

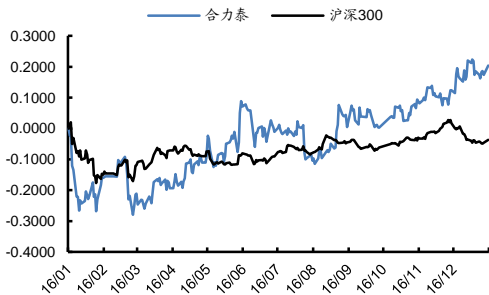
研究所

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

员工持股计划购买完成，奠定新年起点

——合力泰（002217）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|-------|------|------|-------|
| 合力泰 | 7.2 | 20.1 | 8.4 |
| 沪深300 | -5.3 | 2.7 | -10.4 |

市场数据

| 市场数据 | 2017/01/03 |
|------------|---------------|
| 当前价格（元） | 18.36 |
| 52周价格区间（元） | 10.65 - 19.43 |
| 总市值（百万） | 26116.63 |
| 流通市值（百万） | 8567.43 |
| 总股本（万股） | 142247.42 |
| 流通股（万股） | 46663.55 |
| 日均成交额（百万） | 153.31 |
| 近一月换手（%） | 42.51 |

相关报告

《合力泰（002217）三季报点评：供应链管控王者，层次化客户资源优势明显》——2016-10-28

《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

事件：

公司近日发布公告，截至2016年12月30日，公司第二期员工持股计划通过二级市场购买的方式完成了股票购买：共计购买本公司股票7,574,456股，买入均价17.39元/股，占公司总股本的比例为0.53%，其中大宗交易买入3,400,000股，占公司总股本0.24%，成交均价16.7元/股。

投资要点：

■ **低估值零部件龙头，员工持股计划奠定新年起点** 自11月中下旬以来，随着创业板的调整，TMT板块、成长股普遍进入深度回调的下行周期，而合力泰却能够一枝独秀稳健上行，员工持股计划的加持固然功不可没，更为重要的在于公司自身的成长得到兑现：公司前三季度实现营业收入77亿，同比增长166.56%，归属母公司股东的净利润5.78亿元，同比增长235.18%。以合力泰的行业地位和公司体量，交出这样一份成绩单，可谓非常优秀，这一结果进一步奠定了公司2016年全年实现8亿左右利润的预期。按照我们对合力泰今年8.05亿，明年12.89亿的业绩预估，公司当前市值对应2016-2017年估值约32.54、20.35倍，是A股中真正的低估值零部件龙头公司，静态估值低于同行业公司30-60%左右，静态估值的差距恰恰也是合力泰相对其他电子白马更为抗跌的关键要素之一。

■ **产业链布局纵深，应以整体思路来考量此类平台型公司** 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。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部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。市场对于合力泰最大的关注可归结为两点：1. 这种模式下，合力泰明年高成长是否可以复制。2. 合力泰偏制造、拼管理的业务模式应该给予多少动态估值？这两个问题其实相辅相成：兑现成长，就没有问题1的忧虑；比行业竞争对手做得好，或者说做到对手做不到的（利润水平或盈利能力），合力泰自然应享有比对手更高的估值，问题2自然也不是问题。

《*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

- **“铸造”合力泰与众不同的两个关键要素** 我们认为对合力泰的理解应从两个维度入手：第一维，合力泰的优势在于产业链长度和管理扁平化，合力泰在这两方面都做得很优秀，可以说在现有产品领域这两方面都做到了极致，所以合力泰能以非常有竞争力的低成本实现产品批量化稳定供应。第二维，一二三线客户同一化覆盖的多层化客户结构，这个与其他任何国内竞争对手都不一样，合力泰从二三线供应到一二三线的一体化发展历程，是其独有路径与我国智能终端零组件产业快速发展时代背景下的特定产物，是公司狼性管理与激励策略有机结合的优良结晶。这些管理模式和成长历程在目前已经胜者恒强，强者通吃的集聚化背景下，无论是竞争对手还是产业新入者都不可能轻易复制。
- **盈利预测和投资评级：维持买入评级** 从中长线逻辑来看，未来全球智能手机产业链进一步向中国转移、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。而合力泰在双摄和电子纸标签方向的成长放量则是近几个月值得重点关注的成长要素。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 32.4、20.3 和 16.6 倍，维持买入评级。
- **风险提示：**智能终端市场触控与现实应用技术出现较大变化，双摄像头达产时间与销量不及预期；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：公司数据、国海证券研究所

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%。

表 1: 合力泰盈利预测表

| 证券代码: | 002217.SZ | | 股价: | 18.36 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2017/01/03 | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 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 | 119.74 | 32.41 | 20.29 | 16.60 |
| 销售净利率 | 4.38% | 7.34% | 7.05% | 6.63% | P/B | 4.72 | 4.12 | 3.43 | 2.84 |
| 成长能力 | | | | | P/S | 5.27 | 2.39 | 1.44 | 1.11 |
| 收入增长率 | 62.22% | 120.80% | 66.20% | 30.00% | | | | | |
| 利润增长率 | 47.52% | 269.44% | 59.77% | 22.25% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 资产负债表(百万元) | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 总资产周转率 | 0.56 | 0.98 | 1.22 | 1.48 | 货币资金 | 624.88 | 109.37 | 181.77 | 236.30 |
| 应收账款周转率 | 2.49 | 2.75 | 3.06 | 3.40 | 应收和预付款项 | 2497.30 | 4458.87 | 7104.62 | 7932.98 |
| 存货周转率 | 3.00 | 3.63 | 3.83 | 4.42 | 存货 | 1354.45 | 2474.73 | 3900.99 | 4412.64 |
| 偿债能力 | | | | | 其他流动资产 | 116.78 | 162.54 | 183.45 | 223.21 |
| 资产负债率 | 37.72% | 42.97% | 48.83% | 42.50% | 长期股权投资 | 7.90 | 7.90 | 7.90 | 7.90 |
| 流动比 | 1.46 | 1.52 | 1.57 | 1.89 | 投资性房地产 | 1.75 | 1.55 | 1.35 | 1.15 |
| 速动比 | 0.99 | 0.96 | 1.01 | 1.21 | 固定资产和在建工程 | 1644.65 | 1335.65 | 1025.59 | 706.90 |
| | | | | | 无形资产和开发支出 | 2482.29 | 2451.95 | 2421.60 | 2391.26 |
| | | | | | 其他非流动资产 | 153.83 | 106.91 | 60.00 | 60.00 |
| | | | | | | | 11109.4 | 14887.2 | |
| 利润表(百万元) | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E | 资产总计 | 8883.82 | 7 | 6 | 15972.34 |
| | | 10936.6 | 18176.6 | 23629.6 | | | | | |
| 营业收入 | 4953.17 | 1 | 4 | 3 | 短期借款 | 1333 | 1519 | 2629 | 1226 |
| | | | 14950.2 | 19494.4 | | | | | |
| 营业成本 | 4066.48 | 8978.95 | 9 | 5 | 应付和预收款项 | 1694.44 | 3227.36 | 4611.11 | 5531.52 |
| 营业税金及附加 | 21.19 | 38.67 | 64.28 | 83.56 | 长期借款 | 27 | 28 | 30 | 31 |
| 销售费用 | 63.98 | 118.12 | 192.67 | 250.47 | 其他负债 | 296.68 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 351.80 | 678.07 | 1108.78 | 1465.04 | 负债合计 | 3350.91 | 4774.22 | 7270.14 | 6788.18 |
| 财务费用 | 84.49 | 148.18 | 240.06 | 270.40 | 股本 | 1422.47 | 1422.47 | 1422.47 | 1422.47 |
| 资产减值损失 | 190.94 | 32.65 | 33.71 | 42.34 | 资本公积 | 3576.91 | 3576.91 | 3576.91 | 3576.91 |
| 投资收益 | 49.28 | 0 | 0 | 0 | 留存收益 | 531.27 | 1337.03 | 2624.37 | 4198.08 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司股东权益 | 5530.65 | 6336.41 | 7623.75 | 9197.46 |
| 其他经营损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 2.26 | -1.16 | -6.62 | -13.30 |
| 营业利润 | 223.58 | 941.96 | 1586.86 | 2023.38 | 股东权益合计 | 5532.91 | 6335.25 | 7617.13 | 9184.16 |
| | | | | | | | 11109.4 | 14887.2 | |
| 其他非经营损益 | 64.60 | 127.83 | 122.31 | 66.00 | 负债和股东权益总计 | 8883.82 | 7 | 6 | 15972.34 |
| 利润总额 | 288.18 | 1069.79 | 1709.17 | 2089.38 | 现金流量表(百万元) | 2015A | 2016E | 2017E | 2018E |
| 所得税 | 71.00 | 267.45 | 427.29 | 522.34 | 经营性现金净流量 | 236.65 | -558.19 | -1022.97 | 1506.79 |
| 净利润 | 217.18 | 802.34 | 1281.87 | 1567.03 | 投资性现金净流量 | -967.53 | 95.87 | 91.73 | 49.50 |
| 少数股东损益 | -0.93 | -3.42 | -5.46 | -6.68 | 筹资性现金净流量 | 1389.31 | -53.20 | 1003.64 | -1501.76 |
| 归属母公司股东净利 | 218.11 | 805.76 | 1287.34 | 1573.71 | 现金流量净额 | 658.68 | -515.51 | 72.40 | 54.53 |

资料来源: 公司数据、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。

【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唯一参考因素，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。