

证券研究报告

电子行业



买入 (首次)

0698.HK 通达集团

港股通(深)

目标价: 3.50 港元

现价: 2.80 港元

金属手机壳强劲增长, 3D 玻璃布局未来

2017 年 03 月 26 日

预期升幅: 25.0%

市场数据

报告日期 2017.03.26

收盘价(港元)	2.80
总股本(亿股)	57.96
总市值(亿港元)	162.29
净资产(亿港元)	46.68
总资产(亿港元)	105.90
每股净资产(港元)	0.81

数据来源: Wind

相关报告

业绩点评-20160825

跟踪报告-20161014

跟踪报告-20170323

海外制造业研究

高级分析师: 鲁衡军

注册国际投资分析师 CIIA

luhj@xyzq.com.cn

SFC: AZF126

SAC: S0190515010004

主要财务指标

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万港元)	7,825	9,922	12,414	15,678
同比增长(%)	28.83%	26.79%	25.12%	26.29%
净利润(百万港元)	1,020	1,367	1,799	2,412
同比增长(%)	42.85%	34.53%	32.01%	34.33%
毛利率(%)	24.09%	25.00%	25.40%	26.00%
净利润率(%)	13.04%	13.78%	14.50%	15.38%
净资产收益率(%)	21.87%	24.16%	26.34%	29.41%
每股收益(港元)	0.18	0.23	0.31	0.41
市盈率	16.00	12.02	9.10	6.78
股息率	1.86%	2.50%	3.30%	4.43%

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所

投资要点

- **首次评级覆盖, 给予“买入”投资评级, 目标价 3.50 港元。**通达集团是领先的消费电子结构件方案供货商, 受益于智能手机的迅猛发展, 未来几年公司业绩有望持续快速增长。我们给予其未来 12 个月内 3.50 港元的目标价, 对应 2017-2019 年 PE 为 15.0、11.4、8.5 倍, 较现价 2.80 港元约有 25.0% 的上升空间, 首次评级覆盖并给予其“买入”投资评级。
- **智能手机外壳领先制造商, 扩建新产能应对需求增长。**通达集团快速提升金属手机外壳产能, 预期 2017 年金属手机壳出货量从 2016 年 6,000 万部增长至 8,000 万部, 市占率提升至 26%。通达集团在结构件上的核心竞争能力包括: 具备产品设计和模具开发能力以及大批量的快速供货的能力。
- **防水组件进入苹果供应链, 提前布局 3D 玻璃, 抢占市场先机。**通达于 2015 年开始研发手机防水零部件, 2016 年 8 月开始为苹果公司提供防水组件, 2017 年将为苹果公司大批量供货。业内预计 3D 玻璃+金属中框是未来 5G 手机的主流配置, 通达集团是国内唯一一家拥有 3D 玻璃贴膜生产技术的公司, 公司已对 3D 玻璃进行了提前布局, 抢占市场先机。
- **积极拓展汽车内饰件业务, 业绩倍增高成长。**汽车内饰件毛利率超过 30%, 市场空间巨大。除比亚迪和福特外, 2016 年通达新增 6 位汽车客户, 开始批量提供汽车内饰件产品。汽车内饰件业务预计 2017 年业绩倍增, 汽车内饰件业务将成为通达新的利润增长点。
- **风险提示:** 行业竞争加剧, 毛利率下降; 下游国产手机市场份额下降等。

目 录

1、公司基本概况	- 4 -
1.1、领先的消费电子结构件解决方案供货商	- 4 -
1.2、通达集团的发展历程	- 4 -
1.3、公司的股权结构	- 5 -
1.4、过往业务发展概况	- 6 -
2、手机外壳持续变革：金属机身成主流，3D 玻璃引潮流	- 8 -
2.1、通信技术日新月异，手机更新换代加速	- 8 -
2.3、手机外壳行业持续变革，金属机身渐成主流	- 11 -
2.4、3D 玻璃+金属中框有望成为 5G 主流配置	- 12 -
2.5、全金属机身渗透率持续提升中	- 15 -
3、金属手机壳市场领先，新产品助企业持续成长	- 17 -
3.1、手机金属结构件业务增长强劲	- 17 -
3.2、手机外壳生产技术领先，客户优质稳定	- 19 -
3.3、进入苹果公司防水组件供应链，2017 年将大批量供货	- 20 -
3.4、3D 玻璃加工技术领先市场，前瞻性进行技术布局	- 22 -
3.5、汽车内饰件业务爆发式增，成为新的利润增长点	- 23 -
4、财务状况稳健	- 25 -
5、盈利预测与估值	- 27 -
5.1、营业收入预测	- 27 -
5.2、利润表预测	- 28 -
5.3、PE 估值法及目标价	- 29 -
5.4、同类公司估值比较	- 30 -
6、风险因素	- 30 -

图 目 录

图 1、公司的主要产品	- 4 -
图 2、公司发展里程碑事件	- 5 -
图 3、公司主要股权结构	- 5 -
图 4、通达集团核心产品变迁	- 6 -
图 5、主营收入和净利润	- 6 -
图 6、综合毛利率、净利率	- 6 -
图 7、公司各分部产品收入情况	- 7 -
图 8、电器部门中各业务收入占总收入比重变化	- 7 -
图 9、手机的演变	- 9 -
图 10、全球互联网用户数和普及率	- 10 -
图 11、全球智能手机用户数和普及率、渗透率	- 10 -
图 12、全球、中国智能手机出货量	- 10 -
图 13、智能手机更换速度	- 10 -
图 14、手机全产业链	- 11 -
图 15、手机外壳材质革新（以苹果为例）	- 12 -
图 16、苹果典型三段式机身	- 13 -

图 17、3D 玻璃屏.....	- 13 -
图 18、3D 玻璃背板.....	- 13 -
图 19、3D 玻璃加工工艺流程.....	- 14 -
图 20、3D 玻璃背板市场.....	- 14 -
图 21、3D 玻璃手机及金属中框.....	- 14 -
图 22、2016 年全球 3G/4G 网络覆盖情况.....	- 15 -
图 23、2016 年中国 3G/4G 网络覆盖情况.....	- 15 -
图 24、全球智能手机市场金属机身渗透率.....	- 16 -
图 25、中国智能手机市场金属机身渗透率情况.....	- 16 -
图 26、全球手机金属结构件市场需求.....	- 16 -
图 27、中国手机金属结构件市场规模.....	- 16 -
图 28、中国手机品牌-金属外壳出货量和渗透率.....	- 17 -
图 29、通达金属外壳出货量增长情况.....	- 17 -
图 30、2016 年公司销售收入结构.....	- 17 -
图 31、下游主要客户智能手机出货量走势.....	- 18 -
图 32、通达手机大客户贡献营收.....	- 18 -
图 33、通达集团手机部件生产技术.....	- 19 -
图 34、通达集团的主要客户.....	- 20 -
图 35、防水部件在苹果手机的应用.....	- 20 -
图 36、防水智能手机渗透率.....	- 21 -
图 37、液态硅胶 (LSR).....	- 21 -
图 38、橡胶压模-O 型环.....	- 21 -
图 39、2.5D、3D 玻璃外壳制造流程.....	- 22 -
图 40、通达汽车内部饰件产品.....	- 23 -
图 41、汽车业务拓展历程.....	- 24 -
图 42、资产负债率.....	- 25 -
图 43、流动比率和速动比例.....	- 25 -
图 44、利息保障倍数.....	- 25 -
图 45、三大现金流.....	- 25 -
图 46、应收账款周转天数.....	- 26 -
图 47、应付账款周转天数.....	- 26 -
图 48、存货周转天数.....	- 26 -
图 49、净资产收益率 ROE 杜邦分析.....	- 26 -
图 50、通达集团历史 PE Band.....	- 29 -
图 51、通达集团历史 PB Band.....	- 29 -

表 目 录

表 1、公司发展历程.....	- 4 -
表 2、移动通信技术发展历程.....	- 8 -
表 3、部分人口大国移动互联网用户 (百万) 及渗透率.....	- 9 -
表 4、结构件加工工艺变革.....	- 12 -
表 5、金属结构件加工工艺.....	- 12 -
表 6、各国 5G 研发进程.....	- 13 -
表 7、按产品划分的销售额及变动 (百万港元).....	- 17 -
表 8、手机防水级别.....	- 20 -
表 9、手机结构件销售价格—通达.....	- 23 -
表 10、营业收入预测表.....	- 28 -
表 11、利润预测表.....	- 29 -
表 12、同类公司估值比较.....	- 30 -

1、公司基本情况

1.1、领先的消费电子结构件解决方案供货商

通达控股集团股份有限公司（简称“通达集团”或“通达”，港股代码：0698.HK，2000年12月22日在香港主板上市）是全球领先的消费类电子产品精密结构件解决方案供货商。

当前，通达主要为消费类电子电器，如手机、手提电脑及家电设计和生产外壳及相关产品，近年更拓展业务到汽车内饰件领域。当前收入占比最大的手机业务板块则包括各类手机外壳、防水部件、3D玻璃外壳等精密构件。

图 1、公司的主要产品



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

通达集团为消费类电子产品外壳提供一站式服务，金属手机外壳市场份额国内占比第三，约 20% 以上的市占率，处于行业前列。同时，公司积极拓展业务领域，进行战略性布局，包括防水精密零部件—液态硅胶、橡胶压模、3D 玻璃+金属中框和汽车内饰件业务等领域。目前通达是还国内唯一一家拥有自主研发 3D 玻璃镀膜技术的公司，因此在 3D 玻璃业务方面具有技术领先的优势。

1.2、通达集团的发展历程

表 1、公司发展历程

时间	事件
1988 年	1988 年 11 月 18 日创办中外合资通达电子有限公司
1998 年	成立通达电器有限公司，并投资建立福建石狮石湖港通达工业园区，作为生产制造基地，主要以模内镶件注塑（IML）技术生产塑胶外壳
2000 年	成立通达集团控股有限公司，并于 12 月 22 日在香港联交所挂牌上市，上市代码：0698.HK
2002 年	成立通达五金（深圳）有限公司：在深圳宝安区钟屋建立通达工业园区，主要生产五金零部件
2003 年	成立厦门通达科技有限公司：在厦门市海沧区新阳工业区建立工业园区，主要生产手机及通讯零部件
2010 年	成立通达宏泰科技（苏州）有限公司：在苏州常熟市建立工业园区，主要生产手提电脑配件
2013 年	在上海久富开发区及台湾高雄市左营区成立研发中心，主要开发镭射直接成型（LDS）天线技术，LDS 将天线直接镭射在手机外壳上，不仅避免内部手机金属干扰，可缩小手机外壳厚度；在南安市水头镇建立新厂房，主要以 LDS 天线技术生产通讯零部件
2016 年	通达集团获评选为《福布斯》“亚洲 200 强优秀公司（收益于 10 亿美元内）”之一

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

1.3、公司的股权结构

通达集团为香港交易所挂牌上市公司，当前已发行普通股份 5,796,005,555 股，均为流通 H 股。公司实际控制人是王亚南、王亚杨、王亚榆和王亚华创业四兄弟，合计持有通达集团（0698.HK）约 45.24% 股份。

王亚南，55 岁，祖籍福建，通达集团控股有限公司创办人，毕业于厦门大学，获得工商管理硕士学位。现任该集团董事局主席兼行政总裁，负责本集团之整体策略性规划及业务发展，亦负责开拓海外市场，在电子及电器业有逾二十年经验。

王亚杨，集团副主席兼总经理，负责本集团的整体管理，尤其专注于产品开发、制订及监察年度生产计划及营运预算。同时也负责指导本集团在福建省厦门营运单位的日常运作，在电子及电器业有逾二十年经验。

王亚榆，集团副总经理兼福建省石狮市通达电器有限公司总经理，负责监管本集团于福建省石狮市的营运单位及指导日常运作，在电子及电器业有逾二十年经验。

王亚华，集团副总经理兼通达五金（深圳）有限公司（“通达五金”）总经理，负责监管本集团在广东省深圳的营运单位及指导日常运作，在五金及电器业有逾二十年经验。

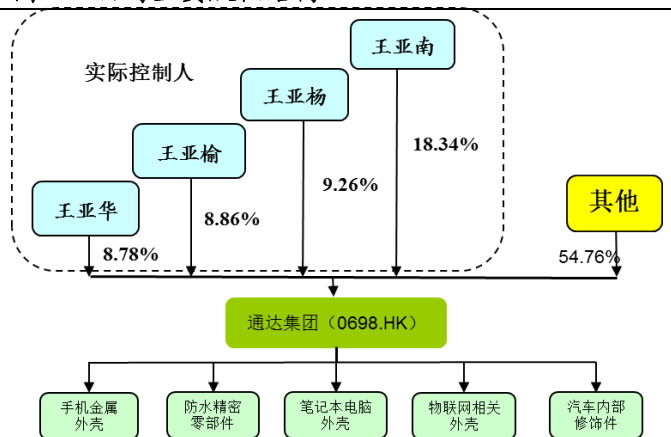
通达集团最新股权结构如图 3 所示：

图 2、公司发展里程碑事件



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 3、公司主要股权结构



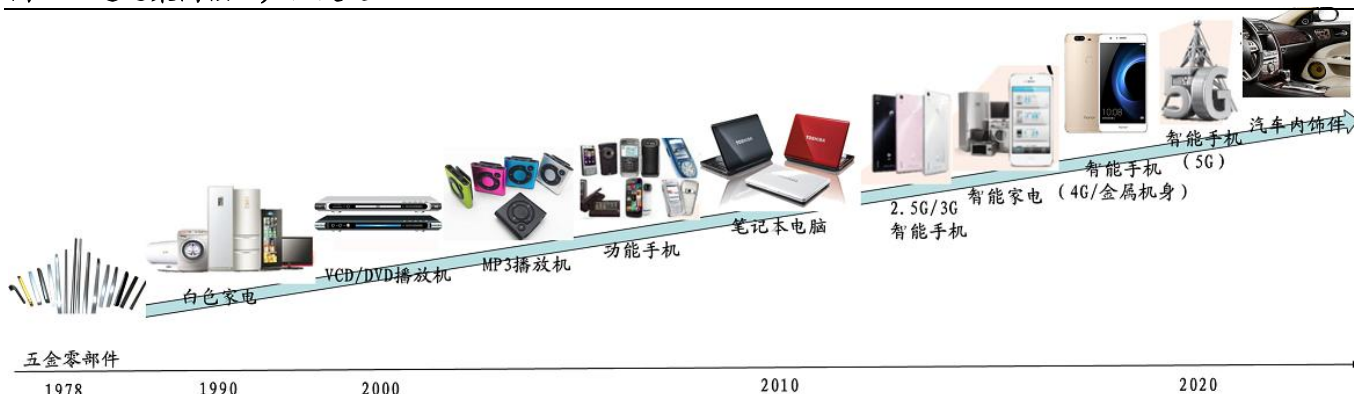
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

员工股权激励伴随企业一路成长。公司在 2000 年上市之初即开始实行股权激励政策，董事可向公司雇员授出可认购股份的购股权。当前最新资料披露显示，公司尚未行权购股权数为：1、行权价 0.87 港元购股权 0.804 亿份。2、行权价 1.80 港元购股权 0.58 亿份。另外公司尚有 2018 年 6 月到期可换股债券，换股价 1.80 港元，若全部转换股票可发行 4.89 亿股普通股。

1.4、过往业务发展概况

通达集团致力于为消费者电子产品外壳提供一站式解决方案。过往多年随着电子产品的革新换代，公司的主营产品也经历过多次变革，从最开始的金五零部件，到为白色家电、VCD/DVD 播放机、MP3 播放机、功能手机、手提电脑、智能家电、智能手机（2G、3G、4G）设计和提供外壳，其中智能手机外壳也经历了塑料、塑料金属到全金属、3D 玻璃的材质革新。主营产品与时俱进，这与通达作为民营企业，灵活经营并坚持高毛利业务的理念有关，公司的核心业务都在外壳生产领域，但终端产品、客户群体和客户行业却不受限制，从而能紧跟市场变化趋势。

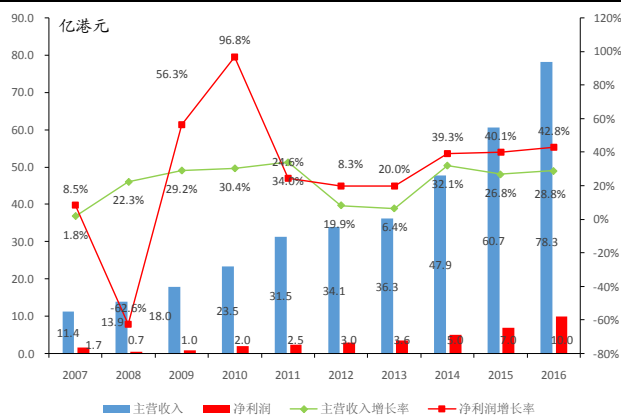
图 4、通达集团核心产品变迁



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

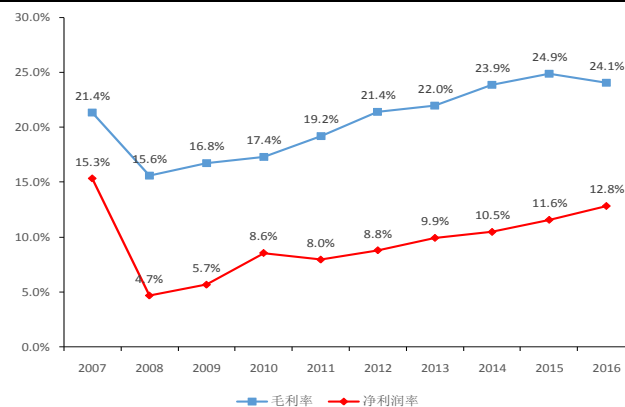
公司的主营收入和净利润近年持续增长，2006-2016 年 10 年间主营收入复合增速达 21.47%，净利润复合增速达 20.07%。公司主营收入稳健增长，净利润在 2008 年因业务变动急剧下降后已趋于快速增长；毛利率与净利润率水平在 2007-2008 年有一个大幅度下降，之后开始稳定上升。

图 5、主营收入和净利润



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 6、综合毛利率、净利率



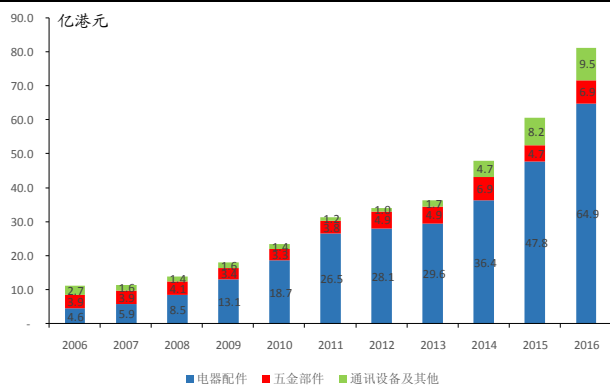
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2007 年公司毛利率下降，主要是当时通讯设备分部业务由于应收账款较长和利润

率较低，部分产品正处于逐步淘汰的阶段，同时 2007 年因终止光纤电缆业务，此业务分部录得亏损 1,241 万港元。

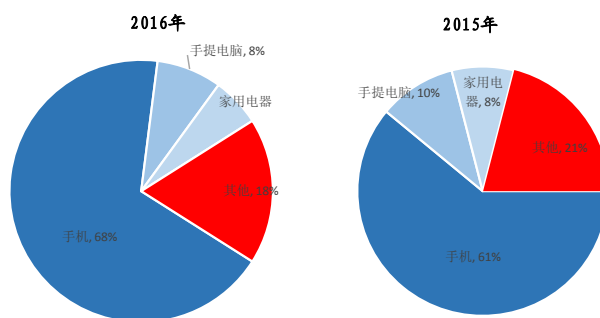
2008 年的毛利率下降是由于当时爆发金融危机，全球电子消费品消费需求下降，公司也受到金融危机冲击。公司产品平均销售售价有所下调，而同时原材料、劳工成本和折旧等经营刚性成本上升。净利润和净利润率下降主要受毛利率下降以及一些费用刚性支出拖累所致。

图 7、公司各分部产品收入情况



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 8、电器部门中各业务收入占总收入比重变化



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

从公司各产品分部的收入看，电器配件（含手机）的业务收入增长较快，反映过去数年间电子产品特别是手机业务的高速发展。

电器配件的业务收入在总收入中逐年上升，目前已达到 8 成占比。**手机**业务是电器配件业务分部最主要收入来源，可以占到总营收的近 70%。手机外壳业务的客户广泛，几乎包括了国内所有知名国产手机商，华为、OPPO 和小米都是公司重要客户，并已经拓展到 LG、摩托罗拉等外资客户。2016 年起公司开始供应苹果防水部件。**电器用品**业务包括中国知名家电品牌海尔、格力及美的，产品包括高端空调、冰箱、洗衣机及电饭煲等家电面板。同时，公司还积极拓展国际市场东芝、富士通等家电客户。**手提电脑**业务包括生产精密金属和塑胶的超薄型电脑和平板电脑外壳，公司正在分拆此业务单独在港交所主板上市，预计 2017 年下半分拆上市完毕。

五金部件包括电器用品把手、机座，电器用品的金属外壳，金属机顶盒等产品。

通讯设备及其他包括汽车内饰件、卫星电视接收机、精密塑胶机顶盒、家居耐用品、体育用品配件、婴儿车用品等。其中汽车内饰件业务增长迅速，公司的汽车厂商客户已经拓展到 8 个客户，包括：比亚迪、福特、大众、马自达、吉利、五菱、通用、长城。汽车内饰件业务有望实现年年翻番增，已成为公司新的利润增长点。

2、手机外壳持续变革：金属机身成主流，3D 玻璃引潮流

2.1、通信技术日新月异，手机更新换代加速

过去十多年，移动通信技术经历了2G到3G、4G的快速变革。未来5年内，5G兴起在即，通信技术呈几何式爆发。第一代移动通信技术（1G）于1986年出现，应用于语音传输。第二代移动通信技术（2G）于1990年开始研发，增加了数据传输服务，使得2G手机具备了文字简讯功能；2G时代持续了近20年的时间，在2G到3G的过渡阶段，基于全球移动通信系统（GSM）标准衍生出来2.5G技术，如General Packet Radio Service（GPRS）、Enhanced Data Rate for GSM Evolution（EDGE）、蓝牙（Bluetooth）等网络制式。第三代移动通信技术（3G）于2000年成熟并正式开启商用，中国则是到2009年才开始启用3G商用，3G技术具备更高的无线网络传输速率，以支撑3G手机对于图像、音乐、视频的处理需求。第四代无线蜂窝电话通讯协议（4G）于2010年在国际上开启商用，其传输速率在10Mbps-20Mbps之间，远高于3G技术，也使得高质量视频传输成为现实。第五代移动通信技术（5G）预计将于2020年成熟并开启商用，5G技术具备更高的传输速率和使用率，届时将广泛应用于更多的智能终端领域，包括移动互联网和物联网领域。

曾经的1G和2G、方兴未艾的3G、风头正尽的4G，代表通信技术未来的5G，大致上是每10年更新一代，人们对通信需求的提升是通信技术革新的重要推动力。

表 2、移动通信技术发展历程

发展	1G	2G	3G	4G	5G
存续时间	1986-1999 年	1990 年-至今	2000 年-至今	2010 年-至今	预计 2020 年开启
网络制式	模拟信号 AMPS	GRPS、EDGE	WCDMA、CDMA2000、TD-SCDMA、WiMAX	TD-LTE、FDD-LTE	
功能服务	语音服务	语音、上网、文字简讯	影像电话和大量数据传输服务	高质量视频传输	支持更多的智能终端
相应手机功能	通话	通话、短信、上网	通话、短信、高速上网	通话、短信、上网、视频通话、高清语音	视频通话、虚拟现实、现实增强
传输速度	无	9.6Kbps-32Kbps	2Mbps	10Mbps-20Mbps	10Gbps

资料来源：兴业证券研究所

手机的发展依托于通信技术，随着经济的发展，消费习惯的转变，手机更新换代是必然趋势，而通信技术的革新无疑是加速了这一进程。

手机和通信的产生源于移动通话的需求，2G时代的手机以功能机为主，具备了通话和短信功能，GRPS制式网络应用让手机开始具备网页浏览功能。3G技术商用开启了智能手机的时代，从爱立信、诺基亚等公司推出最早的智能手机到苹果公司推出的第一代iPhone，智能手机真正走向市场，在之后的10余年，iPhone凭借出

色的应用系统和用户体验引领了全球的智能手机浪潮。另一方面顺应大屏幕为王的趋势下，手机逐渐从以前直板、翻盖、滑盖和旋盖等极具创意和设计的产品，变成了现在只剩下一块操作屏幕的手机。而3G、4G移动网络技术的应用则进一步推动了智能手机的蓬勃发展。

图 9、手机的演变



资料来源：兴业证券研究所

2.2、智能手机市场进入存量替换时代，平稳增长

智能手机伴随着移动互联广泛应用而快速推广。移动通信技术经历了从2G到3G，再到4G的革新，智能手机作为对3G、4G通信技术的硬件支撑，进一步推动了移动互联网使用率的快速增长。

表 3、部分人口大国移动互联网用户（百万）及渗透率

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E
中国	500.1	556.8	619.8	684.3	747.9	809.2	871.5	934.3
渗透率 (%)	36.80%	40.70%	45.10%	49.50%	53.90%	58.00%	62.20%	66.30%
印度	137.3	184.7	222.4	262.8	309.3	366.5	438.3	525.4
渗透率 (%)	10.90%	14.50%	17.20%	20.10%	23.30%	27.30%	32.20%	38.10%
欧盟	345.4	363.7	381.7	399.2	415.9	432.8	450.2	468.6
渗透率 (%)	68.10%	71.60%	74.80%	78.20%	81.40%	84.60%	87.80%	91.30%
美国	200.2	220.9	241.6	259.7	273.1	286.8	300.2	313.1
渗透率 (%)	63.20%	69.20%	75.10%	80.10%	83.60%	87.10%	90.50%	93.30%
巴西	50.8	62.3	72.1	81.6	90	98.4	107.1	115.8
渗透率 (%)	25.30%	30.70%	35.30%	39.60%	43.30%	47.00%	50.80%	54.60%
印度尼西亚	32.4	38.6	44.8	52.2	60.6	70.1	80.4	91.4
渗透率 (%)	13.00%	15.30%	17.50%	20.20%	23.10%	26.40%	29.90%	33.50%
日本	71.4	75.6	78.9	81.6	84	86.3	88.5	90.6
渗透率 (%)	56.10%	59.50%	62.30%	64.70%	66.80%	68.90%	71.00%	72.80%
泰国	16.2	19.9	22.3	24.5	26.9	30.2	33.9	38.2
渗透率 (%)	23.70%	29.00%	32.40%	35.50%	38.90%	43.60%	48.90%	55.10%

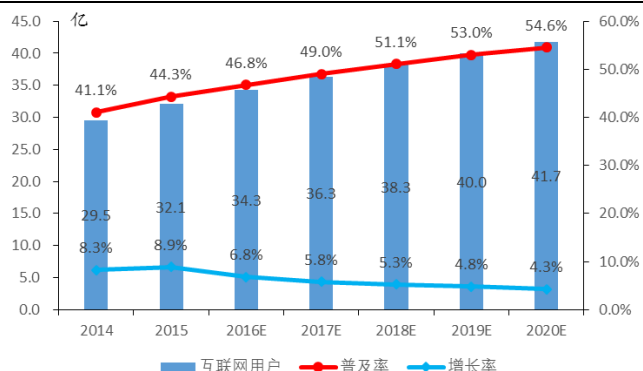
资料来源：弗若斯特沙利文报告，兴业证券研究所

注：渗透率定义为移动互联网用户数目占总人口的比率

根据弗若斯特沙利文报告，预计截至 2016 年 12 月 31 日，美国、欧盟及日本的移动互联网渗透率分别达到 80.10%、78.20%、64.70%，中国、印度、巴西、印度尼西亚及泰国的移动互联网用户分别为 6.843 亿、2.628 亿、8,160 万、5,220 万及 2,450

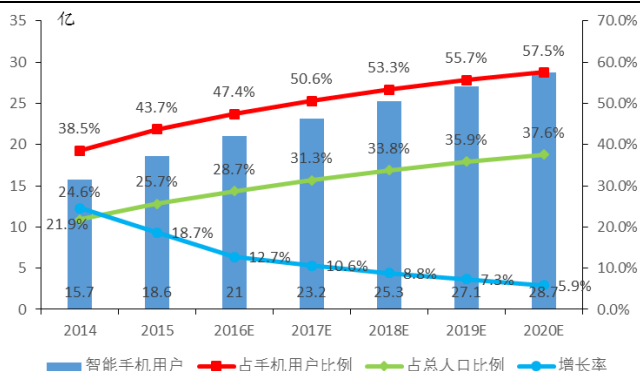
万，但各自的移动互联网渗透率仅为 49.5%、20.1%、39.6%、20.2%及 35.5%，这意味着上述发展中国家的移动互联网相关业务的增长潜力巨大。

图 10、全球互联网用户数和普及率



资料来源：eMarketer 研究报告，兴业证券研究所

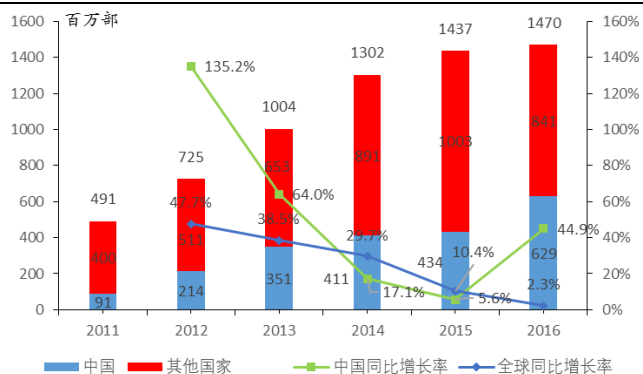
图 11、全球智能手机用户数和普及率、渗透率



资料来源：eMarketer 研究报告，兴业证券研究所

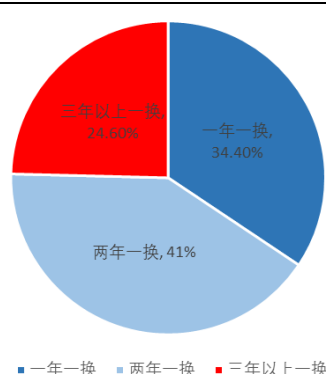
手机终端是移动互联网接入的主要终端，占比在90%以上，主要原因在于移动互联网是基于手机终端产生的。由于智能手机的主要需求端来自于移动互联网用户，其市场潜力极其可观，具有非常大的增长空间。预计到2016年底全球互联网用户已达到34亿人，普及率47%；智能手机用户为21亿人，普及率为28.7%。全球智能手机用户普及率虽低，但其总量依然是一个很大的数字，智能手机保有量已处于一个较高水平。从增速来看，随着基数扩大，全球互联网用户数2016年增速为6.8%，到2020年预计只有4.3%；全球智能手机用户2016年增速为12.7%，到2020年预计只有5.5%的增速。经历了近10多年的高速普及发展，智能手机的用户量增速明显放缓，新增用户量告别高速增长时代。

图 12、全球、中国智能手机出货量



资料来源：IDC 研究报告，兴业证券研究所

图 13、智能手机更换速度



资料来源：企鹅智库调查，兴业证券研究所

自 2015 年开始，智能手机逐步进入换机期，出货量增速下台阶趋势已经确立。2015 年全球智能手机出货量在 14.4 亿部左右，同比增长 10.4%；但 2016 年仅达到 14.7 亿部，同比增长仅有 2.3%，可见智能手机进入存量时代的趋势已经很明确。预计到 2020 年，全球智能手机保有量将达到 28.7 亿部。

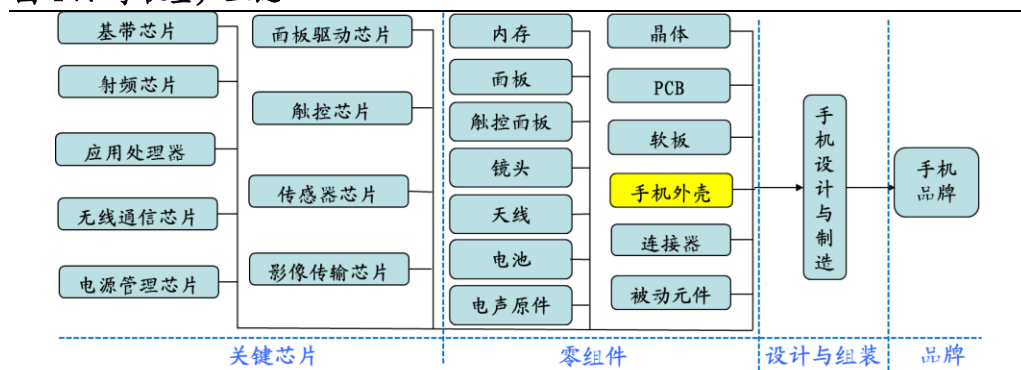
另一方面，置换需求将更大程度决定智能手机的出货量。按智能手机正常的置换需求，平均 2 年一换的更换速度将为智能手机市场带来相当高的需求量。智能手机用户渗透率的提升加上智能手机用户的正常置换需求，预计未来智能手机市场需求量能维持稳中有增的趋势。

2.3、手机外壳行业持续变革，金属机身渐成主流

手机制造已经形成较为完善的产业链。智能手机的主要材料及部件包括显示屏、芯片、PCB、电池摄像头和外壳（结构件），围绕智能手机形成了一个完整的手机产业链。受益于智能手机的快速更新换代，手机产业链上的各厂商得到发展壮大。

手机外壳作为智能手机的外观构件，具有较大的设计主观性和产品差异性，是消费者对智能手机最直接感观，尤其是在现今手机性能趋同的情况下，手机外壳在手机产品竞争中起到尤其重要作用。

图 14、手机全产业链



资料来源：兴业证券研究所

苹果公司于2007年推出第一代iPhone，开始引领智能手机的潮流，苹果的外观设计和外壳材质选择一直是市场的风向标。在苹果公司的引领下，智能手机外观经历了塑料壳到双玻璃，再到全金属机身的变化。

最初的手机外壳使用的是工程塑料材质，包括聚碳酸酯（PC）、ABS、尼龙、聚砜等，因为随着手机向大屏幕流行，重量加重，塑料材质强度有所欠缺，为了支撑更重的机身，出现了凯夫拉纤维、碳纤维、玻璃、陶瓷、不锈钢、金属等材质的外壳，现在中高端机已普遍采用全金属一体化机身。不过，总体上较为广泛采用的仍是工程塑料、玻璃及金属三大材质。

随着5G时代的到来，业界一致预期（2.5D，3D）玻璃+金属中框有望成为5G时代手机主流配置。业内认为，因为金属材质的外壳会对5G造成信号屏蔽，而且无线充电的需求提升，这都有望将玻璃材质重新推上5G手机的主流配置。

图 15、手机外壳材质革新（以苹果为例）



资料来源：互联网，兴业证券研究所

手机结构件的材质从塑料过渡到全金属，相应的材质加工工艺也不断革新，从冲压铝片到锌合金、镁合金、再到铝合金压铸加注塑，最后到目前最为流行的数控机床（CNC）加工。各式各样的加工制作流程都可以被试验、被采用、被工业化。

虽然金属结构件加工的方法眼花缭乱，但得到大量推广的并不多。当前最主流的金属结构件加工工艺有三种：全CNC生产工艺（全CNC+纳米注塑（NMT）+阳极）、锻压生产工艺（锻、冲压+CNC+纳米注塑+阳极+天线盖胶合）、压铸生产工艺（压铸+嵌件注塑/纳米注塑+喷漆）。不同的加工工艺，金属结构件价格也有所差异。

表 4、结构件加工工艺变革

	2G/3G 功能手机结构件	4G 塑料结构件	4G 金属结构件	5G 金属中框+3D玻璃结构件
手机结构件材质	塑料、金属	PC 塑料、ABS 塑料、PP 塑料、TPU 材质	铝合金、不锈钢	3D 玻璃、金属中框
主流加工工艺	模内镶件注塑（IML）技术	模内装饰镶嵌注塑（IMD）技术	全 CNC 制程、锻压制程、压铸制程	3D 曲面热成型工艺：热弯技术、镜片制造技术（PMMA 压缩成型+硬化工艺）

资料来源：兴业证券研究所

表 5、金属结构件加工工艺

	粘接方式	点焊连接	全 CNC 生产工艺	锻压生产工艺	压铸生产工艺
工艺制程	CNC+Insert Molding(嵌件注塑)+贴金属边框+阳极+胶合制程	CNC+中板点焊+NMT+阳极	全 CNC +NMT+阳极	压铸+Insert Molding/NMT+喷漆	锻、冲压+CNC+NMT+阳极+天线盖胶合
特点	力学性能相对最差，手机难以做薄	制程中容易变形，但机身可以做得较薄。	质量最好。但费时费工，价格太高	成本较低，实现手机的一体化，但难以阳极氧化	保证质量，减少 CNC 加工时间，成本较低

资料来源：兴业证券研究所

2.4、3D 玻璃+金属中框有望成为 5G 主流配置

5G 技术扩大 3D 玻璃背板应用。第五代移动通信（简称“5G”）是为满足智能终端的普及以及移动互联网的高速扩容而正在研究开发的新一代移动通信技术。与 4G 相比，不仅将进一步提升用户的网络体验，同时还将满足未来万物互联的应用需求。从发展态势看，当前 5G 目前还处于技术标准的研究阶段。我国 5G 技术研发试验将在 2016-2018 年进行，预计 2020 年正式启动商用。全球主要国家和地区也纷纷提出

5G 试验计划和商用时间表。

由于金属壳的静电屏蔽作用，市面上全金属机身手机通常会将金属结构件分为多段，并在手机首尾段少量嵌入非金属材质包裹的天线，所占面积较少还不至于影响到整体美观，然而随着 5G 技术的应用，通信信号将更为复杂，金属材质对于信号的屏蔽作用更为明显，继续以嵌入的方式将难以满足 5G 网络的信号需求，从而非金属材料如 3D 玻璃将迎来在手机背板领域的大规模应用。

表 6、各国 5G 研发进程

国家	5G 推进力度
美国	4G American 启动 5G 研究，积极开展国际合作；Version 成立 5G 技术论坛；2016 年开始 5G 技术试验 2017 年开始部署 5G 设备。
欧盟	2017.3—公布具体的测试计划，开始测试；2017 年年底制定 5G 部署路线图；2018 年开始预商用测试；2020 年开始提供 5G 服务；预计投资 14 亿欧元。
日本	成立 5G 移动推动论坛（5GMF）；计划 2020 年东京奥运会前提供 5G 商用服务
韩国	计划耗资 4.75 亿美元，2018 年冬季奥运会将试用 5G 网络；2020 年开始提供 5G 商用服务。
中国	技术研发试验（2015 年至 2018 年）和产品研发试验（2018 年至 2020 年）；预计 2020 年开始商用

资料来源：互联网，兴业证券研究所

图 16、苹果典型三段式机身



资料来源：中国信息通信研究院 CAICT，兴业证券研究所

从手机结构件的行业变革来看，消费者越来越重视其外观和触感，其设计也将正朝着差异化和美观化发展，能带来立体感观的 3D 玻璃正逐渐成为新的背板材质选择。柔性 OLED 屏作为手机屏幕的应用推动了 3D 玻璃盖板的使用率上升，而为了与盖板 3D 玻璃获得对称美感，背板玻璃也开始曲面化。柔性 OLED 显示屏具备低功耗、可弯曲的特性对智能手机而言是革命性的突破，作为唯一完美贴合的 3D 玻璃也起到物理保护作用，3D 玻璃正逐渐得到市场的一致认可。

图 17、3D 玻璃屏



2D 玻璃屏

2.5D 玻璃屏

3D 玻璃屏

资料来源：兴业证券研究所

图 18、3D 玻璃背板



资料来源：兴业证券研究所

从生产技术角度，随着热弯技术的成熟，国内热弯设备已经具备了替代韩国热弯设备的水平，产能和良品率的持续攀升将让 3D 玻璃摆脱供应不足和质量欠优的短板。

过去两年内，在三星S6 edge率先使用3D玻璃盖板后，小米推出了3D陶瓷，VIVO推出3D玻璃屏。按照市场预期，苹果公司将在iPhone8上搭配3D玻璃+金属中框+3D玻璃结构，预期将再一次引领潮流。因此未来两年预计3D玻璃外壳市场将有大的增长。

图 19、3D 玻璃加工工艺流程

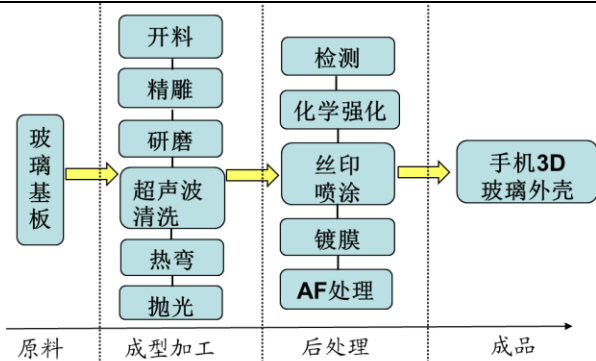
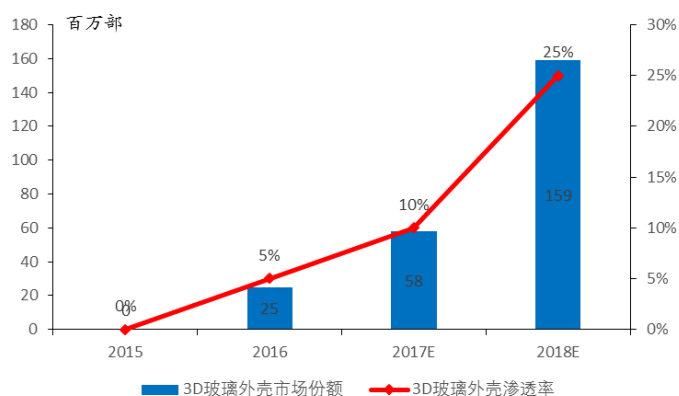


图 20、3D 玻璃背板市场



资料来源：互联网，兴业证券研究所

资料来源：OP Research，兴业证券研究所

金属材质并不会在5G手机结构件材质变革中被完全淘汰，不管是3D玻璃还是陶瓷，都需要金属中框进行支撑，金属结构件的作用不可替代。由于全金属机身和金属中框都需要CNC加工，因此，对于投入大量CNC机器的手机结构件厂商来说，CNC产能可以得到重复利用。

因此，我们预计金属中框将作为双面3D玻璃的支撑而继续存在，金属中框+双3D玻璃的结构件设计将成为新宠。在未来5G技术浪潮下，中高端智能手机逐渐搭配金属中框+3D玻璃，以2020年之后至少28.7亿智能手机用户的基数来看，随着5G手机渗透率的提升，作为5G主流配置的金属中框需求也将暴涨，金属结构件需求依然强势。

图 21、3D 玻璃手机及金属中框



资料来源：兴业证券研究所

2.5、全金属机身渗透率持续提升中

手机结构件的需求端来自于智能手机市场，智能手机终端消费者对手机外观的偏好变动间接影响着金属结构件市场。智能手机的快速增长开始于移动通信3G和4G时代，从3G和4G网络覆盖率来看，2016年大部分发达国家基本达到90%以上，中国也已经达到75.47%，智能手机市场份额和出货量均已经过了快速增长期。但是4G网络带来的智能手机置换狂潮虽接近尾声，却远未结束，随着3G网络的没落，4G智能手机替换将占据原先3G手机的市场。

图 22、2016 年全球 3G/4G 网络覆盖情况

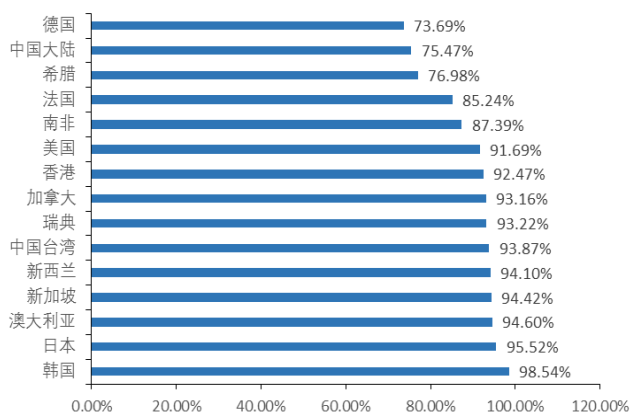
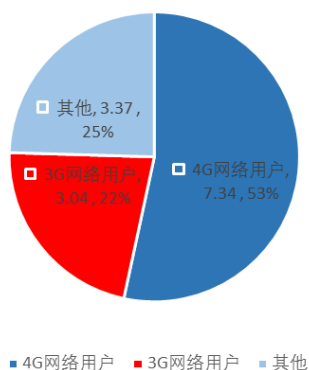


图 23、2016 年中国 3G/4G 网络覆盖情况



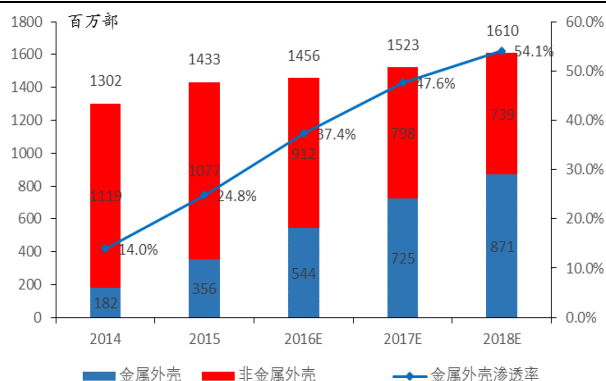
资料来源：OpenSignal，兴业证券研究所

资料来源：互联网，兴业证券研究所

全金属结构件具有散热效果佳、抗压抗弯能力强、抗刮抗划伤等优点，相比塑料结构件，全金属结构件看起来更时尚美观、机身更薄、质感更好，深受消费市场认可，金属结构件的增长开始于苹果全金属机身iPhone 5的上市（2012年9月）；在2014年9月上市的iPhone 6所采用的三段式外壳结构有效解决了金属屏蔽信号问题后，全金属结构件潮流彻底引爆，上至高端手机，下至中低端手机皆热衷于全金属机身，全金属设计概念成为智能手机畅销的必备条件之一。根据第一手机界的统计数据显示，2015年下半年，中国市场畅销手机排行榜中，金属机身的机型占比42%；而在2016年全年，中国智能手机市场上每月的畅销手机Top20中，全金属机身比例已经超过80%。

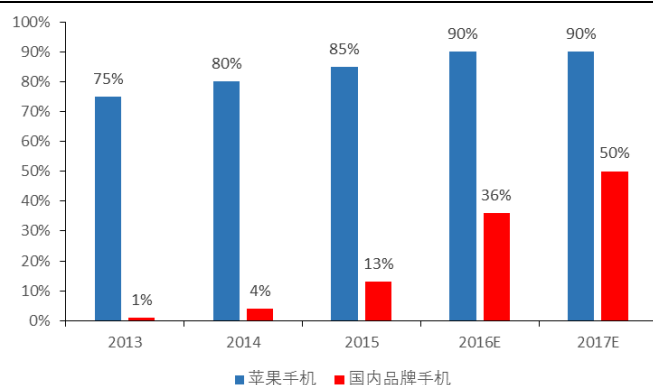
然而在全球智能手机市场存量市场上，金属机身渗透率并不高，2014年仅为14%，2015年快速增长到25%，2016年预计将达到37.4%；中国国产手机的金属机身渗透率也快速增长，2016年预计将追上全球市场的平均水平。未来随着金属机身渗透率上升，市场对手机全金属结构件需求将持续增加。

图 24、全球智能手机市场金属机身渗透率



资料来源：IDC 报告，兴业证券研究所

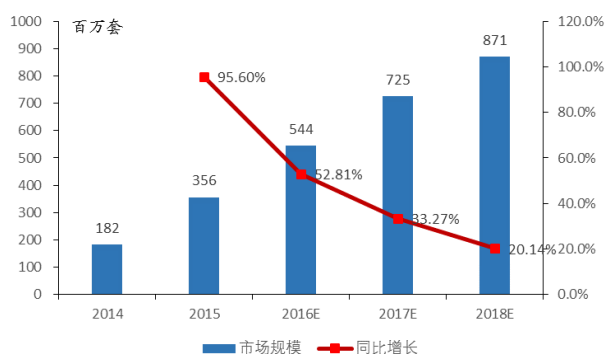
图 25、中国智能手机市场金属机身渗透率情况



资料来源：互联网，兴业证券研究所

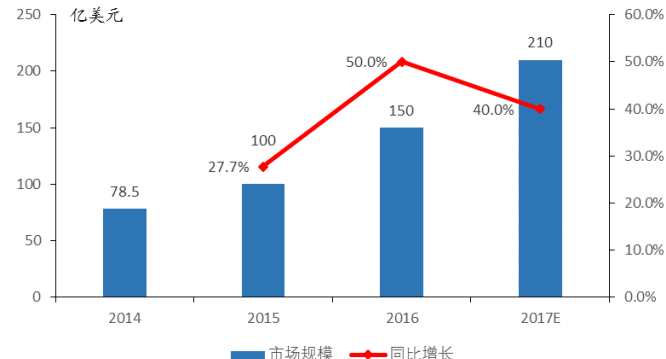
2016年全球智能手机出货量14.7亿部，虽然增速仅有2.3%，然而金属手机结构件需求量2016年达到5.44亿套，同比增长52.81%；预计到2018年，达到8.71亿套，同比增长20.14%。随着国产手机出货量的快速增长以及国产手机金属外壳渗透率的提升，手机金属结构件在中国的市场规模也将继续高速增长，预计2017年将达到210亿美元，同比增长达到40%。

图 26、全球手机金属结构件市场需求



资料来源：IDC 报告，兴业证券研究所

图 27、中国手机金属结构件市场规模



资料来源：互联网，兴业证券研究所

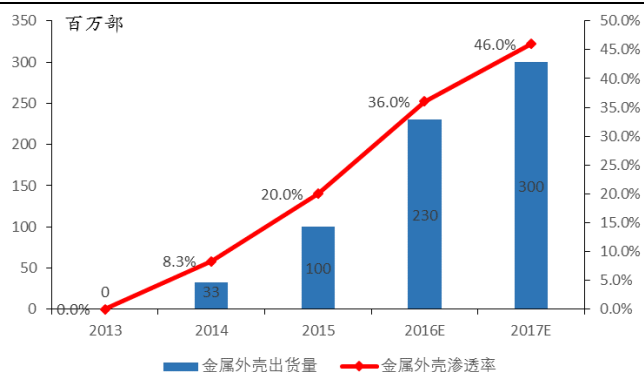
随着多年的高速增长，智能手机存量基数巨大，市场已进入平稳增长阶段。消费者对手机外观差异化带来了持续的增长需求。另一方面，由于通信技术的革新加速了手机的更新换代，也间接引导了手机外壳材质的革新。3G应用开启了智能手机时代，智能手机逐渐取代功能手机，并飞速发展。金属材质应用则取决于市场的认可，但由于其屏蔽信号的弊端，全金属机身无法适应5G网络，5G的应用将3D玻璃带进外壳应用领域，然而手机仍需要金属中框作为支撑，所以金属中框+双面玻璃的结构方案将被中高端5G手机所采用。我们预计未来三年，一方面全金属机身手机渗透率还将继续提升；另一方面，金属中框的使用率持续提高，金属结构件仍旧是未来手机发展的潮流方向和不可或缺的手机构件。

3、金属手机壳市场领先，新产品助企业持续增长

3.1、手机金属结构件业务增长强劲

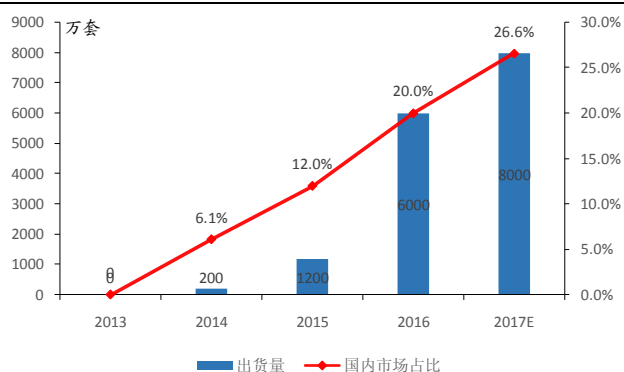
通达集团2013年开始手机金属结构件业务，市场份额占比逐年增加。2015年中国金属手机外壳出货量约为1亿部(手机总出货量为5.18亿部，金属外壳手机渗透率约20%);通达金属结构件出货量约为1,200万部,市占率约12%。2016年中国金属机身手机预计有2.3亿部,金属机身渗透率提升至36%至2.3亿部;通达2016年上半年出货量约2,000万部,下半年加速金属壳出货量,全年出货量在6,000万部,市场份额将提升至25%以上;2017年全年预计金属壳出货量在8,000万部,市场份额进一步提升。通达在国内金属手机结构件市场排名稳定前三,排在比亚迪电子和长盈精密之后。

图 28、中国手机品牌-金属外壳出货量和渗透率



资源来源：公司资料，兴业证券研究所

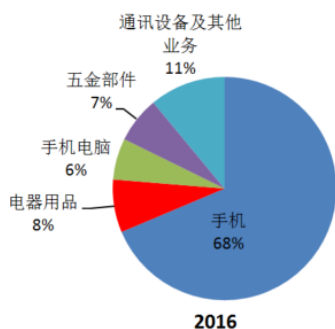
图 29、通达金属外壳出货量增长情况



资源来源：公司资料，兴业证券研究所

目前金属手机外壳仍是国内智能手机设计主流，并成为公司业务收入快速增长部分。公司2016年手机外壳业务收入为69.8亿港元，同比增长44.7%，占营业总收入的68%，上升7个百分点。由于金属手机外壳售价高于精密塑料外壳，手机壳业务本身毛利率也比较高，其中金属外壳毛利率一般在28%-30%，塑料外壳毛利率则在20%-22%，金属手机壳业务收入占比将提升带动公司整体毛利率。

图 30、2016 公司销售收入结构



资源来源：公司资料，兴业证券研究所

表 7、按产品划分的销售额及变动（百万港元）

单位：百万港元	2016	2015	变化金额	%
手机	5,371.4	3,712.4	1,659.0	44.7%
电器产品	599.0	607.4	-8.4	-1.4%
手提电脑	468.9	480.3	-11.4	-2.4%
五金部件	524.3	471.9	52.4	11.1%
通讯设备及其他	861.4	821.9	39.5	4.8%
总计	7,825.1	6,074.1	1,751.0	28.8%

资源来源：公司资料，兴业证券研究所

下游主要客户出货量稳步增长，是通达金属外壳业务增长主要动力。国产手机以其高性价比深受国内市场欢迎，国产智能手机市场份额持续提高，根据TrendForce的数据显示，2016年国内手机市场出货量6.29亿部，同比增长16.7%。2016年权威机构Counterpoint Technology数据显示华为、OPPO 和小米三家国产品牌在中国智能手机市场的份额之和达到47%，近一半的市场份额；华为2016年智能机销量同比增长30%，而OPPO则得益于广告营销和精品战略的成功，同比增长分别为132.8%。而通达则是这三家手机厂商的主要金属结构件供应商。

2015年，华为占通达营收比重为25%（约15亿港元），小米占比16.5%（约10亿港元），OPPO占比4.9%（约3亿港元）；2016年上半年OPPO占比提高至12.4%，小米占比提高至16.5%。另一个角度来看，而通达占华为供应商的比重为20-25%，以中高端为主，占OPPO10%以上，占小米比重的20-25%，2016年占比会更多。

图 31、下游主要客户智能手机出货量走势

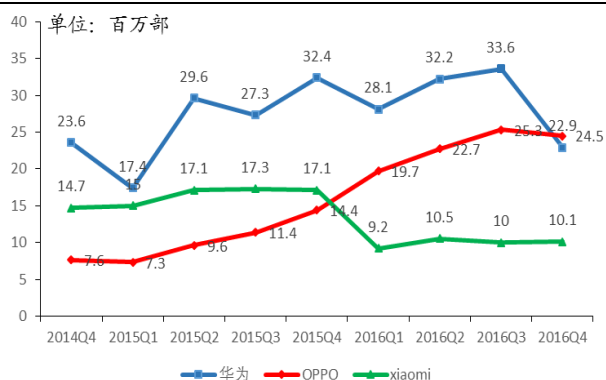
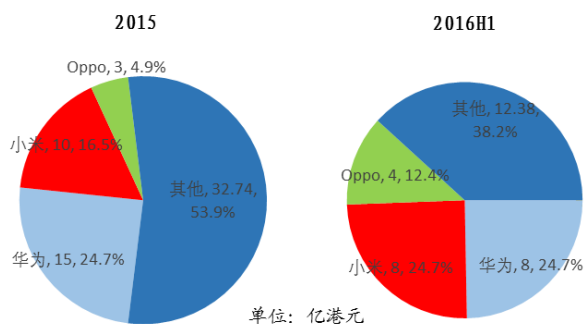


图 32、通达手机大客户贡献营收



资料来源：互联网，兴业证券研究所

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

通达集团运用纳米注塑技术（NMT）制造的塑料金属混合式外壳，价格大众化，契合中高端手机市场需求，于2016年获得华为“最优秀供应商奖”。通达凭借出色的技术和方案服务生产附有天线解决方案的金属外壳，深受客户认可，受益于下游品牌手机厂商市场份额上升，智能手机出货量增加，通达未来金属手机结构件销量有望持续增加。

另外，随着智能手机市场竞争越来越激烈，手机厂家倾向于采用更复杂的金属结构件来增强竞争力，因此通达集团的金属结构件平均价格将有上升趋势。综合来看，通达金属手机壳业务有望保持强劲增长态势，未来2年有望达到30%以上的复合增长。

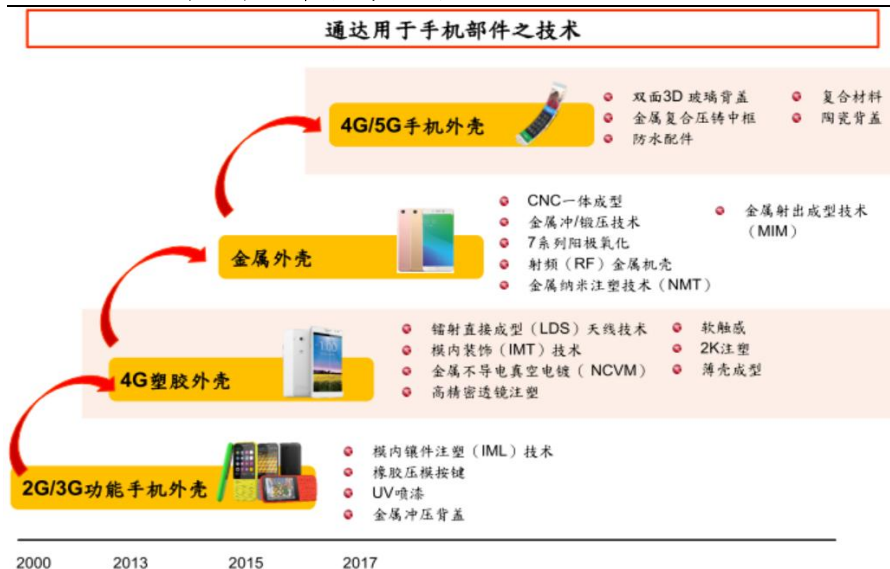
3.2、手机外壳生产技术领先，客户优质稳定

生产技术领先：通达集团利用 NMT 技术，可于纳米层面接合金属与塑料，制作时间普遍比传统的一体成型金属外壳为短，成本亦因此更具竞争力，产品性价比自然较高。公司结合已有的天线处理技术及设计团队，与客户从设计、生产到配套紧密合作，可以全面提供附有天线解决方案的金属外壳，深受客户认同。

通达具有生产精密结构件的核心技术和能力：1、产品开发能力。2016 年公司开发超过 1,000 个设计产品。2、开模具的能力，2016 年通达模具开发超过 1 万套。3、快速大批量生产供货能力。

通达通过自有和外租方式拥有大量 CNC 加工产能，公司可以大批量快速供货，这对于生命周期较短的手机产品来讲尤为重要。公司的金属冲压、锻压技术可减低 CNC 加工时间，复合压铸技术则可处理金属中框、加上金属射出成型技术（MIM）等生产金属精密部件。作为公司核心优势技术的模内镶件（IML）技术不仅应用在手机业务领域，还应用在其他消费产品外壳上，如家用电器、汽车内饰件等领域。

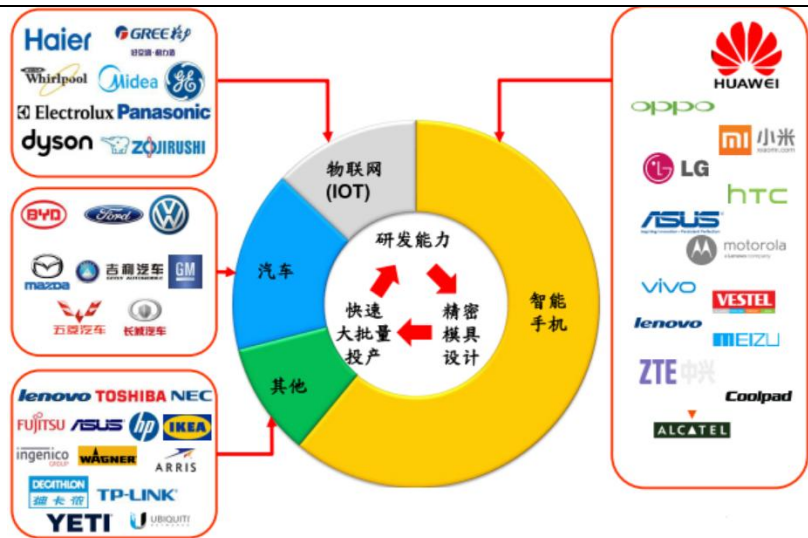
图 33、通达集团手机部件生产技术



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

客户优质稳定：手机壳业务方面，通达拥有众多国产手机品牌优质客户，其中华为、OPPO、小米出货量在国内排名前三，2016 年公司开始供货 LG 和摩托罗拉外资品牌。电器业务方面，通达和众多知名企业如海尔、格力、美的均有合作，提供运用 IML 技术制成的大型塑料家电外壳；笔记本电脑业务方面，通达运用 IML、IMD、LMF 等技术，为华硕、联想、惠普等电脑品牌客户研发及生产坚固、超薄及不同质感的金属外盖及配件。

图 34、通达集团的主要客户



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

3.3、进入苹果公司防水组件供应链，2017 年将大批量供货

手机防水功能需求日益提升。手机返修的最多的故障就是手机进水问题，同时随着人们对水下摄影需求增加，对智能手机防水有了高的需求。目前，iphone7 / 7 plus, Galaxy S7 和 S7 edge 以及索尼 Xperia X 是高防水智能手机的代表机型。

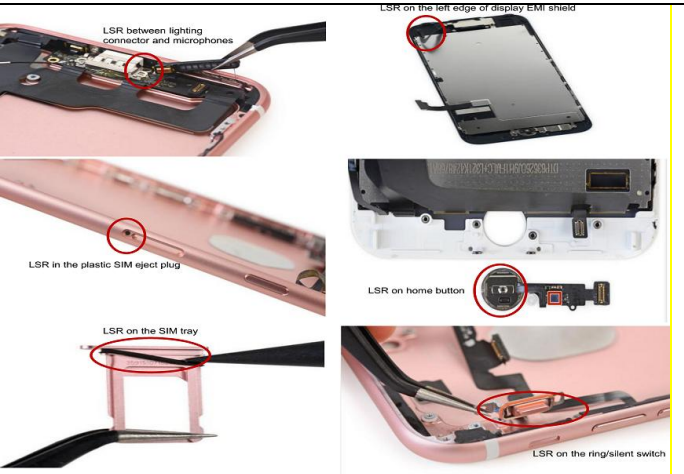
iphone7 / 7 plus 防护等级是 IP67，这意味着它是完全防尘，可以在水下 1 米长达 30 分钟；三星 Galaxy S7 防护等级是 IP68，完全防尘和可以在 1-1.5 米深的水下长达 30 分钟。防护等级是由两个数字所组成，第 1 位数字是固态防护等级，范围是 0-6，分别表示对从大颗粒异物到灰尘的防护，而第 2 位数字是液态防护等级，范围是 0-8，分别表示对从垂直水滴到水底压力情况下的防护。数字越大表示能力越强。

表 8、手机防水级别

防尘防护等级	防水防护等级
0—无防护；	0—无防护；
1—可阻挡>50mm 的物体	1—可阻挡垂直落下的水花
2—可阻挡>12.5mm 的物体	2—可阻挡垂直 15 度角落下的水花
3—可阻挡>2.5mm 的物体	3—可阻挡垂直 60 度角落下的水花
4—可阻挡>1mm 的物体	4—可阻挡所有角度的喷溅水花：防泼水
5—可大部分防止灰尘	5—可阻挡低压水柱
6—可完全阻隔灰尘	6—可阻挡高压水柱
	7—可短时间浸入最深 1m 的水里
	8—可持续浸入超过 1m 深的水里

资料来源：互联网，兴业证券研究所

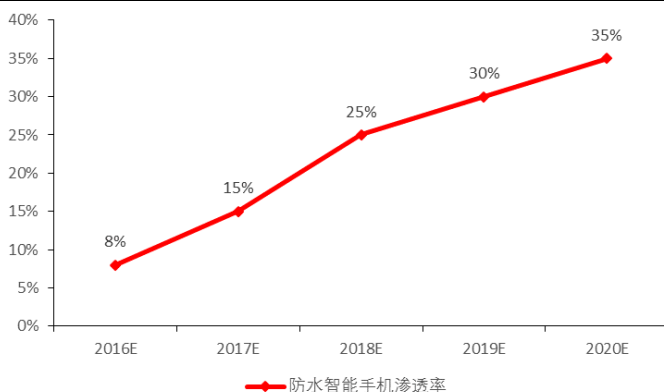
图 35、防水部件在苹果手机的应用



资料来源：iFixit，兴业证券研究所

随着苹果手机上防水部件的应用，以及三星、索尼手机防水功能持续加强，预期国内主要手机厂商也会跟进，2017 年国内厂商将在高端开始推出防水智能手机。因此，预计防水智能手机的渗透率将从 2016 年的 8% 增长到 2020 年的 35%，未来三到五年，防水将成为中高端智能手机的关键性能。由此可见，防水应用市场的增长空间极其巨大，并且会有一个比较长的增长期。

图 36、防水智能手机渗透率



资料来源：OP Research，兴业证券研究所

通达集团于 2015 年就开始研发防水精密零部件，现有两种防水零部件：液态硅胶（LSR）和橡胶压模，均可批量生产，精密橡胶零部件可保护手机内的电子零部件，液态硅胶可配合手机内各种精密注塑件使用，从而提高手机的防水性能。

通达于 2016 年 8 月开始为苹果公司（iPhone7/7 Plus）提供防水组件（Home 键），每套防水组件包括 2 个液态硅胶（LSR）和 4 个 O 型环，价格 1.3-1.4 美元，总订单规模在 1,500 万美元，占苹果防水部件总订单规模的 15% 左右，预计 2017 年通达可提供的防水组件价格将增至每套 3-4 美元，订单规模将上涨至 6,000 万美元，占苹果防水部件总订单规模的 25% 左右。

图 37、液态硅胶（LSR）



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 38、橡胶压模-O 型环



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

目前智能手机的防水渗透率虽然相对较低，但苹果对防水性能的重视必然推动市场上其他品牌手机厂商跟进，除智能手机以外，可穿戴智能设备、移动 PC、新能源电动汽车电路保护系统等方向都对防水设计有强需求。通达集团 2016 年已经新建厂房用于对苹果防水部件供货，公司在防水精密零部件的布局将占据市场先机。我们预期通达集团在防水组件业务将呈现爆发式持续增长。

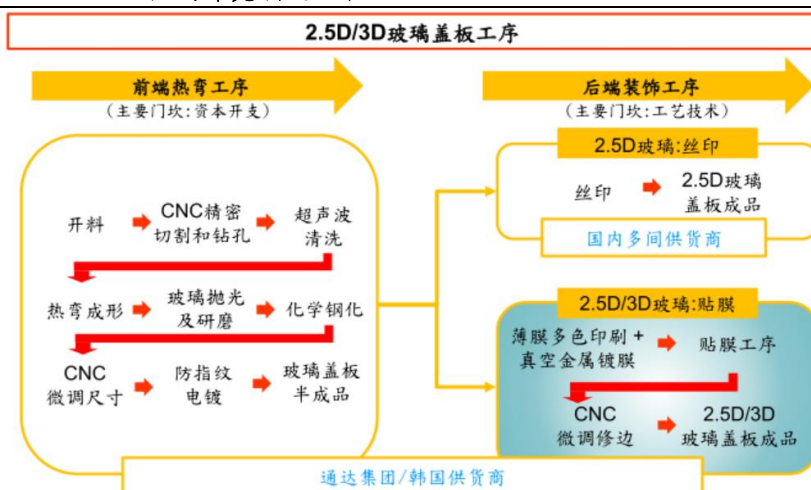
3.4、3D 玻璃加工技术领先市场，前瞻性进行技术布局

2016 年，在手机同业加大布局 3D 玻璃的同时，通达作为手机结构件供应商则专注于 3D 玻璃的贴膜加工环节。玻璃外壳加工从工艺上可分为前端热弯工序和后端装饰工序。前端工序的核心技术在热弯成形工艺，基本上国内的生产厂家均可生产。后端的装饰工序可以分为丝印技术和贴膜技术，其中 3D 玻璃只能用贴膜技术生产。

国内同业一般是进行前端热弯工艺生产出毛坯玻璃，之后进行丝印工序，生产 2.5D 玻璃。国内如蓝思科技等老牌玻璃厂商是公司的毛坯玻璃供应商，长盈精密等国内生产厂家则可进行丝印工艺加工。而通达是目前国内唯一一家拥有自主 3D 玻璃膜片生产技术的公司，同时可以进行 2.5D、3D 玻璃的丝印和贴膜两种生产工艺，相比于同行需要从韩国进口膜片再贴膜，通达无疑具有技术和成本上的优势。

通达集团所生产的 3D 玻璃外壳可搭配公司的金属中框，在为客户提供一体化解决方案上具有优势。目前，通达公司已经开始向下游客户推广 3D 玻璃+金属中框结构件，并具备 1-10 万套的产能，预计随时根据客户的需求提高产能大批量供货。

图 39、2.5D、3D 玻璃外壳制造流程



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

通达能够提供 3D 玻璃背板+金属支撑中框的结构件解决方案，其单价是普通金属结构件的 2 倍以上，毛利率更是超过 30%。金属中框作为双 3D 玻璃支撑，需要双

边加工，CNC 加工时间更长，工艺也更复杂，因此单价自然也高于金属外壳。目前铝合金的金属中框单价在 150 元左右，不锈钢中框在 200 元左右，另外 3D 玻璃单块 50 元左右，一套结构件（背板 3D 玻璃+金属中框）单价将在 230 元左右，是现有金属外壳价格（100 元-130 元）的 2 倍之上。当前通达集团综合毛利率是 24.9%，全金属机身结构件的毛利率在 28%，而 3D 玻璃+金属中框结构件的毛利率预期将超过 30%。另外，通达已有的 CNC 及外包产能够为未来金属中框生产提供产能支持，同时也节省大量的固定资产投入，可以进一步降低 CNC 加工成本，增加毛利率。

2017 年，通达集团的下游客户预计只有少数几款高端机型会搭配 3D 玻璃+金属中框结构件。可以预期的是，随着 5G 时代的临近，3D 玻璃+金属中框结构件将逐渐成为潮流，助力公司业绩爆发，同时拉升公司毛利率水平。

表 9、手机结构件销售价格—通达

	单价	毛利率
全金属机身	100-130 元	28%-30%
金属中框	150-200 元	30%以上
3D 玻璃背板	50 元	30%以上
金属中框+3D 玻璃背板	200-250 元	30%以上

资料来源：兴业证券研究所

3.5、汽车内饰件业务爆发式增，成为新的利润增长点

从分部业务看，通达的通讯设备部门销售额较去年同期的 8.25 亿港元上升 14.7% 至 9.5 亿港元，主要受益于汽车内饰件业务的快速扩展。通达于 2012 年开始布局汽车内饰业务，充分利用现成的生产机器及 IML 技术，设计工艺图并进行生产。公司未来将着重拓展汽车内饰件业务，内饰件业务毛利率在 30%-35%，高于公司整体毛利率。

图 40、通达汽车内部饰件产品



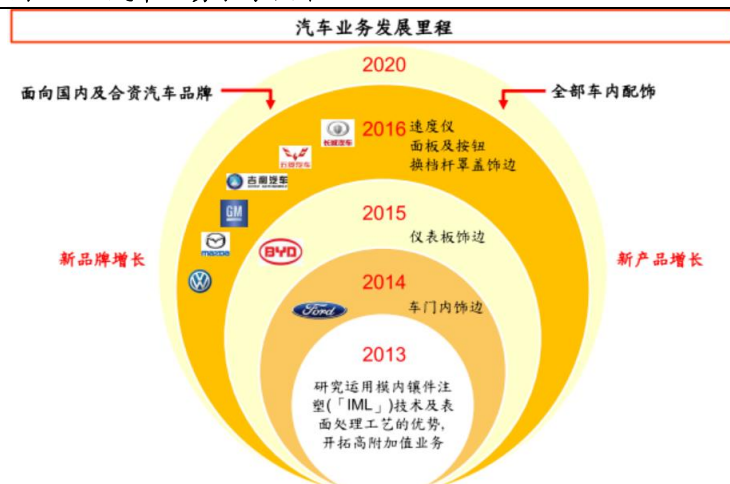
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

汽车产品进入门槛较高，目前公司已初步打入市场，汽车内饰件业务增长迅速。

经过两年的客户认证和试产后，通达于 2014 年开始正式为福特和比亚迪供应多种汽车内饰件，目前汽车业务客户已经从 2015 年的 2 名增长至 2016 年的 8 名，开始为比亚迪、福特、大众、通用、吉利等知名汽车厂商批量提供汽车内饰件，其他新客户则于未来一至两年进行试产及量产。2016 年通达主要为福特和比亚迪提供汽车内饰件，营收达 1 亿元；2017 年预计订单数量有翻倍增长，业务收入将达到 1.5 亿-2 亿元的水平。

通达给每辆车提供的配套汽车内饰件收入在 200-600 元水平，而每辆车的全套汽车内饰件价格能达到 1,000 元以上的水平，因此从单价上看，在现有的订单数量下，汽车业务还有较大的提升空间。不管从订单的数量还是单价来看，未来通达汽车内饰件业务具有巨大的增长空间。

图 41、汽车业务拓展历程



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

通达集团在外壳及表面装饰产品业务领域积累了丰富的经验以及领先的技术，并在多个行业开展业务，凭借技术优势获得稳定的订单和客户。公司多年来一贯的战略是将公司重心往高毛利率业务倾斜。

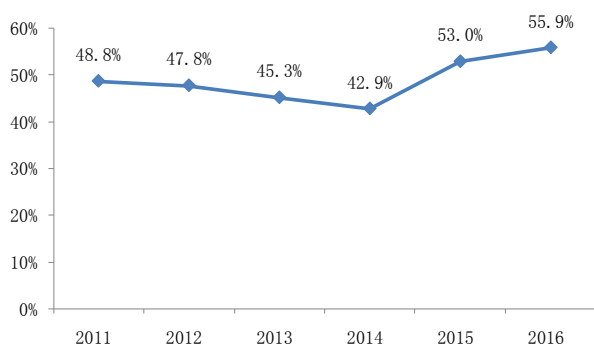
当前核心业务的“1+3”策略，1 就是金属手机壳，3 个新业务分别是防水零部件、3D 玻璃、汽车内饰件。目前金属手机壳业务为公司贡献了大部分的营业收入和毛利润，业绩稳健增长。新业务方面则奠定公司具备持续成长的基础。防水零部件、3D 玻璃作为手机部件业务的补充及发展，一方面提高了公司手机结构件整体解决方案的竞争力，另一方面抢占市场先机，各个产品均具有巨大的增长空间。作为未来主业之一的汽车内饰件业务，其产品的生产本身就是 IML 生产技术应用，通达可以其技术优势转化为成本优势，随着更多汽车厂商客户的拓展，汽车内饰件业务的发展未来可期。

4、财务状况稳健

通达集团一直执行相对稳健的财务政策，过往的财务比率一直比较平稳，资产负债率维持在 50% 以下。2015-2016 年，因为增加了资本开支，用于扩产金属手机壳和防水零部件生产设备以及新生产厂房，负债比率提高。

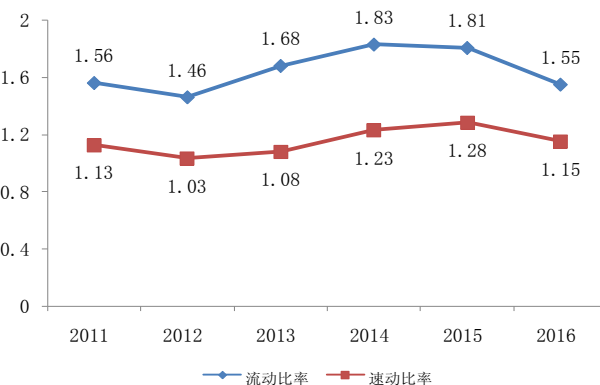
从流动比例和速动比例等指标看，公司短期偿付能力较强，利息保障倍数维持在 20 倍左右，公司现金和现金等价物一直比较充裕，偿债能力较强。

图 42、资产负债率



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

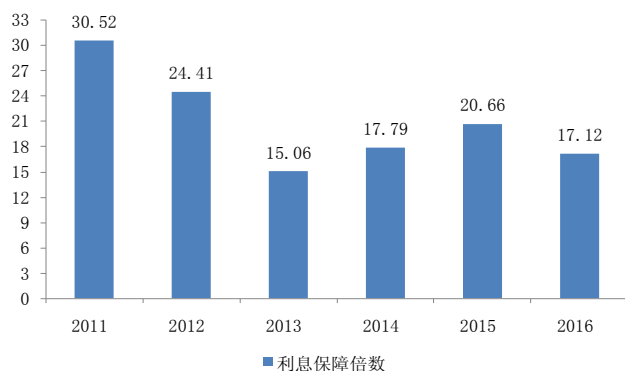
图 43、流动比率和速动比例



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

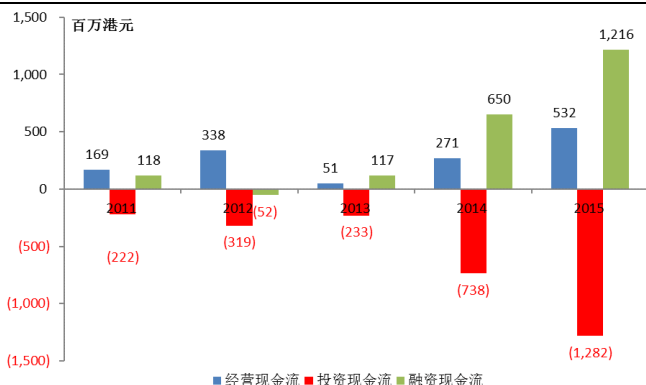
一贯维持稳定派息政策。融资方面，2000 年 12 月，公司 IPO 上市发行募集资金 7,500 万港元；上市后，公司通过配股等方式总计融资 14.89 亿港元。公司持续盈利能力较强，维持稳定的派息政策。自 2000 年上市以来，公司维持约 30% 左右稳定的派息比率，上市至今累计已派息约 10.58 亿港元。得益于稳健良好的盈利表现，公司股票被纳入摩根士丹利资本国际（MSCI）全球小型股中国指数。

图 44、利息保障倍数



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 45、三大现金流



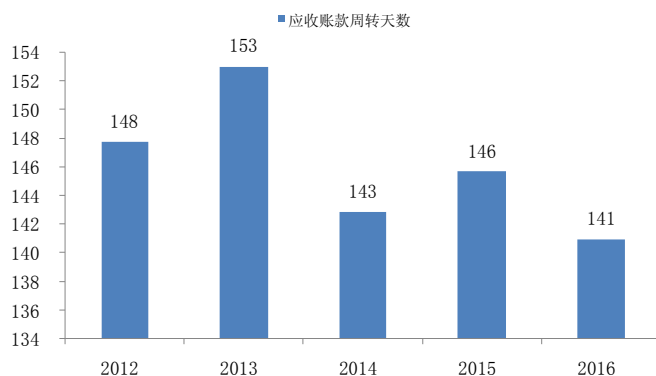
资料来源：公司资料，兴业证券研究所

2013 年经营现金流减少是因为主营业务转移到手机金属壳，产能提升导致存货增加，应付款减少。随着金属手机壳订单的增加，2014 年又快速回升，并在 2015 年

翻倍增长。2014 年和 2015 年因配售股份和发行可转换债权进行融资，融资现金流有较大幅度流入。由于公司最近三年一直致力于金属手机业务产能提升，增加相关生产设备和产房，因而投资现金流逐年增加。

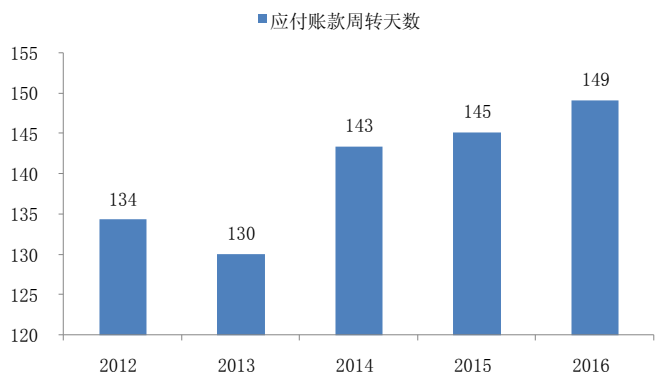
公司的应收账款周转天数和应付账款周转天数维持在正常的区间，应收账款周转天数维持在 140 天左右，而应付账款天数维持在 150 天左右，从 2013 年开始应付账款天数呈上升趋势，显示公司对上游原材料供应商的议价能力有所提升。

图 46、应收账款周转天数



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

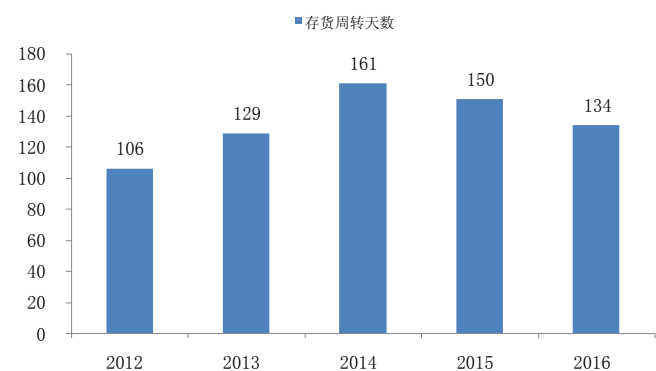
图 47、应付账款周转天数



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

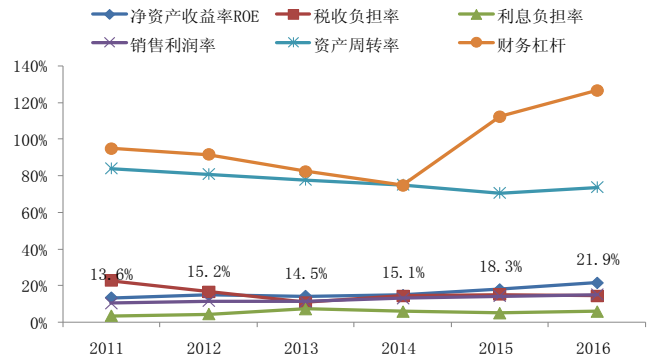
存货周转天数也维持在良好的水平，维持在 134 天左右，其中 2014 年存货周转天数升高是由于 2014 年公司主营业务向金属手机壳转移，订单额的增加速度未能跟上产能提升带来的库存的增加速度所致。

图 48、存货周转天数



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 49、净资产收益率 ROE 杜邦分析



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

公司的净资产收益率 ROE 一直在提升，是因为公司坚持生产高品质、高毛利产品，增加高毛利产品订单，2016 年公司的 ROE 为 21.9%。公司的资产周转率一直在下降，是因为公司主营从塑料手机结构件到金属手机结构件，金属结构件需要 CNC 机器投入，扩充产能导致固定资产投入增加。公司的财务杠杆比率一直在下降，但在 2015 年又开始提升，这是因为公司通过增发、可转换债权融资和银行借贷进行扩产，导致负债比率提升。

5、盈利预测与估值

5.1、营业收入预测

我们对通达集团的各项业务销售收入预测主要基于以下假设：

1、电器配件部门业务：

手机业务：手机结构件业务收入占总收入继续提升，由于 2015-2016 年公司资本持续投入用于产能提升，国内金属结构件需求旺盛，2016 年出货量 6,000 万部，2017 年预计达到 8,000 万部。2018 起年 3D 玻璃+金属中框需求将逐渐上升，金属结构件平均单价提升。2017 年起防水部件放量，订单将提升至 6,000 万美元，同比增长 300%。我们预测 2017-2019 年手机业务收入复合增长 30%以上。

家用电器业务：电器业务收入较稳定，占总收入比重虽逐年下降，收入保持平稳，约有 3%的增长；如主要家电客户海外扩张顺利，该业务收入也可保持 5%的增速。

手提电脑业务：手提电脑市场整体不佳，该业务收入也受影响，2016 年微跌 2.37%。另外，因公司已计划将该业务分拆至香港联交所主板单独上市（公司注册名称为“通达宏泰股份”）。通达宏泰上市后，通达集团现有全体股东将按 40:1 比例自动获得通达宏泰总计 74.92%股份，另外通过 IPO 新发行 25.08%股份，通达宏泰预计 2017 年完成上市，届时通达宏泰手提电脑业务有望得到更好的发展。在尚未拆分前，我们假设此业务维持 2016 年业绩水平。

2、五金部件部门业务：公司主营业务的重心转移，使得五金部件业务逐渐降低产能，但是五金部件业务仍然可以盈利。依据公司现有订单的情况，预测 2016 年五金部件部门业务收入维持 5%的复合增速。

3、通讯设备及其他业务：公司其他业务分部主要来源于塑料机顶盒外壳、家庭耐用品、数字卫星电视接收机及体育用品等产品，2016 年此分部收入 8.6 亿港元，同比增长 4.8%。由于这两年通达开始扩展汽车内饰件业务，并准备将其作为未来核心业务之一进行布局，预期此分部增长动力主要来自汽车内饰件业务。2016 年公司汽车内饰件业务将在 1 亿元，2017 年预测将在 1.5 亿-2 亿元。我们预测此分部 2017-2019 年维持 20-30%的复合增速。

由于金属手机壳、防水零部件和汽车内饰件业务毛利率高，随着其收入占比提高，将提升公司整体毛利率，2016 年整体毛利率在 24.09%。我们预期手机业务收入占比 2017-2019 年分别提升至 73%、75%、78%，并假设 2017 年-2019 年综合毛利率分别为 25%、25.4%、26%。

表 10、营业收入预测表

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,147,119	3,408,091	3,627,101	4,791,346	6,074,061	7,825,097	9,921,501	12,413,717	15,677,732
增长率		8.29%	6.43%	32.10%	26.77%	28.83%	26.79%	25.12%	26.29%
毛利率	19.23%	21.44%	22.00%	23.87%	24.89%	24.09%	25.00%	25.40%	26.00%
电器配件	2,653,549	2,813,423	2,960,106	3,636,967	4,780,254	6,439,355	8,337,260	10,543,526	13,391,002
增长率		6.02%	5.21%	22.87%	31.44%	34.71%	29.47%	26.46%	27.01%
手机业务	1,420,412	1,556,058	1,859,800	2,415,000	3,712,400	5,371,400	7,251,390	9,426,807	12,254,849
增长率		9.55%	19.52%	29.85%	53.72%	44.69%	35.00%	30.00%	30.00%
电器用品	783,958	702,325	464,700	588,400	587,500	599,000	616,970	647,819	667,253
增长率		-10.41%	-33.83%	26.62%	-0.15%	1.96%	3.00%	5.00%	3.00%
手提电脑	449,179	555,040	588,100	633,600	480,300	468,900	468,900	468,900	468,900
增长率		23.57%	5.96%	7.74%	-24.20%	-2.37%	0.00%	0.00%	0.00%
五金部件	376,865	491,631	492,385	687,730	471,902	524,331	550,548	578,075	606,979
增长率		30.45%	0.15%	39.67%	-31.38%	11.11%	5.00%	5.00%	5.00%
通讯设备及其他	116,705	103,037	174,610	466,649	821,905	861,411	1,033,693	1,292,117	1,679,751
增长率		-11.71%	69.46%	167.25%	76.13%	4.81%	20.00%	25.00%	30.00%

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

综合以上的假设，我们预测通达集团于 2017-2019 的主营业务分别为 99.2 亿、124.1 亿和 156.8 亿港元，年均复合增长率约合 26.07%。

5.2、利润表预测

我们对通达集团利润表的预测主要基于以下假设：

（1）管理费用和销售费用控制良好，销售费用占比保持平稳主要考虑规模效应，管理费用相对维持稳定主要是考虑研发投入维持一定水平。

（2）所得税税率：假设税率为 15% 左右。

（3）资本开支：公司正常年均资本开支在 3-6 亿港元左右，过去两年年扩产造成资本开支上升，达 11-12 亿港元，2018-2019 年随着产能扩张结束，资本开支逐渐下降至正常水平。

表 11、利润预测表

(百万港元)	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	3,147	3,408	3,627	4,791	6,074	7,825	9,922	12,414	15,678
增长率		8.3%	6.4%	32.1%	26.8%	28.8%	26.8%	25.1%	26.3%
毛利	605	731	798	1,144	1,512	1,885	2,480	3,153	4,076
增长率		20.7%	9.2%	43.3%	32.2%	24.7%	31.6%	27.1%	29.3%
毛利率	19.2%	21.4%	22.0%	23.9%	24.9%	24.1%	25.0%	25.4%	26.0%
其它收入	25	8	25	(0)	10	97	36	47	60
管理费用	(172)	(211)	(278)	(330)	(445)	(558)	(669)	(803)	(964)
占销售收入比	5.5%	6.2%	7.7%	6.9%	7.3%	7.1%	6.7%	6.5%	6.1%
销售费用	(70)	(82)	(79)	(112)	(149)	(121)	(151)	(189)	(236)
占销售收入比	2.2%	2.4%	2.2%	2.3%	2.4%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
财务费用	(53)	(49)	(52)	(57)	(56)	(78)	(93)	(99)	(107)
税前利润	337	401	415	642	872	1,197	1,608	2,117	2,837
增长率		19.0%	3.5%	54.8%	35.8%	37.2%	34.4%	31.6%	34.0%
所得税	(77)	(67)	(46)	(94)	(134)	(176)	(241)	(318)	(426)
实际有效税	23.0%	16.8%	11.1%	14.7%	15.4%	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
股东应占溢利	250	300	360	502	703	1,004	1,351	1,783	2,395
增长率		19.9%	20.0%	39.3%	40.1%	42.8%	34.5%	32.0%	34.3%
EPS(港元)	0.05	0.06	0.07	0.09	0.13	0.18	0.23	0.31	0.41

资料来源：公司资料，兴业证券研究所

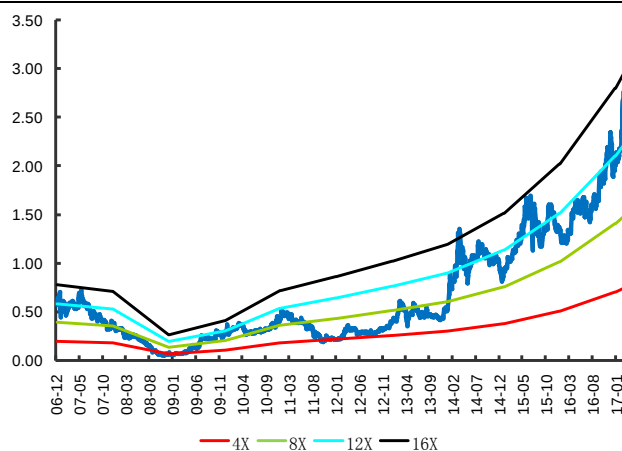
综合以上分析，我们预测通达集团未来 3 年盈利有持续快速增长，预测 2017-2019 年股东应占净利润为 13.5 亿、17.8 亿和 23.9 亿港元，对应 EPS(每股基本收益)分别为 0.23、0.31 和 0.41 港元。

5.3、PE 估值法及目标价

采用 P/E 相对估值法对通达集团进行估值，根据公司历史 PE band 和 PB band，公司股价历史上基本在 4-16 倍 PE 区间，0.5-3 倍 PB 区间。

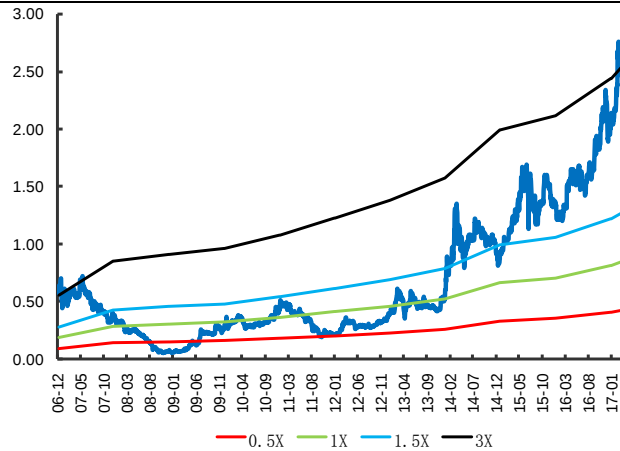
参照手机外壳制造行业的平均估值等多方面因素，我们给予通达集团未来 12 个月内 3.50 港元的目标价。目标价约相当于 2017-2019 年 PE 为 15.0、11.4、8.5 倍，对应股东净利润 33.6% 的年均复合增长率。目标价较现价 2.80 港元约有 25% 的上升空间，故我们首次评级覆盖并给予其“买入”投资评级。

图 50、通达集团历史 PE Band



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

图 51、通达集团历史 PB Band



资料来源：公司资料，兴业证券研究所

5.4、同类公司估值比较

因为港股上市的同规模等级的手机结构件生产企业较少，因此我们选择了一些 A 股和台湾手机结构件相关上市公司进行比较。通达 ROE 相对较高，体现了较强的盈利能力，PE 估值上明显低于 A 股相关公司，但略高于台湾上市相关公司。

表 12、同类公司估值比较

A股相关上市公司		HKD		ROE	EPS (HKD)			PE			P/B
股票代码	公司名称	市值 (亿)	股价	2015 (%)	2016(E)	2017E	2018E	2016(E)	2017E	2018E	2015
300115.SZ	长盈精密	271.81	29.95	16.55	0.86	1.22	1.77	35.46	24.50	16.96	5.65
002426.SZ	胜利精密	296.84	8.63	6.52	0.35	0.51	0.69	24.94	17.36	12.85	6.05
300083.SZ	劲胜精密	113.42	8.08	-15.12	0.11	0.26	0.39	70.10	30.75	20.62	3.38
002547.SZ	春兴精工	139.42	12.36	9.48	0.23	0.33	0.47	54.70	37.72	26.68	7.18
平均值				4.35				46.30	27.58	19.28	5.56
海外相关上市公司											
0285.HK	比亚迪电子	174.85	7.79	9.00	0.60	0.69	0.77	13.10	11.24	10.19	0.74
2038.HK	富智康	240.36	3.01	6.18	0.10	0.14	0.16	29.83	21.55	18.92	0.80
2474.TW	可成	495.36	64.30	23.72	6.05	6.96	7.39	10.24	9.20	8.67	1.84
2317.TW	鸿海	3,936.93	22.72	14.55	1.83	2.12	2.30	11.87	10.70	9.90	1.25
5264.TW	F-铠胜	80.52	23.70	18.99	2.00	2.52	2.65	11.25	9.35	8.89	1.47
平均值				14.49				15.26	12.41	11.31	1.22
0698.HK	通达集团	162.29	2.80	18.27	0.18	0.23	0.31	16.00	12.02	9.10	3.97

资料来源：Bloomberg，兴业证券研究所预测

6、风险因素

- 1、手机外壳行业竞争加剧，毛利率下降。
- 2、下游主要国产手机品牌客户的市场份额减少。
- 3、金属材质手机机身退潮，公司未能在新材料中占得优势。

附表

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E
单位: 百万港元				
现金及等价物	869	939	1,294	2,035
应收帐款	3,362	3,915	4,560	5,311
存货	1,740	2,088	2,505	3,006
其他流动资产	743	891	1,138	1,459
总流动资产	6,714	7,834	9,497	11,811
固定资产	3,288	3,946	4,419	4,640
无形资产	0	0	0	0
其他非流动资产	588	723	868	1,066
总资产	10,590	12,503	14,784	17,517
银行借款	1,490	1,713	1,970	2,266
应付帐款及应付票据	2,156	2,701	3,362	4,212
其他流动负债	687	787	903	1,045
总流动负债	4,333	5,202	6,235	7,523
递延税项负债	75	62	66	67
银行及其他借款	610	671	738	812
其他	907	910	913	916
负债总额	5,924	6,844	7,952	9,319
股本	58	58	58	58
储备	4,610	5,554	6,765	8,123
每股净资产(元)	0.81	0.99	1.19	1.43
营运资金	2,381	2,632	3,261	4,288
少数股东权益	(2)	47	9	18
股东权益	4,668	5,612	6,822	8,181

现金流量表	2016E	2017E	2018E	2019E
单位: 百万港元				
EBITDA	1,269	1,696	2,209	2,936
融资成本	55	56	55	55
营运资金变化	107	70	354	742
所得税	(132)	(181)	(238)	(319)
营运现金流	969	1,146	1,541	2,149
资本开支	1,000	1,000	800	800
其他投资活动	(2,319)	(2,345)	(1,977)	(2,009)
投资活动现金流	(1,319)	(1,345)	(1,177)	(1,209)
已付股息	(217)	(303)	(410)	(540)
其他融资活动	674	572	400	341
融资活动现金流	457	269	(10)	(199)
现金变化	107	70	354	742
汇兑调整	0	0	0	0
期初持有现金	762	869	939	1,294
期末持有现金	869	939	1,294	2,035

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
单位: 百万港元				
收入	7,825	9,922	12,414	15,678
经营成本	(5,940)	(7,441)	(9,261)	(11,602)
其他收入及收益	97	36	47	60
职工薪酬	(1,556)	(1,973)	(2,468)	(3,088)
管理费用	(558)	(669)	(803)	(964)
其他开支	(3,826)	(4,799)	(5,989)	(7,550)
毛利	1,885	2,480	3,153	4,076
融资成本	(78)	(93)	(99)	(107)
税前利润	1,197	1,608	2,117	2,837
所得税	(176)	(241)	(318)	(426)
税后利润	1,020	1,367	1,799	2,412
少数股东权益	16	16	16	16
股东净利润	1,004	1,351	1,783	2,395
EBITDA	1,509	1,963	2,502	3,249

主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
盈利能力				
毛利率	24.1%	25.0%	25.4%	26.0%
净利率(%)	12.8%	13.6%	14.4%	15.3%
营运表现				
SG&A/收入(%)	19.9%	19.9%	19.9%	19.7%
实际税率(%)	14.7%	15.0%	15.0%	15.0%
股息支付率(%)	29.7%	30.0%	30.0%	30.0%
营业收入增长率	28.83%	26.79%	25.12%	26.29%
除税前利润增长率	37.18%	34.42%	31.62%	34.02%
净利润增长率	42.85%	34.53%	32.01%	34.33%
财务状况				
负债/权益	126.9%	120.9%	116.4%	113.7%
收入/总资产	73.9%	79.4%	84.0%	89.5%
总资产/权益	226.95%	220.94%	216.41%	213.66%
盈利对利息倍数	17.12	20.88	24.74	29.82
总资产收益率	9.6%	10.9%	12.2%	13.8%
净资产收益率	21.9%	24.2%	26.3%	29.4%
估值比率(倍)				
PE	16.0	12.0	9.1	6.8
PB	3.4	2.8	2.4	2.0

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% ;
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人			邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn
上海地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	冯诚 杨忱 王溪	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn		021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
				021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
			胡岩	021-38565982	huyanjq@xyzq.com.cn
姚丹丹	021-38565778	yaodandan@xyzq.com.cn	曹静婷	18817557948	caojt@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
			刘晓洲	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyangjg@xyzq.com.cn
袁博	15611277317	yuanb@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
陈姝宏	15117943079	chenshuhong@xyzq.com.cn	王文凯	010-66290197	wangwenkai@xyzq.com.cn
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn
李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
国际机构销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
马青岚	021-38565909	maql@xyzq.com.cn	曾雅琪	021-38565451	zengyaqi@xyzq.com.cn
申胜雄	021-20370768	shensx@xyzq.com.cn	陈俊凯	021-38565472	chenjunkai@xyzq.com.cn
俞晓琦	021-38565498	yuxiaoqi@xyzq.com.cn	蔡明珠	13501773857	caimzh@xyzq.com.cn
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人			刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn
私募销售经理					
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
李桂玲	021-20370658	ligl@xyzq.com.cn	施孜琪	021-20370837	shzq@xyzq.com.cn
王磊	021-20370658	wanglei1@xyzq.com.cn			
地址: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 层 (200135) 传真: 021-38565955					

港股机构销售服务团队					
机构销售负责人			丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk
姓 名	办公电话	邮 箱	姓 名	办公电话	邮 箱
王文洲	18665987511	petter.wang@xyzq.com.hk	郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk
陈振光	13818288830	chenzg@xyzq.com.hk	周 围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852) 3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求, 并以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准, 本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民, 包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料, 本公司未有参阅有关网站, 也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的, 纯粹为了收件人的方便及参考, 连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下, 兴业证券股份有限公司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, 投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

若本报告的接收人非本公司的客户, 应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 本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。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。