

2018年5月29日
朱吉翔
C0044@capital.com.tw
目标价(元) 19.8

工业富联(601138.SH)

买入 (BUY)

精密制造航母，展望稳定

结论与建议：

公司是全球领先的电子设备设计、制造巨头，其控股股东中坚公司为鸿海精密的子公司，公司承担了鸿海旗下通信网络设备、云服务设备制造等业务，并希望以此为基础构建“先进制造+工业互联网”的智能制造平台。公司计划发行19.7亿股，募资267亿元投向智慧制造等领域，届时公司龙头地位将进一步稳固。

我们预计公司2018、2019年可实现净利润174亿元和201亿元，YOY为9.4%和16%，EPS为0.88元和1.02元；公司A股发行价13.77元，对应2018-19年PE分别为16倍和13倍。考虑新股上市溢价以及公司产业优势，若股价低于15元则建议买入。

■ **精密制造龙头，颇具竞争优势：**公司是富士康旗下从事通信网络设备、云服务设备设计制造的企业。相比其他竞争对手，公司在股东背景、客户资源、技术能力方面优势较大，因此其营收规模领跑行业（2017年3545亿元）。根据IDC数据库统计，2016年全球服务器与存储设备制造市场公司市占率超过40%；网络设备制造市场其市占率超过30%；电信设备制造市场市占率超过20%，为绝对的龙头企业。2015-2017公司营收复合增长14%，净利润增速5.2%，毛利率略高于其他精密制造类上市公司，但由于规模效应存在，其净利润率始终保持在5%左右，好于同业表现。

■ **A股启航--募资267亿（总投资273亿元）提升智能制造能力：**公司计划发行19.7亿股，募资267亿元用于工业互联网平台构建、云计算及高效能运算平台、高效运算数据中心、通信网络及云服务设备、5G及物联网互联互通解决方案、智慧制造新技术研发应用、智能制造产业升级、智能制造产能扩建八个项目建设。项目建设期2-3年，预计达产后公司在智慧制造领域的产能及技术水准将进一步提升，产业地位进一步稳固。

■ **盈利预测与投资建议：**综合判断，我们预计公司2018、2019年可实现净利润174亿元和201亿元，YOY为9.4%和16%，EPS为0.88元和1.02元；目前股价对应2018-19年PE分别为16倍和13倍。由于新股无限售流通股份约11.2亿股，公司体量为近年来上市新股之最，按首日涨停价计算，该部分市值约222亿元，并且网上配售以散户为主；另外大股东鸿海精密台股2018年仅0.3倍的市销率、10倍的市盈率，因此A股可能面临一定的抛售压力。我们认为若工业富联股价低于15元，对应2019年0.7倍的市销率，15倍的市盈率则构成长期的买入机会。

..... 继续下页

公司基本资讯

产业别	电脑
A股承销价	13.77
上证指数(2018/5/28)	3135.08
股价12个月高/低	
总发行股数(百万)	19695.30
无限售流通股数(百万)	1117.89
无限售流通市值(亿元)	153.9
主要股东	中坚企业有限公司(37.03%)
每股净值(元)	1.56
股价/账面净值	0.00
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	N/A N/A N/A

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

产品组合

通信网络设备	61%
云服务设备	34%
其他	5%

机构投资者占流通A股比例

基金
一般法人

股价相对大盘走势

年度截止 12月31日		2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	14350	14366	15868	17353	20133
同比增减	%		0.11	10.45	9.36	16.02
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.73	0.73	0.81	0.88	1.02
同比增减	%		0.11	10.45	9.36	16.02
市盈率(P/E)	X	18.90	18.88	17.09	15.63	13.47
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.00	0.00	0.20	0.25
股息率 (Yield)	%	0.00	0.00	0.00	1.45	1.82

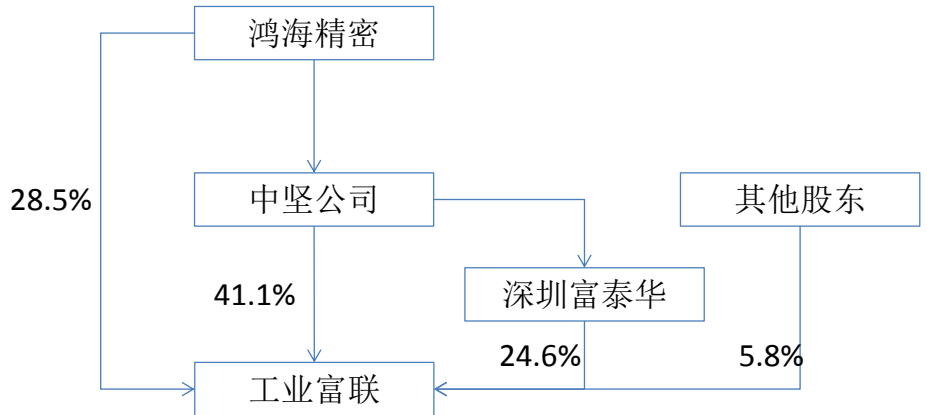
公司概况及优势分析

公司成立于 2015 年，是全球领先的通信网络设备、云服务设备、精密工具及工业机器人专业设计制造服务商，为客户提供以工业互联网平台为核心的新形态电子设备产品智能制造服务。在上述主营业务的基础上，公司致力于为企业提供以自动化、网络化、平台化、大数据为基础的科技服务综合解决方案，引领传统制造向智慧制造的转型。

从股东结构看（图 1），此次上市前，公司控股股东中坚公司直接或间接持有工业富联 69.1% 的股份，中坚公司母公司鸿海精密（持有 100% 中坚公司股份）直接或间接持有公司 94.2%。由于鸿海精密无实际控制人（郭台铭持股 12.3%），因此公司亦构成无实际控制人，按照股权比例计算，郭台铭持工业富联股份约占总股本的 11.5%。

就母公司鸿海精密自身来看（图 2），其是全球最大的电子制造代工企业，手机、平板的代工量分居世界第二、第一位。其资产规模超过 5500 亿元，2017 年收入超过 9300 亿元，净利润 317 亿元，营收规模相当于工业富联的 2.6 倍，净利润 2 倍。我们认为考虑到台湾以及大陆股市的估值差异，未来鸿海精密亦有可能将部分优质资产注入上市公司，具有一定的想象空间。

图 1：公司发行前股本结构状况

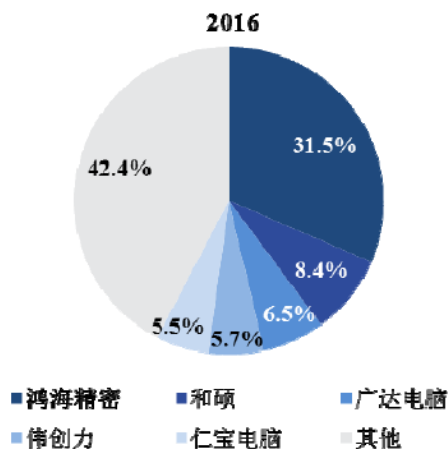


资料来源：公司招股说明书，群益金鼎证券整理

图 2：2016 全球电子制造服务业格局

单位：亿元，%

2016 年全球电子制造服务行业前五名收入



公司名称	2016 (单位: 亿美元)
鸿海精密	1,345
和硕	357
广达电脑	276
伟创力	244
仁宝电脑	237
其他	1,808
合计	4,266

资料来源: IDC, 公司招股说明书, 群益金鼎证券

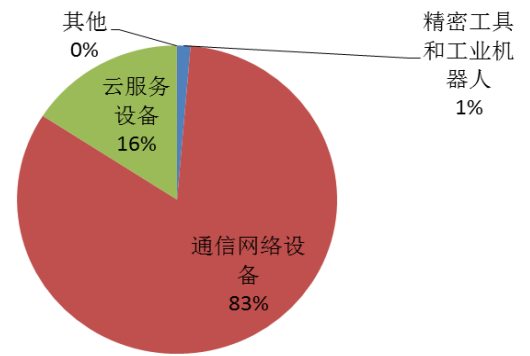
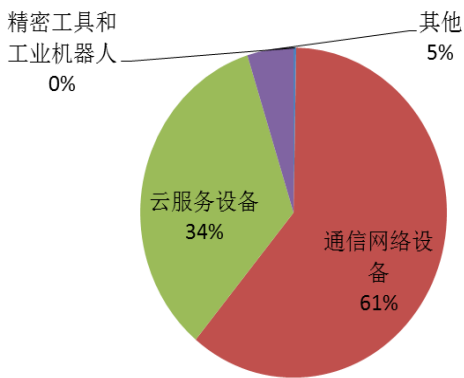
从工业富联收入结构来看(图3), 网络通信设备(主要包括电信设备、网络设备及其高精密机构件。)、云服务设备(服务器、存储设备及其相关高精密机构件)相关业务收入占据公司收入规模的9成以上, 是公司最主要的业绩来源, 其中网络设备毛利率13.7%(2017年)要高于云服务设备4.7%的毛利率水准, 因此毛利额中网络通信设备占比超过8成(图4)。

从客户结构来看, 公司客户以全球知名电子行业品牌公司为主, 包括 Amazon、Apple、ARRIS、Cisco、Dell、HPE、华为、联想、NetApp、Nokia、nVidia 等, 皆为全球知名电子行业品牌公司, 客户质量好。前五大客户的收入合计约占总体营业收入的70%, 主要是由于在网络通信设备、云服务设备领域行业集中度较高, 优势企业均为公司的客户。

根据 IDC 数据库统计, 2016 年全球服务器与存储设备制造市场产值约为 353 亿美元, 公司营业额占全球总产值的比例超过 40%; 2016 年全球网络设备制造市场产值约为 279 亿美元, 公司营业额占全球产值超过 30%; 2016 年全球电信设备制造市场产值约为 122 亿美元, 公司营业额占全球产值超过 20%。公司在所处的业务领域中, 市场占比居于领先地位。

图 3、2017 各项业务营收构成

图 4、2017 毛利润构成

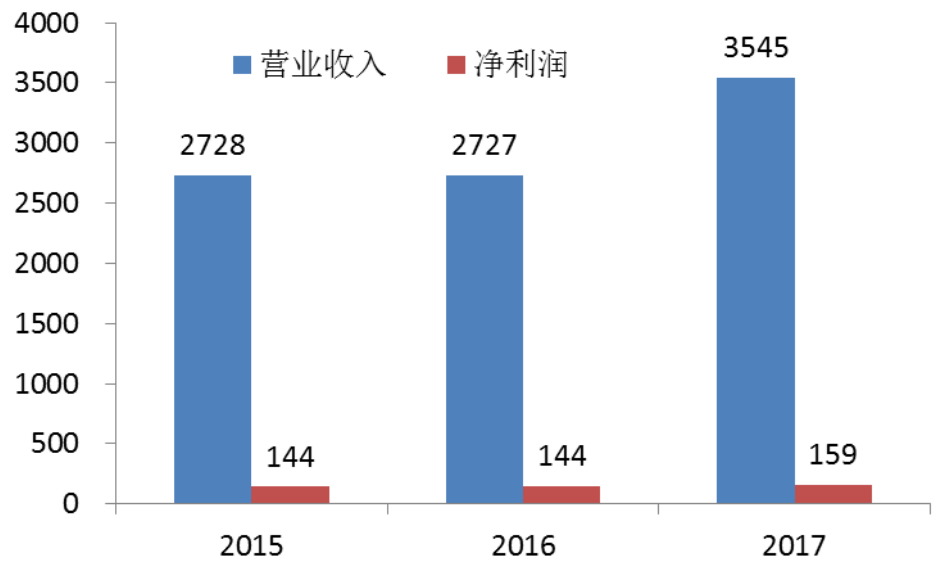


资料来源：公司招股说明书，群益金鼎证券

资料来源：公司招股说明书，群益金鼎证券

从收入及净利润增长情况来看，2015-2017 年公司营收复合增速约 14.2%，公司归母净利润复合增速约 5.2%。公司业绩增长较为稳定。

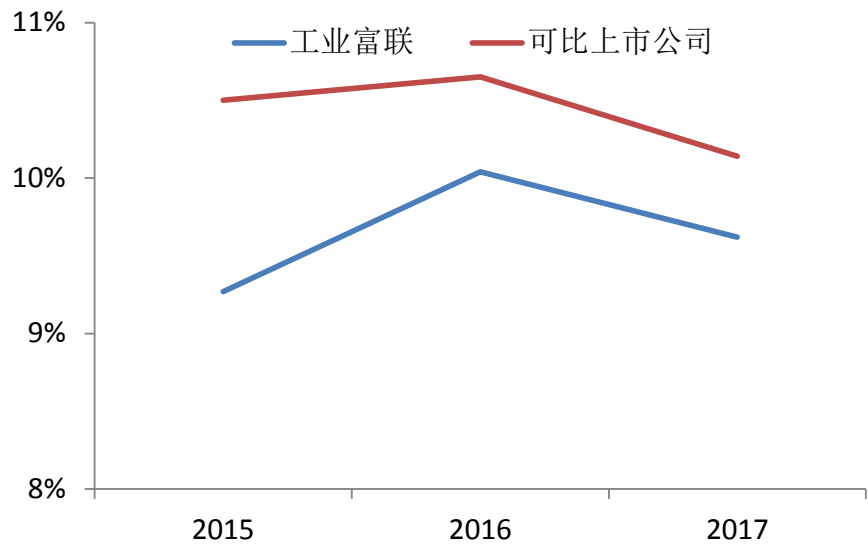
图 5：2015-2017 公司收入及净利润情况 单位元：亿元



资料来源：公司招股说明书，群益金鼎证券

就盈利能力来看，公司毛利率水准始终维持在 10%以上（图 6），好于电子制造行业 6%-7%的毛利率水准（IDC 数据），并略高于可比上市公司平均水准，同时由于公司整体收入规模庞大，规模效应突出，其期间费用率明显低于其他竞争对手（图 7），因此其净利润率要好于其他企业，2015-2017 净利润率维持在在 4.5%-5.3%区间范围内。

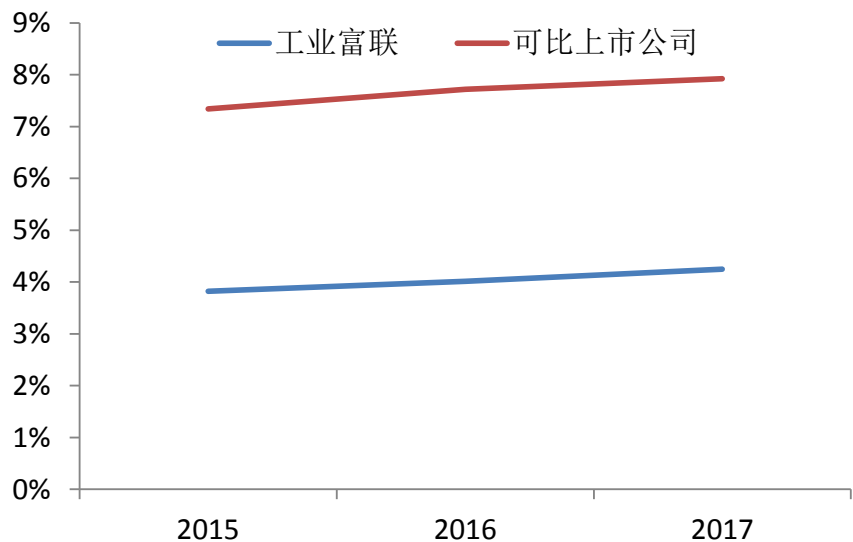
图 6：2015-2017 公司与可比上市公司毛利率



资料来源：公司招股说明书，群益金鼎证券

注：可比上市公司包括 欧菲科技、共进股份、胜利精密、环旭电子、卓翼科技、广达、伟创力

图 7：2015-2017 公司与可比上市公司期间费用率



资料来源：公司招股说明书，群益金鼎证券

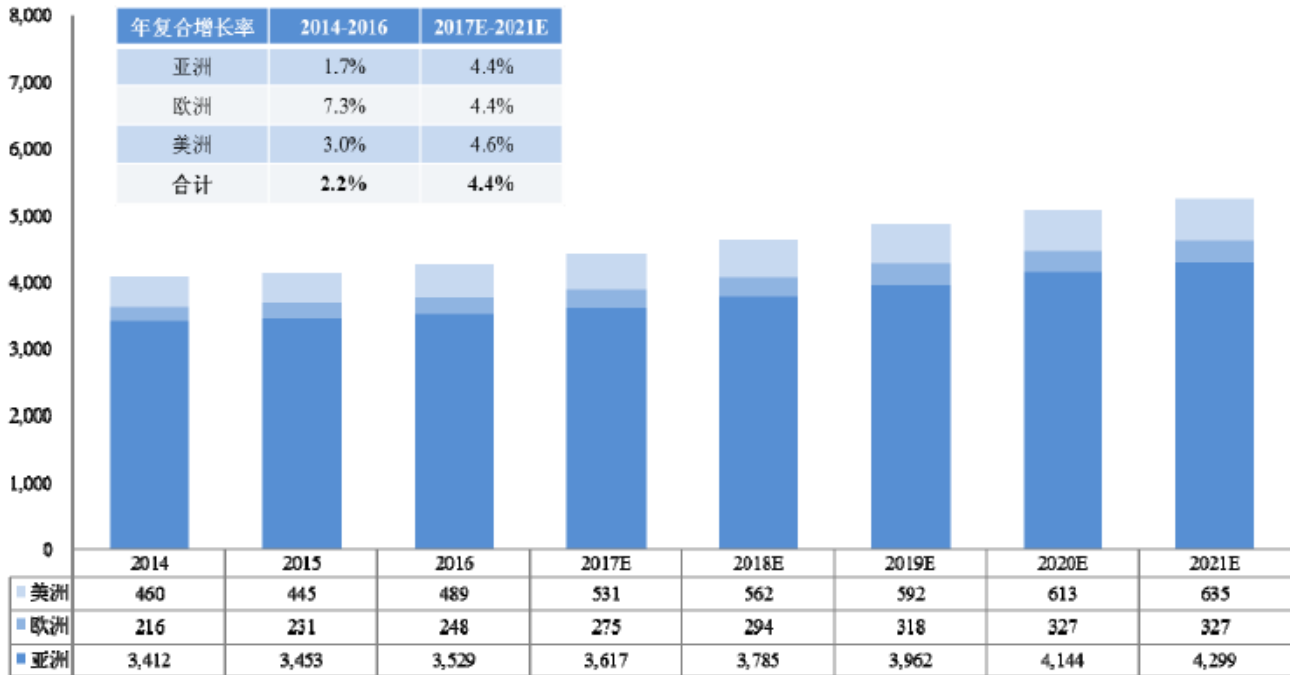
注：可比上市公司包括 欧菲科技、共进股份、长盈精密、胜利精密、环旭电子、卓翼科技、广达、伟创力

成长性分析

就公司现有业务所处行业来看，根据 IDC 数据库统计，2015 年和 2016 年全球电子设备智慧制造行业收入分别约为 4129 亿美元和 4266 亿美元，预计到 2021 年可达到约 5260 亿美元，2017-2021 年年均复合增长率约为 4.4%。

图 8：2014-2021 全球电子设备智慧制造行业总收入 单位：亿美元

单位：亿美元

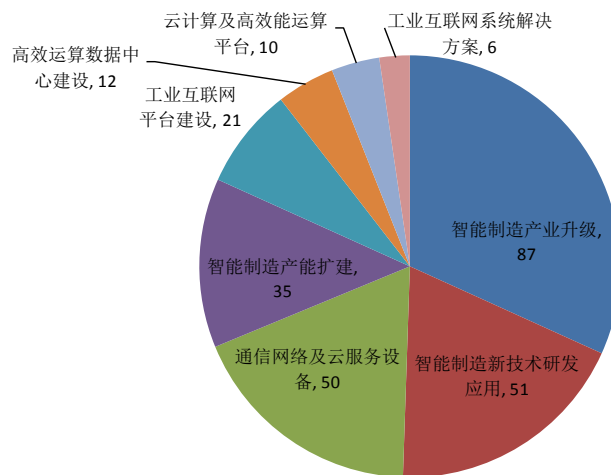


资料来源：IDC，公司招股说明书，群益金鼎证券

而随着中国制造业的崛起以及全球电子产业从垂直结构向水准结构转变、价值链分工的日益细化，中国已经成为全球电子制造的主要生产基地之一，自 2013 年起，“工业 4.0”成为了全球制造业的重要发展趋势，各国开始着重将现有工业技术、销售及产品相结合，发展智能工业。中国亦发布了《中国制造 2025》行动纲领。由此，工业互联网已经成为推动中国本土制造业发展的重要动力。根据 IDC 数据库统计，中国工业互联网市场 2015 年的市场规模为 641 亿美元，2017 年的市场规模增长至 919 亿美元，预计 2020 年的市场规模可实现 1,275 亿美元，2015-2020 年年均复合增速约为 14.7%。

针对上述趋势，公司 IPO 的募投项目拟发行 19.7 亿股（占发行前总股本的 11%），拟募集 267 亿元（总投资 273 亿元，图 9），用于工业互联网平台构建、云计算及高效能运算平台、高效运算数据中心、通信网络及云服务设备、5G 及物联网互联互通解决方案、智慧制造新技术研发应用、智能制造产业升级、智能制造产能扩建等 8 个项目。其中，智慧制造与工业互联网是其中的重点方向。预计未来 2-3 年，募投项目建设完毕，公司工业制造能力将进一步提升。

图 9：公司募投方向及投资总额 单位：亿元



资料来源：公司招股说明书，群益金鼎证券

盈利预测

2017 年公司实现营业收入 3545 亿元，同比增长 30%，实现净利润 159 亿，同比增长 10.5%；净利润增速慢于营收增长的最主要原因在于，2017 年公司网络通信设备结构件业务由于主要客户对产品的技术工艺要求提升，其制造成本有所上升，导致公司综合毛利率较上年同期下降了 0.5 个百分点，另外研发投入增加以及财务费用增长，导致公司期间费用率较 2016 年上升了 0.24 个百分点。

1Q18，公司实现营业收入 777 亿元，较上年同期增长 19.8%；实现净利润 26.5 亿元，同比增长 4.5%，扣除非经常性损益后归母净利润 26.3 亿元，较上年同期增长 1.0%。公司预计 2018 年 1-6 月将实现营业收入 1461 亿元-1546 亿元，同比增长幅度 6.8%-13.1%；实现净利润约 53.8-56.0 亿元，同比增幅约 0.9%-5.1%。保持较为稳定的增长态势。

展望未来，伴随全球电子设备制造需求的提升，公司作为行业龙头其技术优势、品牌优势将进一步发挥，并且通过此次 IPO，公司整体负债率将有望下降（2017 年底为 81%），将降低财务费用对公司业绩的影响，综合判断我们预计公司 2018、2019 年可实现净利润 174 亿元和 201 亿元，YOY 为 9.4%和 16%，EPS 为 0.88 元和 1.02 元；由于新股无限售流通股份约 11.2 亿股，公司体量为近年来上市新股之最，按首日涨停价计算，该部分市值约 222 亿元，并且网上配售以散户为主；另外大股东鸿海精密台股 2018 年仅 0.3 倍的市销率、10 倍的市盈率，因此 A 股可能面临一定的抛售压力。我们认为若工业富联股价低于 15 元，对应 2019 年 0.7 倍的市销率，15 倍的市盈率则构成长期的买入机会。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%)；买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019E
营业收入	272800	272713	354544	394502	447472
经营成本	244157	243672	318582	354657	401830
营业税金及附加	337	475	540	540	613
销售费用	1586	1649	1793	2210	2507
管理费用	8853	9106	12426	13413	15438
财务费用	-15	180	855	1381	1119
资产减值损失	766	313	770	700	800
投资收益	10	-5	18	31	30
营业利润	17188	17270	19957	21631	25195
营业外收入	343	297	88	150	120
营业外支出	14	7	4	10	10
利润总额	17517	17559	20041	21771	25305
所得税	3167	3169	3821	4028	4719
少数股东损益	0	24	352	390	453
归属于母公司所有者的净利润	14350	14366	15868	17353	20133

附二：合并资产负债表 6

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019E
货币资金	9606	4935	15519	24778	27034
应收账款	47009	54574	78513	92567	67574
存货	27055	28561	35551	40777	42000
流动资产合计	95712	121917	136670	175895	191725
长期股权投资	9	38	0	0	0
固定资产	12008	11359	9033	10839	13007
在建工程	314	546	728	3274	6875
非流动资产合计	13983	13827	11926	14836	20414
资产总计	109695	135744	148596	190731	212139
流动负债合计	49968	57996	120382	118576	119762
非流动负债合计	182	225	32	41	130
负债合计	50150	58221	120414	118616	119892
少数股东权益	20	220	22	412	865
股东权益合计	59525	77303	28161	72114	92247
负债及股东权益合计	109695	135744	148596	190731	212139

附三：合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019E
经营活动产生的现金流量净额	8579	20958	8514	7541	9871
投资活动产生的现金流量净额	-2034	-2340	-2367	-15822	-10665
筹资活动产生的现金流量净额	-4608	-22475	3586	17540	3050
现金及现金等价物净增加额	2237	-3556	9348	9259	2256

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证| @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证| @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。