

2017年02月22日

合力泰 (002217.SZ)

各项业务全面加速，业绩高速增长

■事件：

①公司发布业绩快报，2016年实现营业总收入118.82亿，同比增长139.89%；实现归母净利润8.78亿，同比增长302.39%。

②实际控制人文开福先生对公司2016年度利润分配方案提出建议，拟以现有公司总股本15.6亿股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增30股；提议人文开福及其一致行动人、5%以上股东及董监高在利润分配方案披露后6个月内拟合计减持至多8225.24万股，占比5.26%；该方案披露前后6个月内存在限售股已解禁或限售期即将届满的总股数7.43亿股，6个月拟最大减持数量仅占比11.07%

我们认为，2016年公司业绩高速增长契合行业发展逻辑，且是资源优化配置，产业链合理布局，产品结构及客户结构优化，以及新项目稳步推进的综合体现；利润分配方案与公司成长性具备匹配性，所处行业具有良好的市场前景，公司目前正处于内生+外延并重的战略扩张期；在2016年12月30日完成第二期员工持股计划（通过二级市场购买757.5万股，均价17.39元/股，其中大宗交易买入340万股，占总股本0.24%，均价16.7元/股）的基础上，6个月拟最大减持量仅占比方案披露前后6个月限售股已解禁或限售期即将届满的总股数的11.07%，凸显以实际控制人文开福为首的高管团队，对公司长期发展价值的信心。

核心观点：

消费电子行业经过若干年的发展，现已经进入深度整合期，其巨大的市场体量将孕育“二度跨周期”发展机会：①伴随下游品牌集中度进一步提升，以及上游零部件中小供应商逐步退出，行业对于稳定大规模量产能力将给出较高溢价（近阶段通用零部件涨价现象与此相关），不排除龙头企业逐步具备较高议价能力，并快速提升市场渗透率；②品牌客户供应链管理必将“增质提效”，多部件分散供应格局，必将向多部件集中供应转化，具备多核心部件一体化供应能力的企业，将充分受益；③微创新将撬动增/存量市场巨大红利，玻璃/全面屏/AMOLED/电池创新等等，将从量和价双重维度提升企业获利能力。

我们认为，公司在2014~2015年前瞻战略性并购整合多个优质公司之后，于2016年完成整合并充分体现一体化规模效应（触控/显示/指纹识别/摄像头/FPC软板/盖板玻璃等），战略整合完成期恰逢行业深度整合期，未来将充分受益于“二度跨周期”发展机遇，其面对的目标市场具备超过10亿部终端，且综合渗透率不足10%，预计未来2~3年将是公司全线产品渗透率快速提升，进而带来业绩高速成长的黄金周

公司快报

证券研究报告

其他化学制品

投资评级 **买入-A**

维持评级

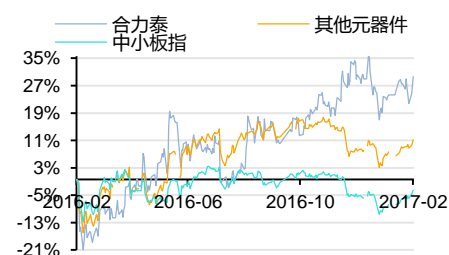
6个月目标价：**24.94元**

股价(2017-02-22) **18.00元**

交易数据

总市值(百万元)	28,154.80
流通市值(百万元)	8,399.44
总股本(百万股)	1,564.16
流通股本(百万股)	466.64
12个月价格区间	11.00/18.82元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-0.91	10.35	33.17
绝对收益	4.9	6.01	31.89

孙远峰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020001
sunyf@essence.com.cn
010-83321079

相关报告

合力泰：合力泰公司快报 2017-02-06

期。

公司触控显示产品一站式服务商，长期专注于触摸屏、显示屏及模组研发生产，在行业内具有较强实力。2015年以来公司通过自主研发和外延收购不断拓宽消费电子产品线，目前已经形成了触控显示、摄像头、指纹识别模组、FPC、盖板玻璃综合配套能力，“1+N”的供货商业模式取得成效。我们认为随着消费电子终端集中化趋势，上游产业链也将经历一轮新的集中化过程，公司有望进一步提高市场份额，享受集中化趋势红利；公司收购比亚迪部品件公司，获得一线客户销售渠道，一线品牌商产品渗透进程加速。同时，公司形成的综合配套能力和齐全的产品线能够有效降低公司成本，有效提高公司毛利率水平并降低客户运营成本。随着产品一线客户加速渗透以及二线品牌客户市场份额不断提升，未来公司有望迎来业绩高成长期并看好公司长期发展。

■**消费电子日集中化趋势明确，公司综合优势逐步体现。**目前，消费电子逐步成熟，根据 IDC 数据，2016 年全球智能手机出货 14.7 亿部，同比增长 2.32%。终端市场竞争日趋激烈，行业集中度逐步升高。国内智能手机前五大厂商市场份额从 2012 年的 56.1% 提升至 2016 年 66.5%。随着终端市场集中度提升，上游零组件市场集中度也不断提升，对于供应商产品品控、产能及上游原材料渠道要求不断提高。公司通过一系列收购和整合极大加强了产品能力并持续推进全产业链进行垂直整合，保证产品质量，产能；多产品线形成公司内部闭环供应保持产品持续供应能力。我们预计随着消费电子集中度进一步提高，中小供应商将陆续退出市场，公司获得更大市场空间，综合优势充分展现。

■**海外市场快速增长，公司产品厚积薄发。**随着国内智能手机市场逐渐成熟，国内厂商纷纷布局印度、非洲，东南亚等新兴市场。旭日产研数据显示，2016 年国内手机厂商海外出货呈现快速增长，仅 2016 年上半年，国内手机出口前十大厂商就出口 1.13 亿台。其中专注于非洲市场的传音手机上半年出口 3286 万部，出口量排名首位，预计 2016 年全年出货超 8000 万部。新兴市场手机消费能力有限，市场仍然是以千元机为主流。公司与相关厂商深度合作，高性价比产品方案适于当地市场需求。随着国内手机厂商在海外市场的扩展，公司业绩有望进一步提升。

■**各项业务迅速发展，持续巩固市场。**公司通过近三年产品、技术的布局，现已形成触控显示、指纹识别、摄像头模组、玻璃盖板、无线充电等全面业务体系。2017 年 iPhone 8 发布将引导消费电子创新潮到来，双摄、OLED 技术、双曲面、指纹识别 Glass Cutout 技术将陆续进入商用阶段。同时高端机应用的指纹识别，2.5D/3D 玻璃等技术将逐步普及，渗透率不断提高并提升上游相关组件市场需求。我们认为公司产品线齐全，配套完善，将迅速抢占新增市场需求。目前，公司摄像头、指纹识别模组等业务均已实现快速成长。

■ **获得一线厂商供应渠道，迅速切入一线大厂。**公司通过收购比亚迪部件，业际光电获得一线手机厂商供应渠道，产品快速切入一线厂商。随着华为，Oppo，Vivo 等一线厂商快速成长，预计公司业绩将快速增长。

■ **互联网巨头布局新零售，有望带动公司 ESL 放量。**随着电商高速增长红利期结束，电商巨头纷纷谋求新业务增长点，线下市场成为互联网巨头新的布局领域。2016 年以来，阿里先后投资/并购盒马鲜生、易果生鲜、三江购物、银泰等并与上海百联达成战略合作，全面推进线下新零售业务。阿里大举进军新零售将带来线下零售体系及硬件创新升级、传统纸质价签有望被 E Ink 电子价签取代。ESL 具有变价及时，超低错误率优势。同时 ESL 与超市收银系统实时对接，实现价格同步并提供用户扫码接口，完成用户自动选货，是实现线上线下 O2O 全渠道模式的前台信息接口。ESL 在 O2O 全渠道商业模式中具有重要地位，目前盒马鲜生已经大规模采用 E Ink 电子价签。我们认为阿里全面推进新零售业务将迅速带动 ESL 行业，公司作为国内主要 E Ink 供货商将深度受益。

■ **投资建议：给予买入-A 投资评级。**假设公司各项业务推进顺利，公司实现高速增长，16-18 年净利润预计为 8.78/13.39/20.14 亿元，同比增长 302.4%/52.6%/50.4%，对应 EPS 为 0.62/0.86/1.29 元。给予 17 年 29 倍 PE，6 个月目标价 24.94，具备长期投资价值，给予买入-A 投资评级。

■ **风险提示：**全球宏观经济不景气，消费电子行业发展不及预期；新产品开发速度低于预期。

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	3,053.4	4,953.2	11,882.0	19,025.4	28,728.4
净利润	147.2	218.1	877.7	1,339.0	2,014.4
每股收益(元)	0.09	0.14	0.62	0.86	1.29
每股净资产(元)	1.16	3.54	4.46	4.92	6.12

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	191.2	129.1	29.2	21.0	14.0
市净率(倍)	15.5	5.1	4.0	3.7	2.9
净利润率	4.8%	4.4%	7.4%	7.0%	7.0%
净资产收益率	8.1%	3.9%	13.8%	17.4%	21.0%
股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%
ROIC	16.3%	11.3%	15.7%	20.0%	25.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,053.4	4,953.2	11,882.0	19,025.4	28,728.4	成长性					
减:营业成本	2,575.5	4,066.5	9,731.3	15,562.8	23,528.5	营业收入增长率	156.0%	62.2%	139.9%	60.1%	51.0%
营业税费	12.4	21.2	42.0	75.3	112.7	营业利润增长率	-305.2%	50.1%	369.8%	58.1%	52.1%
销售费用	50.1	64.0	145.0	228.3	344.7	净利润增长率	-332.2%	48.1%	302.4%	52.6%	50.4%
管理费用	195.0	351.8	843.6	1,331.8	1,953.5	EBITDA 增长率	332.3%	64.4%	189.7%	47.1%	46.0%
财务费用	40.4	84.5	134.4	197.0	307.8	EBIT 增长率	-421.2%	62.6%	284.6%	56.8%	52.5%
资产减值损失	31.7	190.9	40.3	60.1	50.7	NOPLAT 增长率	-330.7%	56.9%	303.1%	55.2%	51.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	126.2%	190.3%	22.1%	20.2%	43.7%
投资和汇兑收益	0.8	49.3	105.0	90.2	95.0	净资产增长率	119.5%	204.0%	14.7%	21.4%	24.3%
营业利润	149.0	223.6	1,050.4	1,660.4	2,525.4	利润率					
加:营业外净收支	39.5	64.6	61.7	55.3	76.4	毛利率	15.7%	17.9%	18.1%	18.2%	18.1%
利润总额	188.5	288.2	1,112.1	1,715.7	2,601.8	营业利润率	4.9%	4.5%	8.8%	8.7%	8.8%
减:所得税	41.2	71.0	233.5	374.0	585.4	净利润率	4.8%	4.4%	7.4%	7.0%	7.0%
净利润	147.2	218.1	877.7	1,339.0	2,014.4	EBITDA/营业收入	10.1%	10.3%	12.4%	11.4%	11.0%
						EBIT/营业收入	6.2%	6.2%	10.0%	9.8%	9.9%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	128	100	50	34	21
货币资金	204.2	864.3	1,663.5	2,853.8	3,734.7	流动营业资本周转天数	26	95	72	67	80
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	113	231	195	188	204
应收账款	582.7	1,933.1	3,347.8	4,008.7	8,813.9	应收账款周转天数	37	91	80	70	80
应收票据	153.1	382.2	963.1	930.9	2,141.4	存货周转天数	28	63	38	43	48
预付账款	166.5	182.1	851.2	577.6	1,647.5	总资产周转天数	274	449	333	276	260
存货	379.8	1,354.4	1,182.0	3,333.0	4,331.3	投资资本周转天数	174	290	200	151	133
其他流动资产	25.7	116.8	47.5	63.3	75.9	投资回报率					
可供出售金融资产	-	6.7	2.2	3.0	4.0	ROE	8.1%	3.9%	13.8%	17.4%	21.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.6%	2.4%	6.8%	8.2%	8.0%
长期股权投资	-	7.9	38.0	38.0	38.0	ROIC	16.3%	11.3%	15.7%	20.0%	25.2%
投资性房地产	6.7	1.7	1.7	1.7	1.7	费用率					
固定资产	1,308.3	1,447.3	1,872.0	1,724.2	1,560.1	销售费用率	1.6%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%
在建工程	70.5	195.7	345.7	345.7	345.7	管理费用率	6.4%	7.1%	7.1%	7.0%	6.8%
无形资产	248.7	269.4	259.9	250.3	240.7	财务费用率	1.3%	1.7%	1.1%	1.0%	1.1%
其他非流动资产	64.1	2,393.0	2,273.5	2,239.9	2,243.7	三费/营业收入	9.4%	10.1%	9.5%	9.2%	9.1%
资产总额	3,210.3	9,154.7	12,848.1	16,370.0	25,178.7	偿债能力					
短期债务	465.4	1,332.8	2,094.8	2,256.3	2,696.5	资产负债率	43.3%	39.6%	50.6%	52.9%	62.0%
应付账款	528.1	1,326.2	2,813.5	3,424.7	6,631.7	负债权益比	76.4%	65.5%	102.4%	112.4%	162.8%
应付票据	106.6	251.8	529.5	673.0	1,253.8	流动比率	1.19	1.45	1.38	1.71	1.82
其他流动负债	168.6	421.4	408.4	527.6	841.1	速动比率	0.89	1.04	1.18	1.23	1.44
长期借款	-	27.0	522.5	1,608.8	3,986.5	利息保障倍数	4.68	3.65	8.82	9.43	9.20
其他非流动负债	121.4	262.5	133.0	172.3	189.3	分红指标					
负债总额	1,390.1	3,621.7	6,501.7	8,662.7	15,599.0	DPS(元)	0.01	0.01	0.04	0.08	0.09
少数股东权益	-	2.3	3.1	5.8	7.8	分红比率	10.3%	10.4%	6.9%	9.2%	7.2%
股本	1,078.4	1,422.5	1,422.5	1,564.2	1,564.2	股息收益率	0.1%	0.1%	0.2%	0.4%	0.5%
留存收益	739.5	4,108.1	4,920.8	6,137.4	8,007.7						
股东权益	1,820.2	5,532.9	6,346.4	7,707.4	9,579.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.09	0.14	0.62	0.86	1.29
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	BVPS(元)	1.16	3.54	4.46	4.92	6.12
净利润	147.2	217.2	877.7	1,339.0	2,014.4	PE(X)	191.2	129.1	29.2	21.0	14.0
加:折旧和摊销	125.1	238.8	289.9	311.4	333.6	PB(X)	15.5	5.1	4.0	3.7	2.9
资产减值准备	31.7	190.9	-	-	-	P/FCF	-39.5	-10.4	33.9	24.7	27.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	9.2	5.7	2.2	1.5	1.0
财务费用	38.6	83.4	134.4	197.0	307.8	EV/EBITDA	36.3	48.2	18.0	13.5	9.8
投资损失	-0.8	-49.3	-105.0	-90.2	-95.0	CAGR(%)	108.9%	110.2%	-334.8%	108.9%	110.2%
少数股东损益	-	-0.9	0.9	2.7	2.0	PEG	1.8	1.2	-0.1	0.2	0.1
营运资金的变动	-361.8	-346.6	-657.9	-1,588.1	-3,991.2	ROIC/WACC	1.6	1.1	1.6	2.0	2.5
经营活动产生现金流量	-170.8	200.8	540.0	171.7	-1,428.4	REP	3.4	3.6	2.3	1.7	1.0
投资活动产生现金流量	-124.4	-967.5	-731.8	-67.6	-68.5						
融资活动产生现金流量	349.2	1,389.3	991.0	1,086.3	2,377.8						

资料来源: 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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

孙运峰声明，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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	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： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034