

安洁科技 (002635.SZ)

深度分析

步步为营，收获降至，播种已始

投资要点

- ◆ **无线充电市场广阔，立足消费着眼汽车：**公司在2018年完成了对于苏州威斯东山的收购拓展业务板块至无线充电领域，并且由此提升在核心客户单机价值量和盈利水平。作为消费电子市场功能创新的主要选择方向，无线充电类产品在各大厂商推出的终端新品中均有应有，而未来智能穿戴设备的普及也是无线充电产品扩张的契机。与此同时，公司成立了安洁无线并对其进行产能扩张、技术合作、产业链参股等多种方式发展，一方面在立足消费电子应用的领域中通过产能和产业链合作保障核心供应商竞争力，另外一方面也是着眼于更为广阔的电动汽车充电市场，通过与全球领先的厂商合作，为公司长期发展打下坚实的基础。
- ◆ **新能源汽车核心客户进入成长期，公司布局进入收获期：**公司通过在2014年收购新加坡新星控股进入了汽车电子金属件的市场后，持续提升自身的生产能力和技术水平，并且锚定新能源汽车全球市场的核心品牌厂商，顺利进入其供应链体系，而随着新能源汽车明确受到各大车企和各国政府的支持，以及更为重要的是以公司核心客户的产品获得消费市场的认可并进入成长期，新工厂预计进入扩产期，产品出货量和公司盈利能力均显著提升。我们认为，公司通过前期布局获得的市场份额和供应链竞争力也将进入收获期，为公司近期的业绩成长做出可观的贡献。
- ◆ **产品线持续拓展，大客户战略布局日趋完善：**公司始终立足于在消费电子和汽车电子市场大客户优先的战略布局，通过不断提升公司在产品和生产能力上的布局，公司持续拓展在核心优质客户的单机价值量提升和产品品类的提升。一方面，公司在2017年和2018年分别通过外延式扩张拓展产品线至智能手机金属件结构件、外观件、无线充电应用等领域，实现在核心客户方面单机价值量的提升。另外一方面，除了在海外大客户方面的开拓，国内安卓阵营的核心客户公司在传统的功能件和新拓展的结构件方面，也获得了有效的客户资源开拓。新进大客户的份额提升和传统大客户的价值量提升为公司的业绩成长提供了保障。
- ◆ **投资建议：**我们公司预测2018年至2020年每股收益分别为0.80、1.09和1.31元。净资产收益率分别为8.1%、10.1%和11.1%，结合公司的成长性，以及公司在产业链相对其他厂商的估值水平，我们提升其投资评级，给予买入-A建议。
- ◆ **风险提示：**公司的核心业绩风险来源两个方面；1) 威博精密的商誉减值风险，目前我们认为在业绩补偿与商誉减值对于净利润的共同影响是短期不确定性的主要因素；2) 自身现有业务的风险，包括：消费电子核心客户的终端产品出货量不及预期；产品单价和单体价值量的波动存在风险；产品创新速度不及预期的影响；全球宏观经济以及国际贸易争端对公司的需求波动影响。

计算机 | 专用计算机设备 III

 投资评级 **买入-A(上调)**

 股价(2018-12-21) **11.59元**

交易数据

总市值(百万元)	8,552.86
流通市值(百万元)	4,239.48
总股本(百万股)	737.95
流通股本(百万股)	365.79
12个月价格区间	10.19/29.87元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.96	-2.41	-23.97
绝对收益	-6.53	-15.15	-58.97

分析师

蔡景彦
 SAC 执业证书编号: S0910516110001
 caijingyan@huajinsec.cn
 021-20377068

报告联系人

陈韵谜
 chenyunmi@huajinsec.cn
 021-20377060

相关报告

- 安洁科技：整合风险逐步消除，产业旺季新品开拓齐推进 2018-10-31
- 安洁科技：并表带来业绩大幅增长，威博精密丰富业务结构 2018-08-20
- 安洁科技：营收高速增长，智能手机和新能源汽车多点开花 2018-04-16
- 安洁科技：现有业务平稳推进，外延扩张打开成长空间 2017-03-23

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	1,827.7	2,714.6	3,868.6	6,385.4	7,602.8
同比增长(%)	-2.8%	48.5%	42.5%	65.1%	19.1%
营业利润(百万元)	446.5	488.3	442.3	675.1	1,166.3
同比增长(%)	22.2%	9.4%	-9.4%	52.7%	72.7%
净利润(百万元)	387.1	391.5	589.3	800.6	965.0
同比增长(%)	26.1%	1.1%	50.5%	35.9%	20.5%
每股收益(元)	0.52	0.53	0.80	1.09	1.31
PE	21.8	21.5	14.3	10.5	8.7
PB	3.3	1.2	1.2	1.1	1.0

数据来源: 贝格数据, 华金证券研究所

内容目录

一、核心投资逻辑.....	5
二、公司介绍：步步为营、产品线稳步拓展，大客户战略清晰.....	7
（一）公司基本情况介绍.....	7
（二）公司主要业务分析.....	8
1、营业收入分析.....	9
2、盈利能力分析.....	10
（三）近期动态.....	12
三、行业分析：消费汽车双轮推进.....	13
（一）无线充电：立足消费，着眼汽车.....	13
1、消费电子市场蓄势待发.....	13
2、汽车电子市场空间广阔.....	14
（二）汽车电子：伴随大客户，收获期已来.....	16
1、新能源汽车已经成为大势所趋，电池成长显著.....	16
2、特斯拉出货量大幅度增加，消费市场培育逐步完成.....	17
（三）传统业务：大客户战略，存量竞争时代的赢家策略.....	19
四、盈利预测及估值分析.....	21
（一）盈利预测.....	21
（二）估值分析.....	22
五、风险提示.....	24
（一）威博精密形成商誉的减值：整体可控.....	24
（二）自身业务面临的风险.....	25

图表目录

图 1：公司历史沿革.....	7
图 2：公司股权结构（截止 2018 年三季度）.....	7
图 3：股本结构（截止 2018 年三季度）.....	7
图 4：公司主要业务实体全球网络分布.....	9
图 5：营业收入（百万）及增长率（2015 ~ 2017）.....	9
图 6：季度营业收入（百万）及增长率（2015 Q3 ~ 2018 Q3）.....	9
图 7：营业收入（百万）按产品占比（2018 年 H1）.....	10
图 8：主营营业收入（百万）按产品占比（2015 ~ 2018 H1）.....	10
图 9：主营业务收入（百万）按地区占比（2018 年 H1）.....	10
图 10：主营业务收入（百万）按地区占比（2015 ~ 2018 H1）.....	10
图 11：净利润（百万）及增长率（2015 ~ 2017）.....	11
图 12：季度净利润（百万）及增长率（2015 Q3 ~ 2018 Q3）.....	11
图 13：盈利能力比率（2015 ~ 2017）.....	11
图 14：季度盈利能力比率（2015 Q3 ~ 2018 Q3）.....	11
图 15：毛利按产品分布（2018 年 H1）.....	11
图 16：主营业务毛利率按产品分布（2015 ~ 2018 H1）.....	11
图 17：无线充电市场规模及增长速度（2015 ~ 2025E）.....	13
图 18：无线充电市场规模占比（2017）.....	13
图 19：苹果发布的 AirPower 充电板.....	14

图 20: 华为 Mate 20 的反向充电功能	14
图 21: BMW 的无线充电汽车.....	15
图 22: 新能源汽车出货量 (2016 ~ 2026E)	16
图 23: 新能源汽车市场规模 (2017 ~ 2025E)	16
图 24: 全球锂电池出货量 (2012 ~ 2022E)	17
图 25: 新能源汽车动力电池市场规模及增速 (2017 ~ 2025E)	17
图 26: Tesla 的出货量规模及增速 (2013 ~ 2018 H1)	18
图 27: Tesla 的发展历程	18
图 28: Tesla 季度营收及增长率 (2015 Q3 ~ 2018 Q3)	18
图 29: Tesla 季度盈利及生产量对比 (2015 Q3 ~ 2018 Q3)	18
图 30: 全球智能手机出货量及增速 (2014 Q1 ~ 2018 Q3)	19
图 31: 全球平板电脑的出货量及增速 (2014 Q1 ~ 2018 Q3)	19
图 32: 苹果 iPhone 手机出货量及增速 (2014 Q1 ~ 2018 Q3)	20
图 33: 全球智能手机市场集中度比较 (2016 ~ 2018 H1)	20
表 1: 公司核心投资逻辑概述.....	5
表 2: 主要产品线简介	8
表 3: 主要品牌厂商无线充电手机汇总	14
表 4: 无线充电在汽车中和消费电子中应用的对比	15
表 5: 汽车充电市场的核心供应商及部分参数.....	15
表 6: 全球各大车企及国家退出传统燃油车时间表	17
表 7: 安洁科技营业收入增长预测	21
表 8: 安洁科技毛利率预测	22
表 9: 安洁科技整体盈利预测.....	22
表 10: 可比公司估值参考	23
表 11: 威博精密业绩承诺、完成数及相应商誉	24

一、核心投资逻辑

对于安洁科技的投资推荐主要基于“自下而上”的方式。行业层面，国内 A 股消费电子板块在 2018 年整体市场走势较为疲弱，使得包括安洁科技在内的产业链个股在 2018 年出现了较大幅度的调整，未来，尽管以智能手机为代表的消费电子产品出货量显著回升的预期较为薄弱，但是不可否认的是，产品创新的并未停止，单价价值量的提升带来产业厂商成长性机会的分化，也为个股的选择带来的机会。

对于安洁科技的核心推荐逻辑包括近期和远期两个层面，但是我们首先需要理清的是行业市场对于公司收购威博精密后带来商誉减值的风险。

公司 2017 年由于威博精密业绩不达预期带来 1.2 亿元的商誉减值，2018 年半年报披露预期的商誉减值准备 2.3 亿元，同时披露了 2017 年的业绩补偿规模为 2.7 亿元，近期（2018-2019 年业绩补偿期内）看，公司在商誉减值和补偿的影响下，对于净利润的影响较为可控。远期看（2020 年之后），威博精密的产品结构将会发生变化，塑料外观件和金属结构件的产品结构能够更加有效的拓展市场，结合显著降低的商誉数值，未来的减值风险基本处于可控状态。

在对于安洁科技商誉减值风险基本有所把握的情况下，未来公司其他业务拥有比较良好的成长预期。近期的增长来源于消费电子市场的拓展，而远期则凭借无线充电和结构件在汽车，尤其是新能源汽车方面的扩张打开新的业绩成长空间。

表 1：公司核心投资逻辑概述

	客户	近期机会	远期机会
消费电子	国际客户	1) 功能件价值量提升； 2) 无线充电材料的新增价值量；	1) 模切件变革的价值量持续提升； 2) 无线充电从材料到模切再到模组，提升价值量；
	国内客户	1) 功能件一线客户中份额增长带来出货量增加；	1) 国内其他厂商模切件升级； 2) 无线充电产品国内厂商拓展；
汽车电子	国际客户	1) 核心客户的车型出货量增加；	1) 其他产品外的增长； 2) 无线充电应用于新能源汽车；
	国内客户	暂无	1) 新能源结构件客户拓展；

资料来源：华金证券研究所

业绩预测及投资建议：

基于上述对于公司各项业务的前景进行分析后我们对于公司的业绩增长做出预测，预测 2018 年至 2020 年公司每股收益分别为 0.80、1.09 和 1.31 元，同比增长 50.5%、35.9% 和 20.5%。净资产收益率分别为 8.1%、10.1% 和 11.1%。

通过采用相对估值的市场比较，我们认为，从 PE 和 PB 的比较来看，公司相较于行业内的厂商存在低估，并且在整个 2018 年受到行业市场和公司商誉风险的担忧，股价大幅度调整后其

估值水平显著下降，因此我们在对公司业绩和估值综合考量后，将投资评级提升至“买入-A”，建议积极关注。

风险提示：

公司的风险主要包含了两个方面，一方面是针对收购威博精密后带来的高额商誉，在不达预期的情况下有减值风险，这部分已经在前面的论述中分析过，另外一方面是公司原有业务的拓展不及预期，主要风险包括：

- 1) 模切件业务海外大客户单价增长不及预期及国内大客户出货量增长不及预期；
- 2) 国际新能源汽车大客户的终端车型出货量不及预期；
- 3) 包括无线充电产品在内的新产品创新不及预期等。

另外，近期国内外宏观经济以及国际贸易争端等仍然存在着较大的不确定性，作为全球化的电子行业企业，不可避免的会受到宏观经济的波动影响。

二、公司介绍：步步为营、产品线稳步拓展，大客户战略清晰

安洁科技股份有限公司前身苏州太湖度假区安洁贸易有限公司成立于 1999 年 12 月，2010 年 6 月整体变更为股份公司，2011 年 11 月在深交所上市。公司是全球消费电子行业内外功能性器件的重要供应商，为智能手机、台式电脑及笔记本电脑、平板电脑、智能穿戴设备和智能家居产品等中高端消费电子产品和新能源汽车提供精密功能性器件生产和整体解决方案。

（一）公司基本情况介绍

安洁科技股份有限公司前身苏州太湖度假区安洁贸易有限公司成立于 1999 年 12 月，2010 年 6 月以整体变更方式设立苏州安洁科技股份有限公司，并于 2011 年实现在深交所中小板上市。从设立之初至上市，公司主要业务消费电子中的绝缘、屏蔽、粘和、缓冲等各类功能性材料，凭借与下游大客户的长期深度合作关系，获得了长足的发展。2011 年上市之后，公司通过资本市场的力量，在持续发展自身原有业务的情况下，通过外延式扩张分别进入了消费电子金属件、金属结构件、汽车金属件、无线充电材料等领域，逐步形成了集团化运营的布局。

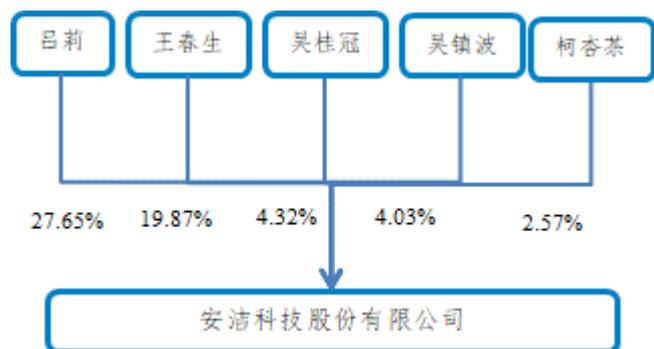
图 1：公司历史沿革



资料来源：公司公告、招股书、公司官方网站，华金证券研究所

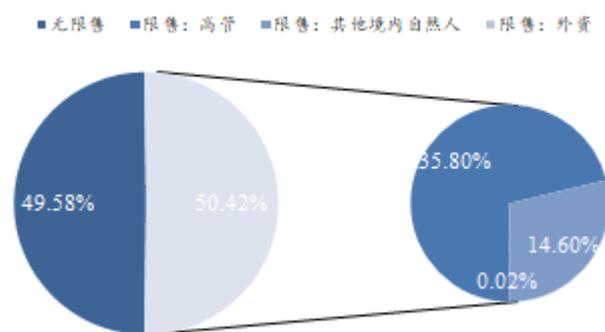
截至 2018 年三季报披露，公司实际控制人是吕莉、王春生夫妇，两人分别持有 27.65%和 19.87%的股份，其中王春生和吕莉分别担任公司董事长和总经理。

图 2：公司股权结构（截止 2018 年三季报）



资料来源：公司三季报、公告，华金证券研究所

图 3：股本结构（截止 2018 年三季报）



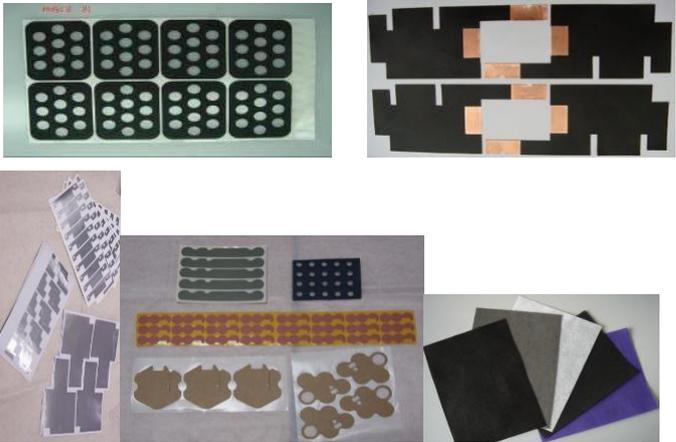
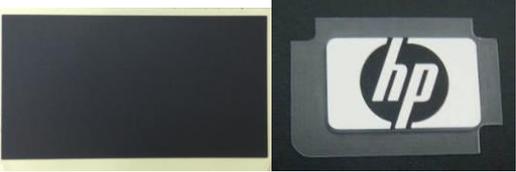
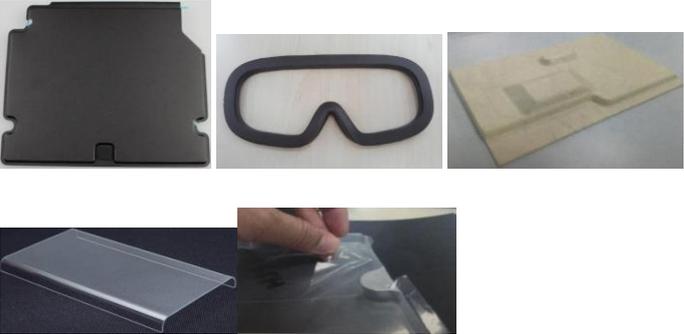
资料来源：公司三季报、公告，华金证券研究所

在收购威博精密过程中支付股份对价,包括吴桂冠和吴镇波表兄弟等 5 位自然人获得公司股份,合计持有 14.32%的股份。截止 2017 年 12 月 31 日,公司总股本为 7.38 亿股,其中限售股股份为 3.72 股,占总股本的 50.42%。

(二) 公司主要业务分析

公司主要业务可以分为两个主要产品类别,功能件类和金属件类,产品应用领域包含了消费电子和汽车,其中消费电子用的模切件、3D 热加工件、标志、标识等是公司内生性成长获得的产品线,而包括硬盘、手机、汽车等领域应用的金属件则主要是通过外延式扩张获得的产品布局,其中收购新加坡适新集团布局硬盘和汽车市场,而收购惠州威博精密则进入智能手机金属件领域。

表 2: 主要产品线简介

业务划分	主要产品	图片
模切产品	麦拉类、绝缘纸类、泡棉类、EMI 类、防水透气膜、石墨、导磁片;	
铭板印刷和 CNC	外观标牌、标志、产品名称和符号标识等	
3D 产品加工成型	3D 热压麦拉、3D 泡棉、3D 绝缘纸、3D 保护膜、3D 玻璃	
光学玻璃	手机防护面板、电子书防护面板、平板电脑防护面板、笔记本电脑防护面板、2.5D 玻璃等	

精密金属冲压 硬盘壳、硬盘针、镜头圈、闪光灯圈、卡针、Home 键框、卡托、MIM 件等



新能源电池 应用于新能源汽车、能源储能系统等。

资料来源：公司官方网站、公司招股书、华金证券研究所

安洁科技总部位于江苏省苏州市，分支网络分布于中国大陆、台湾、日本、韩国、新加坡、泰国、美国等地。

图 4：公司主要业务实体全球网络分布



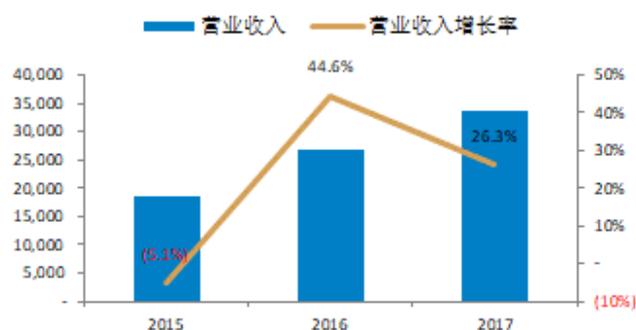
资料来源：公司官方网站、华金证券研究所

公司对于未来的整体战略坚持“产品多样性、行业应用多样性和区域多样性”，继续保持与现有大客户从产品开发阶段就开始的良好合作，扩大产品线布局，同时继续拓展其他消费电子及新能源汽车市场的大客户布局。

1、营业收入分析

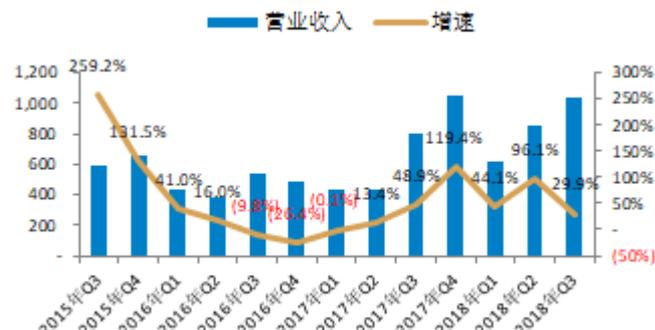
公司 2017 年全年销售收入 27.1 亿元人民币，同比上升 48.5%，收购威博精密并于 8 月并表是的公司在收入规模方面获得了较大幅度的增长，不考虑威博精密的影响，公司原有业务实现 22.2% 的收入成长。2018 年第三季度公司收入同比上升 29.9%，保持了稳健的成长性。

图 5：营业收入（百万）及增长率（2015 ~ 2017）



资料来源：公司年报、Wind，华金证券研究所

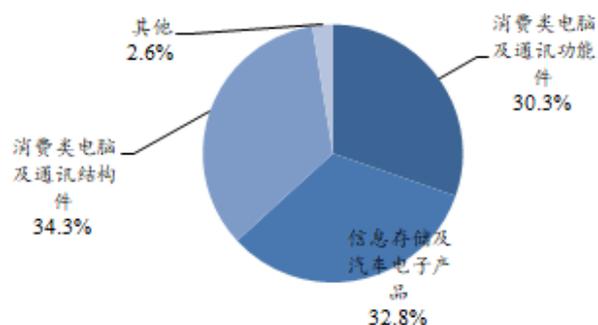
图 6：季度营业收入（百万）及增长率（2015 Q3 ~ 2018 Q3）



资料来源：公司季报、年报、Wind，华金证券研究所

2018 年上半年，公司的消费类和通讯类产品市场仍然是公司的核心市场，其中功能件和结构件收入占比分别为 30.3%和 34.3%，考虑到公司核心客户的功能件产品下半年才进入旺季，因此我们认为全年公司的整体产品组合结构基本维持稳定。信息存储和汽车电子相关业务受益于汽车市场的需求持续增加，带来收入规模实现 16.4%。

图 7：营业收入（百万）按产品占比（2018 年 H1）



资料来源：公司半年报、华金证券研究所

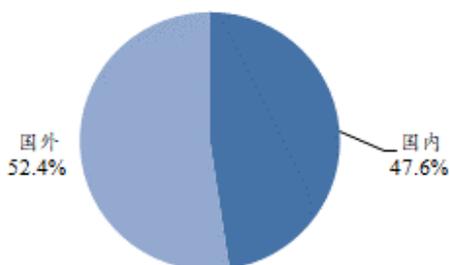
图 8：主营营业收入（百万）按产品占比（2015 ~ 2018 H1）



资料来源：公司年报、公司半年报、Wind、华金证券研究所

从国内外市场分布看，公司在海外市场的销售始终是营业收入的主要来源，2018 年上半年由于收购威博精密后扩大了国内市场的客户规模，使得国内市场的占比达到了 47.6%，但是随着下半年海外客户的旺季来临，海外市场仍然占据核心份额。

图 9：主营业务收入（百万）按地区占比（2018 年 H1）



资料来源：公司半年报、华金证券研究所

图 10：主营业务收入（百万）按地区占比（2015 ~ 2018 H1）



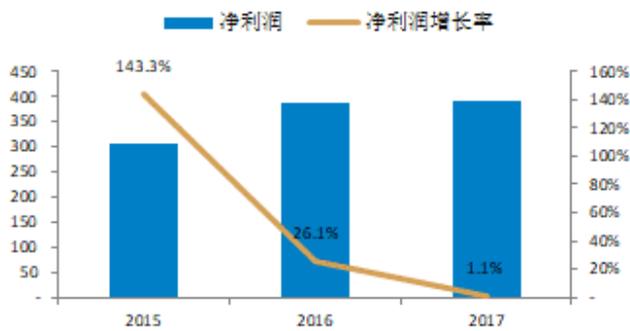
资料来源：公司年报、公司半年报、Wind、华金证券研究所

从年度业绩报告的客户分布看，2017 年前 5 大客户的占比为 48.2%，但是考虑到公司产品交付给组装厂而非终端客户，因此直接客户较为分散，终端客户公司持续坚持大客户的战略，无论是在消费电子市场还是在汽车市场，公司通过技术研发和生产管理的效力，优先突破大客户的供应链体系，为其未来产品市场拓展打下基础。在收购威博精密后，公司的终端客户分布将会有所分散，进入到国内智能手机厂商的供应链体系中。

2、盈利能力分析

2017 年归属上市公司股东净利润为 3.92 亿元，同比上升 1.1%，净利润增速不及收入增速，主要是由于公司在收购威博精密之后业绩未能达到预期，从而引起商誉减值，2017 年全年商誉减值额为 1.19 亿元，限制了净利润的成长。2018 年上半年，公司通过业绩补偿来弥补商誉减值，上半年实现归属上市公司股东净利润同比上升 42.1%，前三季度合计同比上升 23.9%，显示公司自身业务仍然保持了稳健的盈利能力。

图 11: 净利润 (百万) 及增长率 (2015 ~ 2017)



资料来源: 公司年报、Wind, 华金证券研究所

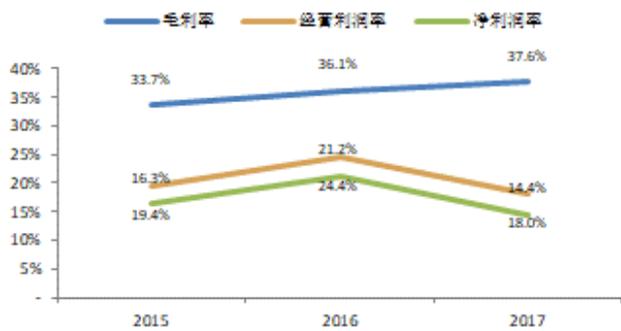
图 12: 季度净利润 (百万) 及增长率 (2015 Q3 ~ 2018 Q3)



资料来源: 公司年报、公司季报、Wind, 华金证券研究所

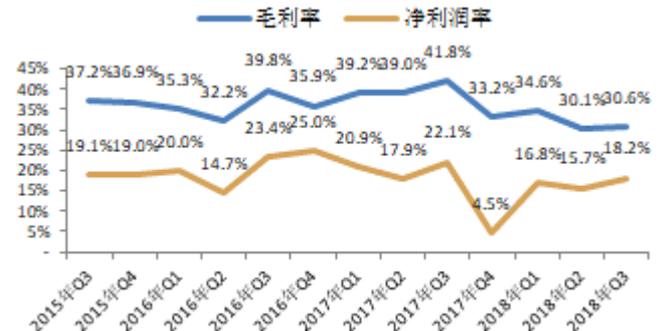
毛利率方面公司 2017 年仍然保持了较高的水平, 而随着收购威博精密进入了金属件行业的市场中, 智能手机金属件尤其是金属外观件的产品毛利率水平低于公司原有的模切件、汽车电子相关产品, 因此 2018 年前三季度的毛利率呈现下降的趋势。净利润率方面, 除了 2017 年第四季度由于商誉减值的影响而出现较大下降外, 2018 年基本维持平稳。

图 13: 盈利能力比率 (2015 ~ 2017)



资料来源: 公司年报、Wind, 华金证券研究所

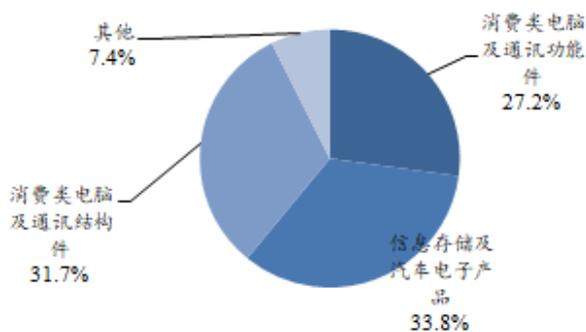
图 14: 季度盈利能力比率 (2015 Q3 ~ 2018 Q3)



资料来源: 公司年报、公司季报、Wind, 华金证券研究所

2018 年上半年, 公司主要的三个部分消费电子结构件、功能件和信息存储器汽车件的毛利贡献占比比较接近, 相比较而言, 结构件的毛利率略低于其他两个品类, 这个与产品的竞争环境和客户特性有关。

图 15: 毛利按产品分布 (2018 年 H1)



资料来源: 公司半年报、华金证券研究所

图 16: 主营业务毛利率按产品分布 (2015 ~ 2018 H1)



资料来源: 公司年报、公司半年报、华金证券研究所

对比 2017 年全年和 2018 年上半年的毛利率看, 同时参考 2017 年上半年可比业务的毛利率 (当时尚未并表消费电子通信设备结构件), 功能件和信息存储汽车类的产品也分别出现了不

同程度的毛利率下降，产品价格的调整已经由于人民币升值带来的售价不及预期是毛利率下降的主要原因。2018 年全年看，随着产品旺季的来临带来了出货量的显著提升，以及汇率向着有利的方向变动，公司的盈利水平有望有所恢复。

（三）近期动态

2018 年全年业绩预告：

根据公司 2018 年第三季度业绩报告中披露，公司预计 2018 年全年归属上市公司股东净利润规模为 5.48 亿元至 6.66 亿元，同比上升 40.0%至 70.0%。公司认为的主要原因是公司产能持续扩大、业务平稳增长、新产品订单持续放量，公司国际客户相关业务提升的同时，国内客户业务也不断增长。

2018 年 12 月 18 日公告：

开展外汇套期保值业务：为有效防范公司经营过程中存在的汇率风险，公司及其控股子公司拟于 2019 年 1 月至 2019 年 12 月期间开展累计金额不超过 10 亿元人民币或等值外币的外汇套期保值业务，上述额度可循环滚动使用。

使用自有资金进行投资理财：为提高资金使用效益，增加资金收益和股东回报，在保障公司日常经营、项目建设资金需求，并有效控制风险的前提下，公司及其控股子公司计划使用不超过 10 亿元人民币的自有资金进行投资低风险理财产品等中短期投资品种，在上述额度内，资金可以滚动使用。

三、行业分析：消费汽车双轮推进

安洁科技目前的主要业务在消费电子领域和汽车领域，产品包括了功能件和结构件，在维持现有产品的竞争力同时，公司积极通过外延式扩张来扩充产品线、行业布局和客户拓展。2018年公司完成对于苏州威斯东山电子技术的收购，进入到无线充电市场，一方面成为公司在消费电子终端产业链上新的拼图和布局，另一方面也是公司未来增加新能源汽车布局的一个板块，对于公司的成长有着重要的作用。我们认为，公司在无线充电、新能源汽车电池、以及消费电子行业大客户的功能件方面，为公司未来3年的业绩成长和空间拓展均建立了坚实的基础。

（一）无线充电：立足消费，着眼汽车

消费电子的终端产品离不开电源的供应，电池通常是核心组成部分之一。然而，电池的基本化学原理没有实质性的变化，通过材料提升能量密度是主要的发展方式，相比较于需求端在光学、声学、通信、核心处理能力等方面的技术要求越来越高，对于电池的消耗也變得越来越大，电量的供求关系矛盾日益明显。

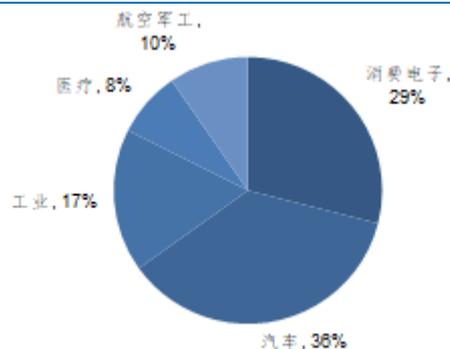
以手机为例，在功能机时代，一般手机的续航时间基本能够保持在2~3天的水平，而智能手机的大屏化趋势使得主流的品牌终端产品基本只能维持1天的有效续航，各大终端厂商对于手机的续航也是绞尽脑汁。除了通过压缩其他元器件以节省空间用于电池体积的提升外，对于充电方式的改变是对续航能力的“曲线救国”解决方案，其中主要包含快充和无线充电。我们认为，无线充电能够实现电源和终端设备的有效分离，未来的发展空间将会更加广阔。

图 17：无线充电市场规模及增长速度（2015 ~ 2025E）



资料来源：Allied Market Research, 华金证券研究所

图 18：无线充电市场规模占比（2017）



资料来源：Allied Market Research, 华金证券研究所

从 Allied Market Research 的研究数据看，该机构对于无线充电市场的增长速度在未来的8年中的CAGR将会达到38.7%，而其中消费电子和汽车则是占据了市场的主要份额。

1、消费电子市场蓄势待发

无线充电在电动工具、电动牙刷等产品上已经拥有了较好的渗透水平，但是其在智能手机这个出货量规模庞大的重要品类上的渗透始终不温不火，随着技术方案成熟、品牌厂商推广以及终端消费市场培育均逐步实现的情况下，我们认为无线充电在消费电子尤其是智能手机的应用中将会迎来重要的快速成长期。

充电功率的提升是一个无线充电重要的性能指标，三星作为手机无线充电功能的引领厂商之一，其充电功率从 S6 的 5W 提升到 S7 的 9W，再到 S8 的 10W，而在 S9 上则可以做到 15W，已经基本满足无线充电与有线充电功率上的匹配。苹果作为智能手机的领导品牌，从 2017 年宣布加入 WPC 联盟以来，其核心产品之一的 iPhone 从 2017 年新款开始配备了无线充电功能。其他手机厂商包括国内的华米 OV，日韩 LG、索尼等均在旗舰机型上配置了无线充电。

表 3: 主要品牌厂商无线充电手机汇总

品牌	型号	最早发布时间
苹果	iPhone 8/8 Plus、iPhone X、iPhone XS/XS Max、iPhone XR	2017.09
三星	S6 系列、S7 系列、S8 系列、S9 系列、Note 5、Note7、Note 8、Note9、Note FE、W2017、Kelly、S Lite、领世旗舰 8	2015.02
华为	Mate RS、Mate 20 Pro、Mate 20 RS	2018.03
小米	MIX 2S、MIX3	2018.03
索尼	Xperia XZ2 系列、Xperia XZ3、Xperia Z3v、	2018.02
LG	G2、G3、G6 系列、G7 系类、V30 系列、V35、V40 ThinQ	2013.08
Sharp	AQUOS S3	2018.06

资料来源：中关村社区、苹果官网、华为官网、手机市场分享、华金证券研究所整理

更为重要的是，终端作为充电接收端持续布局的情况下，发射端的发展速度也毫不逊色，苹果发布了 Air Power 的充电板产品，尽管仍未实质性发售，但是苹果在无线充电的探索始终在推进。国内手机大厂华为在新发布的旗舰机型 Mate 20 上也对无线充电进行了有影响力的升级，配备了通过手机来实现给其他设备的充电，即反向无线充电。

图 19: 苹果发布的 AirPower 充电板



资料来源：Allied Market Research, 华金证券研究所

图 20: 华为 Mate 20 的反向充电功能

无线充电 无限畅快
15W 无线快充[®]，德国莱茵 TÜV 权威安全认证，摆脱线缆束缚。创新无线反向充电技术[™]，迅速变身全场救星。



资料来源：华为商城、华金证券研究所

无线充电在移动终端的应用方面看，在 WPC 和 AirFuelAlliance 两个主要联盟持续开发的情况下，厂商通过对于材料、控制芯片、模块设计和生产制造等多个方向的研究，以期能够实现更高效、更高自由度、以及更强兼容性的产品。

2、汽车电子市场空间广阔

无线充电在消费电子市场中的应用已经被各大厂商充分认识，并且随着 2018 年新品发布的情况看，智能手机产业作为最有影响力的板块无线充电行业的渗透率有望持续快速提升，未来包括可穿戴设备在能的产品也有值得期待的需求。但是，行业内对无线充电更大的应用场景的预期则是在汽车领域。

无线充电在汽车中的应用与消费电子的应用有着较为显著的差别，由于在充电功率、传输距离、工作条件等领域的不同，使得在两者中的主流技术方面也有不同的方向。

表 4：无线充电在汽车中和消费电子中应用的对比

	消费电子应用	汽车应用
支持功率	10~15W	3.3KW~22KW
传输距离	小于 1cm	10~20cm
操作频段	100~205KHZ	81.38~90KHZ
对位条件	紧耦合方式，需对准线圈	松耦合，可支持前后 10 厘米，左右 7.5 厘米误差范围
主流技术	磁感应	磁共振

资料来源：拓璞产业研究院、艾邦产业通、华金证券研究所整理

从目前的厂商看，电动汽车领域的无线充电的核心技术主要以磁共振的方式来实现，主要的供应商包括了 Witricity、高通、TDK、松下等厂商，但是也有 Evatran、Bombardier 等少数厂商采用磁感应方案。

表 5：汽车充电市场的核心供应商及部分参数

厂商	功率	效率	距离	频段
Qualcomm Halo	3.7KW/7.4KW/11KW/22KW	~90%	15~20 厘米	85KHZ
Vahle	3.6KW	~90%	17 厘米	140KHZ
Witricity	3.3KW/11KW	90~93%	10~15 厘米	85KHZ
TDK	3KW	~87.5%	10~16 厘米	85KHZ
Panasonic	3.6KW	~90%	12 厘米	85KHZ
Denso	4.5KW	~85%	25~30 厘米	9.5KHZ

资料来源：拓璞产业研究院、华金证券研究所

从拓璞产业研究院的数据看，磁共振方式充电效率较低，但随着各解决方案提供商积极投入高效率天线设计、高效能电力转换技术等，目前采用磁共振技术的汽车无线充电方案可达到 85~90%的充电效率，基本具备了竞争的能力。

图 21：BMW 的无线充电汽车



资料来源：汽车之家、华金证券研究所

车厂方面，BMW 已经开始将无线充电技术应用于汽车领域的量产尝试，在其 BMW 5 系插电式混合动力车型上将会搭载无线充电电池和配套的充电装置，无需任何电缆，只要将汽车停放在充电底座正上方即可。BMW 预计该车型将会先后在德国、英国、美国、日本和中国市场推出。

各国政府对于无线充电技术应用于汽车领域也做出了积极的推动政策，国际标准组织 IEC 也针对地面端无线充电和车辆端无线充电指定了标准，同时德国 STILLE 计划、日本 JSAE 等也陆续推出汽车无线充电标准，中国为全球最大新能源车市场，2015 年中国新能源汽车 EV 无线充电标准委员会也已订定无线充电系统要求、通讯协议与电磁环境限值与测试方法等。

安洁科技在 2018 年完成了对于苏州威斯东山电子技术有限公司的收购进入到了智能手机的无线充电领域，目前主要的产品仍然是充电模块中的材料部分，未来公司将整合自身在模切、模组方面的能力，逐步加强在行业中的竞争力。另外一方面，公司在 2018 年 3 月还成立了全资子公司安洁无线科技（苏州）有限公司，致力于拓展公司在无线充电产品下游市场的应用空间，为公司未来的发展打开新的成长空间。

（二）汽车电子：伴随大客户，收获期已来

无线充电技术应用于电动汽车的预期仍然需要时间来实现，但是电动汽车的发展已经在全球持续展开。公司在 2014 年收购新加坡适新集团后不仅获得了硬盘金属件的核心供应商，更为重要的是打开了公司进入汽车电子市场的渠道。随着公司的技术能力和生产水平的提升后，逐步进入到了新能源汽车这个快速发展的新市场中。战略选择方面，公司仍然是采用在消费电子市场的方式，对优质大客户采取优先进入供应链的战略，获得了良好的口碑和技术储备能力。随着新能源汽车国际一线大客户的产品拓展，公司也迎来了在新能源汽车领域的重要发展机遇。

1、新能源汽车已经成为大势所趋，电池成长显著

我们国家新能源汽车起步于 2009 年，迎来出货量显著成长并形成汽车行业重要影响力则主要起始于 2015 年，尽管新能源汽车的发展历程不长，但是增长速度无论是产品出货量还是市场规模方面均保持着高速的成长性。

图 22：新能源汽车出货量（2016 ~ 2026E）



资料来源：BIS Research, 华金证券研究所

图 23：新能源汽车市场规模（2017 ~ 2025E）



资料来源：Allied Market Research, 华金证券研究所

在出货量和规模高速成长同时，更为值得关注的是，新能源汽车已经成为各个国家和主要车企一致认可的未來产品，部分国家和车企已经制定了退出燃油车的时间表。

表 6: 全球各大车企及国家退出传统燃油车时间表

退出燃油车时间	
车企	
北汽新能源	2019 年
长安汽车	2025 年
梅赛德斯奔驰	2022 年
大众集团	2015 年要推出 30 款新能源汽车
政府	
挪威	2025 年
荷兰	2025 年
印度	2030 年
德国	2030 年
中国	拟定中 (预计 2025~2030)

资料来源: 网络信息整理, 华金证券研究所

从上述时间表上看, 大致的到了 2025~2030 年, 新能源汽车将取代传统的燃油汽车成为行业的标准化产品。毫无疑问, 与新能源汽车一同进入快速发展阶段的是其与传统车不同的零部件产品, 其中最为核心的产品是新能源汽车用的动力电池。

图 24: 全球锂电池出货量 (2012 ~ 2022E)



数据来源: EVTank, 伊维智库, 2018, 03

资料来源: EVTank, 华金证券研究所

图 25: 新能源汽车动力电池市场规模及增速 (2017 ~ 2025E)



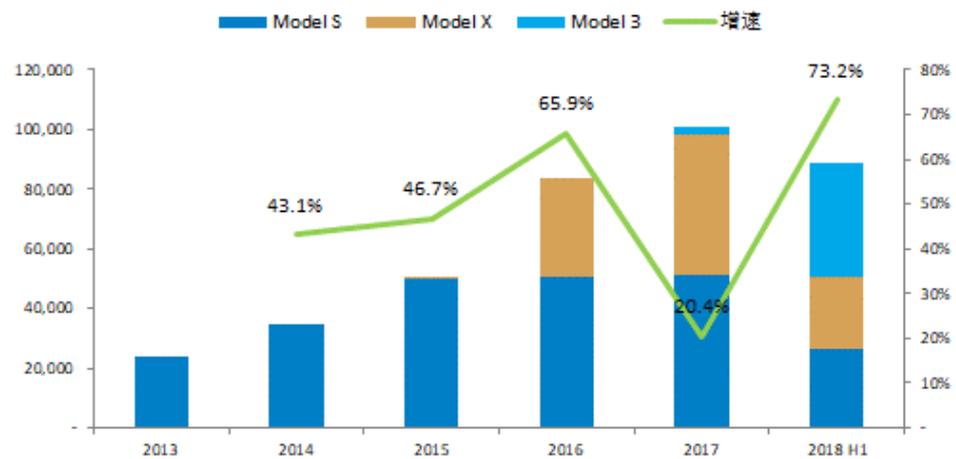
资料来源: Allied Market Research, 华金证券研究所

作为核心部件, 新能源汽车用的动力电池产品的出货量和金额均呈现快速的成长性, 一方面汽车的整体出货量上升带来汽车用电池的需求量增加, 另外一方面为了实现更高的续航时间, 单辆车携带的总电量也在快速增加。单车带电量的增加来源于两个方面, 一个是通过对于电池材料的持续探索以期提升单位能量密度, 另一个则是增加单车携带的电芯数量来提升, 后者对于电池部件中的结构件提出了更多的需求。

2、特斯拉出货量大幅度增加, 消费市场培育逐步完成

政府层面推动以及车企设定退出传统燃油车时间表均显示了产业供给方面的预期, 而更为重要的趋势则需要从消费市场来验证。我们认为, 如果说国内市场由于牌照、财政补贴等各项因素驱动下对于消费市场的繁荣仍然存在一定扭曲并有所顾虑的话, 那么作为全球最知名的纯电动汽车厂商特斯拉的产销规模持续放大, 则可以认为是新能源汽车消费市场度过培育期进入成长期更为可靠的标志。

图 26: Tesla 的出货量规模及增速 (2013 ~ 2018 H1)



资料来源: 特斯拉官方网站, 华金证券研究所

特斯拉作为纯电动豪华车的代表, 其每一代产品的发布均收到了市场的高度关注, 然后再光鲜亮丽的名声, 出货量始终难以令人信服, 然而经过了几代车铺垫后, 特斯拉 Model 3 终于有望迎来真正意义上大规模量产出货。

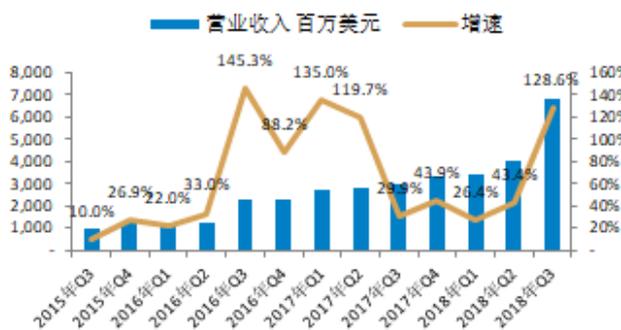
图 27: Tesla 的发展历程



资料来源: 特斯拉官网, 华金证券研究所

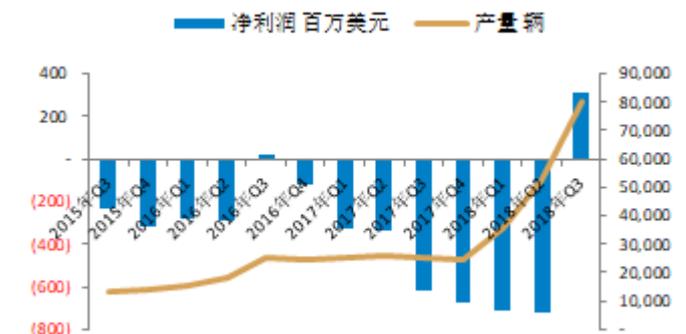
伴随着出货量规模的提升, 特斯拉的营收和利润也出现了良好的成长趋势, 2018 年第三季度特斯拉公布的季度业绩报告也超出了市场的预期, 实现了 3.1 亿美元的盈利。

图 28: Tesla 季度营收及增长率 (2015 Q3 ~ 2018 Q3)



资料来源: 特斯拉年报、季报、Wind, 华金证券研究所

图 29: Tesla 季度盈利及生产量对比 (2015 Q3 ~ 2018 Q3)



资料来源: 特斯拉年报、季报、Wind, 华金证券研究所

随着业务需求的订单在持续增加，特斯拉也在扩大自身的生产能力，目前特斯拉在产的工厂仅有位于美国加州的 Fremont 工厂，未来特斯拉还将新建中国工厂（已定）及欧洲工厂（待定）。据彭博社报道称，特斯拉计划向中国超级工厂投资 50 亿美元，投资金额将通过向当地银行贷款的方式获得，特斯拉披露，中国工厂的首款车预计 2021 年下线，产能方面将从首批产能 25 万辆逐步提升至 50 万辆。而欧洲超级工厂马斯克表示，德国是首选地，其他潜在工厂地点选择包括波兰、捷克、匈牙利和葡萄牙等，目前仍处于规划期。

特斯拉作为全球新能源汽车的标杆企业，从其产品出货量增加到逐步开始盈利，再到继续扩大生产能力以满足下游客户的需求，我们认为，现阶段新能源汽车已经逐步在消费端市场获得了消费者的有效认可度。

从之前的分析我们可以看到，新能源汽车是未来汽车行业的发展方向，而作为行业标杆企业 Tesla 的出货量、生产量、业绩数据方面看，均显示了行业而进入到有效的成长期。新能源汽车的核心部件中，动力电池的相关产业链增长有望高于整车市场的速度，也是行业关注的重点。从公司层面看，通过收购新加坡适新集团进入到了汽车电子的供应链，并且通过自身的研发和拓展进入到特斯拉的供应链体系，以公司服务大客户战略的实施推进能力看，我们预计公司将会充分受益相关行业及公司的成长，获得有效的业绩拓展。

（三）传统业务：大客户战略，存量竞争时代的赢家策略

无线充电和新能源汽车是公司未来成长的重要方向，而公司的自身主要的收入来源仍然是以智能手机为代表的消费电子产品中的功能件和结构件产品，产品品类较多，公司的核心战略是通过对于核心大客户的深度合作，不断提升单机价值量，我们认为该战略为公司在未来行业市场竞争格局的变化中提供了充分的风险规避能力和竞争力。

智能移动终端的出货量和市场竞争进入到存量竞争的格局已经成为了共识，无论是从总体出货量增速、核心厂商的出货量增速还是产业集中度看都显示了行业进入成数的状况。

图 30：全球智能手机出货量及增速（2014 Q1 ~ 2018 Q3）



资料来源：Wind, Gartner, 华金证券研究所

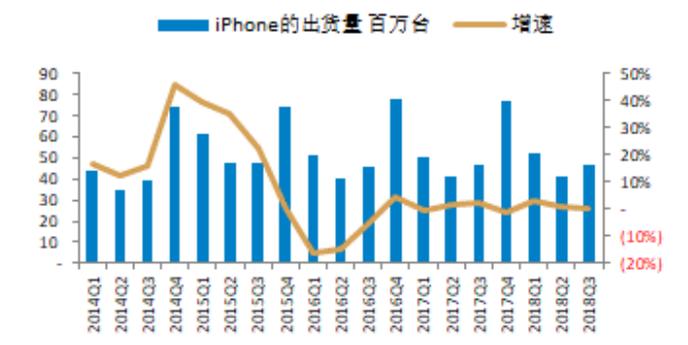
图 31：全球平板电脑的出货量及增速（2014 Q1 ~ 2018 Q3）



资料来源：Wind, Gartner, 华金证券研究所

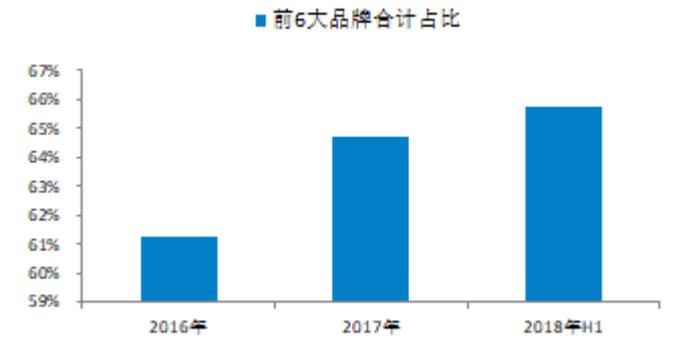
苹果手机的出货量从 2016 年首次出现季度出货量负增长，并且在 2018 年第三季度宣布不在披露相关产品的出货量数据。安卓阵营看，尽管华为、小米在 2018 年仍然有较好的出货量增长，但是整体而言，根据研究机构的数据看，前 6 大品牌从 2016 年开始的市场占比持续上升，尽管未来预期 5G 的部署和发展对于终端厂商的出货量会产生影响，但是我们认为不会改变行业份额持续提升的趋势。

图 32: 苹果 iPhone 手机出货量及增速 (2014 Q1 ~ 2018 Q3)



资料来源: 苹果季报、Wind, 华金证券研究所

图 33: 全球智能手机市场集中度比较 (2016 ~ 2018 H1)



资料来源: Gartner、CounterPoint, 华金证券研究所

在下游品牌产品的集中度持续提升的情况下，对于元器件行业的产业链的发展我们认为未来的趋势主要包括：1) 产业集中度提升，与核心品牌厂商深度合作的供应商竞争力会持续增加；2) 模块化采购的需求有望提升以减少供应链的管理成本；3) 新进入者门槛提升，在品牌商选择供应商的过程中，过往的品牌效应愈发明显。

基于上述的判断，我们认为公司多年来所坚持的大客户优先战略，通过自研、并购、参股、合作等多种方式持续扩大了产品线和技术储备，为业绩的基本规模成为了重要的保障。

自研: 参与客户最终产品的前期研发，为客户提供选材、设计、试制和批量生产的综合解决方案，由于公司研发能力较强，并随着与客户战略合作关系的保持和深化，公司配套的精密功能件数量和类型也是在不断增加。

并购: 1) 2014 年，收购新星控股，拓展信息存储硬盘相关精密金属零件和汽车产品精密金属零件制造业务；2) 2017 年，收购的威博精密的主营产品为消费电子金属精密结构件；3) 2018 年收购威斯东山的主营产品为磁性材料。

参股: 2018 年，公司通过子公司香港安洁持有安捷利 13% 的股权。

合作: 2018 年，公司全资子公司安洁无线与美国公司 WiTricity Corporation 签署《知识产权许可和销售协议》，安洁无线使用自有资金购买 WiTricity 无线充电技术相关知识产权许可。

四、盈利预测及估值分析

从之前我们对于公司业务的分析看，对公司未来业绩成长的核心影响来源于：1) 模切件市场大客户的单机价值量增加和国内新大客户的持续开拓；2) 新能源汽车核心客户的终端出货量增加；3) 威博精密的新品中低端市场的开拓。更为长期的成长则期待公司在无线充电市场和汽车电子市场的开拓。

公司的产品线较为丰富，客户结构相对较为简单，除了近期收购并表的威博精密是以多家国内消费电子厂商为主以外，公司成熟业务的客户基本以大客户为核心，在新近客户拓展方面也以单个大客户的渠道开拓为主，因此在测算营收方面我们以大客户出货量、公司份额和单价来做预测。威博精密则以产能、良率和单价来做预测。盈利能力方面，作为制造业企业通常以成本加成测算，结合市场的影响力测算。费用率方面预计保持稳定的持续投入，而资本开支则呈现周期性变动，商誉的波动以及补偿方式在风险提示中进行详细分析。

估值分析及投资建议方面，我们认为，鉴于公司持续处于盈利状态，并且具备行业可比性，因此我们采用市盈率估值方法为主，结合市净率估值方法比较，得出我们的投资建议。

(一) 盈利预测

营业收入的主要假设：

消费电子（不包含威博精密部分）：1) 国际一线大客户的单机价值量预计 2019 年新品会有显著提升，份额保持稳定；2) 国内一线大客户的单机价值量保持稳定，但是随着生产基地的投入产出预期，出货量会有显著提升。

威博精密部分：1) 传统金属小件业务保持基本平稳，收入规模与行业波动基本保持一致；2) 新增 3D 热压外壳业务按照公司预计的产能测算，产能利用率和良率稳定小幅提升，价格方面保持平稳。

汽车电子：1) 新能源跟随全球一线核心客户的出货量增加销售量规模，单价保持平稳；2) 其他汽车相关业务维持平稳。

其他产品业务方面，传统硬盘方面的收入呈现小幅度下降的趋势，而暂时没有明确分类的业务增速保持平稳。

表 7：安洁科技营业收入增长预测

收入（按产品分布） 单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计	1,827.7	2,714.6	3,868.6	6,385.4	7,602.8
YtoY	(2.8%)	48.5%	42.5%	65.1%	19.1%
消费类电脑及通讯功能件	1,013.5	1,284.1	1,544.1	2,609.2	3,373.3
信息存储及汽车电子	773.1	876.6	1,024.9	1,208.3	1,335.0
消费类电脑及通讯结构件	-	480.8	1,207.5	2,469.3	2,793.0
其他	41.1	73.1	92.0	98.6	101.5

资料来源：公司公告，华金证券研究所

产品毛利率方面，主要的假设和变化包括：1) 变化主要来源于产品结构，成熟产品的毛利率保持平稳；2) 新客户方面，国内一线消费终端厂商的模切件毛利率显著低于国际厂商；3) 新品方面，威博精密的 3D 热压注塑件毛利率低于传统产品，汽车电子放量后毛利率也低于传统汽车电子业务。

表 8: 安洁科技毛利率预测

毛利率（按产品分布）	2016	2017	2018E	2019E	2020E
综合毛利率	36.1%	37.6%	32.7%	29.0%	31.2%
消费类电脑及通讯功能件	38.7%	37.3%	35.8%	36.6%	37.2%
信息存储及汽车电子	30.2%	34.6%	32.5%	33.1%	34.0%
消费类电脑及通讯结构件	-	35.7%	26.2%	18.2%	21.9%
其他	85.5%	93.0%	67.3%	49.0%	50.0%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

其他假设方面，研发投入根据研发人员数量增长以及单个研发人员的费用小幅增长，政府补贴的相关收入保持与收入的合理占比，资本开支规模逐步小幅降低，整体税率保持稳定，坏账存货跌价准备则按比例驾驶，商誉减值及相关补偿部分见风险提示部分的详细分析。

基于上述假设，我们得到安洁科技的整体盈利预测如下：

表 9: 安洁科技整体盈利预测

单位：百万元	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入	1,827.7	2,714.6	3,868.6	6,385.4	7,602.8
YtoY	(2.8%)	48.5%	42.5%	65.1%	19.1%
毛利	660.6	1,021.2	1,264.4	1,853.7	2,371.0
毛利率	36.1%	37.6%	32.7%	29.0%	31.2%
净利润	387.1	391.5	589.3	800.6	965.0
净利润率	21.2%	14.4%	15.2%	12.5%	12.7%
EPS	0.525	0.530	0.799	1.085	1.308
YtoY	26.1%	1.1%	50.5%	35.9%	20.5%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

我们公司预测 2018 年至 2020 年每股收益分别为 0.80、1.09 和 1.31 元，同比增长 50.5%、35.9%和 20.5%。净资产收益率分别为 8.1%、10.1%和 11.1%。

（二）估值分析

估值分析及投资建议方面，我们认为，公司作为消费电子产业模切件和金属件的核心供应商之一，持续处于盈利状态，具备行业可比性，因此我们采用市盈率和市净率的估值方法进行行业比较。公司是消费电子以大客户为主要策略，并且未来在汽车电子行业中的扩张也是有值得期待的预期，因此我们在选择可比标的时以相类似的客户结构的消费电子产业链，并且在汽车电子领域有了布局的供应商。

表 10: 可比公司估值参考

代码	公司	PE 2018E	PE 2019E	PE 2020E	PB
002475.SZ	立讯精密	24.8	17.8	13.7	4.3
601231.SH	环旭电子	14.1	11.2	9.7	2.2
002456.SZ	欧菲科技	15.8	11.0	8.3	3.0
002273.SZ	水晶光电	16.9	14.5	11.5	2.3
002384.SZ	东山精密	16.3	11.0	8.0	2.2
300115.SZ	长盈精密	16.8	12.2	9.3	1.7
300136.SZ	信维通信	19.0	13.6	10.5	6.9
平均		17.7	13.1	10.1	3.2

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (数据截止 2018 年 11 月 30 日, 采用 Wind 一致盈利预期)

以 2018 年 11 月 30 日收盘价以及我们对于公司的盈利预测计算, 公司 2018~2020 年的动态市盈率分别为 14.4、10.6 和 7.7 倍, 市净率为 1.2 倍, 根据行业平均市盈率和平均市净率水平, 结合对于公司未来业务成长性的预期, 我们将公司的评级上调至“买入-A”建议。

五、风险提示

对于安洁科技未来业绩的主要风险我们分为两个部分看，其中目前市场核心关注度较高的是由于再 2017 年收购威博精密形成的商誉，从 2017 年年报和 2018 年的半年报看，由于行业市场 and 客户关系的变化，使得威博精密的业绩未能实现预期从而出现了商誉减值，预计 2018 年和 2019 年商誉减值的风险仍然存在。另外一部分则是公司自身业务中关于消费电子市场和汽车电子市场的风险，由于客户和产品的成熟度已经较为可控，因此终端出货量的变化和价格是核心风险的来源。

（一）威博精密形成商誉的减值：整体可控

公司近期最主要的风险来自于收购威博精密后，由于终端客户的出货量不及预期以及行业市场竞争加剧带来威博精密业绩目标无法实现，产生商誉减值的风险。从 2017 年的年报和 2018 年的半年报披露看，公司在上述两个报告期内分别出现了 1.19 亿元人民币的商誉减值及 2.3 亿元人民币的商誉减值准备，均来自于威博精密。

从当前的经营状况看，威博精密 2018 年的业绩实现目标存在较大的挑战，因此从上半年的业绩报告看，公司提出了 2.3 亿元的商誉减值准备，在扣减相应的减值准备后，目前仍然有约 25.6 亿元人民币的相应商誉。

表 11：威博精密业绩承诺、完成数及相应商誉

	2017 全年	2018 上半年	2018	2019
业绩承诺	3.3 亿元		4.2 亿元	5.3 亿元
实际完成数	2.3 亿元（约 69%）	7,783 万元	N/A	N/A
期末相应商誉总额	27.9 亿元	考虑减值准备后为 25.6 亿元	N/A	N/A
商誉减值（准备）额	1.19 亿元	2.3 亿元	N/A	N/A

资料来源：公司年报、半年报、公告、华金证券研究所

对于威博精密的未来前景，我们认为在传统的金属件无论是小型结构件还是大型外观件的市场上，行业整体的增长空间有限，而通过新建产能拓展 3D 热压后盖等市场的方面看，客户认证、渠道拓展以及产品良率提升仍然有较大的不确定性，因此我们预计公司在 2018 年、2019 年仍然面临商誉减值的风险。

另外一方面，公司在 2017 年收购威博精密时，整体估值水平为 34 亿元人民币，其中股份支付和现金支付比例分别为 70%和 30%，股份对价总金额 23.8 亿元，合计以 19.95 元/股发行 1.193 亿股。在对于威博精密的业绩承诺方面，也规定了相应的业绩补偿承诺。

业绩补偿的计算方式如下：

1) 当年应补偿金额 = (威博精密截至当年期末累计净利润承诺数 - 威博精密截至当年期末累计实现的实际净利润数) / 利润承诺期间威博精密的净利润承诺数总额 × 本次交易对价总额 - 累积已补偿金额。

2) 当年应补偿股份总数=当年应补偿金额/本次交易中上市公司向交易对方发行股份的价格；以上股份数计算结果如有小数，则四舍五入取整。

3) 如果交易对方所持股份不足以补偿上述当年应补偿金额的，则交易对方应以现金补足差额。

根据上述业绩补偿的承诺，由于 2017 年威博精密未能完成业绩承诺，2018 年半年报披露威博精密原股东拟以持有的公司股份进行业绩补偿，经计算，上述应补偿股份合计数量为 13,634,191 股，公司以 1 元总价回购全部补偿股份并进行注销，合计补偿金额为 2.69 亿元。

因此，考虑 2018 年及 2019 年在业绩承诺期内，公司仍然有业绩承诺的补偿来对冲商誉减值的风险，对于净利润的波动仍然存在较大不确定性。

(二) 自身业务面临的风险

公司在模切件和金属件方面均拥有了较长时间的产品和客户渠道的积累，但是公司所坚持的大客户战略，使得公司在客户集中较高，因此产品出货量波动对公司影响较大。

- 1) 国际智能终端大客户的智能手机、电脑、手表等出货量规模存在不确定性；
- 2) 国内智能终端大客户的智能手机渗透率份额存在不确定性；
- 3) 国际新能源汽车大客户的终端车型出货量不及预期。

除了在出货量方面的变化外，公司产品的价值量变化也会影响公司的收入规模和盈利水平，我们认为在行业市场竞争影响下，产品单价和单体价值量的波动成为无法忽略的风险。

公司近期的业绩增长依赖于包括无线充电等新产品的扩展，因此创新和拓展的速度不及预期会对公司的成长性产生不确定性影响。

另外，近期国内外宏观经济以及国际贸易争端等仍然存在着较大的不确定性，作为全球化的电子行业企业，不可避免的会受到宏观经济的波动影响。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,827.7	2,714.6	3,868.6	6,385.4	7,602.8	年增长率					
减:营业成本	1,167.1	1,693.4	2,604.2	4,531.7	5,231.7	营业收入增长率	-2.8%	48.5%	42.5%	65.1%	19.1%
营业税费	10.8	14.9	21.7	36.2	42.5	营业利润增长率	22.2%	9.4%	-9.4%	52.7%	72.7%
销售费用	31.5	41.6	65.1	115.9	130.0	净利润增长率	26.1%	1.1%	50.5%	35.9%	20.5%
管理费用	232.4	293.7	427.0	643.4	774.0	EBITDA 增长率	11.6%	31.3%	-12.5%	46.4%	57.4%
财务费用	-48.9	44.2	-8.0	-11.6	-18.8	EBIT 增长率	12.5%	32.2%	-17.4%	52.8%	72.9%
资产减值损失	4.8	161.6	332.6	410.9	293.3	NOPLAT 增长率	15.8%	28.1%	-17.8%	52.8%	72.9%
加:公允价值变动收益	-0.4	-	0.1	-0.1	0.0	投资资本增长率	-10.3%	207.1%	9.9%	1.8%	-7.0%
投资和汇兑收益	16.9	16.2	16.2	16.4	16.3	净资产增长率	11.3%	160.7%	7.3%	8.7%	9.7%
营业利润	446.5	488.3	442.3	675.1	1,166.3	盈利能力					
加:营业外净收支	15.2	1.2	286.5	316.5	29.3	毛利率	36.1%	37.6%	32.7%	29.0%	31.2%
利润总额	461.7	489.5	728.7	991.7	1,195.6	营业利润率	24.4%	18.0%	11.4%	10.6%	15.3%
减:所得税	78.3	100.7	145.7	198.3	239.1	净利润率	21.2%	14.4%	15.2%	12.5%	12.7%
净利润	387.1	391.5	589.3	800.6	965.0	EBITDA/营业收入	28.1%	24.9%	15.3%	13.5%	17.9%
						EBIT/营业收入	21.8%	19.4%	11.2%	10.4%	15.1%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	20.2%	22.3%	11.0%	27.5%	18.2%
货币资金	976.2	1,076.0	1,109.0	1,618.6	2,794.1	负债权益比	25.3%	28.7%	12.3%	37.9%	22.3%
交易性金融资产	-	-	0.1	0.0	0.1	流动比率	3.21	1.95	4.01	2.12	3.33
应收帐款	535.9	1,205.3	1,105.7	2,818.9	1,878.2	速动比率	2.88	1.72	3.26	1.72	2.88
应收票据	3.9	34.3	13.3	40.5	33.9	利息保障倍数	-8.13	11.89	-54.60	-57.24	-61.19
预付帐款	7.2	18.4	10.9	44.6	22.8	营运能力					
存货	199.0	419.4	618.9	1,170.6	850.2	固定资产周转天数	162	161	159	107	92
其他流动资产	199.1	845.8	440.1	495.0	593.6	流动营业资本周转天数	131	88	100	86	76
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	364	366	321	267	293
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	109	115	108	111	111
长期股权投资	-	2.0	2.0	2.0	2.0	存货周转天数	48	41	48	50	48
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	625	794	786	537	509
固定资产	816.9	1,605.8	1,821.9	1,986.5	1,881.8	投资资本周转天数	372	483	536	343	281
在建工程	75.0	77.3	63.6	56.8	56.8	费用率					
无形资产	194.3	256.0	247.5	238.9	230.4	销售费用率	1.7%	1.5%	1.7%	1.8%	1.7%
其他非流动资产	248.5	3,178.2	2,733.8	2,425.1	2,256.6	管理费用率	12.7%	10.8%	11.0%	10.1%	10.2%
资产总额	3,256.1	8,718.4	8,166.8	10,897.5	10,600.4	财务费用率	-2.7%	1.6%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	209.9	61.0	-	-	-	三费/营业收入	11.8%	14.0%	12.5%	11.7%	11.6%
应付帐款	274.0	1,580.8	681.8	2,730.1	1,669.9	投资回报率					
应付票据	12.9	14.1	17.6	45.7	27.7	ROE	14.9%	5.8%	8.1%	10.1%	11.1%
其他流动负债	101.7	192.5	122.3	141.8	153.4	ROA	11.8%	4.5%	7.1%	7.3%	9.0%
长期借款	0.4	0.2	-	-	-	ROIC	16.6%	23.6%	6.3%	8.8%	14.9%
其他非流动负债	58.3	95.7	74.5	76.2	82.1	分红指标					
负债总额	657.2	1,944.2	896.2	2,993.7	1,933.2	DPS(元)	0.16	0.10	0.16	0.22	0.26
少数股东权益	9.4	2.7	-3.6	-10.8	-19.3	分红比率	30.1%	18.9%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	388.9	752.2	737.7	737.7	737.7	股息收益率	1.4%	0.9%	1.4%	1.9%	2.3%
留存收益	2,248.1	6,065.1	6,536.5	7,177.0	7,949.0						
股东权益	2,598.9	6,774.2	7,270.6	7,903.8	8,667.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	EPS(元)	0.52	0.53	0.80	1.09	1.31
净利润	383.4	388.8	589.3	800.6	965.0	BVPS(元)	3.51	9.18	9.86	10.73	11.78
加:折旧和摊销	118.0	154.9	156.1	200.7	213.2	PE(X)	21.8	21.5	14.3	10.5	8.7
资产减值准备	4.8	161.6	-	-	-	PB(X)	3.3	1.2	1.2	1.1	1.0
公允价值变动损失	0.4	-	0.1	-0.1	0.0	P/FCF	17.1	-2.5	-217.3	12.1	6.0
财务费用	-29.2	71.7	-8.0	-11.6	-18.8	P/S	4.6	3.1	2.2	1.3	1.1
投资损失	-16.9	-16.2	-16.2	-16.4	-16.3	EV/EBITDA	26.0	27.2	12.2	7.7	4.0
少数股东损益	-3.7	-2.7	-6.3	-7.2	-8.5	CAGR(%)	27.4%	35.0%	24.5%	27.4%	35.0%
营运资金的变动	203.0	-1,237.9	-467.9	-303.4	101.3	PEG	0.8	0.6	0.6	0.4	0.2
经营活动产生现金流量	567.1	297.8	247.1	662.6	1,235.9	ROIC/WACC	1.6	2.3	0.6	0.8	1.4
投资活动产生现金流量	-3.2	-1,360.7	-49.1	-8.6	108.2						
融资活动产生现金流量	-255.0	1,212.3	-165.1	-144.3	-168.6						

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

蔡景彦声明，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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com