

IT 行业证券研究报告  
2018 年 03 月 28 日

# 布局创新领域， 结构件龙头迎来新机遇

## ——长盈精密（300115）首次覆盖报告

### 作者

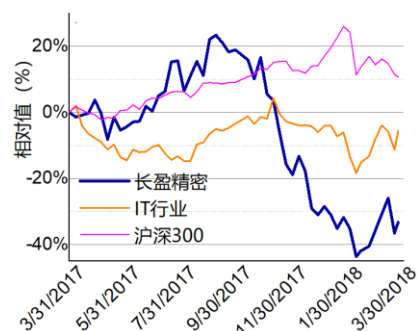
分析师 李甜露  
执业证书 S0110516090001  
电话 010-59366114  
邮件 litianlu@sczq.com.cn

研究助理 李嘉宝  
电话 010-59366010  
邮件 lijiaobao@sczq.com.cn

### 个股数据

最新收盘价（元） 19.41  
总市值（亿元） 176.40  
流通市值（亿元） 175.68  
年初至今涨跌幅（%） -3.29  
每股收益（TTM,元） 0.59

### 个股近一年股价走势



资料来源：WIND 资讯，  
首创证券研发部

### 相关研究

立足既有优势，放眼“补短板、促创新”的主题机会——IT 行业 2018 年度策略电子篇  
中美贸易争端对行业影响：短期业绩可能承压，中长期或成试金石——IT 行业周报（03.19-03.25）

### 投资要点

- **投资逻辑**：随着数字经济的深化，人们对消费电子产品的需求日益旺盛。精密结构件是消费电子产品中不可或缺的组件，并且具有一定的技术门槛。公司作为金属外观件龙头，精密模具技术领先，重视良率提升，对于新应用领域具有顺势而为、保持适当先进性的战略布局能力，并进入新材料结构件、新能源汽车及工业机器人领域。
- **公司简介**：随着 OPPO、VIVO、华为等国产品牌的崛起，公司的金属外观件业务取得了长足的发展，规模及研发创新水平行业领先。公司积极拓展国际市场，增加三星、LG 等国际客户业务。除主营业务之外，公司战略布局与公司现有业务协同，预计实现较快增长的天机机器人及新能源汽车相关零组件业务，预计两块业务今年将初具规模。
- **经营概况**：公司主营业务明晰，毛利率领先行业水平约 10 个百分点，净利润率显著高于行业水平。同时，盈利几乎全部来源于主业，盈利质量较佳。公司财务结构和经营现金流较为健康。经营中主要的不足表现为营运能力的不足。针对这一点，公司表示将推动企业内部管理变革，强化项目管理、品质管控、成本控制能力的建设，提高公司综合管理水平。
- **行业概况**：虽然智能手机、平板电脑等传统消费电子产品的增速放缓，但在 5G 等技术的驱动下也将经历不断的更新换代。此外，可穿戴设备、智能家居、物联网设备等新兴消费电子领域的增长强劲。从整体来看，消费电子行业将经历平稳较快的增长。
- **投资建议**：我们认为公司持续稳健发展具有一定驱动，预计公司 2018 年 EPS 为 1.07 元。首次覆盖长盈精密，给予买入评级，22 倍 PE，对应目标价 23.54 元。
- **风险提示**：竞争风险，折旧增加风险，下游产品波动风险；精密模具需求减少风险；客户集中度较高风险；知识产权风险；国际贸易风险；汇率风险

## 目录

<b>1</b>	<b>投资逻辑</b>	<b>4</b>
<b>2</b>	<b>公司介绍</b>	<b>5</b>
2.1	公司背景	5
2.2	公司股权结构及下属控股公司	6
2.3	公司管理层简介	7
2.4	主营业务	7
<b>3</b>	<b>行业基本情况</b>	<b>8</b>
3.1	市场容量与市场结构	9
3.2	行业驱动因素、挑战及发展趋势	11
3.3	行业生产及经营特征	14
3.4	产业链上下游与行业利润水平	17
<b>4</b>	<b>行业竞争状况</b>	<b>19</b>
4.1	行业主要玩家	20
4.2	行业技术水平	22
4.3	公司的竞争优劣势	23
<b>5</b>	<b>公司经营与财务状况分析</b>	<b>25</b>
<b>6</b>	<b>价值分析及风险提示</b>	<b>31</b>
6.1	盈利预测	31
6.2	估值及投资评级	33
6.3	风险提示	33

## 图表目录

图表 1：公司里程碑	5
图表 2：长盈精密股权结构	6
图表 3：子公司及重要的合营或联营企业	6
图表 4：公司营收构成（2016 年报）	7
图表 5：iPhone 5S 与三星 Galaxy S4 的物料清单	9
图表 6：全球智能手机出货量预测（从 2017 年起为预测数据）	10
图表 7：物联网时代互联设备的数量（十亿）	10
图表 8：手机天线的进化——目前的主流是内置天线	11

图表 9：2010-2030 年全球和中国移动终端及物联网设备增长趋势 .....	12
图表 10：iPhone 在中国的销量 .....	17
图表 11：iPhone 在中国的营业收入 .....	17
图表 12：精密电子零部件制造行业的上下游 .....	18
图表 13：行业主要玩家情况摘要 .....	22
图表 14：结构(外观)件的工艺流程长，技术难点较多 .....	23
图表 15：营收增长普遍高于行业水平 .....	26
图表 16：公司对大客户依赖较高 .....	26
图表 17：应收账款与营收比例低于行业水平 .....	27
图表 18：营业收入中现金比重与行业水平相当 .....	27
图表 19：毛利率高于行业水平 .....	27
图表 20：期间费用与行业水平相当 .....	27
图表 21：2015 年起管理费用改善明显 .....	28
图表 22：营业利润率高于行业水平 .....	28
图表 23：营业外收入占比低于行业水平 .....	28
图表 24：扣非净利润占比略高于行业水平 .....	28
图表 25：净利润率显著高于行业水平 .....	29
图表 26：净资产收益率显著高于行业水平 .....	29
图表 27：应收账款周转率高于行业水平 .....	29
图表 28：存货周转率低于行业水平 .....	29
图表 29：资产负债率普遍低于行业水平 .....	30
图表 30：流动比率与行业水平相当 .....	30
图表 31：速动比率与行业水平相当 .....	30
图表 32：近年中经营现金流显著优于行业水平 .....	30
图表 33：长盈精密财务预测 .....	32
图表 34：长盈精密可比公司估值表 .....	33

# 1 投资逻辑

随着数字经济不断深化，人们对数字的承载——智能手机、计算机、可穿戴设备、智能家居设备等消费电子的需求也日益旺盛。

在消费电子产品中，精密结构件是不可或缺的零组件。结构件属于非电类部件，虽然表面上看起来只是对材料进行加工，但事实上制造流程较长。从材料为起点，过程依靠精密模具，最后需要表面处理。我国真正能达到微米级技术水平的精密模具企业仅约为1%。因此，精密结构件的技术门槛并不低。

随着OPPO、VIVO、华为等国产品牌的崛起，公司的金属外观件业务取得了长足的发展，逐渐成为国内的金属外观件龙头。

在与国内大品牌的合作基础上，公司积极拓展国际市场，增加三星、LG等国际客户业务。除业务规模外，公司的研发创新水平和精密模具开发水平行业领先，通过新工艺的研发不断提升加工效率及良率。同时，公司具有精密模具开发和全制程能力，可有效缩短开发周期及提高质量控制水平。公司毛利率一直显著高于行业水平，领先约10个百分点。

除主营业务之外，公司战略布局与公司现有业务协同，预计实现较快增长的工业智能装备（为解决劳动力短缺）及新能源汽车相关零组件（连接器、结构件等）业务。工业机器人今年规划生产3000台，该业务毛利率较高，能在较短时间实现盈亏平衡。新能源汽车零组件业务预计将在今年初步形成销售规模。

通过财务分析，我们发现公司的ROE较高主要归功于较高的净利润率。资产负债率虽然较低但保证了公司财务状况的健康。因此，经营中的不足主要表现为营运能力的不足。针对这一点，公司表示将推动企业内部管理变革，强化项目管理、品质管控、成本控制能力的建设，提高公司综合管理水平。

虽然传统消费电子产品的增速放缓，但在5G等技术的驱动下也将经历不断的更新换代。此外，可穿戴设备、智能家居等新兴消费电子领域的增长强劲。公司作为金属外观件龙头，精密模具开发技术领先，重视良率提升，对于新应用领域具有顺势而为、保持适当先进性的战略布局能力，并进入硅胶、陶瓷等新材料结构件及新能源汽车、工业机器人等创新领域。

我们认为公司稳健发展具有一定驱动，预计公司2018年EPS为1.07元。首次覆盖给予买入评级，22倍PE，对应目标价23.54元。

## 2 公司介绍

### 2.1 公司背景

长盈精密技术股份有限公司于2001年7月成立于深圳市，注册资本6450万元。公司最初主要从事模具设计、生产，随着手机行业的发展，公司开始涉及手机内部零组件的生产。2010年，公司布局金属结构件，目前已成为国内金属结构件行业的龙头。

公司于2010年9月在深交所创业板上市（股票代码：300115），当年年报的股本为8600万股。截至2017年三季报，公司股本为908,808,342股，其中限售股为6,573,530股，限售原因为高管锁定或股东追加限售承诺。无限售条件股份占99.27%，为人民币普通股。

截至2017年半年报，公司最大的股东为新疆长盈粤富股权投资有限公司，持股比例为43.33%。长盈粤富的控股股东（股比90%）为公司董事长陈奇星。

图表 1：公司里程碑

年份	事件
2006	在昆山投资设立了全资子公司昆山长盈精密技术有限公司
2010	在深圳证券交易所创业板挂牌上市，股票代码300115
2010	在东莞松山湖投资建立了全资子公司广东长盈精密技术有限公司
2012	取得了昆山杰顺通精密组件有限公司65%的股权，并于2014年将控股权增加至77.75%，为公司在长三角地区的发展提供有效动力
2013	投资设立了分公司光明压铸厂，主营压铸件的生产、销售。
2013	在美国、香港及韩国分别投资设立了美国长盈、香港长盈及韩国长盈，为海外客户提供服务支持。
2015	在东莞投资设立了全资子公司广东天机工业智能系统有限公司，为公司未来的产业转型和长远规划提供可持续发展的新动力和技术保障。
2015	参股宜确半导体（苏州）有限公司，为公司进入芯片，控制，工业4.0等领域提供相关的技术储备并积累经验。
2016	收购深圳市纳芯威科技有限公司65%的股权，布局集成电路设计研发。
2016	昆山杰顺通在昆山投资设立了昆山雷匠通信科技有限公司，扩大公司在线束类连接器产品和相关自动化装备产品上的研发和销售能力。
2016	昆山长盈在昆山投资设立了昆山惠禾新能源科技有限公司，拓展公司在新能源汽车充电设施及充电设备、充电桩、车内高压连接器等零组件产品。
2016	在上海投资设立了全资子公司上海其元智能科技有限公司，主要承担扩充公司在新能源、新材料等产品上的研发能力，推动公司的战略转型。

资料来源：公司网站，首创证券研发部

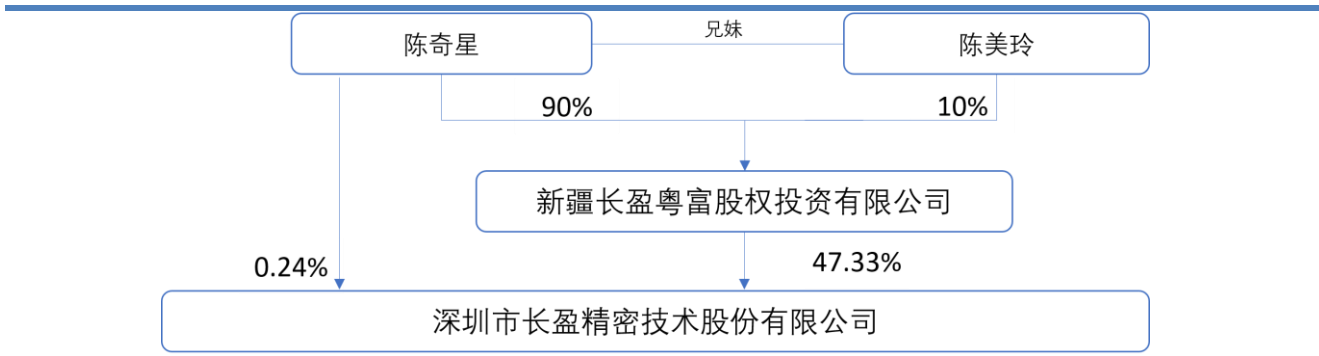
上市前，2009年6月30日，公司净资产为3.16亿元，上市募集资金净额约8.52亿元。2017年半年报，公司净资产已达43.30亿元，为上市前的5.08倍。

## 2.2 公司股权结构及下属控股公司

公司的控股股东为陈奇星先生，其也是公司法人及董事长，通过直接及间接方式合计持有公司股本总额的47.57%（截至2017年三季报）。

公司前十大股东中，排在第二位的为国有法人——中央汇金资产管理有限责任公司。

图表 2：长盈精密股权结构



资料来源：公司 2017 三季报，首创证券研发部

截至2017半年报，长盈精密直接拥有12家子公司，重要的合营或联营企业有6家。

图表 3：子公司及重要的合营或联营企业



资料来源：公司半年报（2017），首创证券研发部



## 2.3 公司管理层简介

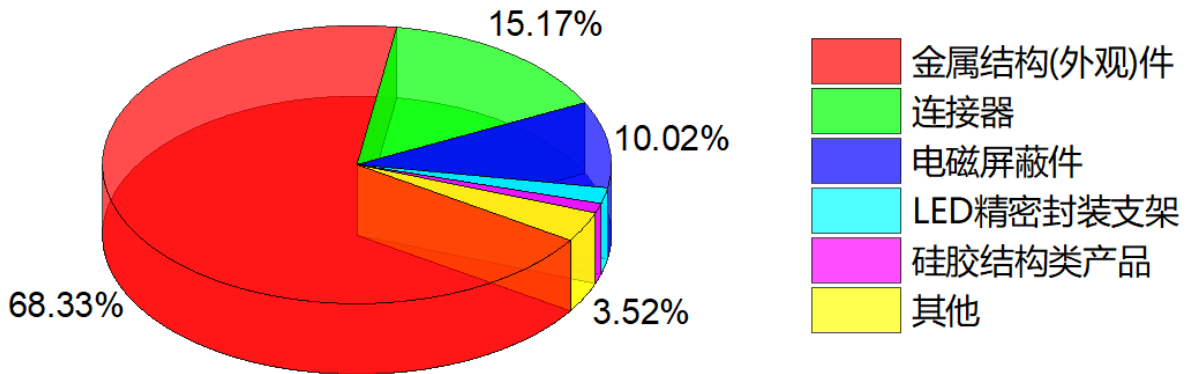
公司董事长为陈奇星先生，1959年出生，中国国籍，大专学历。历任安徽省安庆毛纺厂办公室副主任；安庆市经济贸易委员会宣传干部；深圳市南山区粤海实业公司部门经理；长盈投资总经理、执行董事；深圳市海鹏信息电子股份有限公司董事。

公司总经理为陈苗圃先生，1965年出生，中国国籍，华中科技大学工学硕士及中欧国际工商管理学院EMBA工商管理硕士。曾任广东泰科电子 (Tyco Electronics) 经理、运营部总监，泰科电子东莞公司及泰科电子昆山公司总经理，泰科电子CIS中国区营运总监，英国斯瑞克斯 (Strix) 全球营运董事。

## 2.4 主营业务

公司主营手机及移动通讯终端的精密零组件。其中，根据2016年报，占营收10%以上的业务有：金属结构（外观）件占营收比重为68.33%，连接器占15.17%，电磁屏蔽件占10.02%，三者合计占营收的93.52%。此外还有LED精密封装支架（占1.84%），硅胶结构类产品（占1.12%），其他（占3.52%）。

图表 4：公司营收构成（2016 年报）



资料来源：公司公告，首创证券研发部

连接器、电磁屏蔽件和LED精密封装支架是公司分别自2007、2008和2009年就自主开发的产品。

2010年，公司布局金属结构件，该业务在近年内获得了高速的成长，销售收入在2011-2016间增长了约34倍。目前已成为国内金属结构件（精密结构件一般作为终端产品的外壳、内部支撑件等，起到绝缘、耐高温、抗冲击、减振、防潮、防水、防尘等作用）行业的龙头。

公司金属结构件的主要客户是以vivo、oppo及小米为代表的国产手机品牌及以三星为代表的国际客户。2014年至2016年，国产手机品牌占公司营收比重较大。从2017年开始，公司调整客户战略，大力开拓国际品牌，已承担三星A系列、J系列以及北美客户的非手机产品的金属外观件等。国际客户在公司营收中的占比有望逐步提高。

除金属外，公司与潮州三环集团共同投资，成立了东莞长盈三环陶瓷技术有限公司、潮州中瓷技术有限公司、潮州三环长盈新材料有限公司三家子公司，从事陶瓷结构件的研发、生产、销售。

据机构调研，除了手机相关精密零组件产品，公司在工业智能装备及新能源汽车相关零组件等方向上都取得了重要进展。作为公司的中长期规划，公司希望工业智能装备及新能源汽车相关零组件项目能在3-5年后成为公司重要的业务组成部分。

新能源汽车相关零组件方面，公司2015年起在昆山成立了昆山惠禾，开始布局新能源汽车的相关零组件。今年收购了苏州科伦特70%股权，主要做电动汽车的软连接、busbar母排等产品。另外深圳长盈在电动汽车电池结构件项目方面也开始有产品在小批量供货。新能源汽车高压配电箱也正在开发中。公司预计这一领域在今年会初步形成销售规模。

工业智能装备方向的发展是因为劳动力资源的紧缺。3C制造业作为劳动密集型产业，人力成本上涨幅度较大。公司于2014年底起开始产线自动化升级改造，并于2015年设立了广东天机工业智能系统有限公司，从事3C制造业智能装备及系统集成的研发。今年4月，公司与日本安川签订了合资协议，共同设立广东天机机器人有限公司，从事机器人本体的生产。10月份，天机机器人的第一款产品上市，为小型六轴工业机器人，载重8KG，主要服务于3C制造业领域的企业。天机机器人今年规划生产3000台，到2020年达到年产10000台。公司表示机器人业务的毛利率高于公司综合毛利水平，短期内天机机器人就将实现盈亏平衡。

### 3 行业基本情况

公司主营精密电子零组件的设计、开发、制造，属于精密电子零部件制造行业，其产品主要供应于移动通信终端行业。



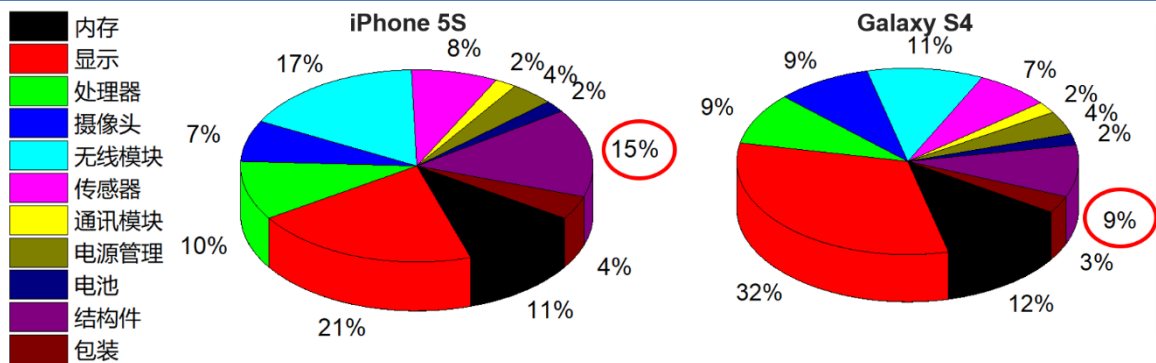
### 3.1 市场容量与市场结构

从下游应用来看，公司的金属结构（外观）件、连接器、电磁屏蔽件、硅胶结构类产品等均主要用于移动通信终端。因此，我们通过下游需求对主营业务中占比最高（2016年报为68.33%）的金属结构（外观）件进行市场分析，这样的分析也同样适用于公司的连接器和电磁屏蔽件等产品。

结构（外观）件行业的市场规模成长主要依靠下游消费电子终端的增长。因此，我们将通过下游产品的市场规模来估算结构（外观）件的市场规模，首先确定结构（外观）件在消费电子终端的成本中的占比。

根据中国产业信息网的数据，苹果iPhone 5S 中结构件成本为28美元，占BOM（物料清单，billofmaterial）成本的比例为14.7%，而三星Galaxy S4 中结构件成本为22 美元，占BOM成本比例为9.4%。二者的主要差异在于5S 采用了金属机壳，而S4使用塑胶机壳，此外两者在内部结构件中也存在一些区别。

图表 5： iPhone 5S 与三星 GalaxyS4 的物料清单

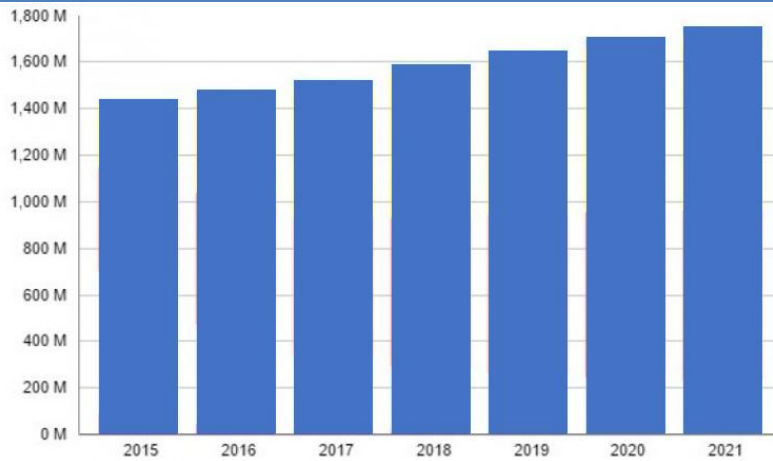


资料来源：中国产业信息网，首创证券研发部

在全部智能手机中，若采用金属机壳，则结构件成本占比约为15%；若采用塑料机壳，则约为10%。

公司目前最主要的下游产品为智能手机。根据IDC的数据，2016年，全球智能手机出货量仅同比增长2.5%，这是智能手机产业增长最缓慢的一年。2017年预计将增长3%，出货量达到15.2亿部，2018年预计将增长4.5%。2016-2021年，全球智能手机出货量将以3.4%的复合年增长率增长至2021年的17.5亿部。2021年，安卓手机平均售价为198美元。

图表 6: 全球智能手机出货量预测 (从 2017 年起为预测数据)



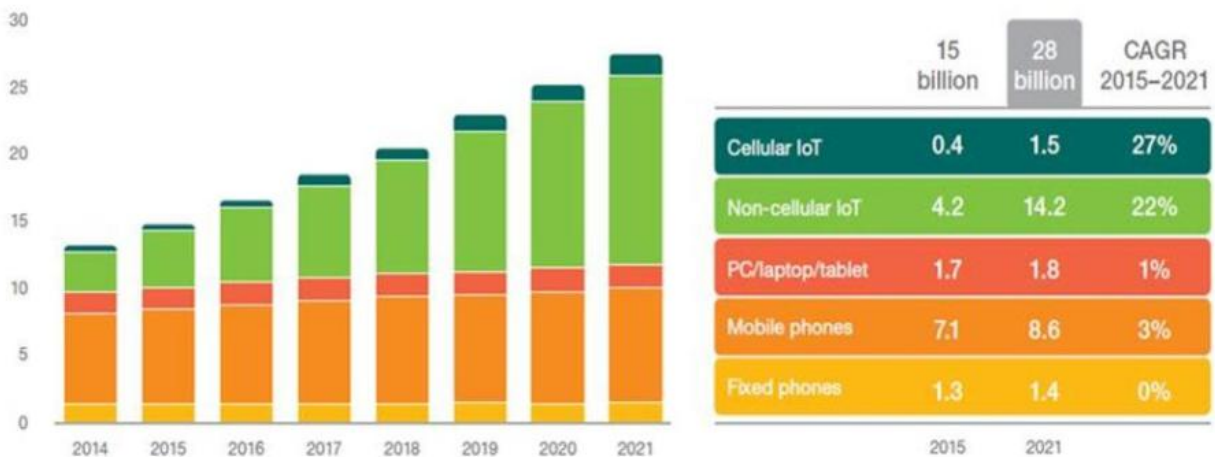
资料来源: IDC, 首创证券研发部

安卓手机的售价一般低于苹果手机, 我们将整个手机市场的均价以198美元计算, 结构件的占比按10%计算。在这样的保守估计下, 2021年, 智能手机结构件的市场约为346.5亿美元, 复合年增长率为3.4%。

公司正在布局的硅胶、陶瓷等新材料将应用于可穿戴设备、智能家居、新能源汽车等物联网移动终端设备, 这些新兴品类均具有良好的成长性。以可穿戴设备为例, 据Gartner预测, 2017年, 可穿戴设备的出货量为3.1亿部, 同比增长16.7%。2016-2021年间的复合年增长率为13.67%。

据爱立信 (Ericsson) 预测, 2021年, 全球将有约280亿个互联设备, 其中160亿是物联网设备。2018年物联网设备数量将超过手机。2015-2021年间, 移动手机以3%的复合年增长率稳步增长, 而物联网设备以超过20%的增长率快速增长。

图表 7: 物联网时代互联设备的数量 (十亿)



资料来源: 爱立信, 首创证券研发部

结合智能手机和物联网移动终端设备这两种下游产品来看，结构件市场将稳健较快增长。

同时，下游产品的技术进步也对结构件提出新的要求。对于通信（主）天线，随着1G、2G、3G、4G的发展，频率越高，波长越短，天线也越来越短，设计从以前大哥大的外置式，到目前主流的内置式。

内置式分三种工艺：LDS（激光镭射成型），FPC（柔性电路板）和金属中框。金属中框是把手机的金属框作为天线，因为不同天线的长度有不同的要求，所以把中框间隔开来进行设计。

图表 8：手机天线的进化——目前的主流是内置天线



资料来源：互联网公开资料，首创证券研发部

即将到来的5G采用MIMO多天线技术，在低频下需要更多的天线数量，多个天线的位置需要优化设计以提高效率；在高频下，很可能需要非金属后盖以减少信号衰减。无论哪种情况都对手机壳提出更高的要求。工艺、材料的进步很可能使结构件的单价提高，其市场规模有望进一步扩大。

### 3.2 行业驱动因素、挑战及发展趋势

前面我们分析得出：国产结构件市场将稳健较快增长，我们认为市场的成长性主要源于政策、需求侧、供给侧和技术进步等几方面驱动因素。

政策方面，精密模具及结构件行业属于国家重点鼓励发展的产业。在《当前国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》、《产业结构调整指导目录》、《模具行业“十二五”发展规划》、《装备制造业调整和振兴规划》和《国务院关于加快振兴装备制造业的若干意见》等一系列政策文件中，扶持、鼓励模具制造业的发展被列入十分重要的地位，为行业发展提供了有利的政策基础。

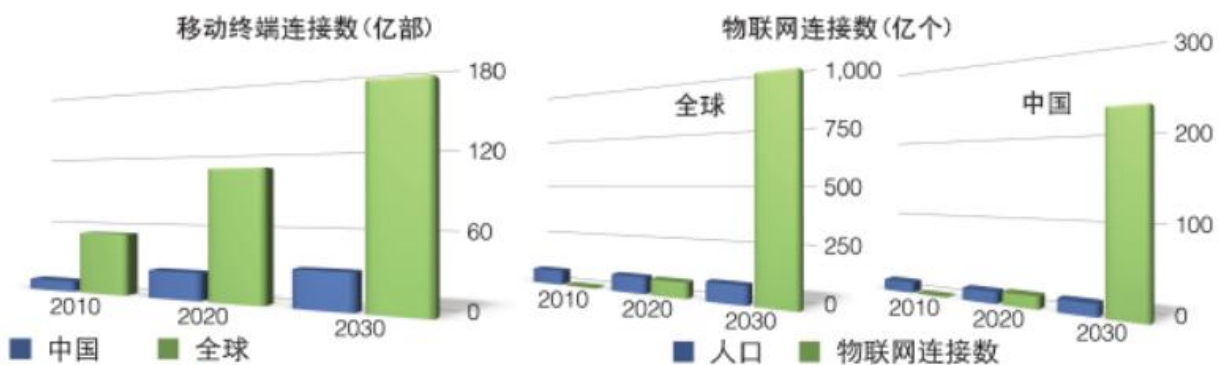
此外，精密结构件行业下游的移动通信终端行业是《中国制造2025》中的重点领域。《新一代人工智能发展规划》，《关于推进物联网有序健康发展的指导意见》等政策对移动通信终端行业提出新的要求，带动精密结构件行业的发展。

需求侧方面，精密结构件主要应用于智能手机、平板电脑等传统移动终端设备和物联网设备等新型移动终端设备。随着数字经济成为我国经济增长的新动能，作为数据价值链中重要一环的移动终端设备的重要性和前景也不言而喻。

从移动设备数量增长来看，据IMT-2020推进组预测，未来全球移动通信网络连接的设备总量将达到千亿规模。预计到2020年，全球移动终端（不含物联网设备）数量将超过100亿，其中中国将超过20亿。

全球物联网设备连接数也将快速增长，2020年将接近全球人口规模达到70亿，其中中国将接近15亿。到2030年，全球物联网设备连接数将接近1千亿，其中中国超过200亿。

图表 9：2010–2030 年全球和中国移动终端及物联网设备增长趋势



资料来源：IMT-2020 推进组，首创证券研发部

同时，随着消费升级的不断深化，外观已逐渐成为人们选择移动通信设备时的一个重要考量。因此，移动通信设备对精密结构件的拉动不仅体现在数量，对品质的要求也是重要的驱动因素。

供给侧方面，从地域上看，国际上越来越多的移动终端、消费电子企业选择将其生产基地转向中国内地，为国内精密结构件行业提供了广阔的发展空间，为优势企业带来发展机遇。

从行业来看，精密结构件行业所处的制造业较为普遍的一个特点是投资大，产出慢。这种情况下，规模效应的优势愈发突出，如更低的成本，更多的研发投入等。因此存量资源的优化配置是使主体更加集中，且先进技术及工艺、产能等都将向头部集中。当供给的质量不断提高，头部企业很可能“走出去”，加速国际化。

此外，行业下游的移动通信设备行业的品牌效应逐渐增强，知名品牌受到消费者的认可，市场集中度较高。以智能手机行业为例，据IDC统计，2017年第三季度，前五大品牌的出货量占全球智能手机出货量的61%。这些下游企业对结构件供应商的产品质量、技术水平、响应速度、交货期限的要求较高，需要较有实力的厂商为其提供配套服务。

综合以上两方面因素，同时，在十九大新发展理念——深化供给侧结构性改革的指导下，我们预计下一阶段，精密结构件行业的集中度将提高，具有综合竞争力的企业的优势将更加明显。

技术进步方面，下游移动终端设备的技术进步会对结构件提出新的要求。如，无线充电技术的实现需要3D玻璃材质的结构件；5G的天线变革很可能需要非金属材质的结构件以及天线内置技术的进步。新技术的采用有望提高结构件的平均售价。

另一方面，精密结构件行业也面临着一些挑战，主要为：

技术方面，随着下游行业对精密结构件的要求不断提高，如尺度、柔性、材料等方面，精密模具的物理限制可能会限制其应用，从而使精密模具企业的需求减少。中期看，陶瓷、柔性材料等新材料的加工可能不能由精密模具胜任。长期看，随着技术的日益成熟，3D打印也可能对精密模具产生一定的替代。

知识产权方面，消费电子行业属于知识产权密集的行业，不仅内部的技术，外观、结构等都可能涉及专利保护。因此上游的精密结构件企业如果专利意识不足，缺乏产权管理，有可能在经营过程中对他人知识产权形成侵犯。

产品与服务方面，行业中大部分公司技术水平较低，只是单纯代工，缺乏与下游客户共同开发产品的能力，产品及服务的附加值较低。具备该能力的企业不但可以增加产品、服务的竞争力，还可以提高技术水平，借鉴优质客户的管理运营经验等。



竞争格局方面，国外企业凭借起步早、投入大、研发强占据着高端精密电子零组件市场的大部分份额。虽然国内企业近几年快速发展，但综合竞争力与国际上的领先企业仍存在一定的差距。年销售额超过亿元的企业较少。

成本方面，随着我国人口红利的逐渐消失，我国劳动力成本已呈现上升趋势。精密电子零组件行业尚未实现全自动化生产，因此人力成本的上升对行业发展有一定的不利影响。同时，精密结构件行业基础建设和设备投入大，折旧费用的增加也将带来一定的成本压力。

我们认为，在各方面因素的综合作用下，结构件行业的发展很可能遵循以下的发展趋势：

1、市场集中度逐渐提高。结构件行业下游的智能手机行业增速出现一定的放缓，市场向大品牌集中，同时对结构件厂商的产品价格、产品质量、技术能力、成本控制能力、及时供货能力、快速响应能力和整体配套能力等综合实力提出更高要求；制造业的头部效应以及供给侧结构性改革的国家政策等驱动精密电子零组件行业的集中度逐渐提高。行业优质资源很可能将向龙头集中。

2、进口替代逐步增加。制造业是实体经济的主体，随着我国的综合国力不断增强，关键核心技术和高端制造装备对外依存程度必将逐渐降低。此外，下游行业国产品牌的崛起也有助于结构件行业的进口替代。随着国内精密电子零组件制造行业的快速发展，国内企业在国际市场中竞争地位有所提高，国内具有综合实力的厂商市场空间广阔。

3、产品多种材质共存，综合实力重要性愈发凸显。2013-2014年，结构件市场主要以塑胶材料为主。

4、机器逐步换人。我国的人口红利正在逐渐消失，但制造业肩负着实体经济发展的重任，尤其是高端制造业将较快增长。因此，劳动力数量减少、成本升高的问题将很可能依靠机器人来解决，机器人在精密电子零组件制造中的应用范围将很可能逐渐扩大。

### 3.3 行业生产及经营特征

1、精密结构件行业是资本、人力密集型行业



以占公司销售额最多的手机结构件为例，其通常包括外壳结构件和内部结构件两部分，精度均达到微米量级，因此对模具、生产设备均有较高的要求。能够满足要求的设备单价较高，从而对资金投入的要求也较高。

虽然结构件行业正逐步从手工化作业向机器自动化作业方向发展，但是譬如产品组装等部分生产环节仍需要大量的工人进行手工操作。因此精密结构件行业也是人力密集型行业。

## 2、精密结构件通常为合约制造服务模式下的定制化生产，非标准、多品种、多批次

不同的消费电子品牌商对于产品的外观、性能、颜色、质感等的工业设计均不相同。因此，结构件厂商需要根据整机生产厂家不同的整体设计方案来定制专门的结构件产品，需分别进行模具开发等，并不是简单的标准件量产。在这个过程中，结构件厂商与客户之前会共同研发、合作经营、合约制造，共享信息资源，共同减少经营风险。

## 3、精密结构件厂商通常以大客户为核心客户

消费电子行业，尤其是手机行业，行业集中度极高，大品牌商占据了绝大部分的市场份额。并且，由于进入门槛较高、认证周期较长，结构件厂商一旦成为大品牌商的合格供应商，将与客户形成长期密切的合作关系，除非发生重大质量事故等特殊情况下，否则通常会保有持续充足的订单量。从而能够在摊薄固定成本的同时实现稳定的盈利。

相比之下，小客户的订单往往呈现单笔订单数量较少，订单种类繁多的特征。由于结构件通常为定制化，这样会增加模具开发的工作量、增加生产线的调试次数及产品切换频率，从而增加了生产成本。因此，结构件厂商通常会将大客户作为核心的服务对象。

## 4、精密结构件企业服务的客户行业相对稳定

虽然精密结构件可以应用的下游领域十分广泛，如通信、医疗、汽车而、机电、航空、军工等，而厂商也一般具备提供多品种、不同行业应用领域的产品的能力。但是下游客户对产品多样性和新颖性不断提出要求，同时客户对供应商慎重选择、长期合作，这些因素都使得结构件厂商需要对特定行业有较为深刻的认识和长时间的积淀。因此，结构件厂商为了发挥竞争优势一般会选择特定的行业领域进行深耕细作。

#### 5、精密结构件厂商以“良品率”为核心生产指标，数控及精密技术要求日益提高

由于结构件产品通常为定制化，不良品的结构件产品一般不能重新投入再生产，只能作为废品直接处理。因此良品率的高低对于公司的生产成本和盈利能力有着重大影响。

同时，精密结构件的生产过程工序繁多，塑料精密结构件的生产需要通过注塑、喷涂、表面处理、真空电镀及特殊加工等多个生产工序，金属结构件的生产需要通过冲压或压铸或CNC、模内注塑、阳极氧化或喷涂等生产工序，任何一个工序上的瑕疵都会影响到最终合格产品的数量。

这就要求厂商必须保证每个生产环节的高良品率，对企业在生产设备、人员培训、产线管理等方面均有较高的要求。

同时，下游终端产品的多样性发展对结构件厂商的生产工艺、数控及精密技术运用提出了更高的要求。

#### 6、结构件行业不具有明显的周期性

结构件行业的下游行业主要为消费电子行业，其行业规模处于稳中有升的状态。尤其是随着物联网、VR等新型终端设备逐渐放量，消费电子行业规模增长的趋势较为确定。因此从需求上看，结构件行业不具有明显的周期性。

#### 7、结构件行业具有较明显的地域性

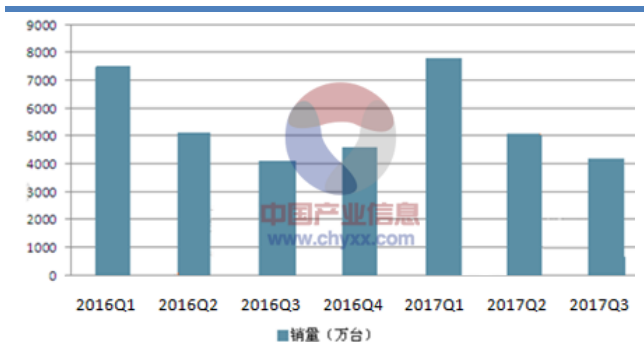
由于要满足及时供货、快速量产、快速响应，使供货半径受到一定的限制，因此结构件企业一般较为靠近消费电子品牌厂商的制造中心，地域上较为集中。目前产业中心主要集中在珠三角、长三角及环渤海地区。上述区域集中了全国超过80%的精密制造企业，外资和台资企业的技术水平和销售规模在上述区域中占有领先地位。

#### 8、结构件行业具有季节性特征

结构件行业的下游主要为消费电子行业。消费电子行业通常都会有一定的季节性，市场的淡旺季随着不同地区的情况不同。如我国每年的春节、“五一”、“十一”等法定节假日和“双十一”、“双十二”等电商促销节日前后，市场上手机、PC等消费电子产品的销售量会明显增加。而美国则为感恩节、圣诞节、“黑色星期五”等。

从iPhone在中国的销量和营业收入数据中，我们也能看到一定的季节性。第一季度通常销量最高，三、四季度销量较低。

图表 10：iPhone 在中国的销量



资料来源：中国产业信息网，首创证券研发部

图表 11：iPhone 在中国的营业收入



资料来源：中国产业信息网，首创证券研发部

在消费电子产品的销售旺季之前，消费电子制造商将会大量备货，因此这时也通常成为结构件厂商的生产旺季。

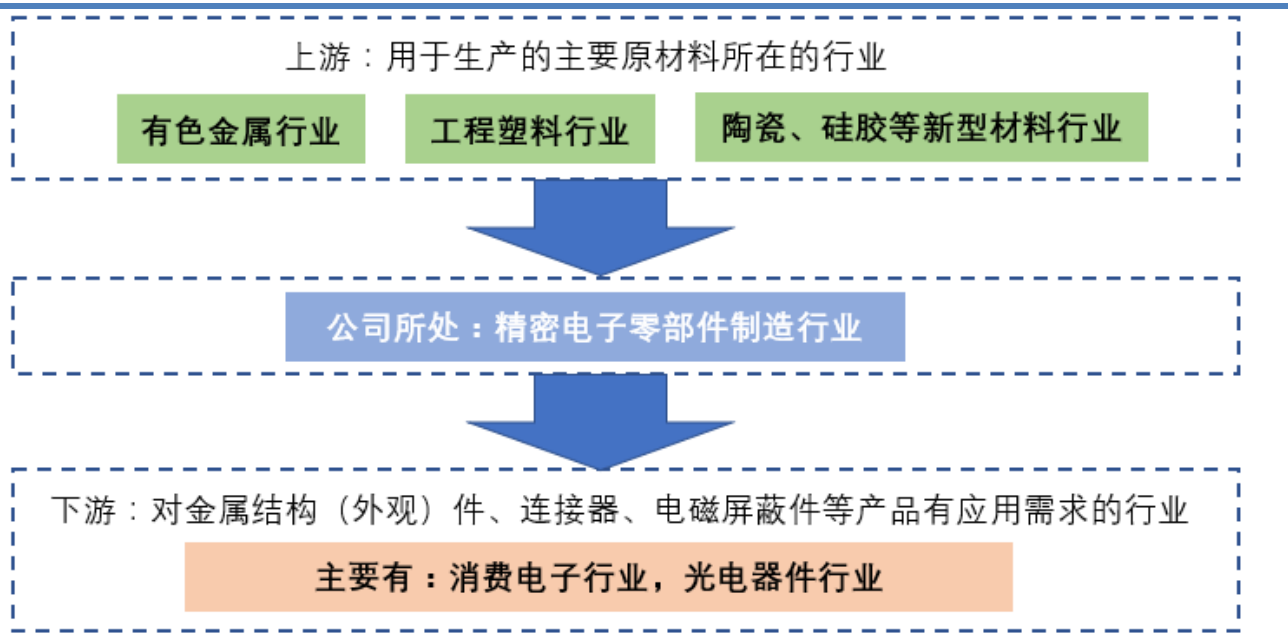
### 3.4 产业链上下游与行业利润水平

根据材料的不同，精密电子零部件制造行业的上游可分为有色金属行业、工程塑料行业和陶瓷、硅胶等新型材料行业，其中前二者是目前较为重要的上游行业。

工程塑料行业主要涉及塑胶粒子及涂料供应商。塑胶粒子是石油化工产品，主要受石油价格影响。塑胶粒子和涂料国内外供应商较多，竞争充分，供应充足，能够提供较稳定的原材料供应。

有色金属行业中，冲压用的金属原材料主要包括钢片、磷铜片、铍铜片、铝合金片等；压铸用的原材料主要包括铝合金、锌合金等；CNC加工环节使用的主要原材料是铝合金不锈钢及镁合金等。金属原材料价格主要受金属大宗商品价格的波动影响。相关材料均为行业里通用物料，国内外均有供应商，较易购得，有稳定的供应来源。

图表 12：精密电子零部件制造行业的上下游



资料来源：公司公告，首创证券研发部

精密电子零部件制造行业的下游主要为移动通信终端、汽车、家电、照明、医疗器械、机器人、航空航天、军事等领域。公司的产品主要用于消费电子和光电器件行业。

消费电子行业的需求我们已经在前面从传统移动终端设备和物联网设备等新型移动终端设备两方面进行了分析，证明在未来几年内消费电子市场将会稳健增长。

光电器件行业中，公司的下游主要为LED行业。LED行业符合国家节能减排的发展方针，据《半导体照明产业十三五发展规划》，2015年，LED 功能性照明产值达 1550 亿元，同比增长 32%；LED 照明产品产量约 60 亿只，国内销量约 28 亿只，占国内照明产品市场的比重约为 32%；LED 照明产品出口额约120亿美元，同比增长 15%。我国已成为世界 LED 芯片的主要产地。根据规划目标，到2020年，LED功能性照明产值将达到5400亿元，年复合增长率为28%，呈现快速增长态势。

我国结构件行业制造厂商较多，整个行业竞争较为激烈。行业中不同企业的利润呈现倒金字塔结构。少数拥有较高研发水平和较大生产规模的精密结构件厂商不仅提供具体产品，还在提供产品的过程中附加了较多的增值服务，并且产品蕴含较多的技术，利润水平较高。普通结构件厂商在竞争中处于劣势，利润水平较低。

随着供给侧结构性改革的逐步深化，较为落后的产能可能将被逐渐淘汰，行业集中度提高，行业利润水平可能将会提升。

对于精密电子零部件制造行业，影响行业利润水平的因素主要有：

### 1、原材料价格和产品价格

根据可比公司的公告，塑料结构件中塑胶粒子、涂料等原材料的成本通常占材料成本的20%以上，金属结构件成本中五金材料等原材料成本占材料成本的60%以上。因此，原材料价格波动将对精密结构件的利润水平产生较大影响。

但结构件占整机生产成本的比重较低，对于技术水平高、反应速度快、产品质量稳定的厂商，客户对其产品的价格敏感度不是很强，使得这类结构件生产企业具有一定的成本转移能力。

### 2、产品良率

精密结构件的加工环节较多，只要其中一个环节良率不达标，则产品就会报废，直接影响企业原料成本的有效投入和有效产出，直接影响到企业的利润水平。

### 3、产品的精密复杂程度

通讯、创新型消费电子等行业的客户对产品的精度要求高，加工工艺较为复杂，品种多变。此外，结构件产品对这些行业的最终产品质量、销量具有明显的影响，因此厂商为这些行业提供的结构件产品中附加了更多的制造、服务内容，毛利率水平较其他客户行业要高。

综合竞争力较强的企业通过选择合适的工艺流程、配送方式等可有效节约时间、原材料，从而降低生产成本，提高利润水平。

### 4、下游行业的利润率

精密结构件行业的利润与下游行业的景气度密切相关。客户行业最终产品的毛利率水平高，则本行业的精密结构件的销售毛利率也会较高。

## 4 行业竞争状况

世界范围内，美国、日本等发达国家大量投入发展精密制造业，高度重视以精密冲压成型、精密射出成型技术为代表的先进加工技术，因此这些国家在精密结构件领域逐渐形成了领先优势。

但是近年中，由于成本控制考虑和亚洲制造业的崛起，越来越多的厂商选择OEM形式外包结构件等生产环节。

虽然全球的模具生产企业众多，但精密模具企业占比较低，真正能够达到微米级技术的精密模具企业更少。对于新进入者来说，精密结构件行业存在认证壁垒（终端厂商对结构件厂商的综合认证过程涉及多方面，一般需要半年或更长时间），技术壁垒，人才与资金壁垒。

## 4.1 行业主要玩家

### 1、比亚迪 (002594)

公司成立于1995年，为全球领先的电子产品制造服务商。目前主要业务包括电子产品金属结构件、塑胶结构件、3D玻璃、陶瓷、充电器、锂电池Pack等零部件制造及电子产品整机设计、测试、组装等业务，其产品覆盖消费电子、汽车电子、工业电子、IoT等行业。与三星、华为、小米、苹果、vivo、OPPO、微软、宝马等世界一流跨国企业合作十余年。能够为客户提供设计、研发、制造、物流和售后等一站式服务。

### 2、富智康集团 (2038.HK)

公司成立于2000年，为全球手机行业中首屈一指的垂直整合制造服务供货商，向客户提供有关手机生产的全线制造服务。主要客户包括首屈一指的国际品牌手机委托设备制造商，如苹果、三星、索尼、联想等。在中国、欧洲及美洲设有生产、研究和开发及其它设施。主要业务包括设计及制造精密治具及模具；产品开发；制造组件、模块及系统组装及集成；售后服务等。

### 3、立讯精密 (002475)

公司成立于2004年，主营连接线、连接器的研发、生产和销售，产品主要应用于3C（计算机、通讯、消费电子）和汽车、医疗等领域。核心产品电脑连接器已树立了优势地位，台式电脑连接器覆盖全球20%以上的台式机，并快速扩大笔记本电脑连接器的生产。同时公司正逐步进入汽车连接器、通讯连接器和高端消费电子连接器领域，拓展新的产品市场。

### 4、东山精密 (002384)



公司成立于1998年，国内领先的专业从事精密钣金结构件工艺设计、制造服务企业，全球领先的基站天线精密钣金零部件提供商。公司集研发、生产、销售、服务业务为一体，为客户提供精密钣金件和精密铸件的制造与服务，已形成了产品结构研发、精密钣金制造、精密铸件制造、表面处理、精密组装、及时配送等在内的完整精密金属制造服务体系。通过了通讯设备制造商爱立信、朗讯、波尔威、安德鲁、安弗施，精密机床制造商沙迪克、阿奇夏米尔，核能设备制造商阿海珐，金融设备制造商NCR等客户严格的认证考核，并与其建立长期稳定的合作关系。

#### 5、劲胜智能 (300083)

公司成立于2003年，为国内消费电子精密结构件产品及服务的领先供应商，专注于消费电子领域精密模具及精密结构件的研发、设计、生产及销售。公司消费电子产品精密结构件业务已逐步拓展为集精密模具、塑胶、玻璃、粉末冶金、金属精密结构件一体化、模组化精密结构件技术解决方案。目前公司已成为中国实力雄厚的数控机床制造企业之一，产品类别较多，包括钻攻中心机、玻璃精雕机、3D热弯机以及零件加工中心机、模具加工中心机、龙门加工中心机等适用于汽车、模具和机床行业设备。

#### 6、科森科技 (603626)

公司成立于2010年，专业从事精密金属制造服务，为客户提供手机及平板电脑结构件、医疗手术器械结构件、光伏产品结构件等精密金属结构件。公司生产的产品主要应用于消费电子、微型计算机、医疗器械、新能源、汽车、数字视听等领域。公司的客户已涵盖消费电子、医疗、新能源等在内的众多行业。公司开发了用于手机、平板电脑等消费电子设备的精密结构件，用于医疗行业的微创手术器械结构件以及用于光伏支架系统的金属结构件等系列产品。

#### 7、捷荣技术 (002855)

公司成立于2007年，主营业务为非金属制品模具、精冲模、精密型腔模、模具标准件、手机外壳、塑胶五金制品等产品的设计与制造，为手机、平板电脑、无线网卡等提供精密模具的开发制造与精密结构件产品的生产。目前已经形成了以手机精密模具及结构件为主、其他精密模具及结构件为辅的营销客户体系；形成了以模具新材料应用、表面处理新工艺为重点突破，模具加工自动化、产品生产精细化为重点的研发体系。

#### 8、宝馨科技 (002514)

公司成立于2001年，主营工业级数控钣金结构产品的研发、设计、生产、销售，提供包括结构设计、样品开发、结构性能测试、结构件制造、结构组装、售后维护等钣金结构产品及技术支持的全方位解决方案。

图表 13：行业主要玩家情况摘要

证券代码	证券简称	营业收入 2016年报 亿元	营业收入 CAGR 2013-2016 %	毛利率 2016年报 %	净利率 2016年报 %	归母扣非净 利润 增长率 2013-2016 %	扣非摊薄 ROE 2016年报 %
002594.SZ	比亚迪	1,034.70	25.09	20.36	5.30	8,203.73	9.00
002475.SZ	立讯精密	137.63	44.18	21.50	8.59	273.36	9.53
002384.SZ	东山精密	84.03	47.06	12.09	1.77	174.50	1.63
2038.HK	富智康集团	62.33	-	5.48	2.15	-	3.88
<b>300115.SZ</b>	<b>长盈精密</b>	<b>61.19</b>	<b>52.49</b>	<b>27.96</b>	<b>11.44</b>	<b>195.80</b>	<b>15.96</b>
300083.SZ	劲胜智能	51.36	16.15	23.22	2.56	-33.28	1.75
002855.SZ	捷荣技术	18.36	-5.91	18.02	4.12	-72.30	8.49
603626.SH	科森科技	13.03	70.61	32.07	14.50	360.67	30.43
002514.SZ	宝馨科技	5.48	18.63	37.33	-18.39	-439.13	-6.95

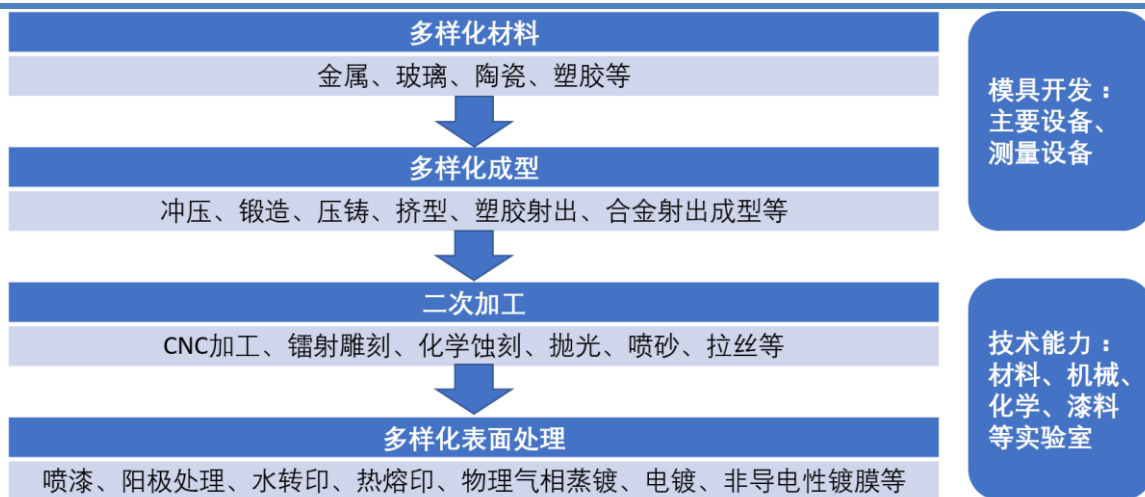
资料来源：公司公告，首创证券研发部

## 4.2 行业技术水平

电子产品的主要部件可分为电类（主要为处理器、存储器、显示屏等电子元器件与模组）和非电类（主要为金属、塑料等材质，提供支撑、保护、屏蔽等作用），结构（外观）件就属于后者。

虽然表面上看起来只是对材料进行加工，但事实上结构（外观）件的制造流程较长。从材料为起点，过程依靠模具，最后需要表面处理。

图表 14：结构（外观）件的工艺流程长，技术难点较多



资料来源：中国产业信息网，首创证券研发部

在整个过程中，精密模具设计制造的先进水平直接决定了器件的产品精度和生产效率。精度达到 $5\mu\text{m}$ 以内的模具一般称为精密模具。据长盈精密招股说明书的数据，在2010年，我国的精密模具企业在专业模具企业（约2万家）中只占到约5%，而真正能达到微米级技术水平的精密模具企业不足1%。因此，精密结构（外观）件的技术门槛并不低。

目前，结构件行业内企业大量采用数控技进行加工，加工所需精度已提高到0.1微米级。消费电子产品结构件越来越朝着小型化、轻薄化、功能集成化、高电磁屏蔽、新材料应用等方向发展。

### 4.3 公司的竞争优势

公司具有以下几方面的竞争优势：

#### 1、重视研发创新

公司的研发投入、发明专利在行业中处于较为领先的水平。

从产品来看，金属外观件锻压CNC、模内压铸CNC、阳极氧化等技术均处于同行先进水平，业内首创的“精锻”等新工艺有效提升了金属外观件加工效率，单工序良率及产品综合良率都有显著提升。从后面的财务分析中可以看到，近年来公司的毛利率一直显著高于行业水平，领先约10个百分点。

从对智能制造的投入中也可以看到公司对创新的重视。截至2016年底，公司自动化团队超过500人，累计投入机器人1600余个，自动化专机1200余台，生产效率和产品良率得到进一步提升。

除主营业务之外，公司战略布局具有业务协同的创新领域，在工业智能装备及新能源汽车相关零组件等方向上都取得了重要进展（详见2.4节主营业务），在未来3-5年中很可能成为重要的业务组成部分。

## 2、精密模具开发优势

公司拥有大量顶尖国外进口加工设备，先进的加工工艺和制程管理系统，优秀的模具设计团队。其中，模治具研发、设计、工艺工程师1000余名，技工技师3500余名，模具年产能5000余套，年精密零件加工能力超300万件，精密模具加工周期及质量都处于行业领先水平。

## 3、全制程能力

公司拥有冲压、锻压、压铸、CNC、金属表面处理、PVD、模内注塑和相关表面处理工艺，制程完备，可满足客户所有工艺需求，有效缩短开发周期及提高质量控制水平。

## 4、客户资源佳

公司结构件业务聚焦OPPO、VIVO、华为等优质客户，并积极拓展与三星、LG等国际大客户的业务。

优质客户为了保证自身产品质量的可靠性、运营的稳定性、成本的可控性，一般不会轻易变更供应商，从而使供应商的业务也较为稳定。公司可从优质客户处获得长期、稳定、量大的优质订单，能够对公司的长期销售业绩形成一定的保证。优质客户的口碑和影响力有助于公司进一步开拓市场、获得新的高端客户业务。

此外，公司具备与下游客户共同开发产品的能力，与优质客户的合作有助于公司提高技术水平和产品附加值，借鉴管理经验等。

## 5、重视人才激励

公司核心技术人员在行业中有较高的薪酬水平。自2015起，针对高级管理人员（包括核心技术人员）连续三年推出员工持股计划。

与此同时，公司具有以下几方面的竞争劣势：

### 1、客户集中度较高

2016年，公司前五大客户的合计销售额占营收的比重达到78%，其中OPPO、VIVO两家的合计销售额占营收的比重约达50%。

虽然公司积极向新客户、新领域拓展、延伸，但这一过程以及公司批量供货能力的形成不是一蹴而就的。因此，若主要客户经营或订单发生重大变化，将会对公司的经营带来较大的风险。

事实上，2017年，由于VIVO取消方案，公司二季度的毛利受到了影响。由于设计工艺较为复杂，公司三季度的毛利受到了影响。

但是客户集中度较高属于结构件行业多年来的共性风险。因此公司很可能已具备降低风险冲击的能力。

据调研报告，今年上半年，O/V会整体进行设计改良，开始使用中框设计。金属中框设计结构复杂，工艺难度高，同时市场价格也较之前的金属后盖产品有明显提升，是普通铝（合金）制外壳结构件和不锈钢中框组件价格的200%以上。

此外，公司表示将把2018年的经营重点之一放在国际客户开拓上，如前述提到的三星、LG等，尽量增加国际客户在公司营收中的占比。目前，公司已引进具有国际客户经验的新团队，增强为国际客户服务的实力。

## 2、管理能力有待提高

通过对公司的财务分析，我们发现公司的ROE较高主要归功于较高的净利润率。资产负债率虽然较低但保证了公司财务状况的健康。因此，经营中的不足主要表现为营运能力的不足，在管理费用支出、存货周转率等方面有较大的提高空间。

2016年年报中，公司表示将推动企业内部管理变革，强化项目管理、品质管控、成本控制能力的建设，提高公司综合管理水平。

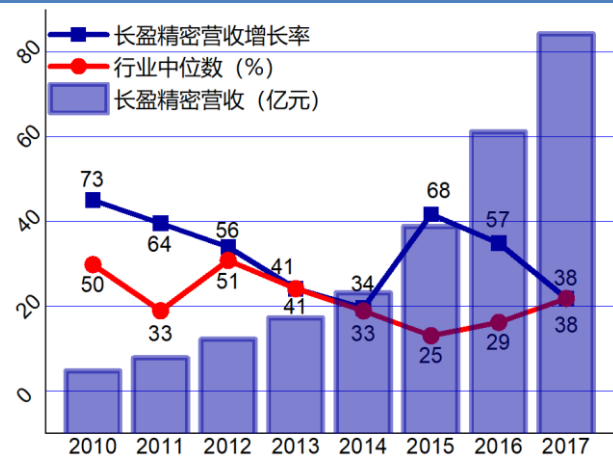
# 5 公司经营与财务状况分析

我们将公司以及可比公司（比亚迪，立讯精密，东山精密，富智康集团，劲胜智能，捷荣技术，科森科技，宝馨科技）组成精密结构件行业，基于此对公司的财务状况进行分析。

此外，在可比公司中，科森科技的业务与公司十分相近，我们会在对某些指标的比较中引入科森科技的情况，从而得到更加全面的视野。

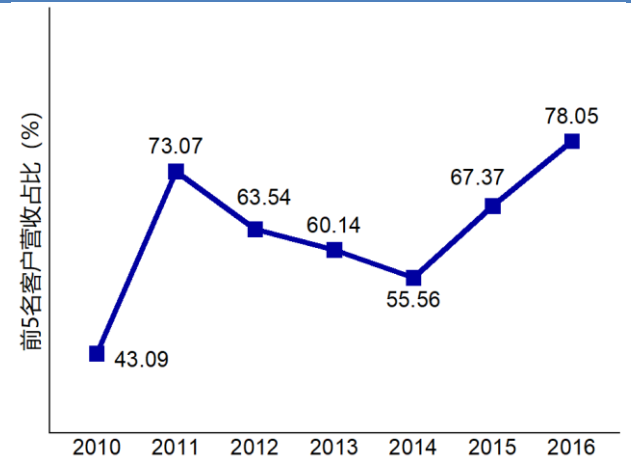
截至目前，公司已公告2017年业绩快报。从2010-2017年，公司的营业收入实现平稳增长，规模稳步扩张。同时，公司营收的增长速度普遍高于行业水平，尤其是2015-2016年，增速显著较高。2015年，公司定增9.5亿元加码金属CNC结构组件相关的设计和生产能力，当年广东长盈CNC金属外观件业务全年营收超过23亿元，实现了跨越式的增长。2016年，随着O、V、华为等国产品牌的崛起，公司凭借金属外观件业务再次实现快速发展。

图表 15：营收增长普遍高于行业水平



资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

图表 16：公司对大客户依赖较高



资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

公司对大客户较为依赖，前五名客户的销售额占营业收入的比例基本达到一半以上，2016年甚至达到78.05%。

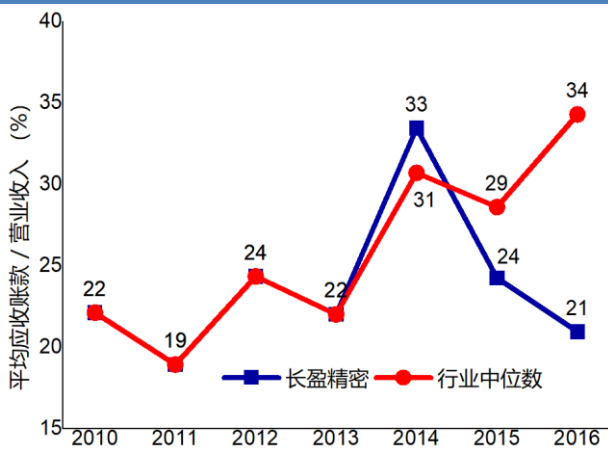
对大客户较为依赖是精密结构件行业较为共性的特征之一。前面我们分析过，由于进入门槛较高、认证周期较长，结构件厂商一旦成为大品牌商的合格供应商，将与客户形成长期密切的合作关系，在客户所在行业内精耕细作。

在2016年和2017年，与公司业务非常接近，进入苹果产业链的科森科技的前五名客户销售额占年度销售总额的比例分别为69.50%和75.92%。这也验证了大客户战略是精密结构件行业的共性之一。但是，在客户集中度较高的情况下，客户取消方案、调整订单等都会对公司产生较大的影响。据公司表示，公司目前将重点放在国际客户的开拓上，尽量增加国际客户在公司营收中的占比。

提到国际客户开拓，我们在报告《中美贸易争端对行业影响：短期业绩可能承压，中长期或成试金石》中已做分析，公司虽然部分客户为美国公司，但产品绝大部分是出货给境内公司。因此，中美贸易争端带给公司的影响较为有限。

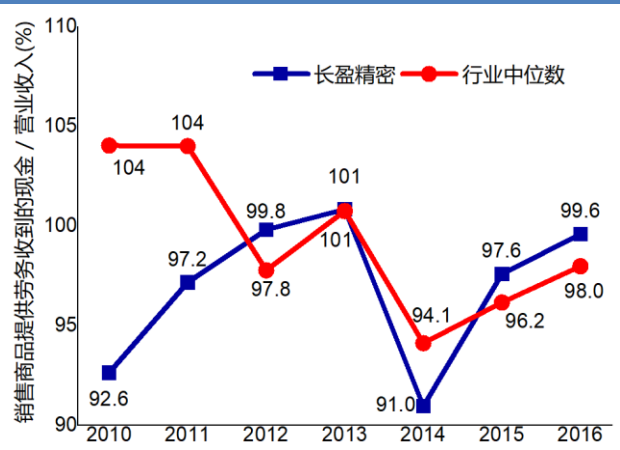


图表 17: 应收账款与营收比例低于行业水平



资料来源: WIND 资讯, 首创证券研发部

图表 18: 营业收入中现金比重与行业水平相当

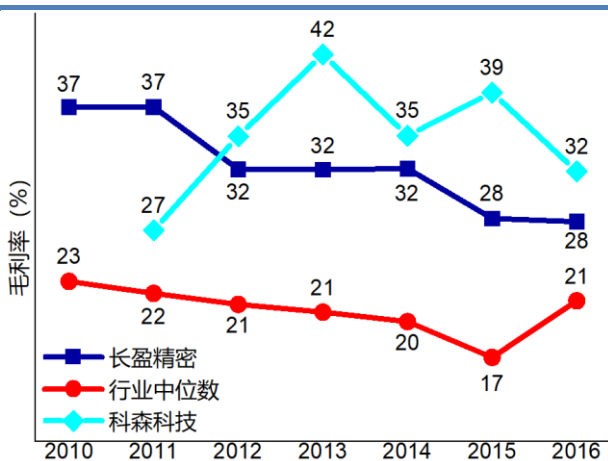


资料来源: WIND 资讯, 首创证券研发部

公司应收账款与营业收入的比例一直与行业中位数水平相当。随着金属外观件业务规模的不断扩张, 从2015年开始, 公司应收账款占比显著降低, 尤其是2016年, 公司比行业高出13个百分点。说明相较行业整体情况而言, 公司对下游具有较强的话语权。近两年中, 营业收入中现金的比重微幅超过行业水平。综合来看, 公司的营收质量在行业中相对较好。

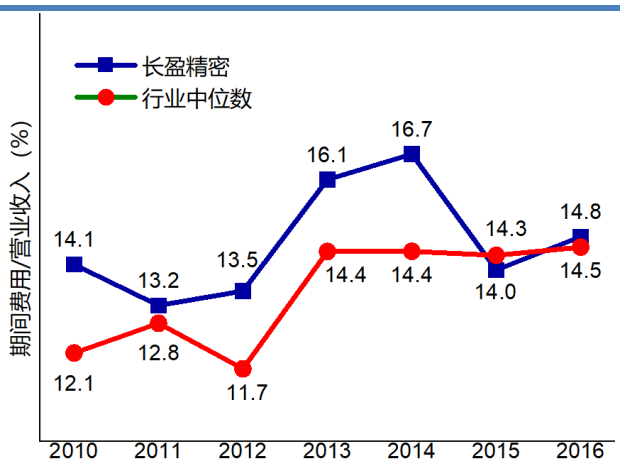
从盈利能力来看, 公司的毛利率一直显著高于行业水平, 领先约10个百分点。直到2016年, 公司自身的毛利率保持平稳, 行业的毛利率有所上升, 导致领先幅度收窄。此外, 与公司业务相近的科森科技在2012年毛利率超过公司, 并一直保持领先。我们认为公司的毛利率表现较行业而言较为优秀, 但还有上升空间。

图表 19: 毛利率高于行业水平



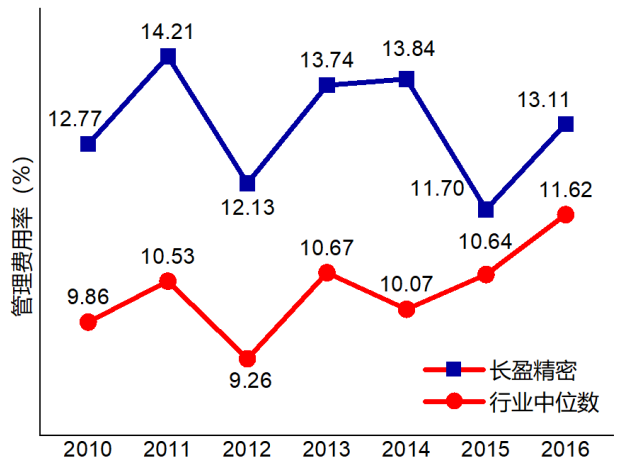
资料来源: WIND 资讯, 首创证券研发部

图表 20: 期间费用与行业水平相当



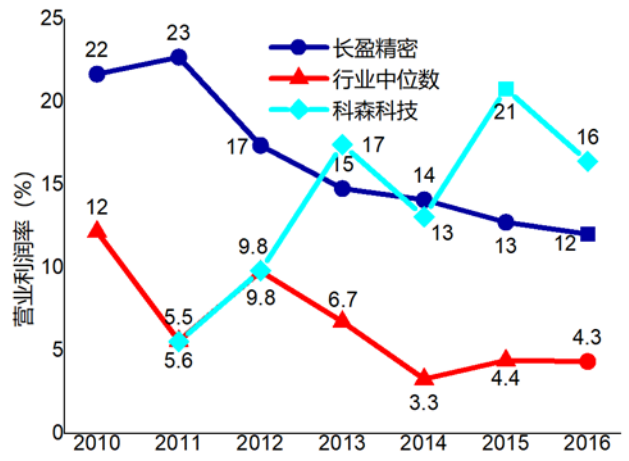
资料来源: WIND 资讯, 首创证券研发部

图表 21：2015 年起管理费用改善明显



资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

图表 22：营业利润率高于行业水平

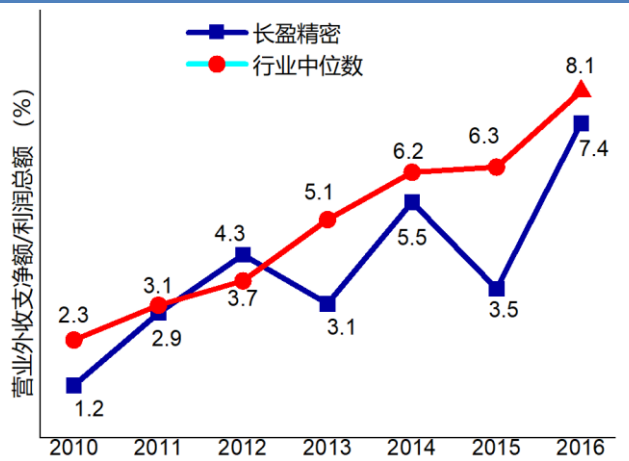


资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

公司的期间费用与行业水平相当，在三项费用中，管理费用占比最高，自2015年开始，公司强化工程研发，品质管控，成本控制和项目管理等四个能力的建设，降低成本，减少浪费，管理费用下降明显，与行业距离缩小，从原先的约3个百分点减少到约1个百分点。

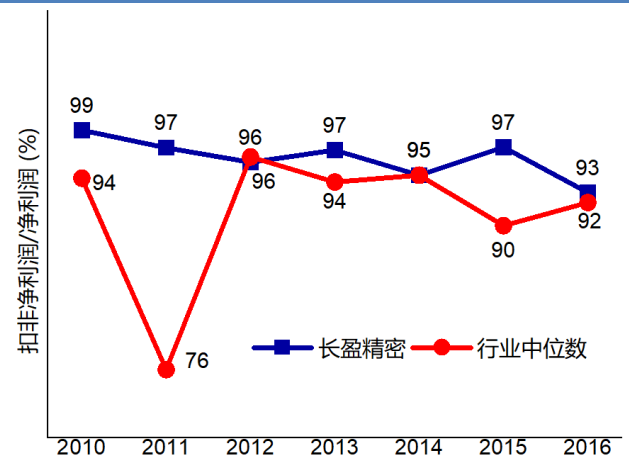
较高的毛利率和与行业水平相当的期间费用率使公司营业利润显著高于行业水平。2016年，公司营业利润率比行业水平高出约8个百分点。

图表 23：营业外收入占比低于行业水平



资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

图表 24：扣非净利润占比略高于行业水平



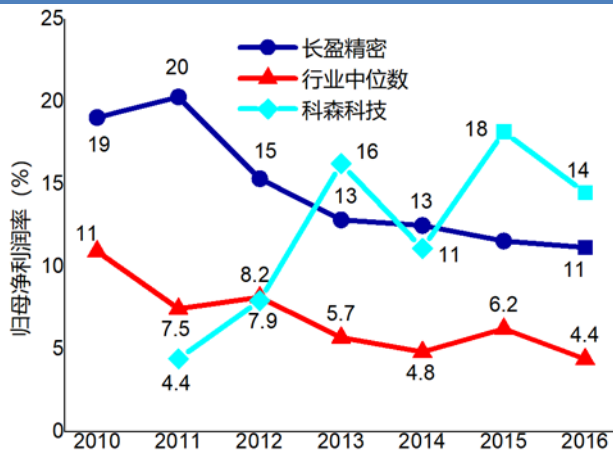
资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

公司的营业外收入占比低于行业水平，主营业务清晰。扣非净利润占净利润的比重略高于行业水平，表明公司并无显著较高的非经常性损益，运营较为稳定。

公司的净利润率显著高于行业水平，且一直领先约7个百分点，保持平稳，且综合来看盈利质量较佳。公司的盈利主要为主营业务的贡献，非经常性损益比例较小且大部分为政府补助，期间费用逐渐改善。

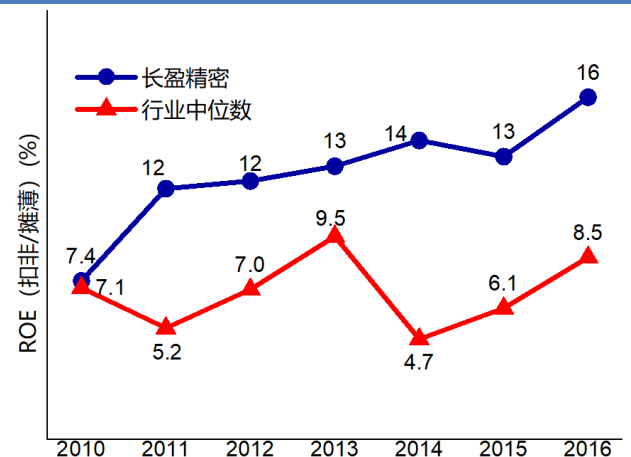
相比行业中净利润率较高的公司，公司的毛利率或许有提升空间，管理费用也存在进一步压缩的空间。

图表 25：净利润率显著高于行业水平



资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

图表 26：净资产收益率显著高于行业水平

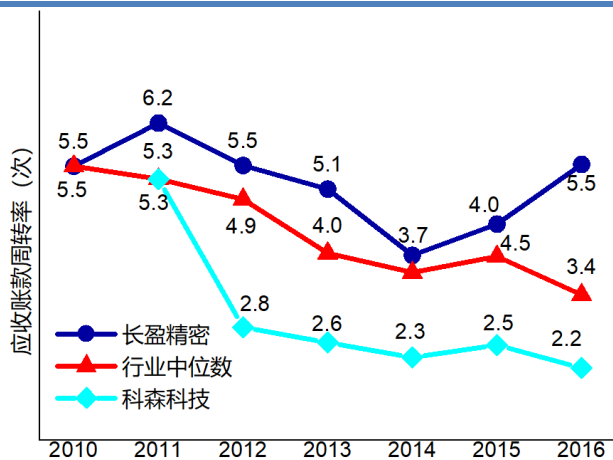


资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

从投资回报来看，公司的净资产收益率显著高于行业水平，2016年公司ROE比行业高出约8个百分点。我们对ROE做杜邦分析，可以看到公司ROE的优势主要来自于较高的净利润率。

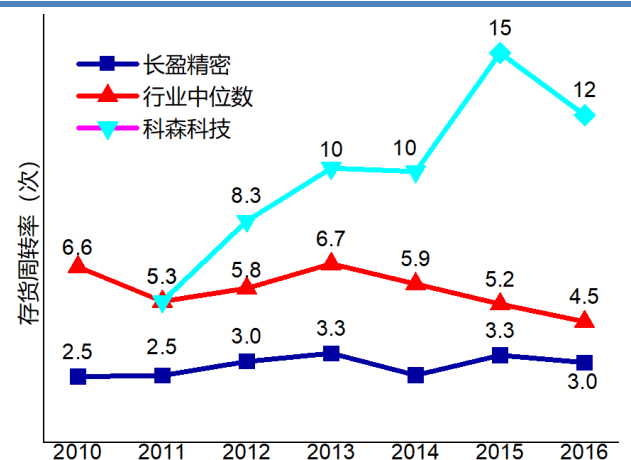
从主要的营运资本的周转率看，应收账款周转率略高于行业水平，说明公司对下游公司有一定的话语权。存货的周转率略低于行业水平，但总体保持稳定，处于正常范围。

图表 27：应收账款周转率高于行业水平



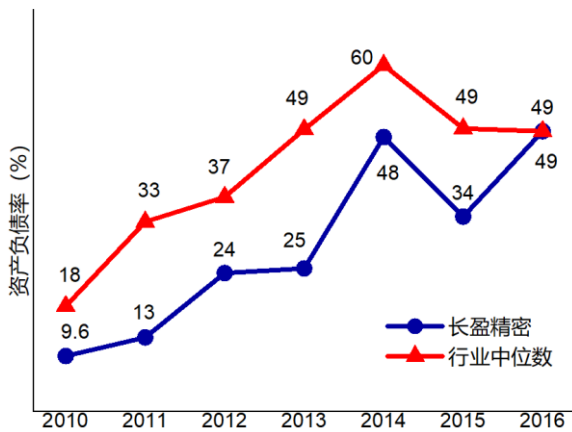
资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

图表 28：存货周转率低于行业水平



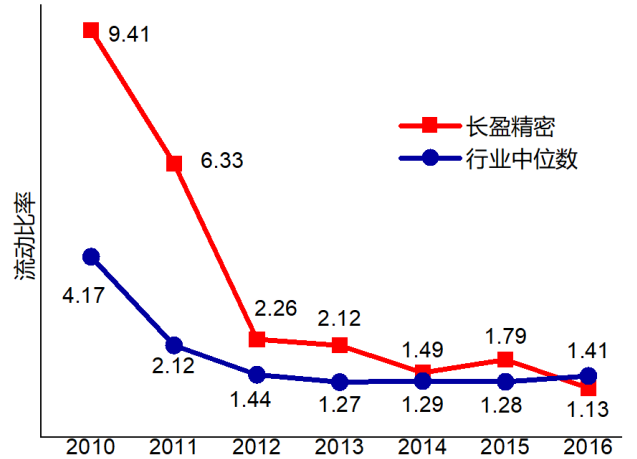
资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

图表 29：资产负债率普遍低于行业水平



资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

图表 30：流动比率与行业水平相当



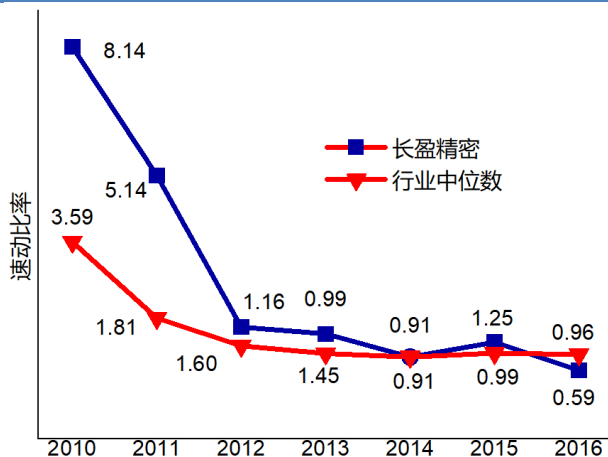
资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

公司的资产负债率普遍高于行业水平，说明公司的负债相对较少，财务状况较为健康。2016年，由于股权收购（广东方振51%控股股权，苏州科伦特30%股权等）、拆借款等科目金额显著增加，公司流动负债大幅增加，资产负债率与行业差距缩小。

在偿债能力方面，公司的流动比率和速动比率与行业中位数水平相当。但相比2010、2011年的水平大幅下降，主要是因为随着公司项目投入建设、实施，营运资金和资本支出需求扩大。

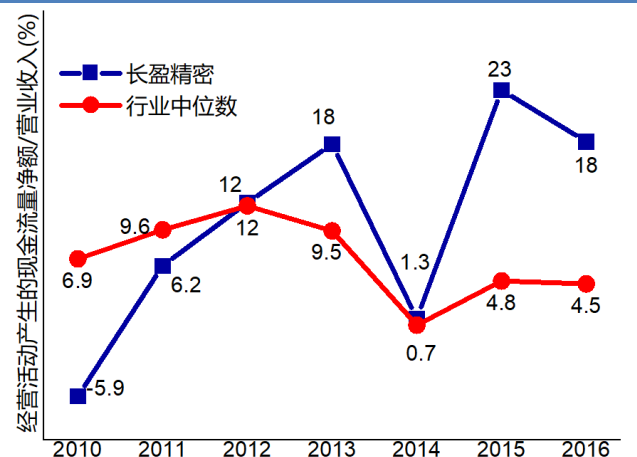
整体来看，公司目前的财务结构风险较低。

图表 31：速动比率与行业水平相当



资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

图表 32：近年中经营现金流显著优于行业水平



资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

2014年公司支付的到期贷款较多，现金流出较大。2015和2016年，公司的经营活动现金流净额占营业收入的比例显著优于行业水平，相较行业分别高出约18和13个百分点。总体而言，公司经营性活动“造血”功能较好。

## 6 价值分析及风险提示

### 6.1 盈利预测

我们预测，2018~2019年，公司的营业收入将会达到111.21/144.21亿元，2017-2019年的CAGR为19.59%；2018~2019年，公司的归母净利润将达到9.68 / 12.58亿元，2017-2019年的CAGR为30.12%；2018~2019年，公司的全面摊薄EPS分别为1.06 / 1.38元。

基于综合分析，我们在收入预测中建立以下假设：

- 假设1：金属外观件业务保持较快增长，但逐年增速略有放缓；
- 假设2：连接器、电磁屏蔽件业务保持平稳、缓慢增长；
- 假设3：其他业务（包括新能源汽车、天机机器人等业务）开始较快增长。

基于以上的收入预测和假设，我们对公司的财务状况预测如下：

图表 33: 长盈精密财务预测

财务报表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	3889	6119	8432	11121	营业收入	67.59%	57.36%	37.78%	31.90%
营业成本	2791	4408	6491	8411	毛利率	46.44%	55.89%	13.43%	39.63%
营业税金及附加	21	35	46	61	营业利润	51.48%	48.57%	-14.94%	79.69%
销售费用	40	71	97	128	EBITDA	52.31%	42.91%	7.14%	31.91%
管理费用	455	802	1106	1335	标准化的EBITDA	51.72%	43.26%	7.29%	31.91%
财务费用	50	32	39	27	归属母公司的净利润	55.00%	52.01%	-21.19%	79.69%
营业利润	496	736	626	1126	<b>盈利能力</b>				
营业外收支	18	58	0	0	毛利率	28.22%	27.96%	23.02%	24.37%
利润总额	514	795	626	1126	营业利润率	12.75%	12.03%	7.43%	10.12%
所得税	59	95	75	135	EBITDA利润率	21.51%	19.53%	15.19%	15.19%
少数股东损益	4	16	13	23	归属母公司净利润率	11.57%	11.17%	6.39%	8.71%
归属母公司净利润	450	684	539	968	<b>盈利质量</b>				
EBITDA	836	1195	1281	1689	营运杠杆	0.87	0.82	-	1.75
标准化的EBITDA	833	1194	1281	1689	应收账款/营业收入	22.11%	18.19%	18.09%	18.43%
<b>资产负债表</b>					存货/营业收入	22.05%	24.15%	28.32%	27.53%
货币资金	525	699	1460	1247	经营现金流净额/营业收入	22.62%	17.80%	11.59%	10.65%
应收账款	943	1283	1767	2331	<b>偿债能力</b>				
存货	848	2108	2667	3457	流动比率	1.79	1.13	1.30	1.40
其他流动资产	218	179	320	483	速动比率	1.25	0.59	0.78	0.80
流动资产合计	2802	4416	6636	8117	现金比率	0.34	0.18	0.29	0.21
固定资产	1742	2400	2370	2348	资产负债率	33.91%	48.79%	56.24%	54.25%
在建工程	265	482	426	416	<b>营运能力</b>				
无形资产	113	197	215	239	应收账款周转率	4.52	5.50	5.53	5.43
长期股权投资	44	124	124	124	存货周转率	3.26	2.98	2.72	2.75
非流动资产合计	2282	3766	3448	3461	总资产周转率	0.86	0.92	0.92	1.03
资产总计	5084	8183	10085	11578	<b>资产回报率</b> 加权平均				
短期借款	212	826	835	291	总资产回报率 ROA	10.00%	10.31%	5.90%	8.94%
应付账款	675	1714	2523	3270	净资产回报率 ROE	17.03%	18.74%	13.18%	20.94%
应付职工薪酬	156	287	423	581	<b>每股指标</b> 除每股股利外使用摊薄股本				
流动负债合计	1564	3900	5102	5809	每股收益	0.49	0.75	0.59	1.06
长期借款	150	80	560	464	每股净资产	2.97	4.15	4.73	5.34
非流动负债合计	160	92	570	472	每股股利	0.30	0.15	0.12	0.21
负债合计	1724	3992	5672	6281	每股经营现金流	0.97	1.20	1.07	1.30
归属母公司股东权益合计	3315	3982	4192	5054	<b>估值</b>				
少数股东权益	45	208	221	244	市盈率	39.22	25.80	32.75	18.23
负债和或股东权益总计	5084	8183	10085	11578	PEG	0.71	0.50	-	0.23
<b>现金流量表</b>					市净率	6.53	4.67	4.10	3.63
净利润	454	700	552	991	EV/EBITDA	13.16	14.87	13.75	10.15
折旧及摊销	282	405	620	543	股息收益率	1.55%	0.77%	0.60%	1.09%
经营性营运资本变动	-192	538	-257	-409					
经营活动现金流量	880	1089	977	1184					
长期投资	-44	-111	31	0					
Capex	-910	-1007	-422	-556					
投资活动现金流量	-1121	-1116	-328	-590					
借款增加	-300	288	477	-674					
股份发行	44	343	6	0					
股利分配	-52	-168	-135	-107					
融资活动现金流量	479	199	111	-806					
现金净增	242	180	760	-212					

日期: 3/27/2018

资料来源: 公司公告, 首创证券研发部



## 6.2 估值及投资评级

我们预计公司2018年EPS为1.07元。首次覆盖给予买入评级，目标价23.54元。公司的主营为精密结构件，因此我们选取业务类似的可比公司——科森科技、劲胜智能和东山精密进行估值。2018年底，可比公司估值的平均值为22倍。

公司作为金属外观件龙头，精密模具开发技术领先，重视良率提升，主营业务明晰，盈利能力和盈利质量较佳。对于新应用领域具有顺势而为、保持适当先进性的战略布局能力。未来几年中受益于行业市场增长的驱动以及创新领域的布局，规模增长具有一定持续性。公司所面临的风险多为结构件行业的共性风险，并积极应对改善。

综合考虑，我们给予公司22倍的估值，结合2018年预测EPS为1.07元，目标价为23.54元。

图表 34：长盈精密可比公司估值表

代码	公司	股价 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	每股收益 EPS (元)			P/E (倍)			相对行业涨跌幅 (%)		
					2016	2017	2018	2016	2017	2018	近一周	近一月	近一年
603626.SH	科森科技	23.65	70.21	26.71	1.20	0.79	1.30	19.78	30.01	18.19	6.68	3.50	-16.75
300083.SZ	劲胜智能	7.34	105.09	87.41	0.09	0.39	0.51	79.52	18.94	14.53	4.86	-2.65	-3.29
002384.SZ	东山精密	25.99	278.37	141.49	0.17	0.50	0.82	152.70	52.07	31.76	0.00	0.00	-8.68
300115.SZ	长盈精密	19.41	176.40	175.68	0.75	0.59	1.07	25.80	32.75	18.23	5.20	3.19	-3.29

日期：3/27/2017

资料来源：WIND 资讯，首创证券研发部

注：对于每股收益指标，除长盈精密，其他均源于 Wind 一致预测。

四家公司 2016 年的 EPS 均为摊薄，长盈精密 2017,2018 年的 EPS 为扣非-摊薄

## 6.3 风险提示

### ◆ 行业竞争风险

近年来，智能手机市场增速放缓，金属外观件等行业产能可能逐步过剩，特别是低端金属外观件产品价格竞争日益激烈，产品销量及毛利率日渐下降。

### ◆ 折旧费用增加风险

公司近几年基础建设和设备投资较大，折旧费也将随之增加，带来一定的成本压力。

### ◆ 下游产品波动风险

公司产品主要应用于消费电子领域，该领域更新换代较快，新产品推出时间不具有规律性，同时技术创新和竞争对机型等带来的变数较大。因此公司业务也可能随之波动。

◆ 精密模具需求减少风险

随着下游产品对精密结构件的要求不断提高，如尺度、柔性、材料等方面，精密模具的物理限制可能会限制其应用，从而使精密模具企业的需求减少。中期看，陶瓷、柔性材料等新材料的加工可能不能由精密模具胜任。长期看，随着技术的日益成熟，3D打印也可能对精密模具产生一定的替代。

◆ 客户集中度较高风险

公司对大客户依赖较强，大客户销售额占营收的比重很高。虽然公司积极向新客户、新领域拓展、延伸，但这一过程需要一定时间。因此，若主要客户经营或订单发生重大变化，将会对公司的经营带来较大的风险。

◆ 知识产权风险

消费电子行业属于知识产权密集的行业，不仅内部的技术，外观、结构等都可能涉及专利保护，这导致上游的精密结构件行业有可能在经营过程中对他人知识产权形成侵犯。

◆ 国际贸易风险

近期中美贸易争端关注度提升。虽然公司对美国客户的产品绝大部分是出货给境内公司，短期可能不会受到太大影响，但未来如果贸易争端持续发酵，可能带来目前不可预期的风险。

◆ 汇率风险

随着公司的海外拓展，汇率变动可能为公司带来风险。

## 分析师简介

李甜露，TMT 行业分析师，毕业于中国人民大学新闻学院，硕士，具有 2 年证券业从业经历。

## 免责声明

本报告由首创证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。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。投资者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、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料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，首创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。

首创证券的销售人员、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。首创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。首创证券的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。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/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信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级  
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
行业投资评级	看好	行业超越整体市场表现
	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现