共同提升陶瓷外观件各环节良率；二者逐步投资87亿元，将实现产能的陆续释放；良率提升、产能释放共同促进陶瓷外观件的成本下降，在保证客观毛利水平的前提下，最终出货产品价格有望快速下降，或将带动陶瓷外观件在消费电子领域的蓬勃发展。

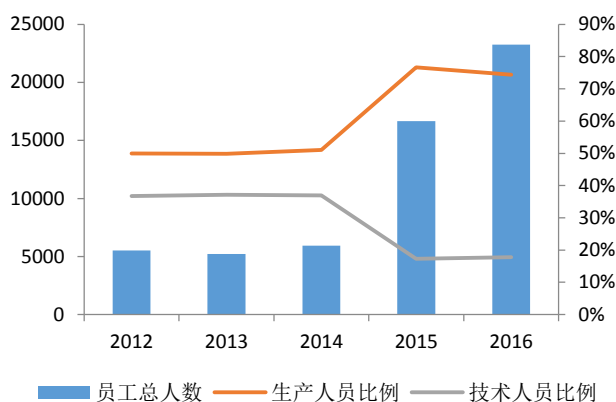
我们认为，在无线充电、4.5G多天线到5G天线阵列的确定性趋势下，智能手机对于非金属材料的产品需求将持续增加，陶瓷机壳有望成为玻璃以外产业链准备最为充分的客观选择，预计公司业务将直接受益，在陶瓷机壳产业的高速发展中实现自身业绩和体量的快速成长。

3.4. 绑定全球机器人领导企业，全力发展工业自动化

生产人员数量大幅提升，人均营收受影响。公司从事的精密结构加工业务相对属于劳动力密集型产业，伴随着公司业务扩张，对于生产工人的需求持续增加。2012~2014年公司员工总人数维持在5500人左右，生产人员、技术人员比例分别保持在50%和37%附近，整体情况相对平稳。2015年开始，公司员工总人数快速增加，到2016年底达到23000人，其中生产人员占员工总数的74.3%，生产人员的数量和比例的快速上升。公司人均营收从2012年的22万元增长到2014年的39万元，经历了员工人数快速增加以后，2015~2016人均营收水平降低至23~26万元。

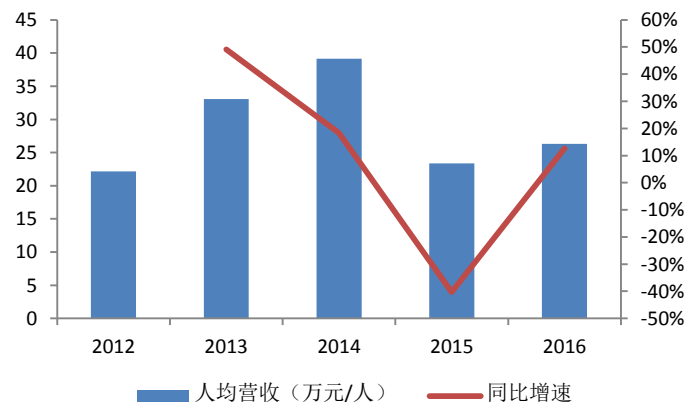
顺应“机器换人”时代潮流，力争实现“无人工厂”。在人力成本逐年上升和工业机器人成本逐步下行的趋势下，机器换人成为可能。公司于2015年成立广东天机工业智能系统有限公司，初步涉入工业机器人业务。2016年公司自动化队伍进一步扩大，自动化团队超过500人。截至到2016年底，据公司年报披露，累计投入机器人1600余个，自动化专机1200余台。2017年公司将通过生产自动化的普及，有望将产品综合良率提升6%-8%。

图 27：2012~2016 年公司员工人数变化



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 28：2012~2016 年人均营收和增速

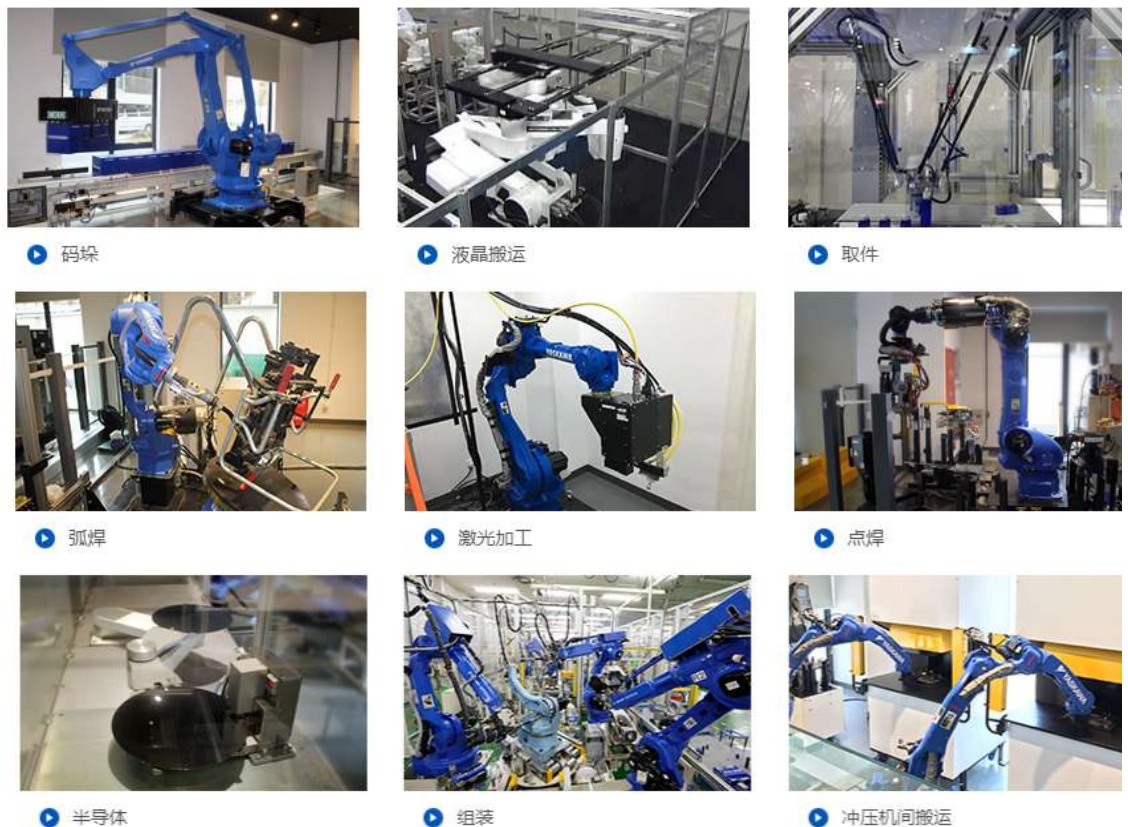


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

为进一步推动在智能制造产业的布局,提升自身自动化水平的同时满足国内各行业特别是3C制造业对高端机器人的市场需求,公司在2017年与安川电机(中国)有限公司、安川通商(上海)实业有限公司签订协议,拟共同投资成立广东天机机器人有限公司。交易完成后,公司将持有合资公司65%的股权。

安川电机创立于1915年,总部日本福冈县,主营电机控制、机器人与系统集成业务,与瑞士ABB、德国Kuka、日本发那科并称全球工业机器人四大家族。安川电机早在1977年就开发生产出日本第一台全电动工业用机器人,此后相继开发了焊接,装配,喷漆,搬运等各式各样的自动化用工业机器人,并一直引领着全球工业用机器人市场。

图 29: 安川电机工业机器人产品及应用



资料来源: 安川电机, 安信证券研究中心

长盈精密与安川电机的合作协议约定: 1、安川应持续提供合资公司所需的技术、专利、工艺、体系建设上的支持,包括但不限于机器人底层技术、生产工艺、测试评价体系、质量管理体系、供应链体系、人员培训体系等; 2、长盈精密优先使用合资公司生产的工业机器人以及安川工业机器人产品,并且促使长盈精密关联公司优先使用该等机器人产品,介绍长盈精密供应商中需要采购工业机器人的客户,并协助合资公司向客户销售合资公司工业机器人产品。

波士顿咨询认为广泛应用工业机器人的企业将使得每位员工的产出提高30%,由此我们判断公司在内部生产线持续提升自动化水平的过程中,将大幅提高生产效率并带动人均营收大幅增长。

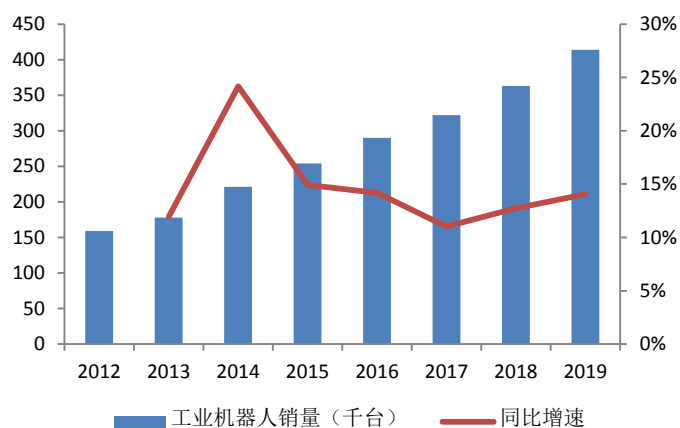
图 30: 公司工业自动化产线



资料来源: 公司官网

对外业务方面, 根据公司与安川合作发布会披露, 规划 2021 年工业机器人达到年产万台。据国际机器人联合会 IFR 数据显示, 2016 年全球工业机器人销量约 29 万台, 同比增长 14%, 其中中国工业机器人销量 9 万台, 同比增长 31%。IFR 预计未来十年全球工业机器人销量年平均增速达到 12%。

图 31: 2012~2019 年全球工业机器人销量及增速



资料来源: IFR, 安信证券研究中心

图 32: 2012~2019 年中国工业机器人销量及增速



资料来源: IFR, 安信证券研究中心

目前全球制造业机器人密度（每万名工人使用工业机器人数量）数量为 69，其中工业发达国家机器人密度普遍超过 200，而中国仅为 49，差距较为明显。IFR 预计到 2019 年，全球机器人销量的 40%将发生在中国市场。中国机械工业联合会预计 2017 年我国工业机器人销售量有望突破 10 万台，累计保有量将达到 45 万台。本土工业机器人市场占有率由 2015 年的不足 5%增至 30%左右，潜在市场需求价值大约 5000 亿元。与此同时，我国《机器人产业发展规划（2016-2020 年）》提出 2020 年的具体目标，自主品牌工业机器人年产量达到 10 万台，六轴及以上工业机器人年产量达到 5 万台以上，实现机器人在重点行业的规模化应用，机器人密度达到 150 以上。

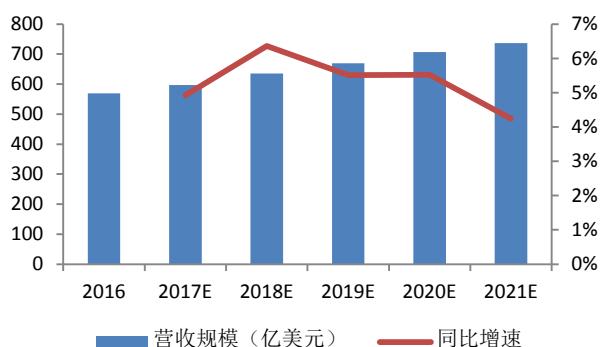
在中国工业机器人市场销量高速增长和工业机器人国产替代化的双重背景下，公司与安川电机强力合作，布局工业机器人业务，将充分分享行业增长红利，对外销售机器人及系统集成产品将为公司创造强有力的新兴增长点。

4. 内生/外延覆盖消费和新能源汽车，长期发展动力充足

4.1. 消费电子连接器多品类供应商

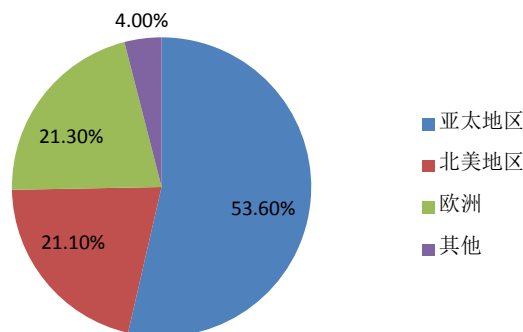
全球连接器市场稳定成长，亚太地区规模最大。据中商产业研究院数据显示，2016 年全球连接器市场规模达到 569 亿美元，预计到 2021 年全球连接器市场规模将超 730 亿美元。分地区看，2016 年亚太地区以 53.6%的全球市场占比位居第一。

图 33：2016~2021 年全球连接器市场规模



资料来源：中商产业研究院，安信证券研究中心

图 34：2016 年全球各地区连接器市场规模占比



资料来源：中商产业研究院，安信证券研究中心

连接器业务向高精度方向发展，公司多项布局具备综合优势。公司通过绑定智能手机核心客户，凭借精密加工能力，持续稳步推进连接器业务。目前已形成 Sim 卡座连接器、T 卡座连接器、电池连接器、I/O 接口、耳机插口、摄像头插座、弹片连接器、USB Type-C 连接器等手机用多品类连接产品。

图 35：Sim 卡、电池、耳机座、摄像头、金属弹片、USB 连接器



资料来源：公司官网

可以看出公司的连接器产品多为金属和塑胶结合产品，可以充分发挥公司在金属、塑胶结构的精密加工能力和工艺积累。更进一步的，为适应智能手机大电流快速充电、防水等方面的新需求，公司持续投入新型连接器产品研发，形成自身业务的良好协同。

表 6：公司 2016 部分在研项目及进展情况

项目名称	研制程度	技术目标	进展情况
手机防水结构多模穴	模具研发中	由 16 穴改为 32 穴多模穴，提高一倍生产效率。	方案计划 2017 年第一季度完成
手机防水结构自动化	自动化设备设计中	实现成型无人化生产	方案设计 2017 年第一季度完成
USB Type C 3.1 连接器	产品大量生产阶段	产品直通率达到 90% 以上	已优化完成，量产中
防水大电流 Type C 研发	产品大量生产阶段	IPX4 部分产品处理量产交货中，IPX7/8 部分产品优化完成，小批量试生产中	2017 上半年全面达成量产交货
防水 Type C 产品导入全自动化生产	产品大量生产阶段	装配采用全自动化生产	来料裁切全检，预装铆压，点胶，成品检测包装等装配工艺分阶段半自动化量产中，2017 年导入连线全自动化量产

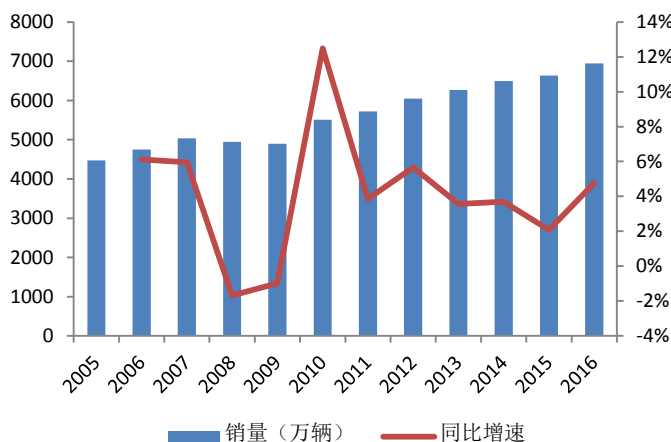
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

4.2. 从行业优势客户入手，多角度布局新能源汽车

国内汽车市场稳步前行，新能源汽车超速发展。据世界汽车组织的统计，2016 年全球乘用车销量 6946.44 万辆，同比增长 4.75%。其中，欧美日等发达国家汽车市场已经进入成熟期，中高档车辆销量占比较高，但总体销量平稳。与全球汽车市场缓慢增长不同，国内汽车市场增长迅速，消费者需求旺盛，成为全球汽车市场最为强劲的增长引擎。2016 年我国乘用车销售 2437.7 万辆，同比增长 14.9%，我们判断随着国内消费升级以及乘用车在二三线城市的进一步渗透，国内汽车市场将继续保持中高行业增速，为汽车电子市场提供强劲需求动力。

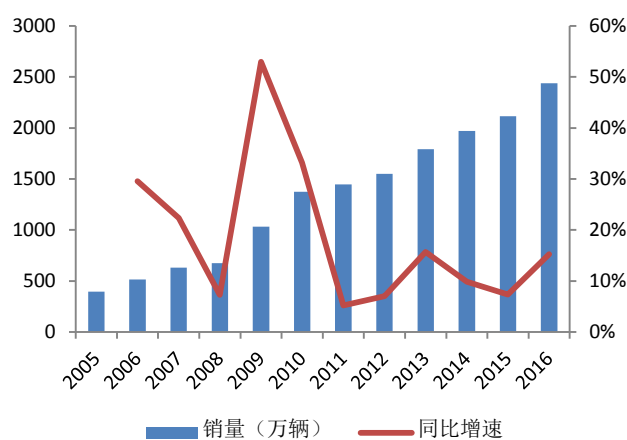
相比欧美日韩等发达国家，国内汽车保有量仍处于较低水平。2015 年国内人均汽车保有量为 125 辆/千人，而美国、日本等发达国家人均汽车保有量均在 500 辆/千人以上。可见国内汽车市场虽然经过十余年的快速发展，人均汽车保有量显著提高，但仍处于较低水平，市场还远未达到增速拐点，国内汽车市场仍将在较长时间内保持中高速增长。根据易车尼尔森的预测，未来五年中国乘用车市场仍将保持 7% 的增速。

图 36：2005~2016 年全球乘用车销量和增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 37：2005~2016 年中国乘用车销量和增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 38: 2011~2020 年国内总体乘用车市场销量



资料来源: 尼尔森

随着新能源车技术的发展以及政策的推动,国内新能源车市场呈现高速增长。2016年11月国务院公布《十三五国家战略性新兴产业发展规划》,明确将大幅提升新能源车和新能源应用比例,到2020年实现当年产销200万辆以上,累计产销500万辆。而根据中国汽车工业协会数据,16年国内新能源车产销量分别为51.7万和50.7万辆,同比增长51.7%和53%。考虑2020年产销200万辆规划,我们判断2017~2020年新能源车产销量仍将保持至少40%以上的年复合增速,行业保持高速增长。

2016年,公司全资子公司上海其元参股设立了氢源(上海)动力科技有限公司(简称“氢源动力”),启动氢燃料电池的研发和生产。氢燃料电池所需关键部件之一的金属双极板,目前主要使用不锈钢和钛合金,金属双极板的技术难点在于成型技术和金属双极板表面处理技术。公司作为3C领域精密金属结构件的大型制造企业,对于金属材料的铸造、成型、打磨、表面处理等技术具有丰富的经验,对于金属极板的制造具有先天的优势,现有的公司业务能够与金属极板加工形成较强的协同效应。此外,2014年国家财政部等四部委下发《关于2016-2020年新能源汽推广应用财政支持政策的通知》。对新能源电动汽车的补贴采用“退坡机制”,2014、2015年补贴标准在2013年基础上分别下调5%、10%。而氢燃料电池乘用车2016年补贴较2015年有所提升达到20万,这一补贴政策将延续到2020年。国家政策的明朗化为公司发展新能源产业提供有利条件。

2016年6月公司通过子公司昆山长盈成立了昆山惠禾新能源科技有限公司(简称“昆山惠禾”),经营范围将集中在充电枪、充电插座、新能源汽车高压连接器及其线束总成的开发、生产、销售等方面。昆山惠禾将拓展公司在新能源汽车充电设施及充电设备、充电枪、车内高压连接器等零组件产品和技术的推广等工作,扩充公司在新能源汽车充电设施及车内连接器产品上的研发和销售能力,为公司在未来汽车及新能源汽车的相关发展中拓展充电设备、新能源电动车车内线缆及其附属产品的研发、生产和销售奠定产业基础,同时规模化进入新能源汽车和智能汽车领域。

2016年11月公司公告拟以增资及股权收购方式,取得苏州科伦特30%股权,布局新能源汽车busbar及软连接产品,2017年1月公司公告已完成股权变更。科伦特成立于2012年4月,其主营业务为busbar母排产品、新能源汽车软连接产品等。客户包括北美新能源汽车领域龙头T公司、中国南车、阿尔卡特朗讯、荣迅电力电子、南京十四所(军工)等整车及pack厂商。公司通过与科伦特的合作关系进一步加强在新能源汽车领域的布局,在优质客户的基础上,有望加速新能源汽车领域的业务成长。

4.3. 控股广东方振，拓展硅胶防水材料

具有防水功能的智能手机最早由日系手机厂商索尼推广，源自于日本市场独特的手机使用习惯，“边泡澡边看手机”是日本消费者常见的使用场景，因此具备防水功能的手机更受市场欢迎。随后三星、苹果等厂商亦在近两年的旗舰新品中加入防水功能，防水等级成为产品定位的新指标。从技术路线划分，手机防水可以分为密闭性防水和涂层防水两种：1、密闭型防水，顾名思义，通过防水隔膜、防水硅胶等软性材质填充手机孔洞，整体实现“防进水”的效果；2、涂层防水，将电子部件至于设备中的真空环境，然后让气态纳米级材料从内到外的渗透部件，材料以分子级别与零部件紧密结合，达到保护器件的“水隔离”效果。

从现有手机产品看，纳米涂层防水成本高，性能优势并不明显，反而是密闭式防水更为现实。iPhone 7 的防水设计主要采用减少对外接口，必要接口采用橡胶圈密封。根据腾讯科技等媒体信息，预计今年 iPhone 新品可能进一步提升防水等级，从 IP67 提升至 IP68，下水深度和下水时间有所提升，意味着接口更少，密闭材料紧密性和一致性要求更高，价值量有望从目前的单机 5 美元提升至 10 美元，单纯从苹果每年约 2 亿部销量来看，防水材料市场有望达到 20 亿美元。

图 39: iPhone 7 防水设计

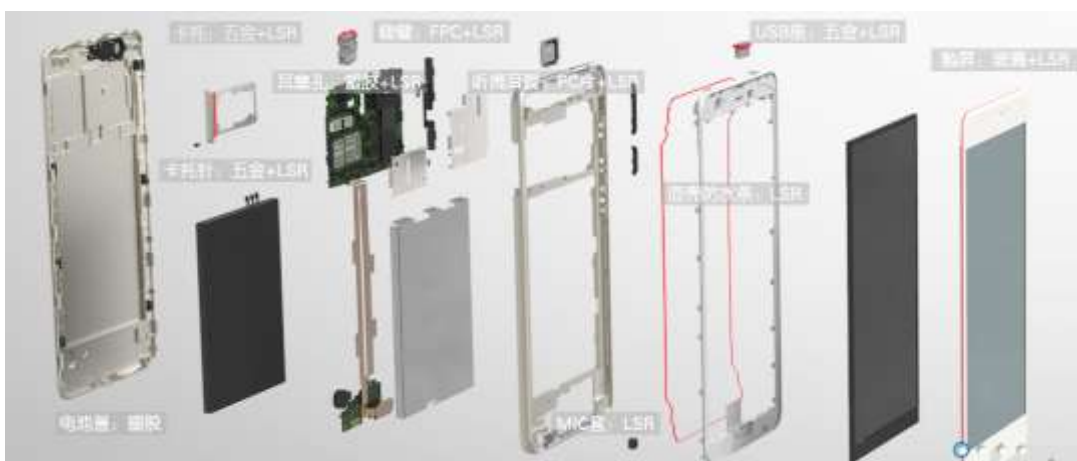


资料来源：中国腐蚀与防护网，安信证券研究中心

2016 年长盈精密以增资和股收购的方式取得广东方振新材料精密组件有限公司（简称“广东方振”）51%的股权，广东方振承诺 2017~2019 年每年实现的扣除非经常性损益后归属于母公司股东税后净利润分别不低于 7500 万元、11000 万元、16000 万元，累计不低于 34500 万元。

广东方振成立于 2008 年，地处广东省东莞市，目前是以硅胶制品、液态硅胶及防水新材料为主的精密结构件解决方案供应商，客户包括北美国际大客户 A 公司。多年来广东方振一直专注于注射成型液体硅橡胶(LSR)等硅胶产品，广泛应用于手表、手环、可穿戴、手机等消费电子领域，已申请或获得国家授权专利和软件权 39 项。

图 40：广东方振硅胶产品全面应用于手机防水



资料来源：广东方振

从 iPhone 7 的防水设计中我们可以看出，手机防水和机壳、按键、Sim 卡托、连接器接口等结构件设计密不可分，而这些产品正是长盈精密擅长的领域，公司控股广东方振，一方面实现客户资源的共享，另一方面二者在产品上形成协同效应，优势互补。

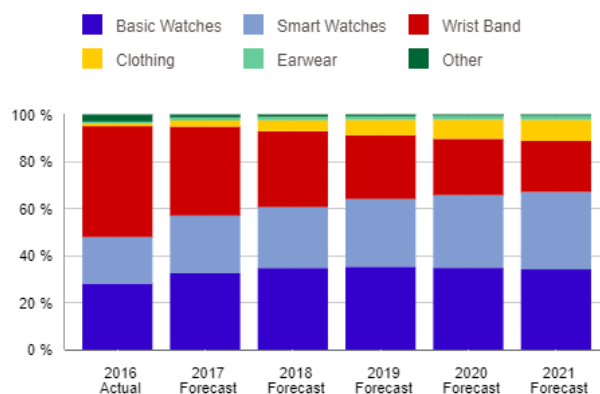
此外，可穿戴设备对防水材料具有天然的市场需求，2016 年苹果手表新品 Apple Watch Series 2 的防水等级达到 IP68，最大支持水下 50 米工作。如果说高级防水对于智能手机是“选配”，那么高级防水对于以智能手表为代表的可穿戴产品则是“标配”。IDC 预计 2017 年全球可穿戴设备出货量为 1.26 亿部，到 2021 将达到 2.4 亿部，CAGR 达到 18.2%。智能可穿戴设备的出货增长将成为防水材料市场蓬勃发展的助推器。

图 41：2017、2021 年可穿戴设备市场份额预测

Product	Shipment Volume 2017	Market Share 2017	Shipment Volume 2021*	Market Share 2021*	CAGR (2017-2021)*
Watches	71.4	56.9%	161.0	67.0%	26.5%
Wristbands	47.6	37.9%	92.2	21.7%	1.2%
Clothing	3.3	2.6%	21.6	9.0%	76.1%
Earwear	1.6	1.3%	4.0	1.7%	39.7%
Others	1.6	1.3%	1.4	0.6%	-16.0%
Total	125.5	100.0%	240.1	100.0%	18.2%

资料来源：IDC

图 42：2017~2021 年可穿戴产品种类分布



资料来源：IDC

防水材料所应用的液体硅胶具有流动性好、硫化快、安全环保等特点，经过工艺处理可完全达到食品级要求，适应多种环境应用。因此消费电子之外，广东方振的硅胶产品亦广泛应用在医疗、汽车领域。尤其在长盈精密长线布局新能源汽车领域且已经切入北美电动车领导品牌的背景下，协同自身汽车连器件等业务，有望进一步为新能源汽车客户提供硅胶产品，拓展产品供应类别，实现业绩成长。

图 43: 硅胶医疗用品



资料来源: 广东方振官网

图 44: 硅胶汽车用品



资料来源: 广东方振官网

5. 盈利预测和投资建议

5.1. 同行业估值比较

在 A 股选取了其他 4 家可比公司, 从盈利能力的角度分析, 参考 2016 年数据, 公司的毛利率和净利率分别为 27.96% 和 11.44%, 均高于其他可比公司, 显示出公司产品具备竞争力, 成本控制能力强, 盈利能力居前, ROE 和 ROIC 指标也在可比公司中最高。公司目前 PE(TTM) 为 40.63 倍, 在可比公司中估值最低。资产负债率为 48.79%, 相对处于较低水平, 反映出公司在提升资金利用率后盈利能力还有进一步上升的空间。鉴于公司在同类公司中盈利能力居前且提升空间较大, 目前估值又相对较低, 属于比较理想的投资标的。

表 7: 可比公司比较

公司名称	净利润 (单位: 百万元)			EPS			毛利率 (单位: %)	净利率 (单位: %)	PE	ROE	ROIC	资产负债 率 (%)
	2016	2017E	2018E	2016	2017E	2018E						
长盈精密	683.7	960.6	1419.8	0.76	1.57	2.17	27.96	11.44	40.63	18.76	13.90	48.79
劲胜智能*	131.4	584.3	842.7	0.1	0.4	0.6	23.2	2.6	53.6	2.6	2.0	46.9
东山精密*	144.2	818.7	1258.6	0.2	0.8	1.2	12.1	1.8	179.7	5.3	1.8	81.9
欧菲光*	718.8	1423.0	2143.6	0.7	0.5	0.8	11.5	2.7	65.2	10.9	5.4	65.7
立讯精密*	1156.5	1862.2	2523.8	0.6	0.6	0.8	21.5	8.6	53.0	16.1	10.0	42.1

资料来源: wind, 安信证券研究中心, *数据来自 wind 一致性预期及公司公告, 以 20170728 收盘价为基准

5.2. 投资建议

鉴于公司行业内产品和技术的领先地位, 我们买入-A 投资评级, 6 个月目标价 43.96 元。我们预计公司 2017-2019 年净利润分别为 9.61 亿、14.20 亿、19.60 亿; 同比增速分别为 40.5%、47.8%、38.1%; 对应 EPS 分别为 1.06 元、1.57 元、2.17 元。给予买入-A 的投资评级, 6 个月目标价为 43.96 元, 相当于 2018 年 28 倍的动态市盈率。

6. 风险提示

宏观经济下滑; 核心客户出货不及预期; 新业务开展不及预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,888.8	6,119.5	8,891.4	12,542.0	16,855.7	成长性					
减:营业成本	2,791.3	4,408.5	6,373.2	8,971.4	12,032.8	营业收入增长率	67.6%	57.4%	45.3%	41.1%	34.4%
营业税费	20.6	35.5	51.5	70.5	96.7	营业利润增长率	51.5%	48.6%	45.6%	49.4%	38.8%
销售费用	39.6	70.6	106.7	144.2	196.8	净利润增长率	55.0%	52.0%	40.5%	47.8%	38.1%
管理费用	455.1	802.0	1,175.4	1,644.3	2,228.3	EBITDA 增长率	52.6%	41.1%	40.3%	40.9%	32.2%
财务费用	49.9	32.1	82.3	76.4	45.9	EBIT 增长率	50.8%	40.9%	50.2%	45.4%	35.2%
资产减值损失	38.5	29.7	29.4	32.5	30.5	NOPLAT 增长率	59.1%	40.2%	50.1%	45.4%	35.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.6%	23.3%	24.3%	12.9%	11.9%
投资和汇兑收益	1.7	-4.7	-1.0	-1.3	-2.3	净资产增长率	64.6%	24.7%	17.4%	21.4%	25.5%
营业利润	495.6	736.4	1,072.0	1,601.3	2,222.3	利润率					
加:营业外净收支	17.9	58.5	31.8	36.1	42.1	毛利率	28.2%	28.0%	28.3%	28.5%	28.6%
利润总额	513.5	794.9	1,103.8	1,637.4	2,264.4	营业利润率	12.7%	12.0%	12.1%	12.8%	13.2%
减:所得税	59.3	95.0	132.5	196.5	271.7	净利润率	11.6%	11.2%	10.8%	11.3%	11.6%
净利润	449.8	683.7	960.6	1,419.8	1,960.3	EBITDA/营业收入	19.7%	17.7%	17.1%	17.1%	16.8%
						EBIT/营业收入	14.0%	12.6%	13.0%	13.4%	13.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	145	122	103	80	63
						流动资产周转天数	105	56	43	47	47
						流动资产周转天数	232	212	189	183	183
						应收账款周转天数	81	68	65	65	65
						存货周转天数	79	87	79	79	79
						总资产周转天数	416	390	344	297	271
						投资资本周转天数	280	224	190	159	133
						投资回报率					
						ROE	13.6%	17.2%	20.4%	24.8%	27.1%
						ROA	8.9%	8.6%	11.0%	12.1%	14.8%
						ROIC	18.2%	19.9%	24.2%	28.3%	33.9%
						费用率					
						销售费用率	1.0%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
						管理费用率	11.7%	13.1%	13.2%	13.1%	13.2%
						财务费用率	1.3%	0.5%	0.9%	0.6%	0.3%
						三费/营业收入	14.0%	14.8%	15.3%	14.9%	14.7%
						偿债能力					
						资产负债率	33.9%	48.8%	44.1%	49.9%	44.3%
						负债权益比	51.3%	95.3%	79.0%	99.4%	79.5%
						流动比率	1.79	1.13	1.27	1.32	1.56
						速动比率	1.25	0.59	0.81	0.70	0.94
						利息保障倍数	10.93	23.91	14.03	21.96	49.43
						分红指标					
						DPS(元)	0.19	0.15	0.27	0.43	0.52
						分红比率	37.4%	19.8%	25.0%	27.4%	24.1%
						股息收益率	0.6%	0.4%	0.8%	1.3%	1.6%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	525.4	699.5	711.3	1,003.4	1,348.5
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收账款	960.3	1,334.7	1,876.0	2,653.0	3,433.8
应收票据	236.6	36.3	360.4	199.1	552.7
预付账款	13.7	58.9	29.2	91.7	83.8
存货	847.9	2,107.9	1,786.8	3,695.7	3,657.7
其他流动资产	217.7	178.9	173.0	189.9	180.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	43.5	124.3	124.3	124.3	124.3
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	1,742.3	2,399.9	2,700.6	2,903.9	3,009.6
在建工程	265.1	482.1	482.1	482.1	482.1
无形资产	112.7	197.2	189.9	182.7	175.5
其他非流动资产	118.6	562.8	374.9	384.6	402.1
资产总额	5,083.9	8,182.6	8,808.7	11,910.5	13,450.7
短期债务	212.4	826.0	947.0	830.8	423.2
应付账款	683.4	1,921.5	1,909.4	3,333.4	3,768.2
应付票据	162.2	752.7	663.6	1,330.0	1,343.9
其他流动负债	506.4	399.7	356.3	432.6	410.8
长期借款	150.0	80.0	-	-	-
其他非流动负债	9.7	12.1	11.3	11.0	11.5
负债总额	1,724.0	3,991.9	3,887.7	5,937.8	5,957.7
少数股东权益	44.6	208.3	218.5	239.2	270.8
股本	560.1	903.0	903.0	903.0	903.0
留存收益	2,834.1	3,078.9	3,799.5	4,830.5	6,319.1
股东权益	3,359.9	4,190.6	4,921.0	5,972.7	7,493.0

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	454.2	699.9	960.6	1,419.8	1,960.3
加:折旧和摊销	282.4	404.5	363.5	461.0	558.5
资产减值准备	38.5	29.7	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	54.8	44.9	82.3	76.4	45.9
投资损失	-1.7	4.7	1.0	1.3	2.3
少数股东损益	4.4	16.1	10.7	21.1	32.4
营运资金的变动	-4.0	-43.3	-536.4	-485.5	-620.3
经营活动产生现金流量	879.6	1,089.2	881.6	1,494.1	1,979.1
投资活动产生现金流量	-1,120.9	-1,115.6	-658.0	-658.3	-659.3
融资活动产生现金流量	479.3	198.8	-211.8	-543.7	-974.7

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.50	0.76	1.06	1.57	2.17
BVPS(元)	3.67	4.41	5.21	6.35	8.00
PE(X)	67.5	44.4	31.6	21.4	15.5
PB(X)	9.2	7.6	6.5	5.3	4.2
P/FCF	-50.0	168.8	560.5	45.3	37.8
P/S	7.8	5.0	3.4	2.4	1.8
EV/EBITDA	24.6	22.0	20.3	14.3	10.5
CAGR(%)	46.9%	41.7%	49.6%	46.9%	41.7%
PEG	1.4	1.1	0.6	0.5	0.4
ROIC/WACC	1.7	1.9	2.3	2.7	3.2
REP	3.2	3.0	2.6	1.9	1.4

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

孙运峰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034