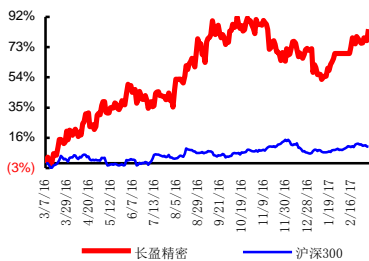


**长盈精密(300115)/电子**
**多点布局打造材料处理平台型公司**
**评级：买入(维持)**
**市场价格：26.81**
**目标价格：41.65**
**分析师：李伟**
**执业证书编号：S0740516110001**
**电话：021-20315180**
**Email: liwei@r.qlzq.com.cn**
**联系人：耿琛**
**Email: gengchen@r.qlzq.com.cn**
**基本状况**

|           |        |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股)  | 903    |
| 流通股本(百万股) | 897    |
| 市价(元)     | 26.81  |
| 市值(百万元)   | 25,204 |
| 流通市值(百万元) | 25,114 |

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

- 1 业绩超预期，未来业务多点开花潜力无限
- 2 中短期高速增长无忧，陶瓷项目打开未来成长空间
- 3 中报业绩亮眼 产能扩充在即

**公司盈利预测及估值**

| 指标        | 2014A   | 2015A   | 2016E   | 2017E   | 2018E    |
|-----------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 营业收入(百万元) | 2,320.4 | 3,888.8 | 6,119.4 | 9,607.5 | 14,507.3 |
| 增长率 yoy%  | 34.5%   | 67.6%   | 57.4%   | 57.0%   | 51.0%    |
| 净利润(百万元)  | 290.2   | 449.8   | 685.2   | 1,068.2 | 1,653.2  |
| 增长率 yoy%  | 30.9%   | 55.0%   | 52.3%   | 55.9%   | 54.8%    |
| 每股收益(元)   | 0.32    | 0.50    | 0.76    | 1.19    | 1.84     |
| 每股现金流量    | 0.03    | 0.98    | -0.19   | 0.19    | 0.10     |
| 净资产收益率    | 14.74%  | 13.57%  | 17.52%  | 22.00%  | 26.23%   |
| P/E       | 82.1    | 53.0    | 34.8    | 22.3    | 14.4     |
| PEG       | 2.66    | 0.96    | 0.66    | 0.40    | 0.26     |
| P/B       | 12.11   | 7.19    | 6.09    | 4.91    | 3.78     |

备注：

**投资要点**

- **受益大客户份额提升，业绩持续高增长，Q4 营收与净利创新高。**从业绩快报数据分析，2016 年公司整体盈利能力大幅提升，各季度收入与利润均达历史同期最高水平。其中 2016 年 Q4 单季度实现收入 19.53 亿元，同比增长 71%，实现归母净利润 1.96 亿元，同比 54%，均创历史新高。公司 2016 年业绩高速增长受益于主要品牌客户智能手机出货量大幅增长。
- **主营金属外观件业务仍将维持高增速。**公司主要客户如 OPPO、Vivo、华为等仍将保持较高增速，成为公司金属机壳业务成长的坚实动力；其次，三星等大客户快速拓展，订单加速导入，全年订单量有望再创新高；最后，受益 CNC 工艺技术升级带来的良率提升+金属中框设计带来的单机价值量提升，公司金属外观件业务有望继续维持高增速。
- **防水材料布局卡位精准，迎来快速发展期。**公司去年收购国内防水结构件领先企业广东方振，顺利切入苹果供应链。受益于苹果 17 年最新机型防水等级的提升，我们预计苹果单机防水材料价值量有望显著提高。根据产业链调研结果，我们预判今年 HOV 有望推出防水机型，未来 2-3 年该行业整体将保持高景气度，依托公司在 HOV 供应链的传统优势地位，公司的防水材料有望依托产品组合率先切入，充分享受行业爆发红利。
- **联合三环推动陶瓷机壳产业发展，前瞻性布局抢占蓝海市场。**公司前期发布公告，将与三环集团合作加快陶瓷一体机壳市场化。双方未来 6 年将投资 87 亿推动陶瓷机壳项目，预计年底可望实现月产能 100 万片，18 年实现月产能 200 万片。此次合作将打通陶瓷机壳前道和后道全产业链，进一步增强公司行业话语权，全方位打开成长空间。
- **多点布局全面开花，打开行业发展天花板。**2016 年公司通过设立子公司和参股等方式在精密连接器、金属件等领域率先布局，部分产品已进入一线客户，未来有望成为新业绩增长点；此外公司长远布局自动化领域，未来有望凭借高性价比进军外销市场。
- **投资建议：**手机金属和陶瓷外观件夯实增长基础，汽车电子与自动化等领域再拓成长空间，后续 8 亿员工持股计划提供市场信心，我们预计公司 2017/18 年净利润为 10.68/16.53 亿元，EPS 为 1.19/1.82 元，增速为 55.9%/54.8%，参考可比公司估值和公司可交换债 26.5 元的转股价，给予 2017 年 35 倍估值，目标价 41.65 元，给予“买入”评级。
- **风险提示：**金属机壳渗透率不及预期；防水材料爆发性不及预期；新业务拓展不及预期；

## 内容目录

|  |             |
|--|-------------|
| <b>一、金属机壳放量确保中短期业绩高增长，陶瓷机壳业务打开未来想象空间</b> ..... | <b>4 -</b>  |
| 1.1 大客户金属机壳放量，公司业绩持续高增长.....                   | 4 -         |
| 1.2 智能机金属化率加速渗透，大客户潜力可观.....                   | 5 -         |
| 1.3 材料加工能力铸就技术壁垒，双玻璃时代单机价值量不降反升.....           | 7 -         |
| 1.4 联手巨头布局陶瓷机壳，提升长期成长潜力.....                   | 9 -         |
| <b>二、卡位精准，提前布局防水材料</b> .....                   | <b>11 -</b> |
| 2.1 智能手机防水性能亟待提升.....                          | 11 -        |
| 2.2 增资控股广东方振，防水业务高成长潜力.....                    | 14 -        |
| 2.3 防水材料应用广阔，有望开拓医疗汽车等细分领域.....                | 15 -        |
| <b>三、业务横向拓展，多重布局打造潜在增长点</b> .....              | <b>16 -</b> |
| 3.1 布局高端市场，增大汽车连接器与精密连接器投入.....                | 16 -        |
| 3.2 收购纳芯威，切入集成电路领域.....                        | 18 -        |
| <b>四、投资建议</b> .....                            | <b>20 -</b> |
| <b>五、风险提示</b> .....                            | <b>21 -</b> |

## 图表目录

|                                  |      |
|----------------------------------|------|
| 图表 1: 近年公司营收与同比增速.....           | 4 -  |
| 图表 2: 近年公司归母净利润与同比增速.....        | 4 -  |
| 图表 3: 金属机壳构成公司主要利润来源.....        | 4 -  |
| 图表 4: 金属机壳放量支撑业绩高增长.....         | 4 -  |
| 图表 5: 金属机壳渗透率持续走高.....           | 5 -  |
| 图表 6: 采用金属机壳方案手机销量上涨.....        | 5 -  |
| 图表 7: 最受欢迎机型与低端机型配置.....         | 5 -  |
| 图表 8: 全球智能机市场增速明显放缓.....         | 6 -  |
| 图表 9: 国产品牌占全球份额不断提升.....         | 6 -  |
| 图表 10: 2016 年主要智能手机品牌出货量.....    | 6 -  |
| 图表 11: 2017 年 HOV 计划出货量.....     | 6 -  |
| 图表 12: 金属机壳制造流程.....             | 7 -  |
| 图表 13: 长盈精密加工的金属机壳与中框.....       | 8 -  |
| 图表 14: 长盈精密智能化车间.....            | 8 -  |
| 图表 15: 手机外壳结构趋势，未来实质性利好.....     | 8 -  |
| 图表 16: 三星 S6 金属中框外部与内部图示.....    | 9 -  |
| 图表 17: 金属手机后盖有明显的天线条，影响整体美观..... | 9 -  |
| 图表 18: 陶瓷机壳综合性能较玻璃更为出色.....      | 10 - |
| 图表 19: 小米 MIX 一日内预定量超过 65 万..... | 10 - |
| 图表 20: 氧化锆陶瓷成本是玻璃的 2 倍以上.....    | 10 - |
| 图表 21: 三家合资公司涵盖胚体到成品各环节.....     | 11 - |

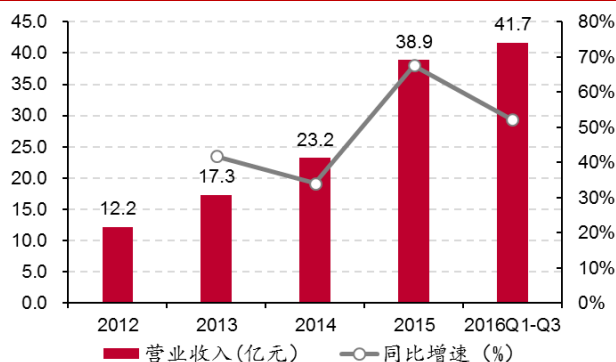
|                                      |        |
|--------------------------------------|--------|
| 图表 22: 公司与三环集团优势高度互补 .....           | - 11 - |
| 图表 23: 全球智能机防水机型渗透率持续走高 .....        | - 12 - |
| 图表 24: 部分手机厂商 2017 旗舰机型防水情况 .....    | - 12 - |
| 图表 25: 苹果 7P 采用的 LSR 防水技术 .....      | - 13 - |
| 图表 26: LSR 防水技术工艺流程 .....            | - 13 - |
| 图表 27: 广东方振营收与业绩承诺 .....             | - 14 - |
| 图表 28: 广东方振部分产品 .....                | - 14 - |
| 图表 29: 高端手机防水性能提升与防水终端市场规模 .....     | - 15 - |
| 图表 30: LSR 防水技术在汽车, 医疗, 工业方面应用 ..... | - 15 - |
| 图表 31: Starlim 产品 .....              | - 16 - |
| 图表 32: Starlim 自动化设备 .....           | - 16 - |
| 图表 33: 公司在新能源汽车领域的布局 .....           | - 16 - |
| 图表 34: 新能源汽车电子连接器市场规模 .....          | - 17 - |
| 图表 35: 充电枪市场规模 .....                 | - 17 - |
| 图表 36: 国内手机连接器市场规模 .....             | - 18 - |
| 图表 37: 昆山杰顺通主要产品 .....               | - 18 - |
| 图表 38: 公司精密连接器下游客户 .....             | - 18 - |
| 图表 39: 精密连接器用途 .....                 | - 18 - |
| 图表 40: 国内 IC 市场规模 .....              | - 19 - |
| 图表 41: 纳芯威主要产品 .....                 | - 19 - |
| 图表 42: 电源芯片市场规模 .....                | - 19 - |
| 图表 43: 电源芯片下游应用 .....                | - 19 - |
| 图表 44: 各电源芯片厂商占比 .....               | - 20 - |
| 图表 45: 纳芯威净利润与业绩承诺 .....             | - 20 - |

## 一、金属机壳放量确保中短期业绩高增长，陶瓷机壳业务打开未来想象空间

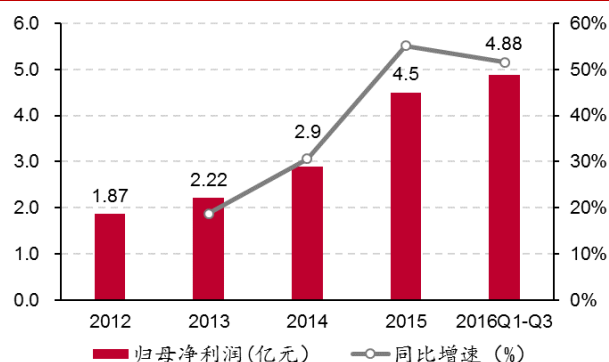
### 1.1 大客户金属机壳放量，公司业绩持续高增长

■ 长盈精密成立于 2001 年 7 月，主要从事手机结构配套件、精密连接器、精密模具等的开发、设计、制造和销售，是目前国内领先的精密电子零部件制造商。根据近期发布的 2016 年度业绩快报，公司继续维持高速增长态势，2016 年度实现营业总收入 61.2 亿元，同比增长 57.36%；归属于上市公司股东的净利润为 6.84 亿元，同比增长 52.21%，业绩表现略高于市场预期。

图表 1：近年公司营收与同比增速



图表 2：近年公司归母净利润与同比增速

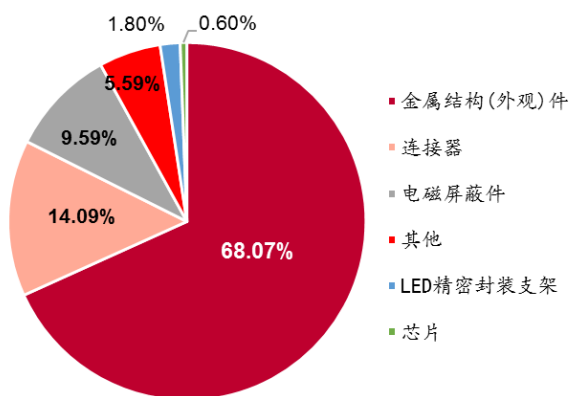


来源：wind、中泰证券研究所

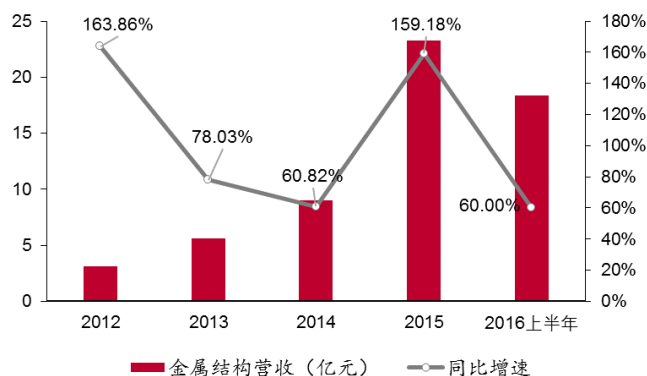
■ 公司营收与利润高速增长主要源于 CNC 金属外观件业务的持续放量。从公司 2016 半年报来看，金属机壳收入占比约 68%，相比于 2015 年近 60% 的占比进一步提高。2016 年上半年，金属机壳业务实现 18.4 亿的营收，同比增长 60%；主要客户为 OPPO，VIVO，小米等，2015 年 VIVO 贡献近 50% 销量，OPPO 与小米各贡献 25% 左右。

2016 年 OPPO 手机出货量实现 120% 增速，公司把握机遇成为爆款机型 OPPO R9 的主要金属机壳供应商，预计全年可为公司带来约 15 亿的销售额；同时 VIVO 也表现亮眼，预计可贡献销售额 12-13 亿。

图表 3：金属机壳构成公司主要利润来源 (2016H1)



图表 4：金属机壳放量支撑业绩高增长



来源：wind、中泰证券研究所

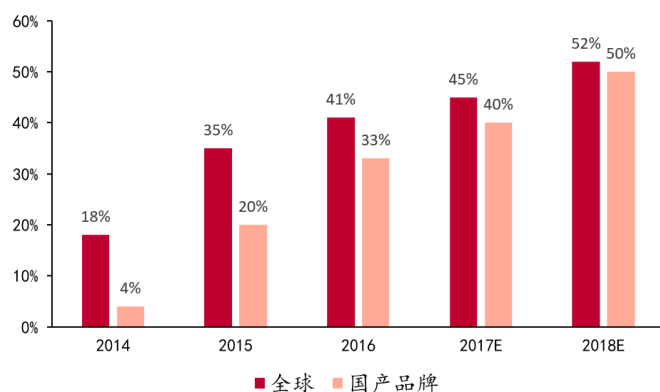
## 1.2 智能机金属化率加速渗透，大客户潜力可观

### ■ 智能手机外观金属化已成潮流，渗透率持续高增长

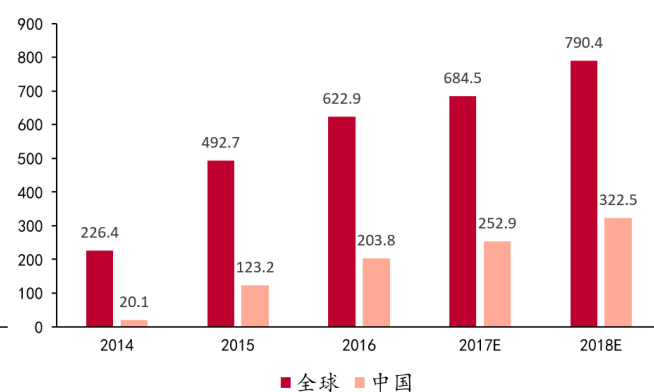
从 iPhone 4 采用金属机壳开始至今，智能手机外观金属化渗透率一直保持高增长态势。就国产手机而言，2016 年国产智能手机金属化率达 33%，较 2015 年提高 13%，金属机壳手机出货量提高近 65%。依靠优秀的质感，美观及散热能力，金属机壳外观成为了近年潮流。

全金属机壳较此前塑胶机壳而言，能够做到更薄且更具质感。从消费者角度而言，全金属机壳手机颜值更高，更符合现代人的审美观；从技术上来看，全金属机壳在 EMC，EMI 等方面的性能要优于塑胶机壳。

图表 5：金属机壳渗透率持续走高



图表 6：采用金属机壳设计手机销量上涨



来源：IDC、counterpoint、wind、中泰证券研究所

■ 我们预计未来 2-3 年内金属机壳依然是智能手机市场主流外观结构，智能手机金属化渗透率将继续提升。一方面各大品牌旗舰机都将继续发布采用全金属机壳设计的新机型；另一方面 1000-2000 元的中低端机型金属机壳渗透率将大幅增长。

以 2016 年全球手机销量为例，市场占有率前 4 款机型都采用全金属机壳设计。此外国产品牌新发售的中/低端机型也无一例外采用金属机壳结构。即便是 2017 年苹果和三星新旗舰机型将采用玻璃外观结构，也同样需要金属中框作为结构件，并不会削减金属结构在整个手机成本中的占比。因为我们认为，手机外观金属结构件依然是未来市场关注的热点。

图表 7：最受欢迎机型与低端机型配置

| 型号         | 发型时间     | 售价      | 市场占有率 | 外观设计      | 手机评价  |
|------------|----------|---------|-------|-----------|-------|
| OPPO R9    | 2016年3月  | 2500    | 4%    | 金属机壳      | 爆款机型  |
| IPHONE 6s  | 2015年9月  | 4000    | 2%    | 金属机壳      | 爆款机型  |
| OPPO A33   | 2015年10月 | 999     | 2%    | 金属机壳      | 爆款机型  |
| VIVO Y51   | 2015年11月 | 1100    | 2%    | 金属机壳      | 爆款机型  |
| OPPO A37   | 2016年4月  | 1300    | /     | 金属机壳      | 中低端手机 |
| 360 手机 N4S | 2016年7月  | 1200    | /     | 金属机壳      | 中低端手机 |
| IPHONE 8   | 2017年    | 6000元以上 | /     | 3D玻璃+金属中框 | 未来旗舰机 |
| 三星S8       | 2017年    | 5000元以上 | /     | 双面玻璃+金属中框 | 未来旗舰机 |
| OPPO R11   | 2017年    | 2000元以上 | /     | 金属机壳      | 未来旗舰机 |

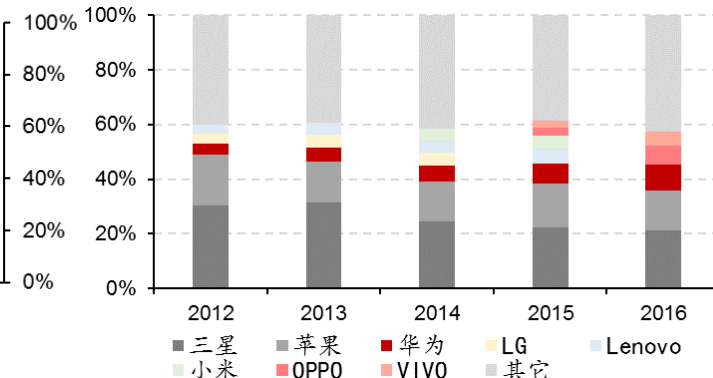
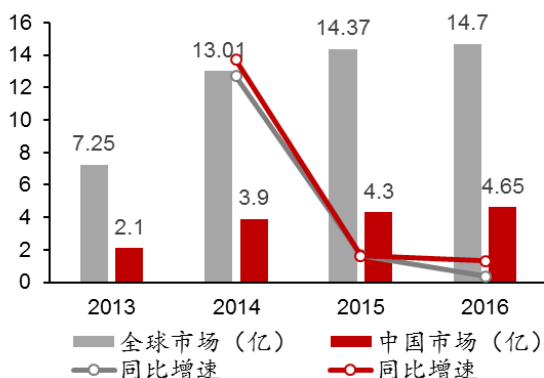
来源：公开资料整理，IDC，中泰证券研究所

■ 受益国产品牌崛起大势，中短期业绩看涨

国产智能手机的崛起是公司能够持续高增长的第二个原因。2016 年全球智能手机市场出货量 14.7 亿部，仅增长 2.30%，已明显趋于平缓。而国内智能手机出货量则达到 4.65 亿部，增长 8.14%，明显高于全球增速。高速增长的动力主要来自于国内智能手机品牌的自主创新（技术、渠道），且成功抢占国内以及东南亚市场份额。公司把握机遇及时切入国产手机品牌佼佼者 OPPO 与 VIVO 的供应链，得到丰厚的利润回报。

图表 8：全球智能机市场增速明显放缓

图表 9：国产品牌占全球份额不断提升



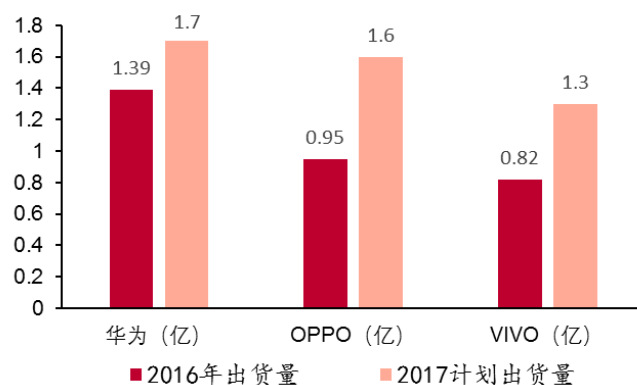
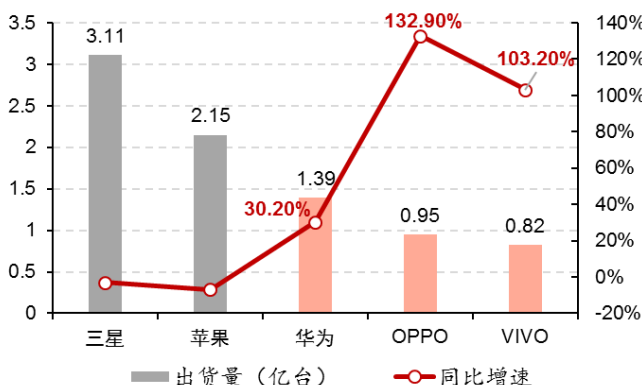
来源：wind、中泰证券研究所

■ 2016 年国内智能手机市场呈现两极化趋势。Huawei, OPPO, VIVO 三架马车高速发展，市场份额分别达到了 9.5%，6.8%和 5.3%。其中 OPPO 全年出货量猛增 106%，OPPO 大增 76%，华为增长 21%，进一步压缩了苹果和三星在智能手机领域的统治地位。在 HOV 的高速增长的同时，也伴随着小米等其它国产品牌的调整期，其中小米 2016 年销量下降 22%，酷派更是下降 44%。可以看出，2016 年国产手机品牌竞争白热化，两极化趋势愈发明显。作为华为、OPPO、VIVO、小米等国产手机的重要供应商，长盈精密持续受益客户高速增长带来的确定性极强的稳定增长，春风得势，业绩喜人。

根据各手机厂商已公布的 2017 年出货计划，HOV 依旧保持上升势头。华为计划出货 1.7 亿台，OPPO、VIVO 分别为 1.6 亿、1.5 亿台，相比 2016 年出货量分别提高 22.3%、52%、83%，其中绝大部分机型都将采取全金属机壳设计。因此我们相信金属机壳的持续放量将成为公司未来业绩提升的有力保障。

图表 10：2016 年主要智能手机品牌出货量

图表 11：2017 年 HOV 计划出货量



来源：IDC、counterpoin、Statics、中泰证券研究所

■ **产能品质已经市场考验，有望再次切入三星等国际厂商供应链**

根据各国际厂商已公开的新机发布计划，2017 年三星等国际厂商将继续推出以 S8 为代表的采用金属结构件（金属中框）的旗舰机型，进一步明确金属化趋势。

作为金属外观件龙头企业，公司此前与三星已有诸多成功合作项目经验。在智能机金属化渗透率企高趋势下，目前国内仅长盈精密等少数厂商具备大规模供应安卓阵营金属外观件的能力，高速增长 CNC 需求与相对有限的产能形成鲜明对比，尤其对于工艺更加复杂的金属中框，更是对厂商产能和良率要求颇高。近年来公司经过在加工技术与生产经验方面的持续积累，以及与国产高端机型的成功合作，产能与品质已通过市场验证，充分具备向三星等国际厂商供货的能力。随着全球智能机市场金属化趋势持续加速，公司作为金属外观件龙头厂商将明确受益。

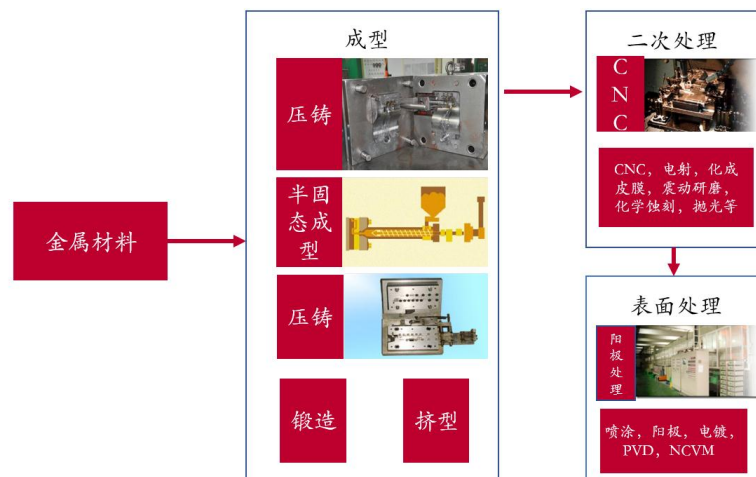
**1.3 材料加工能力铸就技术壁垒，双玻璃时代单机价值量不降反升**

■ **产能与良品率为制胜因素，公司技术壁垒优势明显**

金属机壳加工流程主要包括三个方面：成型，二次处理，表面处理。二次处理包括 CNC，电射，化成皮膜，震动研磨，化学蚀刻等。表面处理包括阳极处理，喷射，电镀，PVD，NCVM 等。总体而言，成型环节的难度相对较低，二次处理和表面处理要求难度较高，也是决定最后良品率的关键环节。

早期全球 CNC 产能主要为苹果服务，近年来随着市场需求量的快速提升导致产能供不应求，且产能逐渐向安卓阵营转移。作为国内领先的 CNC 厂商，公司于 2015 年即已拥有 4000 台 CNC 机器，月产能达到 200 万左右。同时公司在表面处理环节经验丰富，技术能力高，公司良品率已稳步提升到 70%左右。

**图表 12：金属机壳制造流程**



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

■ 产能和良品率是金属机壳行业两大制胜因素。产能方面，公司通过建立东莞大型表面处理基地，新增东莞东坑 CNC 加工基地，同时将广东长盈总部 CNC 生产基地进行扩建，精密加工产能得到明显提升。新增产能主要集中在二次

处理和表面处理两个环节，而前段粗加工方面则采用投资租赁的方式降低成本，在保证产能提高的同时也保证了良品率稳定。良品率方面，公司主要采取两个措施：第一，发力智能制造，在提高材料加工能力的同时降低成本；第二，加大研发金属机壳核心步骤技术，即加大在表面处理等方面的研究投入。

总体而言，公司已形成充分的行业技术壁垒，CNC 产能在国内厂商中处于先发优势，金属机壳后端精加工和表面处理环节积累了丰富的经验，良品率高，公司产品质量稳定可靠，为公司业务高速发展提供了有力支撑。

**图表 13：长盈精密加工的金属机壳与中框**



**图表 14：长盈精密智能化车间**

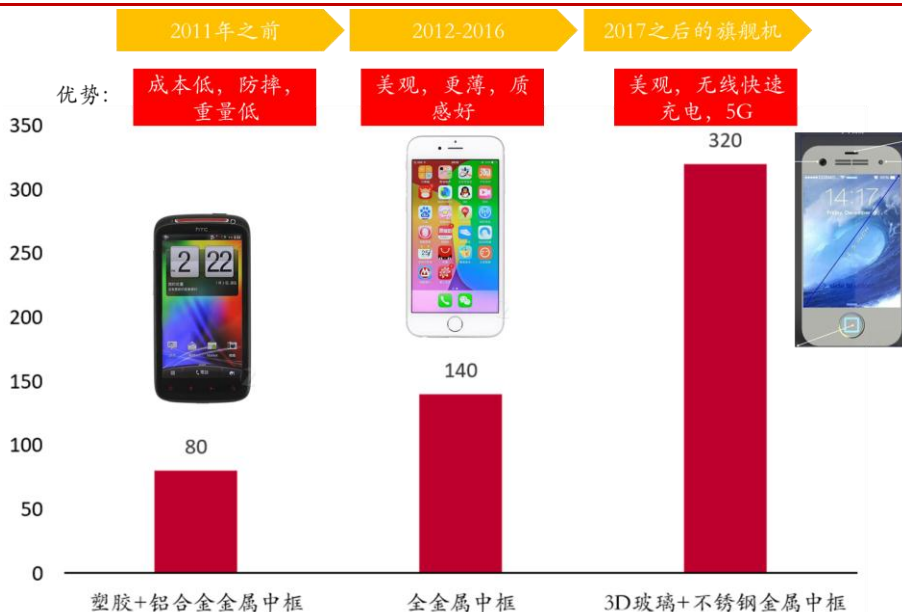


来源：公司资料、中泰证券研究所

■ **金属中框工艺要求更高，双玻璃方案提升单机金属外观件价值量**

从手机外壳结构发展历程来看，主要经历了“塑胶+铝合金金属中框”→“全金属框”→“玻璃背板+不锈钢金属中框”的过程。凭借着良好的质感和优异的美观性，全金属框成为目前主流，

**图表 15：手机外壳结构趋势，未来实质性利好**



来源：公开资料整理、中泰证券研究所

市场普遍预期三星和苹果将在 2017 推出的旗舰机型中采用“玻璃背板+不锈



“钢金属中框”的外观设计，但目前来看：一方面，玻璃作为一种新型趋势未成为主流，当前主要是先行应用在苹果和三星新旗舰机型上，未来随着 5G、无线充电以及快充的普及，玻璃加金属中框的设计将逐步取代金属全框。另一方面，金属中框更加复杂的工艺要求，使得金属结构件的价值不降反升，从手机单机价值量来讲，采用金属中框实质上是利好诸如长盈精密等 CNC 加工厂商。

- 有别于常人认知，金属中框不仅仅起到连接前后两块玻璃面板的作用，同时它也是作为整个手机的支架。相较于金属全框，金属中框加工过程更加复杂，对公司良品率要求更高。基于此，未来采用金属中框将使手机单机金属结构件价值量提高 60-100 元，在技术上存在先发优势的公司将率先适应行业新变化并抢占各手机品牌主流供应商位置。

**图表 16：三星 S6 金属中框外部与内部图示**



来源：中关村在线、中泰证券研究所

#### 1.4 联手巨头布局陶瓷机壳，提升长期成长潜力

- 微波信号波长长，衍射能力弱，射入金属材料时，将会在金属表面产生感应电流，影响信号传递。为了更好地实现信号穿透，覆盖天线部位的外壳部分必须设计成非金属材质，因此也就导致目前金属后盖上的较为难看地三段式设计。目前 5G 建设加速，已成了全球移动通信领域业界的共识，从时间表上看，2018 年（5G 预商用）和 2020 年（5G 商用）日趋临近，5G 信号波长更短，更密集，继续对金属后盖进行分段将更难看且难以实现。因此，为适应 5G 时代信号传递的需要，手机后盖设计转向非金属将是大势所趋。

**图表 17：金属手机后盖有明显的天线条，影响整体美观**



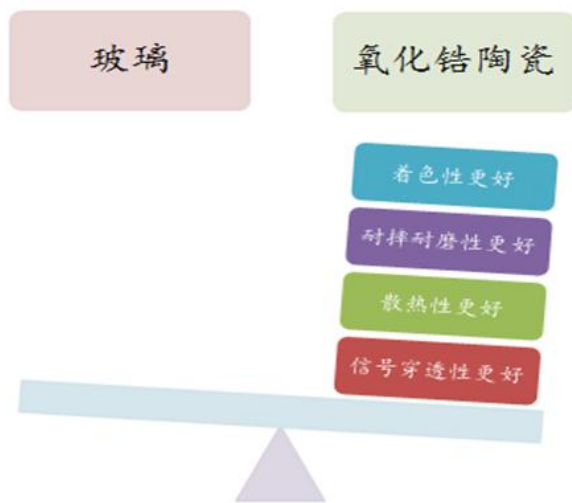
来源：OPresearch，中泰证券研究所

- 非金属材料目前主要包括玻璃与陶瓷两种，从两种材料性能对比来看，氧化锆陶瓷材料在信号穿透、散热性、耐摔、耐磨、着色性等多方面均较玻璃更为优秀。

近年来，陆续有金立、华为、酷派、小米等手机厂商推出陶瓷后盖手机，均取得较好地市场认可度。尤其是 2016 年底，小米推出的 Mix 机型，在发布后一日内预定量超 65 万台，充分体现了消费者对于手机外观创新的认可度。

**图表 18：陶瓷机壳综合性能较玻璃更为出色**

**图表 19：小米 MIX 一日内预定量超过 65 万**



来源：wind、中泰证券研究所

- 无论是综合性能，还是消费者欢迎程度，氧化锆陶瓷后盖均更为优秀，但目前非金属机壳材料还是以玻璃为主，其中最主要的原因在于陶瓷成本高。目前陶瓷后盖+中框成本普遍在 400-500 元以上，远高于双面玻璃+金属中框 200 元左右的成本区间。通过产业链调研，我们认为，氧化锆陶瓷后盖产品成本高的主要原因在于产业链不成熟及规模较小。氧化锆陶瓷后盖的材料生产和加工工艺均较为繁杂，标准化程度低，通常包括几十道工序及无数种工艺控制和材料控制，从上游的粉体材料到中游的成型/烧结，再到后加工等各个环节都面临无数种方案可以选择。同时，目前一款陶瓷机型出货量多不

过几十万部，规模效应严重不足，

**图表 20：氧化锆陶瓷成本是玻璃的 2 倍以上**

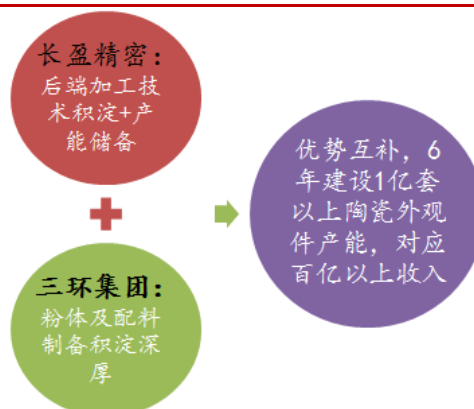
| 项目        | 氧化锆陶瓷       | 玻璃 (2D) | 玻璃 (2.5D) | 玻璃 (3D)     |
|-----------|-------------|---------|-----------|-------------|
| 单后盖       | 200-300 元   | 15-20 元 | 30 元左右    | 60-80 元左右   |
| 一体化中框+后盖  | 400-500 元以上 | ——      | ——        | ——          |
| 金属中框+玻璃后盖 | -           | 150 元左右 | 180 元左右   | 200-220 元左右 |

来源：中泰证券研究所

- 公司近期发布公告，与三环集团达成排他性合作，强强联手，拟共同投资 87 亿元成立三家合资子公司，打通氧化锆陶瓷后盖从胚体到成品的各个环节，通过完善产业链并快速扩大规模，促进成本快速下降，加速陶瓷后盖在终端市场渗透。三环集团作为国内陶瓷材料领域的龙头企业，在粉体材料制备、烧结等领域积累了丰富的经验，结合公司在下游加工环节多年技术积累及产能储备，有望成为陶瓷后盖行业龙头，参考发展规划来看，到 2022 年将实现 1 亿套以上陶瓷后盖产能，对应收入超百亿元，将进一步提升公司长期成长潜力。

**图表 21：三家合资公司涵盖胚体到成品各环节 图表 22：公司与三环集团优势高度互补**

| 合资公司           | 持股比例 | 总投资   | 主要经营方向               |
|----------------|------|-------|----------------------|
| 东莞长盈三环陶瓷技术有限公司 | 65%  | 51 亿元 | 陶瓷外观件及模组等的生产、销售      |
| 潮州中瓷技术有限公司     | 44%  | 22 亿元 | 陶瓷外观件及模组等的生产、销售      |
| 潮州三环长盈新材有限公司   | 30%  | 14 亿元 | 陶瓷外观件及模组坯料等的研发、生产和销售 |
| 合计             |      | 87 亿元 |                      |



来源：wind、中泰证券研究所

## 二、卡位精准，提前布局防水材料

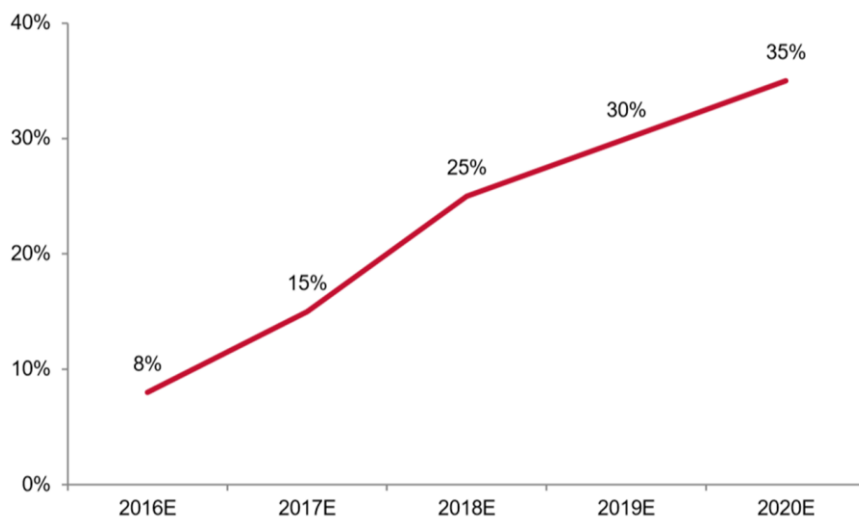
### 2.1 智能手机防水性能亟待提升

- 日常生活中，人们在水下环境使用智能手机的需求（水中摄影，浴室沟通等）不断增长，防水性能已逐渐成为中高端机型的必备设计。智能手机防水性能一般用 IP 等级制度来衡量，第一个数字指的是对于固体（例如灰尘和沙子）的防护，6 代表防尘智能手机的最高级别。第二个数字表示防水。iPhone7 / 7 Plus 防水等级为 IP67，这意味着它完全防尘，并可以水下 1 米长达 30 分钟。
- 从 2016 年国际厂商推出的旗舰机型来看，Galaxy S7 / S7 Edge 防水性能达到 IP68 级别，iPhone 7/7P 达到 IP67。就国产手机而言，2017 年有望出现具有优秀防水性能的旗舰机型。防水将成为主流机型即实用又吸引消费者眼球的必备功能之一。

据 OPresearch 预测，2016 年全球智能手机防水功能渗透率仅 8%。基于国产品牌在防水性能上的重视，2017 年全球渗透率将倍增至 15%。考虑到未来几

年防水机型逐渐向中低端手机的渗透，2018-2020 年渗透率将逐步提升至 35%以上。

**图表 23：全球智能机防水机型渗透率持续走高**



来源：OPresearch，中泰证券研究所

- 根据已公布的机型信息，2017 年各大手机厂商均将更加重视防水性能。三星将要发行的三款中端机型 Galaxy A3, A5, A7 2017 版以及旗舰机型 NOTE 8 都将达到 IP 68 级别。而作为市场关注的焦点，苹果有望将防水性能从 IP67 提升到 IP68，这意味各国际厂商需要在防水技术和防水零件上投入更多的精力。同时我们预测，国产手机品牌有望采取跟随姿态，华为 2017 旗舰机型已公布将具备防水性能，OPPO R11 也有希望采取跟随策略。

**图表 24：部分手机厂商 2017 旗舰机型防水情况**

| 品牌   | 机型                               | 防水性能            | 上市时间 |
|------|----------------------------------|-----------------|------|
| 三星   | Samsung Galaxy A3, A5, A7 (2017) | IP68            | 2017 |
| 三星   | Note 8                           | IP68            | 2017 |
| 苹果   | iPhone 8/8 Plus                  | 有希望从IP67提升到IP68 | 2017 |
| OPPO | R11                              | 未知，有希望跟随        | 2017 |
| 华为   | P10                              | 防水              | 2017 |

来源：公司官网，中泰证券研究所

- 目前 LSR（液体硅胶注射成型技术）为市场主流防水技术。LSR 技术是通过将液体硅胶与手机金属组件共同成型，从而达到防水效果。液体硅橡胶在作为手机防水材料上具有众多天然的优势：首先，LSR 其具有生物相容性，耐细菌生长，不会污染或腐蚀其他材料；其次 LSR 具有耐高温耐化学性质，且柔韧性、拉伸强度和硬度较为出色；最后，LSR 是绝佳的绝缘材料。这几种

性能使得 LSR 成为主流的防水技术。

LSR 技术在消费电子上的应用主要集中在可穿戴设备和智能手机方面，其优异的防水，防沙，防潮，防腐蚀，防震性能使得它成为目前智能手机的主流防水材料。

以 iPhone 7P 为例，主要有 6 个位置采用了 LSR 技术，包括照明连接器与麦克风，SIM 弹出插头，SIM 托盘，显示屏的左边缘 EMI 屏蔽区域，HOME 按钮和右静音开关等位置，从而达到 IP67 防水级别。如果 iPhone 8 将防水级别提升至 IP68，势必要加大机身 LSR 应用，相关产业链公司将充分受益。

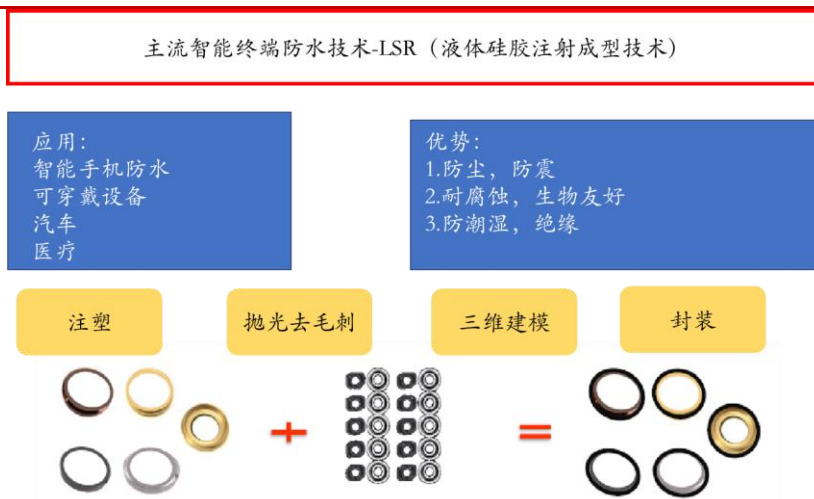
**图表 25：苹果 7P 采用的 LSR 防水技术**



来源：IFIX、中泰证券研究所

- 从工艺上来讲，LSR 技术主要包括四个步骤：混合，注射，硫化，脱件。以制造 Home 键防水工艺为例，还涉及组合包装的过程，对工业的精细程度要求较高。LSR 加工难度相比与传统热塑性胶料要大很多，其在硫化，脱件，温度控制等方面精密度要求较高，同时在手机上主要是用于与手机零件相集合，更是加大了 LSR 技术难度。因此，具备消费电子 LSR 技术积累的公司同样具有较高的行业壁垒。

**图表 26：LSR 防水技术工艺流程**



来源：公开资料整理、中泰证券研究所

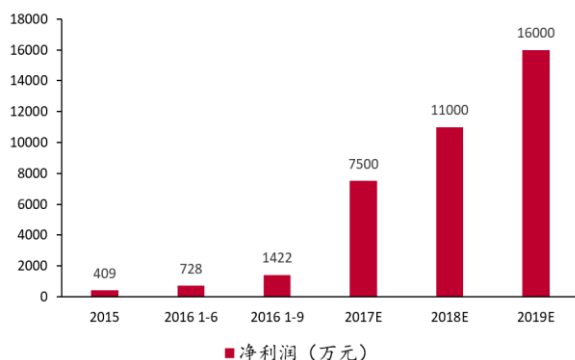
## 2.2 增资控股广东方振，防水业务高成长潜力

■ 公司于 2016 年 10 月增资近 3 亿元取得广东方振 36% 股权，加上此前已取得的 15% 股权，目前总计持有 51% 的控股股权。广东方振 2016 年前三季度营收 1.6 亿元，接近去年全年营收，并承诺未来三年归属于母公司股东税后净利润分别不低于人民币 7500 万元、11000 万元、16000 万元。

■ 广东方振成立于 2008 年，是一家以硅胶制品、液态硅胶及防水新材料为主的精密结构件解决方案供应商，多年来主要为各种消费电子产品（手机、平板电脑、智能穿戴设备、汽车多媒体、游戏机、高端遥控器等）客户提供精密结构件的模具研发、硅胶油压成型、硅胶射出成型、注塑成型、多种材料复合成型、表面处理等产品和服务。

目前广东方振专注于消费电子领域精密模具及硅胶精密结构件的研发、设计、生产及销售业务，由固态硅橡胶制品、护套、按键向精密固态硅橡胶制品、液态硅胶制品、精密塑胶制品、各种软硬胶及金属材料/电子元器件复杂结合技术方向发展，逐步形成各项专业核心技术能力。

**图表 27：广东方振营收与业绩承诺**



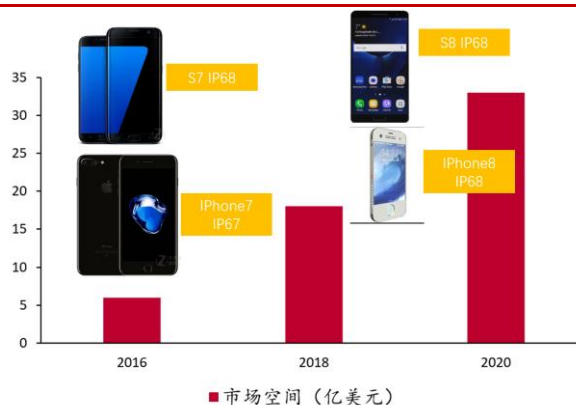
来源：广东方振、wind、中泰证券研究所

**图表 28：广东方振部分产品**



■ 目前广东方振已顺利切入苹果供应商体系。鉴于市场预期 2017 年苹果新款旗舰机型防水性能极大可能提升至 IP68 级别，同时国内外其他手机厂商也将相继推出防水机型，防水需求有望迎来翻倍式增长。通过控股广东方振，公司提前布局精准卡位，为公司未来在防水市场竞争中取得有利先机。

**图表 29：高端手机防水性能提升与防水终端市场规模**



来源：公开资料整理，中泰证券研究所

### 2.3 防水材料应用广阔，有望开拓医疗汽车等细分领域

- 除去在手机方面的应用，LSR 防水技术在汽车医疗和工业等领域同样具有巨大发展潜力。就市场规模而言，汽车防水领域占 LSR 防水市场规模的 40%以上，医疗占 20%以上。

汽车 LSR 应用较广且实现较早，主要集中在汽车动力系统，燃料系统以及各零部件的防水需求，市场规模可达数百亿人民币。而在医疗应用上，主要集中于婴儿奶嘴，呼吸罩等密封产品以及血液透析仪等医疗器械，市场规模约百亿元。

**图表 30：LSR 防水技术在汽车，医疗，工业方面应用**



来源：公开整理、中泰证券研究所

- 通过对比国际 LSR 产业巨头 Starlim，我们认为公司有望通过控股广东方振切入汽车与医疗领域 LSR 应用的数百亿广阔市场。

成立于 1974 年的 Stralim 近年来发展迅速，2012-2015 年连续扩张产能 70% 以上，已成为全球 LSR 龙头。如今 Stralim 每年约生产 140 亿件硅胶制品，与中国，德国，澳大利亚合作广泛。

Starlim 的 LSR 产品主要集中在汽车、医疗和工业领域。汽车领域包括动力系统，燃料系统的防水性材料，O 型环等；医疗领域包括儿童护理行业所有吸奶器、安抚奶嘴和一些透析仪器的防水组件；工业领域包括触摸屏、喷射头的防水组件等。

**图表 31：Starlim 产品**



来源：产业信息网、wind、中泰证券研究所

**图表 32：Starlim 自动化设备**



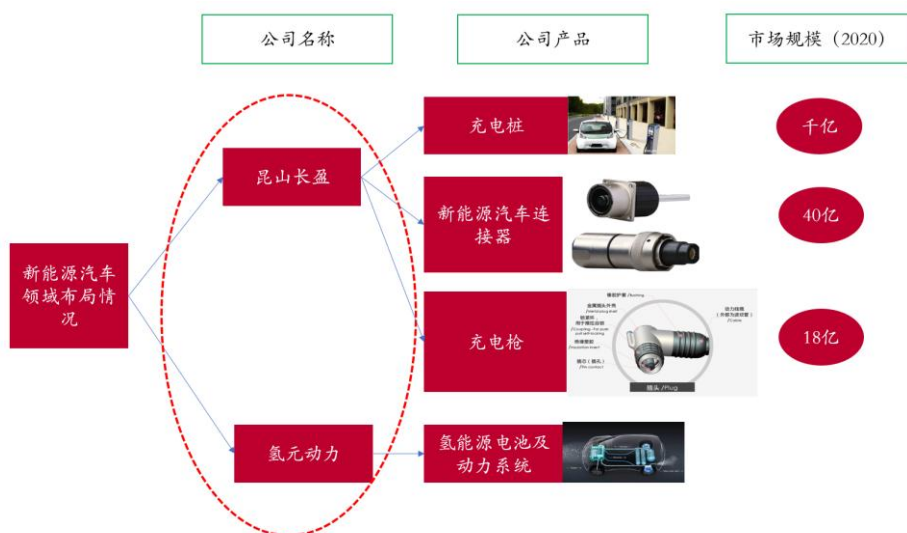
Starlim 自动化程度极高，自动化工具在各个方面替代着人工，使得公司在良品率和生产速度上成为行业龙头。我们认为，长盈精密与广东方振的合作具备明显的协同效应：一方面，长盈精密借控股方振进一步扩展自己在手机行业的供应链，甚至得以打开汽车与医疗领域的广阔市场；另一方面，长盈精密可以给广东方振提供更多的自动化设备，帮助其在 LSR 行业稳步前进。

### 三、业务横向拓展，多重布局打造潜在增长点

#### 3.1 布局高端市场，增大汽车连接器与精密连接器投入

- 2016 年公司持续在新能源汽车领域进行重点布局，分别成立昆山长盈，控股氢元动力，其中昆山长盈主要生产新能源汽车连接器，充电枪以及充电桩等设备；氢元动力是一家研究氢能源动力系统的公司，氢能作为下一代最清洁能源，战略意义明显。

**图表 33：公司在新能源汽车领域的布局**

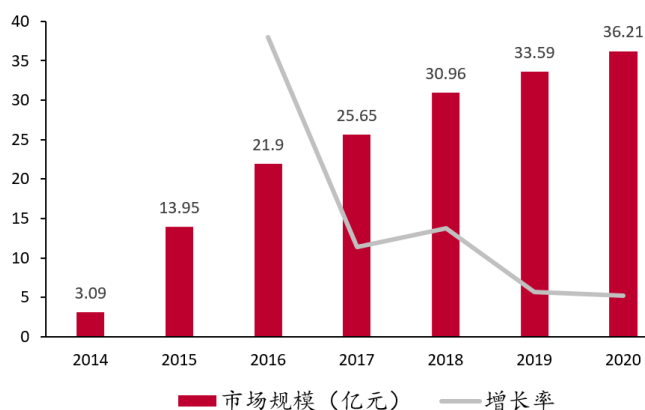


来源：公开资料整理、中泰证券研究所

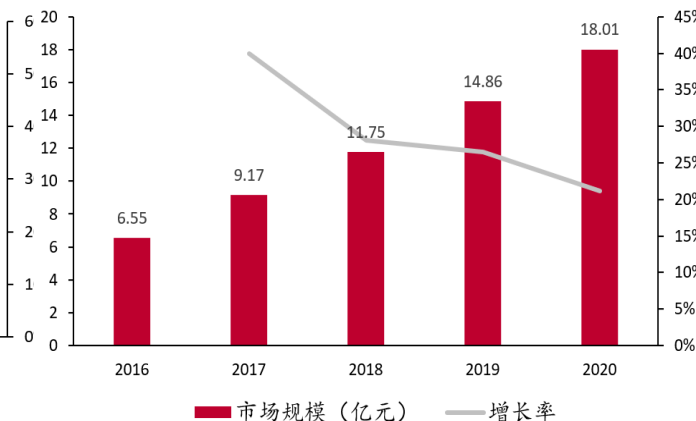
- 随着新能源汽车行业的快速发展及汽车电子化程度的不断提升，汽车电子连接器与充电枪市场规模将持续高速增长。2015 年国内车电子连接器市场规模约 13.95 亿元，2017 年预计将翻倍，2020 年有望达到 40 亿元；2016 年国内充电枪市场规模 6.55 亿元，2017 年增长率将达 40%，2020 年有望达到 20 亿元。



**图表 34：新能源汽车电子连接器市场规模**



**图表 35：充电枪市场规模**

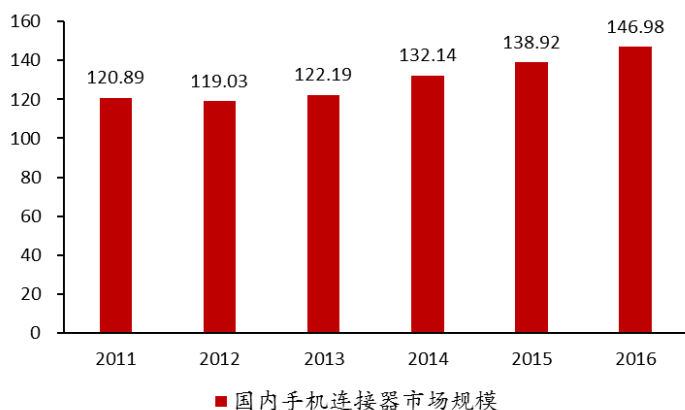


来源：产业信息网、wind、中泰证券研究所

- 除去在新能源汽车连接器方面的布局，公司同时着重于精密连接器的研发。一方面通过控股昆山杰顺通切入手机连接器市场，另一方面加大精密连接器产能投入。手机所使用的连接器种类根据其产品的不同而略有差异，平均使用数量约在 5~15 个，产品种类可以分为内部的 FPC 连接器及板对板连接器、外部连接的 I/O 连接器，以及电池、SIM 卡连接器和 Camera Socket 等。近几年，手机连接器利润空间被进一步压缩，如何提高产品质量以及实现精细化操作是手机连接器厂商需要面对的问题。

昆山杰顺通业务主要包括精密冲压、注塑成型以及电子连接器的设计制造。主要利润来源于 SIM 卡连接器以及其它手机连接器。昆山杰顺通 2015 年、2016 年前三季度，营业收入分别为 2.66 亿元、2.55 亿元，净利润分别为 3069.91 万元、2283.06 万元。昆山杰顺通业绩的向好主要原因在于其构造了精细化，自动化的操作流程，形成独有的技术壁垒。

**图表 36：国内手机连接器市场规模**



**图表 37：昆山杰顺通主要产品**



来源：IDC、counterpoint、wind、中泰证券研究所

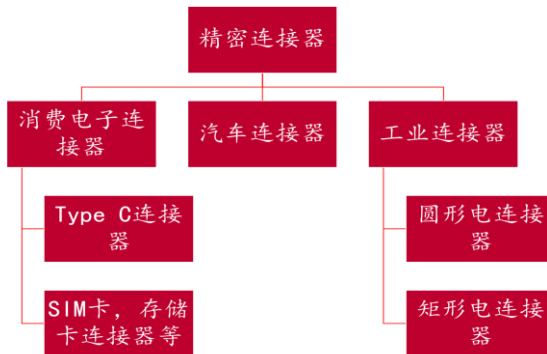
- 在连接器市场向精密化，高端化发展的大趋势下，公司通过布局精密连接器市场，减少了对低端连接器市场的依赖，有望成为国内外大手机厂商的精密连接器供应商，从而提高在连接器方面的收入。

就整体连接器市场而言，低端连接器利润空间被逐年压缩，市场规模逐渐萎缩，与此同时精密连接器需求量却持续增长。精密连接器除手机端应用之外，还常用于通信器材等领域。公司通过控股昆山杰顺通以及昆山长盈调整自己在连接器领域的布局，将产能进一步向精密连接器领域布局，就 2016 年情况来看，公司已拥有 12 亿精密连接器年产能以及 5 亿超精密连接器年产能，下游客户包括华为，TP-link 等企业。

**图表 38: 公司精密连接器下游客户**



**图表 39: 精密连接器用途**



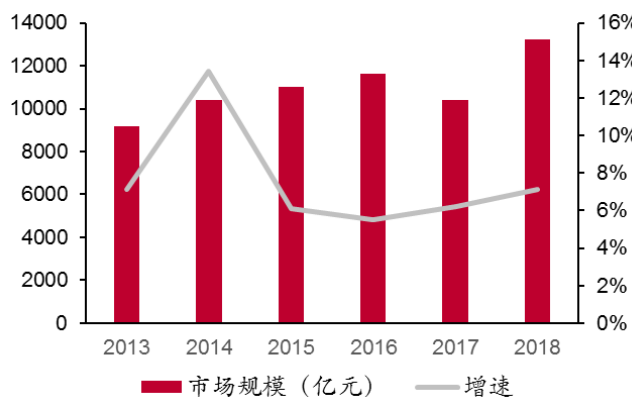
来源：纳芯威、wind、中泰证券研究所

### 3.2 收购纳芯威，切入集成电路领域

- 2015 年 12 月，公司通过自有资金 10,400 万元人民币收购纳芯威 65% 的股权，纳芯威承诺未来三年业绩利润不低于 4050 万，并承担对赌补偿。通过本次收购，公司将进一步完善其工业 4.0 整体方案解决方案中芯片设计环节。

深圳市纳芯威科技有限公司为国内优秀 IC 设计公司，其主要技术人员均在集成电路设计行业拥有十年以上的工作经验，具有集成电路设计、系统集成、跨行业外协生产及企业管理的丰富经验，是国内电源管理芯片及音频功放设计细分行业优秀企业。

**图表 40: 国内 IC 市场规模**



**图表 41: 纳芯威主要产品**

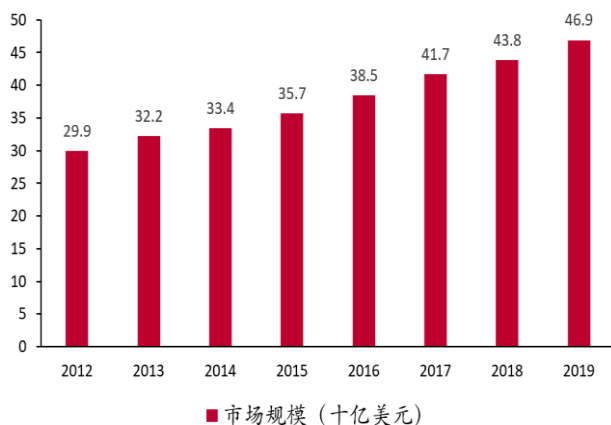


来源：wind、中泰证券研究所

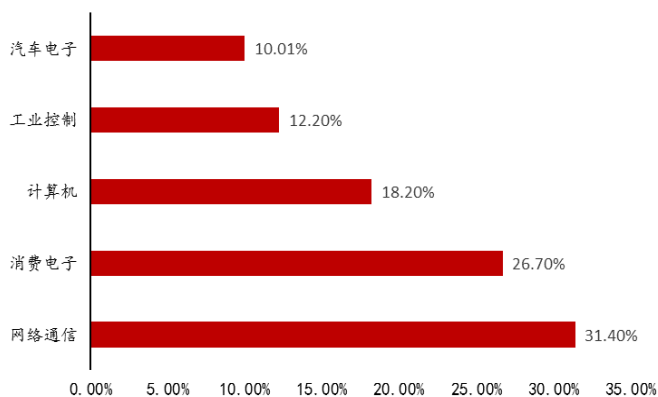
- 2012 年全球电源管理芯片市场规模为 299 亿美元，2017 年将增长至 417.5 亿美元，年复合增长率 CAGR 为 13.6%。电源管理芯片主要应用于计算机、网络通信、消费电子和工业控制等领域，此外，汽车电子领域虽然所占市场

份额较小，但却是发展最快的领域。从未来的发展来看，汽车电子领域仍将是发展最快的领域，其市场份额在未来几年将快速提高。此外，随着物联网、车联网、新能源汽车、智能家居和可穿戴设备等新兴市场的蓬勃发展，电源管理芯片市场有望迎来新一轮增长期。

**图表 42：电源芯片市场规模**



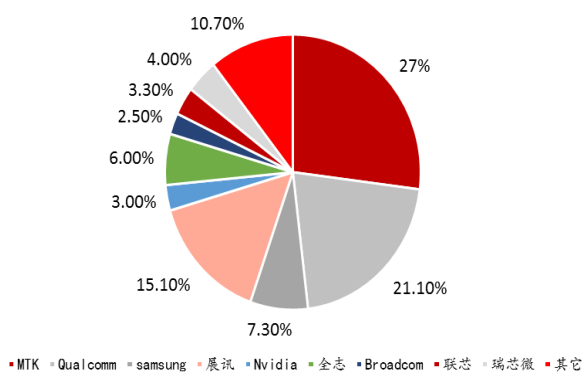
**图表 43：电源芯片下游应用**



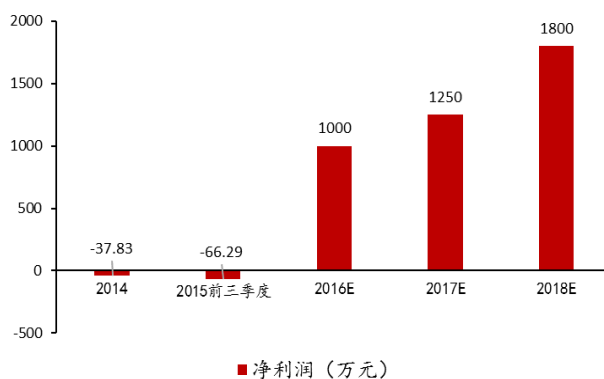
来源：华强电子网、中泰证券研究

- 电源管理芯片的作用是通过智能化控制（包括电源路径管理，动态电压调整等）实现系统整体转化效率的提升，以降低系统功耗。目前整个行业主要被欧美厂商占据，就智能终端电源芯片而言，MTK 占据 27% 的市场份额，其次是高通，市场占有率达 21.1%。近年来国内厂商借国家大力发展集成电路产业之势，投入大额资金稳步切入电源管理芯片这一关键市场，力图抢占欧美厂商原有份额，开启国产替代周期。

**图表 44：各电源芯片厂商占比**



**图表 45：纳芯威净利润与业绩承诺**



来源：纳芯威、wind、中泰证券研究所

长盈精密收购后纳芯威后，得以成功切入集成电路领域，进一步完善了在除去手机供应链体系的另一布局。通过与纳芯威业务的合同互补作用，有望在 IC 领域实现新的发展。收购纳芯威是公司在业务模式上的横向布局，有利于公司在工业 4.0 领域的发展。电源芯片行业是一个轻资产设计行业，技术要求较高，而且纳芯威在消费电子，LED 以及可穿戴设备电源芯片管理方面有很强的技术壁垒，有望给长盈精密带来又一利润增长点。

#### 四、投资建议：目标价 41.65 元，“买入”评级

- **受益大客户份额提升，业绩持续高增长，Q4 营收与净利创新高。**从业绩快报数据分析，2016 年公司整体盈利能力大幅提升，各季度收入与利润均达历史同期最高水平。其中 2016 Q4 单季度实现收入 19.53 亿元，同比增长 71%，实现归母净利润 1.96 亿元，同比 54%，均创历史新高。公司 2016 年业绩高增长受益于主要品牌客户智能手机出货量大幅增长。
- **主营金属外观件业务仍将维持高增速。**根据已发布的出货量计划，2017 年公司主要客户如 OPPO、Vivo、华为等仍将保持较高增速，成为公司金属机壳业务成长的坚实动力；其次，新客户快速拓展，订单加速导入，全年订单量有望再创新高；最后，受益 CNC 工艺技术升级带来的良率提升+金属中框设计带来的单机价值量提升，公司金属外观件业务有望继续维持高增速。
- **防水材料布局卡位精准，迎来快速发展期。**公司去年收购国内防水结构件领先企业广东方振，顺利切入苹果供应链。受益于苹果 17 年最新机型防水等级的提升，我们预计苹果单机防水材料价值量有望显著提高。根据产业链调研结果，我们预判今年 HOV 有望推出防水机型，未来 2-3 年该行业整体将保持高景气度，依托公司在 HOV 供应链的传统优势地位，公司的防水材料有望依托产品组合率先切入，充分享受行业爆发红利。
- **联合三环推动陶瓷机壳产业发展，前瞻性布局抢占蓝海市场。**公司前期发布公告，将与三环集团合作加快陶瓷一体机壳市场化。双方未来 6 年将投资 87 亿推动陶瓷机壳项目，预计年底可望实现月产能 100 万片，18 年实现月产能 200 万片。此次合作将打通陶瓷机壳前道和后道全产业链，进一步增强公司行业话语权，全方位打开成长空间。
- **多点布局全面开花，打开行业发展天花板。**2016 年公司通过设立子公司和参股等在精密连接器、金属件等汽车电子领域率先布局，部分产品已进入一线客户，未来有望成为新业绩增长点；此外公司长远布局自动化领域，未来有望凭借高性价比进军外销市场。
- **投资建议：**手机金属和陶瓷外观件夯实增长基础，汽车电子与自动化等领域再拓成长空间，后续 8 亿员工持股计划提供市场信心，我们预计公司 2017/18 年净利润为 10.68/16.53 亿元，EPS 为 1.19/1.82 元，增速为 55.9%/54.8%，参考可比公司估值和公司可交换债 26.5 元的转股价，给予 2017 年 35 倍估值，目标价 41.65 元，给予“买入”评级。

**图表 51：可比公司估值列表**

| 公司    | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-------|------|-------|-------|-------|
| 劲胜精密  | 81   | 85    | 30    | 20    |
| 三环集团  | 30   | 30    | 23    | 19    |
| 合力泰   | 35   | 36    | 23    | 16    |
| 欧菲光   | 50   | 43    | 26    | 17    |
| 平均 PE | 49   | 49    | 26    | 18    |

资料来源：Wind、中泰证券研究所（估值数据取自 Wind 一致预期，2015 年均值数据剔除负值）

## 五、风险提示

- **金属机壳渗透率不及预期；**  
中低端机型金属外观设计渗透率不及预期，导致市场增量空间不及预期。
- **防水材料爆发性不及预期；**  
苹果新机型防水等级提高未能如期实现，或国产品牌手机未能及时跟进推出防水机型，导致防水业务需求缺乏增长动力。
- **新业务拓展不及预期；**  
陶瓷外观件业务产能、市场进度不及预期，汽车电子业务发展不及预期。

**图表 46：公司财务数据预测**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |        |        |        |        |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 会计年度           | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E | 会计年度            | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
| <b>流动资产</b>    | 2802 | 4244  | 6450  | 9821  | <b>营业收入</b>     | 3889   | 6119   | 9607   | 14507  |
| 现金             | 525  | 338   | 346   | 374   | 营业成本            | 2791   | 4314   | 6821   | 10300  |
| 应收账款           | 943  | 1591  | 2538  | 3995  | 营业税金及附加         | 21     | 43     | 65     | 92     |
| 其他应收款          | 17   | 27    | 43    | 67    | 营业费用            | 40     | 73     | 125    | 189    |
| 预付账款           | 14   | 38    | 52    | 79    | 管理费用            | 455    | 838    | 1278   | 1915   |
| 存货             | 848  | 1689  | 2687  | 4219  | 财务费用            | 50     | 48     | 69     | 82     |
| 其他流动资产         | 454  | 560   | 783   | 1087  | 资产减值损失          | 39     | 19     | 21     | 25     |
| <b>非流动资产</b>   | 2282 | 2029  | 1795  | 1567  | 公允价值变动收益        | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 长期投资           | 44   | 11    | 14    | 17    | 投资净收益           | 2      | 1      | 1      | 1      |
| 固定资产           | 1742 | 1674  | 1529  | 1345  | <b>营业利润</b>     | 496    | 785    | 1228   | 1906   |
| 无形资产           | 113  | 129   | 147   | 171   | 营业外收入           | 19     | 15     | 16     | 17     |
| 其他非流动资产        | 384  | 215   | 105   | 35    | 营业外支出           | 1      | 1      | 1      | 1      |
| <b>资产总计</b>    | 5084 | 6273  | 8245  | 11388 | <b>利润总额</b>     | 514    | 799    | 1243   | 1922   |
| <b>流动负债</b>    | 1564 | 2115  | 3092  | 4730  | 所得税             | 59     | 110    | 172    | 266    |
| 短期借款           | 212  | 559   | 598   | 823   | <b>净利润</b>      | 454    | 689    | 1072   | 1656   |
| 应付账款           | 674  | 1221  | 2015  | 3208  | 少数股东损益          | 4      | 3      | 3      | 3      |
| 其他流动负债         | 677  | 335   | 479   | 699   | <b>归属母公司净利润</b> | 450    | 685    | 1068   | 1653   |
| <b>非流动负债</b>   | 160  | 198   | 245   | 303   | EBITDA          | 828    | 1085   | 1566   | 2261   |
| 长期借款           | 150  | 187   | 234   | 292   | EPS (元)         | 0.80   | 0.76   | 1.19   | 1.84   |
| 其他非流动负债        | 10   | 11    | 11    | 10    |                 |        |        |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 1724 | 2313  | 3338  | 5032  | <b>主要财务比率</b>   |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 45   | 48    | 51    | 54    | 会计年度            | 2015   | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
| 股本             | 560  | 896   | 896   | 896   | <b>成长能力</b>     |        |        |        |        |
| 资本公积           | 1527 | 1191  | 1191  | 1191  | 营业收入            | 67.6%  | 57.4%  | 57.0%  | 51.0%  |
| 留存收益           | 1307 | 1824  | 2769  | 4214  | 营业利润            | 51.5%  | 58.4%  | 56.4%  | 55.1%  |
| 归属母公司股东权益      | 3315 | 3912  | 4856  | 6302  | 归属于母公司净利润       | 55.0%  | 52.3%  | 55.9%  | 54.8%  |
| <b>负债和股东权益</b> | 5084 | 6273  | 8245  | 11388 | <b>获利能力</b>     |        |        |        |        |
|                |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 28.2%  | 29.5%  | 29.0%  | 29.0%  |
|                |      |       |       |       | 净利率(%)          | 11.6%  | 11.2%  | 11.1%  | 11.4%  |
|                |      |       |       |       | ROE(%)          | 13.6%  | 17.5%  | 22.0%  | 26.2%  |
|                |      |       |       |       | ROIC(%)         | 13.7%  | 16.0%  | 20.4%  | 23.9%  |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |        |        |        |        |
|                |      |       |       |       | 资产负债率(%)        | 33.9%  | 36.9%  | 40.5%  | 44.2%  |
|                |      |       |       |       | 净负债比率(%)        | 38.50% | 35.55% | 27.77% | 24.52% |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 1.79   | 2.01   | 2.09   | 2.08   |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 1.24   | 1.20   | 1.21   | 1.18   |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |        |        |        |        |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.86   | 1.08   | 1.32   | 1.48   |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 4      | 5      | 4      | 4      |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 4.16   | 4.55   | 4.22   | 3.94   |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标 (元)</b> |        |        |        |        |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.50   | 0.76   | 1.19   | 1.84   |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.98   | -0.19  | 0.19   | 0.10   |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 3.70   | 4.36   | 5.42   | 7.03   |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |        |        |        |        |
|                |      |       |       |       | P/E             | 53.00  | 34.79  | 22.32  | 14.42  |
|                |      |       |       |       | P/B             | 7.19   | 6.09   | 4.91   | 3.78   |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 29     | 22     | 15     | 11     |

| 现金流量表          |       |       |       |       |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度           | 2015  | 2016E | 2017E | 2018E |
| <b>经营活动现金流</b> | 880   | -170  | 174   | 92    |
| 净利润            | 454   | 689   | 1072  | 1656  |
| 折旧摊销           | 282   | 252   | 269   | 273   |
| 财务费用           | 50    | 48    | 69    | 82    |
| 投资损失           | -2    | -1    | -1    | -1    |
| 营运资金变动         | 37    | -1209 | -1310 | -2031 |
| 其他经营现金流        | 57    | 51    | 75    | 112   |
| <b>投资活动现金流</b> | -1121 | -38   | -78   | -82   |
| 资本支出           | 910   | 0     | 0     | 0     |
| 长期投资           | -45   | -33   | 3     | 3     |
| 其他投资现金流        | -256  | -71   | -75   | -78   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 479   | 20    | -88   | 18    |
| 短期借款           | -379  | 347   | 39    | 226   |
| 长期借款           | -220  | 37    | 47    | 58    |
| 普通股增加          | 44    | 336   | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 993   | -336  | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | 41    | -364  | -173  | -266  |
| <b>现金净增加额</b>  | 242   | -187  | 9     | 28    |

来源：wind、公司公告、中泰证券研究所

**投资评级说明：**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。