

2016年10月28日

公司研究

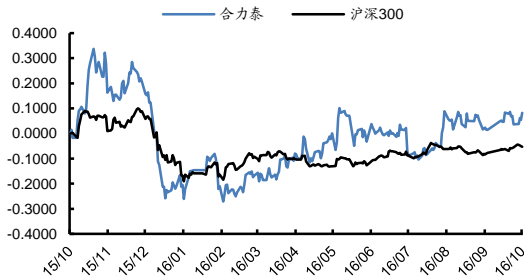
评级：买入

研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn
联系人：凌琳 S0350116080013
18201805368

供应链管控王者，层次化客户资源优势明显 ——合力泰（002217）三季度报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
合力泰	6.1	16.4	5.3
沪深300	3.4	3.7	-5.2

市场数据

2016/10/28

当前价格(元)	16.32
52周价格区间(元)	10.65 - 20.86
总市值(百万)	22617.34
流通市值(百万)	6329.51
总股本(万股)	142247.42
流通股(万股)	39808.25
日均成交额(百万)	170.75
近一月换手(%)	34.14

相关报告

《合力泰（002217）动态研究：联合汉朔，电子价签新蓝海（增持）*电子行业*王凌涛》——2015-08-25

《ST合泰（002217）复牌点评：再下三城，快速构建纵深型制造平台（买入）*电子行业*王凌涛》——2015-02-13

《ST合泰（002217）三季度报点评：依托平台优势，业绩稳健增长（买入）*电子行业*王凌涛》——2014-10-22

《*ST合泰事件点评：布局可穿戴逐步发酵，估值提升空间明确（买入）*电子行业*孔令峰、王凌涛》——2014-07-28

事件：

合力泰10月27日晚发布三季度报：公司2016年前三季度实现营业收入77亿，同比增长166.56%，营业利润6.048亿，同比增长238.06%，归属母公司股东的净利润5.78亿元，同比增长235.18%。

投资要点：

- **三季度业绩靓丽，低估的电子零部件龙头** 公司前三季度业绩符合市场预期，并且基本是之前三季度业绩预告的上限，这一结果进一步夯实了公司今年全年实现8亿左右利润预期的基础。按照我们对合力泰今年8.05亿，明年12.9亿左右的业绩预估，公司当前市值对应2016-2017年估值约28.81、18.03倍，估值低于A零组件同行业其他公司30%以上，是真正被低估的A股电子零部件龙头上市公司。
- **产业链布局纵深，优质的复合型平台类公司** 合力泰是一家以产业链纵深长度见长的平台类公司，目前已经完成触控、显示、电子纸、模组、摄像头、背板、FPC、SMT的超长产业链布局，产链长度堪称国内首屈一指。此外，与同行业的其他上市公司不同，公司的客户资源非常丰富且均衡，从一线国际客户、国内大牌品牌商，二三线小品牌与ODM厂商均有覆盖，完全没有大客户依赖问题。现在国内智能终端零组件的公司之争已经进入拼供应链管理与客户资源的时代，而这两项恰恰是合力泰的至强之处。
- **国产化助力公司发展，电子标签放量可期** 从中长线逻辑来看，未来全球智能手机产业链继续向中国转移、本土品牌与订单的聚合效应、以及中国品牌在非洲和南亚的快速扩张，这三大行业逻辑都将支持合力泰实现快速发展。公司今年在指纹以及摄像头领域的快速铺量有目共睹，双摄像头领域也有望实现突破。如双摄能在年底前实现送样，则将成为明年超预期的重要因素。此外，公司电子纸标签已开始在国内各大超市应用，接下来在线下线上与物流结合一体化的新零售2.0时代的逐步放量也非常值得期待。
- **盈利预测和投资评级：上调至买入评级** 公司今年业绩增长有目共睹，随着各条产品线的放量铺开，预计明年业绩仍将维持高速增长。目前市场对合力泰的主要担忧是在于10月和11月的小非解禁，我们认为无论是任何投资者，其对公司投资价值的根本判断还是基于

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

业绩与成长性，即使是过去的定增参与方，也一样会站在这一角度客观地判断公司的持有价值，而且去年比亚迪部品件由于未完成承诺业绩，对应解锁股权将延长至三年期才能解锁，实际的解禁压力比市场预期的要小。我们认为即使有少部分小非短期离场的冲击，但估值终将回归合理，同时公司的二期员工持股计划后续还将继续增持，这将为公司股价提供有力的安全垫。

我们预计公司 2016、2017 和 2018 年将实现净利润 8.05 亿、12.87 亿和 15.74 亿元，EPS 分别为 0.57、0.90、1.11 元，对应当前股价 PE 仅为 28.81、18.03 和 14.75 倍，给予买入评级。

■ **风险提示：**双摄像头销量不及预期；电子纸标签市场推进不及预期。

预测指标	2015A	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	4953.17	10936.61	18176.64	23629.63
增长率(%)	62.22%	120.80%	66.20%	30.00%
净利润（百万元）	218.11	805.76	1287.34	1573.71
增长率(%)	48.15%	269.44%	59.77%	22.25%
摊薄每股收益（元）	0.15	0.57	0.90	1.11
ROE(%)	3.94%	12.72%	16.89%	17.11%

资料来源：wind、国海证券研究所

表 1: 合力泰盈利预测表

证券代码:	002217.SZ				股价:	15.90	投资评级:	买入	日期:	2016/10/28	
财务指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值		2015A	2016E	2017E	2018E	
盈利能力					每股指标						
ROE	3.94%	12.72%	16.89%	17.11%	EPS		0.15	0.57	0.90	1.11	
销售毛利率	17.90%	17.90%	17.75%	17.50%	P/E		106.44	28.81	18.03	14.75	
销售净利率	4.38%	7.34%	7.05%	6.63%	P/B		4.20	3.66	3.05	2.52	
成长能力					P/S						
收入增长率	62.22%	120.80%	66.20%	30.00%			4.69	2.12	1.28	0.98	
利润增长率	47.52%	269.44%	59.77%	22.25%	资产负债表 (百万元)		2015A	2016E	2017E	2018E	
营运能力					货币资金						
总资产周转率	0.56	0.98	1.22	1.48	应收和预付款项		624.88	109.37	181.77	236.30	
应收账款周转率	2.49	2.75	3.06	3.40	存货		2497.30	4458.87	7104.62	7932.98	
存货周转率	3.00	3.63	3.83	4.42	其他流动资产		1354.45	2474.73	3900.99	4412.64	
偿债能力					长期股权投资						
资产负债率	37.72%	42.97%	48.83%	42.50%	投资性房地产		116.78	162.54	183.45	223.21	
流动比	1.46	1.52	1.57	1.89	固定资产和在建工程		7.90	7.90	7.90	7.90	
速动比	0.99	0.96	1.01	1.21	无形资产和开发支出		1.75	1.55	1.35	1.15	
利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	其他非流动资产		1644.65	1335.65	1025.59	706.90	
营业收入	4953.17	10936.61	18176.64	23629.63	资产总计		8883.82	11109.47	14887.26	15972.34	
营业成本	4066.48	8978.95	14950.29	19494.45	短期借款		1333	1519	2629	1226	
营业税金及附加	21.19	38.67	64.28	83.56	应付和预收款项		1694.44	3227.36	4611.11	5531.52	
销售费用	63.98	118.12	192.67	250.47	长期借款		27	28	30	31	
管理费用	351.80	678.07	1108.78	1465.04	其他负债		296.68	0.00	0.00	0.00	
财务费用	84.49	148.18	240.06	270.40	负债合计		3350.91	4774.22	7270.14	6788.18	
资产减值损失	190.94	32.65	33.71	42.34	股本		1422.47	1422.47	1422.47	1422.47	
投资收益	49.28	0	0	0	资本公积		3576.91	3576.91	3576.91	3576.91	
公允价值变动损益	0	0	0	0	留存收益		531.27	1337.03	2624.37	4198.08	
其他经营损益	0	0	0	0	归属母公司股东权益		5530.65	6336.41	7623.75	9197.46	
营业利润	223.58	941.96	1586.86	2023.38	少数股东权益		2.26	-1.16	-6.62	-13.30	
其他非经营损益	64.60	127.83	122.31	66.00	股东权益合计		5532.91	6335.25	7617.13	9184.16	
利润总额	288.18	1069.79	1709.17	2089.38	负债和股东权益总计		8883.82	11109.47	14887.26	15972.34	
所得税	71.00	267.45	427.29	522.34	现金流量表 (百万元)		2015A	2016E	2017E	2018E	
净利润	217.18	802.34	1281.87	1567.03	经营性现金净流量		236.65	-558.19	-1022.97	1506.79	
少数股东损益	-0.93	-3.42	-5.46	-6.68	投资性现金净流量		-967.53	95.87	91.73	49.50	
归属母公司股东净利	218.11	805.76	1287.34	1573.71	筹资性现金净流量		1389.31	-53.20	1003.64	-1501.76	
						现金流量净额		658.68	-515.51	72.40	54.53

资料来源: wind、国海证券研究所

【电子元器件组介绍】

王凌涛，资深电子行业分析师，证券行业从业近 5 年，具有丰富的实业工作经历，熟悉电子行业供应链脉络，深入研究，扎实审慎。

凌琳，华东师范大学微电子学士，金融硕士，2016 年加入国海证券。

李彪，5 年半电子行业工作经验，1 年证券行业从业经验，擅长产业链调研，基本面研究

【分析师承诺】

王凌涛，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己

的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。