

公司研究/公告点评

2019年04月12日

电子元器件/其他电子器件 II

投资评级: 买入 (维持评级)

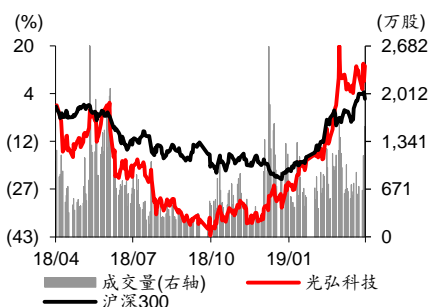
当前价格(元): 26.35  
合理价格区间(元): 29.97~33.33

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

相关研究

- 1《光弘科技(300735,买入): 2018 业绩亮眼, 2019 海内外开疆扩土值得期待》2019.03
- 2《光弘科技(300735,买入): “匠心”助力客户成就自我, 海内外开疆扩土》2019.01
- 3《光弘科技(300735,买入): 布局全球的大陆优秀电子制造服务商》2018.05

一年内股价走势图



资料来源: Wind

一季报预告大超预期, “匠心”助力客户成就自我

光弘科技(300735)

**2019 年一季报预告大超预期, 预计出货量价齐升, 维“买入”评级**

光弘发布 2019 年 Q1 业绩预告, 预计 2019Q1 归母净利润为 7800 万-8400 万元, 同比增长 261.56%-289.37%, 其中预计非经常性损益约为 1700 万元左右, Q1 业绩靓丽, 大超预期。Q1 历来为行业淡季, 同时还有春节因素的扰动, 而光弘 Q1 归母净利润若取中值 8100 万元, 约为 2018 年 Q3、Q4 行业旺季之时归母净利润的 90%, 大幅超预期。2019 年, 头部客户品控策略变化带来公司订单量价齐升, 产能瓶颈突破叠加印度市场的开拓, 值得期待。预计 2018-20 年 EPS0.75、1.11、1.44 元, 维持“买入”评级。

**“匠心”培育优秀品控+精细化管理能力, 头部客户市占率明显提升**

在全球智能手机增速放缓背景下, 光弘逆势高增长, 源于光弘用“匠心”培育优秀的品控及精细化管理能力, 助力客户同时成就自我。华为为光弘第一大客户, 光弘为其提供 EMS 服务手机台数快速增长, 市占率逐步提升。2018 年底, 华为对 ODM 和 EMS 的政策变化, 带来光弘 2019 年部分华为订单从 ODM 间接配套转变为直接配套; 同时优秀的品控能力+交付能力, 助力光弘承接的华为订单结构优化, 高价值产品占比逐步提升, 同时旗舰机可直接与富士康、伟创力等竞争, 头部客户市占率提升明显。

**新增产能匹配客户快速增长订单需求, 毛利率体现规模效应及结构变化**

优秀品控能力及交付能力带来客户订单逐年增长, 而光弘的产能一直处于饱和状态, 亟需扩产。募投项目北区二期 A2018 年底达产 (规划产能 200 万台/月), 二期 B2019 年 3 月底封顶 (规划产能 200 万台/月), 我们预计下半年投产, 三期产能亦在规划中, 新增产能进一步满足头部客户增长需求, 具备更大规模的订单交付能力。光弘在扩充产能的同时, 亦大力推行先进设备升级和精密制造技改, 深入研究工艺流程的各个环节, 发掘精益求精的可能性, 更大范围地应用自动化设备和精益生产工艺。产能扩张的规模效应及订单结构的变化, 亦反映在光弘 2018 年单季毛利率变化上。

**控股 Vsun, 联合 Karbon Mobile 创始人、国内产业链资源海外开疆扩土**

2018 年底, 光弘控股印度 Vsun (50.82%股份)。Vsun 原控股股东 Jaina Group (印度第二大智能手机制造商 Karbon 控股股东) 发起人 Pardeep 为第二大股东。在印度不断提高进口手机关税背景下, 中印合资, 光弘主导将 SMT 及先进组装技术导入 Vsun, 主管生产制造及销售, 印方解决当地政府关系等问题, 同时叠加 Vsun 原二股东闻泰前 CEO, 三方强强联手, 抢占高速增长的印度市场, 同时为不同品牌客户提供差异性服务。

**布局全球的大陆优秀电子制造服务商, 上调盈利预测, 给予买入评级**

考虑到光弘在头部客户出货结构改善及二期 A&B 产能达产, 我们略微上调光弘 2018-2020 年归母净利润预期至 2.67、3.95、5.10 亿元 (前值 2.67、3.61、4.50), EPS0.75、1.11、1.44 元, 参考可比公司 2019 年 26.32 倍平均估值, 考虑到光弘对比可比公司经营及客户结构的优异表现, 给予光弘 2019 年 27-30 倍 PE 估值, 目标价为 29.97-33.33 元, 维持“买入”评级。

风险提示: 宏观风险、消费电子终端出货不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	354.68
流通 A 股 (百万股)	109.18
52 周内股价区间 (元)	13.35-27.88
总市值 (百万元)	9,346
总资产 (百万元)	2,047
每股净资产 (元)	4.84

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	1,227	1,274	1,598	2,250	3,047
+/-%	33.73	3.84	25.42	40.79	35.46
归属母公司净利润 (百万元)	154.19	173.56	266.71	394.75	509.64
+/-%	62.01	12.56	53.67	48.00	29.11
EPS (元, 最新摊薄)	0.43	0.49	0.75	1.11	1.44
PE (倍)	46.90	41.67	27.12	18.32	14.19

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 光弘科技：一季报预告大超预期，“匠心”助力客户成就自我

### “匠心”培育优秀品控+精细化管理能力，头部客户市占率明显提升

根据公司公开披露，2015 年-2017 年，华为均为光弘第一大客户，2016 年-2018 年这三年，根据我们调研反馈，光弘华为出货结构逐步向好，市占率逐步提高，且此前光弘亦在华为网络通讯类产品(ONT、基站及交换机 PCBA 等)有出货，2019 年将继续配套华为网络通讯类产品。

图表1：光弘华为出货情况变化

年度	光弘出货中华为台数 (手机、平板及通信设备加总)	华为手机总出货台数	光弘出货总台数	光弘出货华为手机的结构
2016	1600-1700w (其中手机占华为约 7%)	1.39 亿部		华为 ODM 机型为主
2017	2700-2800w (其中手机占华为约 11%)	1.53 亿部	约 4000w 台	华为 ODM 机型为主
2018	待年报	2.08 亿部	待年报	华为自研机型加入 (机型从 ODM 机型升级至荣耀，同时 Nova、Mate 及 P 系列可直接参与报价)
2019				华为加大自研比例，同时继续配合网络通讯类产品

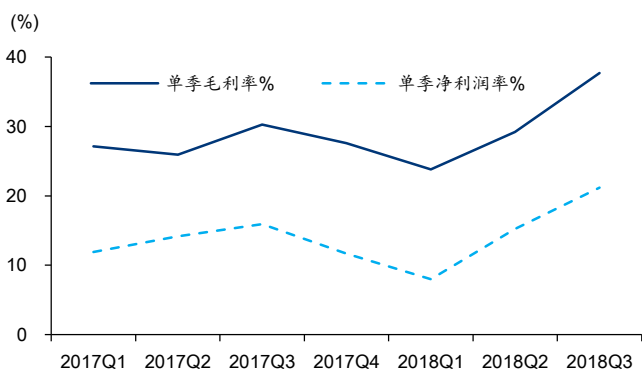
资料来源：旭日大数据、华泰证券研究所

同时，2018 年底，华为对 ODM 和 EMS 的政策变化，带来光弘 2019 年部分华为订单从 ODM 间接配套转变为直接配套；同时优秀的品控能力+交付能力，助力 2019 年光弘承接的华为订单从 ODM、入门机型升级至荣耀系列更高端机型，同时旗舰机可直接与富士康、伟创力等竞争，头部客户市占率提升明显。

### 收入结构变化反映于毛利率的逐季提升，精细化管理加速单季净利润增长

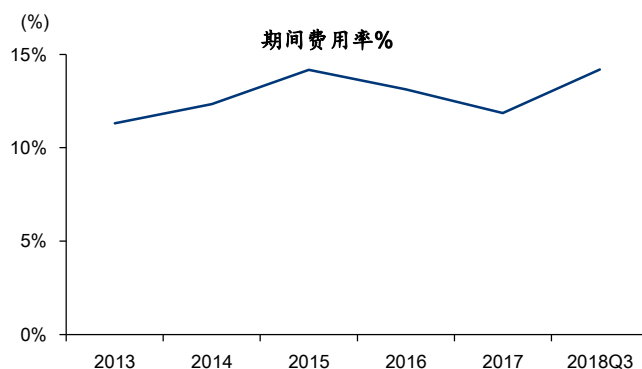
光弘收入结构的变化及头部客户的市占率提升，亦反映在其财务指标上。2018 年，在国内手机及全球手机出货量均下降的背景下，光弘 2018 年单季毛利率逐季提升 (Q1-Q3 单季分别为 23.79%、29.71%、37.69%)，除 Q1 因国产手机去库存超预期，导致产能利用率低于历史平均水平，导致 Q1 毛利率为近两年最低，Q2Q3 及时调整后，毛利率有了快速的提高，而期间费用率总体比较稳定，进而带来单季净利润增速随毛利率及收入增长提升而加速增长。

图表2：光弘 2018Q1-Q3 单季度毛利率、净利率快速提升



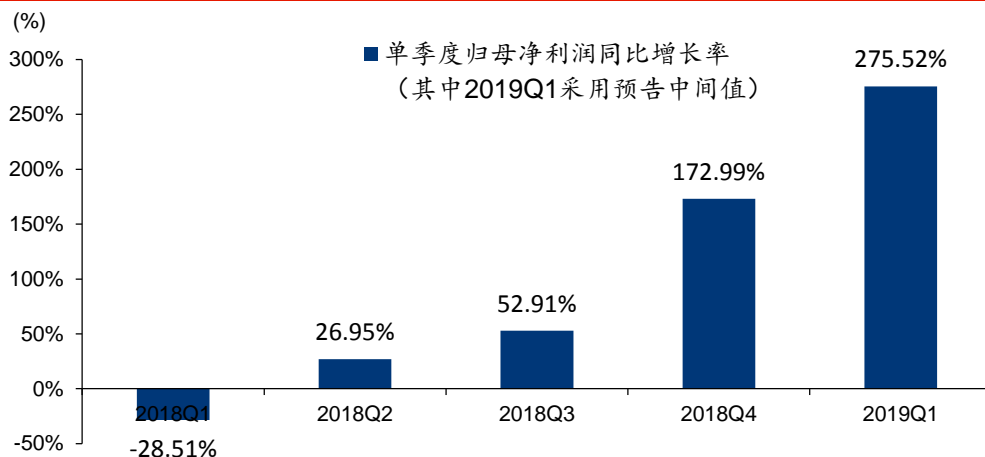
资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表3：2018 年 Q1-Q3 期间费用率总体平稳



资料来源:Wind, 华泰证券研究所

图表4： 2018 年 Q1-2019 年 Q1 单季度归母净利润增速提速（其中 2019Q1 采用预告中值测算）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 新增产能匹配客户快速增长订单需求，大力推行自动化及精密制造技改

优秀品控能力及交付能力带来客户订单逐年增长，而光弘的产能一直处于饱和状态，亟需扩产。募投项目光弘北区二期 A2018 年底达产（规划产能 200 万台/月），二期 B2019 年 3 月底封顶（规划产能 200 万台/月），根据常规封顶到投产进度，我们预计光弘二期 B 下半年投产，北区三期产能亦在规划中，新增产能进一步满足头部客户增长需求，具备更大规模的订单交付能力。光弘在扩充产能的同时，亦大力推行先进设备升级和精密制造技改，深入研究工艺流程的各个环节，发掘精益改善的可能性，更大范围地应用自动化设备和精益生产工艺。产能扩张的规模效应及订单结构的变化，亦反映在光弘 2018 年单季毛利率变化上。

图表5： 光弘科技北区二期 B 厂房 2019 年 3 月 28 日封顶



资料来源：光弘官网，华泰证券研究所

同时，光弘在扩充产能的同时，以信息化技术应用和自动化设备升级为主线，持续进行公司内部驱动技术创新和技术改造，大力推行先进设备升级和精密制造技改，深入研究工艺流程的各个环节，不断提高工艺研发水平，发掘精益改善的可能性，更大范围地应用自动化设备和精益生产工艺。通过引进自动化生产线和开展精益改善、工场 IT 化管理等一系列措施，顺利实施“智能制造改造项目”和“工程技术中心升级建设项目”，进一步向智能制造目标迈进。

## 盈利预测上调的核心假设

假设 1: 目前二期 B 封顶时间超预期, 按照常规封顶到投产进度预判, 今年下半年 Q3 预计达产, 新增部分产能 (按照时间贡献预计 700-800 万台产能)。目前光弘在客户订单下产能紧张, 下半年二期 B 的达产对进一步满足客户订单需求做贡献。

假设 2: 进一步自动化改造, 伴随产能逐步投放, 规模化效应进一步体现。

## 可比公司估值情况

图表6: 可比公司估值情况

代码	简称	市值 (20190410, 亿元)	2019 年净利润 (E, 百万元)	2019 年 PE
600699	均胜电子	265	13.79	19.21
002920	德赛西威	173	6.05	28.60
002369	卓翼科技	58.81	1.32	44.55
000021	深科技	140	6.62	21.15
601231	环旭电子	321	17.72	18.12
			19 年平均估值	26.32

资料来源: Wind(业绩预测来自于 Wind 一致预期), 华泰证券研究所

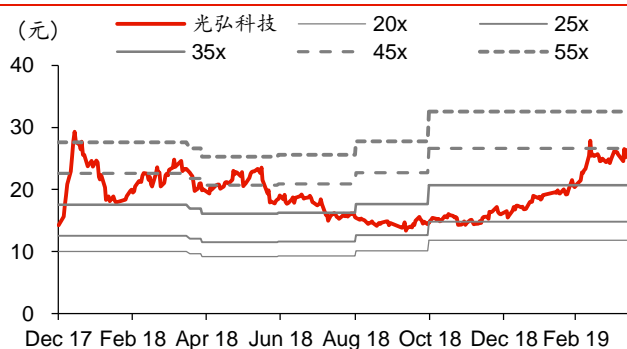
**风险提示:** 宏观风险、消费电子终端出货不及预期。

宏观风险: 宏观贸易政策影响公司产品销售及零部件采购。

消费电子终端出货不及预期: 全球智能手机为消费电子主要产品, 增速放缓, 若终端客户产品定位与市场需求不相符或有差距, 出货节奏和终端销售节奏错位, 将带来光弘业绩波动。

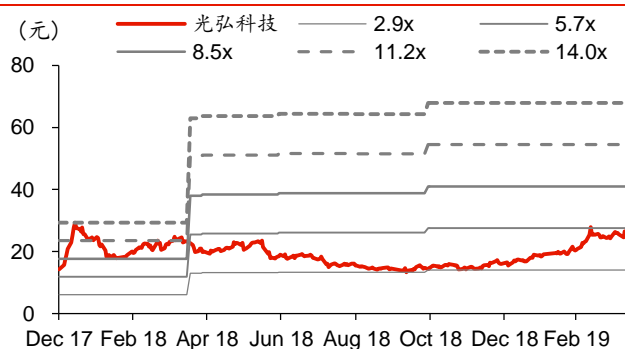
## PE/PB - Bands

图表7: 光弘科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 光弘科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	503.76	1,254	2,264	2,894	3,918
现金	132.00	947.36	1,834	2,307	3,133
应收账款	265.83	226.12	323.89	442.11	595.54
其他应收账款	10.89	18.59	16.91	26.17	35.89
预付账款	8.32	4.55	6.67	9.50	12.18
存货	30.62	32.70	39.09	55.26	74.05
其他流动资产	56.10	24.28	43.52	53.95	67.71
非流动资产	473.82	609.93	572.08	536.68	646.97
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	383.50	497.30	462.41	419.52	515.38
无形资产	32.30	52.54	59.81	69.39	78.21
其他非流动资产	58.01	60.08	49.87	47.77	53.39
资产总计	977.58	1,864	2,836	3,431	4,565
流动负债	346.09	202.30	983.92	1,183	1,807
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	150.00
应付账款	124.05	94.95	289.79	401.52	812.85
其他流动负债	222.05	107.36	694.13	781.94	844.55
非流动负债	17.15	49.69	45.49	46.17	47.14
长期借款	16.67	43.05	43.05	43.05	43.05
其他非流动负债	0.48	6.65	2.44	3.13	4.09
负债合计	363.24	252.00	1,029	1,230	1,855
少数股东权益	3.09	3.57	4.33	5.47	6.94
股本	266.00	354.68	354.68	354.68	354.68
资本公积	232.00	969.79	586.57	586.57	586.57
留存公积	110.02	283.58	479.26	874.00	1,384
归属母公司股东权益	611.26	1,608	1,419	1,812	2,321
负债和股东权益	977.58	1,864	2,453	3,048	4,182

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金	147.46	284.46	986.09	495.39	857.29
净利润	154.71	174.04	267.48	395.88	511.12
折旧摊销	72.28	94.19	60.26	61.45	69.16
财务费用	11.45	(7.43)	6.38	0.18	7.28
投资损失	(0.22)	1.44	0.65	0.77	0.84
营运资金变动	(85.71)	11.36	657.47	36.20	267.14
其他经营现金	(5.05)	10.85	(6.14)	0.91	1.75
投资活动现金	(173.65)	(241.19)	(19.33)	(21.93)	(174.32)
资本支出	197.31	247.47	0.00	0.00	150.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	23.65	6.28	(19.33)	(21.93)	(24.32)
筹资活动现金	51.61	769.70	(79.88)	(0.63)	142.87
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	150.00
长期借款	(23.43)	26.37	0.00	0.00	0.00
普通股增加	28.18	88.68	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	220.26	737.80	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(173.40)	(83.15)	(79.88)	(0.63)	(7.13)
现金净增加额	23.35	815.36	886.89	472.83	825.84

### 利润表

会计年度 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	1,227	1,274	1,598	2,250	3,047
营业成本	865.86	919.90	1,100	1,513	2,034
营业税金及附加	13.87	14.15	18.20	25.38	34.40
营业费用	10.22	16.24	18.01	27.00	42.66
管理费用	140.35	141.59	182.52	254.23	344.37
财务费用	11.45	(7.43)	6.38	0.18	7.28
资产减值损失	1.48	1.59	1.59	1.57	1.58
公允价值变动收益	3.18	(3.18)	(1.06)	(1.76)	(1.53)
投资净收益	0.22	(1.44)	(0.65)	(0.77)	(0.84)
营业利润	182.84	193.24	269.62	426.38	581.20
营业外收入	6.05	6.08	34.67	30.00	10.00
营业外支出	0.48	0.26	0.33	0.30	0.31
利润总额	188.41	199.07	303.95	456.08	590.89
所得税	33.70	25.03	36.47	60.20	79.77
净利润	154.71	174.04	267.48	395.88	511.12
少数股东损益	0.52	0.48	0.77	1.13	1.47
归属母公司净利润	154.19	173.56	266.71	394.75	509.64
EBITDA	266.57	280.00	336.26	488.01	657.64
EPS (元, 基本)	0.43	0.49	0.75	1.11	1.44

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	33.73	3.84	25.42	40.79	35.46
营业利润	50.60	5.69	39.52	58.15	36.31
归属母公司净利润	62.01	12.56	53.67	48.00	29.11
获利能力 (%)					
毛利率	29.43	27.80	31.17	32.77	33.27
净利率	12.57	13.62	16.69	17.55	16.72
ROE	25.23	10.79	18.79	21.78	21.96
ROIC	31.74	22.26	683.83	(972.38)	(258.07)
偿债能力					
资产负债率 (%)	37.16	13.52	41.96	40.35	44.35
净负债比率 (%)	6.17	18.64	4.18	3.50	10.41
流动比率	1.46	6.20	2.30	2.45	2.17
速动比率	1.36	6.02	2.26	2.40	2.13
营运能力					
总资产周转率	1.42	0.90	0.68	0.72	0.76
应收账款周转率	4.88	5.11	5.72	5.79	5.78
应付账款周转率	8.41	8.40	5.72	4.38	3.35
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.49	0.75	1.11	1.44
每股经营现金流(最新摊薄)	0.05	0.10	0.34	0.17	0.30
每股净资产(最新摊薄)	0.21	0.00	0.49	0.63	0.80
估值比率					
PE (倍)	46.90	41.67	27.12	18.32	14.19
PB (倍)	96.73	0.00	41.65	32.62	25.48
EV_EBITDA (倍)	23.74	22.60	18.82	12.97	9.62

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com