

强烈推荐-A (维持)

合力泰 002217.SZ

当前股价: 11.24 元

2017年09月06日

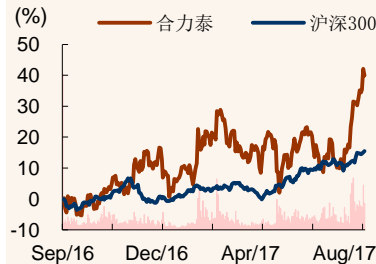
凭借产业纵向整合能力, 获取成本与快速响应优势

基础数据

上证综指	3384
总股本(万股)	312831
已上市流通股(万股)	175812
总市值(亿元)	352
流通市值(亿元)	198
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	11.4
资产负债率	43.2%
主要股东	文开福
主要股东持股比例	19.72%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	25	19	47
相对表现	21	6	31



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《合力泰(002217)——全年业绩无忧, 未来布局更牛》2017-08-22
- 2、《合力泰(002217)——入股珠海光宇, 1+N 及高端客户开拓同步进行》2017-07-27
- 3、《合力泰(002217)——产业链纵深提供竞争壁垒, 未来将持续披荆斩棘》2017-06-29

董瑞斌

021-68407847
dongruibin@cmschina.com.cn
S1090516030002

研究助理

杨珏

021-68407543
yangjue@cmschina.com.cn

研究助理

赵美娟

zhaomeijuan@cmschina.com.cn

我们看好公司未来发展, 年底收益确定性高, 未来有望成为新龙头!

- **核心竞争壁垒为产业链纵向整合, 获取相关的成本与快速响应优势。**公司是全产业链布局最全的智能终端核心部件一站式领先服务商, 利用规模化优势、原材料自供和优化地理布局实现有效成本控制, 毛利率一直维持相对高位运行。公司利用平台优势积极整合上下游资源, 同时研发新产品引领产业革新, 为实现客户较为全面和完善的解决方案;
- **产品从触屏->触屏+ccm+指纹识别+fpc+无线充电扩张。**公司利用触控模组的领先地位, 采取 1+N 战略, 不断接入显示屏、指纹识别模组、摄像头、FPC、盖板、无线充电等产品, 带动相关收入高速增长。受去年渠道拉货过猛与安卓手机等待苹果新机的影响, 2017 年上半年中国市场出货量同比下降约 1.4%, 公司受此影响业绩增速有所下滑。但从 Q3、Q4 的情况看, 各品牌均开始积极发力, 因此 Q3、Q4 预计公司将获得很好收益;
- **客户为从三线到一线 ODM 到一线, 向高端扩张。**之前公司以 3/4 线客户为主, 从去年年底开始逐步切入高端机型的 ODM 品牌, 通过收购比亚迪电子部品件、平波电子和业际光电获得三星、华为等一线客户, 客户结构进一步优化, 并在大多客户中占据领先份额。机型高端化后, 毛利率与净利率仍维持高位, 我们认为随着新优势高价值产品逐步量产, 公司未来一线客户的占比有望逐步提升;
- **全面屏、无线充电、3D 盖板玻璃均做了提前布局, 未来可期。**3D 盖板玻璃公司布局完整, 未来将快速起量。通过珠海晨新切入全面屏布局, 可实现从结构件到电子件的自主开发设计。通过蓝沛科技进入无线充电领域, 从材料端、接收端、发射端全覆盖布局。从这个角度看, 未来行业爆点均已经做了布局, 未来业绩无忧;
- **维持“强烈推荐-A”投资评级。**我们看好公司未来发展, 维持强烈推荐-A 评级, 年底收益确定性高, 未来有望成为新龙头! 上调公司 17-19 年净利润 14.0 亿元、21.8 亿元、30.0 亿元, 对应分别为 25.1/16.2/11.7 倍。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	4953	11845	18081	28155	38333
同比增长	62%	139%	53%	56%	36%
营业利润(百万元)	224	873	1472	2497	3273
同比增长	50%	291%	69%	70%	31%
净利润(百万元)	218	874	1403	2176	2995
同比增长	48%	301%	61%	55%	38%
每股收益(元)	0.07	0.28	0.45	0.70	0.96
PE	161.2	40.2	25.1	16.2	11.7
PB	2.9	2.0	3.1	2.7	2.3

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、产业整合、成本获取、快速响应能力筑核心竞争壁垒	4
1、产业链全面整合确立行业地位	4
2、获取相关成本能力展现优势	5
3、快速响应优势构建核心壁垒	6
二、产品从触屏->触屏+ccm+指纹识别+fpc+无线充电扩张	8
1、触控主导，稳固行业龙头	8
2、紧抓新业务，战略布局完善	11
三、客户为从三线到一线 ODM 到一线，向高端扩张	13
1、内外延导入一级新客户	13
2、传统产品拓展客户较难，高端新品切入是关键	15
四、未来持续快速扩张，无线充电+全面屏帮助公司进入超一线	16

图表目录

图 1 公司是智能终端核心部件一站式服务商	4
图 2 同行业公司毛利率对比 (%)	5
图 3 公司核心主要材料内部供应	5
图 4 公司部门地理位置布局	6
图 5 合力泰营收及增速	6
图 6 合力泰归母净利及增速	6
图 7 智能手机产业链全景图	7
图 8 合力泰新产品技术研发项目	7
图 9 新零售及无人零售终端应用客户及公司产品应用场景	8
图 10 公司产品结构 (2017 年中报)	9
图 11 “1+N”战略	9
图 12 国内触控类模组分布	10
图 13 国内显示类模组分布	10
图 14 全球及中国指纹识别渗透率	10
图 15 国内配置指纹识别模组出货量	10
图 16 全球摄像头市场规模	11
图 17 全球双摄模组市场规模及渗透率	11

图 18 3D 玻璃盖板及 3D 玻璃后盖板.....	11
图 19 无线充电.....	12
图 20 共基板、共支架、光学双摄像头模组.....	12
图 21 3D 玻璃盖板及 3D 玻璃后盖板.....	13
图 22 外延并购引入一线客户.....	14
图 23 前五大客户销量合计.....	15
图 24 全球智能手机出货量.....	15
图 25 全球无线充电设备出货量及渗透率.....	17
图 26 全球无线充电设备市场规模（美元）.....	17
图 27 无线核心板块&蓝沛的布局.....	17
图 28 全面屏需求及渗透率.....	18
表 1: 公司产品拓展历程.....	4
表 2: 公司分产品收入及增速（万元）.....	9
表 3: 全球智能手机出货量（百万台）.....	13
表 4: 一线客户的进度情况.....	14
表 5: 主流智能手机的微创新.....	16
附: 财务预测表.....	19

一、产业整合、成本获取、快速响应能力筑核心竞争壁垒

1、产业链全面整合确立行业地位

产品横纵向延伸，全产业链布局不断。江西合力泰科技有限公司自 2014 年借壳上市，快速对全产业链进行垂直和横向整合，逐步拓展和完善摄像头（含双摄）、生物识别、3D 玻璃盖板、无线充电模组等业务，目前已成为行业仅有的几家拥有智能终端全产业链并具有设计和量产能力的公司。

表 1: 公司产品拓展历程

时间	事件	业务扩展
2014.4	江西合力泰借壳上市	专注于触摸屏及中小尺寸液晶显示屏及模组产品
2014.4	与广州奥翼合作	电子纸模组
2015.3	收购捷晖光学	布局智能穿戴
	收购比亚迪电子部件	液晶显示模组、摄像头模组及柔性线路板
2015.10	平波电子	中大尺寸 GG 型电容触摸屏和 GF2 型电容触摸屏
	业际光电	触摸屏
2016.8	投资设立江西国辉光电	汽车液晶防眩后视镜、遮阳镜、防眩眼镜、防眩头盔、调光显示屏、抬头式液晶显示屏等产品和纳米材料、有机发光材料等微电子材料
2016.6	收购珠海晨新	智能终端 TFT 面板技术
2016.10	投资设立合力泰协同创新	投资生产中大尺寸触摸屏模组产品，中大尺寸触摸屏模组
2017.6	收购蓝沛科技 59.87%	大尺寸触摸，超细线路，无线充电，LTCC 材料等
2017.7	拟收购珠海光宇 23.127%	聚合物锂离子电池

资料来源: Wind、公司数据、招商证券

公司是国内领先的智能终端核心部件一站式服务商。公司目前主营业务包括触摸屏模组、液晶显示模组、全面屏显示模组、电子纸模组（含电子价格标签）、单摄像头模组、双摄像头模组、2D/2.5D/3D 玻璃盖板、生物识别模组、高阶柔性线路板（FPC）、无线充电模组核心零部件及配套的柔性线路板、盖板玻璃、背光模组、超薄型背光模组等产品的研发、生产与销售。

图 1 公司是智能终端核心部件一站式服务商

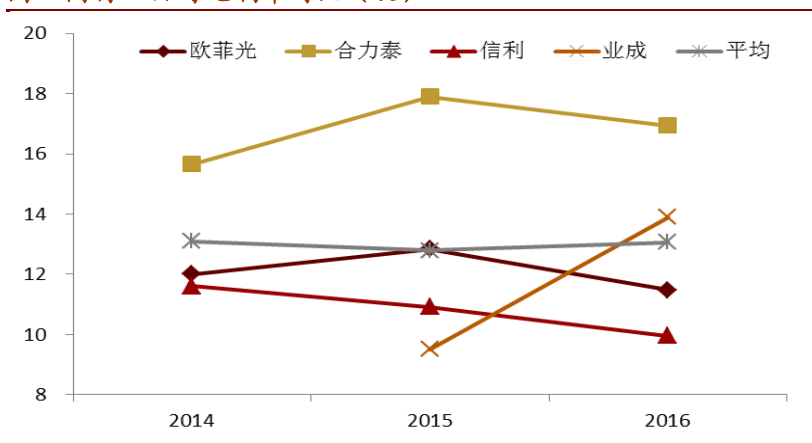


资料来源: 公司报告、招商证券

2、获取相关成本能力展现优势

规模化优势，毛利率维持相对高位。公司在液晶显示屏及模组、电阻式触摸屏模组、电容式触摸屏模组及触显一体化模组等细分领域均处于国内行业龙头地位。公司的规模优势使其在旺季得到更多上游供应商的资源支持。公司毛利率一直维持相对高位运行，显现公司成本控制能力领先。

图 2 同行业公司毛利率对比 (%)



资料来源: Wind、Bloomberg、招商证券

几近全产业链布局，核心原材料自供。公司 3D 玻璃、2D/2.5D 玻璃、FPC 及 SMT、背光模组及超薄型背光和精密模切材料等高单价核心材料可实现内部供给，提高交货速度的同时可提高产品毛利。公司会继续延伸全产业链布局，通过不断向上游材料延伸，进一步增加材料的自供能力和比例，提高整体毛利率水平。

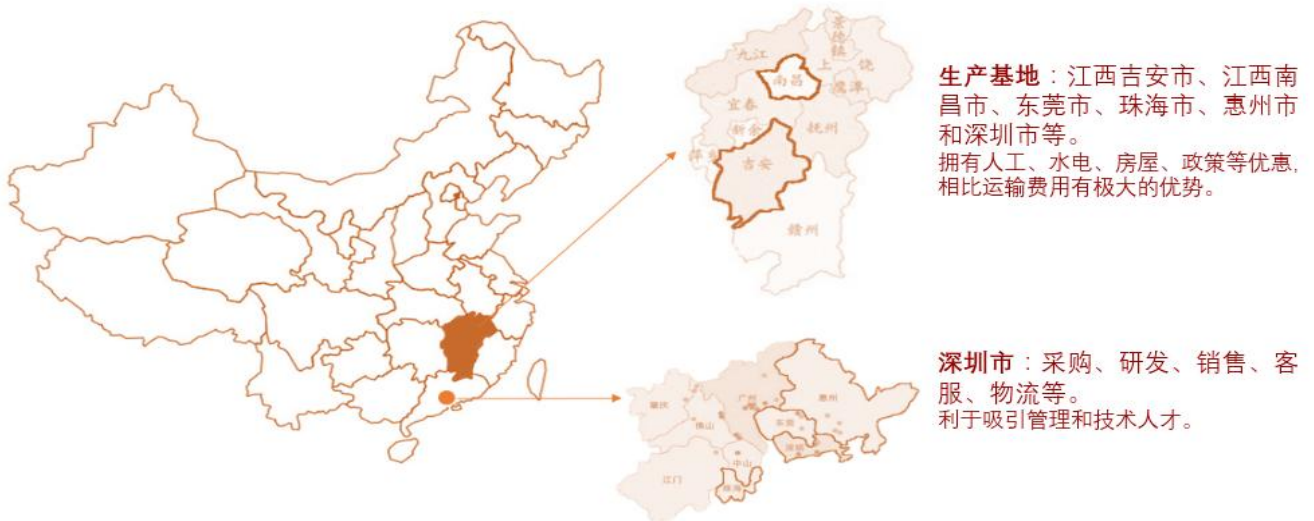
图 3 公司核心主要材料内部供应



资料来源: 公司报告、招商证券

优化地理位置布局，减少人力成本。公司将产能合理分布在江西吉安市、江西南昌市、东莞市、珠海市、惠州市和深圳市，而采购、研发、销售、客服、物流主要设置在深圳。其中，江西拥有人工、水电、房屋、政策等优势，相比运输费用有极大的优势。

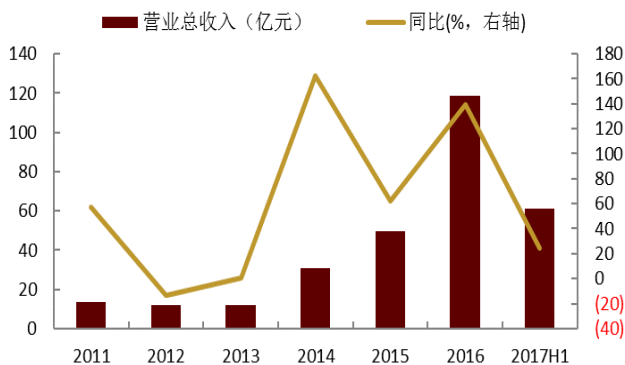
图 4 公司部门地理位置布局



资料来源：公司年报、招商证券

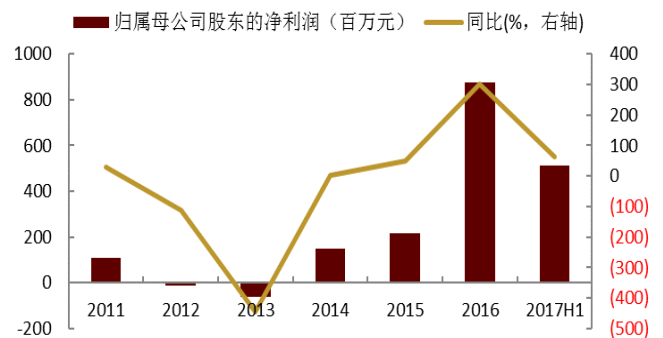
业绩维持高增长。从 2014 年开始，公司业绩维持高位增长，2016 年公司实现营业收入 118.45 亿元，同比增长 139.14%，归属于上市公司股东的净利润 8.74 亿元，同比增长 300.63%。受去年渠道拉货过猛，与安卓手机等待苹果新机的影响，2017 年上半年中国市场出货量约 2.3 亿部，同比下降约 1.4%。公司受此影响业绩增速有所下滑。从 Q3、Q4 的情况看，各品牌均开始积极发力，因此我们预计公司 2017 年 Q3、Q4 将获得很好收益。

图 5 合力泰营收及增速



资料来源：Wind、招商证券

图 6 合力泰归母净利及增速

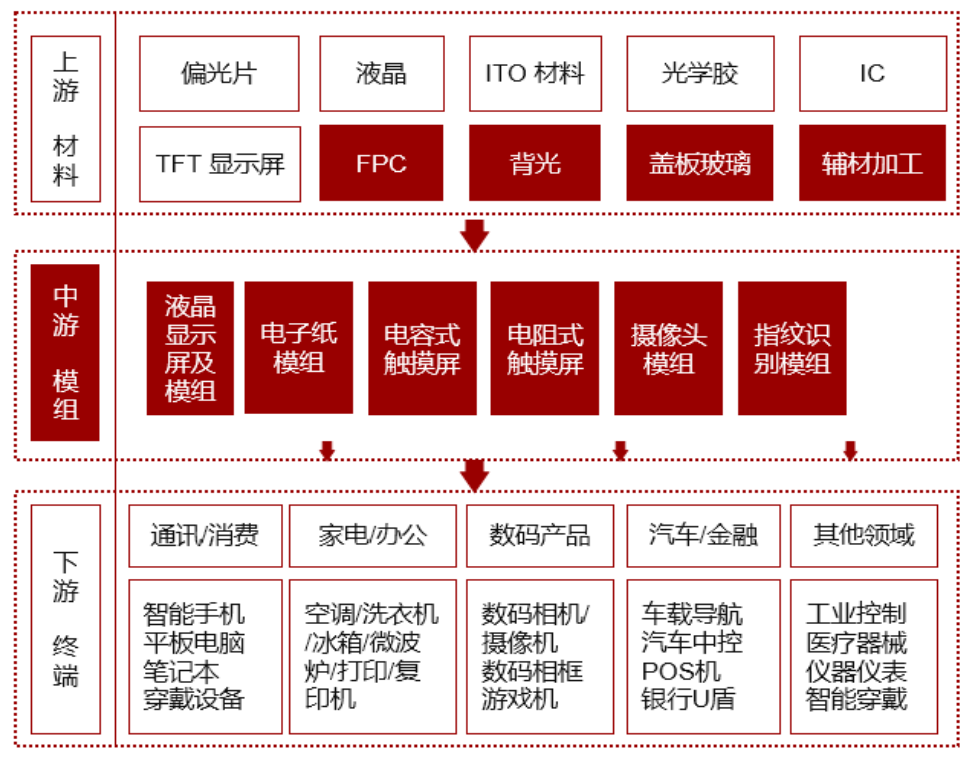


资料来源：Wind、招商证券

3、快速响应优势构建核心壁垒

利用平台优势快速整合上下游。公司几乎全面布局智能手机全产业链，利用平台优势可快速向上游材料和下游终端拓展，整合上下游资源，能够给客户较为全面的选择和完善的解决方案，涵盖诸多领域，满足客户的个性化、多样化需求，并不断更新扩充产品线，保持公司竞争优势，适应行业发展。

图 7 智能手机产业链全景图



资料来源：互联网资料、招商证券

研发项目引领产业革新。公司完成 2016 年非公开发行股票后，将重点加强曲面玻璃盖板热弯技术、电子墨水显示屏产品、高清双摄像头产品、活体指纹识别模组、OLED 显示模组产品、高精细多层柔性线路板、嵌入式无线充电技术和超大尺寸触摸屏产品等研发项目，为后续提升高端客户占比做好战略性规划。

图 8 合力泰新产品技术研发项目



资料来源：公司年报、招商证券

电子标签业务顺利展开，智能零售生态链完善。目前公司电子标签业务占据国内领先市场份额，盒马鲜生、美团掌鱼、永辉及超级物种、物美、1919、百联、天虹、步步高、京客隆、大润发、欧尚、名创优品等国内主流零售企业通过导入全渠道新零售模式成为了公司的终端客户，并使用公司产品。同时缤果盒子等主流的无人零售企业也成为了公司的终端客户。公司将助力无人零售生态发展，国内外需求旺盛，将成为公司新的增长点。

图 9 新零售及无人零售终端应用客户及公司产品应用场景



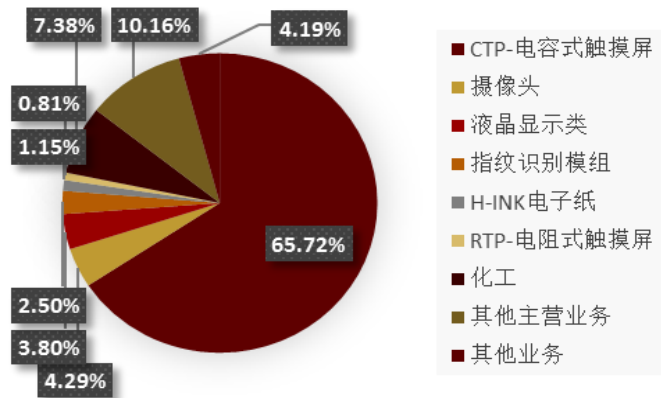
资料来源：公司公告、招商证券

二、产品从触屏->触屏+ccm+指纹识别+fpc+无线充电扩张

1、触控主导，稳固行业龙头

触控模组为核心，1+N 战略模式充分利用客户资源。公司对一个客户同时服务 N 个产品，逐年提高对单一客户服务的产品数量，“1+N”模式在产品交期、品控、价格等方面更有优势，会成为行业未来发展趋势。公司目前可量产项目为触摸屏、摄像头、指纹识别模组、显示屏、FPC、无线充电模组、盖板玻璃等等，未来 N 将不断增大，带动业绩维持高增长。

图 10 公司产品结构 (2017 年中报)



资料来源：公司 2017 年中报、招商证券

图 11 “1+N” 战略



资料来源：公司公告、招商证券

1+N 战略伴随产能释放，带动业绩高增长。 触控模组一直是公司的规模化优势产品，2016 年，营收整体增长 139.14%，细分产品摄像头增长 438.53%，电子纸业务同比增长 334.80%，指纹识别模组今年开始逐步放量，2017Q1 实现 448.03% 的增长。在 2017Q1 整体增速有所回落的情况下，触控模组、摄像头、指纹识别和电子纸等优势品种仍取得较好的增长。

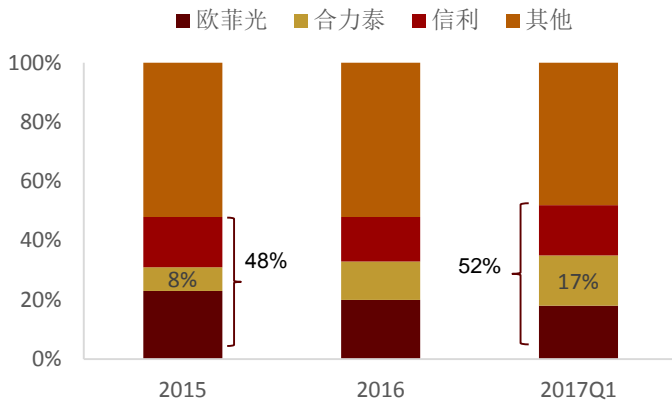
表 2: 公司分产品收入及增速 (万元)

	2014	2015	2016	2017H1
营业总收入	305,343.79	495,317.35	1,184,484.78	609,423.95
YOY		62.22%	139.14%	23.98%
CTP-电容式触摸屏	69,757.32	152,658.01	822,112.01	400,541.40
YOY		118.84%	438.53%	131.02%
摄像头		4,661.75	40,988.82	26,134.31
YOY			779.26%	75.87%
液晶显示类	66,534.09	79,870.84	16,369.07	23,147.55
YOY		20.04%	-79.51%	-31.61%
指纹识别模组		2,071.68		15,207.97
YOY				448.03%
H-INK 电子纸		2,221.07	9,657.28	7,002.90
YOY			334.80%	79.10%
RTP-电阻式触摸屏	22,037.08	17,204.18	20,366.58	4,961.62
YOY		-21.93%	18.38%	-48.43%

资料来源：Wind、公司数据、招商证券

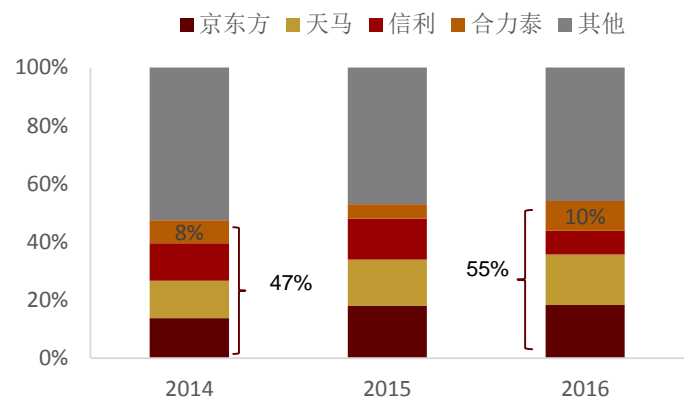
触控显示模组集中度上升，公司份额占比增速更高。 从触控类模组看，前三大厂商占比从 2015 年的 48% 增至 2017Q1 的 52%，集中度微幅提升，而公司占比从 8% 跃至 17%，市占率实现翻倍增长；从显示类模组看，前四大厂商占比从 2014 年的 47% 增至 2016 年 55%，而公司占比从 8% 增至 10%，未来增长可期。

图 12 国内触控类模组分布



资料来源: Wind、Techno system research、招商证券

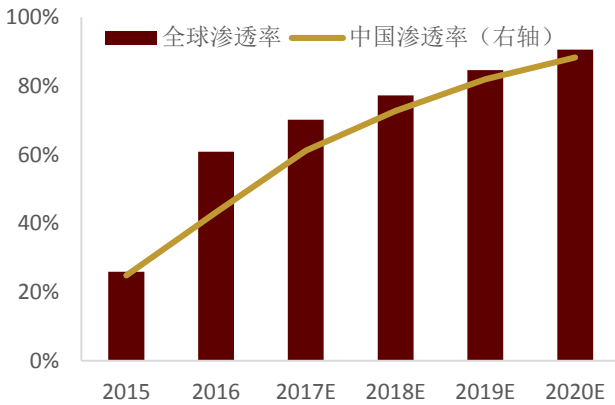
图 13 国内显示类模组分布



资料来源: Wind、旭日大数据、招商证券

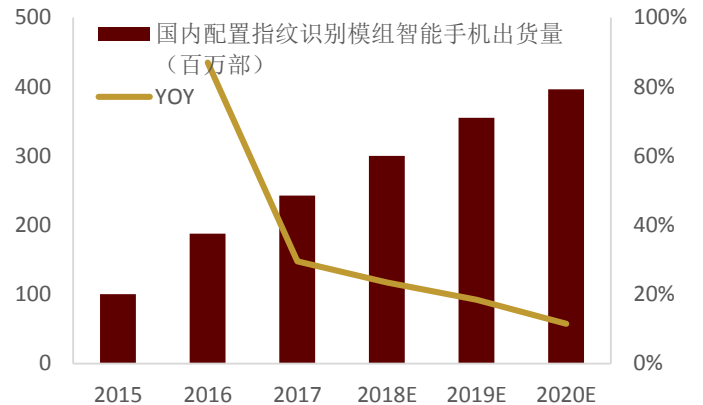
指纹识别成标配, 渗透率继续攀升放量。自 2013 年苹果发布首款按压式指纹识别手机苹果 iPhone 5s 后, 指纹识别在中高端市场上逐渐成为标配功能。据估计, 2016 年国内配置指纹识别功能智能机出货量达到 1.86 亿台左右, 渗透率在 40% 左右。随着指纹识别渗透率的不断攀升, 进入 30% 以上高速增长期, 公司指纹识别模组销量也将顺势而上。

图 14 全球及中国指纹识别渗透率



资料来源: 旭日产研、招商证券

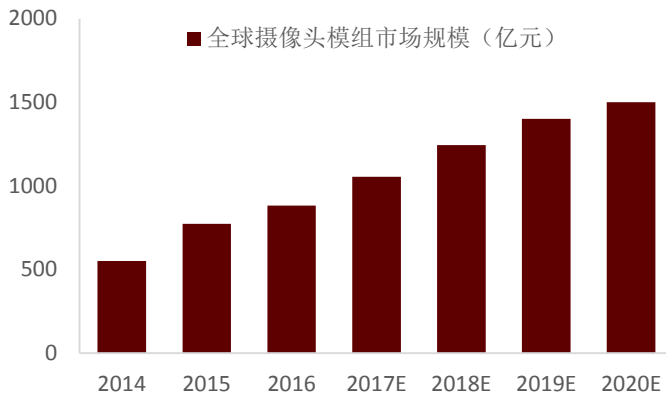
图 15 国内配置指纹识别模组出货量



资料来源: 中国产业信息、招商证券

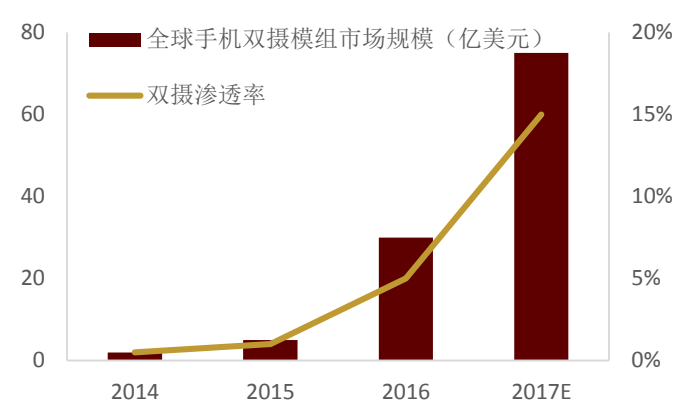
摄像头模组业务增速稳定, 双摄像模组带来新空间。随着智能手机市场增速放缓, 摄像头模组市场已呈现两极分化的趋势, 越来越向少数几个品牌集中。随着合力泰产品逐渐渗透一线客户, 摄像头模组收入仍将持续快速增长。目前, 双摄像头主要配置高端机型, 2016 年渗透率仅为 5% 左右, 随着低端机型配置上升, 渗透率逐步上升, 预计未来复合增速将超过 50%。

图 16 全球摄像头市场规模



资料来源: Yole Development、招商证券

图 17 全球双摄模组市场规模及渗透率



资料来源: 旭日产研、招商证券

2、紧抓新业务，战略布局完善

快速布局战略发展优势产品，通过产品升级为一线客户提供一站式服务。珠海晨新原为 JDI 旗下的工厂，公司通过全资收购实现全面屏的生产工艺的快速导入，同时通过原有的高端生产设备、先进的全面屏工艺流程、优秀的开发生产团队，实现全面屏的优先布局及生产，基于公司的优先布局，公司也是在目前市场少数具有自主研发设计量产全面屏的供应商，以此为全球一流客户提供全面屏的产品升级的需求保证。

图 18 3D 玻璃盖板及 3D 玻璃后盖板



资料来源: 公司公告、招商证券

强势布局无线充电。控股蓝沛科技，使公司进入及布局无线充电领域，蓝沛科技是国内拥有无线充电核心材料及核心技术公司，通过此次合作，使公司处于无线充电核心材料纳米晶领域的战略地位，以此材料能为一线客户提供材料服务，同时结合材料生产基于无线充电技术的发射端和接收端模组，为全球无线充电需求客户提供产品。

图 19 无线充电

上海蓝沛新材料科技股份有限公司

为电子行业提供核心材料与模组。

上海光线新材料科技有限公司

生产铁氧体，纳米金非晶材料，及基于铁氧体纳米晶非晶的NFC及WPC无线充电模组。



上海蓝沛信泰光电科技有限公司

生产大尺寸，超大尺寸电容触控模组，包括42" ,55" ,65" ,84" 等规格。



上海安缔诺科有限公司

生产Rogers及LCP材料。生产用于银行卡，移动支付的模组以及WiFi，蓝牙，物联网模组。



上海量子绘景电子股份有限公司

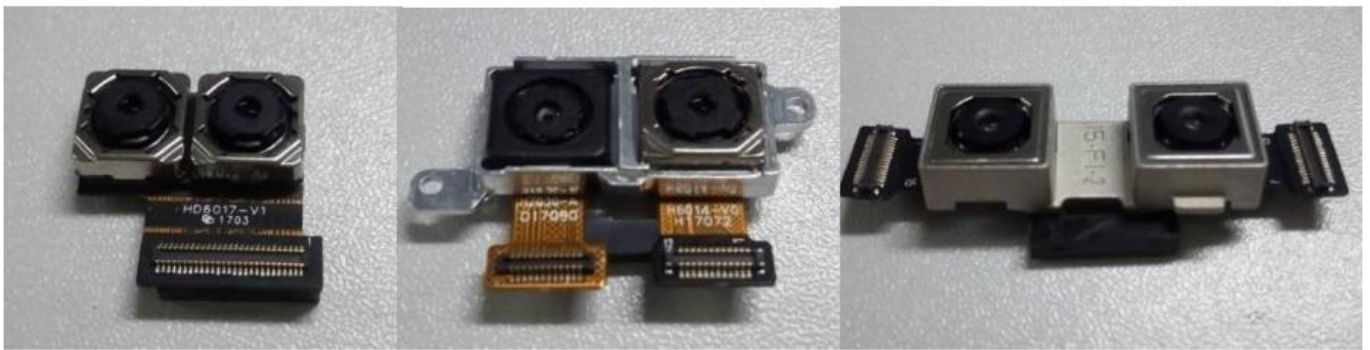
投资了航日化学，晶材新材料，威斯泰科三个材料子公司。提供包括EMI材料及基于EMI的NPC/WPC模组，OCA及UV膜，LTCC材料及器件，细线条线路及高速高频小型化模组。



资料来源：公司公告、招商证券

快速布局双摄像头技术。公司是目前国内拥有双摄像头大批量生产能力的供应商，公司在江西南昌和江西吉安设立大规模量产的生产基地，以此为客户提供全工艺路线的双摄产品。随着一线客户需求量上升，公司摄像头（双摄像头）业务也将快速起量。

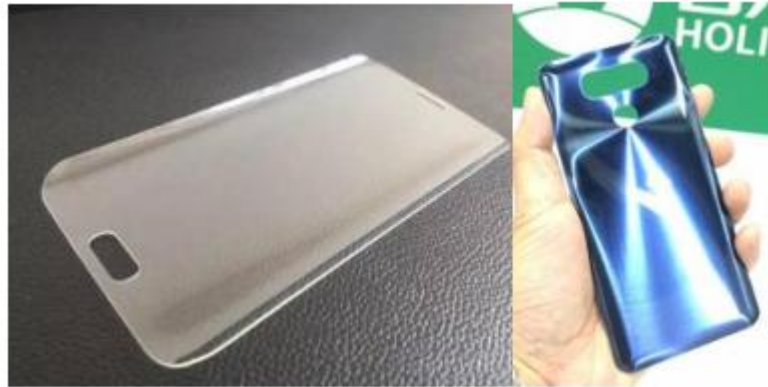
图 20 共基板、共支架、光学双摄像头模组



资料来源：公司公告、招商证券

快速拓展 3D 盖板技术。由于公司前期布局的 2D 及 2.5D 玻璃盖板的所有产能为内部供应，为保证供货，快速拓展 3D 盖板的技术及产能，并实现对外销售，从而拓宽产品及业务范围。

图 21 3D 玻璃盖板及 3D 玻璃后盖板



资料来源：公司公告、招商证券

三、客户为从三线到一线 ODM 到一线，向高端扩张

1、内外延导入一级新客户

主流机型集中度提升，切入一级客户才是业绩增长保证。从 2015 年和 2016 年，排名前五的智能手机品牌市占率合计超过均 50%，并有逐步提高集中度的趋势，客户资源是实现规模化量产和业绩增长的最大保证。

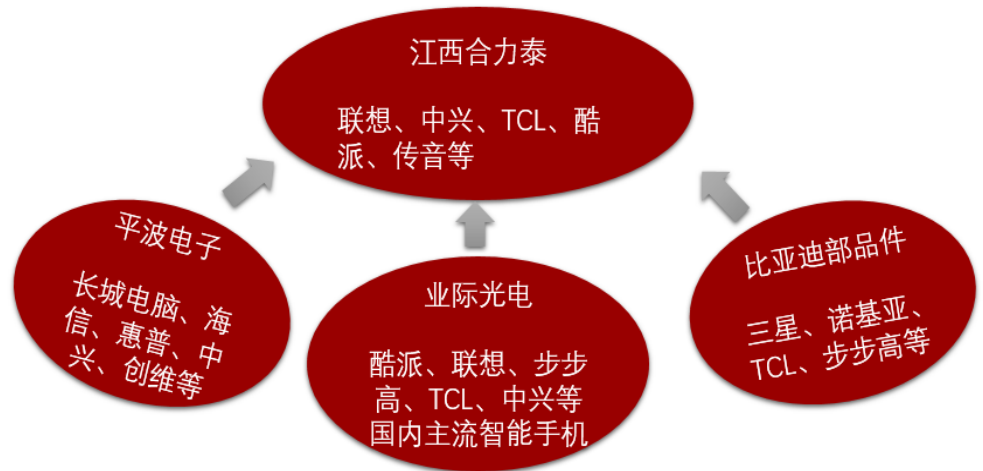
表 3：全球智能手机出货量（百万台）

	2016		2015		同比增速
	出货量	市场份额	出货量	市场份额	
三星	311.4	21.2%	320.9	22.3%	-3.0%
苹果	214.4	14.6%	231.5	16.1%	-7.4%
华为	139.4	9.5%	107	7.4%	30.3%
OPPO	99.4	6.8%	42.7	3.0%	132.8%
VIVO	77.3	5.3%	38	2.6%	103.4%
其他	627.8	42.7%	697.1	48.5%	-9.9%
共计	1469.7	100.0%	1437.2	100.0%	2.3%

资料来源：IDC、招商证券

高端机型客户占比不断攀升。之前公司以 3/4 线客户为主，从去年年底开始逐步切入高端机型的 ODM 品牌，通过收购比亚迪电子部品件、平波电子和业际光电获得三星、步步高、华为等一线客户，客户结构进一步优化。

图 22 外延并购引入一线客户



资料来源：公司公告、招商证券

一级客户带来稳定大量订单，推动公司业绩成长。公司通过持续不断地提升研发设计能力、改善工艺制程、提高产品品质、缩短订单交付周期，逐渐获得国内外一流客户的认可。公司目前与三星、华为、OPPO、vivo、乐视、中兴、TCL、微软、魅族、诺基亚、联想、酷派等客户均建立了良好的合作关系。

表 4：一线客户的进度情况

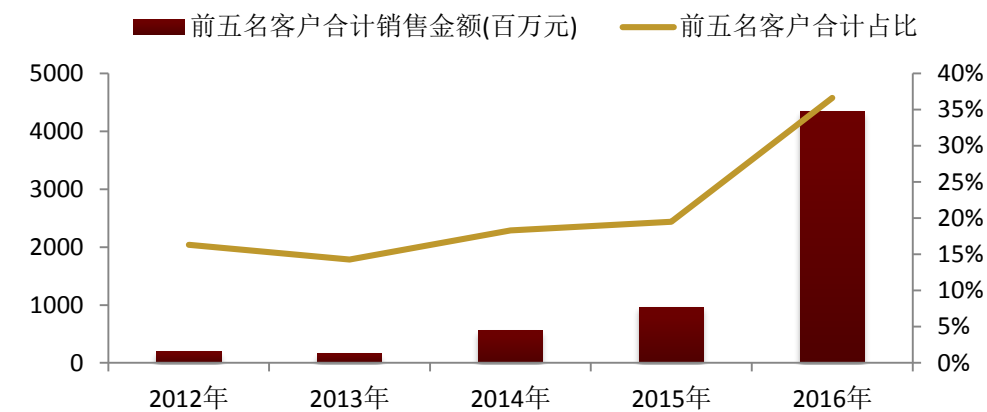
客户	现有产品	未来拓展	公司地位
华为 	FPC、CCM、LCM 等	无线充电、CG	BYD 前五
OPPO 	FPC	BR	集团前五
VIVO 	TP	CG、incell	业际前五
金立 	BR	CCM	
三星 	CG、无线充电	3D CG	
LG 	CCM、TP、LCM	CG	集团前五
诺基亚 	LCM	CCM、无线充电	BYD 前五

资料来源：公司资料、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

公司成功切入一线客户核心圈，份额不断提升。公司原有主要以二三线客户为主，通过外延并购逐步获得一线客户资源。目前，公司在国产手机华为、OPPO、vivo 这几个核心客户中的份额快速提升，随着国产手机在未来几年的快速放量，公司业绩也将得以大幅提升。

图 23 前五大客户销量合计

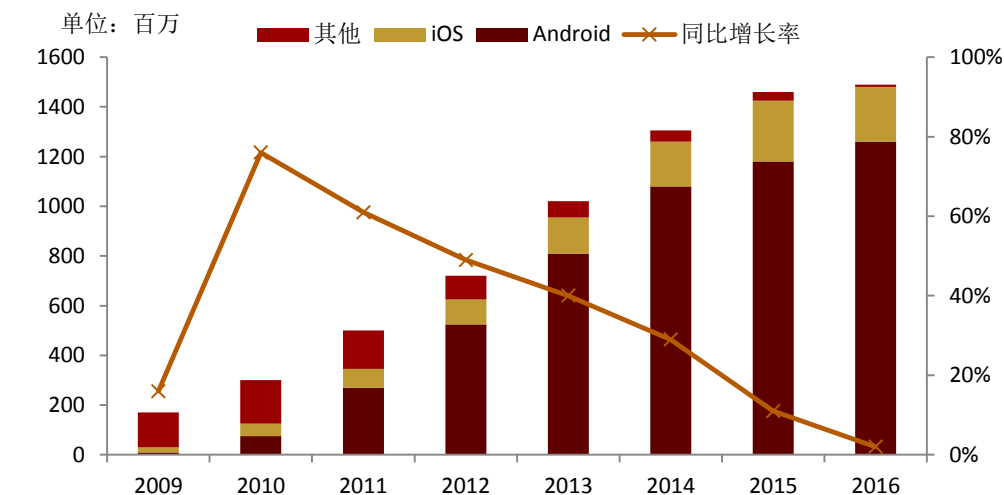


资料来源：公司公告、招商证券

2、传统产品拓展客户较难，高端新品切入是关键

市场趋稳，预计未来增速低于 10%。2016 年全球智能手机出货量增速仅 3%，而 2015 及 2014 年的增速分别为 10%、28%，增速表现出持续的放缓。预计未来智能手机出货量增速将低于 10%。

图 24 全球智能手机出货量



资料来源：MSR、招商证券

公司传统产品导入较难，需寻求高端产品切入一级客户。传统的触显产品目标产能规划到 3-5 亿只手机。但是传统产品向高端客户导入的可能性较小，更需要高新科技。从近期新型智能手机来看，双摄像头、快充（无线充电）、优质材料（超薄机身）成为重点改进项目，公司也正从这几方面不断进行项目创新。

表 5: 主流智能手机的微创新

品牌	机型	特征	图片	创新项			
				双摄像头	超薄机身	手机续航	快充
三星	GALAXY S8	全视曲面屏, 虹膜识别解锁			✓		
苹果	iPhone7	1200 万像素广角及长焦双镜头摄像头, 比 iPhone 6S 增加 2 小时续航能力, 超薄机身。		✓	✓	✓	
华为	P10	莱卡双摄, 钻雕新色, supercharge 快充技术		✓	✓		✓
OPPO	R11	双摄变焦, VOOC 闪充, 电池容量增加。		✓	✓	✓	✓

资料来源: 互联网资料、招商证券

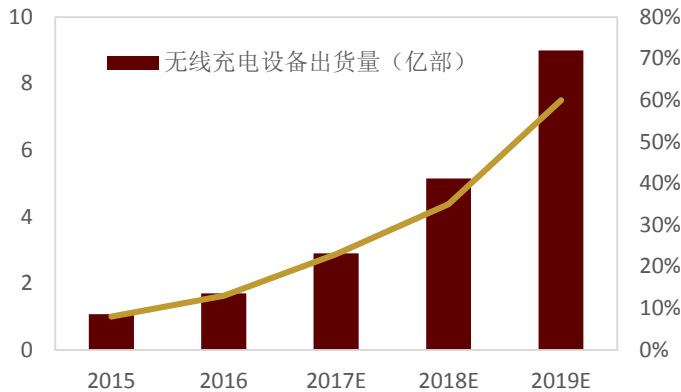
四、未来持续快速扩张, 无线充电+全面屏帮助公司进入超一线

全面屏、无线充电、3D 盖板玻璃均做了提前布局, 未来可期。3D 盖板玻璃公司布局完整, 未来将快速起量。通过珠海晨新切入全面屏布局。通过蓝沛科技进入无线充电领域。从这个角度看, 未来行业爆点均已经做了布局, 未来业绩无忧。

无线充电、大尺寸触控以及超细线路板有望率先贡献业绩:

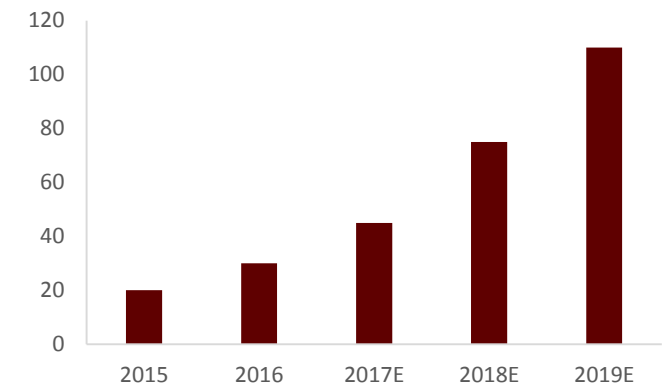
无线充电将快速全面铺开。随着苹果配套无线充电设备, 各大品牌争相而上, 无线充电需求将大幅提升。根据 HIS 预测, 2019 年无线充电设备需求量将得到 9 亿部, 复合增长率将达到 70% 以上, 对应市场规模将达到 110 亿美元, 年复合增速达到 53%。

图 25 全球无线充电设备出货量及渗透率



资料来源: IHS、招商证券

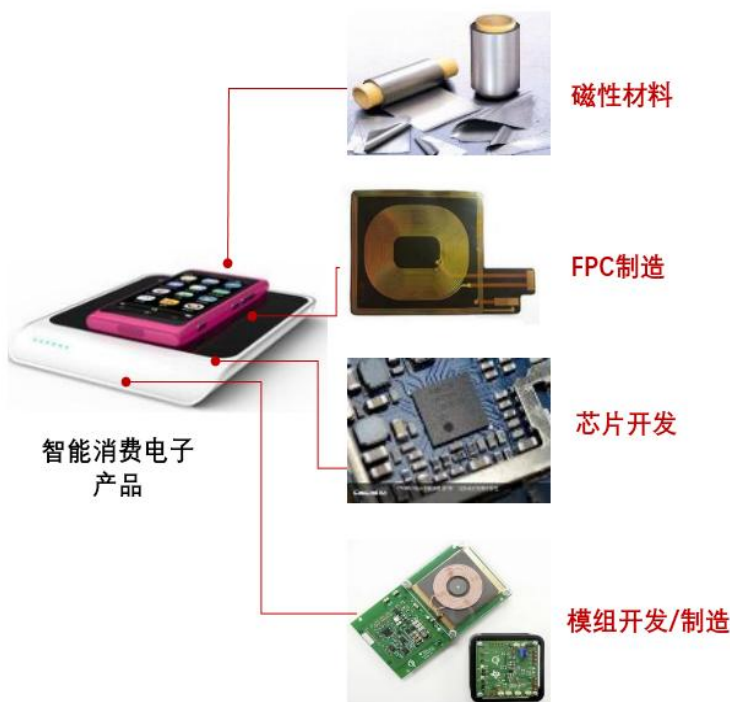
图 26 全球无线充电设备市场规模 (美元)



资料来源: IHS、招商证券

无线充电接收方核心材料为 fpc 软线以及磁性材料。磁性材料方面蓝沛与信维通信合资公司(蓝沛 49%, 信维 51%)上海新材料掌握, fpc 软线方面合力泰已经具备量产能力。后续两家合作将直接具备量产能力, 伴随 2017 年 Apple 新一代产品大概率规模推广无线充电, 我们判断市场将会爆发, 而公司将显著受益。

图 27 无线核心板块&蓝沛的布局



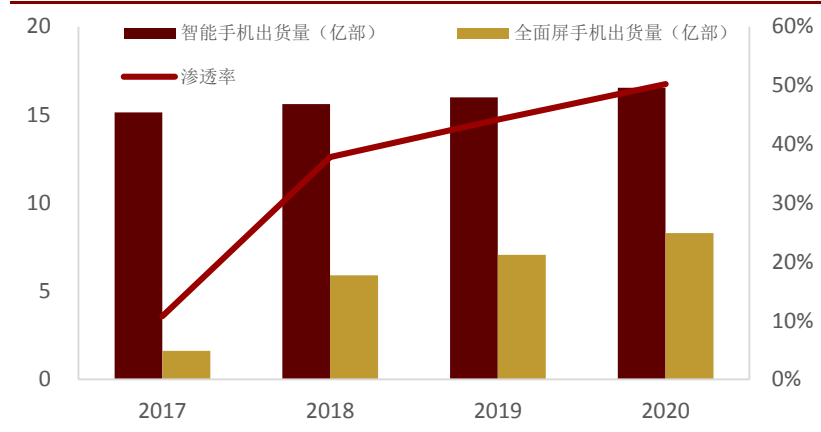
资料来源: 公司公告、招商证券

蓝沛在无线充电领域的布局

- 磁性材料制造中心 (上海金山)**
 - a) 15000m²制造基地
 - b) 专注于纳米晶、非晶材料
 - c) 有三星无线充电项目量产经验
 - d) 材料开发实验室
- 嘉定FPC制造工厂 (上海嘉定)**
 - a) 专注于厚铜FPC产品
 - b) 配合三星无线充电模组项目经验 (S6,S7)
- 同无线充电IC企业战略合作**
 - a) 无线充电IC开发
 - b) 正在配合A客户开发新项目芯片
- 苏州伊诺联客/蓝沛无线(苏州, 昆山)**
 - a) 专注于无线充电模组/整机开发
 - b) 无线充电模组开发/制造(ODM)
 - c) 相关通路/电商/二级配件市场开发/生产(自由品牌)
 - d) OEM配件市场

大尺寸触控, 公司采用透明线路板, 贴合采用 roll2roll 工艺。目前方阻不到 1 欧姆, 且屏幕越大, 成本越低, 效果越好。目前已经开始出货给 42 寸-86 寸的客户, 销售额和利润都开始增长。单个屏幕价值约在 2000-4000 元, 视屏幕大小而定。我们预计 2017 年出货量将达到 50K 上下, 销售收入可过亿, 而大屏触控的潜在市场量级为百亿元, 公司竞争力强劲, 后续将可快速贡献较大规模业绩。

图 28 全面屏需求及渗透率



资料来源：IDC、招商证券

超细线路方面，公司采用加法工艺，普通线路的线宽目前最细可以做到 40+微米，而采用加法工艺极限可以做到 2 微米。目前加法超细线路量产工艺已经进入中试阶段，我们预计 2017 年可以开始量产并贡献业绩。超细线路后续为电子学发展的主流方向之一，随着线路板以及芯片的小型化，精细化，超细线路板市场将获得爆发式增长。我们预计未来市场规模将在百亿美元，而蓝沛的超细线路独此一家，发展空间无限。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	4833	11462	13684	19029	26400
现金	864	4324	2795	2138	3506
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	382	570	870	1354	1844
应收款项	1611	2975	4511	7025	9564
其它应收款	323	54	82	127	173
存货	1354	2785	4271	6592	8882
其他	299	754	1155	1792	2430
非流动资产	4322	5535	6133	6650	7098
长期股权投资	8	16	16	16	16
固定资产	1447	2146	2793	3352	3836
无形资产	269	274	247	222	200
其他	2597	3098	3077	3060	3046
资产总计	9155	16996	19817	25679	33498
流动负债	3332	6319	6955	11065	16544
短期借款	1333	1879	986	2154	4731
应付账款	1064	2448	3766	5812	7832
预收账款	116	125	193	298	401
其他	819	1866	2011	2801	3580
长期负债	290	1683	1683	1683	1683
长期借款	27	525	525	525	525
其他	263	1157	1157	1157	1157
负债合计	3622	8001	8637	12747	18227
股本	1422	1564	3128	3128	3128
资本公积金	3577	6043	6043	6043	6043
留存收益	531	1385	2006	3761	6103
少数股东权益	2	3	2	0	(2)
归属于母公司所有者权益	5531	8992	11177	12932	15274
负债及权益合计	9155	16996	19817	25679	33498

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	201	230	(108)	(455)	390
净利润	218	874	1403	2176	2995
折旧摊销	239	289	341	422	492
财务费用	83	148	3	6	3
投资收益	(49)	(1)	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	(290)	(1067)	(1872)	(3084)	(3124)
其它	(1)	(13)	18	26	25
投资活动现金流	(968)	(360)	(943)	(943)	(943)
资本支出	(179)	(558)	(944)	(944)	(944)
其他投资	(788)	199	1	1	1
筹资活动现金流	1389	3334	(478)	741	1921
借款变动	(1634)	721	(1257)	1168	2577
普通股增加	344	142	1564	0	0
资本公积增加	3166	2466	0	0	0
股利分配	(539)	(711)	(782)	(421)	(653)
其他	53	716	(3)	(6)	(3)
现金净增加额	623	3204	(1529)	(657)	1368

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4953	11845	18081	28155	38333
营业成本	4066	9839	15133	23358	31475
营业税金及附加	21	53	81	126	172
营业费用	64	104	271	366	575
管理费用	352	699	1121	1802	2837
财务费用	84	182	3	6	3
资产减值损失	191	95	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	49	1	1	1	1
营业利润	224	873	1472	2497	3273
营业外收入	69	153	153	2	153
营业外支出	5	38	38	38	38
利润总额	288	989	1588	2462	3388
所得税	71	115	186	288	396
净利润	217	873	1402	2174	2992
少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(2)	(3)
归属于母公司净利润	218	874	1403	2176	2995
EPS (元)	0.07	0.28	0.45	0.70	0.96

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	62%	139%	53%	56%	36%
营业利润	50%	291%	69%	70%	31%
净利润	48%	301%	61%	55%	38%
获利能力					
毛利率	17.9%	16.9%	16.3%	17.0%	17.9%
净利率	4.4%	7.4%	7.8%	7.7%	7.8%
ROE	1.8%	4.9%	12.6%	16.8%	19.6%
ROIC	3.1%	7.9%	10.3%	14.2%	14.1%
偿债能力					
资产负债率	39.6%	47.1%	43.6%	49.6%	54.4%
净负债比率	16.2%	16.3%	7.6%	10.4%	15.7%
流动比率	1.5	1.8	2.0	1.7	1.6
速动比率	1.0	1.4	1.4	1.1	1.1
营运能力					
资产周转率	0.5	0.7	0.9	1.1	1.1
存货周转率	4.7	4.8	4.3	4.3	4.1
应收帐款周转率	4.6	5.2	4.8	4.9	4.6
应付帐款周转率	5.2	5.6	4.9	4.9	4.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.07	0.28	0.45	0.70	0.96
每股经营现金	0.14	0.15	-0.03	-0.15	0.12
每股净资产	3.89	5.75	3.57	4.13	4.88
每股股利	0.50	0.50	0.13	0.21	0.29
估值比率					
PE	161.2	40.2	25.1	16.2	11.7
PB	2.9	2.0	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA					

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

董瑞斌，本科就读于中国科技大学，博士毕业于中国科学院上海技术物理研究所，曾在国泰君安研究所，海通证券研究所从事电子行业，中小盘研究。于 2016 年加盟招商证券研发中心，从事中小盘研究。2013 年中小盘新财富最佳分析师第二名，2015 年电子行业新财富最佳分析师第五名，2016 年中小盘新财富最佳分析师第五名。

杨珏，上海交通大学数学系硕士，于 2015 年加入招商证券研发中心，从事中小市值行业研究。

赵美娟，武汉大学金融工程硕士，于 2017 年加入招商证券研发中心，从事中小市值行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。