

2014年05月06日

长盈精密 (300115.SZ)

受益 CNC 供给紧缺, 前瞻性布局金属精密制程

■金属机壳趋势愈加激烈, 非苹果 CNC 供给缺口加剧: 1) 除了手机、平板和超级本以外, 可穿戴式设备和移动备用电源也开始采用金属外观设计和结构件。我们预计 2014 年采用金属结构件和外观件的市场空间将达到 78.33 亿美金, 较 2013 年翻倍增长。2) 随着屏幕尺寸的增大, 机壳尺寸增大, 款式设计也加入弧度等, 加工时间和难度都有所提升, 更加剧了 CNC 加工供给端紧张态势。3) 全球三大精密制造厂商可成、鸿准和凯胜的产能过半以上仍被苹果包揽, 很难给非苹果产业链留出足够 CNC 加工产能。

■公司前瞻性布局, CNC 精密加工保证公司未来三年盈利空间: 公司前瞻性布局金属精密结构件加工, 在技术工艺, 客户服务, 产能储备和多样化加工方面都已经具备坚实基础, 与同类精密结构件公司相比都处于优势。从国产化手机崛起和公司大客户三星采用金属机壳意愿强烈的大背景下, 公司提前布局四轴 CNC 可以尽快提升自己在 2.5D 到 3D 精密制造领域的的话语权。

■公司实现从模具设计到表面处理的完整制程工艺, 提前储备自动化: 1) 长盈精密公司的模具设计水平高于行业平均, 公司昆山长盈和东莞长盈拥有表面处理的后续工艺, 使公司整体金属结构件制造制程完备, 获得核心竞争力。2) 公司自动化水平高, 单人产值高于行业平均水平。公司 14 年将对加大自动化设备投入和整合, 既满足自身需求又实现设备业务的拓展。

■投资建议: 一季度公司净利增速超过营业收入增速, 全年有望实现净利和营业收入的同步增长。公司 EPS 14-16 年预测为: 1.39, 2.11 和 2.78 元, 同比增长 61.62%, 51.79% 和 31.75%。给予目标价 52.75 元, 相当于 2015 年 25xPE, 买入-A 投资评级。

■风险提示: 订单不达预期, 资本开支压力大

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,221.9	1,725.7	2,586.7	3,635.3	4,770.8
净利润	187.5	221.7	358.0	544.5	717.8
每股收益(元)	0.73	0.86	1.39	2.11	2.78
每股净资产(元)	5.78	6.54	7.81	9.77	12.41

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
市盈率(倍)	51.9	43.9	27.2	17.9	13.6
市净率(倍)	6.5	5.8	4.8	3.9	3.0
净利润率	15.3%	12.8%	13.8%	15.0%	15.0%
净资产收益率	12.5%	12.9%	17.4%	21.3%	22.2%
股息收益率	0.3%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%
ROIC	24.5%	17.4%	22.6%	23.9%	27.2%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

公司分析

证券研究报告

其他元器件 III

投资评级

买入-A

首次评级

12 个月目标价

52.75 元

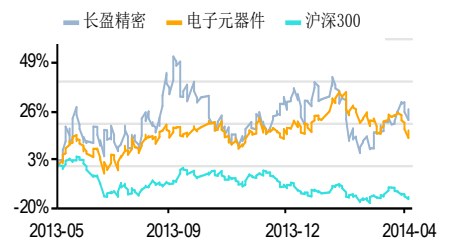
股价 (2014-05-05)

37.73 元

交易数据

总市值 (百万元)	9,734.34
流通市值 (百万元)	9,144.09
总股本 (百万股)	258.00
流通股本 (百万股)	242.36
12 个月价格区间	28.15/43.40 元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	10.53	2.38	46.31
绝对收益	9.20	0.29	32.81

赵晓光

分析师

SAC 执业证书编号: S1450514030002
zhaoxg@essence.com.cn
021-68766193

相关报告

1. 金属机壳趋势愈加激烈，前瞻性扩产公司提前受益

1.1. 金属机壳趋势愈烈，智能设备金属外观件和结构件比率提升

2013 年智能终端渗透率大幅提高，2014 年进入 4G 推动的移动终端换机期。换机期智能终端更注重硬件创新与提升，这样才能激起用户的换机欲望，因此硬件和零组件配置都向高端机型靠拢，整体仍符合轻薄化、金属化的趋势。

2013 年 Gartner 的全球设备出货量之和为 23.2 亿台，其中金属机壳渗透率高低排序依次是平板、笔记本和手机。14 年开始智能手机进入换机期，平板将保持 35%左右的增速，而超极本的渗透率提升将会进一步加剧 CNC 加工产能的供给紧张。可穿戴式设备和移动备用电源也开始采用金属外观设计，使之更具有时尚感，符合中层阶级的审美特质。我们预计 2014 年采用金属结构件和外观件的市场空间将达到 78.33 亿美金，较 2013 年翻倍增长。

图 1：金属外观件和结构件市场空间 14 年将达到翻倍增长（百万美元）

百万部	2013	2014	2015	2016	2017
智能手机出货量	967.8	1420	1659.9	1858.4	2021
渗透率	15%	25%	30%	35%	39%
金属壳智能手机	145.17	355.00	497.97	650.44	788.19
以7.5美金估算	1088.78	2662.50	3734.78	4878.30	5911.43
YOY		144.54%	40.27%	30.62%	21.18%
超极本	42	67	105	141	178
渗透率	65%	73%	79%	84%	88%
金属壳超极本	27.30	48.91	82.95	118.44	156.64
以35美金估算	955.50	1711.85	2903.25	4145.40	5482.40
YOY		79.16%	69.60%	42.78%	32.25%
平板电脑	119.529	195.4	270.7	349.1	431.2
渗透率	65%	70%	74%	78%	80%
金属壳平板电脑	77.69	136.78	200.32	272.30	344.96
以20美金估算	1553.88	2735.60	4006.36	5445.96	6899.20
YOY		76.05%	46.45%	35.93%	26.68%
可穿戴设备	60	190	400	710	950
渗透率	20%	30%	38%	43%	45%
金属壳可穿戴设备	12.00	57.00	152.00	305.30	427.50
以10美金估算	120.00	570.00	1520.00	3053.00	4275.00
YOY		375.00%	166.67%	100.86%	40.03%
移动电源	90	160	230	295	330
渗透率	6%	12%	19%	24%	29%
金属壳备用电源	5.40	19.20	43.70	70.80	95.70
以2美金估算	43.20	153.60	349.60	566.40	765.60
YOY		255.56%	127.60%	62.01%	35.17%
总体市场空间	3761.352	7833.55	12513.985	18089.06	23333.625
YOY		108.26%	59.75%	44.55%	28.99%

数据来源：Gartner 安信证券研究中心整理

进入 2014 年，市场新款移动设备机型金属机壳渗透率明显提升。手机方面，除了 iPhone 一贯采用金属机壳以外（高端款可能搭载钛合金机壳），其他热销机型如 HTC new One、小米 M3、华为 P6、联想 K900 等主要厂商的 2013 年主打机型均采用金属机壳；各厂商推出的超极本也几乎清一色采用金属外壳，联想的娱乐 Y 系列，Dell 和 HP 也将推出更多采用金属机壳的笔记本；平板电脑市场，iPAD 占据过半江山，依旧采用金属机壳。除手机、平板和超极本以外，移动电源和可穿戴式设备也因外观设计和便携性等考虑采用金属作为外观件。

图 2：新款智能机型多采用金属机壳

厂商	主打或新款机型	机壳材质	是否采用金属机壳
苹果	iphone 5s	铝合金+玻璃	是
	iphone 6	铝合金（部分采用钛合金）	是
三星	Galaxy S4	聚碳酸酯塑料	否
	Galaxy Note 3	聚碳酸酯塑料+人造皮革	否
HTC	new One	铝合金	是
联想	K900	精钢材质机身加拉丝工艺处理	是
华为	P6	铝合金金属骨架加拉丝金属面板	是
小米	M3	铝镁合金框架	是
	红米	聚碳酸酯塑料	否
Vivo	Xplay	背壳部分太空铝金属	是
Nokia	Lumia 925	铝合金边框	是
LG	Nexus 5	塑料+陶瓷	否

数据来源：公开资料安信证券研究中心

图 3：华为 P6 采用金属机壳



数据来源：公开资料 安信证券研究中心

图 4：小米 m3 采用金属机壳



数据来源：公开资料 安信证券研究中心

图 5：HTC one M8 采用金属机壳



数据来源：公开资料 安信证券研究中心

图 6：联想 k900 采用金属机壳



数据来源：公开资料 安信证券研究中心

不仅金属外观件渗透率逐渐提高，智能终端对于内部组装结构的散热性和轻薄性要求逐渐提高，因此智能终端内部结构件也逐渐采用金属结构和注塑工艺，如金属屏蔽件、金属中框等。屏蔽件是将元部件、电路、组合件、电缆或整个系统的干扰源包围起来，防止干扰电磁场向外扩散。为了节省成本，手机精密结构件部分复杂结构采用注塑工艺完成，对于加工厂商来说，金属中框加注塑一体化生产，可以将仅中框的附加值增加近 3 倍。倘若将后端的表面处理整合起来，零组件的附加值增加更多。

主流手机中框多采用金属结构，在中框天线部位和四周会采用注塑工艺。这样金属中框不仅减薄了机身整体厚度，减弱了元器件之间；注塑部分的结合设计还减少了天线信号的干扰，在复杂结构上减少了主体的成本，工艺最终效果更接近 iPhone 等高端手机。例如 OPPO N1 采用的全金属铝合金中框制作工艺较为复杂，前后工序 14 道，纳米注塑的新工艺让非金属零件与金属中框达到了分子级的结合，使整机坚韧而牢固。

公司不仅在金属中框制造的压铸机，CNC 加工机台工艺上已经有坚实储备，还增加了注塑机台和加大投入注塑技术。我们预计公司 14 年将注塑机台扩大到 30 台，满产后年产能可以达到一亿只。

图 7：金属屏蔽件



数据来源：公司官网安信证券研究中心

图 8：OPPO N1 手机中框加注塑包角



数据来源：爱活网安信证券研究中心

1.2. 移动终端大屏化进一步强化 CNC 加工供给紧张缺口

随着屏幕尺寸的增大，机壳尺寸增大，款式设计也加入弧度等，加工时间和难度都有所提升，更加剧了 CNC 加工供给端紧张态势。机壳的尺寸越大，成形、研磨、拉丝、喷涂、电镀等工艺难度就越大，所需的加工时间就越长，加工良率就越低，因此就需要更高的 CNC 产能。所以，由终端大屏化带来的加工需求的增长也是一个不能忽略的因素。

苹果的大屏 iPhone 6 推出正值换机期，销量和尺寸将大幅加剧 CNC 加工供给缺口。我们预计苹果 14 年将推出的两款大屏 iPhone 都将采用金属机壳（可能采用不同材质），大屏 iPhone 推出将帮助苹果提升在高端用户的占比，抢占三星的市场份额。同时从产业链调研了解到，苹果 14 年的 iPhone 6 单月订单预期是 13 年最高峰的 1.8 倍，这意味着苹果将大批量释出大屏手机金属机壳加工订单，进一步加剧了 CNC 加工供给的紧张缺口。

智能手机大屏化成为 13 年开始的新趋势，三星 Galaxy S 系列就是靠大屏吸引了众多用户，我们从产业链了解苹果的 iPhone 6 将有 5.5 寸大屏款。智能手机的屏幕尺寸已经从最开始的 3.5 英寸逐渐到 5 寸以上，甚至还有平板手机达到 6 寸。国内如华为 P6 率先采用 4.7 寸屏，酷派、中兴、联想和小米的屏幕都已经达到 5 寸大小。

图 9：智能手机逐渐大屏化



数据来源：公开资料 安信证券研究中心

1.3. 非苹果 CNC 产能受限，全球机壳厂商努力扩产

苹果包揽了全球过半的 CNC 产能，16 年以前依旧大幅扩产，导致非苹果手机 CNC 加工供给出现很大缺口。苹果在可成、鸿准和凯胜大幅扩产的情况下，仍然加大 CNC 设备资本开支力度。我们从产业链了解到，到 2016 年底苹果 CNC 设备将要增加到 45000 台，将是目前苹果 CNC 产能近翻倍的增长！目前全球三大精密制造厂商可成、鸿准和凯胜的产能过半以上仍被苹果包揽，很难给非苹果产业链留出足够 CNC 加工产能。

在苹果采用金属外壳初期，由于苹果包揽了全球 70% 的 CNC 产能，导致 CNC 设备供给紧张，很多加工公司难以购买到设备。由于 CNC 机台是工具机，不能标准化大量生产，需要微调处理才能出厂，因此成为金属机壳加工的瓶颈所在。以可成为例，13 年底的 CNC 数量可达 16000 台，在现在产能如此吃紧的情况下，14 年也只扩充到 18000 台。普通 CNC 价格已经下降，从 60 万下降到 40 万，但是高端 CNC 设备供给仍然吃紧。

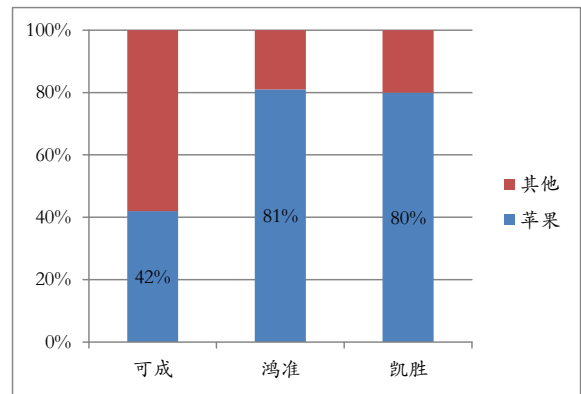
2014 年各大金属结构件加工厂商都在继续加大扩产，证明金属外观件和结构件的需求景气非常旺，目前已经知道的 CNC 扩产计划总额已经达到 6000 台。2014 年可成公告计划扩产 2000 台，年初已经购入 1000 台，比亚迪电子和长盈精密公司都预计再扩产 1000 台。

图 10: 全球 CNC 产能一览 (台)

	2011	2012	2013	扩产计划
可成	12000	14000	16000	2000
鸿准	10000	12000	12000	
凯胜	4000	5500	5500	500-1200
日腾			5000	
巨腾			5000	1000
比亚迪电子	2000	2500	4000	1000
巨宝	1200	2500	2500	
广达	500	1000	1000	
应华	550	700	1000	
长盈精密		200	1000	1000

数据来源: 公开资料公司财报安信证券研究中心

图 11: 苹果包揽前三大厂商过半的 CNC 产能



数据来源: 公司财报安信证券研究中心

除了苹果以外, 国产手机成为金属机壳采用者的中坚力量。单部金属后盖机壳的价格在 6-8 美元, 对于千元以下智能机来说具有价格压力。随着国产手机设计制造能力提升, 逐渐成为中高端机型的代表, 价格进入 2000-3000 区间, 金属机壳的采用比率也随之提升。如果以一片金属机壳 CNC 加工时间以 15-20 分钟, 每台 CNC 机台工作 24*300, 75% 良率来测算, 单台 CNC 每年可以加工 3.84 万只手机后盖。除了金属机壳以外, 手机上的中框和金属结构件对于 CNC 的产能需求为机壳产能需求的 1/3 左右。

我们对于三星高端 Galaxy 系列手机出货量进行预测, 并对其金属机壳渗透率予以预估, 则仅三星 Galaxy 系列 50% 的采用率就需要 3000 台以上的 CNC 加工机台。从目前的 market 情况来看, 技术成熟机台供给足够的厂商已经被苹果垄断, 其他技术成熟的厂商如比亚迪电子和长盈精密等厂商的 CNC 产能尚不足以覆盖 Galaxy 全系列。因此三星一直迟迟没有推出金属机壳厂商, 而是不断地在供应链进行验证和设计开发, 预计三星将要寻求 7000 台的产能。我们推测, 当金属机壳单供应商平均产能达到 3000 台以上, 供应商达到 3 个左右的时候, 三星才会正式推出金属机壳手机。

图 12: 仅三星和国产手机对于 CNC 设备的需求就达到近 5500 台

非苹果机型出货量预测				
品牌	出货量预测 (部)	金属机壳渗透率	金属机壳需求	对 CNC 机台需求 (台)
三星 Galaxy 系列	10000	50%	5000	3086
小米	6000	30%	1800	1111
华为	9000	20%	1800	1111
联想	8000	20%	1600	988
中兴	7000	10%	700	324
酷派	7000	5%	350	162
TCL	3000	5%	150	69
金立	3000	5%	150	69
Oppo	3000	5%	150	69
ALL	56000		11700	5417

数据来源: Digitimes, 公开资料, 安信证券研究中心预测

2. CNC 设备前瞻性布局, 保证未来 3 年盈利空间

2.1. CNC 加工保证盈利空间, 前瞻性布局成为大客户首选

公司前瞻性布局金属精密结构件加工, 在技术工艺, 客户服务, 产能储备和多样化加工方面都已经具备坚实基础, 与同类精密结构件公司相比, 在几项指标中都处于优势。从国产化手机崛起和公司大客户三星采用金属机壳意愿强烈的大背景下, 公司的加工服务和技术工艺的前瞻性布局都将帮助公司提前受益。

1、公司选择高端金属机壳工艺进行投资, 保证 3 年盈利空间。公司前瞻性布局, 选择了投资金额巨大, 并且盈利空间巨大的高端金属机壳。公司业务投资布局高端 CNC 加工,

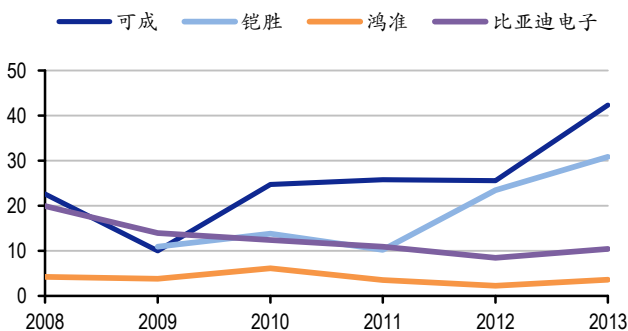
前期良率爬坡阶段毛利率还在消化过程中,随着良率爬坡结束后,CNC 毛利率将达到 40% 以上。由于工艺难度较高,产能供给紧张,因此长期毛利率和 ROE 盈利水平都比较稳定。BYD 之前为 HTC M8 制造机壳,由于良率一直不达预期,最后失去了后续合作机会。公司前期在三星 Galaxy Gear 和联想订单的工艺水平受到客户认可。

图 13: 机壳加工工艺层次分级预测

市场份额	关键材料	工艺	手机产品均价 (美元)	主要厂商	平均毛利率(%)
20%	铝	挤压件/ 数控加工	25-35	可成、鸿准、铠胜	30-45
30%	铝/镁/ 塑料/碳 纤维	冲压/压 铸/注塑	8-25	巨腾、比亚迪电子	25
50%	塑料	注塑	4-7	捷普、鸿海、赫比	15-20

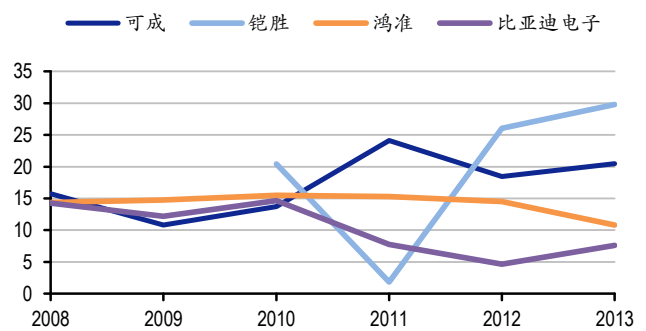
数据来源: 公开资料安信证券研究中心整理

图 14: 可成, 铠胜 13 年加工毛利率 (%) 在 30%-40%



数据来源: 公开资料公司财报安信证券研究中心

图 15: CNC 加工前四大公司 ROE (%) 多在 10% 以上



数据来源: 公司财报安信证券研究中心

2、公司贴近国产客户服务,与三星苹果等大客户具有良好合作基础。从国产智能终端厂商角度出发,精密结构件加工公司的服务速度和合作基础将是订单是否达成的重要条件。公司在昆山、深圳和东莞三地布局,贴近国内客户服务,可以实现前段设计的沟通改进,以及后段服务的跟进。公司之前和苹果、三星都具有良好的合作基础,客户口碑很好,在之后的精密结构件新项目中,公司有望获得更高份额或进入新项目。

3、公司大胆进行产能储备,在国内同业公司处于领先水平,成为大客户金属外观件和结构件供应商的最优备选。公司目前 CNC 产能为 1200 台,预计 14 年底将扩充到 2000 台,相较于劲胜股份现有的 600 台 CNC 设备,产能储备更为充分。大客户在考虑供应商备选的时候,会优先考虑能够提供充足 CNC 产能,完成订单的厂商,由于单机出货量处于上升趋势,产能储备成为精密结构件厂商的竞争力之一。

4、公司不仅在 CNC 加工进行技术储备,还对于金属外观件和结构件的客制化工艺进行了储备。从调研得知,公司目前拥有压铸机 6 台,注塑机 20 多台,CNC 设备 1000 台,我们预计年底有望分别要扩到 12 台,30 台和 2000 台。压铸机和注塑机针对金属结构件中不同设计需求,增加金属中框和结构件的附加值。

图 16: 多样化工艺提升产值附加值

产值: 万元	目前 (台)	规划 (台)	单机理论 年产值	目前理论总 产值	规划理论 总产值
CNC	1000	2000	100-120万	110000	220000
注塑机	20	30	4000万	80000	120000
压铸机	6	12	2800万	16800	33600
总共				206800	373600

数据来源: 公开资料安信证券研究中心(按照行业产值情况预估, 不代表公司实际情况)

2.2. 公司引入四轴 CNC 加工机器领先行业水平

公司不仅在模具和全制程加工方案进行了丰富储备, 在加工的瓶颈部分 CNC 设备也实现了前瞻性布局。公司具有行业前瞻性, 敢于在关键技术项目上大力投资。公司计划在即将再投入的 CNC 机台中, 30%-40%将购买四轴 CNC 加工机台, 在加工精度和可加工难度上高于一般精密加工公司。

消费电子的设计目前都在向轻薄化, 弧度可贴合的形态发展, 公司提前布局四轴 CNC 可以尽快提升自己在 2.5D 到 3D 精密制造领域的话语权。公司产用采用四轴 CNC 加工设备后, 对于有弧度设计的外形加工自由度更高, 光洁度也更好, 具有较好的加工表面质量。同时 CNC 加工的时长也会较传统三轴 CNC 降低 30%。

行业内富士康已经在和业内公司联合开发五轴联动 CNC, 因此行业发展方向是向更精密化复杂化的设备进化。四轴 CNC 机台在原有三轴 CNC 基础上增加一个旋转轴构成, 可以实现较为复杂零件的连续加工, 可以提高加工表面质量和加工效率, 价格也高于传统的三轴 CNC 加工机台。

图 17: 多轴加工 CNC 机台的对比

	三轴CNC	四轴CNC	五轴CNC
定义	x,y,z三个轴, 实现机械自由度	在三轴CNC的基础上增加一个旋转轴构成	在四轴CNC基础上再增加一个旋转轴
实现功能	适应的加工工序是铣、钻、攻丝等常见功能	实现较为复杂零件的连续加工	是发电、船舶、航天航空、模具、精密仪器等民用工业和军工部门迫切需要的关键加工设备
加工区别	X轴是指工作台的方向, Y轴是主轴箱上下运动方向, Z轴一般是镗杆或铣头的进给方向	四轴加工使刀具具有了更大的自由度来避免加工中的干涉现象; 其次, 由于刀具在加工中能够相对于加工表面处于一个有利的加工位置, 因而具有较好的加工表面质量; 更重要的是, 由于刀具运动自由度的增加, 可以采用更高效的刀具轨迹控制计算, 从而提高了加工效率	五轴加工的自由度更多, 可用刀具最佳几何形状进行切削, 不仅光洁度高, 而且效率也大幅提高, 一台五轴联动的 CNC 机床效率相当于两台三轴联动的 CNC
价格		国产的四轴CNC一般价格在30万元/台左右, 台湾产四轴CNC大约40万/台, 进口的更贵	增加一轴增加5万
供需情况	国产占比70%	国产和进口都有	依赖进口

数据来源: 公开资料 安信证券研究中心

3. 公司加强自动化生产, 实现从模具设计到表面处理一体化制程

3.1. 公司模具设计水平先进, 实现从模具到表面处理全加工流程

长盈精密公司的模具设计水平高于行业平均, 模具设计决定后续制造工艺的良率和最终产品质量。公司昆山长盈和东莞长盈拥有表面处理的后续工艺, 使公司整体金属结构件

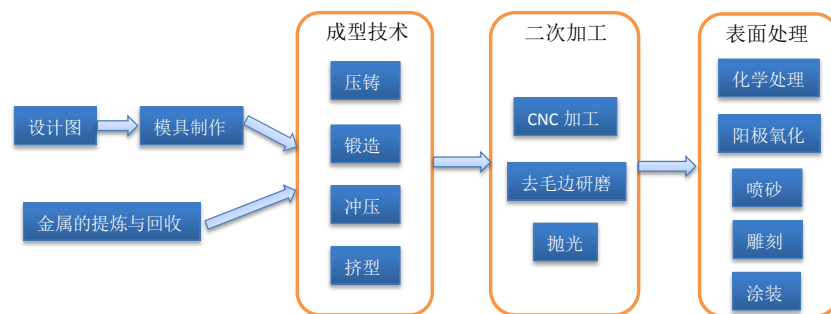
制造制程完备，获得核心竞争力，并受到大客户青睐。

公司模具设计速度和质量都高于行业平均水平，受到大客户认可。公司的模具设计最快可以在 2 天内完成，从设计到制作完成总体需要 10 天。从模具设计到量产需要 20 天，远高于行业 30-40 天水平。而模具设计质量也受到全球前两大消费电子客户的认可。

精密结构件公司最重要的是模具设计能力和一体化生产能力。模具设计和制造的难度主要在于缩短模具的制造周期和模具的精度和寿命。对于压铸模具来说，具体在于：压铸模的设计应尽可能合理。模具斜度值、型腔壁面的倒角、浇注系统等设计的合理性直接影响到金属液在模具中的形态，进而对制作出来的铸件质量产生影响。

公司在模具设计和制造基础上，还加强了阳极氧化的表面处理工艺。阳极氧化是以工件为阳极，在外加电压的作用下，在一定温度的溶液中进行电化学反应，在工件表面产生氧化膜的工艺。阳极氧化的主要目的是提高合金的表面硬度和耐磨性，经过阳极处理后的合金还具有耐腐蚀性强、尺寸精密度高、脆性好等特性。阳极氧化工艺直接关系到机壳的抗磨损性能，要形成均匀、厚度符合标准的氧化膜，对于溶液的浓度和氧化时间控制要求较高，在实施的过程中有一定的难度。

图 18：金属外观件和结构件加工工艺流程



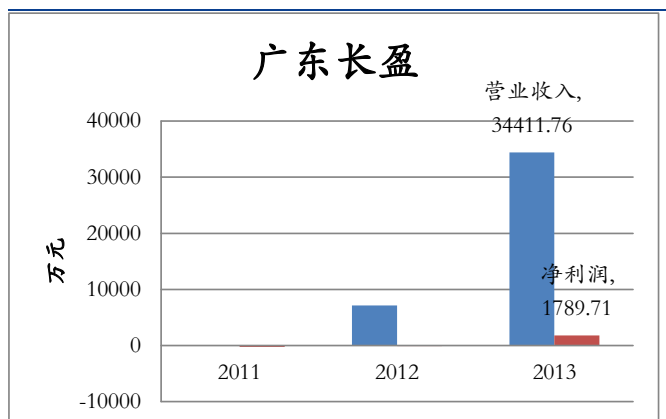
数据来源：公开资料 安信证券研究中心

3.2. 子公司实现阳极氧化，加强后段表面处理

公司在增加产能提高 CNC 加工水平的同时，还进一步进行电镀、阳极氧化和喷涂等表面处理工艺的垂直整合。昆山长盈和东莞长盈将具备后段表面处理的能力：其中昆山长盈已经拿到批文，开始建设，东莞长盈将具备全制程工艺。昆山长盈 2013 年收购泰博电子，加强阳极氧化自动化进程。泰博电子具备先进工艺和多年的研发生产经验，配备了包含自行设计装备的自动化阳极氧化生产线在内的金属外观件全制程工艺。

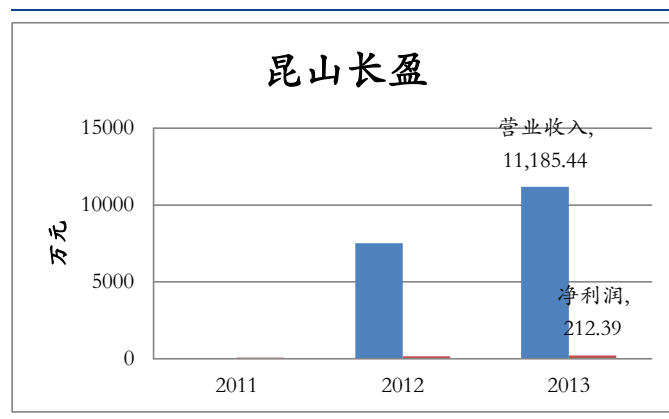
公司提高表面处理能力，为将来承接高端客户金属外观件做准备。后段表面处理的工序为：喷涂→阳极→电镀→转印→PVD→NCVM。其中阳极氧化是将即刻作为阳极施加电流产能电解氧化，使机壳表面形成具附着力佳、致密且稳定的氧化层，此膜层坚硬并可防治腐蚀，具绝缘性与耐刮性。另外也可以在铝氧化膜表面染上各种颜色，达到装饰效果。

图 19: 广东长盈营收净利一览



数据来源: Wind 安信证券研究中心

图 20: 昆山长盈营收净利一览



数据来源: Wind 安信证券研究中心

3.3. 提前布局自动化生产, 开拓未来消费类机器人领域

经过 2013 年国产智能手机树立品牌公信力之后, 紧跟苹果三星的中高端市场不再被索尼等国际品牌占有, 中国国产品牌异军突起, 体现了良好的硬件终端设计能力。13 年是国产智能手机试水的一年, 14 年将是国产智能手机正式放量的一年。

国产手机 2014 年将采用不同的战术, 从之前的多机型小批量试水市场到现在的少机型, 多批量的放量生产, 对于供应链来讲, 具有自动化生产能力的厂商将体现优势。从产业链来看, 目前国产机单机数量上升很快, 预计可达到 3、400 万, 这对公司 CNC 使用效率及毛利率提升很有帮助, 可以使 CNC 净利率在 20% 以上。多批量的放量生产, 可以大规模的采用自动化生产, 减少调试次数, 从而减少人工成本, 实现盈利能力的提高和交货周期的缩短。

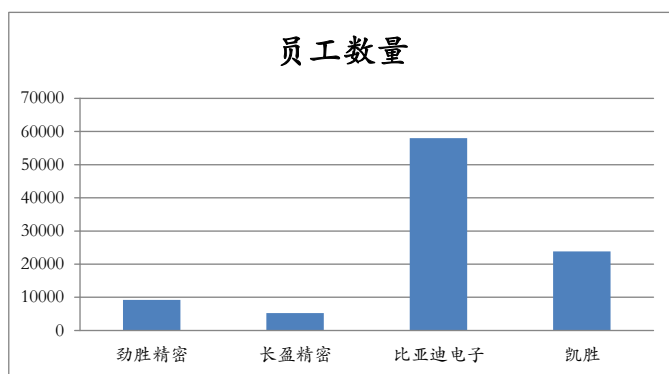
图 21: 国产机 2014 年销量目标 (台)

品牌	出货量目标与预测
小米	6000
华为	9000
联想	8000
中兴	7000
酷派	7000
TCL	3000
金立	3000
Oppo	3000
ALL	46000

数据来源: 公开资料 新闻 安信证券研究中心预测

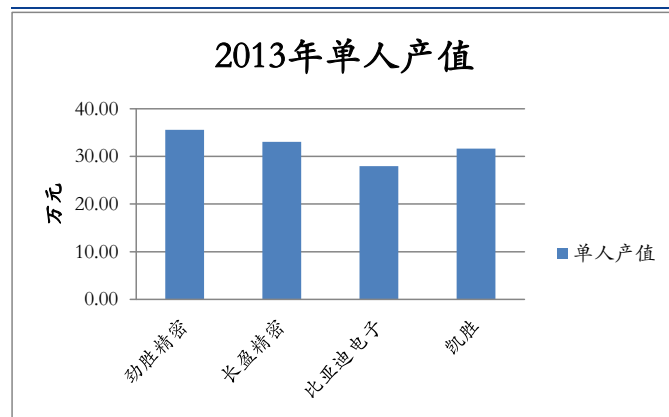
公司一直在布局消费电子自动化路线。公司 14 年将对加大自动化设备投入和整合, 把自动化和智能生产设备作为未来经营发展方向之一, 既满足自身需求又实现设备业务的拓展。公司将对现有自动化设备开发部门进行整合, 增加人力和资金投入, 引入机器人、机械手的作业方式, 扩大产线自动化生产的比例, 降低对人工的依赖。同时还将利用公司强大的精密零件加工优势, 开发生产工业自动化设备和工业智能生产装备。

图 22: 长盈精密员工数量在产能 1000 台时为同业最低



数据来源: wind 安信证券研究中心

图 23: 长盈精密单人产值高于金属机壳同业竞争者



数据来源: wind 安信证券研究中心

4. 投资建议

长盈布局完整,自去年四季度开始已经迎来拐点,目前各项产能均满产,模具自动化水平得到消费电子第一大客户高度认可,并且是公司其他业务拓展的基础;提升单机产值,CNC是大年,目前公司订单饱满,以联想、金立、oppo、步步高为主,并且不再是以前多品种小批量。国产机单机数量上升很快,单机数量上升后,CNC净利率可达到20%以上;公司着手消费类机器人生产,并将其作为战略发展方向。一季度公司净利增速超过营业收入增速,全年有望实现净利和营业收入的同步增长。公司EPS 14-16年预测为:1.39, 2.11 和 2.78 元,同比增长 61.62%, 51.79%和 31.75%。给予买入-A 评级,给予目标价 52.75 元,相当于 2015 年 25xPE。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年05月05日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,221.9	1,725.7	2,586.7	3,635.3	4,770.8	成长性					
减:营业成本	827.9	1,169.8	1,738.3	2,408.4	3,160.2	营业收入增长率	56.0%	41.2%	49.9%	40.5%	31.2%
营业税费	9.3	15.0	20.6	29.4	39.3	营业利润增长率	19.4%	20.1%	60.8%	54.0%	32.2%
销售费用	13.9	21.5	32.1	43.8	58.7	净利润增长率	17.9%	18.2%	61.5%	52.1%	31.8%
管理费用	148.2	237.1	350.8	477.8	643.2	EBITDA 增长率	35.9%	38.9%	50.4%	49.3%	27.4%
财务费用	3.0	19.6	28.0	37.0	27.2	EBIT 增长率	30.6%	27.5%	59.6%	52.6%	28.9%
资产减值损失	8.6	7.8	7.2	7.9	7.9	NOPLAT 增长率	29.7%	27.7%	59.9%	52.6%	29.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	79.6%	23.0%	44.4%	13.7%	17.6%
投资和汇兑收益	1.3	0.1	0.5	0.6	0.4	净资产增长率	15.7%	15.1%	19.0%	24.6%	26.6%
营业利润	212.4	255.0	410.2	631.6	834.8	利润率					
加:营业外净收支	9.5	8.3	9.7	10.3	10.1	毛利率	32.2%	32.2%	32.8%	33.8%	33.8%
利润总额	221.9	263.3	419.9	641.9	844.9	营业利润率	17.4%	14.8%	15.9%	17.4%	17.5%
减:所得税	30.6	36.0	56.6	86.5	112.7	净利率	15.3%	12.8%	13.8%	15.0%	15.0%
净利润	187.5	221.7	358.0	544.5	717.8	EBITDA/营业收入	21.6%	21.3%	21.4%	22.7%	22.0%
						EBIT/营业收入	17.6%	15.9%	16.9%	18.4%	18.1%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	102	148	143	123	103
货币资金	303.8	235.4	206.9	290.8	381.7	流动营业资本周转天数	148	116	117	116	113
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	342	240	210	199	196
应收帐款	303.1	386.8	472.2	746.0	950.8	应收帐款周转天数	67	72	60	60	64
应收票据	116.4	141.4	245.0	371.7	373.2	存货周转天数	81	73	69	66	65
预付帐款	11.0	8.7	230.2	39.0	241.2	总资产周转天数	520	454	382	340	310
存货	316.6	386.3	610.3	730.7	993.9	投资资本周转天数	312	317	285	256	226
其他流动资产	36.6	56.5	31.0	41.4	43.0						
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	12.5%	12.9%	17.4%	21.3%	22.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	9.5%	9.7%	11.6%	14.9%	16.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	24.5%	17.4%	22.6%	23.9%	27.2%
固定资产	511.5	903.3	1,155.8	1,327.7	1,393.7	费用率					
在建工程	278.3	93.5	118.0	95.4	39.1	销售费用率	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
无形资产	47.8	46.1	44.2	42.3	40.4	管理费用率	12.1%	13.7%	13.6%	13.1%	13.5%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	财务费用率	0.2%	1.1%	1.1%	1.0%	0.6%
资产总额	2,012.6	2,341.6	3,143.3	3,715.8	4,487.9	三费/营业收入	13.5%	16.1%	15.9%	15.4%	15.3%
短期债务	201.5	203.2	394.2	431.6	310.5	偿债能力					
应付帐款	216.2	274.5	453.1	584.5	783.6	资产负债率	24.1%	24.9%	33.4%	29.8%	26.4%
应付票据	2.9	5.7	0.5	11.0	5.5	负债权益比	31.7%	33.1%	50.2%	42.4%	35.8%
其他流动负债	-	-	-	-	-	流动比率	2.26	2.12	1.97	2.01	2.53
长期借款	-	2.0	136.7	-	-	速动比率	1.60	1.45	1.30	1.35	1.69
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	71.65	14.01	15.64	18.07	31.71
负债总额	484.9	582.8	1,050.0	1,107.0	1,184.0	分红指标					
少数股东权益	37.0	72.5	77.9	88.8	103.2	DPS(元)	0.10	-	0.11	0.15	0.14
股本	258.0	258.0	258.0	258.0	258.0	分红比率	13.8%	0.0%	8.2%	7.3%	5.2%
留存收益	1,232.8	1,428.7	1,757.3	2,262.0	2,942.7	股息收益率	0.3%	0.0%	0.3%	0.4%	0.4%
股东权益	1,527.7	1,758.8	2,093.2	2,608.8	3,303.9						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	191.3	227.3	358.0	544.5	717.8	EPS(元)	0.73	0.86	1.39	2.11	2.78
加:折旧和摊销	77.9	151.4	114.2	156.0	188.4	BVPS(元)	5.78	6.54	7.81	9.77	12.41
资产减值准备	8.6	7.8	-	-	-	PE(X)	51.9	43.9	27.2	17.9	13.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.5	5.8	4.8	3.9	3.0
财务费用	7.4	20.0	28.0	37.0	27.2	P/FCF	-35.2	-110.1	-164.7	85.4	85.5
投资损失	-1.3	-0.1	-0.5	-0.6	-0.4	P/S	8.0	5.6	3.8	2.7	2.0
少数股东损益	3.8	5.6	5.4	10.9	14.4	EV/EBITDA	25.6	26.5	18.4	12.1	9.3
营运资金的变动	-143.2	-98.6	-414.1	-184.4	-475.5	CAGR(%)	42.7%	47.7%	31.7%	42.7%	47.7%
经营活动产生现金流量	147.9	303.4	91.0	563.4	471.8	PEG	1.2	0.9	0.9	0.4	0.3
投资活动产生现金流量	-547.8	-309.2	-388.9	-302.9	-195.7	ROIC/WACC	3.1	2.2	2.9	3.1	3.5
融资活动产生现金流量	108.5	-60.9	269.4	-176.7	-185.3	REP	1.6	2.6	1.5	1.2	0.9

数据来源: 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 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

赵晓光声明, 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	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	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： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

