

安洁科技(002635)

公司研究/深度报告

消费电子+汽车电子协同发力, 结构件与功能件驱动增长

深度研究报告/电子行业

2017 年 07 月 26 日

报告摘要:

● 领先功能材料供应商, 内生+外延助力业绩增长

公司传统主业为导电材料、屏蔽材料、双面胶带、背光源材料、绝缘材料、保护膜、logo、面板、FPC 类及玻璃产品的生产。2016 年实现营收 18.28 亿元, 同比下降 2.81%; 归母净利润 3.87 亿元, 同比上升 26.08%。2017Q1 实现营收 4.29 亿元, 同比下降 0.08%; 归母净利润达 8975 万元, 同比上升 4.71%。公司致力于中高端消费电子产品精密功能件, 同时向汽车电子延伸; 实施管理层股权激励, 业绩提升动力足。

● 非金属件跟随大客户增长, 产品线延至精密金属件

1、受益于 A 客户单机价值量和产品销量的提升, 非金属件迎来增长。A 客户今年将推出 OLED 款新产品, 有望迎来销售大年, 并且公司产品的单机价值量预计会大幅提升。

2、收购新星控股后, 产品线延伸至金属领域。新星控股主要产品为: 信息存储硬盘精密金属件、非硬盘精密金属零件。数据总量的爆炸式增长, 催生对数据存储的需求。作为存储的载体, 硬盘的需求随之提升。鉴于机械硬盘在大容量存储领域的优势, 我们对公司硬盘类精密金属件业务仍然维持较好的预期。

● 深挖消费电子产业链, 拓展国内市场

1、公司于 2017 年 1 月发布公告, 拟发行股份及支付现金购买威博精密 100% 股权, 交易对价 34 亿元, 募资不高于 15.08 亿元。目前, 该资产重组事项已通过证监会审核。威博精密承诺 2017、2018 和 2019 年净利润分别不少于 3.3 亿元、4.2 亿元和 5.3 亿元。

2、威博精密主要产品为智能手机、平板电脑等消费电子精密金属件, 核心客户为 OPPO、VIVO、华为、小米、联想等国内品牌厂商, 而安洁科技的主要客户为苹果、微软等国际品牌厂商。完成收购后, 双方有望发挥协同相应, 相互导入客户。

● 从消费电子到汽车电子, 市场空间进一步打开

公司从收购新星控股开始汽车电子的布局, 现已切入特斯拉产业链, 为其 Power Wall 储能电池和 Model 3 车型提供精密结构件。Powerwall 已经推出第二代。Model 3 车型已于 7 月初进入量产。鉴于特斯拉第一财季汽车销量较好, 我们对定位于大众市场的 Model 3 保持较好的销量预期。

盈利预测与投资建议:

考虑收购威博精密及募集配套资金 (募资发行价暂按 19.95 元/股计算), 预计公司 2017~2019 年备考的 EPS 分别为 1.04、1.55 和 1.91 元, 当前股价对应的 PE 分别为 32X、21X 和 18X。考虑公司在消费电子精密功能器件领域优势明显, 汽车电子业务已进入特斯拉的供应体系, 业绩增长潜力较大, 给予公司 2017 年 35~40 倍 PE, 未来 12 个月合理估值 36.4~41.6 元, 维持“强烈推荐”评级。

风险提示:

大客户订单波动; 硬盘业务下滑; 资产并购不达预期; 特斯拉销量不达预期。

强烈推荐

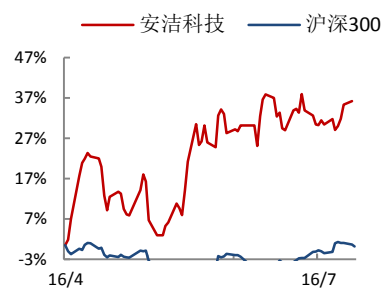
维持评级

合理估值区间: 36.4-41.6

交易数据 2017-7-25

收盘价 (元)	34.55
近 12 个月最高/最低	36.97/19.94
总股本 (百万股)	586.12
流通股本 (百万股)	318.30
流通股比例 (%)	54%
总市值 (亿元)	202.51
流通市值 (亿元)	109.97

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 郑平

执业证号: S0100516050001

电话: 010-85127506

邮箱: zhengping@mszq.com

研究助理: 王达婷

执业证号: S0100116080083

电话: 021-60876759

邮箱: wangdating@mszq.com

相关研究

1. 《安洁科技(002635)公司点评: 17Q1 业绩稳中有升, 主业跟随大客户增长》
2017.4.25

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	1,828	4,023	5,402	6,633
增长率 (%)	-2.8%	120.1%	34.3%	22.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	387	812	1,259	1,545
增长率 (%)	26.1%	109.7%	55.0%	22.8%
每股收益 (元)	1.00	1.04	1.61	1.98
PE	34.6	33.2	21.4	17.5
PB	5.2	3.6	3.1	2.6

资料来源：公司公告，民生证券研究院

目 录

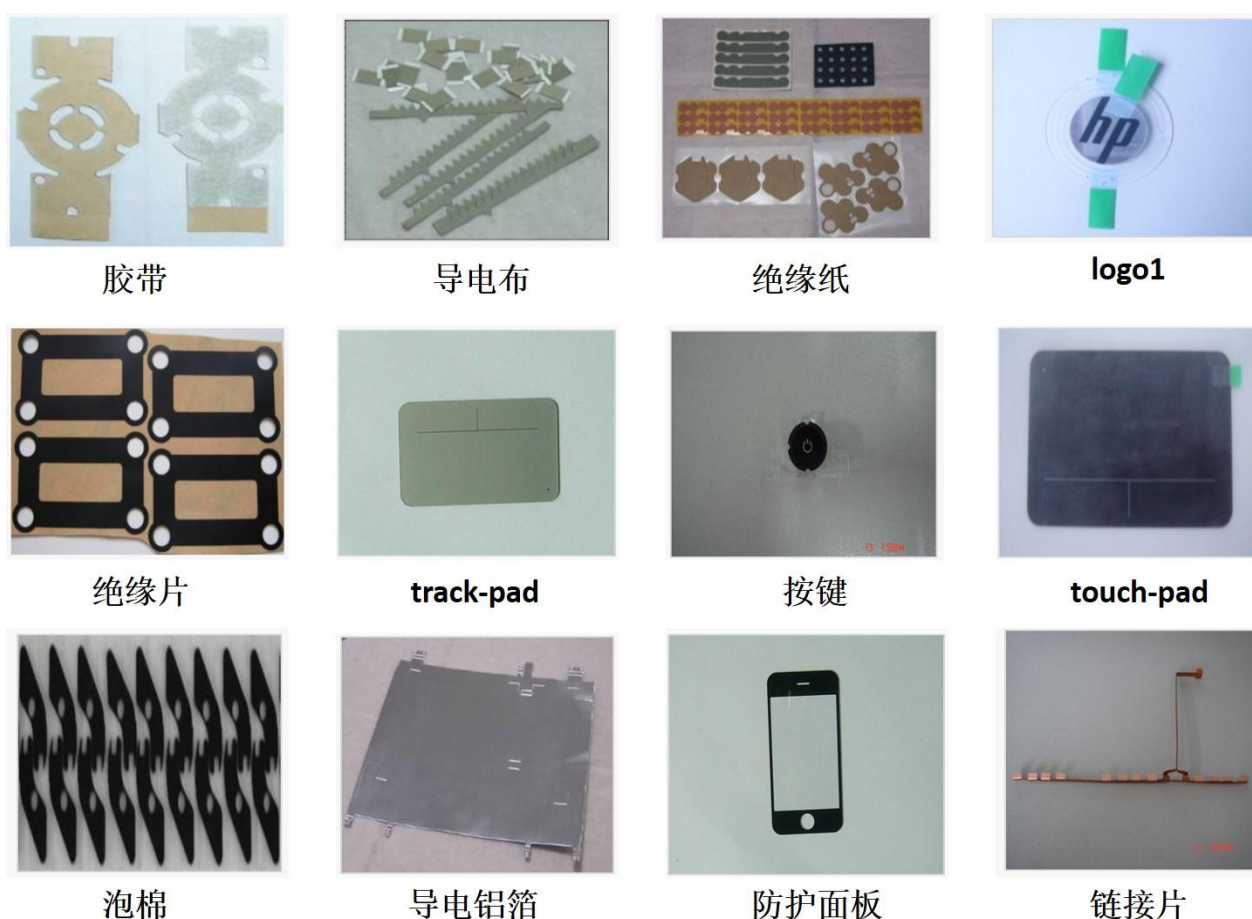
一、领先功能材料供应商，内生+外延助力业绩增长	4
(一) 功能材料龙头，业绩增长动力足	4
(二) 深挖消费电子，外延汽车电子	6
二、非金属件跟随大客户增长，产品线延至精密金属件	7
(一) 受益大客户产品升级，单机价值量增长	7
(二)、收购新星控股，外延金属件领域	9
三、深挖消费电子产业链，拓展国内消费电子市场	12
(一) 收购威博精密，深挖消费电子精密金属件	12
(二) 国内消费电子广阔市场，提供业绩增长空间	15
四、从消费电子到汽车电子，市场空间进一步打开	17
(一) 布局汽车电子市场，享行业成长空间	18
(二) 切入特斯拉产业链，受益 MODEL 3 量产	18
五、盈利预测与投资建议	21
(一) 盈利预测	21
(二) 投资建议	22
六、风险提示	23
插图目录	25
表格目录	25

一、领先功能材料供应商，内生+外延助力业绩增长

（一）功能材料龙头，业绩增长动力足

苏州安洁科技股份有限公司（以下简称“安洁科技”或“公司”）设立于 2010 年 6 月，是由苏州太湖度假区安洁绝缘材料有限公司整体变更而来，并于 2011 年 11 月 25 日在深圳证券交易所挂牌上市，证券代码为 002635.SZ。公司传统主业为各种特殊电子绝缘材料、缓冲材料等专业功能性材料的整体方案设计，主要生产各类导电材料、屏蔽材料、进口双面胶带、背光源材料、绝缘材料、保护膜、logo、面板、FPC 类及玻璃产品等各类消费电子产品用非金属功能器件。2014 年，通过收购新星控股切入金属件的设计生产领域，涉足汽车电子产品市场。2017 年 1 月，公司发布资产重组预案，拟支付现金及发行股份收购威博精密 100% 股权同时募集配套资金，完成收购后，将切入消费电子金属件领域。目前，公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项已无条件过会。

图 1-1：公司产品概况

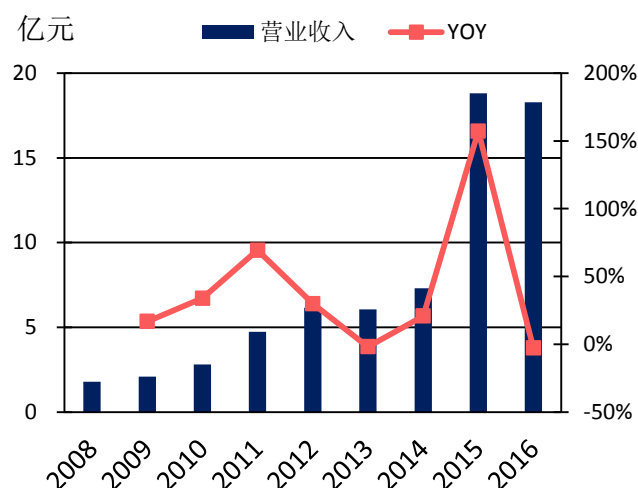


资料来源：公司公告，民生证券研究院

自上市以来，公司营业收入基本保持稳定增长趋势。营收规模从 2008 年的 1.79 亿元，到 2016 年的近 18 亿元。其中，2013 年由于重要客户新产品发布较晚，公司出货量同比下降，

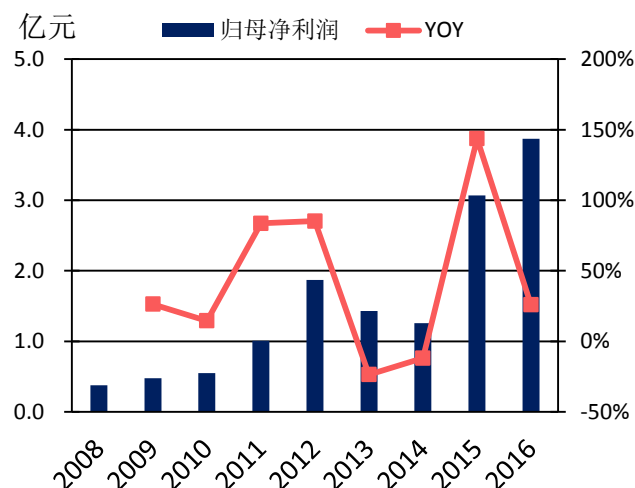
营业收入出现 1% 的小幅下滑。2016 年，公司实现营业收入 18.28 亿元，同比下降 2.81%，但实现归属于上市公司股东净利润达 3.87 亿元，同比上升 26.08%。2017 年一季度，公司实现营业收入 4.29 亿元，同比下降 0.08%，实现归属于上市公司股东净利润达 8975 万元，同比上升 4.71%。

图 1-2: 2013 年以来公司营业收入及增长情况



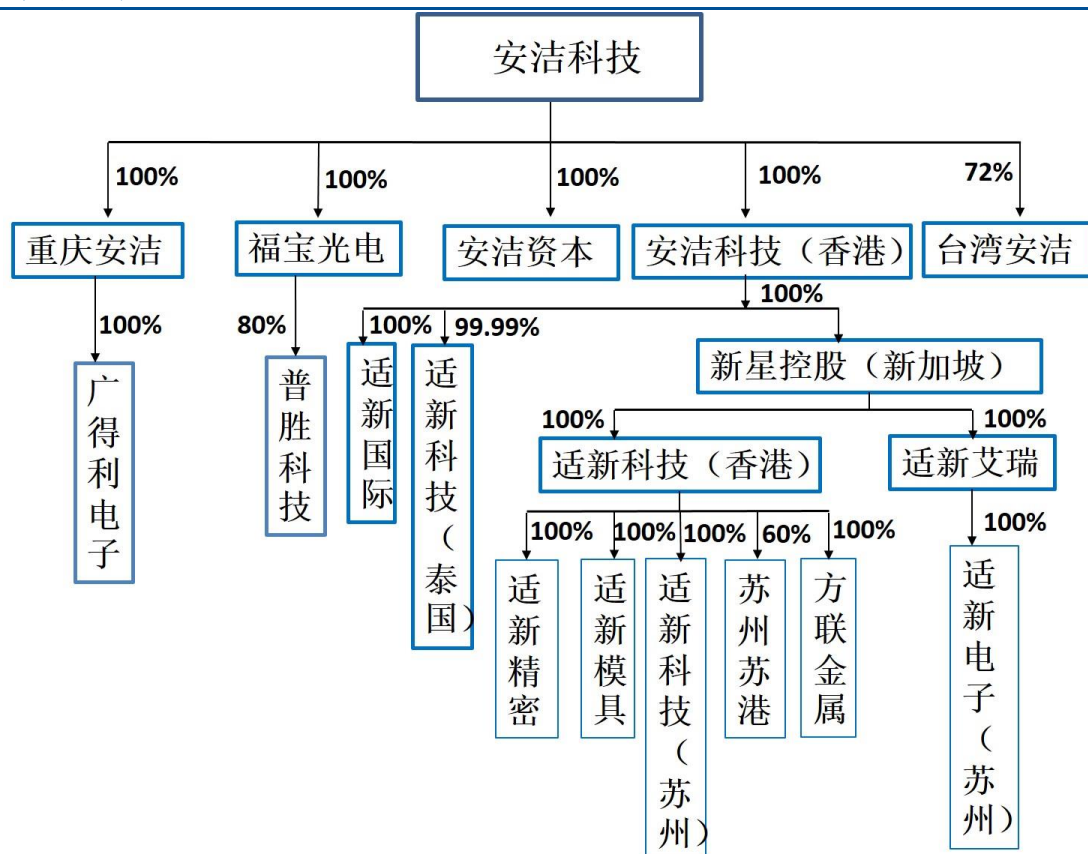
资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 1-3: 2013 年以来公司净利润及增长情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 1-4: 公司股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

公司控股股东和实际控制人为王春生和吕莉夫妇，分别持有公司 24.88% 和 35% 的股权。公司自上市以来，积极实施股权激励计划。2017 年 2 月，公布第二次股权激励方案，拟授予限制性股票 220 万股，授予价为 18.27 元/股，激励对象为包括高管在内的 115 人。股权激励的解锁条件是，以 2015 年为基准年，2017-2019 年净利润增长不低于 50%、165%、205%，分别对应净利润不低于 4.6 亿元、8.1 亿元、9.4 亿元。股权激励解锁条件与业绩挂钩，管理层提升业绩的动力较足，也反映公司对未来业绩增长的信心。

表 1-1. 股权激励业绩考核指标

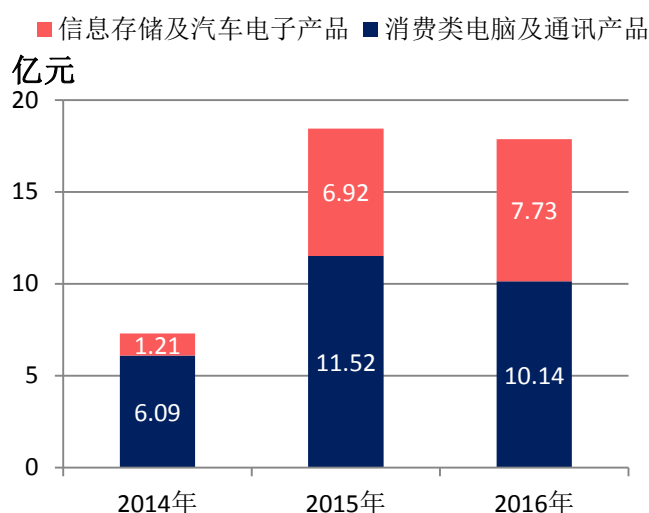
解除限售期	业绩考核指标
首次授予限制性股票的第一个解除限售期	以 2015 年为基准年，2017 年净利润增长率不低于 50%
首次授予限制性股票的第二个解除限售期和预留限制性股票的第一个解除限售期	以 2015 年为基准年，2018 年净利润增长率不低于 165%
首次授予限制性股票的第三个解除限售期和预留限制性股票的第二个解除限售期	以 2015 年为基准年，2019 年净利润增长率不低于 205%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）深挖消费电子，外延汽车电子

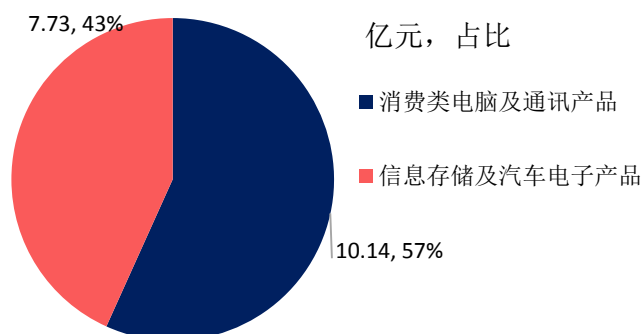
公司致力于中高端消费电子产品的精密功能性器件的研发与生产，在智能手机、台式及笔记本电脑、平板电脑、智能穿戴设备和智能家居产品的精密功能性器件方面居于行业领先地位。在保持原有业务发展战略的基础上，公司通过收购兼并不断扩大主营业务，一方面在原有非金属精密功能件业务稳定发展的基础上，将产品线延伸至精密金属件制造，另一方面，将产品领域从消费电子延伸到汽车电子领域。

图 1-5: 2013 年以来公司营业收入及增长情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 1-6: 2013 年以来公司净利润及增长情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

研发创新、外延拓展，丰富产品类型。公司在非金属材料方面，已经形成了丰富的消费电子精密功能性器件产品系列，2014 年，又通过收购新星控股，新增精密金属件制造业务。2017 年 1 月，公司公告拟收购威博精密 100% 股权，向精密小金属件领域延伸，进一步拓展

在消费电子领域市场空间。目前，公司已经进入苹果、微软、希捷、博世以及特斯拉等国际巨头的供应体系。

积极推进从消费电子向汽车电子的延伸，拓宽市场空间。公司通过收购子公司新星控股进入汽车电子领域，为博世生产配套精密金属零件，目前，也已经切入新能源汽车龙头特斯拉的供应体系。2016 年，公司两大类产品消费类电脑及通讯产品、信息存储及汽车电子产品分别实现营业收入 10.14 亿元和 7.73 亿元，消费类电脑及通讯产品营收同比下滑 11.98%，信息存储及汽车电子产品营收同比增长 11.69%。

二、非金属件跟随大客户增长，产品线延至精密金属件

（一）受益大客户产品升级，单机价值量增长

公司传统主业为笔记本电脑、手机等消费电子产品的精密功能性器件的生产制造，产品主要包括：粘贴类、绝缘类、缓冲类、屏蔽类、遮光类、散热类、导电类和光学胶膜等内部功能性器件，及装饰类、触控面板、视窗防护玻璃等外部功能性器件。

1、内部功能性器件

粘贴功能器件：在消费电子产品的小型化趋势中替代传统的螺丝、卡簧等机械式紧固器件，用以完成其他器件之间的物理连接和固定，使得消费电子产品可以做得更加轻薄短小，常见如各类型的单面或双面胶带等。

绝缘功能器件：在消费电子产品内部的其他器件之间起隔离和绝缘作用，以避免紧邻其他部件发生短路现象、保证其正常发挥功能的器件，常见如各类型高分子薄膜、绝缘纸等。

屏蔽功能器件：电磁波会与电子元件作用，产生干扰现象。屏蔽是对两个空间区域之间进行金属的隔离，以控制电场、磁场和电磁波由一个区域对另一个区域的感应和辐射。屏蔽功能器件就是在笔记本电脑内部用来完成电磁屏蔽功能的，常见如各类型铜箔、铝箔、导电布等。

缓冲功能器件：位于某些部件之间，有一定弹性，在受力时可产生适度形变，以避免或减轻震动在部件之间的传导，有时也起密闭、防尘作用，即缓冲功能器件，常见如各类型海绵、橡胶、聚氨酯泡棉等。

2、外部功能性器件

背光铭牌：通常为透光塑胶材质，利用 LED 背光源实现发光的视觉效果，为整机的外观渲染一种典雅、时尚和科技感，常见如苹果和惠普等品牌的商标和局部标识。

触摸鼠标板：在平滑的触控板上，利用手指的滑动和触碰动作完成移动光标及实现鼠标的单击、双击及拖曳等操控的一种输入装置。当手指接触到板面时，板面上的静电场会发生改变，触摸板控制 IC 会检测出电容改变量，转换成坐标，实现光标的定位。

视窗防护屏：位于液晶显示屏或摄像头最外层，起防止灰尘进入、保护内部机件等作用，通常用硬质高分子薄膜类材料经裁剪等工序加工制作的功能性器件。

表 2-1. 公司在典型手机中的各类内部、外部功能性器件产品

大类	功能	具体运用
内部功能性器件	粘贴	听筒装饰片双面胶
		LCD 镜片双面胶
		PCB 组件粘接双面胶
		FPC 组件粘接双面胶
		听筒双面胶
	绝缘	主板与外壳绝缘片
		手机电池绝缘片
	屏蔽	天线与主板间的吸波材
		主板与液晶屏之间的屏蔽材
	缓冲	摄像头衬垫
		LCD 镜片缓冲垫片
		FPC 板组件之间的缓冲垫片
		PCB 板组件之间的缓冲垫片
		麦克风防尘垫
外部功能性器件	视窗防护	液晶显示屏防护盖板
		图像传感器防护盖板

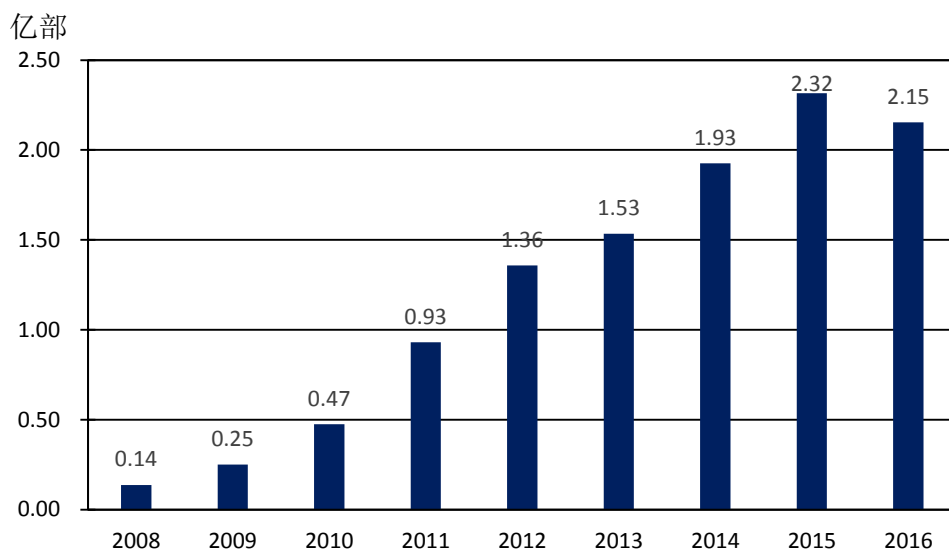
资料来源：公司公告，民生证券研究院

随着智能手机、平板电脑等消费电子产品向轻薄化方向发展，对非金属功能材料的需求也在逐步提升。公司在消费电子领域目前主要的客户为 A 客户等国际大客户。随着 A 客户的产品创兴和新功能的引入，公司积极进行产品生产工艺的改进和提升，储备先进的生产工艺。在为 A 客户的产品提供过程中，工艺、技术积累，有助于公司切入国内终端厂商供应链。我们看好公司进入国内智能终端厂商供应链，带来的业绩增长空间。

单机价值量提升。随着 A 客户产品功能的创新和对生产工艺要求的提高，公司产品的单机价值量不断提升。2013 年，公司在 A 客户智能手机产品中的单台价值量约为 1 元，2015 年，已经提升到 6 元。尽管 2016 年，单台价值量有所下滑，但是我们预计，2017 年，A 客户将推出采用 OLED 屏的智能手机新产品。公司将为 OLED 版本机型配套触控模组相关功能件，预计在 OLED 版本机型的单机价值量有望大幅提升至 2 美金。

大客户产品销量有望迎来较大增长。2008 年至 2015 年间，A 客户智能手机产品出货量稳步增长，从 2008 年的 0.14 亿部增长到 2015 年的 2.32 亿部。2016 年，A 客户出货量 2.15 亿部，出现小幅下降。但今年，预计 A 客户智能手机新产品在功能、外观等方面将有较大改进，有望推出 OLED 款智能手机新产品，我们预计 A 客户今年有望使其迎来销售大年。公司作为 A 客户精密功能器件的重要供货商之一，与其具有多年的紧密合作关系，必将受益于其智能手机等终端产品销量的增长。

图 2-1: iPhone 出货量

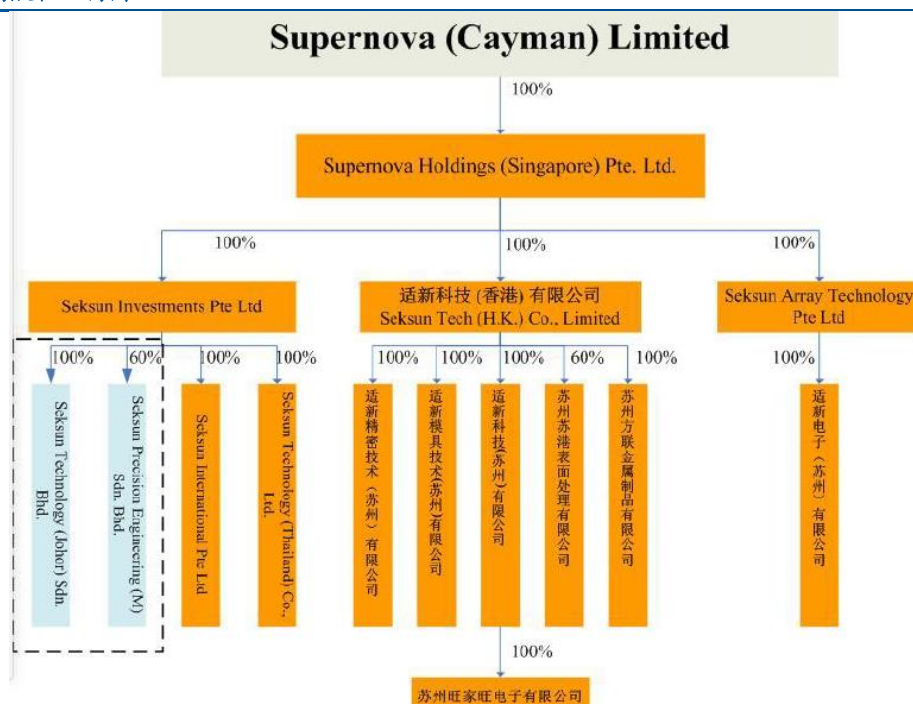


资料来源：苹果公司公告，民生证券研究院

(二)、收购新星控股，外延金属件领域

公司于 2014 年发行股份募集配套资金 81,981 万元，用于收购新星控股 100% 股权。新星控股是一家具有丰富生产、研发经验的精密金属零件制造商，总部位于新加坡，主要工厂设立于中国苏州和泰国，其产品可以分为两大类：信息存储硬盘相关精密金属零件、非硬盘精密金属零件，主要包括硬盘、汽车和家用电器等的精密金属件。新星控股旗下拥有 13 家子公司，安洁科技将收购其除新加坡两家子公司外的其与 11 家子公司。

图 2-2：公司股权结构图



资料来源：公司公告，民生证券研究院

新星控股主要客户包括知名硬盘生产商希捷、汽车配件制造商博世、家电制造商飞利浦等。由于出色的研发能力、稳定精确的生产质量，得到了客户的广泛认可，成为希捷“2012年度最佳供应商”、博世 2011 年“最佳供应商”、飞利浦 2011 年“首选供应商”。

表 2-2. 新星控股获得的客户奖项

年份	颁奖机构	奖项
2013	博世中国	首选供应商奖 (“Preferred Supplier Award”)
2012	希捷	2012 年度最佳供应商奖 (“Best Supplier of the Year 2012 Award”)
2011	飞利浦	首选供应商奖 (“Preferred Supplier Award”)
2011	博世集团	最佳供应商奖 (“Best Supplier Award”)

资料来源：公司公告，民生证券研究院

新星控股在信息存储用硬盘的精密金属零件全球市场中拥有一定的竞争优势和市场占有率，是希捷的重要供货商。其硬盘类精密金属零件产品主要是机械硬盘和混合硬盘的硬盘顶盖、磁盘夹具、磁盘分离器等。

表 2-3. 公司硬盘类精密金属零部件产品

产品	定义和功能
硬盘顶盖	硬盘最外层的精密金属零件 密封作用：保护磁头等不受外界污染 隔音作用：控制不良的声发射 结构功能：提供内部结构，保护传动部件
磁盘夹具	固定磁盘到电机轂的精密金属零件，起到磁盘运动时的减震作用，从而减少磁头性能由于高速运动的失真
磁盘分离器	用于隔离多碟硬盘中的磁盘的精密金属零件，不仅起到磁盘之间的分离作用，还能通过空气引流，降低磁盘温度

资料来源：公司公告，民生证券研究院

硬盘的种类主要有固态硬盘(SSD)、机械硬盘(HDD)和混合硬盘(HHD)。机械硬盘主要由盘片，磁头，盘片转轴及控制电机，磁头控制器，数据转换器，接口，缓存等几个部分组成，通过磁头沿着盘片径向移动来读取和写入数据。由于机械硬盘属于精密设备，防尘要求较高，因此必须完全密封。固态硬盘主要由控制芯片、缓存芯片、闪存芯片组成，以闪存作为存储介质通过控制单元实现数据的读取和写入。而混合硬盘是机械硬盘与闪存集成到一起的硬盘。

图 2-3: HDD 与 SSD

HDD



SSD



资料来源：公司公告，民生证券研究

固态硬盘相较于机械硬盘具有读写速度快、功耗小、体积小、重量轻等优势，在个人和家庭信息存储设备中的比重不断提升。但机械硬盘由于具有成本低、存储容量大、使用寿命长以及受损后数据恢复可能性大等优势，在大容量存储中仍然占据主导地位。由于固态硬盘在成本和存储容量上与机械硬盘相比仍有较大差距，我们预计，在未来较长的一段时间内，大容量存储仍将以机械硬盘为主，硬盘精密金属零部件仍有较大的市场空间。

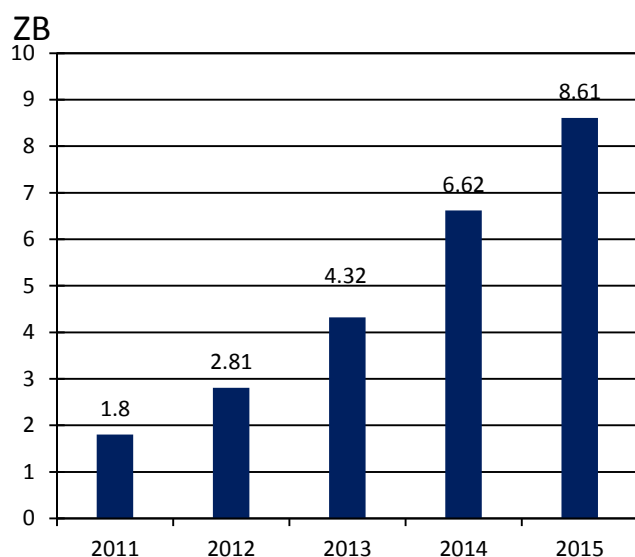
表 2-4. HDD 与 SSD 综合对比

参数	HDD	SSD
体积和重量	大而重	小而轻
噪音和震动	明显	绝对静音
最高工作温度	一般为 40-50 摄氏度	约为 80 摄氏度
功耗	一般在 5-10W 之间	一般小于 3W
性能表现	受制于机械部件决定的参数	具有明显优势
容量	TB 级别，主流为 500GB-2TB，现最大为 8TB	GB 级别，主流为 128GB-512GB
价格	低	高
工作寿命	较长	较短
受损后的数据恢复	可以恢复	可能性极低

资料来源：公司公告，民生证券研究院

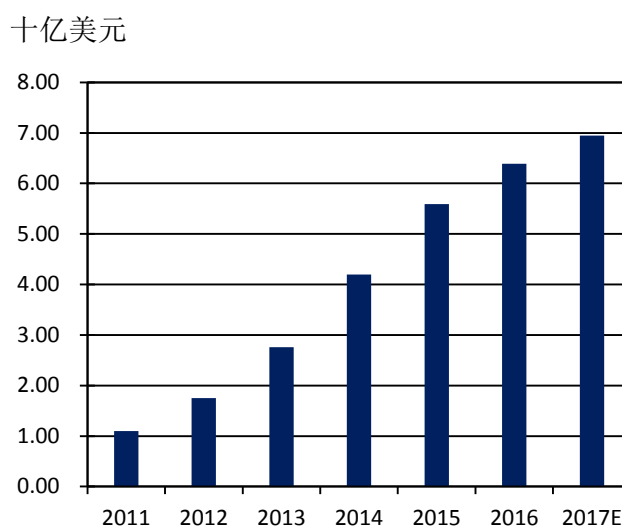
云计算、大数据等产业的发展带来了全球数据总量的爆炸式增长。根据 IDC 预测，到 2020 年，全球数据总量将达到 40ZB，要实现这些数据的存储需要 400 亿个 1T 硬盘。迅猛增长的数据量催生了对数据存储的需求。据测算，2017 全球大数据存储的市场规模将达到近 70 亿美元。作为数据存储的载体，硬盘的需求随之提升。鉴于机械硬盘在大容量存储领域的优势，我们预计公司硬盘类精密金属件业务有望维持稳中向好趋势。

图 2-4：全球大数据量



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图 2-5：全球大数据存储的市场规模



资料来源：Wind 资讯，民生证券研究院

三、深挖消费电子产业链，拓展国内消费电子市场

（一）收购威博精密，深挖消费电子精密金属件

公司于 2017 年 1 月发布重大资产重组预案，拟通过发行股份及支付现金的方式购买威博精密 100% 股权，交易对价确定为 34 亿元，其中以股份支付交易对价 70%，以现金支付交易对价的 30%。同时募集配套资金不超过 15.08 亿元，用于支付现金对价、交易费用及威博精密的消费电子金属精密结构件建设项目。其中，购买资产部分的发行价定为 19.95 元/股，募集配套资金部分的发行价按照发行期首日定价。目前，公司重大资产重组事项已获得证监会审核通过。

本次交易中，威博精密作价 34 亿元，其 2016 年实现净利润 2.06 亿元，并且承诺未来三年业绩不少于 12.8 亿元，其中，2017 年、2018 年和 2019 年分别不少于 3.3 亿元、4.2 亿元和 5.3 亿元。与 A 股同业上市公司相比，标的资产威博精密的市盈率和市净率水平都处于较低位置。双方还约定，若威博精密在利润承诺期间内，累计实现的实际净利润数超过累计净利润承诺数，安洁科技应将超过累计净利润承诺数部分的 25%（且不超过本次交易对价总额的 20%）作为奖励，以现金方式支付给威博精密在任的核心管理人员。我们认为，在业绩承诺和超额奖励的条件激励下，威博精密提升业绩的动力较足。

表 3-1. 威博精密业绩承诺情况

	2017	2018	2019	合计
业绩承诺	3.3	4.2	5.3	12.8
市盈率	10.3	8.1	6.42	-
市净率		8.59		-

资料来源：公司公告，民生证券研究院

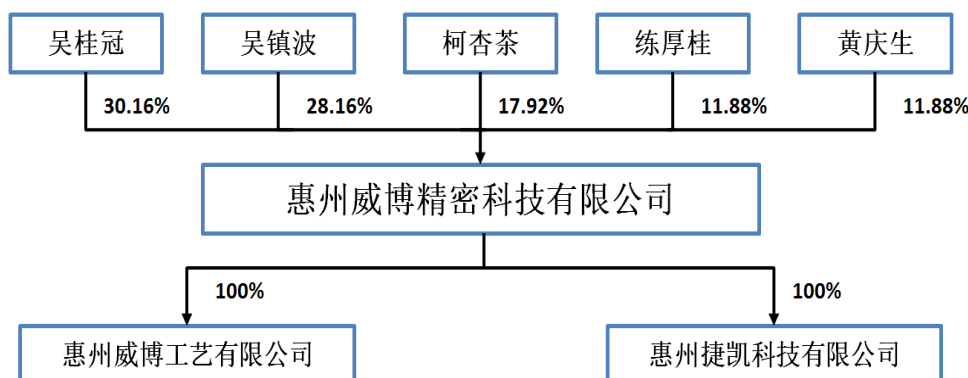
表 3-2.A 股同业上市公司市盈率和市净率情况 (2016.12.30 收盘价)

证券简称	证券代码	市盈率 (倍) (TTM)	市净率 (倍)
长盈精密	300115	36.19	6.21
劲胜精密	300083	91.88	2.06
胜利精密	002426	31.03	4.36
立讯精密	002475	43.23	4.11
均值	-	50.58	4.19

资料来源：公司公告，民生证券研究院

标的资产威博精密是一家消费电子金属精密结构件供应商，股东为：吴桂冠、吴镇波、柯杏茶、练厚贵和黄庆生先生，分别持有公司 30.16%、28.16%、17.92%、11.88% 和 11.88% 的股权，2016 年，合并口径实现营业收入 10.53 亿元，净利润 2.06 亿元。威博精密旗下拥有两家全资子公司威博工艺和捷凯科技。其中，威博工艺主要业务是为母公司威博精密提供金属表面处理加工服务，2016 年度营业收入为 8,745.80 万元，净利润为 1,039.26 万元；捷凯科技主要业务是为母公司威博精密提供 CNC 加工及镭雕等加工服务。

图 3-1：威博精密股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

威博精密的主营业务为智能手机、平板电脑、智能可穿戴设备等消费电子金属精密结构件的研发、生产和销售，主要产品包括手机后盖、卡托、按键、装饰圈、以及其他制程工艺类似的金属精密结构件，主要用于智能手机，少量用于平板电脑、智能可穿戴设备等消费电子产品。我们预计，其智能手机产品的单机价值量将在 20 元以上。

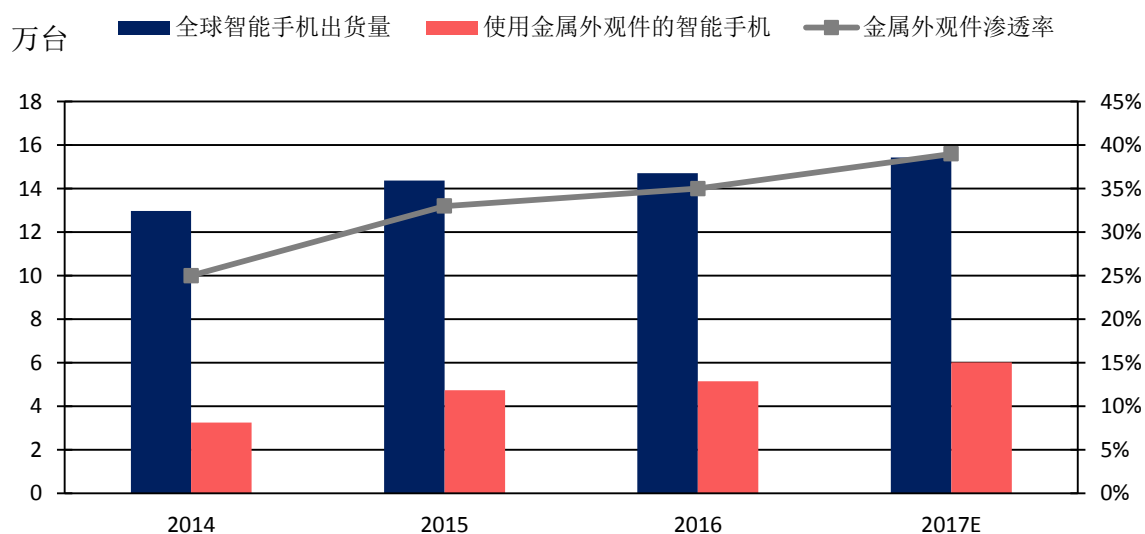
图 3-2：威博精密主要产品

主要产品	图片示例	定义和功能
手机后盖		手机后盖，材质主要为铝合金，指智能手机为扣住电池触点的后盖，防止异物落到触点上造成短路，起到美化手机外观，便于拿取，优化用户手感的作用
卡托（一体卡托、焊接卡托、铆接卡托、防水卡托、MIM卡托等）		卡托是固定手机SIM/SD卡的重要结构件，其结构复杂、强度要求高，还需满足拆装要求、一致的外观效果，产品不能锈蚀、变形等性能要求
按键类（开关键、音量键、电源键等）		按键在消费电子产品中起到调节音量、屏幕关闭、屏幕点亮、系统重启、系统关机、来电接通和挂断等作用
装饰件类（指纹键装饰圈、摄像头装饰圈、闪光灯装饰圈等）		用在指纹解锁模组、摄像头、闪光灯边缘起到装饰作用

资料来源：公司公告，民生证券研究院

在完成对标的资产威博精密的收购后，公司的精密金属件业务将延伸至消费电子领域。金属机身由于具有质感出色、耐磨、耐摔等优势，而受到消费者的青睐。据 IDC 统计数据，全球智能手机市场金属外观件的渗透率在不断提高，2014 年，金属外观件的渗透率 25%，到 2016 年已经达到 35%，预计 2017 年将达到 39%，市场空间广阔。

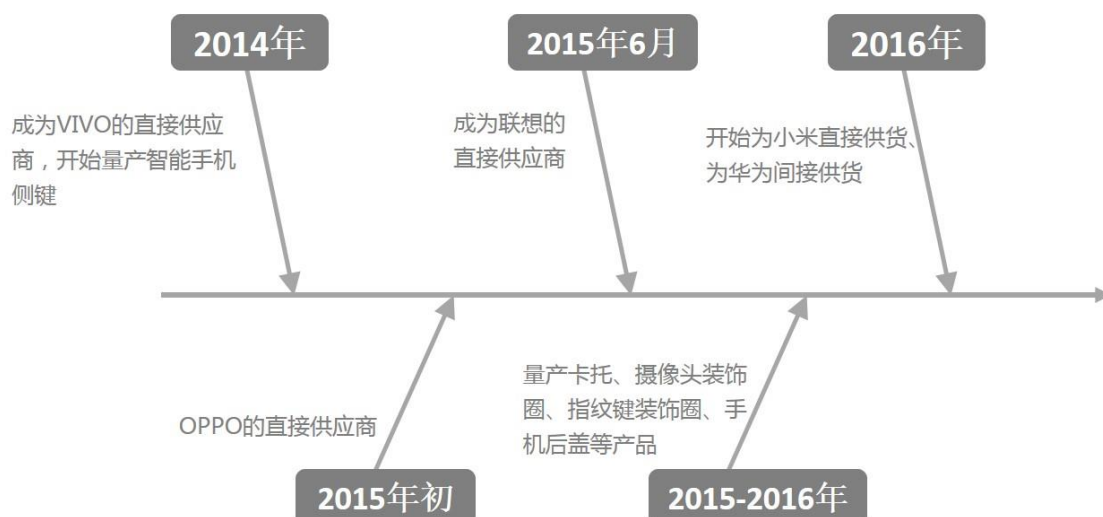
图 3-3：全球智能手机出货量和金属外观件渗透率情况



资料来源：IDC，民生证券研究院

威博精密的目前主要客户为 OPPO、VIVO、华为、小米、联想等国内品牌智能手机终端厂商，而安洁科技的主要客户为苹果、微软等国际品牌厂商。我们预计，在完成收购后，双方有望发挥协同相应，公司有望借助威博精密加强同国产手机厂商的合作，而威博精密也有望借助公司加强同国际大客户的联系。

图 3-4：威博精密进入国内终端厂商进程

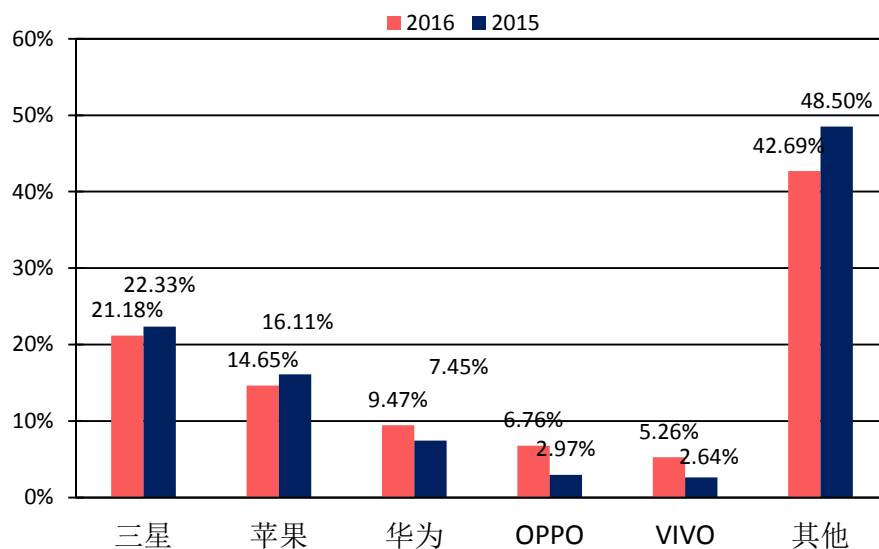


资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）国内消费电子广阔市场，提供业绩增长空间

近几年，国内智能手机等电子产业快速发展，产业链不断完善，已经形成了一批具有国际影响力的品牌。国产智能手机等消费电子终端品牌厂商在国内、国外的市场占有率不断提高。从过去两年全球智能手机的销量情况看，华为、OPPO、VIVO 等厂商在全球市场和国内市场的市占率都有较大幅度的提高。

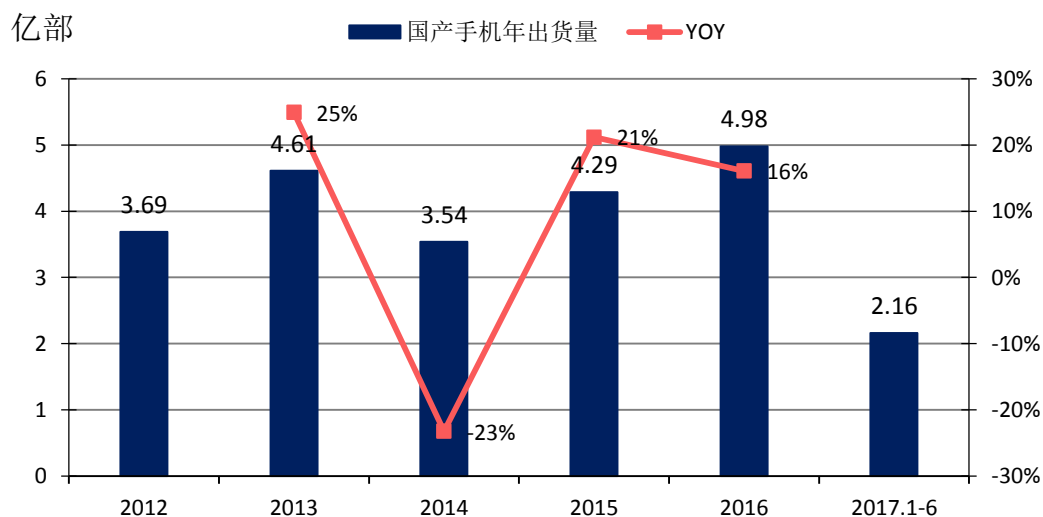
图 3-5：2016 年全球智能手机销售情况（各厂商市场份额）



资料来源：IDC，民生证券研究院

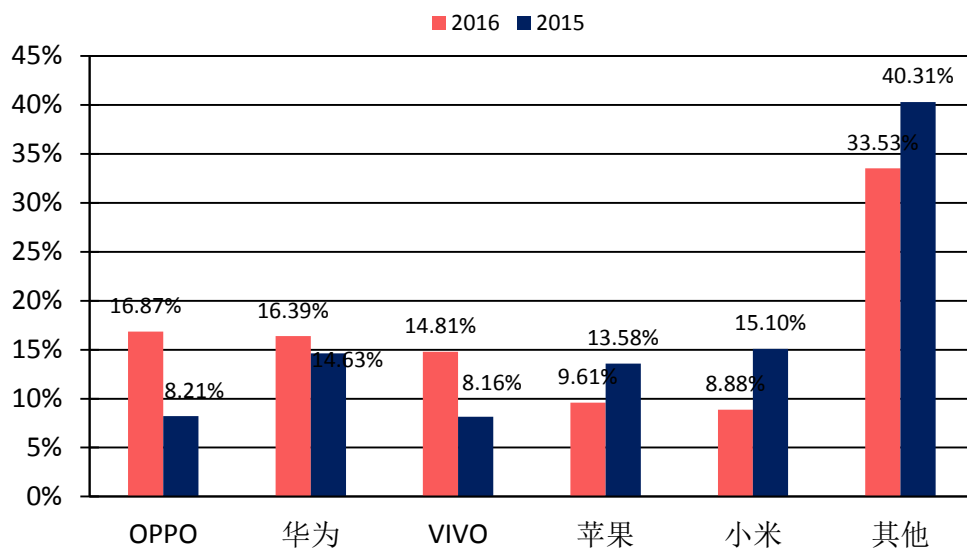
国内市场方面，据工信部数据，从2012年至2016年，国内品牌智能手机出货量不断增长，2012年，出货量为3.69亿部，到2016年出货量已经达到4.98亿部。从IDC统计的国内智能手机市场的市占率情况看，华为、OPPO、VIVO等厂商市占率大幅提升，已经跻身国内市场市占率前三。

图 3-6：国内品牌智能手机出货量



资料来源：工信部，民生证券研究院

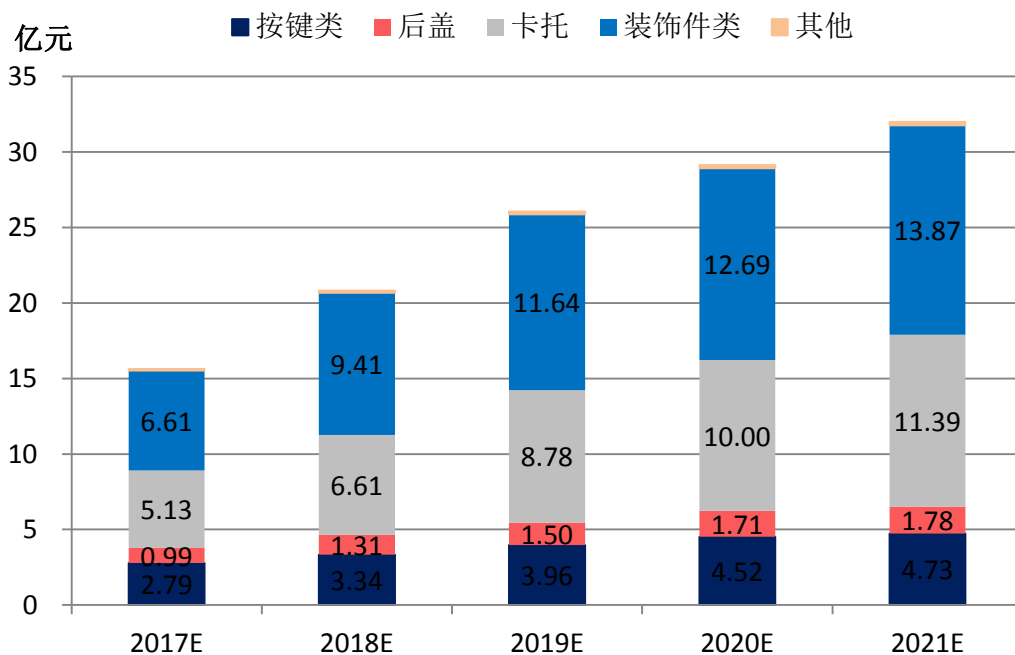
图 3-7：2016 年国内市场各智能手机厂商市占率情况



资料来源：IDC，民生证券研究院

如果按照每部手机精密金属结构件的单机价值量为 20 元，OPPO、VIVO、华为等国产手机年出货量为 5 亿部测算，国产手机精密金属结构件的市场空间达 100 亿元，而威博精密目前的营业收入规模在 10 亿元级别，仍然具有较大的增长空间。未来国际大客户的开拓也将为其带来增长空间。我们认为在完成募投项目建设，产能扩充和产品精度提升后，威博精密有望迎来业绩的大幅提升。

图 3-8：威博精密 2017-2021 年的营收分项预测



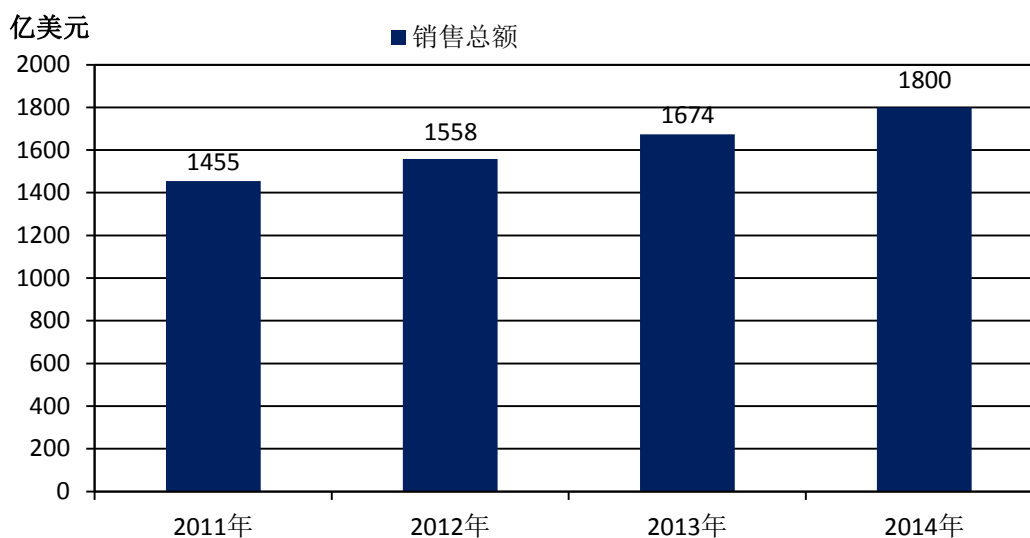
资料来源：公司公告，民生证券研究院

四、从消费电子到汽车电子，市场空间进一步打开

(一) 布局汽车电子市场，享行业成长空间

随着汽车产业的不断发展，消费者对汽车安全性、舒适性和娱乐性要求的不断提高，为满足消费者需求，汽车电子化率在不断提高。根据中国产业信息网数据，汽车电子市场的规模在不断扩大，从 2011 年到 2014 年，全球汽车电子市场销售规模已经从 1455 亿美元增长至 1800 亿美元。

图 4-1：汽车电子市场规模



资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

公司全资子公司新星控股在汽车电子方面涉入较早。新星控股是全球领先的汽车零部件厂商博世的精密金属件供应商，主要为博世供应 ABS ECU、安全气囊 ECU、发动机 ECU、媒体导航仪、显示面板等产品的精密金属零部件，并凭借优越的技术，获得了博世的高度认可。

表 4-1. 威博精密业绩承诺情况

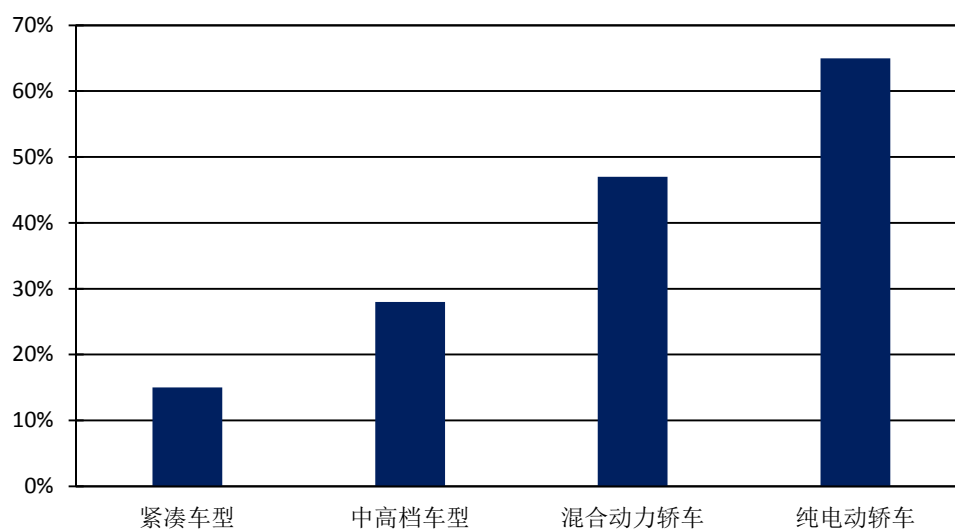
产品/主要用于的汽车零部件	供应工厂
ABS ECU	博世美国、德国、日本工厂
安全气囊 ECU	博世苏州、美国工厂
发动机 ECU	博世苏州、日本、印度工厂
媒体导航仪	博世苏州工厂
显示面板	博世苏州工厂

资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

(二) 切入特斯拉产业链，受益 Model 3 量产

从汽车的细分领域看，汽车电子在电动汽车整车成本中的占比较高。根据中汽协统计的 2014 年的数据，汽车电子在纯电动轿车中的成本占比高达 65%，而在传统紧凑型车和中高档轿车中的成本占比分别为 15% 和 28%。

图 4-2：汽车电子占整车成本的比重



资料来源：中汽协，民生证券研究院

公司已经切入全球电动汽车龙头特斯拉的产业链，为其 Power Wall 储能产品和特斯拉 Model 3 等提供相关精密结构件。特斯拉作为全球新能源汽车领域的龙头，其对新能源汽车产业的引领意义，不亚于苹果公司对智能手机等消费电子产业引领作用。公司进入特斯拉产业链，一方面彰显卓越的技术实力，另一方面，与国际巨头的对接也将有利于公司进行汽车电子领域精密功能件技术的创新和积累，为后续客户的拓展提供基础。

Powerwall 是一款家用储能电池，能够存储太阳能，在无光照时释放清洁、稳定的电能，适合普通家庭或小型企业使用。目前，特斯拉已经推出第二代 Powerwall 储能电池。第二代 Powerwall 电池的能量密度是第一代的两倍，可以满足一栋两居室房屋的全天用电需求。

图 4-3：特斯拉 Powerwall 储能电池



资料来源：特斯拉网站，民生证券研究院

作为引领全球新能源汽车产业的龙头，特斯拉已陆续推出 Model S、Model X 和 Model 3 等新能源汽车车型。其中，Model 3 是特斯拉定位于大众市场的首款车型，售价为 3.5 万美元，已于 2016 年 3 月 31 日起接受预定，并于今年 7 月份正式进入量产阶段，第一辆量产版车型已正式下线，7 月 28 日首批 30 辆 Model 3 将正式交付给客户。根据特斯拉公布的 2017 年第一财季数据销量数据，特斯拉第一财季交付电动车共计 2.5 万辆，同比增长 69%。其中，Model S 和 Model X 车型交付量分别为 13450 辆和 11550 辆，均大幅增长。鉴于特斯拉一季度较好的销量数据，我们对定价更加大众化的 Model 3 车型保持良好的销量预期，根据特斯拉的产能规划，到 2017 年 4 季度产能达到 5000 辆/周，2018 年产能达到 1 万辆/周，我们预计 2018 年 Model 3 销量有望达到 50 万辆。公司作为特斯拉汽车电池结构件、车载等相关产品的独家供应商，将直接受益于特斯拉汽车销量的增长。

图 4-4：特斯拉 Model 3



资料来源：特斯拉官网，民生证券研究院

五、盈利预测与投资建议

（一）盈利预测

公司业绩来源于消费电子精密功能器件、信息存储硬盘业务、汽车零部件精密结构件等几个方面，预计在完成标的资产威博精密的收购后，将新增消费电子精密金属小件业务。

消费电子精密功能件和结构件业务，包含非金属功能件和金属结构件业务。公司原有的消费电子精密功能件业务有望随着大客户单机价值量的增长和销量的提升而增长。精密金属件方面，公司积极推进对标的资产威博精密的收购，威博精密承诺未来三年业绩不低于 12.8 亿元，其中，2017 年、2018 年和 2019 年分别不低于。双方还约定了超额业绩的奖励措施，我们预计威博精密的业绩提升动力较足。鉴于公司主要客户为苹果、微软等国际品牌厂商，而威博精密主要的客户是 OPPO、VIVO 和华为等国内品牌厂商，我们认为，公司完成威博精密的收购后，双方有望发挥协同效应，拓宽客户范围。

汽车电子精密结构件方面，目前主要为全球领先的汽车零部件厂商博世和新能源汽车龙头特斯拉提供相应产品。公司于 2014 年收购新星控股，涉足汽车电子业务，主要为博世提供相关精密结构件产品。目前，公司已经切入特斯拉产业链，主要为特斯拉的 Powerwall 储能电池和 Model 3 电动汽车提供精密金属结构件。Model 3 预计将于今年下半年量产，鉴于特斯拉今年一季度 Model S 和 Model X 较好的销量，我们更加看好定价更加大众化的 Model 3 车型未来销量的增长。

信息存储类产品业务，公司是希捷硬盘精密结构件的重要供货商。随着云计算、大数据等产业的发展，数据量呈现爆炸式增长，催生了对数据存储的需求。而机械硬盘相较于固态硬盘在成本、存储容量以及使用寿命上更具有优势，因此在大容量存储方面，机械硬盘仍然占据主导地位。我们预计公司硬盘精密结构件业务将保持稳中向好趋势。

具体业务拆分如下：

表 5-1. 安洁科技营业收入分项预测（单位：百万元）

		2016	2017E	2018E	2019E
消费类电脑及通讯产品	营业收入	1014	1496	1978	2463
	营业收入 YOY		48%	32%	25%
	营业成本	621.2	912.56	1186.8	1477.8
	营业成本 YOY		47%	30%	25%
	毛利率	38.71%	39.00%	40.00%	40.00%
信息存储及汽车电子产品	营业收入	773	963	1341	1564
	营业收入 YOY		25%	39%	17%
	营业成本	539.88	664.47	911.88	1063.52
	营业成本 YOY		23%	37%	17%
	毛利率	30.16%	31.00%	32.00%	32.00%
威博精密	营业收入	1008.41	1564.45	2082.97	2605.75
	营业收入 YOY		55%	33%	25%
	营业成本	658.9959	1016.893	1333.101	1667.68
	营业成本 YOY		54%	31%	25%
	毛利率	34.65%	35.00%	36.00%	36.00%
合计	营业收入	1787	4023.45	5401.97	6632.75
	营业收入 YOY		125%	34%	23%
	营业成本	1161.08	2593.923	3431.781	4209
	营业成本 YOY		123%	32%	23%
	毛利率	36.15%	35.53%	36.47%	36.54%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

（二）投资建议

估值方面，采用 PE 相对估值法。考虑发行股份购买标的资产威博精密及募集配套资金（募集配套资金发行价暂按 19.95 元/股计算），预计公司 2017~2019 年备考的 EPS 分别为 1.04、1.55 和 1.91 元，当前股价对应的 PE 分别为 32X、21X 和 18X。考虑公司在消费电子精密功能器件领域优势明显，客户均为业内领先企业；积极布局汽车电子业务，进入新能源汽车龙头特斯拉的供应体系，有望受益 Model 3 车型量产，给予公司 2017 年 35~40 倍 PE，未来 12 个月合理估值 36.4~41.6 元，维持“强烈推荐”评级。

表 5-2：国内可比上市公司估值表（截止至报告前一个交易日）

代码	重点公司	现价	EPS				PE			
		7 月 25 日	2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
300115	长盈精密	32.68	0.76	1.15	1.55	1.97	43	28	21	17
300083	劲胜精密	9.00	0.09	0.38	0.57	0.75	100	24	16	12
002426	胜利精密	7.65	0.11	0.33	0.45	0.37	70	23	17	21
002475	立讯精密	21.09	0.55	0.76	1	1.27	38	28	21	17
300136	信维通信	39.51	0.55	0.97	1.41	1.84	72	41	28	21
	平均						65	29	21	17
002635	安洁科技	34.55	1.00	1.04	1.55	1.91	35	33	22	18

资料来源：公司官网，民生证券研究院

六、风险提示

大客户订单量波动；资产并购不达预期；信息存储类产品订单不达预期；特斯拉产品销量不达预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	1,828	4,023	5,402	6,633
营业成本	1,167	2,594	3,432	4,209
营业税金及附加	11	22	30	36
销售费用	32	64	86	106
管理费用	232	362	486	597
EBIT	386	981	1,368	1,684
财务费用	(49)	(13)	(126)	(154)
资产减值损失	5	51	15	15
投资收益	17	17	17	17
营业利润	446	960	1,496	1,840
营业外收支	15	15	15	15
利润总额	462	975	1,511	1,855
所得税	78	161	249	306
净利润	383	814	1,262	1,549
归属于母公司净利润	387	812	1,259	1,545
EBITDA	504	1,100	1,500	1,829

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	976	5792	6959	8421
应收账款及票据	535	795	1021	1253
预付款项	7	10	14	17
存货	199	476	629	772
其他流动资产	199	199	199	199
流动资产合计	1921	7243	8785	10617
长期股权投资	0	5	8	10
固定资产	817	917	1017	1117
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1335	1395	1406	1393
资产合计	3256	8638	10191	12010
短期借款	210	210	210	210
应付账款及票据	276	671	887	1088
其他流动负债	9	9	9	9
流动负债合计	599	1118	1410	1680
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	58	58	58	58
非流动负债合计	59	59	59	59
负债合计	657	1177	1469	1739
股本	389	781	781	781
少数股东权益	9	11	14	18
股东权益合计	2599	7461	8723	10271
负债和股东权益合计	3256	8638	10191	12010

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	-2.8%	120.1%	34.3%	22.8%
EBIT 增长率	-0.2%	154.2%	39.4%	23.1%
净利润增长率	26.1%	109.7%	55.0%	22.8%
盈利能力				
毛利率	36.1%	35.5%	36.5%	36.5%
净利润率	21.2%	20.2%	23.3%	23.3%
总资产收益率 ROA	11.9%	9.4%	12.3%	12.9%
净资产收益率 ROE	14.9%	10.9%	14.5%	15.1%
偿债能力				
流动比率	3.2	6.5	6.2	6.3
速动比率	2.9	6.1	5.8	5.9
现金比率	1.6	5.2	4.9	5.0
资产负债率	0.2	0.1	0.1	0.1
经营效率				
应收账款周转天数	108.8	68.0	65.0	65.0
存货周转天数	76.8	65.0	65.0	65.0
总资产周转率	0.6	0.7	0.6	0.6
每股指标 (元)				
每股收益	1.0	1.0	1.6	2.0
每股净资产	6.7	9.5	11.1	13.1
每股经营现金流	1.5	1.2	1.6	2.0
每股股利	0.3	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	34.6	33.2	21.4	17.5
PB	5.2	3.6	3.1	2.6
EV/EBITDA	38.7	13.3	9.0	6.6
股息收益率	0.9%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	383	814	1,262	1,549
折旧和摊销	123	171	147	160
营运资金变动	114	(37)	(99)	(115)
经营活动现金流	567	925	1,288	1,572
资本开支	101	155	120	110
投资	81	(10)	(8)	(7)
投资活动现金流	(3)	(148)	(111)	(100)
股权募资	1	4,048	0	0
债务募资	(129)	0	0	0
筹资活动现金流	(255)	4,038	(10)	(10)
现金净流量	309	4,815	1,167	1,462

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1-1: 公司产品概况	4
图 1-2: 2013 年以来公司营业收入及增长情况	5
图 1-3: 2013 年以来公司净利润及增长情况	5
图 1-4: 公司股权结构	5
图 1-5: 2013 年以来公司营业收入及增长情况	6
图 1-6: 2013 年以来公司净利润及增长情况	6
图 2-1: iPhone 出货量	8
图 2-2: 公司股权结构图	9
图 2-3: HDD 与 SSD	10
图 2-4: 全球大数据量	12
图 2-5: 全球大数据存储的市场规模	12
图 3-1: 威博精密股权结构	13
图 3-2: 威博精密主要产品	13
图 3-3: 全球智能手机出货量和金属外观件渗透率情况	14
图 3-4: 威博精密进入国内终端厂商进程	15
图 3-5: 2016 年全球智能手机销售情况 (各厂商市场份额)	15
图 3-6: 国内品牌智能手机出货量	16
图 3-7: 2016 年国内市场各智能手机厂商市占率情况	16
图 3-8: 威博精密 2017-2021 年的营收分项预测	17
图 4-1: 汽车电子市场规模	18
图 4-2: 汽车电子占整车成本的比重	19
图 4-3: 特斯拉 Powerwall 储能电池	19
图 4-4: 特斯拉 Model 3	20

表格目录

表 1-1. 股权激励业绩考核指标	6
表 2-1. 公司在典型手机中的各类内部、外部功能性器件产品	8
表 2-2. 新星控股获得的客户奖项	10
表 2-3. 公司硬盘类精密金属零部件产品	10
表 2-4. HDD 与 SSD 综合对比	11
表 3-1. 威博精密业绩承诺情况	12
表 3-2. A 股同业上市公司市盈率和市净率情况	13
表 4-1. 威博精密业绩承诺情况	18
表 5-1. 安洁科技营业收入分项预测 (单位: 百万元)	22
表 5-2: 国内可比上市公司估值表 (截止至报告前一个交易日)	22

分析师与研究助理简介

郑平，TMT组组长。中国人民大学管理学博士，中国石油大学商学院MBA导师；拥有近十年TMT领域研究经验，2016年加盟民生证券。

王达婷，电子行业研究助理。复旦大学微电子学与固体电子学硕士，2016年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101；200120

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28层；518040

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。