

投资评级 **买入** 维持

受益手机机身新风潮，智能制造扬帆起航

股票数据

6个月内目标价(元)	11.20
03月09日收盘价(元)	7.92
52周股价波动(元)	6.11-44.00
总股本/流通A股(百万股)	1424/1128
总市值/流通市值(百万元)	11275/8932

主要估值指标

	2015	2016E	2017E
市盈率	-24.7	90.4	25.8
市净率	0.6	2.3	2.1
市销率	3.26	2.20	1.79
EV/EBITDA	-577.1	33.7	15.0
分红率(%)	—	—	—

相关研究

《股权激励划定安全边际，3C自动化提供进攻性，建议积极关注》2016.11.29

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	17.0	9.5	3.1
相对涨幅(%)	16.1	7.7	5.0

资料来源：海通证券研究所

分析师:余炜超

Tel:(021)23219816

Email:swc11480@htsec.com

证书:S0850517010001

分析师:沈伟杰

Tel:(021)23219963

Email:swj11496@htsec.com

证书:S0850517020001

分析师:耿耘

Tel:(021)23219814

Email:gy10234@htsec.com

证书:S0850516090002

联系人:杨震

Tel:(021)23154124

Email:yz10334@htsec.com

投资要点:

- 公司传统主业消费电子精密结构件，向金属件转型成功，良率提升有望实现盈利：**公司是国内消费电子精密结构件行业的龙头企业，规模居于行业领先地位，主要客户包括三星等消费电子企业。公司原有塑胶件业务出现大幅度下滑和亏损，拖累了公司业绩。近两年公司通过加码金属件投入、调整管理模式、提升工艺等措施实现了从塑胶向金属机壳加工的转型，2017年金属件业务的持续放量 and 良率提升有望带动公司传统主业扭亏为盈；
- 3C数控加工设备全球龙头，未来受益于手机机身材料复杂化，有望保持持续增长。**公司2015年全资收购的创世纪机械是全球前三的金属机壳加工CNC设备提供商。我们估算国内金属机身渗透率当前仅约40%，未来几年有望在中低端机型的加速渗透。此外，5G时代手机后盖中玻璃、陶瓷机壳渗透率将确定性提升，所需的金属中框对加工时间要求更高，我们预计CNC设备未来仍将保持增长，并且行业强者恒强更加明显，创世纪较强的研发实力、供应链管理将确保不断推出适应新功能的新产品，保证CNC设备业务持续增长。
- 苹果引领玻璃风潮，玻璃加工设备新业务有望借势而起。**2017年是iPhone创新大年，有望采取双曲面玻璃机身的外观设计方案，带动智能机外观设计新潮流。预计双曲面、3D玻璃方案的带动下，玻璃加工设备有望迎来1-2年的景气周期。公司成功开发精雕机、高光机、热弯机等玻璃加工设备，部分产品已经进入大客户供应体系，预计2017年有望放量为公司提供业绩弹性；
- 股权激励设定业绩底线，股东高管增持彰显信心。**公司于2016年11月底推出股权激励方案，对108名核心骨干进行激励，授予不超过1000万股限制性股票，其中首次授予部分的授予价格为4.03元/股，2017年的净利润考核目标为不低于3.5亿元。此外，公司重要股东和高管于2017年2月耗资5342万元增持公司股票，显示了对业绩增长和公司发展的强烈看好。
- 受益手机机身新浪潮，智能制造扬帆起航。**我们预测公司2016-2018年的EPS为0.09、0.32、0.46元。我们认为公司在传统业务的转型成效已经逐步显现，而创世纪的3C自动化业务受益于手机机身工艺变革，保持整体快速增长，今年公司的业绩有望超股权激励的目标（3.5亿元）。参考可比公司估值，我们给予公司2017年35倍PE，对应目标价11.20元，维持“买入”评级。
- 风险提示。**原有主业好转情况低于预期，新产品推广低于预期，市场竞争加剧。

主要财务数据及预测

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	3980.51	3566.69	5287.07	6489.74	7585.58
(+/-)YoY(%)	21.43%	-10.40%	48.23%	22.75%	16.89%
净利润(百万元)	74.35	-470.50	128.81	451.06	649.96
(+/-)YoY(%)	-41.69%	-732.85%	127.38%	250.18%	44.09%
全面摊薄EPS(元)	0.05	-0.33	0.09	0.32	0.46
毛利率(%)	18.38%	12.74%	21.16%	25.59%	27.37%
净资产收益率(%)	4.98%	-9.44%	2.52%	8.11%	10.46%

资料来源：公司年报（2014-2015），海通证券研究所
 备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 主业历经转型阵痛触底反弹，有望扭亏为盈.....	5
1.1 公司传统主业经历转型升级.....	5
1.1.1 公司基本情况介绍：两大业务板块鼎立.....	5
1.1.2 向金属机壳加工转型，公司传统主业经历阵痛.....	6
1.1.3 传统业务改善迹象明显，2017年有望实现盈利.....	6
1.2 收购创世纪切入精密机床制造领域，业绩有望快速增长.....	7
1.2.1 收购创世纪方案回顾：公司试图借重组走出业绩低谷.....	7
1.2.2 创世纪：国内3C行业高端智能装备龙头制造企业.....	8
1.2.3 创世纪产品种类齐全，下游客户集中.....	8
1.2.4 创世纪盈利能力出色，业绩增长稳定.....	10
1.3 股权激励划定安全边际，未来几年的成长性值得期待.....	10
2. 玻璃渗透率提升，玻璃加工设备迎来高景气周期.....	11
2.1 曲面玻璃+双面玻璃渗透率提升，玻璃加工需求量增加.....	11
2.2 受益于设备投资拉动，玻璃加工设备行业景气度有望上行.....	14
3. 金属渗透率提升，CNC设备仍有增长空间.....	16
3.1 金属机壳渗透率仍有提升，双面玻璃+金属中框是未来设计方向.....	16
3.2 CNC行业竞争有望呈现强者恒强，创世纪占尽优势.....	18
4. 投资逻辑总结：主业业绩拐点，3C自动化业务受益于手机机身复杂化潮流有望超预期，股权激励+增持彰显信心.....	19
5. 盈利预测与投资建议.....	20
5.1 关键假设及盈利预测.....	20
5.2 估值与投资建议.....	21
财务报表分析和预测.....	22

图目录

图 1	公司主要产品概览.....	5
图 2	公司 15 年经历阵痛，营收下降	6
图 3	公司 15 年净利润规模巨幅下滑	6
图 4	精密结构件营收重新开始稳定增长	7
图 5	公司 15 年消费电子精密构件毛利率急剧下降	7
图 6	创世纪营业收入持续增加.....	10
图 7	创世纪净利润增长稳定	10
图 8	2-2.5-3D 玻璃形状示意图	13
图 9	玻璃加工工艺示意图.....	14
图 10	玻璃加工的主要设备.....	15
图 11	近年来全球金属结构件市场规模情况.....	17
图 12	近年来国内智能手机金属渗透率持续提升	17
图 13	手机金属外壳加工制程	17
图 14	大神 X7 一体成型航空铝边中框.....	18
图 15	我国 CNC 设备产量波动上升.....	18
图 16	我国 CNC 设备市场规模仍有上升空间	18
图 17	国内智能手机金属机壳加工 CNC 市场格局.....	19
图 18	创世纪的 CNC 玻璃加工设备.....	20

表目录

表 1	近年来，劲胜精密不断推动产品与制造升级.....	5
表 2	劲胜精密是精密结构件行业翘楚.....	6
表 3	公司收购创世纪交易方案回顾.....	7
表 4	创世纪旗下品牌.....	8
表 5	创世纪五类主要产品一览.....	8
表 6	创世纪主要产品产销量（台）：钻铣攻牙机产销量领先.....	9
表 7	创世纪客户集中，前五大客户销售占比超过一半.....	10
表 8	首次授予的限制性股票 T 到 T+2 年业绩考核目标.....	11
表 9	预留部分限制性股票 T+1 到 T+3 年业绩考核目标.....	11
表 10	不同材质盖板对比.....	12
表 11	2-2.5-3D 玻璃优缺点对比，3D 玻璃是未来趋势.....	13
表 12	3D 玻璃市场规模测算：渗透率提升，上升空间大.....	14
表 13	盖板玻璃产业链主要产业现状.....	15
表 14	玻璃广泛使用，精雕机需求随之增加.....	16
表 15	3D 玻璃市场空间打开，热弯机行业景气度提升.....	16
表 16	CNC 行业国内外竞争格局：国内中高端市场存在空缺.....	19
表 17	公司主营业务收入预测及主要假设.....	21
表 18	可比公司估值情况（2017.3.9）.....	21

1. 主业历经转型阵痛触底反弹，有望扭亏为盈

1.1 公司传统主业经历转型升级

1.1.1 公司基本情况介绍：两大业务板块鼎立

公司成立于 2003 年，于 2010 年在深交所上市，是台港澳与境内合资公司，国内消费电子精密结构件产品及服务的领先供应商。

公司的产品类型从上市初期的塑胶件、精密磨具，延伸到目前的塑胶件、金属件、玻璃件、粉末冶金、精密模具等多元技术，为全球消费电子产品中最大类的手机、3G 数据网卡、MP3/MP4 等提供高精密模具研发、注塑成型、表面处理等结构件产品及服务，主要客户包括三星、华为、中兴、海尔、夏普、京瓷、英华达、联想等国际知名消费电子厂商。

为全面推进公司转型升级，2015 年 11 月，公司通过发行股份及支付现金相结合的方式收购创世纪 100% 股权，快速进入高端数控机床行业。目前公司主营业务形成了包括消费电子产品精密结构件业务、高端装备制造业务两大业务模块。

表 1 近年来，劲胜精密不断推动产品与制造升级

关键时间点	关键事件
2014 年前	塑胶精密结构件订单受益于三星塑胶壳高增长
2014 起	手机结构件材质由塑胶向金属转化，公司使用自有资金投资扩产了消费电子产品金属精密结构件、电容式触摸屏强化光学玻璃、粉末冶金等项目的产能
2015 年	扩产金属精密结构件收购创世纪，切入高端 CNC 行业，并向系统软件等智能制造产品和服务转型

资料来源：公司年报，海通证券研究所

精密结构件业务是公司传统主业。2015 年，公司通过外延式收购快速切入高端数控机床行业，公司依据现有的业务构成，将原有的精密模具、塑胶精密、玻璃、金属等结构件产品归类为精密结构件，属于计算机、通信、和其他设备制造业；数控机床等高端装备属于通用设备制造业。

图 1 公司主要产品概览



资料来源：公司官网，海通证券研究所

1.1.2 向金属机壳加工转型，公司传统主业经历阵痛

总体来说，公司在精密结构件行业中处于领先地位。从事精密结构件生产的企业数量较多，按照生产规模和营业收入大小大致可以分为四个梯队：第一梯队是富智康集团、比亚迪电子、台湾光宝、立讯精密等企业，年收入规模在至少50亿元以上；第二梯队是长盈精密、劲胜精密、捷荣技术、通达集团等收入规模在10到50亿元之间的企业；第三梯队是格林精密、璇瑰塑胶等年收入在5到10亿元的企业；第四梯队则是收入规模较小、数量众多的小型结构件企业。

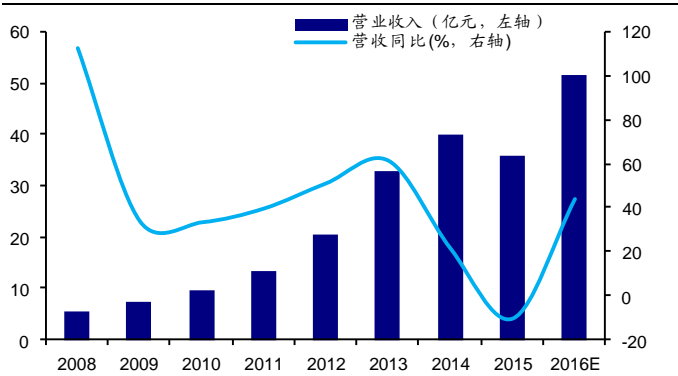
表 2 劲胜精密是精密结构件行业翘楚

层次	企业	描述
第一梯队	富智康集团、比亚迪电子、台湾光宝、立讯精密等	作为消费电子产业链上的垂直一体化生产企业，拥有线路板印刷、模具及结构件制造、产品组装等全工序的生产能力，主要为下游品牌厂商提供产品的整体合约制造服务，其年收入规模在至少 50 亿元以上
第二梯队	长盈精密、劲胜精密、捷荣技术、通达集团等	收入规模在 10 到 50 亿元之间的企业，该类企业业务专注于精密结构件行业，是专业的精密模具与精密结构件生产企业
第三梯队	格林精密、璇瑰塑胶等	年收入在 5 到 10 亿元的企业
第四梯队		收入规模较小、数量众多的小型结构件企业

资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

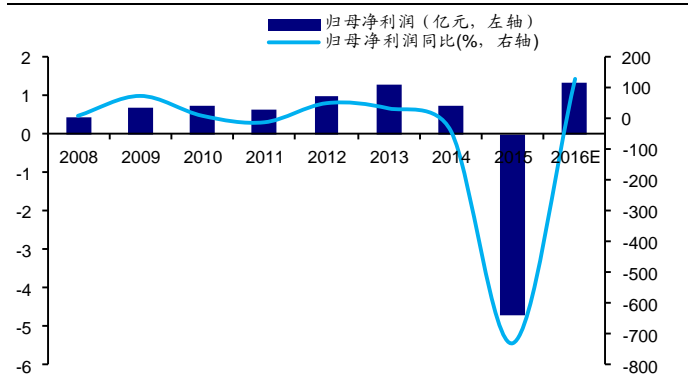
14年前公司营收和净利润受益于三星塑胶机壳的高增长，15年受手机结构件材质由塑胶向金属升级的影响，经历阵痛。2015年客户塑胶精密结构件订单量同比大幅下滑，单位生产固定成本较高，消费电子精密结构件业务毛利率由18.2%下跌至11.7%；同时，在精密结构件业务由塑胶向金属升级拓展的过程中，受到金属产品开发周期较长、开发及试产费用增加及生产经营规模扩大、人力成本升高等因素影响，金属、粉末冶金等精密结构件业务的利润空间未充分释放，2015年公司实现营业收入35.7亿元，同比降幅为10.4%，归母公司净利润-4.7亿元，急剧下滑732.9%。

图2 公司 15 年经历阵痛，营收下降



资料来源：Wind，海通证券研究所

图3 公司 15 年净利润规模巨幅下滑



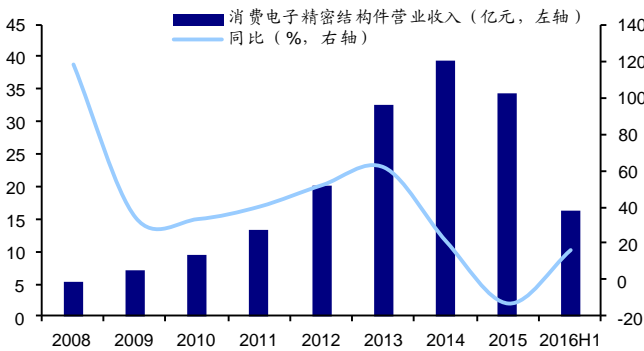
资料来源：Wind，海通证券研究所

1.1.3 传统业务改善迹象明显，2017 年有望实现盈利

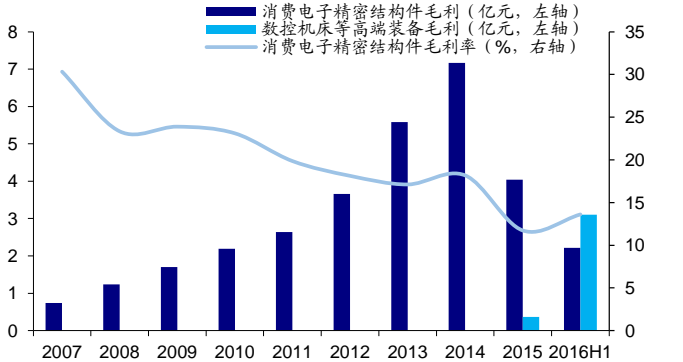
目前传统主业基本完成转型。2015年第四季度，公司消费电子精密结构件营业收入已从原有以塑胶为主转变为以CNC金属加工、玻璃、粉末冶金、镁铝压铸等业务为主，消费电子精密结构件产品结构已完成转型。同时，2015年公司使用非公开发行股票募集资金中的5亿元投资金属CNC精密结构件扩建项目、新设立全资子公司华程金属负责镁铝合金项目，进一步强化了公司金属精密结构件产品制造能力；并对公司的塑胶业务整合，优化公司消费电子产品精密结构件业务结构。

消费电子精密结构件业务现已停止下滑，金属精密结构件业务稳定。2016年上半年公司消费电子精密结构件营业收入16.32亿元，增幅16.4%，增速转正，止住了下

滑趋势；毛利规模 2.2 亿元，同比由 2015 年的 -43.7% 转为 48.2%，恢复增长；毛利率由 2015 年 11.7% 上升至 13.6%。2016 年前三季度，公司共实现营业收入 35.4 亿元，同比上升 46.14%；其中，金属精密结构件实现营业收入 9.0 亿元，同比增长 42.6%，占总营业收入的 27.0%。

图4 精密结构件营收重新开始稳定增长


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图5 公司 15 年消费电子精密构件毛利率急剧下降


资料来源: Wind, 海通证券研究所

由此可见，公司通过由塑胶向金属精密结构件的布局倾斜，基本度过转型阵痛，成效显著。公司金属精密结构件项目产能释放，三星、OPPO 等客户金属精密结构件订单稳定增长带来营业收入增长。

1.2 收购创世纪切入精密机床制造领域，业绩有望快速增长

1.2.1 收购创世纪方案回顾：公司试图借重组走出业绩低谷

2015 年 11 月公司通过发行股份及支付现金相结合的方式收购创世纪 100% 股权，快速进入了高端数控机床行业。

表 3 公司收购创世纪交易方案回顾

交易对价：24 亿元	现金支付：5 亿元 非公开发行股份：19 亿元
发行股份价格	23.6 元/股
发行股数	80679401 股

资料来源: 劲胜精密收购创世纪公告, 海通证券研究所

创世纪 100% 股权交易对价为 24 亿元，其中 5 亿元以现金支付，19 亿元以非公开发行股份方式支付，发行股份价格为 23.60 元/股。此外，公司向不超过 5 名特定投资者发行股份，募集不超过 15 亿元配套资金。募集配套资金用于标的公司自动化无人生产车间建设项目、研发中心建设项目、补充标的公司流动资金、补充上市公司流动资金及偿还银行贷款。

创世纪承诺 2015-2017 年实现扣除非经常性损益的净利润分别不低于 22638.96 万元、25189.11 万元和 27142.20 万元。2015 年创世纪净利润达 2.66 亿元，完成业绩承诺，2016 年上半年净利润达到 1.88 亿元，已完成全年承诺利润的 74.6%。

发布重组方案时，劲胜精密正面临困局，意图借助标的切入高端设备制造业务。2014 年劲胜精密完成营业收入 39.8 亿元，较 2013 年上升 21.4%，实现净利润 0.7 亿元，较 2013 年下滑 41.7%。2015 年一季度，劲胜精密盈利继续下降，净利润为 -0.7 亿元，同比下降 362.1%；2015 年上半年亏损 1.69 亿元，净利润同比下降 832%。

1.2.2 创世纪：国内 3C 行业高端智能装备龙头制造企业

收购标的创世纪成立于 2005 年，是专业从事自动化、智能化精密加工设备的研发、生产、销售和服务的高新技术企业，目前主要为消费电子、通信、汽车制造、轨道交通等行业提供以高速精密 CNC 加工中心机为主的各类高档数控机床等先进智能数控装备。

创世纪在市场占有率、技术研发、客户资源、规模效应和售后快速响应等方面处于行业领先地位。创世纪在消费电子细分领域优势突出，其研发生产的高速钻铣攻牙加工设备在技术水平、产销规模、服务能力等方面可与全球领先的日本 FANUC、日本兄弟公司竞争。

1.2.3 创世纪产品种类齐全，下游客户集中

创世纪旗下拥有 Taikan 台群、Yuken 宇德两个品牌，涵括所有系列产品。

表 4 创世纪旗下品牌

品牌	定位	产品	客户群体
台群 Taikan	中高端定位，属于公司主力品牌	钻攻机、零件机、线轨加工中心机、硬轨加工中心机、雕铣机、龙门机、高光机、玻璃机、机器人等所有产品系列	对性能稳定、品牌意识强、加工要求高的中高端客户
宇德 Yuken	高性价比与新研发定位，以价格实惠、功能创新为品牌主要属性	钻攻机、高光机、玻璃机等新研发机型	注重价格实惠、机型功能先进的普通客户

资料来源：公司官网，海通证券研究所

创世纪数控机床产品品种齐全，目前主要提供高速钻铣攻牙加工中心、高速自动化零件加工中心、高精度自动化模具加工中心、龙门式精密成形加工中心和精密雕铣机五类产品。

表 5 创世纪五类主要产品一览

产品名称	图示	用途	简介	应用行业
高速钻铣攻牙加工中心(钻铣攻牙机)		用于智能终端等金属精密结构件的 CNC 加工	同时具备铣削、钻削、镗削、铰削和攻丝等功能，可实现“一次装夹，一次成形”，适用于各种形状的二、三维凹凸模型及复杂型腔和表面加工，加工产品具有高精度、高光洁度特点	针对消费电子行业
高速自动化零件加工中心		用于各类金属精密零部件的自动化加工	通用性更强，应用范围更广。机型规格较大，既可用于小型零部件加工，也可用于汽车、轨道交通、军工等大	广泛适用于通信、汽车制造、轨道交通等领域

高精度自动化模具加工中心


用于各类塑胶模具、硅胶模具、五金冲压模具等的精密加工

通过使用多功能刀库实现一次装夹下对模具坯件进行综合加工，主轴力度强，切削能力强，适合对钢材、合金等刚性较高的金属材料进行精密加工

直接用于精密模具制造，在制造业各领域广泛应用

龙门式精密成形加工中心


用于重型、超重型模具、零部件的精密加工

具有独特的龙门式结构，其主轴轴线与工作台垂直设置，是高端装备制造发展的关键性设备

主要用于汽车制造、轨道交通、航空航天、军工等领域

精密雕铣机


专门用于小型精密模具的雕铣加工

功能优势集中体现在“雕”，加工小型精密模具时具有高效率、高精度特点，且性价比较高

直接用于精密模具制造，在制造业各领域广泛应用

资料来源：劲胜精密收购创世纪方案草案，海通证券研究所

创世纪公司钻铣攻牙机产销量远远超过其他产品，占企业整个主营业务收入的**95%左右**。其次是零件加工中心机、模具加工中心机。目前公司主导产品钻铣攻牙机已经实现大批量生产，技术成熟稳定。自动化零件加工中心机、高精度模具加工中心机、龙门加工中心机、精密雕铣机等产品也均已经批量生产。其它部分新产品，如高光机、玻璃精雕机等，正处于样机生产阶段。

表 6 创世纪主要产品产销量 (台): 钻铣攻牙机产销量领先

	2015年 1-3月		2014年		2013年	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量
钻铣攻牙机	2577	2134	7580	4754	1245	1209
零件加工中心机	125	64	335	333	226	366
模具加工中心机	56	37	336	333	356	218
龙门加工中心机	1	1	5	5	24	22
雕铣机	10	6	74	76	93	72
火花机	0	1	7	5	56	55

资料来源：劲胜精密收购创世纪方案草案，海通证券研究所

创世纪的下游客户主要为比亚迪电子、长盈精密、劲胜精密等消费电子零部件企业，**客户资源集中**。2015年 1-3月，前五大客户销售收入占总销售收入比例为 77.8%；2014年全年，前五大客户销售收入占总销售收入比例为 55.9%；其中，2014年全年，比亚迪客户的销售收入占总销售收入的比例超过 40%。

表 7 创世纪客户集中，前五大客户销售占比超过一半

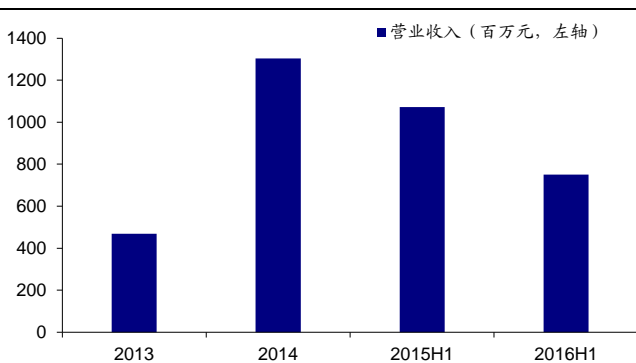
期间	客户名称	销售金额 (万元)	占主营业务收入 (%)
2015 年 1-3 月	西安比亚迪电子有限公司	21219.8	40.8
	东莞劲胜精密组件股份有限公司	9276.9	17.8
	东莞劲胜通信电子精密组件有限公司		
	春兴精工 (常熟) 有限公司	4225.2	8.1
	深圳市旺鑫精密工业有限公司	3501.7	6.7
	东莞承光五金制品有限公司	2273.7	4.4
	合计	40497.3	77.8
2014 年	惠州比亚迪电子有限公司	54598.3	41.9
	深圳市比亚迪锂电池有限公司		
	东莞劲胜精密组件股份有限公司	8635.9	6.6
	东莞劲胜通信电子精密组件有限公司		
	惠州威博五金制品有限公司	4304.3	3.3
	东莞市宏奥五金制品有限公司	2831.2	2.2
	广东长盈精密技术有限公司	2440.2	1.9
	合计	71940.3	55.9
2013 年	安徽宏齐精密电子有限公司	4700.9	10.0
	广东长盈精密技术有限公司	4379.5	9.4
	惠州比亚迪电子有限公司	3487.2	7.5
	东莞劲胜精密组件股份有限公司	2419.7	5.2
	东莞市宏奥五金制品有限公司	2293.4	4.9
	合计	17280.6	36.9

资料来源：劲胜精密收购创世纪方案草案，海通证券研究所

1.2.4 创世纪盈利能力出色，业绩增长稳定

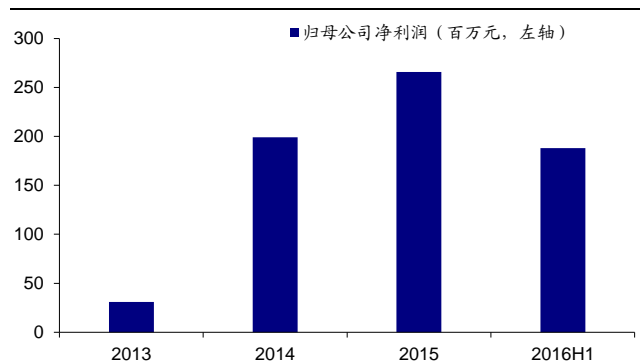
创世纪业绩持续向好，净利润稳步上升。创世纪 2013 年、2014 年以及 2015 年第一季度，分别完成营业收入 4.7 亿元、13.0 亿元和 5.2 亿元，实现净利润 3093.3 万元、2.0 亿元和 9471.7 万元。2014 年营业收入同比增长 168.1%，净利润同比增幅高达 543.6%。2015 年创世纪净利润规模实现 2.7 亿元，超出此前承诺的 2.3 亿元利润。2016 年上半年净利润达 1.9 亿元，同比增加 15.7%，为公司带来大量利润来源。

图 6 创世纪营业收入持续增加



资料来源：Wind，创世纪财务报表及审计报告，海通证券研究所

图 7 创世纪净利润增长稳定



资料来源：Wind，创世纪财务报表及审计报告，海通证券研究所

1.3 股权激励划定安全边际，未来几年的成长性值得期待

公司 2016 年 11 月 28 日发布公告，拟向激励对象 113 人 (后调整为 108 人) 授予不超过 1000 万股限制性股票，其中，首次授予限制性股票 900 万股，预留限制性股票

100 万股。本次计划首次授予部分限制性股票的授予价格为 4.03 元/股。限制性股票各年度业绩考核目标: T 年净利润不低于 7000 万元, T+1 年净利润不低于 35000 万元, T+2 年净利润不低于 38000 万元; 按照 40%: 30%: 30%进行解锁。预留部分限制性股票各年度业绩考核目标: T+1 年净利润不低于 35000 万元, T+2 年净利润不低于 38000 万元, T+3 年净利润不低于 41000 万元。按照 40%: 30%: 30%进行解锁。

表 8 首次授予的限制性股票 T 到 T+2 年业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标	解除限售数量占获授限制性股票数量比例
第一个解除限售期	T 年净利润不低于 7000 万元	40%
第二个解除限售期	T+1 年净利润不低于 35000 万元	30%
第三个解除限售期	T+2 年净利润不低于 38000 万元	30%

资料来源: 劲胜精密 2016 年限制性股票激励计划, 海通证券研究所

表 9 预留部分限制性股票 T+1 到 T+3 年业绩考核目标

解除限售期	业绩考核目标	解除限售数量占获授限制性股票数量比例
第一个解除限售期	T+1 年净利润不低于 35000 万元	40%
第二个解除限售期	T+2 年净利润不低于 38000 万元	30%
第三个解除限售期	T+3 年净利润不低于 41000 万元	30%

资料来源: 劲胜精密 2016 年限制性股票激励计划, 海通证券研究所

此次股权激励计划考核目标的高增长彰显公司对业绩的乐观预期。根据《劲胜精密 2016 年限制性股票激励计划》的公司公告, 公司 2016 年前三季度累计实现净利润 7980.9 万元。公司业绩考核目标 T+1 年增长 400.0%, T+2 年增长 8.6%, T+3 年增长 7.9%, 显示了公司对于业绩增长的信心。

2017 年 2 月 14 日晚, 公司再次发布公告, 公司股东、董事、高管通过二级市场增持公司股份。其中, 持股 5% 以上股东、董事夏军于 2 月 13 日及 14 日增持 352.59 万股, 耗资 2497 万元; 董事、副总经理王琼于 13 日增持 356 万股, 耗资 2500 万元; 副总经理周洪敏增持 50 万股, 耗资 344 万元。上述人员增持合计耗资 5342 万元。

股东及高管集体增持也再次显示了高管对公司发展前景的坚定信心及对公司长期投资价值的认可, 公司未来业绩成长性值得期待。

2. 玻璃渗透率提升, 玻璃加工设备迎来高景气周期

2.1 曲面玻璃+双面玻璃渗透率提升, 玻璃加工需求量增加

随着新通讯、新充电技术发展, 智能手机玻璃机身成为趋势。盖板玻璃 (Cover Lens) 主要作为触控器件的一个重要组成部分, 是触摸屏的保护层, 在部分产品中也作为保护性后盖。市场上目前流行的盖板有塑料盖板、金属盖板、玻璃盖板、陶瓷盖板、竹木盖板、凯夫拉纤维盖板。玻璃盖板凭借其极好的表面光洁度、高表面硬度和超强的抗划伤能力、较好的表面强度、精确的尺寸控制、极好的金属视觉效果、良好的透光度等特点, 逐渐成为各触控技术的主流保护方案。尤其在无线充电、5G 等新型传输方式临近的背景下, 玻璃后盖为一直以来的信号屏蔽问题提供了解决方案。

表 10 不同材质盖板对比

<p>玻璃</p>	<p>硬度高、抗划伤、耐磨、视觉效果好、透光度好,2D 与 2.5D 玻璃成本较低, 单片价格在 15-20 元左右。</p>	<p>易沾染指纹、易碎。3D 盖板玻璃由于工艺等原因, 目前成本较高, 单片价格在 85-95 元左右</p>	
<p>塑料</p>	<p>易成型易抛光, 表面光滑, 不影响手机信号, 普通塑料材质成本较低, 价格在几元至十几元不等, 高端复合材料则价格较贵。</p>	<p>手感差, 易损坏变形。</p>	
<p>金属</p>	<p>耐磨、抗摔、质感好。</p>	<p>制造工序多, 不易抛光, 开孔困难, 成本相对较高, 易变形, 对信号有一定影响。魅族 PRO5、iphone6、HTC M9 等主流金属机身盖的价格每个在 150-250 元左右。</p>	
<p>陶瓷</p>	<p>硬度高、耐磨损, 高亮、美观。</p>	<p>易碎, 加工难度偏大, 良品率较低, 成本较高, 单个陶瓷手机机身盖的成本在 150 元-300 元左右。</p>	
<p>竹木</p>	<p>美观个性, 手感较好, 成本普遍在 10 多元人民币左右。</p>	<p>易磕碰、易腐蚀、易脏, 不耐用, 贴合处易出现缝隙。</p>	
<p>凯夫拉</p>	<p>强度高, 耐磨, 美观个性。</p>	<p>成本高, 小众, 价格在 50-100 元左右。</p>	

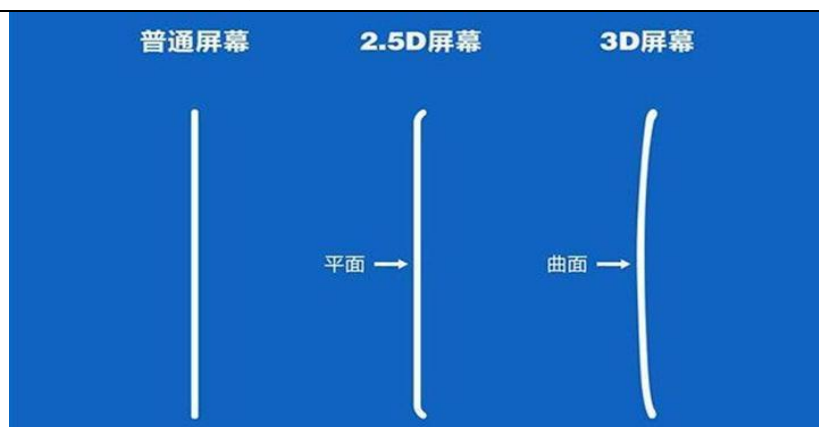
资料来源: 中关村手机在线, 百度图片, 海通证券研究所

玻璃盖板呈现从 2D-2.5D-3D 的发展趋势, 曲面玻璃渗透率不断提升。从纯平面到两侧弧形再到全弧面的发展符合功能设计和美学感受, 握感更佳, 也符合 OLED 大势。早期的 iPhone 4 就是双面 2D 玻璃的代表机型, 但随着大众审美的提升以及技术提升, 曲面玻璃手机渐成主流。现在的 iPhone 已经采用 2.5D 玻璃, 就 3D 玻璃而言, 三星的 Galaxy S7 edge、小米 Note2、小米 5 等则是代表机型。三星 Galaxy S7 Edge 率先采用曲面 OLED 屏及双面 3D 玻璃机身, 受到市场热捧。如今曲面玻璃正成为智能手机主流搭配选择。同时, 随着柔性 OLED 对 LCD 的替代, 使得柔性显示屏占比面积大幅增加, 这也需要盖板玻璃配合做成 3D 形状, 而 3D 玻璃是目前唯一能够较好和曲面屏幕贴合, 且具有轻薄、洁净、防眩光、耐候性佳等优异特质的材质。我们预计未来几年 3D 玻璃渗透率将快速提升, 有望从 2015 年的 0.5% 提升至 2020 年的 40.0%。

表 11 2-2.5-3D 玻璃优缺点对比, 3D 玻璃是未来趋势

玻璃类型	特点	优点	缺点	样例
2D	传统的平面玻璃, 没有任何弧形设计。	成本低, 制造工艺简单, 良率高。	硬度、弹性一般, 不够美观, 无法与 OLED 完美搭配。	iphone4, 一加 2
2.5D	中间是平面, 边缘是弧形设计。	美观感与手感改善。	手机贴膜不便, 易破碎, 成本上升, 与 OLED 融合性差。	三星 S6, 小米 note1
3D	中间、边缘都采用弧形设计。	完美配合 OLED, 美观、手感好。	制造工艺复杂, 价格昂贵, 耐用性差。	小米 note2, 三星 S7

资料来源: 中华玻璃网, 搜狐, 海通证券研究所

图 8 2-2.5-3D 玻璃形状示意图


资料来源: 百度图片, 海通证券研究所

未来智能手机更可能采用双面玻璃设计替代单面玻璃。我们将玻璃盖板分为正面盖板和背面盖板, 分别计算渗透率和市场规模。我们预计双面玻璃渗透率将由 0.5% 提升至 45.0%。随着良产率提高至 80% 以上, 3D 玻璃单价将由 2016 年的 75 元/片降至 2020 年 50 元/片。同时全球智能手机出货量增速减缓, 预计 2020 年出货量为 17.29 亿台。根据以上假设, 我们预测 3D 玻璃市场规模将在 2017 年达到 153.3 亿元, 2018 年达到 355.4 亿元, 需求呈现爆发性增长态势。(测算过程见表 11)

表 12 3D 玻璃市场规模测算：渗透率提升，上升空间大

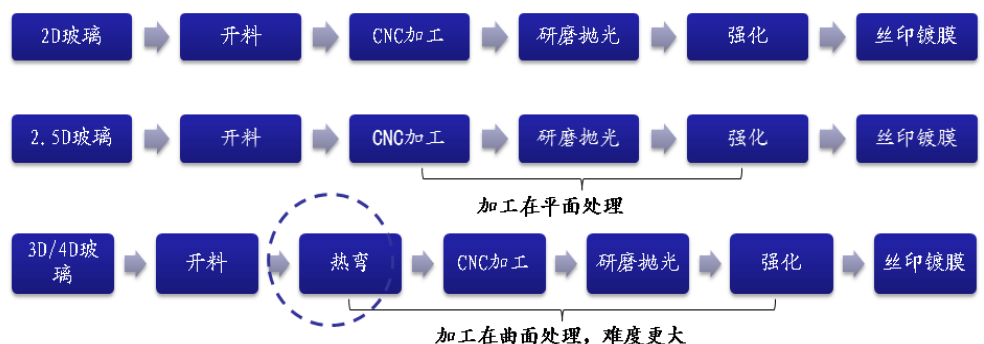
年份	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E
智能手机出货量 (亿台)	14.37	14.71	15.45	16.14	16.79	17.29
2D 玻璃单价 (元)	20.00	19.00	18.00	17.00	16.00	15.00
市占率	89.50%	68.00%	50.00%	30.00%	15.00%	10.00%
规模 (亿元)	257.22	190.05	139.01	82.32	40.29	25.93
2.5D 玻璃单价 (元)	30.00	25.00	24.00	23.00	22.00	21.00
市占率	10.00%	30.00%	40.00%	45.00%	50.00%	50.00%
正面盖板 规模 (亿元)	43.11	110.33	148.28	167.05	184.65	181.54
3D 玻璃单价 (元)	90.00	75.00	70.00	60.00	55.00	50.00
市占率	0.50%	2.00%	10.00%	25.00%	35.00%	40.00%
规模 (亿元)	6.47	22.07	108.12	242.11	323.13	345.80
玻璃盖板正面合计 (亿元)	306.80	322.44	395.40	491.48	548.07	553.27
双面玻璃占比	0.50%	5.00%	15.00%	30.00%	40.00%	45.00%
2D 玻璃单价 (元)	20.00	19.00	18.00	17.00	16.00	15.00
市占率	10.00%	5.00%	2.00	1.00%	0.50%	0.00%
规模 (亿元)	0.14	0.70	0.83	0.82	0.54	0.00
2.5D 玻璃单价 (元)	30.00	25.00	24.00	23.00	22.00	21.00
市占率	75.00%	75.00%	70.00%	60.00%	55.00%	50.00%
背面盖板 规模 (亿元)	1.62	13.79	38.92	66.82	81.25	81.69
3D 玻璃单价 (元)	90.00	75.00	70.00	60.00	55.00	50.00
市占率	15.00%	20.00%	28.00%	39.00%	44.50%	50.00%
规模 (亿元)	0.97	11.03	45.41	113.31	164.34	194.51
玻璃盖板背面合计 (亿元)	2.73	25.52	85.17	180.95	246.12	276.20
3D 玻璃盖板总规模 (亿元)	7.44	33.10	153.53	355.42	487.47	540.30

注：智能手机出货量、各种玻璃单价参考了 IDC 的数据
资料来源：IDC，海通证券研究所

2.2 受益于设备投资拉动，玻璃加工设备行业景气度有望上行

整体而言，玻璃盖板加工需要四层工序：成型 (Forming)、化学强化 (ChemicalStrength)、清洁 (Washing) 和涂层 (Coating)，进一步细化可以分为开料、CNC、研磨抛光、化学强化、清洗、丝印镀膜等多道子工序。

图9 玻璃加工工艺示意图



资料来源：中华玻璃网，海通证券研究所

图10 玻璃加工的主要设备

加工流程	对应设备	加工目的	图例
开料	玻璃切割机	计算机将输入需要切割的玻璃尺寸进行自动确认参数,对玻璃进行全自动、高速、精确的切割。	
CNC 加工	玻璃精雕机	应用于超薄玻璃的精细加工、形切割,加工精度高	
研磨抛光	玻璃磨边机	磨削平板玻璃的双直线平边、粗磨、抛光、	
化学强化	强化设备	让玻璃强度达标,增强玻璃应力值	
清洗	玻璃清洗机	对玻璃表面进行清洁、干燥处理的专用设备	
丝印	玻璃丝印机	可对玻璃进行印刷一体化处理	
镀膜	玻璃镀膜机	采用真空磁溅射的原理在成品表面上电镀一层面防手指膜,起到防水/防手指印/防划伤的效果	

资料来源: 百度图片, 海通证券研究所

从产业链看, 3D 盖板玻璃可由上中下游分为原材料供应商、加工厂、组装厂三部分构成。上游主要提供玻璃盖板的原材料, 包括玻璃盖板基板、油墨, 以及镀膜、贴合、抛光等原材料组成; 中游主要是为玻璃盖板的加工, 其主要设备包括玻璃精雕机 (CNC 加工、剪裁)、玻璃热弯机 (曲面成型)、玻璃平磨机、玻璃抛光机、玻璃丝印机、玻璃镀膜机等; 下游主要以各类模组厂、触控厂、组装厂为主, 涉及手机玻璃与其他材料的组装、整机测试环节, 并对接最终消费供货对象, 如华为、三星、小米、苹果等。

表 13 盖板玻璃产业链主要产业现状

分类	主要产品	中国主要品牌	国外主要品牌	行业概况
上游	玻璃盖板基板	彩虹、东旭等	美国康宁、日本旭硝子、日本板硝子	国外品牌占据主要市场
中游	玻璃热弯机	大宇精雕、远洋翔瑞	韩国的 DTK 和 GNTC	国外技术较为成熟
	玻璃精雕机	大宇精雕、远洋翔瑞、北京精雕	德国西门子、日本发那科和三菱电机	外资品牌占据中高端产品领域
下游	触摸屏、消费电子产品成品	富士康、华为、联想、小米	捷普、韩国三星、日本索尼等	国内正逐步缩小与国外差距

资料来源: 中华玻璃网, 海通证券研究所

曲面加工的复杂程度提升, 拉动精雕机和热弯机行业景气度提升, 创世纪玻璃机业务受益。玻璃机行业的竞争对手主要来自中国, 苹果的供应链里也是使用来自国内的设备。国内主要玻璃机生产商还有北京精雕、大宇精雕、远洋翔瑞。

假设不同类型玻璃加工的效率有所不同, 每年 4000 小时工时, 2D 玻璃 2 分钟出一片, 一小时 30 片, 12 万片/年。2.5D 玻璃 4 分钟每片, 一小时 15 片, 6 万片/年。3D 玻璃 6 分钟出一片, 一年 4 万片。假设每 5 年为更新换代周期。则 2017-2019 年的精雕机消费市场规模为 24 亿元、33 亿元和 27 亿元。

此外, 热弯机作为目前新型的玻璃制造设备, 主要用于 3D 玻璃的成型, 韩国、中国台湾地区企业布局较早。著名的生产企业有韩国的 DTK 和 GNTC, 国内供应厂商有奥瑞德、智慧松德(大宇精雕)、田中精机(远洋翔瑞)等。随着研发技术的成熟, 国内热弯设备已经具备了替代韩国热弯设备的水平。国内热弯机企业逐渐具备与国外品牌抗衡实力。基于我们对 3D 玻璃手机盖板用量的估计, 热弯机总需求有望在 2017 年达到 1329 台, 2018 年超过 3000 台。

表 14 玻璃广泛使用, 精雕机需求随之增加

时间	2D 玻璃年需求量(亿片)	良产率	2.5D 玻璃年需求量(亿片)	良产率	3D 玻璃年需求量(亿片)	良产率	精雕机加工效率(万片/年)	精雕机总需求(台)	精雕机价格(万元)	精雕机市场规模(亿元)	精雕机新增消费(台)	精雕机新增消费金额(亿元)
2015E	12.87	95%	1.49	90%	0.08	45%	2D 玻璃	14508	15	21.76	-	-
2016E	10.04	95%	4.96	95%	0.44	50%	2 分钟/片。2.5D	19723	15	29.58	9160	13.74
2017E	7.77	95%	7.80	95%	2.19	60%	玻璃 4 分	29638	15	44.46	15842	23.76
2018E	4.89	95%	10.17	95%	5.92	70%	钟/片。	43285	15	64.93	22304	33.46
2019E	2.55	95%	12.09	95%	8.86	80%	3D 玻璃	51139	15	76.71	18082	27.12
2020E	1.73	95%	12.54	95%	10.81	90%	6 分钟/片。	53525	15	80.29	13091	19.64

注: 2015 年数据为估计值。
资料来源: IDC, 海通证券研究所

表 15 3D 玻璃市场空间打开, 热弯机行业景气度提升

时间	3D 玻璃年需求量(亿片)	良产率	单台热弯机加工效率(万片/年)	热弯机总需求(台)	热弯机价格(万元)	热弯机市场规模(亿元)
2015E	0.08	50%	18.00	92	180.00	1.65
2016E	0.44	70%	20.00	315	150.00	4.73
2017E	2.19	75%	22.00	1329	140.00	18.61
2018E	5.92	80%	24.00	3085	130.00	40.11
2019E	8.86	85%	25.00	4171	125.00	52.14
2020E	10.81	90%	25.00	4803	120.00	57.63

注: 2015 年数据为估计值。
资料来源: IDC, 海通证券研究所

3. 金属渗透率提升, CNC 设备仍有增长空间

3.1 金属机壳渗透率仍有提升, 双面玻璃+金属中框是未来设计方向

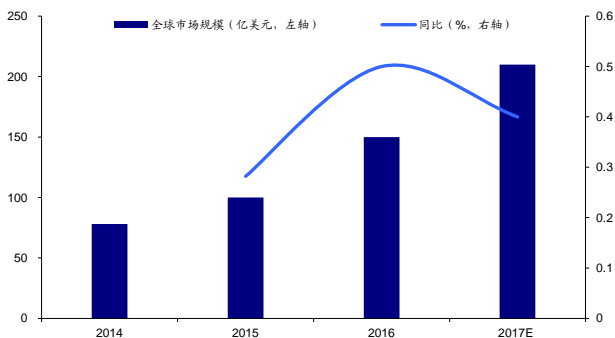
根据我们判断, 未来 CNC 设备增长需要主要来自: 1) 金属机身渗透仍然有提升空间; 2) 玻璃、陶瓷机身渗透率提升, 所需金属中框对加工工艺要求的提高。

iPhone 5 掀起了金属机壳在智能手机设计方案中的应用的普及, 近年来渗透率保持较快增长, 根据第一手机界研究院的数据, 2016 年全球金属结构件市场整体规模达 150 亿美元, 同比增长 50%, 预计 2017 年将达到 210 亿美元, 同比增长 40%。

目前，中低端手机中，还有大量机型仍在使用塑胶壳。千元机中，魅蓝、华为畅想、小米红米系列等已经开始采用金属壳，我们预计 2017 年中低端手机的金属壳渗透率将提速，800 元左右价位的低端机也将采用金属壳。

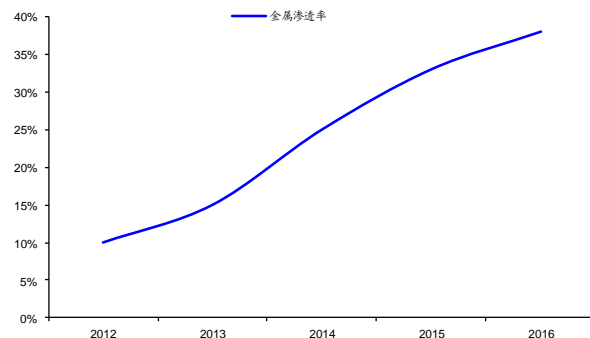
可见，国内智能手机金属机壳渗透率仍然处于较低水平，根据中国产业信息网的数据，2015 年金属渗透率仅为 33%，随着中低端智能手机的外观设计升级，未来整体渗透率仍然有较大提升空间。

图11 近年来全球金属结构件市场规模情况



资料来源：第一手机界研究院，海通证券研究所

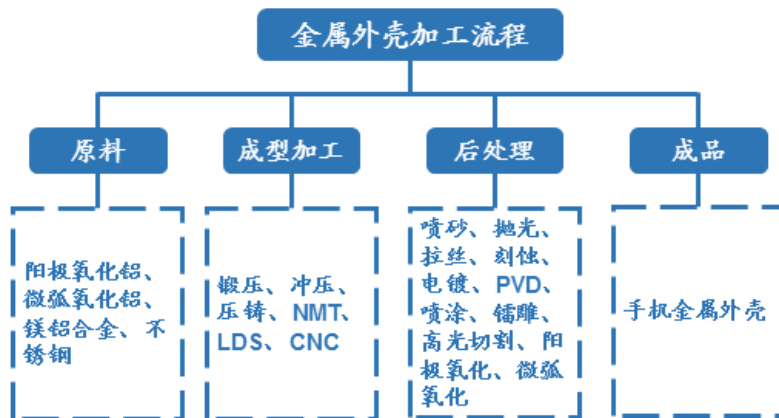
图12 近年来国内智能手机金属渗透率持续提升



资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

受益于金属机身渗透率提升，CNC 设备行业未来几年仍然存在增长机会。3C 产品的全金属外壳基本都由 CNC 设备进行加工，因其效率高、精度高、加工质量稳定的优点成为 3C 外壳厂商的必备设备。随着金属机身渗透率的不断提升，用于金属加工的 CNC 设备也面临着发展机会。

图13 手机金属外壳加工制程



资料来源：新材料在线，海通证券研究所

金属机身渗透率提升与玻璃壳运用并不完全冲突，全玻璃机身现阶段量产难度大，技术也存在瓶颈，金属中框是必须的。双面玻璃+金属中框的设计将会是未来一段时间内手机机身的设计方向，金属中框将不仅仅限于铝合金、镁合金，不锈钢中框数量也会增加。随着消费者对手机外观美观度的追求，金属加工工艺要求也逐渐增高，需要的金属加工步骤更多，时间更长。

以大神 X7 的边中框为例，其采用航空铝材质，使用一体成型设计，经过百吨压力锻造冲压形成最初的铝板，经过 45 道工艺，8 道 CNC 步骤，198 道工序，再采用 0.7um 工艺锆砂喷砂后，进行 2 次阳极氧化，才呈现最后的边中框。小米 4 的金属边框，采用奥氏体 304 不锈钢，40 道制程 193 道工序，经过锻压成型的工艺、8 次 CNC 数控机床加工打磨而成，加工过程长达 32 个小时。

图14 大神 X7 一体成型航空铝边中框



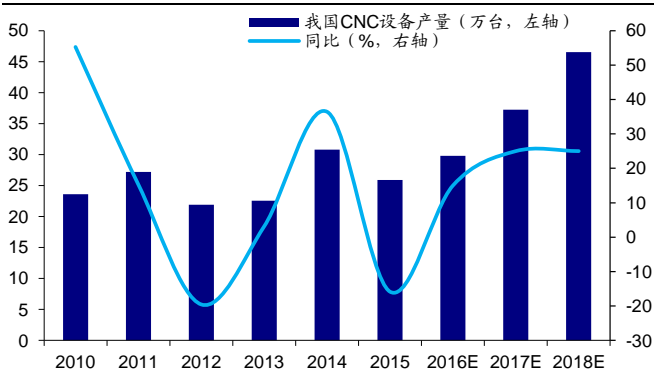
资料来源: 中华玻璃网, 海通证券研究所

3.2 CNC 行业竞争有望呈现强者恒强, 创世纪占尽优势

2014 年我国数控机床产量为 30.8 万台, 2015 年产量下降至 25.9 万台, 产量较上年同期下滑 15.9%, 预计 2016 年同比增长 15% 左右, 产量达到 29.8 万台, 2017 年产量达 37.2 万台, 2018 年升至 46.6 万台。

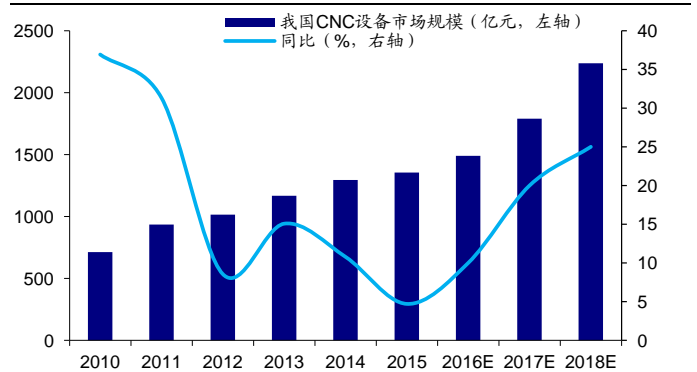
2014 年, 我国数控机床市场规模达到 1294 亿元, 同比增长 10.8%, 2015 年, 中国数控机床市场规模达到 1355 亿元, 同比增长 4.7%, 成长速度下滑, 但仍高于机床整体市场成长速度, 我国数控化比例不断提升, 出于对金属渗透率还将提升的考虑, 预计 2016 年同比增速将在 10% 左右, 2017 年和 2018 年的增速分别在 20% 和 25%。

图15 我国 CNC 设备产量波动上升



资料来源: 国家统计局, 中国产业信息网, 海通证券研究所

图16 我国 CNC 设备市场规模仍有上升空间



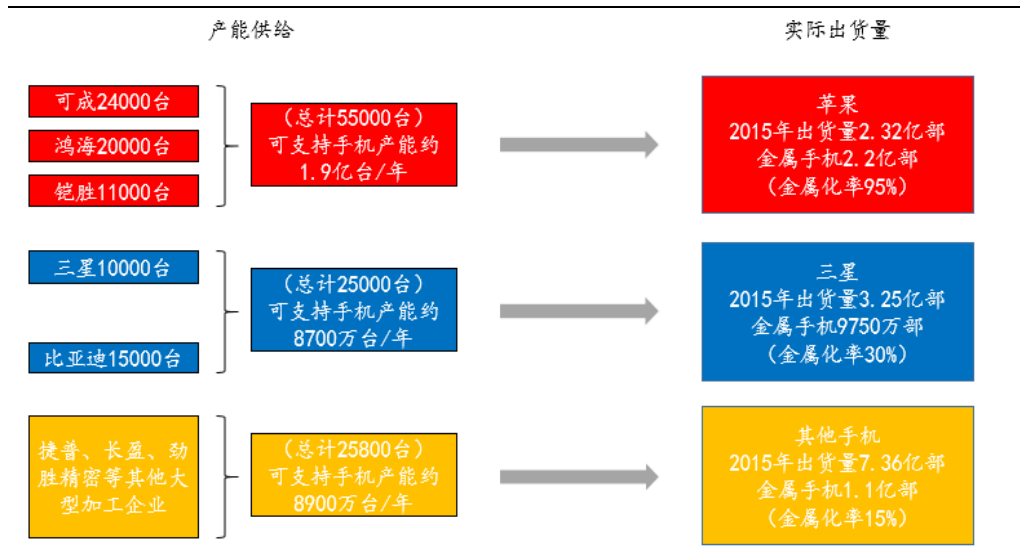
资料来源: 中国产业信息网, 海通证券研究所

CNC 设备行业尚有一定存量, 相关企业存在业绩弹性预期。2015 年 CNC 设备产量是负增长状态, 而 CNC 市场规模增速在 4.7%, 两者同比增速存在 20% 左右的差异, 说明行业中还有部分 CNC 设备存量待消化。2014 年 CNC 设备市场火热, 供不应求; 2015 年上半年金属机壳市场由供不应求转变为产能过剩, CNC 热潮使得 CNC 加工厂扩建, 改变了此前产能紧缺的状况, 同时三星在越南建设工厂, 转移配套产能, 使得原本供货的 CNC 加工厂必须寻求新客户订单, CNC 设备存量增加。随着 CNC 市场需求的不断增加, CNC 设备存量逐渐出清, CNC 设备制造企业存在一定业绩弹性。

从目前的智能手机金属机壳加工的 CNC 产能分布来看, 大致可分为苹果、三星和其他品牌三大阵营, 不过随着国内智能手机品牌的崛起 (以华为、OPPO 和 VIVO 为代表), 后两大阵营之间的界限也逐步打破。金属机壳加工的旺盛需求带动了 CNC 的投

资呈现持续性的增长，我们预计这一趋势在 2-3 年内仍将持续。

图17 国内智能手机金属机壳加工 CNC 市场格局



资料来源：TrendForce、海通证券研究所

CNC 设备制造业行业集中度不高，国内国外尚存技术差距。目前从事 CNC 设备制造的企业主要有国外的发那科（日本）、兄弟（日本）、马扎克（德国）、牧野（日本）等，国内的北京精雕、创世纪、润星科技等具备较强的竞争实力。目前国内 CNC 制造商中前十大企业生产的数控机床集中度不到 50%，中高端市场还存在一定空缺。

国内的知名 CNC 制造企业在技术、市场、客户资源等多个方面各具优势，由于行业进入壁垒较高，且行业整体盈利水平呈现缓慢下行的状态，预计规模优势将在后期竞争中起到十分重要的作用，当前具备竞争优势的企业在未来的竞争中同样具备竞争力。

表 16 CNC 行业国内外竞争格局：国内中高端市场存在空缺

分类	代表企业	描述
国际巨头	日本发那科、兄弟、牧野，德国马扎克等	强大的技术、规模和品牌优势
国内大中型专业数控机床企业	北京精雕、润星科技、创世纪、沈阳机床	掌握一定的核心技术不具备较大规模和品牌优势
技术要求低的组装机床企业	——	规模小、技术水平低的内资企业

资料来源：中国产业信息网、海通证券研究所

4. 投资逻辑总结：主业业绩拐点，3C 自动化业务受益于手机机身复杂化潮流有望超预期，股权激励+增持彰显信心

创世纪的玻璃机有望放量，提升业绩弹性。随着无线充电以及 OLED 屏的运用，盖板玻璃发展势头迅猛，需求倍增，带动上游玻璃加工设备景气度提升。未来双面玻璃、曲面玻璃渗透率提升加速，以玻璃精雕机为代表的玻璃加工设备有望迎来持续 1-2 年的高景气周期，而热弯机则有望在 2018 年得以爆发。目前，创世纪的 2.5D 玻璃精雕机设备技术已经成熟，累计销量已超过 3000 台，并且已经得到部分大客户的试用，按照大客户的试用周期进行推算，预计有望在今年二、三季度迎来批量订单。此外，公司的热弯机处于试用阶段，另外也有陶瓷 CNC 等在研新产品储备，以满足随时爆发的市场需求。

图18 创世纪的 CNC 玻璃加工设备


资料来源：创世纪官网，海通证券研究所

金属机身渗透率提升，工艺要求增高，创世纪 CNC 设备未来仍将稳步增长。目前的金属机身渗透率不到 60%，中低端手机中仍有大量机型仍在用塑胶壳。2017 年中低端手机的金属壳渗透率将提速，产生金属加工需求。金属机身渗透率提升与玻璃壳运用并不完全冲突，双面玻璃+金属中框的设计将会是未来一段时间内手机机身的设计方向，工艺要求更高的金属中框也利好 CNC 设备发展。

目前，创世纪 CNC 的产能在 2000 台/月，且有较大的弹性。此外，在技术方面，公司的产品得到了客户的广泛好评，加工良率始终保持在较高水平。

主业有望扭亏。公司主业近两年对整体业绩的拖累较大，公司在 2016 年进行了大刀阔斧的改革，包括精简人员、升级管理模式、引入新的管理和技术团队、拓展优质新客户等措施，以求提升公司整体经营效率。目前，金属机壳业务占传统业务比例已接近一半，且获取了 OPPO 等优质客户的订单。我们预计公司的主业有望在 2017 年实现扭亏为盈，呈现逐季度好转的态势。

股权激励到位，重要股东增持提供安全边际。公司先后发布股权激励计划和重要股东增持，显示出公司管理层对公司业绩增长的信心以及对于后续股价走势的看好。我们认为这为当前股价奠定了一定的安全边际。

5. 盈利预测、估值、风险提示

5.1 关键假设及盈利预测

我们对于公司的两大业务板块分开预测：

1) 传统主业——消费电子精密结构件：主要包括塑胶件和金属件，此外还包括玻璃产品和粉末冶金产品等。受塑胶件业务下滑影响，公司曾在 2015 年底计提了 5795 万元的固定资产减值准备和 14644 万元的存货跌价准备，为后续的业务转型减轻包袱。2016 年，预计公司的塑胶件业务仍处于亏损状态，但金属件的逐步放量使得公司的整体业绩出现改善。我们预计 2017 年以后，公司的传统业务调整到位，金属件将成为传统主业的主要盈利点。预计 2016-2018 年，消费电子精密结构件业务实现收入 39.21 亿元、41.17 亿元和 43.23 亿元，毛利率为 13.90%、15.70%、15.70%。

2) 创世纪——数控机床等高端装备：创世纪的主要产品为 CNC 机床，公司过去几年保持了快速的增长态势，预计 CNC 的市场仍将保持较快增长。此外，2017 年开始，玻璃精雕机、热弯机有望形成销售，特别是玻璃精雕机在 2017 年将有望成为创世纪的重要增长点，我们预计能够形成 3000 台销量（受益于大客户的采购放量），新增 6 亿元销售收入。综上，预计公司 2016-2018 年数控机床业务的销售收入分别为 13.00 亿元、23.00 亿元和 31.90 亿元，毛利率为 42.50%、43.00%和 43.00%。

根据以上假设，我们预测公司 2016-2018 年的营业收入为 52.87 亿元、64.90 亿元和 75.86 亿元，净利润为 1.29 亿元、4.51 亿元和 6.50 亿元，EPS 为 0.09 元、0.32 元

和 0.46 元。

表 17 公司主营业务收入预测及主要假设

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
分产品销售收入 (亿元)						
消费电子精密结构件	32.59	39.42	34.39	39.21	41.17	43.23
数据机床等高端装备			1.05	13.00	23.00	31.90
合计主营业务收入	32.59	39.42	35.44	52.21	64.17	75.13
分产品销售增长率 (%)						
消费电子精密结构件		20.98	-12.76	14.00	5.00	5.00
数据机床等高端装备				1139.19	76.92	38.70
主营业务收入同比增长率 (%)		20.98	-10.10	47.31	22.91	17.08
分产品销售毛利率 (%)						
消费电子精密结构件	17.12	18.18	11.73	13.90	15.70	15.70
数据机床等高端装备			35.47	42.50	43.00	43.00
合计主营业务毛利率 (%)	17.12	18.18	12.43	21.02	25.49	27.29

资料来源: wind, 海通证券研究所

5.2 估值与投资建议

我们认为公司在传统业务领域的转型成效已经逐步显现, 而创世纪在 CNC 领域的优势有望继续保持, 玻璃加工设备则为其业绩提供较大弹性, 今年公司的业绩有望超股权激励的目标。参考可比公司估值, 我们给予公司 2017 年 35 倍 PE, 对应目标价 11.20 元, 维持“买入”评级。

表 18 可比公司估值情况 (2017.3.9)

	总市值 (亿元)	预估 2016 年归母净利润 (亿元)	2016 年 PE (倍)	预估 2017 年归母净利润 (亿元)	2017 年 PE (倍)
智云股份	87.04	1.43	60.85	2.08	41.87
智慧松德	96.19	1.02	94.17	1.25	76.96
胜利精密	263	8.86	29.67	13.64	19.28
长盈精密	259	6.67	38.82	9.4	27.55
劲胜精密	113	1.29	87.6	4.51	25.06

注: 可比公司预估 16、17 年归母净利润来自 wind 一致预期; 劲胜精密数据来自于本篇报告的盈利预测
资料来源: wind, 海通证券研究所

5.3 风险提示

原有主业好转情况低于预期, 新产品推广低于预期, 市场竞争加剧。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标 (元)					营业总收入	3566.69	5287.07	6489.74	7585.58
每股收益	-0.33	0.09	0.32	0.46	营业成本	3112.46	4168.37	4828.88	5509.70
每股净资产	14.00	3.59	3.88	4.34	毛利率%	12.74%	21.16%	25.59%	27.37%
每股经营现金流	-1.49	-0.40	0.29	0.40	营业税金及附加	13.08	16.92	20.77	24.27
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	营业税金率%	0.37%	0.32%	0.32%	0.32%
价值评估 (倍)					营业费用	149.58	185.05	227.14	265.50
P/E	-24.75	90.40	25.82	17.92	营业费用率%	4.19%	3.50%	3.50%	3.50%
P/B	0.58	2.28	2.11	1.89	管理费用	562.02	782.49	908.56	1061.98
P/S	3.26	2.20	1.79	1.54	管理费用率%	15.76%	14.80%	14.00%	14.00%
EV/EBITDA	-577.10	33.68	15.03	10.79	EBIT	-270.45	134.25	504.39	724.13
股息率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	财务费用	31.15	18.96	13.09	2.51
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.87%	0.36%	0.20%	0.03%
毛利率	12.74%	21.16%	25.59%	27.37%	资产减值损失	222.17	0.00	0.00	0.00
净利润率	-13.22%	2.44%	6.95%	8.57%	投资收益	-0.03	2.50	3.25	4.23
净资产收益率	-9.44%	2.52%	8.11%	10.46%	营业利润	-523.80	117.79	494.55	725.84
资产回报率	-5.36%	1.38%	4.60%	5.99%	营业外收支	22.33	32.00	30.00	30.00
投资回报率	-6.41%	2.55%	9.50%	13.48%	利润总额	-501.47	149.79	524.55	755.84
盈利增长 (%)					EBITDA	-18.42	328.62	708.53	931.68
营业收入增长率	-10.40%	48.23%	22.75%	16.89%	所得税	-29.93	20.97	73.44	105.82
EBIT 增长率	-284.78%	149.64%	275.71%	43.57%	有效所得税率%	5.97%	14.00%	14.00%	14.00%
净利润增长率	-743.86%	-127.32%	250.18%	44.09%	少数股东损益	-1.04	0.01	0.05	0.07
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	-470.50	128.81	451.06	649.96
资产负债率	43.2%	45.0%	43.2%	42.7%	扣除非经常性损益净利润	-492.54	101.30	425.31	624.22
流动比率	1.49	1.55	1.72	1.85	资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
速动比率	0.96	0.79	0.88	0.99	货币资金	1562.32	1237.04	1238.31	1703.22
现金比率	3.58	2.24	9.47	—	应收款项	1116.13	1086.38	1333.51	1558.68
经营效率指标					存货	1626.63	2741.64	3043.40	3471.97
应收帐款周转天数	91.36	75.00	75.00	75.00	其它流动资产	60.88	60.88	60.88	60.88
存货周转天数	136.96	240.00	230.00	230.00	流动资产合计	4901.84	5743.81	6428.76	7671.81
总资产周转率	0.57	0.59	0.68	0.73	长期股权投资	13.47	13.47	13.47	13.47
固定资产周转率	2.44	3.41	4.69	6.25	固定资产	1632.21	1662.21	1692.21	1722.21
					在建工程	223.31	203.31	183.31	163.31
					无形资产	149.67	152.67	149.44	146.35
					非流动资产合计	3870.85	3558.13	3367.99	3174.44
现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	资产总计	8772.69	9301.94	9796.75	10846.26
净利润	-471.54	128.82	451.11	650.02	短期借款	436.06	551.20	130.79	0.00
折旧摊销	252.04	194.37	204.14	207.55	应付账款	1435.69	1438.94	1680.19	1932.17
营运资金变动	-561.78	-876.93	-219.57	-247.87	预收账款	72.13	100.45	123.31	144.13
经营活动现金流	-529.94	-569.28	415.52	577.98	其它流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产投资	0.00	-30.00	-30.00	-30.00	流动负债合计	3293.83	3694.25	3737.96	4137.44
无形资产投资	0.00	-3.00	-3.00	-3.00	长期借款	110.00	110.00	110.00	110.00
资本支出	554.88	-150.34	-16.00	-16.00	其它长期负债	384.71	384.71	384.71	384.71
投资活动现金流	-249.07	152.84	19.25	20.23	非流动负债合计	494.71	494.71	494.71	494.71
债务变化	-109.07	115.14	-420.41	-130.79	负债总计	3788.53	4188.96	4232.67	4632.15
股票发行	2065.00	0.00	0.00	0.00	实收资本	355.89	1423.58	1432.15	1432.15
融资活动现金流	2127.27	91.15	-433.50	-133.30	普通股股东权益	4984.15	5112.11	5563.17	6213.13
现金净流量	1348.26	-325.29	1.27	464.91	少数股东权益	0.85	0.86	0.91	0.97
公司自由现金流	-546.29	-580.11	405.34	569.42	负债和所有者权益合计	8772.69	9301.94	9796.75	10846.26
股权自由现金流	-763.52	-467.90	-8.99	463.75					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 09 日
资料来源: 公司年报 (2015), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余炜超 机械行业
沈伟杰 机械行业
耿耘 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：徐工机械,中金环境,长荣股份,五洋科技,安徽合力,苏试试验

投资评级说明

类别	评级	说明
1. 投资评级的比较标准	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上;
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间;
	中性	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 5%之间;
	减持	个股相对大盘涨幅介于 -5%与 -15%之间;
	卖出	个股相对大盘涨幅低于 -15%。
2. 投资建议的评级标准	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上;
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间;
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

姜超 副所长
(021)23212042 jc9001@htsec.com

江孔亮 副所长
(021)23219422 klijiang@htsec.com

邓勇 所长助理
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 所长助理
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

钟奇 所长助理
(021)23219962 zq8487@htsec.com

宏观经济研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
顾潇啸(021)23219394 gxx8737@htsec.com
于博(021)23219820 yb9744@htsec.com
联系人
梁中华(021)23154142 lzh10403@htsec.com
李金柳(021)23219885 ljl11087@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
沈泽承(021)23212067 szc9633@htsec.com
联系人
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
吕丽颖(021)23219745 lly10892@htsec.com
史霄安 sxa11398@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
陈瑶(021)23219645 chen Yao@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
宋家骥(021)23212231 sjj9710@htsec.com
联系人
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
王毅(021)23219819 wy10876@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
蔡思圆(021)23219433 csy11033@htsec.com

固定收益研究团队

姜超(021)23212042 jc9001@htsec.com
周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
朱征星(021)23219981 zzx9770@htsec.com
张卿云(021)23219445 zqy9731@htsec.com
联系人
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
杜佳(021)23154149 dj11195@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
钟青(010)56760096 zq10540@htsec.com
李珂(021)23219821 lk6604@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
联系人
申浩(021)23154117 sh10156@htsec.com
郑英亮(021)23154147 zyl10427@htsec.com
李影 ly11082@htsec.com
姚佩(021)23154184 yp11059@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
张宇(021)23219583 zy9957@htsec.com
刘宇(021)23219608 liuy4986@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
联系人
王鸣阳(021)23219356 wmy10773@htsec.com
程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相姜(021)23219945 xj11211@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
陈久红(021)23219393 chenjiuhong@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
联系人
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
毛建平(021)23154134 mjp10376@htsec.com
殷奇伟(021)23154139 yqw10381@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
孙建(021)23154170 sj10968@htsec.com
联系人
师成平(010)50949927 scp10207@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
刘浩 01056760098 lh11328@htsec.com

汽车行业

邓学(0755)23963569 dx9618@htsec.com
联系人
谢亚彤(021)23154145 xyt10421@htsec.com
王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威 0755-82900463 dw11213@htsec.com

公用事业

张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com
联系人
赵树理(021)23219748 zsl10869@htsec.com
张磊(021)23212001 zl10996@htsec.com

批发和零售贸易行业

汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com
王晴(021)23154116 wq10458@htsec.com

互联网及传媒

钟奇(021)23219962 zq8487@htsec.com
郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
联系人
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com
强超廷(021)23154129 qct10912@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
唐宇 ty11049@htsec.com
刘欣(010)58067933 lx11011@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
联系人
李姝醒(021)23219401 lsx11330@htsec.com
杨娜(021)23154135 yn10377@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢益(021)23219436 xiey@htsec.com
贾亚童(021)23219421 jiayt@htsec.com
联系人
金晶 jj10777@htsec.com
杨凡(021)23219812 yf11127@htsec.com

电子行业 陈平(021)23219646 cp9808@htsec.com 联系人 谢磊(021)23212214 xl10881@htsec.com 张天闻 ztw11086@htsec.com	煤炭行业 吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 李淼(010)58067998 lm10779@htsec.com 联系人 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com	电力设备及新能源行业 牛品(021)23219390 np6307@htsec.com 房青(021)23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔(021)32319171 xbq6583@htsec.com 杨帅(010)58067929 ys8979@htsec.com 联系人 曾彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
基础化工行业 刘威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 李明刚(0755)23617160 lmg10352@htsec.com 刘强(021)23219733 lq10643@htsec.com 联系人 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 谢春生(021)23154123 xcs10317@htsec.com 联系人 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 杨林(021)23154174 yl11036@htsec.com 鲁立 ll11383@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 联系人 庄宇(010)50949926 zy11202@htsec.com
非银行金融行业 孙婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 联系人 夏昌盛(010)56760090 xcs10800@htsec.com	交通运输行业 虞楠(021)23219382 yun@htsec.com 张杨(021)23219442 zy9937@htsec.com 联系人 童宇(021)23154181 ty10949@htsec.com	纺织服装行业 于旭辉(021)23219411 yxh10802@htsec.com 唐琴(021)23212208 tq9709@htsec.com 梁希(021)23219407 lx11040@htsec.com 联系人 马榕 23219431 mr11128@htsec.com
建筑建材行业 邱友锋(021)23219415 qyf9878@htsec.com 钱佳佳(021)23212081 qjj10044@htsec.com 冯晨阳(021)23154019 fcy10886@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 耿耘(021)23219814 gy10234@htsec.com 沈伟杰(021)23219963 swj11496@htsec.com 联系人 杨震(021)23154124 yz10334@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 联系人 刘璇(021)23219197 lx11212@htsec.com
建筑工程行业 杜市伟 dsw11227@htsec.com 联系人 毕春晖(021)23154114 bch10483@htsec.com	农林牧渔行业 丁频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈雪丽(021)23219164 cxl9730@htsec.com 联系人 陈阳(010)50949923 cy10867@htsec.com 关慧(021)23219448 gh10375@htsec.com 夏越(021)23212041 xy11043@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 孔梦遥(010)58067998 kmy10519@htsec.com 成珊(021)23212207 cs9703@htsec.com
军工行业 徐志国(010)50949921 xzg9608@htsec.com 刘磊(010)50949922 ll11322@htsec.com 蒋俊(021)23154170 jj11200@htsec.com 联系人 张恒暄(010)68067998 zhx10170@htsec.com	银行行业 林媛媛(0755)23962186 lyy9184@htsec.com 联系人 林瑾璐 ljl11126@htsec.com 谭敏沂 tmy10908@htsec.com	社会服务行业 联系人 李铁生(010)58067934 lts10224@htsec.com 陈扬扬(021)23219671 cyy10636@htsec.com 顾燕阁 gxm11214@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 联系人 李阳 ly11194@htsec.com 朱默辰 zmc11316@htsec.com	造纸轻工行业 曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com 联系人 朱悦(021)23154173 zy11048@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏合 gbh11537@htsec.com 饶伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 王雅清(0755)83254133 wyq10541@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱健(021)23219592 zhuj@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 蒋炯 jj10873@htsec.com 方辉晨(021)23154220 fyc10312@htsec.com 李唯佳(021)23219384 ljwj@htsec.com 黄诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 黄毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 张明 zm11248@htsec.com 陆铂锡 lbx11184@htsec.com 吴尹 wy11291@htsec.com 陈铮茹 czr11538@htsec.com
--	--	---

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：(021) 23219000
传真：(021) 23219392
网址：www.htsec.com