

# 劲胜精密 (300083)

证券研究报告

2017年01月20日

## 主业边际改善，玻璃设备打开成长空间

### 玻璃精雕机接力 CNC 高成长，热弯机打开新成长空间

1) 消费电子玻璃升级之势确立，玻璃新增需求来自双面玻璃+3D 曲面玻璃。我们测算 2016-2018 年背板/盖板玻璃的需求增速在 23%；其中 3D 玻璃需求增速在 109%。玻璃新增需求拉动设备新需求，玻璃精雕机+玻璃热弯机或进入设备采购高峰期，我们预计 2016-2018 当年新增精雕+热弯设备市场空间预计为 37 亿，49 亿和 74 亿元人民币。

2) 创世纪玻璃精雕机已完成大客户认证，开始供应大客户，今年预计可批量供应。热弯机预计 1 季度推出，凭借在设备领域技术+客户优势，预计能快速完成大客户突破。

3) 我们模型测算 16 年创世纪卖出 5k 台精雕机（大客户占一半），热弯机 100 台（参见报告最后一节业绩拆分部分）。精雕+热弯机贡献公司 17 年近 10 亿营收，1 亿+利润，是今年最大看点。

4) 创世纪主业金属 CNC 加工设备需求仍然旺盛，基于 1) 玻璃设备手机采用金属中框，其加工难度大，加工时间长，同样需要大量 CNC 机台；2) 目前大量中低端手机仍采用塑胶壳，明年塑胶壳向金属壳\玻璃壳继续转移，推动 CNC 需求。预计 17 年可维持约 1 万台的销量。

### 主业边际改善，16Q4 业绩创新高，17 年大概率迎主业业绩拐点

1) 员工效率提升，16 年下半年通过精简员工，提供自动化率。

2) 管理团队调整，引进一批国内外一流企业金属、玻璃件管理团队和技术团队，同时进行事业部管理班子人员调整。

3) 聚焦大客户，塑胶件业务摒弃低利润订单；金属件业务做进新大客户。经过以上调整，预计 17 年公司主业将不会对公司业绩形成拖累。

4) 公司 16Q4 利润 4.7kw-5.2kw，创 5 年新高，公司主业转好趋势明显。

### 股权激励彰显公司信心

公司去年 11 月公布股权激励方案，12 月方案落地，1 月股权全部认购完成：公司此次股权激励方案首次授予 856.7 万股，授予对象 108 万人，首次授予限制性股票解锁条件分别为：16-18 年净利润不低于 7000 万，3.5 亿和 3.8 亿，彰显公司中长期发展信心。

### 盈利预测与投资建议

我们看好公司未来 1-2 年的发展，上调此前盈利预期，预计 2016-2018 年公司实现净利润 1.29 亿，4.62 亿和 7.10 亿，17-18 年利润增速为 258%和 54%，对应 EPS 为 0.09,0.32 和 0.50 元。公司 17 年主业预计反转，玻璃精雕机、热弯机接力 CNC 成为创世纪新增长点，维持此前 14.4 元目标价，相当于 2017 年 44 倍 PE，维持“买入”评级。

**风险提示：**玻璃设备需求不及预期；公司主业经营情况不及预期

### 投资评级

行业	电子/电子制造
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	6.23 元
目标价格	14.4 元
上次目标价	14.4 元

### 基本数据

总股本(百万股)	1,423.58
流通股本(百万股)	1,130.28
总市值(百万元)	8,868.89
流通 A 股市值(百万元)	7,041.62
每股净资产(元)	3.56
资产负债率(%)	47.15
一年内最高/最低(元)	45.38/6.11

### 作者

农冰立	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516110006	
nongbingli@tfzq.com	
洪琪	联系人
hongqi@tfzq.com	

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

1 《劲胜精密-公司点评:玻璃加工设备接力 CNC，股权激励方案彰显信心》  
2016-11-28

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3,980.51	3,566.69	5,270.99	6,963.49	8,130.57
增长率(%)	21.43	(10.40)	47.78	32.11	16.76
EBITDA(百万元)	238.34	(302.37)	337.92	740.04	1,060.39
净利润(百万元)	74.35	(470.50)	128.99	462.05	709.90
增长率(%)	(41.69)	(732.85)	(127.42)	258.20	53.64
EPS(元/股)	0.05	(0.33)	0.09	0.32	0.50
市盈率(P/E)	119.29	(18.85)	68.76	19.19	12.49
市净率(P/B)	5.94	1.78	1.44	1.35	1.22
市销率(P/S)	2.23	2.49	1.68	1.27	1.09
EV/EBITDA	17.58	(51.69)	19.53	10.40	6.16

资料来源：wind，天风证券研究所

## 内容目录

<b>1. 公司基本情况:塑胶件龙头的涅槃重生</b>	<b>4</b>
1.1. 塑胶尚亏损, 金属刚起步, 目前创世纪是公司主要的利润来源	4
1.2. 当前时点为什么看好? 主业边际改善+创世纪打开新成长空间	5
<b>2. 消费电子外观升级, 玻璃加工设备是创世纪下一波大看点</b>	<b>6</b>
2.1. 玻璃创新场景 1: 双面玻璃	6
2.2. 玻璃创新场景 2: 2.5D&3D 玻璃	7
2.3. 玻璃创新对设备新需求	8
2.4. 国内领先的 CNC 设备商, 切入玻璃加工具有先天优势	11
2.5. 玻璃与金属不是此消彼长的关系, 是新增需求	12
<b>3. 公司主业 17 年大概率进入拐点</b>	<b>12</b>
3.1. 内部管理大换血	13
3.2. 股票激励方案彰显管理团队信心	14
3.3. 除了塑胶壳和金属壳还有什么? 玻璃&MIMS 件	14
<b>4. 盈利预测与投资建议</b>	<b>15</b>
核心假设与收入拆分:	15
盈利预测与投资建议:	16

## 图表目录

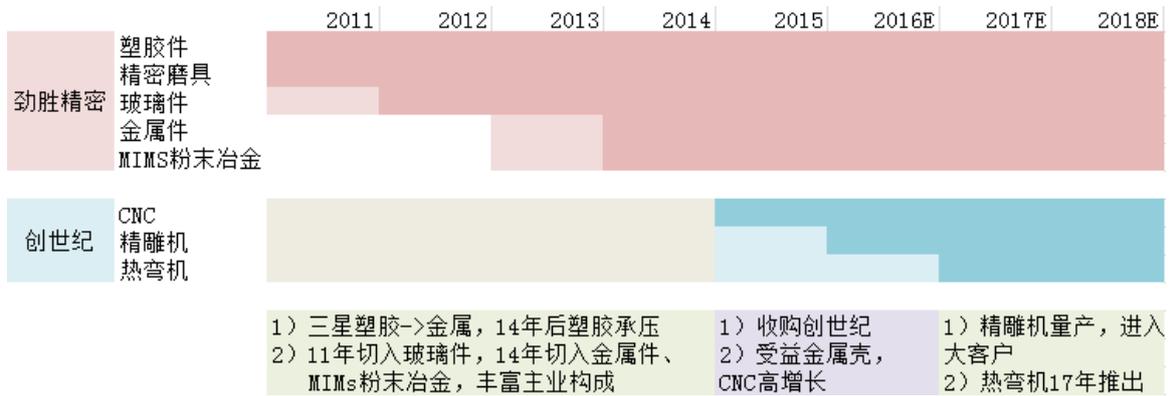
图 1: 公司主业发展历程.....	4
图 2: 公司 11-16Q3 年营业收入.....	5
图 3: 公司 11-16Q3 净利润.....	5
图 4: 从 2D 到 3D 玻璃外形变化.....	8
图 5: 三星曲面屏首席 Galaxy S7 Edge.....	8
图 6: 柔性 OLED 占比逐年提升.....	8
图 7: 年硬/软屏新增产能 ( 千平米/月 ) .....	8
图 8: 创世纪官网招聘热弯机工程师.....	11
图 9: 金属中框不是这种简单的金属边框 .....	12
图 10: 金属中框通过一整块航空铝经 CNC 加工而成, 结构复杂 .....	12
图 11: 公司 2015 年人均创收与竞争对手比较 .....	13
图 12: 公司 2015 年支付职工薪酬及员工成本 .....	13
图 13: 公司 11-16H1 管理费用率与竞争对手比较 .....	13
图 14: 公司 11-16H1 销售费用率与竞争对手比较 .....	13
图 15: 首次授予的限制性股票的解除限售期及各期解除限售时间安排 .....	14
图 16: 首次授予的限制性股票业绩考核标准 .....	14
图 17: 华清光学营收/利润情况 .....	15
图 18: 华晶粉末营收/利润情况 .....	15
表 1: 创世纪业绩承诺与实际完成业绩 .....	5
表 2: 近年来采用玻璃外壳的智能手机.....	7
表 3: 主要厂商手机 3D 玻璃/双面玻璃用量假设 .....	9
表 4: 玻璃市场需求数量 ( 亿片 ) .....	10
表 5: 精雕机/热弯机市场需求.....	10
表 6: 2013-2016 年主要国产品牌金属壳渗透率.....	12
表 7: 公司 CNC、玻璃设备产量及价格预测.....	15
表 8: 公司分业务营收预测 .....	16

## 1. 公司基本情况: 塑胶件龙头的涅槃重生

公司成立于 2003 年, 于 2010 年在深交所上市。公司传统主业是消费电子精密结构件制造, 产品类型从上市初期的塑胶件+精密磨具延伸到目前的塑胶件+金属件+玻璃件+粉末冶金+精密磨具等多元技术解决方案。

2015 年公司发行股份及支付现金作价 24 亿收购创世纪, 创世纪主要产品是以高速精密 CNC 加工中心机为主的各类高档数控机床, 旗下台群、宇德两大品牌, 设备主要对接长盈、比亚迪等消费电子金属结构件龙头。创世纪近年来受益于 1) 智能手机金属结构件渗透提速+2) 突破大客户, CNC 机需求旺盛, 营收利润高速增长; **新业务是玻璃精雕机+热弯机**, 公司精雕机已经量产, 受到大客户认可; 热弯机预计将于 17 年推向市场。

图 1: 公司主业发展历程



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 1.1. 塑胶尚亏损, 金属刚起步, 目前创世纪是公司主要的利润来源

14 年前公司营收连年高速增长主要受益于三星塑胶机壳高增长, 15 年起三星手机开始大规模始采用金属壳, 同时公司金属壳、玻璃壳等新业务处于起步阶段, 15 年 11 月并表的创世纪尚无法抵消公司亏损。公司 12-15 年分别实现营收 20.3 亿, 32.8 亿, 39.8 亿和 35.7 亿; 实现净利润 0.97 亿, 1.28 亿, 0.74 亿和-4.7 亿。

- 三星是公司 14 年以前最主要的客户 ( 主要供应塑胶壳 ), 11-14 年三星分别贡献营收 4.5 亿, 8.4 亿, 16.7 亿和 15.2 亿。占公司当年总营收的 34%, 41%, 51%和 38%。
- 15 年起, 三星金属壳占比快速提升 ( 三星金属壳手机渗透率由 2014 年的 3%提升至 2015 年的 30%+ ), 公司来自三星塑胶壳营收大幅下滑。对主业盈利能力带来较大冲击。
- 公司金属壳、玻璃壳等新业务处于起步阶段。此前由于规模、工艺限制, 盈利能力不及行业龙头。

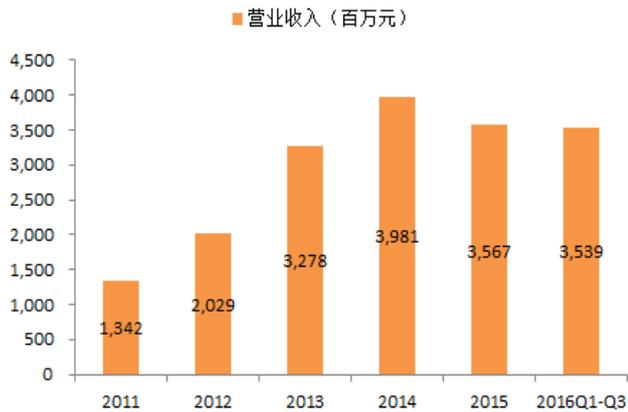
创世纪 2015 年 12 月并表, 其布局高速增长 CNC 设备, 13-15 年进入比亚迪电子、长盈精密等大客户, 两年间净利润由 3100 万增长至 2.55 亿。公司收购创世纪, 15-17 年承诺利润 2.3 亿、2.5 亿和 2.7 亿, 15 年创世纪实际实现利润 2.55 亿, 超出承诺利润; 16 年从前三季度情况看, 预计全年创世纪将继续超出此前承诺的 2.5 亿利润。受到创世纪业绩增厚, 公司于 2016 年已实现扭亏。

表 1: 创世纪业绩承诺与实际完成业绩

补偿期间	补偿承诺实现净利润 (亿元)	实际净利润
2015 年度	2.3	2.55
2016 年度	2.5	2.9+ (预计)
2017 年度	2.7	

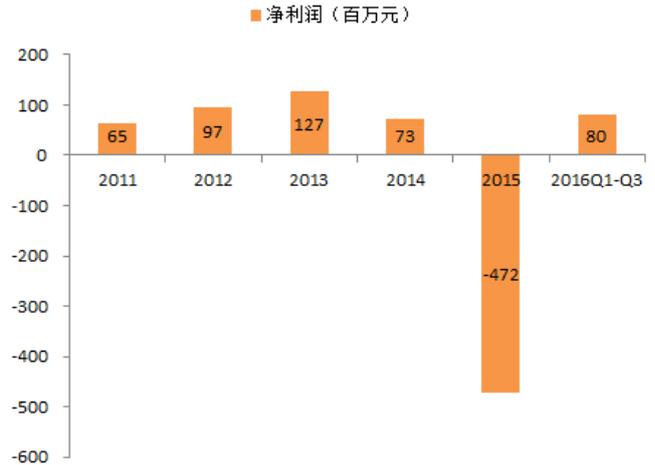
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 2: 公司 11-16Q3 年营业收入



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 3: 公司 11-16Q3 年净利润



资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

## 1.2. 当前时点为什么看好? 主业边际改善+创世纪打开新成长空间

### 主业边际改善

- 开展人员精简与调整, 提升设备自动化率, 大幅提升人均产出
- 公司 16 年引进一批国内外一流企业金属、玻璃件管理团队和技术团队
- 聚焦大客户, 提高订单质量
- 计提存货减值, 轻装上阵

### 创世纪打开新成长空间

#### 1) CNC 持续需求:

- 17 年 CNC 需求来自 1) 传统机器更新换代; 2) 国产中低端机型金属壳持续渗透; 3) 机型变革, CNC 加工时间变长, 对 CNC 数量需求提升
- 预计公司 CNC 业务可继续维持平稳增长

#### 2) 精雕机新增需求

- 智能手机趋势: 双面玻璃+3D 玻璃, 对设备需求大幅增加
- 公司精雕机已经进入大客户, 目前大客户对供应商认证要求极高, 只有 2-3 家精雕机供应商可以供给大客户, 公司技术壁垒、客户壁垒深厚, 有望伴随行业增长稳步增长

### 3) 热弯机

- 3D 玻璃需要热弯机，热弯机价值量是精雕机 3-4 倍以上
- 公司拥有自动化装备优势，热弯机 17 年初推出，有望率先实现热弯机大客户突破。

从公司 2016 年业绩预告情况看，2016 年全年公司预计实现营收 49.93-53.50 亿元，同比增长 40%-50%；实现净利润 1.27-1.32 亿。其中 2016Q4，公司实现净利润约 0.47-0.52 亿元，创公司近 5 年来新高，公司主业持续向好趋势明显。

## 2. 消费电子外观升级，玻璃加工设备是创世纪下一波大看点

### 2.1. 玻璃创新场景 1：双面玻璃

自从 iPhone 5 率先使用金属外壳开始，市场上掀起了一股金属外壳的审美潮流。然而无论是 iPhone 6s 和 iPhone 7，没有创新成为消费者最为诟病的问题。我们认为后盖采用玻璃可能是会带来显著销售增长的创新，我们从产业链得到验证，2.5D 玻璃后盖预计将是国际大客户新品将采用的方案。

#### 玻璃->金属->玻璃的轮换，为什么苹果会重新采用玻璃？

从智能手机信号接收的角度来看，随着无线充电、5G 等新型传输方式临近，无线频段越来越复杂，信号的屏蔽性成为金属机壳不可突破的瓶颈，手机背板材料非常有必要更换成非金属材料。目前能做手机外壳的非金属材料通常有聚碳酸酯（塑料）、玻璃、陶瓷、碳纤维等。在智能手机时代之前，几乎所有的功能机都会使用塑料作为手机后盖，不管是从质感、美观度、坚硬度，还是实用性上，塑料手机后盖的表现都远不及后来出现的玻璃和陶瓷，已经被淘汰。陶瓷后盖的电学属性优异、硬度高、抗刮伤、手感体验好，其实 2013 年已经有机型开始尝试陶瓷后盖的设计，但是滚筒测试几千次后出现破碎的情况依然无法解决，同时陶瓷材料的价格甚至比 3D 玻璃更贵，因此陶瓷后盖已经不在未来的产品设计考虑方案中。此外，从产业链了解到，国内知名互联网品牌手机采用的陶瓷后盖方案也因返修率过高和良率价格等问题将不再生产。智能手机的陶瓷后盖设计目前看来和蓝宝石盖板一样，暂时只是少数机型的尝试方案。而双曲面玻璃能进一步消除握持的割手感，同时具有比金属机身优异的信号穿透性，满足未来无线充电需求，预计将成为 17 年的量产方案。

从目前已经上市的各种机型看，好多厂商已经纷纷开始尝试两面 2.5D 玻璃或后盖 3D 陶瓷设计等，但是陶瓷因为裂纹的问题未来可能不是最佳方案，2.5D+3D 预计成为 17 年的主流设计方案。

表 2：近年来采用玻璃外壳的智能手机

机型	效果图	特点	发布时间	发行价格（元）
华为 Mate9		金属边框+双曲面玻璃 屏幕 5.7 英寸 超窄边框，77.2%屏幕占比	2016.10	3299
Galaxy S7 edge		金属边框+双曲面玻璃 机身设计； 5.5 吋 WQHD 2560*1440 解析度 Super AMOLED； 康宁第四代大猩猩玻璃。	2016.2	5688
小米 Note		双曲面玻璃设计； 正面 2.5D 弧面大猩猩 第三代防划玻璃； 背部面板采用 3D 玻璃。	2015.1	2299
Vivo X5 Pro		采用双面 2.5D 康宁大 猩猩曲面玻璃，机身圆 滑； 中框采用 G2 连续曲面 设计。	2015.5	2598
Nubia Z9		无边框双曲面屏； 前后 2.5D 玻璃。	2015.5	3499

资料来源：中关村在线，天风证券研究所

## 2.2. 玻璃创新场景 2：2.5D&3D 玻璃

OLED 提供了曲面显示的机会，玻璃盖板从最早的 2D 向 2.5D 向 3D 升级，预计未来曲面显示将在智能手机中大量采用。LG 是最先推出曲面屏手机的厂商，采用可掰弯的塑料显示屏，三星是近期大量量产固定弯曲玻璃显示屏的厂商。我们预计伴随 OLED 的渗透率上升，大量厂商会采用曲面屏设计，曲面屏的主要优点有：

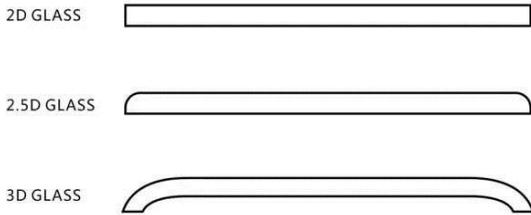
(1) 鉴于手机尺寸有越做越大的趋势，曲面屏幕可能更加方便操作，特别是三星边缘弯曲的设计能够实现交互方式的创新。LG 的曲面屏幕材料不容易损坏，弹性更强，三星的硬屏质感更佳。

(2) 曲面屏幕更易于人眼观看，如 LG 的虽然看上去被掰弯，但实际更加符合人类视网膜弧度，能改善感官体验，这一点与曲面电视屏幕的感受相同。

(3) 曲面屏幕厚度低，重量轻且功耗低。曲面显示目前普遍采用 AMOLED，有源矩阵有机二极管更省电、能耗低、支持弯曲显示，预计未来能够提升智能手机的待机时间。

**曲面玻璃屏手机热卖:**根据 Counterpoint 以 40 个国家的智能手机初步销售数据统计显示,三星 Galaxy S7 (包括 S7 和 S7 Edge) 上市第一个月的销量比上一代 S6 的同期销量高出了 25%, 美国的销量高出 30%, 欧洲高出 20%, 中国高出 10%, 韩国市场基本持平。Dual Edge 屏幕的设计是消费者购买的原因之一, 毕竟在 Android 手机雷同的当下, 外观好看再次成为消费者的痛点。我们看到国内智能手机龙头也在其高端旗舰机型上推出曲面屏手机: 如 Vivo Xplay6 及华为 Mate Magic 等。

图 4: 从 2D 到 3D 玻璃外形变化



资料来源: 极果, 天风证券研究所

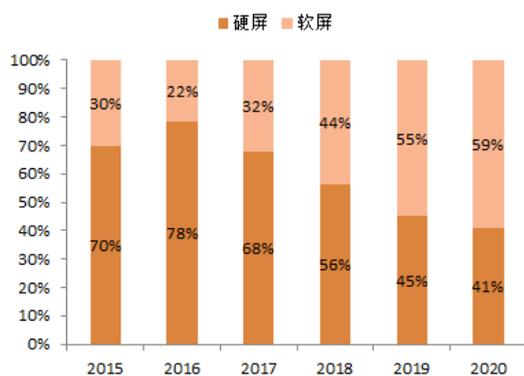
图 5: 三星曲面屏首席 Galaxy S7 Edge



资料来源: 三星, 天风证券研究所

**驱动曲面 OLED 成长的关键因素是柔性 OLED 显示屏供给。**从各公司扩产数据我们了解到, 目前国内外新扩产的 OLED 产线大部分皆为柔性 OLED 产线: 以京东方为例, 京东方斥资近千亿建设的成都、绵阳两条 6 寸 oled 产线皆为柔性 OLED 产线。我们预计 2018 年以后新开产线柔性 OLED 产能增加将是刚性 OLED 的 2 倍以上。预计到 2020 年, 柔性 OLED 占比将从 2016 年的 22% 提升至近 60%。柔性 OLED 供给量将大幅提升, 预计这将带动曲面屏需求。

图 6: 柔性 OLED 占比逐年提升



资料来源: 各公司扩产公告, 天风证券研究所

图 7: 年硬/软屏新增产能 (千平米/月)



资料来源: 各公司扩产公告, 天风证券研究所

### 2.3. 玻璃创新对设备新需求

#### 主要设备介绍:

- 1) 精雕机:** 玻璃精雕机为数控机床的一种, 主要应用于各种超薄玻璃的精细加工、异形切割。功能包括具备铣削、磨削、钻孔和高速攻丝等。是消费电子玻璃盖板/背板加工的主要设备。
- 2) 热弯机:** 2D/2.5D 玻璃通过热成型、压力成型等方式, 将 2.5D 玻璃弯曲成 3D 玻璃的机器。

智能手机玻璃盖板/背板需求测算：

- 假设 1：预计 2017 年苹果新款机型全部采用双面 2.5D 玻璃，2017-2018 年国产手机玻璃壳渗透率为 10%和 40%（渗透率提升速度类似金属壳）
- 假设 2：根据我们模型统计，全球柔性 oled 2017-2018 年供应量分别为 319 万平米和 647 万平米，供应 5.5 寸柔性 oled 手机，足够供应 2.7 亿台和 5.4 亿台。明后年柔性 oled 产能仍处于不足状态。我们预计 17 年三星柔性屏手机渗透率 30%，国产品牌 10%；后年三星 40%，苹果 50%，国产品牌 15%。
- 假设 3：主要手机厂商明后年手机销量预计参考下表。

通过以上假设，我们测算 2016-2018 年全球应用于智能手机的 2.5D 玻璃需求量为 15.1 亿片，17.6 亿片和 20.5 亿片；全球 3D 玻璃需求量为 0.9 亿片，1.7 亿片和 4.1 亿片。整体玻璃的需求增速在 24%；其中 3D 玻璃需求增速在 113%。

表 3：主要厂商手机 3D 玻璃/双面玻璃用量假设

	2015	2016E	2017E	2018E
<b>销量（亿）</b>				
三星	3.25	3.25	3.25	3.25
苹果	2.26	2.1	2.35	2.5
华为	1.09	1.3	1.7	2
Oppo	0.49	0.8	1.2	1.5
Vivo	0.43	0.8	1.2	1.5
小米	0.72	0.62	0.70	0.80
其他	6.06	6.06	5.45	4.91
<b>3D 玻璃渗透率</b>				
三星	10%	20%	30%	40%
苹果				50%
华为		3%	10%	15%
Oppo			10%	15%
Vivo		3%	10%	15%
小米			10%	15%
其他	1%	3%	5%	10%
<b>双面玻璃渗透率</b>				
三星	10%	20%	30%	50%
苹果			60%	100%
华为		2%	10%	40%
Oppo		2%	10%	40%
Vivo		2%	10%	40%
小米			10%	40%
其他	1%	2%	5%	20%

资料来源：IDC，天风证券研究所预计

表 4：玻璃市场需求数量（亿片）

需求数量	2015	2016E	2017E	2018E
玻璃总需求	14.69	15.76	18.99	23.89
2.5D 玻璃需求	14.30	14.86	17.26	19.97
3D 玻璃需求	0.39	0.89	1.73	3.91

资料来源：天风证券研究所预测

**玻璃精雕机/热弯机需求测算：**

- 假设 1：2.5D 玻璃每片玻璃的加工时间在 7 分钟。（平均 6-8 分钟）
- 假设 2：3D 玻璃热弯时间 2 分钟左右。
- 假设 3：3D 玻璃良率在 50%以下，预计 2017-2018 年 3D 玻璃良率在 50%和 60%。3D 玻璃良率低，需要更多的 2.5D 玻璃（以及精雕机）产出玻璃进行 3D 精雕。
- 假设 4：玻璃精雕机替代周期假定为 3 年
- 其余假定参见下表

以此测算，2016-2018 年新增玻璃精雕机（包括替代）市场需求分别为：14k, 20k 和 27k 台；年新增精雕机设备市场复合增速在 40%；热弯机新增市场需求分别为 0.7k, 0.8k 和 18k 台。2016-2018 当年新增设备市场空间预计为 37 亿, 49 亿和 74 亿元人民币。

表 5：精雕机/热弯机市场需求

	2015	2016E	2017E	2018E	
玻璃精雕机	市场规模（台）	31,047	34,940	43,366	56,300
	年替代需求（台）		10,349	11,647	14,455
	年新增需求（台）		3,893	8,426	12,934
	单价（万元）		21	20	20
	年市场空间（亿元）		29.91	40.15	54.78
热弯机	市场规模（台）	496	1,151	2,000	3,772
	年新增需求（台）		655	849	1,772
	单价（万元）		109	104	99
	年市场空间（亿元）		7.15	8.81	17.48

资料来源：天风证券研究所预测

**市场谁在扩产**

- 1) 蓝思、伯恩：蓝思、伯恩作为全球领先的消费电子玻璃供应商，预计在此轮玻璃升级中率先受益，扩产节奏预计按照市场需求走，蓝思现存玻璃精雕机约 10000 台左右，按照年新增（替代）精雕机设备 40%预计，蓝思 17 年新增/替代需求预计为 4000 台。
- 2) 富士康：富士康玻璃盖板产线将位于河南兰考，主打制造的手机包装盒和手机玻璃盖板，总投资达 56 亿元。预计 17 年将进入设备投资期，玻璃精雕机设备需求量 17 年预计在 2000 台+。
- 3) 欧菲光等其他企业：玻璃市场高速增长，市场供不应求的状态致使诸多中小玻璃制造企业也有扩产动力。包括像欧菲光等非传统玻璃制造厂商也将投资玻璃制造。正如当时金属壳成为主流后，除了富士康作为龙头外，涌现出一大批如比亚迪电子、通达集团等玻璃制造企业；预计玻璃壳成为主流后也将催生一大批准一线/二线玻璃盖板制造企业，这些企业在玻璃市场成长初期有动力快速扩产（甚至超出理论需求扩产），以尽

快跑马圈地，预计设备企业将率先受益。

## 2.4. 国内领先的 CNC 设备商，切入玻璃加工具有先天优势

创世纪是国内领先的 CNC 加工设备商，自 06 年就切入金属 CNC 加工设备业务，拥有深厚的 CNC 设备供应经验和技術能力，客户包括长盈精密、比亚迪电子等。

而玻璃加工主要加工设备（玻璃精雕机）与 CNC 设备原理非常类似，CNC 通常用于较大铣削量的工件的加工设备，如加工金属等；而精雕机适用于较小铣削量的工件，但是对加工精度要求更高。故拥有 CNC 设备制造经验，有利于公司快速切入玻璃精雕机：

### ➤ CNC 和玻璃精雕机机器结构比较

(1) 数控铣床以 C 型结构、龙门结构为主，带刀库及自动换刀臂。结构刚性强，重量重。主轴转速较低，4000~12000rpm 之间，往往采用机械主轴，扭矩大。

(2) 精雕机以龙门定梁结构为主，基本不带刀库。采用电主轴的往往可以达到 24000rpm 甚至 30000rpm 以上，而采用气浮轴承的电主轴可以达到 60000rpm 以上。工作面积比数控铣床大，但不如数控铣床敦实。

### ➤ CNC 和玻璃精雕机加工理念比较

(1) 数控铣床主轴功率大（一般从十几到几十千瓦）、最高转速低（5K-8K），进给速度低。一般数控铣床的加工速度在 1 米以下。适合做大吃深低速进给，以及 4 毫米以上刀具的加工，大中型零件的加工。

(2) 精雕机的主轴功率较低（4 千瓦以下）、最高转速高（一般可达 2 万），进给速度高（最高 6 米，一般钢件精加工使用 1-2 米的速度）。可加工 HRC60 左右的淬火钢。适合加工中小型零件的加工和精加工。

目前公司玻璃精雕机已经通过国内大客户认证，16 年已经开始供货，17 年预计批量供货。从价格上看，玻璃精雕机价格与 CNC 相仿（高端产品价格略高），17 年公司精雕机产品放量后，将大幅增厚公司利润。

另一方面，公司也在积极推进热弯机的研发工作，目前公司研发推进顺利，预计 17 年可有产品推出。公司在设备领域工艺经验深厚，传统 CNC\玻璃精雕机产品直接供给大客户，我们认为公司热弯机产品一旦量产，凭借技术、客户优势，非常有希望快速进入大客户供应链。

图 8：创世纪官网招聘热弯机工程师

3D热弯机机械工程师					
截止日期：	2016-10-24	工作地点：	深圳宝安沙井	招聘人数：	2
				工作年限：	3年以上
学历：	大专				
职位描述：					
年薪20~40万，大专以上，精通3D热弯机的开发与设计（含设计、工艺、工程都可以），熟悉设计的相关软件，了解行业标准与动态，3年以上工作经验。					

资料来源：创世纪，天风证券研究所

## 2.5. 玻璃与金属不是此消彼长的关系，是新增需求

玻璃成为主流机壳后，双面玻璃是否会挤压公司传统 CNC 设备空间？我们认为不会。玻璃壳手机仍然需要金属中框，而金属中框也不是一块简单的金属边框（如下图左），以铝中框为例，其是用一整块航空铝进行 CNC 加工后变为边框+中框固定框的组合件，以保障机身整体的稳定性。正因为此，金属中框手机需要的金属加工步骤更多，时间更长。

图 9：金属中框不是这种简单的金属边框



资料来源：淘宝，天风证券研究所

图 10：金属中框通过一整块航空铝经 CNC 加工而成，结构复杂



资料来源：天驰，天风证券研究所

另一方面，目前大量中低端手机还在采用塑胶壳，金属壳渗透率仍有很大的提升空间，带动 CNC 需求。

2015 年以来，金属壳逐渐成为国内中高端手机标配。包括华为 Mate9、OPPO R9s/Plus、VIVO X9、华为 Mate 8、华为 Mate S、中兴 Axon max、Oppo R7 plus、魅族 pro5 等几乎所有的国产中高档手机（2500RMB+）都已经采取了金属外壳设计。

而目前塑胶壳仍然是“千元机”主流方案，根据 GFK 的研究显示，目前我国 1500 元以下的中低档手机市场占比在 60%，千元机金属壳升级需求仍然很大。从趋势上来看，目前包括魅蓝系列、华为畅享系列、小米红米系列等千元机型已经开始采用金属壳，预计 17 年中低端手机向金属壳升级速度将提速。从渗透率来看，2016 年，vivo 金属壳手机占比已经达到 75%；华为、小米金属壳手机金属壳占比也在 40%以上，联想和 oppo 金属壳占比在 20%-30%，金属壳渗透仍有空间。

表 6：2013-2016 年主要国产品牌金属壳渗透率

品牌	2013	2014	2015	2016
联想	8.33%	38.71%	14.29%	21.22%
华为	0.00%	8.33%	0.39%	41.67%
小米	0.00%	0.00%	10.00%	42.86%
OPPO	0.00%	0.00%	0.22%	28.57%
Vivo	0.00%	0.00%	16.67%	75.00%

资料来源：公司资料、天风证券研究所

## 3. 公司主业 17 年大概率进入拐点

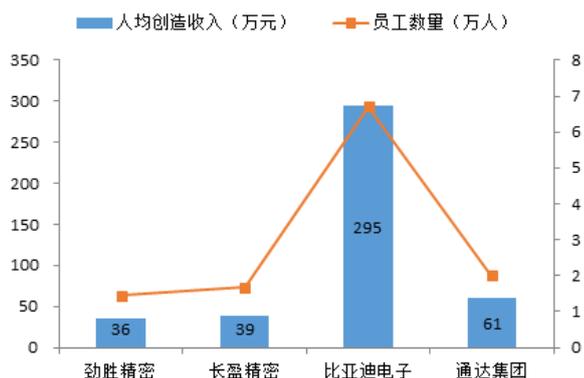
### 3.1. 内部管理大换血

#### 1) 人员结构优化

分析公司的财务状况，我们看到公司的人均创收远低于竞争对手；而公司员工成本远高于竞争对手。带来的直接问题是公司销售费用率和管理费用率居高不下，毛利率低，盈利能力低下。

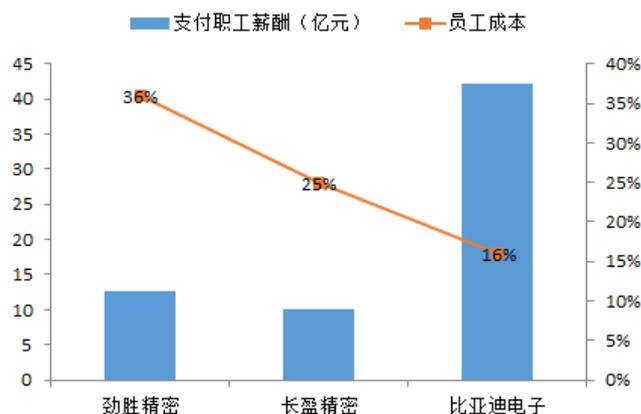
- **人均创收低：**分析公司的员工创收能力，2015 年公司总员工超过 14000 人，人均年创收 36 万元，远低于长盈精密、比亚迪电子和通达集团。从员工成本看，2015 年劲胜精密支付职工薪酬超过 12 亿元人民币，员工成本占营业收入比重超过 35%。

图 11：公司 2015 年人均创收与竞争对手比较



资料来源：公司公告，天风证券研究所

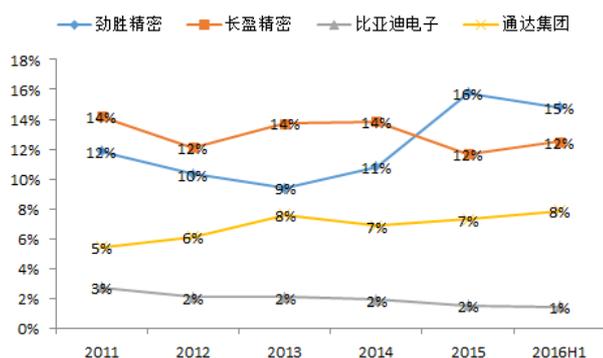
图 12：公司 2015 年支付职工薪酬及员工成本



资料来源：公司公告，天风证券研究所

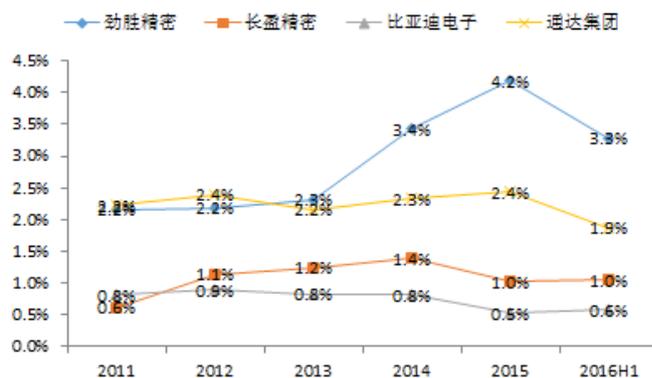
- **费用率高：**公司目前主要管理费用率和销售费用率远高于同为从事精密结构件制造的竞争对手（下图），公司在经营管理效率方面低于竞争对手。

图 13：公司 11-16H1 管理费用率与竞争对手比较



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 14：公司 11-16H1 销售费用率与竞争对手比较



资料来源：公司公告，天风证券研究所

公司 16 年针对塑胶事业一部，事业二部，金属事业部提升自动化率的同时，进行大规模的人员优化，在维持产值不变的同时，大幅提升人均产出。

#### 2) 管理/技术团队变更

公司塑胶事业部、金属事业部、玻璃事业部 16 年下半年都进行了管理团队变更，志在改革原先臃肿的事业部运营效率；同时公司 16 年下半年聘请来自全球龙头消费电子结构件

专业技术/管理人员，带领团队开展技术升级&新产品开发。

### 3) 精选客户

公司 14-15 年盈利能力快速下降，部分来自公司失去三星塑胶壳大量订单后，用大量低毛利订单填补利润缺口。16 年公司重新考量客户结构，金属壳部分，锁定既有优质客户，如三星、华为部分金属壳机型同时，拓展优质新客户，如 OPPO、LG 等，预计新客户订单 17 年初就将贡献业绩；塑胶壳部分，目前事业部二抓住做 OPPO 塑胶壳，事业部一锁定三星、华为等大客户订单，17 年继续放弃低毛利业务，做精大客户，提升盈利水平。

**公司塑胶壳、金属壳业务经过下半年业务结构大调整，较 15 年及 16 年 H1 生产效率已经有了显著改善**：17 年新订单进展顺利，看好公司 17 年主业进入拐点。

## 3.2. 股票激励方案彰显管理团队信心

公司 2016 年 11 月公布 2016 年限制性股权激励计划草案，1 月授予完成，共计 108 人，主要包括包括公司高级管理人员、管理骨干、核心技术（业务）人员。首次授予股票 857 万股，预留 100 万股。首次授予限制性股票解锁条件分别为：**16-18 年净利润不低于 7000 万，3.5 亿和 3.8 亿**；预留部分限制性股票解锁条件为：16-18 年净利润不低于 3.5 亿，3.8 亿和 4.1 亿。**授予日定为 2016 年 12 月 16 日，公司于 1 月 18 日公告授予完成。**

图 15：首次授予的限制性股票的解除限售期及各期解除限售时间安排

解除限售期	解除限售时间	解除限售数量占获授限制性股票数量比例
第一个解除限售期	自首次授予日起 12 个月后的首个交易日起至首次授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	40%
第二个解除限售期	自首次授予日起 24 个月后的首个交易日起至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%
第三个解除限售期	自首次授予日起 36 个月后的首个交易日起至首次授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	30%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 16：首次授予的限制性股票业绩考核标准

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	T 年净利润不低于 7,000 万元
第二个解除限售期	T+1 年净利润不低于 35,000 万元
第三个解除限售期	T+2 年净利润不低于 38,000 万元

资料来源：公司公告，天风证券研究所

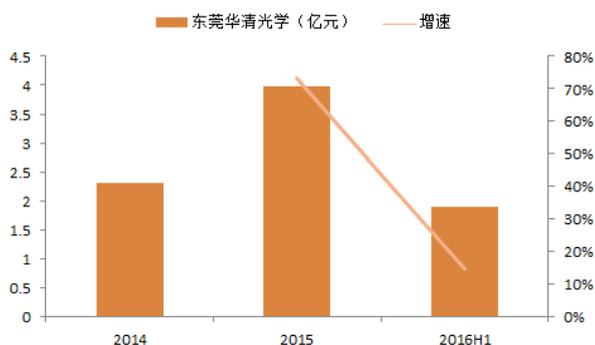
## 3.3. 除了塑胶壳和金属壳还有什么？玻璃&MIMS 件

公司 12-13 年投入玻璃件和 MIM 粉末冶金业务，业务主体分别为东莞华清光学科技及东莞华晶粉末冶金有限公司，布局高增长领域：

- 1) 玻璃件，下游手机玻璃革新，华清光学科技也参与手机盖板制造，料得将分享整体市场增长红利。
- 2) MIM 粉末冶金(Metal Injection Molded)，相对传统铸造方式，成型更快，进度更高，目前汽车 MIM 金属件市场增长迅速。

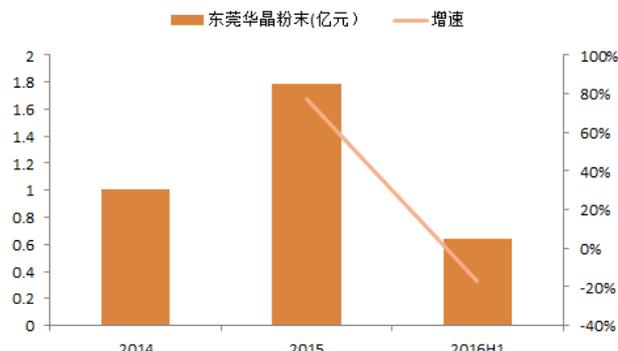
华清光学和华晶粉末冶金近年来营收稳健成长，未来将成为公司主业重要补充。

图 17：华清光学营收/利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 18：华晶粉末营收/利润情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 核心假设与收入拆分：

- 1) CNC 业务保持平稳，16-18 年贡献 20 亿营收
- 2) 玻璃精雕机业务高速增长，16-18 年玻璃精雕机销售 1200 台，5000 台和 7000 台
- 3) 热弯机 17 年开始小批量销售，后年实现规模销售。
- 4) 主业金属部分，17 年大客户订单放量，营收高增长
- 5) 主业塑胶部分，维持平稳，管理结构改善后，盈利能力提升

表 7：公司 CNC、玻璃设备产量及价格预测

	2015		2016		2017		2018	
	产量	价格 (万)	产量	价格 (万)	产量	价格 (万)	产量	价格 (万)
CNC	9000	22	9500	21	9975	20	10473.75	19
玻璃精雕机 ( 高端 )	0	0	200	23	4000	21	6000	20
玻璃精雕机 ( 普通 )	0	0	1000	10	1000	10	1000	10
热弯机	0	0	0	0	100	100	500	100

资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 8：公司分业务营收预测

		2015	2016E	2017E	2018E
CNC	营收(百万)	1980 (备考)	1995	1995	1990
	毛利率	40%	39%	38%	36%
	增速		1%	0%	0%
玻璃精雕机 ( 高端 )	营收(百万)		46	840	1200
	毛利率		39%	38%	37%
	增速			1726%	43%
玻璃精雕机 ( 普通 )	营收(百万)	0	100	100	100
	毛利率	35%	35%	34%	33%
	增速			0%	0%
热弯机	营收(百万)			100	500
	毛利率			40%	38%
	增速				400%
金属件	营收(百万)	900	900	1620	1944
	毛利率	17%	15%	17%	17%
	增速				
塑胶件	营收(百万)	1700	1360	1360	1360
	毛利率	5%	5%	8%	8%
	增速		-20%	0%	0%
玻璃	营收(百万)	400	440	484	532
	毛利率	20%	22%	24%	24%
	增速		10%	10%	10%
粉末冶金	营收(百万)	200	230	265	304
	毛利率	25%	25%	25%	25%
	增速		15%	15%	15%
其他	营收(百万)	200	200	200	200
	毛利率	15%	15%	15%	15%
	增速		0%	0%	0%
合计	营收(百万)	5030 (备考)	5271	6964	8131
	毛利率	22%	23%	26%	27%
	增速		6%	32%	17%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 盈利预测与投资建议：

我们看好公司未来 1-2 年的发展，上调此前盈利预期，预计 2016-2018 年公司实现净利润 1.29 亿，4.62 亿和 7.10 亿，17-18 年利润增速为 258%和 54%，对应 EPS 为 0.09,0.32 和 0.50 元。公司 17 年主业预计反转，玻璃精雕机、热弯机接力 CNC 成为创世纪新增长点，维持 14.4 元目标价，相当于 2017 年 44 倍 PE，维持“买入”评级。

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	214.06	1,562.32	2,138.16	1,107.14	2,282.10
应收账款	680.20	1,209.91	1,132.75	1,759.41	2,006.97
预付账款	161.59	114.69	222.76	212.79	291.93
存货	709.18	1,626.63	623.01	2,207.65	1,441.72
其他	284.96	388.29	319.13	596.60	521.08
<b>流动资产合计</b>	<b>2,049.99</b>	<b>4,901.84</b>	<b>4,435.81</b>	<b>5,883.59</b>	<b>6,543.80</b>
长期股权投资	0.00	13.47	13.47	13.47	13.47
固定资产	1,293.54	1,632.21	1,966.60	2,099.43	2,195.98
在建工程	214.11	223.31	54.66	52.33	51.17
无形资产	67.26	153.63	145.95	138.27	130.59
其他	137.54	1,848.23	1,778.42	1,713.74	1,705.35
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,712.45</b>	<b>3,870.85</b>	<b>3,959.10</b>	<b>4,017.24</b>	<b>4,096.55</b>
<b>资产总计</b>	<b>3,762.44</b>	<b>8,772.69</b>	<b>8,394.91</b>	<b>9,900.83</b>	<b>10,640.35</b>
短期借款	533.10	436.06	0.00	0.00	0.00
应付账款	1,106.50	2,001.75	1,372.70	2,754.02	2,424.48
其他	511.20	856.01	480.74	182.91	586.93
<b>流动负债合计</b>	<b>2,150.80</b>	<b>3,293.83</b>	<b>1,853.44</b>	<b>2,936.94</b>	<b>3,011.41</b>
长期借款	110.00	110.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8.07	384.71	384.71	384.71	384.71
<b>非流动负债合计</b>	<b>118.07</b>	<b>494.71</b>	<b>384.71</b>	<b>384.71</b>	<b>384.71</b>
<b>负债合计</b>	<b>2,268.87</b>	<b>3,788.53</b>	<b>2,238.15</b>	<b>3,321.64</b>	<b>3,396.12</b>
少数股东权益	1.26	0.85	(5.29)	(5.29)	(5.29)
股本	201.30	355.89	1,423.58	1,423.58	1,423.58
资本公积	865.34	4,683.91	4,678.79	4,678.79	4,678.79
留存收益	1,291.85	4,627.99	4,738.47	5,160.90	5,825.95
其他	(866.18)	(4,684.49)	(4,678.79)	(4,678.79)	(4,678.79)
<b>股东权益合计</b>	<b>1,493.57</b>	<b>4,984.15</b>	<b>6,156.76</b>	<b>6,579.19</b>	<b>7,244.23</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>3,762.44</b>	<b>8,772.69</b>	<b>8,394.91</b>	<b>9,900.83</b>	<b>10,640.35</b>

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	73.24	(471.54)	128.99	462.05	709.90
折旧摊销	159.93	252.04	191.94	227.18	262.29
财务费用	28.04	46.34	12.81	(7.42)	(7.75)
投资损失	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(461.82)	(204.93)	105.58	(1,331.19)	596.88
其它	78.90	(151.88)	(6.14)	0.00	0.00
<b>经营活动现金流</b>	<b>(121.71)</b>	<b>(529.94)</b>	<b>433.19</b>	<b>(649.38)</b>	<b>1,561.32</b>
资本支出	643.41	1,914.88	350.00	350.00	350.00
长期投资	0.00	13.47	0.00	0.00	0.00
其他	(1,329.67)	(2,177.42)	(694.88)	(700.00)	(700.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(686.26)</b>	<b>(249.07)</b>	<b>(344.88)</b>	<b>(350.00)</b>	<b>(350.00)</b>
债权融资	643.10	546.06	0.00	0.00	0.00
股权融资	(9.93)	3,947.30	1,052.01	9.66	10.73
其他	(81.72)	(2,366.12)	(564.47)	(41.30)	(47.09)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>551.45</b>	<b>2,127.24</b>	<b>487.53</b>	<b>(31.64)</b>	<b>(36.35)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(256.52)</b>	<b>1,348.23</b>	<b>575.84</b>	<b>(1,031.02)</b>	<b>1,174.96</b>

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>3,980.51</b>	<b>3,566.69</b>	<b>5,270.99</b>	<b>6,963.49</b>	<b>8,130.57</b>
营业成本	3,248.98	3,112.46	4,049.34	5,166.13	5,905.28
营业税金及附加	17.94	13.08	52.71	69.63	81.31
营业费用	136.32	149.58	184.48	229.80	243.92
管理费用	430.90	562.02	748.48	940.07	1,056.97
财务费用	30.86	31.15	12.81	(7.42)	(7.75)
资产减值损失	36.22	222.17	90.00	45.00	45.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	(0.03)	0.00	0.00	0.00
其他	(0.00)	0.06	0.00	0.00	(0.00)
<b>营业利润</b>	<b>79.28</b>	<b>(523.80)</b>	<b>133.16</b>	<b>520.28</b>	<b>805.85</b>
营业外收入	15.09	31.09	53.00	33.06	39.05
营业外支出	9.84	8.76	10.66	9.75	9.73
<b>利润总额</b>	<b>84.53</b>	<b>(501.47)</b>	<b>175.50</b>	<b>543.59</b>	<b>835.17</b>
所得税	11.29	(29.93)	52.65	81.54	125.28
<b>净利润</b>	<b>73.24</b>	<b>(471.54)</b>	<b>122.85</b>	<b>462.05</b>	<b>709.90</b>
少数股东损益	(1.11)	(1.04)	(6.14)	0.00	0.00
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>74.35</b>	<b>(470.50)</b>	<b>128.99</b>	<b>462.05</b>	<b>709.90</b>
每股收益(元)	0.05	(0.33)	0.09	0.32	0.50

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>成长能力</b>					
营业收入	21.43%	-10.40%	47.78%	32.11%	16.76%
营业利润	-50.75%	-760.74%	-125.42%	290.73%	54.89%
归属于母公司净利润	-41.69%	-732.85%	-127.42%	258.20%	53.64%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.38%	12.74%	23.18%	25.81%	27.37%
净利率	1.87%	-13.19%	2.45%	6.64%	8.73%
ROE	4.98%	-9.44%	2.09%	7.02%	9.79%
ROIC	10.19%	-25.95%	2.71%	11.20%	12.54%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	60.30%	43.19%	26.66%	33.55%	31.92%
净负债率	49.90%	28.32%	27.29%	1.52%	30.57%
流动比率	0.95	1.49	2.39	2.00	2.17
速动比率	0.62	0.99	2.06	1.25	1.69
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	7.36	3.77	4.50	4.82	4.32
存货周转率	7.25	3.05	4.69	4.92	4.46
总资产周转率	1.23	0.57	0.61	0.76	0.79
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.05	-0.33	0.09	0.32	0.50
每股经营现金流	-0.09	-0.37	0.30	-0.46	1.10
每股净资产	1.05	3.50	4.33	4.63	5.09
<b>估值比率</b>					
市盈率	119.29	-18.85	68.76	19.19	12.49
市净率	5.94	1.78	1.44	1.35	1.22
EV/EBITDA	17.58	-51.69	19.53	10.40	6.16
EV/EBIT	38.04	-31.73	45.22	15.01	8.18

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com