

2017年08月04日

传艺科技 (002866.SZ)

公司分析

国际 MTS 规模化厂商之一，产品链不断拓展

投资要点

- ◆ **国际 MTS 规模化厂商之一，业绩增长稳定**：公司自成立以来便开始涉足 MTS 业务，目前已经成为国际上为数不多能够规模化生产 MTS 企业之一。公司基于 MTS 业务不断丰富产品链，目前主要产品为 MTS、B/T 系列、FPC。公司正逐步从专业笔记本电脑零部件生产商向以笔记本电脑为代表的消费电子产品零部件生产商转变。由于下游客户需求稳定以及公司拓宽产品线，2014 至 2016 年，公司营业收入分别为 31,866.56、40,246.66、58,203.42 万元，年增长率为 35.15%；归母净利润分别为 4,252.15、6,066.50、9,000.92 万元，年增长率为 45.49%，业绩整体呈现稳定增长趋势。
- ◆ **2017 全球笔电出货量或将平稳，MTS 市场需求趋于稳定**：据 Trendforce 预计 2017 年笔记本电脑全年出货量约 1.53 亿台，有 2%-4% 的衰退幅度，笔记本出货量整体保持平稳状态。并且随着消费者对笔记本电脑轻薄、便携等要求的不断提高，融合平板和 PC 优点的二合一电脑正逐渐成为 PC 市场上的新潮流。随着全球笔电出货量的趋稳，MTS 市场需求也将趋于稳定。公司 MTS 设计制造水平和销售规模在同行业中处于领先地位，市占率在 20% 左右，并且有逐渐上升的趋势。其次，FPC 在消费类电子产品、汽车电子以及医疗设备领域都有广阔的应用前景。公司 2016 年实现自主量产，产能利用率和产销率较高，公司募投项目 FPC 生产项目主要基于 FPC 产能不足以及产品线改造升级而进行的产品改良，随着项目的不断投产，公司可以有效满足核心客户需求。
- ◆ **募投项目+设厂+收购，公司市场地位有望进一步提高**：公司本次发行 3,590.67 万股，募集资金净额 43,498.08 万元，募集资金将用于薄膜线路板生产线技改并扩产项目、FPC 生产项目以及科技研发中心项目。截止至 2017 年 5 月 27 日，公司在薄膜线路板生产线技改并扩产项目投入额为 1,177.16 万元，FPC 生产项目以及科技研发中心项目还未投入。其次，公司为了强化与客户之间的配合度，实现产品线与客户近距离配套战略，拟在合肥、昆山成立全资子公司。公司已与合肥经济技术开发区管理委员会签署项目投资协议，并于 2016 年 6 月 13 日，与冲电气工业株式会社签订《备忘录》，拟收购冲电气工业株式会社持有的日冲电子科技（昆山）有限公司。募投项目、设厂以及收购等有助于提高公司的盈利能力并巩固公司在笔记本电脑及其他消费电子产品零部件制造行业中的市场地位。
- ◆ **投资建议**：我们预测公司 2017 至 2019 年每股收益分别为 0.81、0.93 和 1.10 元，净资产收益率分别为 12.6%、12.7% 和 13.2%，给予增持-A 建议，6 个月目标价为 30.38 元，相当于 2017 年 37.5 倍的动态市盈率。
- ◆ **风险提示**：主要客户相对集中的风险；原材料价格波动及产品价格下降的风险；募投项目进展不及预期的风险。

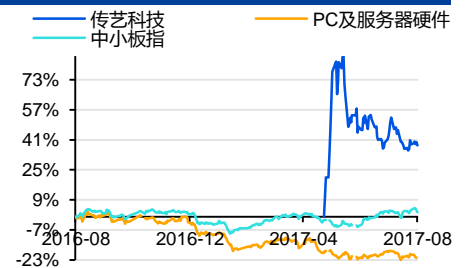
电子 | 印制电路板 III

投资评级	增持-A(首次)
6 个月目标价	30.38 元
股价(2017-08-04)	26.63 元

交易数据

总市值 (百万元)	3,824.78
流通市值 (百万元)	956.20
总股本 (百万股)	143.63
流通股本 (百万股)	35.91
12 个月价格区间	16.08/38.45 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.97	-19.21	-3.07
绝对收益	-5.3	-14.35	

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20655640

分析师

叶中正
 SAC 执业证书编号：S0910516080001
 yezhongzheng@huajinsec.cn
 0755-83224377

报告联系人

杨维维
 yangweiwei@huajinsec.cn
 0755-23996306

相关报告

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	402.5	582.0	697.2	841.8	1,002.2
同比增长(%)	26.3%	44.6%	19.8%	20.7%	19.1%
营业利润(百万元)	78.2	101.3	132.0	153.8	180.5
同比增长(%)	45.3%	29.6%	30.3%	16.6%	17.4%
净利润(百万元)	60.7	90.0	116.6	134.1	158.1
同比增长(%)	42.7%	48.4%	29.6%	15.0%	17.9%
每股收益(元)	0.42	0.63	0.81	0.93	1.10
PE	62.1	41.8	32.3	28.1	23.8
PB	12.6	9.8	4.1	3.6	3.1

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

内容目录

一、国际 MTS 规模化厂商之一，业绩增长稳定	4
(一) 国际 MTS 规模化厂商之一，产品链不断拓展	4
(二) 业绩稳定增长，毛利率水平较高	5
(三) 实际控制人为邹伟民先生和陈敏女士，两人为夫妻关系.....	6
(四) 华东地区是主要的销售市场，中南地区销售收入增长较快	7
二、2017 全球笔电出货量或将平稳，MTS 市场需求趋于稳定	7
(一) 2017 全球笔电出货量或将平稳，二合一电脑成为新潮.....	7
(二) MTS 市场需求趋于稳定，公司市占率不断攀升.....	8
(三) FPC 应用前景广阔，公司自主量产	9
(四) TouchPad 业务成长快速，毛利率较高.....	10
三、募投项目+设厂+收购，公司市场地位有望进一步提高	11
(一) 募投项目有望解决产能瓶颈，提高公司市场地位	11
(二) 设厂+收购+增资，强化与客户间的配合度.....	11
四、盈利预测、估值与投资建议	12
(一) 主要假设	12
(二) 估值与投资建议	13
五、风险提示	13

图表目录

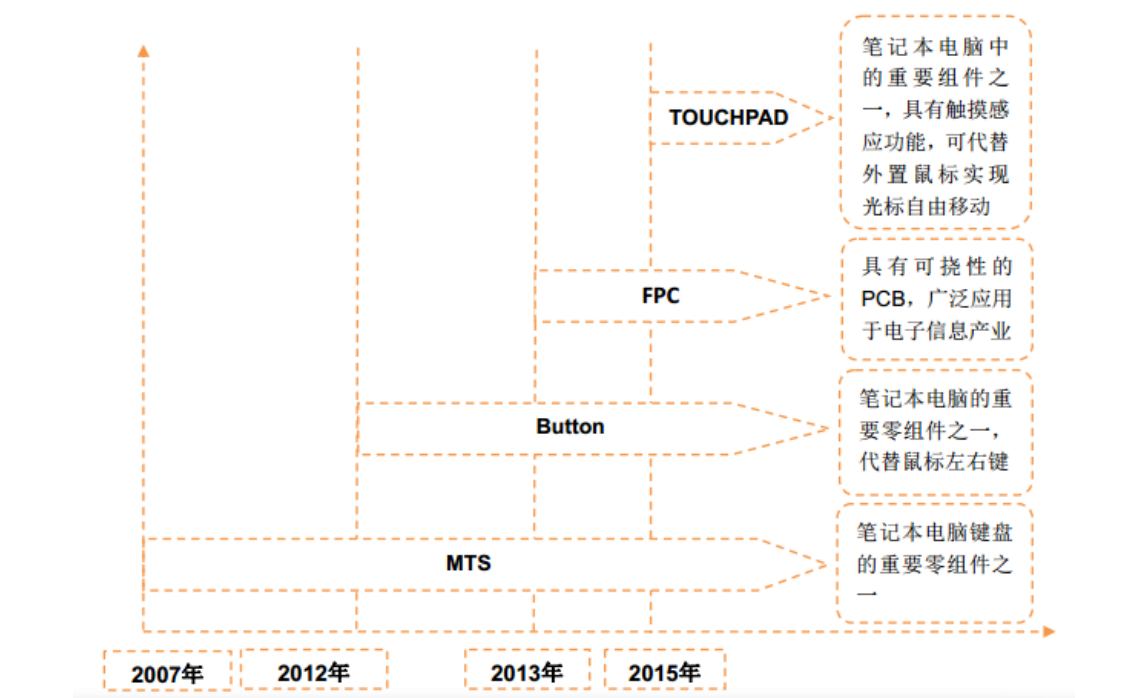
图 1：公司产品发展历程.....	4
图 2：公司营业收入与归母净利润变动情况.....	5
图 3：可比公司毛利率比较	5
图 4：公司各业务收入占比变动情况.....	5
图 5：公司各业务毛利率变动情况	5
图 6：期间费用率变动情况	6
图 7：股权结构	6
图 8：公司各地区收入情况（万元）	7
图 9：全球笔记本电脑出货量变动情况	8
图 10：笔记本电脑月均价.....	8
图 11：二合一电脑市场渗透率.....	8
图 12：可比公司在 MTS 市场占有率情况	9
图 13：全球 FPC 产值及占比变动情况	9
图 14：公司 FPC 外购以及自产销售金额（万元）	10
图 15：公司向达方电子销售 FPC 收入及占比情况	10
图 16：B/T 系列各产品销售收入（万元）	10
图 17：B/T 系列各产品销售毛利率	10
表 1：公司主要产品及对应主要客户	4
表 2：募投项目具体情况（单位：万元）	11
表 3：业务收入预测情况.....	12
表 4：可比公司估值.....	13

一、国际 MTS 规模化厂商之一，业绩增长稳定

（一）国际 MTS 规模化厂商之一，产品链不断拓展

公司自成立以来便开始涉足 MTS 业务，目前已经成为国际上为数不多能够规模化生产 MTS 企业之一。公司基于 MTS 业务不断丰富产品链，目前主要产品为笔记本电脑键盘薄膜开关线路板（MTS）、笔记本电脑触控板（TouchPad）及按键（Button）、笔记本电脑等消费电子产品所用柔性印刷线路板（FPC）。公司正逐步从专业笔记本电脑零组件生产商向以笔记本电脑为代表的消费电子产品零组件生产商转变。

图 1：公司产品发展历程



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

公司凭借良好的产品品质，先后通过 ISO9001 认证及 ISO14001 认证，并与主要的笔记本电脑键盘制造商达方电子、群光电子、精元电脑以及主要的笔记本电脑整机制造商联想集团、仁宝电脑、英业达股份、纬创资通等建立了紧密的合作关系，其中，达方电子是公司第一大客户，2014 至 2016 年，公司向达方电子的销售收入占营业收入的比重分别为 78.18%、56.24%、34.64%，公司已经成为达方电子在大陆工厂的战略供应商。

表 1：公司主要产品及对应主要客户

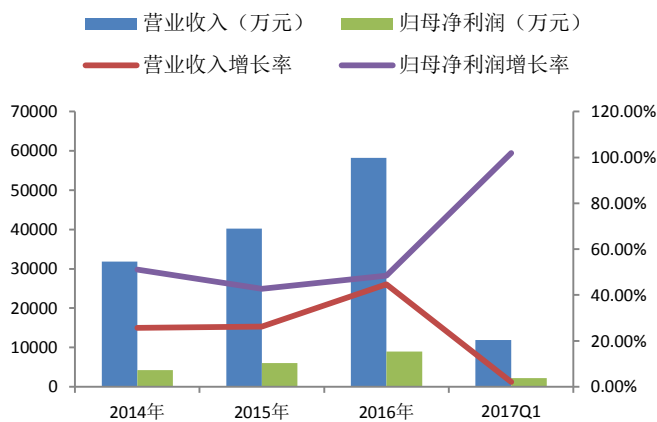
产品类别	主要客户
MTS	达方电子、精元电脑、光宝科技、重庆旭宝
B/T 系列	英业达股份、仁宝电脑、纬创资通、联想集团、联宝电子
FPC	达方电子、汇创达、重庆莱宝
其他电子零组件及材料	达方电子、群光电子、精元电脑

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

(二) 业绩稳定增长，毛利率水平较高

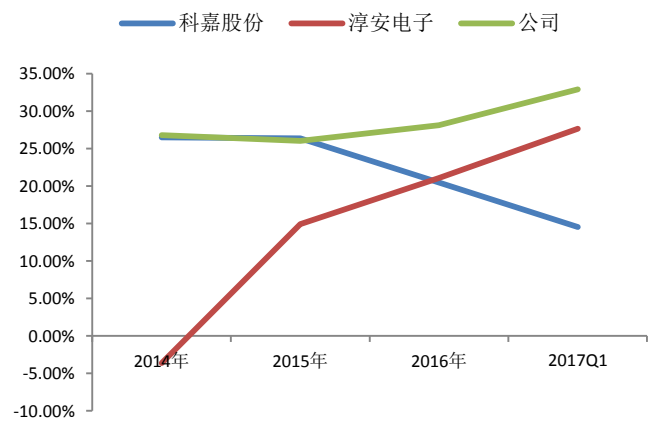
由于下游客户需求稳定以及公司拓宽产品线，2014 至 2016 年，公司营业收入分别为 31,866.56、40,246.66、58,203.42 万元，年复合增长率为 35.15%；归母净利润分别为 4,252.15、6,066.50、9,000.92 万元，年复合增长率为 45.49%，业绩整体呈现稳定增长趋势。2017 年一季度公司销售情况良好，实现营业收入 11,851.37 万元，同比增长率为 2.14%，公司加强成本控制，并于 2016 年 11 月改变 PCB 销售模式，转为采购 PCB 加工制成 TouchPad 产品向下游客户销售，使得归母净利润大幅上升，2017 年一季度，公司归母净利润为 2,215.82 万元，同比增长率为 101.88%。公司毛利率呈稳步增长趋势，并且高于主要竞争对手科嘉股份和淳安电子，2017 年一季度公司、科嘉股份以及淳安电子的毛利率分别为 32.91%、14.55%、27.67%。

图 2：公司营业收入与归母净利润变动情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

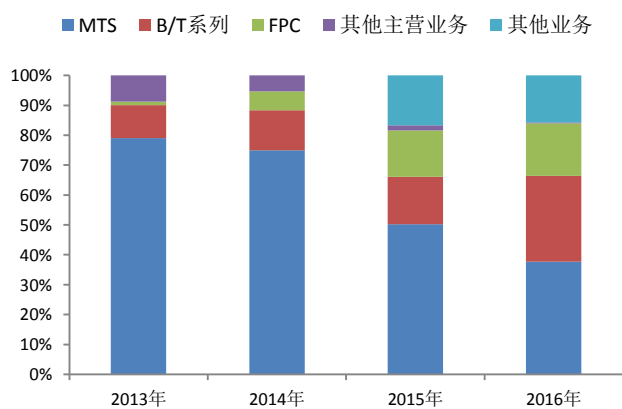
图 3：可比公司毛利率比较



资料来源：华金证券研究所，Wind

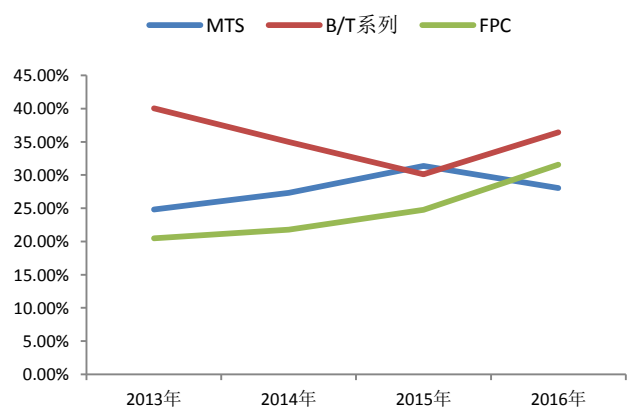
公司营业收入主要来源于主营业务收入贡献，2016 年公司产品 MTS、B/T 系列、FPC 业务收入占比分别为 37.68%、28.67%、17.57%，较上年分别变动-12.56%、12.82%、2.09%。从产品毛利率方面，2016 年 MTS、Button、FPC 毛利率分别为 28.03%、36.42%、31.58%。

图 4：公司各业务收入占比变动情况



资料来源：华金证券研究所，Wind

图 5：公司各业务毛利率变动情况

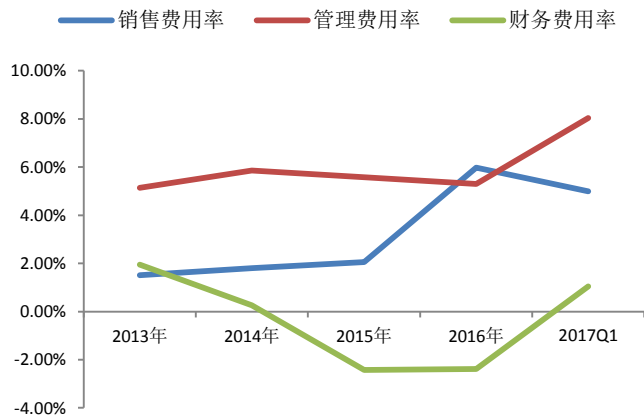


资料来源：华金证券研究所，Wind

2014 至 2016 年三大期间费用率分别为 7.91%、5.22%、8.90%，占比较小。由于公司主要客户主要集中在华东、西南等地区，集中度较高，因此，维护成本较低。公司在扬州高邮、重庆

设有规模化的生产基地，并且公司注重新产品的研发投入，因此，管理费用率相对较高，2016年销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 5.98%、5.30%、-2.38%。

图 6：期间费用率变动情况

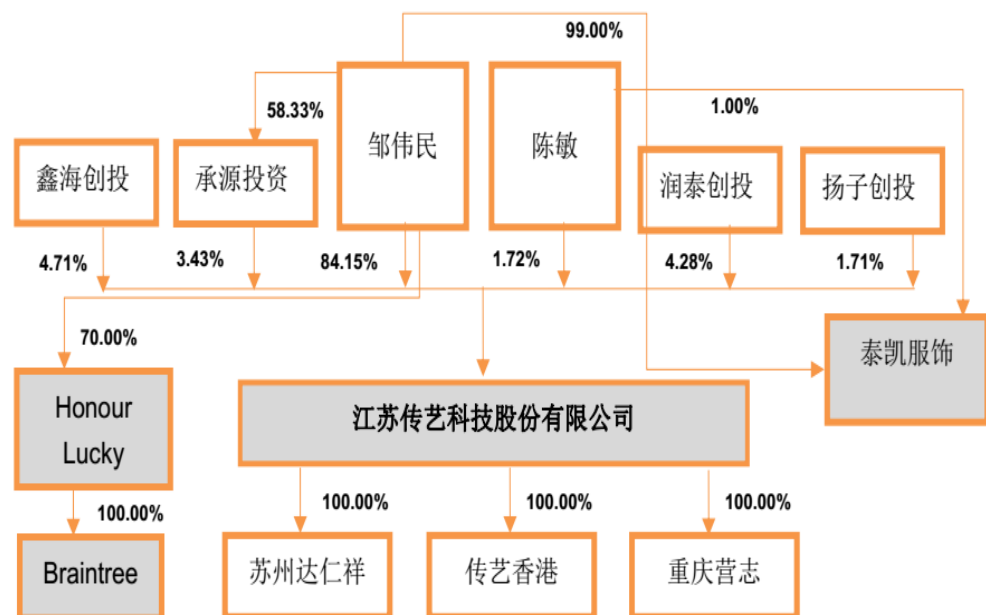


资料来源：华金证券研究所，Wind

（三）实际控制人为邹伟民先生和陈敏女士，两人为夫妻关系

邹伟民先生是公司的控股股东，直接持有公司 84.15% 的股份，并通过持有承源投资 58.33% 的股份间接持有公司 3.43% 的股份，合计共持有公司 86.15%。公司实际控制人为邹伟民先生和陈敏女士，两人为夫妻关系，陈敏女士直接持有公司 1.72% 的股份，两人合计共持有公司 87.87% 的股份。

图 7：股权结构



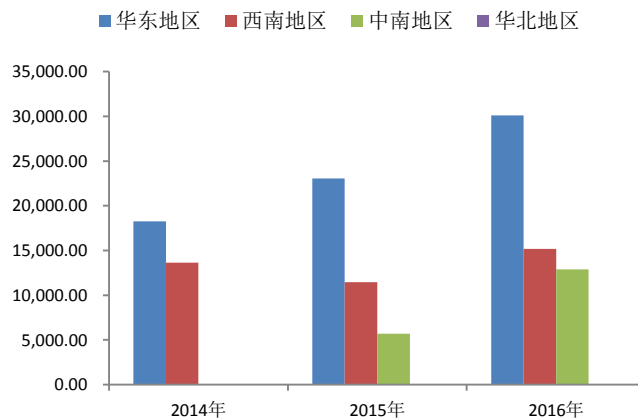
资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

公司共有三家全资控股子公司，分别是苏州达仁祥电子有限公司、传艺香港贸易有限公司、重庆营志电子有限公司。其中，重庆营志主要业务为印刷柔性线路板、导电按钮等生产销售以及计算机应用软件研发等，通过公司和传艺香港销售的主要客户包括达方电子、精元（重庆）电脑有限公司、群光电子（重庆）有限公司和重庆市旭宝科技有限公司等位于重庆地区的下游用户。

（四）华东地区是主要的销售市场，中南地区销售收入增长较快

由于华东地区是下游笔记本电脑键盘厂商、笔记本电脑整机生产厂商布局的重点区域，并且公司重要客户达方电子、仁宝电脑、英业达股份等均在华东地区设有生产基地，因此以上海市和江苏省为代表的华东地区一直是公司重点开拓的市场，2014 至 2016 年，公司在华东地区的销售收入分别为 18,243.14、23,065.56、30,093.07 万元，年复合增长率为 28.44%。在西南地区，由于西部税收优惠政策以及劳动力成本优势吸引下游笔记本电脑键盘生产厂商，公司采取跟随策略，设立了重庆营志公司，2014 至 2016 年，西南地区销售收入分别为 13,621.65、11,470.88、15,190.47 万元，年复合增长率为 5.60%，西南地区在公司总体销售收入中占有重要的地位。而以东莞、深圳为代表的中南地区是电子制造产业最为发达的地区之一，公司近些年也逐步扩大该区域的业务拓展，2015 下半年和 2016 年，公司向群光电子销售 PCB 材料，使得公司在中南地区销售收入增长较快，2014 至 2016 年销售收入分别为 1.77、5,710.23、12,904.91 万元，年复合增长率达 8,438.68%。

图 8：公司各地区收入情况（万元）



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

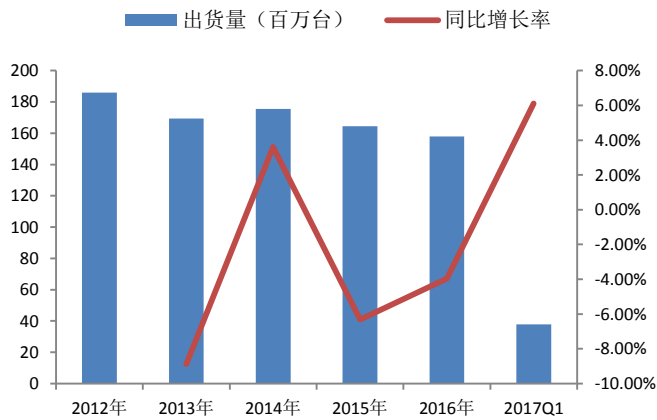
二、2017 全球笔电出货量或将平稳，MTS 市场需求趋于稳定

（一）2017 全球笔电出货量或将平稳，二合一电脑成为新潮

公司产品主要应用于笔记本电脑，据 Trendforce 披露，在笔记本电脑部分需求递延、品牌策略性备货等因素影响下，2017 年一季度全球笔记本电脑出货约 3,781 万台，较去年同期增长 6.1%，在淡季下表现较好，但由于去年北美商务市场及政府换机潮已经显现，预计 2017 年笔记

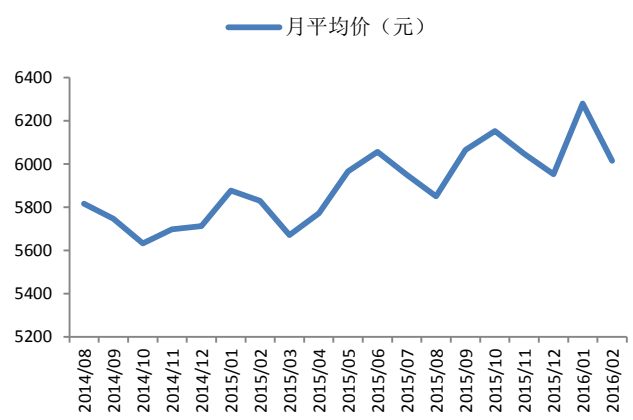
本电脑全年出货量约 1.53 亿台，有 2%-4%的衰退幅度，笔记本出货量整体保持平稳状态。从价格上看，笔记本月平均价格在 6,000 元/台左右，有逐渐上涨的趋势。

图 9：全球笔记本电脑出货量变动情况



资料来源：华金证券研究所，Trendforce

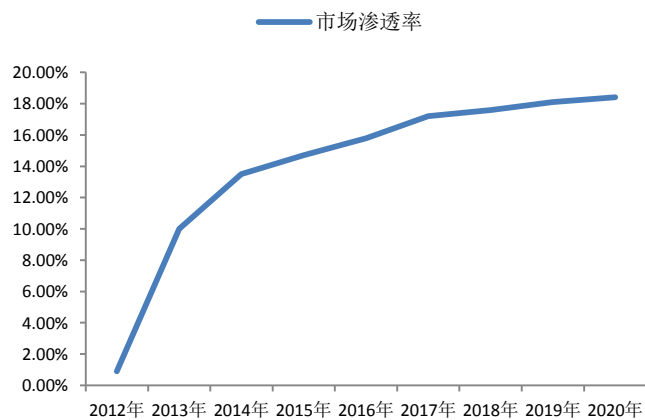
图 10：笔记本电脑月均价



资料来源：华金证券研究所，互联网消费调研中心

随着消费者对笔记本电脑轻薄、便携等要求的不断提高，融合平板和 PC 优点的二合一电脑正逐渐成为 PC 市场上的新潮流，2016 年二合一市场渗透率为 15.8%，预计 2020 年渗透率达 18.4%，二合一电脑的渗透率的不断提高有利于促进对上游笔记本电脑零组件的需求。

图 11：二合一电脑市场渗透率



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

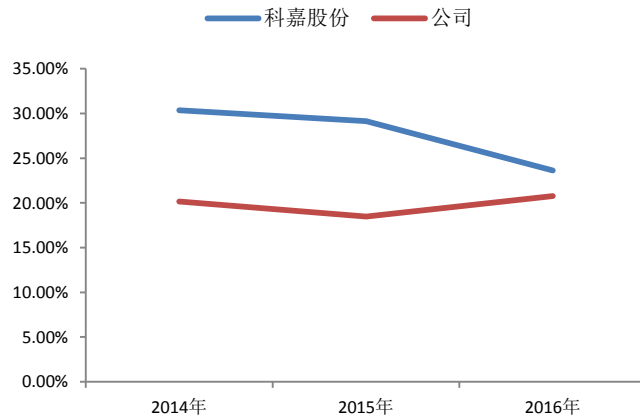
（二）MTS 市场需求趋于稳定，公司市占率不断攀升

薄膜式键盘由于轻便、密封性好、使用寿命长等优点，已经成为笔记本电脑键盘的主流。一般，每台笔记本电脑配备一块 MTS，因此，MTS 的行业容量与笔记本电脑出货量相匹配，根据 Trendforce 披露的笔电出货量测算，2017 年 MTS 行业容量约为 1.53 亿片，市场需求较大。并且随着全球笔电出货量的趋稳，MTS 市场需求也将趋于稳定。

目前，从事 MTS 业务的厂商主要是科嘉股份、淳安电子以及公司。公司 MTS 设计制造水平和销售规模在同行业中处于领先地位，2016 年，科嘉股份与公司的市占率分别为 23.62%、20.78%，公司市占率有逐渐上升的趋势。其次，公司 MTS 产能利用率基本在 90%左右，产销

率基本在 95%以上，随着薄膜线路板生产线技改并扩产项目的不断投产，公司在维护现有客户的基础上，将采取聚焦战略，重点开发苹果、联想 ThinkPad 等产品规格要求更高的终端客户，扩大市场份额。

图 12：可比公司在 MTS 市场占有率情况

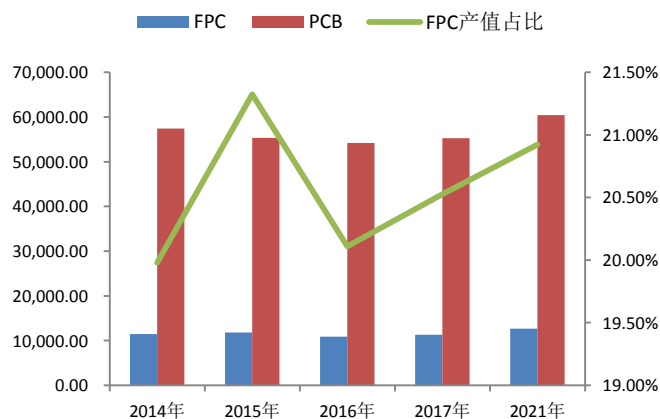


资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书，Wind

(三) FPC 应用前景广阔，公司自主量产

目前，FPC 在消费类电子产品、汽车电子以及医疗设备领域都有广阔的应用前景，据《印制电路资讯》报道，2017 年全球柔性线路板产值为 113.46 亿美元，同比增长 4.1%，增长幅度在五大 PCB 中居首位，并且 FPC 产值占 PCB 总产值比例将由 2016 年的 20.1% 上升到 2021 年的 20.9%。

图 13：全球 FPC 产值及占比变动情况

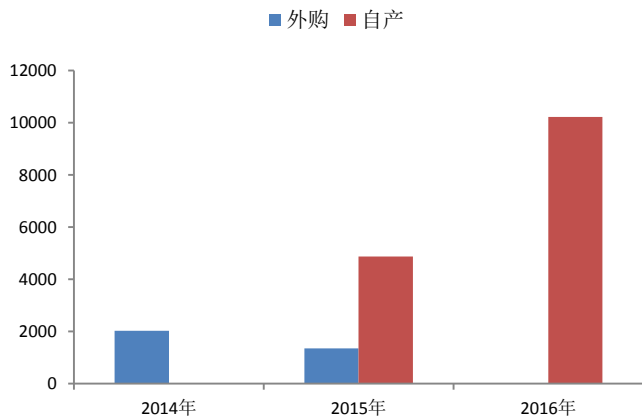


资料来源：华金证券研究所，《印制电路资讯》2017 年 7 月第 4 期

公司 2015 年 3 月，位于高邮的 FPC 工厂开始投入试运行，由于产量较小，部分 FPC 订单通过外购或半成品再加工完成，2016 年以来，公司 FPC 工厂实现自主量产，2016 年公司自产、外购 FPC 销售额分别为 10,222.14、5.60 万元，产能利用率和产销率基本在 97%以上。公司 FPC 销售主要面向第一大客户达方电子，2016 年公司向重庆达方电子、苏州达方电子、淮安达方电子销售 FPC 收入达 5788.24 万元，占 FPC 业务收入比达 56.59%。公司募投项目 FPC 生产项

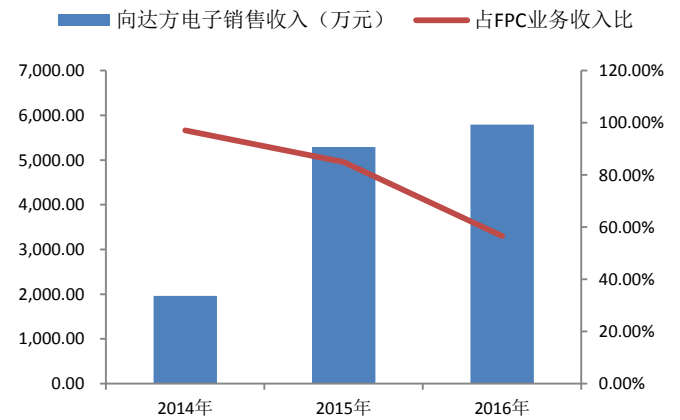
目主要基于 FPC 产能不足以及产品线改造升级而进行的产品改良，随着项目的不断投产，公司可以有效满足核心客户需求。

图 14：公司 FPC 外购以及自产销售金额（万元）



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 15：公司向达方电子销售 FPC 收入及占比情况

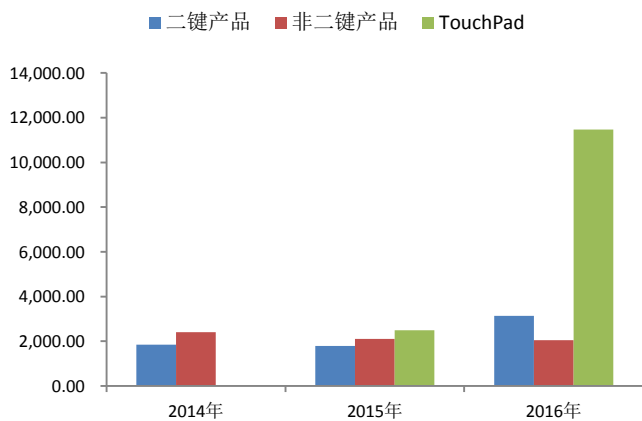


资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

（四）TouchPad 业务成长快速，毛利率较高

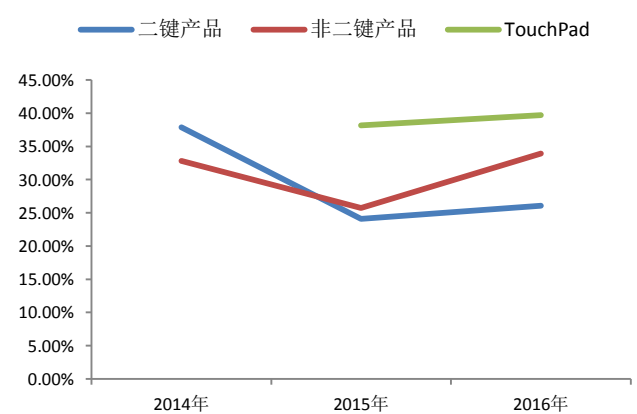
公司 B/T 系列产品主要包括二键产品、非二键产品以及 TouchPad，2015 年公司开始销售新产品 TouchPad，共实现销售收入 2488.95 万元，2016 年增长较快，实现 11,475.04 万元，新产品 TouchPad 属于快速成长型产品。其次，TouchPad 售价约 45 元/件，而二键产品、非二键产品售价分别约为 4 元/件、6.5 元/件，新产品 TouchPad 售价相对较高，导致毛利率水平也较高，2016 年二键产品、非二键产品以及 TouchPad 毛利率分别为 26.08%、33.93%、39.70%，随着后期 TouchPad 的不断量产，公司 B/T 系列业务有望实现较快增长。

图 16：B/T 系列各产品销售收入（万元）



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

图 17：B/T 系列各产品销售毛利率



资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书

三、募投项目+设厂+收购，公司市场地位有望进一步提高

（一）募投项目有望解决产能瓶颈，提高公司市场地位

公司本次发行 3,590.67 万股，募集资金净额 43,498.08 万元，募集资金将用于薄膜线路板生产线技改并扩产项目、FPC 生产项目以及科技研发中心项目。项目建成后，公司将进一步增强现有产品生产设备水平和生产能力，提高公司的盈利能力并巩固公司在笔记本电脑及其他消费电子电子产品零组件制造行业中的市场地位。

表 2：募投项目具体情况（单位：万元）

项目名称	投资总额	募集资金使用额	建设期	达产后年 销售收入	达产后年 税后利润	项目最新进展 (截止至 2017 年 5 月 27 日)
薄膜线路板生产线 技改并扩产项目	12,000.00	9,418.08	1 年	22,408.72	4,569.73	1,177.16
FPC 生产项目	35,800.00	29,800.00	2 年	81,600.00	12,084.27	
科技研发中心项目	4,780.00	4,280.00	1.5 年			
合计	52,580.00	43,498.08				

资料来源：华金证券研究所，公司招股说明书，公司公告

薄膜线路板生产线技改并扩产项目：该项目研发并生产出带背光的柔性线路板集成化模组（TBM）产品，实现笔记本电脑键盘的背光功能，使得背光键盘的光源分布更加均匀、减小键盘的组装空间，降低产品生产成本。公司将改造母公司年产 2,050 万片的 MTS 生产线，并新增年 1,000 万片 MTS 的生产规模，计划在 12 个月内全部投入，流动资金在生产经营期的第二年投入，项目第二年达产 50%，第三年达产 70%，第四年全部达产。截止至 2017 年 5 月 27 日，公司在该项目投入额为 1,177.16 万元。

FPC 生产项目：该项目将新增年产 48 万平方米 FPC 的生产规模。建设投资将在 24 个月内全部投入，流动资金在生产经营期的第二年投入，第二年达产 40%，第三年达产 70%，第四年全部达产。截止至 2017 年 5 月 27 日，该项目还未投入。

科技研发中心项目：该项目拟建立适应企业、市场发展趋势的一流研发中心，建立 MTS 和 FPC 工艺流程调试中心、FPC 新材料研究中心以及触控 IC 分位技术研究中心，提高企业的综合研发能力。截止至 2017 年 5 月 27 日，该项目还未投入。

（二）设厂+收购+增资，强化与客户间的配合度

公司为了强化与客户之间的配合度，实现产品线与客户近距离配套战略，拟使用自有资金在合肥、昆山成立全资子公司，注册资本都为 3,000 万元，合肥地区子公司用于生产和销售笔记本电脑触控模组和键盘机构件等，昆山地区子公司用于生产和销售电脑及手机、汽车配件。

公司已与合肥经济技术开发区管理委员会签署项目投资协议，项目计划总投资约 5 亿元，分两期实施，一期计划租赁厂房面积约 5,400.58 平方米，租赁时间自 2017 年 5 月 1 日至 2019 年 4 月 30 日，二期项目占地约 90.45 亩。

2016 年 6 月 13 日，公司与冲电气工业株式会社签订《备忘录》，公司拟收购冲电气工业株式会社持有的日冲电子科技（昆山）有限公司。日冲电子科技（昆山）有限公司注册资本 275 万美元，开发、生产及检测、销售新型电子元器件。

2017 年 8 月 2 日，公司董事会会议表决通过《关于对全资子公司重庆营志电子有限公司增资的议案》拟使用自有资金 1,000 万元向重庆营志增资，增资后重庆营志注册资本将增至 2,000 万元。

四、盈利预测、估值与投资建议

公司具有稳定的商业模式和可预期的盈利能力，根据该背景，我们作出以下假设，并对公司的盈利和估值进行预计，在此基础上给出相应的投资建议。

（一）主要假设

公司主要收入来源于 MTS、B/T 系列以及 FPC，产品主要应用于以笔记本电脑为代表的消费电子产品。公司下游客户资源较为优质，如达方电子、群光电子、精元电脑、联想集团、仁宝电脑、英业达股份、纬创资通等，并且公司是第一大客户达方电子在大陆工厂的战略供应商。其次，随着全球笔电出货量的不断趋稳，预计 MTS 市场需求也将趋于稳定，公司 MTS 设计制造水平和销售规模在同行业中处于领先地位，公司市占率在 20% 左右并有逐渐提升的趋势，预计公司 MTS 业务销售收入稳步增长。第三，公司在 MTS 业务的基础上，不断开发新产品，B/T 系列、FPC 业务近年增长较快，随着募投项目的不断投产，FPC 业务有望解决产能瓶颈，增长较快。在毛利率方面，随着附加值较高的 MTS、TouchPad 等产品销售收入不断提高，公司整体毛利率水平呈现逐年上涨的趋势。基于以上假设，我们预计 2017 至 2019 年公司实现营业收入分别为 69,722.57、84,181.52、100,220.33 万元，毛利率分别为 30.00%、30.19%、30.14%。

表 3：业务收入预测情况

项目	指标	2016A	2017E	2018E	2019E
MTS	营业收入（万元）	21,930.91	24,103.10	26,998.49	27,049.92
	YOY	8.46%	9.90%	12.01%	0.19%
	毛利率	28.03%	30.24%	29.39%	29.31%
B/T 系列	营业收入（万元）	16,688.96	24,089.50	33,677.00	33,793.00
	YOY	161.51%	44.34%	39.80%	0.34%
	毛利率	36.42%	37.42%	38.00%	38.01%
FPC	营业收入（万元）	10,227.74	10,331.25	10,657.50	25,264.02
	YOY	64.09%	1.01%	3.16%	137.05%
	毛利率	31.58%	33.79%	31.82%	31.73%
其他主营业务	营业收入（万元）	190.22	200.00	200.00	200.00
	YOY	-73.14%	5.14%	0.00%	0.00%

项目	指标	2016A	2017E	2018E	2019E
其他业务	毛利率	0.00%	12.00%	12.00%	12.00%
	营业收入(万元)	9,165.60	10,998.72	12,648.53	13,913.38
	YOY	36.73%	20.00%	15.00%	10.00%
合计	毛利率	10.15%	10.00%	10.00%	10.00%
	营业收入(万元)	58,203.43	69,722.57	84,181.52	100,220.33
	YOY	44.62%	19.79%	20.74%	19.05%
	毛利率	28.15%	30.00%	30.19%	30.14%

资料来源：华金证券研究所

(二) 估值与投资建议

我们选取同行业公司作为可比公司进行比较，具体如下：

表 4：可比公司估值

股票代码	证券简称	最新价(元)	总市值(亿元)	PE			EPS		
				16A	17E	18E	16A	17E	18E
002436.SZ	兴森科技	5.99	89.13	46.27	31.28	21.88	0.13	0.19	0.27
603920.SH	世运电路	19.59	78.71	29.74	24.01	19.44	0.85	0.82	1.01
002463.SZ	沪电股份	4.46	74.67	57.21	26.75	17.61	0.08	0.17	0.25
000823.SZ	超声电子	12.97	69.64	37.20	23.73	18.11	0.35	0.55	0.72
603186.SH	华正新材	34.95	45.21	53.31	26.53	18.51	0.87	1.32	1.89
	平均值	15.59	71.47	44.75	26.46	19.11	0.46	0.61	0.83
002866.SZ	传艺科技	26.63	38.25	41.84	32.30	28.09	0.63	0.81	0.93

资料来源：华金证券研究所，Wind

注：最新价为 2017 年 8 月 3 日收盘价

参考同行业的估值水平，考虑到公司是国际 MTS 规模化生产企业之一，在 MTS 市场占有率较高且有不断攀升趋势，公司新产品市场拓展情况较好，叠加公司募投项目、设厂、增资和收购等一系列措施，我们认为公司 2017 年合理估值范围为 35-40X，估值水平取中间值 37.5，对应目标价为 30.38 元，给予增持-A 建议。

五、风险提示

主要客户相对集中的风险；

原材料价格波动及产品价格下降的风险；

募投项目进展不及预期的风险。

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	402.5	582.0	697.2	841.8	1,002.2	年增长率					
减:营业成本	297.6	418.2	488.0	587.7	700.2	营业收入增长率	26.3%	44.6%	19.8%	20.7%	19.1%
营业税费	2.5	5.4	5.1	6.4	8.1	营业利润增长率	45.3%	29.6%	30.3%	16.6%	17.4%
销售费用	8.3	34.8	36.3	44.6	55.1	净利润增长率	42.7%	48.4%	29.6%	15.0%	17.9%
管理费用	22.5	30.9	34.9	44.6	52.1	EBITDA 增长率	30.6%	26.9%	43.7%	31.9%	25.5%
财务费用	-9.7	-13.9	-3.5	0.2	1.4	EBIT 增长率	25.2%	27.8%	47.0%	19.9%	18.1%
资产减值损失	3.4	5.6	4.4	4.5	4.9	NOPLAT 增长率	25.3%	35.4%	50.5%	19.9%	18.1%
加:公允价值变动收益	0.2	0.3	-	-	-	投资资本增长率	42.7%	22.9%	67.2%	19.5%	36.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	59.1%	29.1%	141.2%	13.5%	14.0%
营业利润	78.2	101.3	132.0	153.8	180.5	盈利能力					
加:营业外净收支	-0.7	7.1	5.2	3.9	5.4	毛利率	26.0%	28.1%	30.0%	30.2%	30.1%
利润总额	77.5	108.4	137.2	157.7	186.0	营业利润率	19.4%	17.4%	18.9%	18.3%	18.0%
减:所得税	16.8	18.4	20.6	23.7	27.9	净利润率	15.1%	15.5%	16.7%	15.9%	15.8%
净利润	60.7	90.0	116.6	134.1	158.1	EBITDA/营业收入	19.7%	17.3%	20.7%	22.6%	23.9%
						EBIT/营业收入	17.0%	15.0%	18.4%	18.3%	18.2%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	32.2%	25.4%	22.5%	15.0%	16.1%
货币资金	30.2	44.2	458.3	381.4	287.6	负债权益比	47.6%	34.0%	29.0%	17.7%	19.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.07	2.78	5.54	4.19	4.18
应收帐款	177.1	238.5	346.4	308.9	469.9	速动比率	1.58	2.31	4.72	3.82	3.37
应收票据	0.3	12.9	2.7	6.1	7.6	利息保障倍数	-7.02	-6.31	-37.07	652.52	129.02
预付帐款	2.0	3.0	1.4	4.7	2.6	营运能力					
存货	69.2	62.1	141.3	69.5	184.7	固定资产周转天数	87	75	68	94	134
其他流动资产	13.9	2.5	8.2	8.2	6.3	流动营业资本周转天数	104	99	133	115	117
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	218	203	341	371	312
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	141	129	151	140	140
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	46	41	52	45	46
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	329	295	442	520	479
固定资产	119.0	124.6	139.2	301.4	444.6	投资资本周转天数	205	186	229	260	281
在建工程	1.3	0.1	70.1	132.0	-	费用率					
无形资产	18.7	18.6	18.1	17.7	17.2	销售费用率	2.1%	6.0%	5.2%	5.3%	5.5%
其他非流动资产	7.5	8.4	9.9	7.8	7.8	管理费用率	5.6%	5.3%	5.0%	5.3%	5.2%
资产总额	439.4	514.9	1,195.7	1,237.6	1,428.4	财务费用率	-2.4%	-2.4%	-0.5%	0.0%	0.1%
短期债务	10.0	-	-	-	-	三费/营业收入	5.2%	8.9%	9.7%	10.6%	10.8%
应付帐款	112.5	114.5	156.4	168.5	212.9	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	20.4%	23.4%	12.6%	12.7%	13.2%
其他流动负债	19.1	16.1	16.5	17.2	16.6	ROA	13.8%	17.5%	9.8%	10.8%	11.1%
长期借款	-	-	96.0	-	-	ROIC	28.3%	26.9%	32.9%	23.6%	23.3%
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	141.6	130.6	268.9	185.7	229.5	DPS(元)	0.02	0.04	0.06	0.06	0.08
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	5.7%	6.6%	7.8%	6.7%	7.0%
股本	107.7	107.7	143.6	143.6	143.6	股息收益率	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.3%
留存收益	190.0	276.6	783.2	908.3	1,055.2						
股东权益	297.8	384.3	926.8	1,051.9	1,198.9						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	60.7	90.0	116.6	134.1	158.1	EPS(元)	0.42	0.63	0.81	0.93	1.10
加:折旧和摊销	11.0	13.6	15.9	36.4	57.1	BVPS(元)	2.07	2.68	6.45	7.32	8.35
资产减值准备	3.4	5.6	-	-	-	PE(X)	62.1	41.8	32.3	28.1	23.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	12.6	9.8	4.1	3.6	3.1
财务费用	-3.3	-2.4	-3.5	0.2	1.4	P/FCF	-83.6	205.8	-368.5	-53.7	-45.5
投资损失	-0.2	-0.3	-	-	-	P/S	9.4	6.5	5.4	4.5	3.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	35.3	27.6	23.5	17.7	14.5
营运资金的变动	-22.3	-62.7	-140.3	117.6	-230.1	CAGR(%)	30.3%	20.6%	40.0%	30.3%	20.6%
经营活动产生现金流量	45.4	35.6	-11.2	288.3	-13.5	PEG	2.1	2.0	0.8	0.9	1.2
投资活动产生现金流量	-62.3	-10.1	-100.0	-260.0	-67.8	ROIC/WACC	2.7	2.6	3.1	2.3	2.2
融资活动产生现金流量	24.5	-14.0	525.3	-105.2	-12.5						

资料来源: 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

谭志勇、叶中正声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn