

2018年01月30日

合力泰 (002217.SZ)

发展逻辑不变，看好公司未来成长

■事件：

公司发布业绩预告修正，2017年预计归属上市公司股东净利润为11.75亿~13.50亿元，同比增长34.47%~54.50%。

■业绩预期下修，公司未来发展逻辑不变。根据公司公告，此次业绩预期低于前次业绩预告（13.0~14.5亿）的主要原因有（1）报告期内江西合力泰建设新产线，原计划2017Q4因符合地方政府招商引资等地地方性扶持政策而获得补助款未能及时到账，延迟确认至2018年。（2）由于对新项目建设进度估计不足，产能建设低于预期，原计划2017年四季度开始交货订单延迟至2018年一季度交货。我们认为这是在公司快速发展中遇到的短期影响因素，不影响未来发展逻辑。公司投建产能陆续释放以及产品结构升级、客户结构升级趋势不变，未来确定性成长可期。

■产业链持续深度整合，新建产能持续释放。公司2015年以来持续产业链垂直及横向整合，先后布局触控显示、摄像头模组、玻璃盖板、生物识别模组、无线充电、FPC、全面屏等多领域。公司通过产业链上下游垂直整合，产品附加值不断增加，毛利保持较高水平；通过全产业链布局，公司业务不断扩展，满足客户多样需求，市场竞争力提升。同时，公司持续投建新产线，扩大产品产能，市场占有率快速提升。产品持续横向、纵向扩展+新产能持续释放为公司成长提供充沛动力。

■产品技术驱动转型，卡位产业趋势。公司先后布局FPC、全面屏、无线充电及其核心材料纳米晶，实现消费电子尖端技术领域追赶及赶超。公司新技术推出恰逢全面屏、无线充电等产业快速成长期，卡位精准，相关产品有望随新技术渗透逐步放量。

■产品升级，一线客户有望持续突破。公司通过产业整合及新产品、技术研发，市场竞争力不断提升，FPC和纳米晶具有较强技术优势和壁垒。随着新产品的推出，公司客户结构有望深度优化，实现一线大客户标志性突破。

■受众广、资金大，员工持股彰显信心。2017年12月6日，公司发布员工持股公告，此次员工持股金额不超过20亿，意向参与员工不超过3000人。此次员工持股计划资金量大，受众广泛，彰显了公司管理层以及员工对于公司未来发展的信心，也展示了公司管理层与公司员工共同分享企业发展红利的决心。

■投资建议：买入-A投资评级。我们预计公司2017年-2019年净利润分别为12.90亿，18.83亿和25.88亿，增速分别为47.6%、46.0%、

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

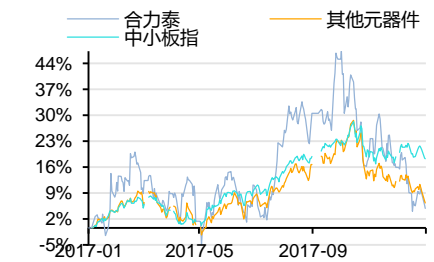
6个月目标价：**15.65元**

股价（2018-01-30）**9.05元**

交易数据

总市值(百万元)	28,311.21
流通市值(百万元)	18,545.79
总股本(百万股)	3,128.31
流通股本(百万股)	2,049.26
12个月价格区间	8.20/20.80元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.07	-23.85	-13.29
绝对收益	-9.5	-27.66	5.33

孙远峰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517020001

sunyf@essence.com.cn

010-83321079

张磊

报告联系人

zhanglei1@essence.com.cn

010-83321078

相关报告

合力泰：员工持股计划推出，彰显公司发展信心/孙远峰	2017-12-06
合力泰：产品客户双升级，三季度持续高速增长/孙远峰	2017-10-23
合力泰：业绩持续高速增长，产品升级开启新时期/孙远峰	2017-08-21
合力泰：业绩保持高速增长，产业布局优势日渐凸显/孙远峰	2017-07-30
合力泰：战略布局锂电行业，1+N战略再升级/孙远峰	2017-07-26

37.5%，EPS 分别为 0.41、0.60 和 0.83 元，成长性突出；给予 2018 年 26 倍 PE，6 个月目标价为 15.65 元。

■风险提示：

消费电子行业发展低于预期,新业务推进低于预期,宏观经济发展低于预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,953.2	11,844.8	16,531.9	25,530.1	34,749.1
净利润	218.1	873.8	1,289.5	1,882.8	2,588.3
每股收益(元)	0.07	0.28	0.41	0.60	0.83
每股净资产(元)	1.77	2.87	3.74	4.26	4.98

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	129.8	32.4	22.0	15.0	10.9
市净率(倍)	5.1	3.1	2.4	2.1	1.8
净利润率	4.4%	7.4%	7.8%	7.4%	7.4%
净资产收益率	3.9%	9.7%	11.0%	14.1%	16.6%
股息收益率	0.1%	0.5%	0.5%	0.8%	1.2%
ROIC	11.3%	15.7%	16.0%	22.4%	19.6%

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,953.2	11,844.8	16,531.9	25,530.1	34,749.1	成长性					
减:营业成本	4,066.5	9,839.2	13,738.0	21,343.2	29,168.4	营业收入增长率	62.2%	139.1%	39.6%	54.4%	36.1%
营业税费	21.2	53.1	70.6	110.9	151.6	营业利润增长率	50.1%	290.5%	58.5%	47.5%	38.7%
销售费用	64.0	104.3	173.6	274.2	348.0	净利润增长率	48.1%	300.6%	47.6%	46.0%	37.5%
管理费用	351.8	698.9	1,008.4	1,625.7	2,127.6	EBITDA 增长率	64.4%	157.8%	25.5%	38.0%	34.6%
财务费用	84.5	182.4	53.8	21.9	18.6	EBIT 增长率	62.6%	242.6%	36.2%	43.5%	38.1%
资产减值损失	190.9	95.2	106.0	130.7	110.6	NOPLAT 增长率	56.9%	301.5%	36.3%	43.5%	38.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	190.3%	33.9%	2.4%	57.8%	-16.2%
投资和汇兑收益	49.3	1.2	2.1	17.5	7.0	净资产增长率	204.0%	62.6%	30.0%	14.1%	16.8%
营业利润	223.6	873.1	1,383.6	2,041.2	2,831.2	利润率					
加:营业外净收支	64.6	115.4	73.2	84.4	91.0	毛利率	17.9%	16.9%	16.9%	16.4%	16.1%
利润总额	288.2	988.5	1,456.8	2,125.5	2,922.2	营业利润率	4.5%	7.4%	8.4%	8.0%	8.1%
减:所得税	71.0	115.5	169.4	247.0	338.1	净利润率	4.4%	7.4%	7.8%	7.4%	7.4%
净利润	218.1	873.8	1,289.5	1,882.8	2,588.3	EBITDA/营业收入	10.3%	11.1%	10.0%	8.9%	8.8%
						EBIT/营业收入	6.2%	8.9%	8.7%	8.1%	8.2%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	100	55	45	26	17
货币资金	864.3	4,323.9	3,807.1	2,042.4	5,389.8	流动营业资本周转天数	95	77	69	82	76
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	231	248	242	210	199
应收账款	1,933.1	3,028.7	3,222.8	7,882.3	6,388.2	应收账款周转天数	91	75	68	78	74
应收票据	382.2	569.8	895.0	1,462.6	1,564.2	存货周转天数	63	63	51	60	58
预付账款	182.1	316.9	690.3	801.9	1,083.8	总资产周转天数	449	397	359	282	250
存货	1,354.4	2,784.7	1,933.7	6,536.8	4,751.5	投资资本周转天数	290	211	175	148	122
其他流动资产	116.8	437.6	193.4	249.2	293.4	投资回报率					
可供出售金融资产	6.7	-	2.2	3.0	1.7	ROE	3.9%	9.7%	11.0%	14.1%	16.6%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	2.4%	5.1%	8.1%	7.8%	10.7%
长期股权投资	7.9	16.2	16.2	16.2	16.2	ROIC	11.3%	15.7%	16.0%	22.4%	19.6%
投资性房地产	1.7	1.4	1.4	1.4	1.4	费用率					
固定资产	1,447.3	2,146.3	1,948.9	1,751.5	1,554.1	销售费用率	1.3%	0.9%	1.1%	1.1%	1.0%
在建工程	195.7	648.4	648.4	648.4	648.4	管理费用率	7.1%	5.9%	6.1%	6.4%	6.1%
无形资产	269.4	274.1	261.9	249.8	237.6	财务费用率	1.7%	1.5%	0.3%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	2,393.0	2,448.1	2,366.0	2,349.2	2,319.1	三费/营业收入	10.1%	8.3%	7.5%	7.5%	7.2%
资产总额	9,154.7	16,996.2	15,987.4	23,994.8	24,249.5	偿债能力					
短期债务	1,332.8	1,879.1	-	640.3	-	资产负债率	39.6%	47.1%	26.9%	44.4%	35.7%
应付账款	1,326.2	2,657.6	2,755.2	6,172.7	5,661.9	负债权益比	65.5%	89.0%	36.7%	79.9%	55.6%
应付票据	251.8	941.5	307.7	1,829.0	1,207.7	流动比率	1.45	1.81	2.84	2.00	2.47
其他流动负债	421.4	840.3	717.9	852.4	1,027.5	速动比率	1.04	1.37	2.33	1.31	1.86
长期借款	27.0	525.5	-	518.3	-	利息保障倍数	3.65	5.79	26.72	94.13	152.90
其他非流动负债	262.5	1,157.0	513.7	644.4	771.7	分红指标					
负债总额	3,621.7	8,001.1	4,294.5	10,657.1	8,668.8	DPS(元)	0.01	0.04	0.05	0.07	0.11
少数股东权益	2.3	3.3	1.2	-3.0	-7.1	分红比率	10.4%	15.0%	11.9%	12.5%	13.1%
股本	1,422.5	1,564.2	3,128.3	3,128.3	3,128.3	股息收益率	0.1%	0.5%	0.5%	0.8%	1.2%
留存收益	4,108.1	7,425.2	8,563.4	10,212.4	12,459.4						
股东权益	5,532.9	8,995.0	11,692.9	13,337.7	15,580.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.07	0.28	0.41	0.60	0.83
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	1.77	2.87	3.74	4.26	4.98
净利润	217.2	873.0	1,289.5	1,882.8	2,588.3	PE(X)	129.8	32.4	22.0	15.0	10.9
加:折旧和摊销	238.8	289.5	209.6	209.6	209.6	PB(X)	5.1	3.1	2.4	2.1	1.8
资产减值准备	190.9	95.2	-	-	-	P/FCF	-10.5	30.3	-14.0	-18.4	7.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	5.7	2.4	1.7	1.1	0.8
财务费用	83.4	147.8	53.8	21.9	18.6	EV/EBITDA	48.2	20.5	15.0	12.2	7.7
投资损失	-49.3	-1.2	-2.1	-17.5	-7.0	CAGR(%)	105.3%	43.6%	106.0%	105.3%	43.6%
少数股东损益	-0.9	-0.7	-2.2	-4.3	-4.2	PEG	1.2	0.7	0.2	0.1	0.3
营运资金的变动	-346.6	-1,257.3	-316.3	-4,904.8	1,903.7	ROIC/WACC	1.1	1.5	1.5	2.1	1.9
经营活动产生现金流量	200.8	229.9	1,232.3	-2,812.3	4,709.1	REP	3.8	2.3	2.0	1.0	1.2
投资活动产生现金流量	-967.5	-359.6	15.4	11.2	6.8						
融资活动产生现金流量	1,389.3	3,334.0	-1,764.6	1,036.5	-1,368.5						

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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn	
	黎欢	0755-82558045	lihuan@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