

证券研究报告

电子零部件制造



长盈精密

300115

审慎增持 (维持)

产品与客户结构双优化, CNC 龙头再腾飞

2020 年 10 月 10 日

市场数据

市场数据日期	2020-10-09
收盘价(元)	25.88
总股本(百万股)	909.86
流通股本(百万股)	905.57
总市值(百万元)	23547.18
流通市值(百万元)	23436.16
净资产(百万元)	4525.05
总资产(百万元)	10080.98
每股净资产	4.97

主要财务指标(单位:百万元)

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8655	9647	13108	17806
收入同比(%)	0%	11%	36%	36%
归属母公司净利润	84	583	1024	1627
净利润同比(%)	118%	596%	76%	59%
毛利率(%)	21.4%	24.1%	25.8%	27.3%
ROE(%)	2.0%	12.0%	20.4%	31.0%
每股收益(元)	0.09	0.64	1.13	1.79
P/E	280.91	40.37	22.99	14.47
P/B	5.53	4.83	4.69	4.49

相关报告

《【兴证电子】长盈精密中报点评:产品及客户结构优化效果显著,盈利能力持续提升》
2020-08-17

《长盈精密(300115):3Q旺季拉货力度加大,新能源车业务加强布局—2017年中报点评》
2017-08-25

《金属外观件新品放量,Q4迎业绩增长》2013-10-23

分析师:

谢恒

xiecheng@xyzq.com.cn

S0190519060001

姚丹丹

yaodandan@xyzq.com.cn

S0190519120001

投资要点

- 长盈精密作为国内 CNC 龙头厂商,以产品设计、精密模具设计和制造为核心竞争力,公司上市以来三次进行业务转型,前两次转型精准把握安卓手机爆发的红利,公司近几年在进行第三次转型,客户结构逐渐转向海外,业务重点转向电脑外观件、机器人及新能源汽车,产品与客户结构双优化,收入和盈利空间双打开。
- 公司自从 2018 年开始供应北美大客户电脑机壳 D 面后,份额逐渐提升,2019 年和 2020 年分别开始供应高单价的 A 面和 D 面,并从 air 系列、pro 系列供应到北美客户笔电的全系列,目前公司在北美大客户的份额逐年提高,此外公司给北美客户提供的小件和智能穿戴相关产品也迅速起量,北美客户产品利润率远高于国内客户,公司未来盈利能力将持续提升。
- 近年来公司不断拓展业务外延,2015 年携手安川建立天机电能,抢先布局智能制造领域,2017 年收购科伦特布局新能源汽车业务。此外,公司还切入了国际和国内电子烟龙头供应链,组装业务进一步扩充,未来可期。
- 为了进一步扩大产能,公司在 2020 年 7 月进行了非公开发行,定增 5G 智能终端模组,迎接 5G 大规模商用的市场机遇,并投资临港新能源车项目,就近配套客户,不断强化公司竞争优势。
- 根据公司近期经营情况,我们略调整公司的盈利预测,预计公司 2020/2021/2022 年归母净利润分别为 5.8、10.2 和 16.3 亿元,同比增长 596%、76%和 59%,对应 2020 年 10 月 9 日收盘价的 PE 分别为 40、23、14 倍,给予“审慎增持”评级。

风险提示:海外客户业务拓展不及预期,新能源汽车产业发展不及预期

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

1、老牌 CNC 龙头，第三次转型开启新征程	- 4 -
1.1、业务布局广泛，精密制造技术国内领先	- 4 -
1.2、产品+客户结构双转型，公司开启新征程	- 6 -
2、产品结构优化升级，绑定海外大客户	- 7 -
2.1、手机金属机壳时代王者，研发高投入铸就精密制造优势	- 7 -
2.2、降低国产安卓外观件规模，产品和客户结构优化	- 9 -
2.3、大客户电脑机壳业务份额提高，盈利能力大增	- 12 -
3、智能制造市场抢先布局，组装业务蓄势待发	- 15 -
3.1、智能制造大有可为，携手安川抢先布局	- 15 -
3.2、电子烟市场快速成长，组装业务蓄势待发	- 16 -
3.3、深度参与折叠手机转轴研发，技术储备领先	- 18 -
4、定增为 5G 智能终端+新能源车业务腾飞蓄力	- 20 -
4.1、定增 5G 智能终端模组，把握 5G 商用市场机遇	- 20 -
4.2、新能源车市场景气度正旺，临港项目就近配套客户	- 23 -
5、盈利预测	- 27 -
6、风险提示	- 27 -
图 1、长盈精密主要产品	- 4 -
图 2、长盈股权结构（2020 年 7 月）	- 5 -
图 3、公司具有较强的精密模具制造能力	- 5 -
图 4、公司经历三次转型	- 6 -
图 5、iPhone 外观进化历史	- 7 -
图 6、公司近六年复合增速 31%（单位：百万元）	- 8 -
图 7、公司三费率基本持平	- 8 -
图 8、2019 年归母净利润大幅增长（单位：百万元）	- 8 -
图 9、公司盈利能力出现拐点	- 8 -
图 10、公司注重研发投入（单位：百万元）	- 9 -
图 11、研发成果显著	- 9 -
图 12、手机外观件转向金属中框+两片玻璃的“三明治”结构	- 9 -
图 13、无线充电原理示意图	- 10 -
图 14、金属后盖占比越来越低	- 10 -
图 15、我国数控机床市场规模	- 10 -
图 16、公司海外客户占比持续提高（单位：百万元）	- 11 -
图 17、公司部分非手机业务产品	- 12 -
图 18、电脑外壳分类	- 12 -
图 19、Mac 出货量稳定	- 13 -
图 20、一体成型机壳	- 13 -
图 21、北美大客户小件业务	- 14 -
图 22、中国台湾可成科技营收与毛利率情况	- 14 -
图 23、工业机器人是最主要的类别	- 15 -
图 24、全球工业机器人销量及销售额预测	- 15 -
图 25、工业机器人全球专利申请量安川居首位	- 16 -
图 26、天机机器人产品	- 16 -
图 27、全球卷烟销量不断下行	- 17 -
图 28、全球电子烟市场增长迅速	- 17 -
图 29、2018 年主要电子烟消费地区	- 17 -

图 30、中国电子烟未来市场空间大	- 17 -
图 31、共享充电宝用户数量大幅增长	- 18 -
图 32、怪兽共享充电宝	- 18 -
图 33、预计 2022 年全球折叠手机销量将达 5010 万部.....	- 19 -
图 34、华为手机折叠屏转轴	- 19 -
图 35、三星 Galaxy Fold 折叠屏铰链.....	- 19 -
图 36、折叠手机铰链零件多，制造难度大	- 20 -
图 37、北美某手机厂商折叠手机专利	- 20 -
图 38、中国 5G 手机出货量占比不断攀升.....	- 21 -
图 39、2023 年全球 5G 手机市场份额将达到 26%	- 21 -
图 40、5G 签约用户数增长速度预计将明显快于 4G（单位：亿用户）	- 21 -
图 41、连接器是电子设备中不可或缺的部分.....	- 22 -
图 42、全球和中国连接器市场规模（单位：亿美元）	- 22 -
图 43、2018 年全球连接器市场区域分布情况.....	- 22 -
图 44、2018 年全球连接器应用领域	- 22 -
图 45、公司屏蔽器产品	- 23 -
图 46、5G 手机的电子屏蔽件数量增多	- 23 -
图 47、新能源汽车产量	- 24 -
图 48、中国新能源汽车渗透率	- 24 -
图 49、科伦特母排产品	- 24 -
图 50、科伦特营收与净利（单位：万元）	- 24 -
图 51、新能源汽车充电桩保有量提升	- 25 -
图 52、公司充电枪产品	- 25 -
图 53、动力电池出货量和装机量（GWh）	- 25 -
图 54、预期全球动力电池需求增长	- 25 -
图 55、上海自贸区临港新片区	- 26 -
图 56、临港项目的建设能够实现重点客户的就近配套.....	- 26 -
表 1、北美大客户收入拆分测算	- 13 -
表 2、5G 智能终端模组投资概算	- 23 -
表 3、上海临港新能源汽车零组件（一期）项目投资概算.....	- 26 -
表 4、公司分业务收入预测（百万元）	- 27 -
附表	- 28 -

报告正文

1、老牌 CNC 龙头，第三次转型开启新征程

1.1、业务布局广泛，精密制造技术国内领先

长盈精密成立于 2001 年 7 月，于 2010 年在创业板上市，以产品设计、精密模具设计和制造为核心竞争力，紧跟电子信息产业快速发展的步伐，不断拓展、完善业务布局，是一家研发、生产和销售智能终端手机零组件、新能源汽车零组件、工业机器人及自动化系统集成的规模化制造企业，精密制造技术国内领先。

图 1、长盈精密主要产品

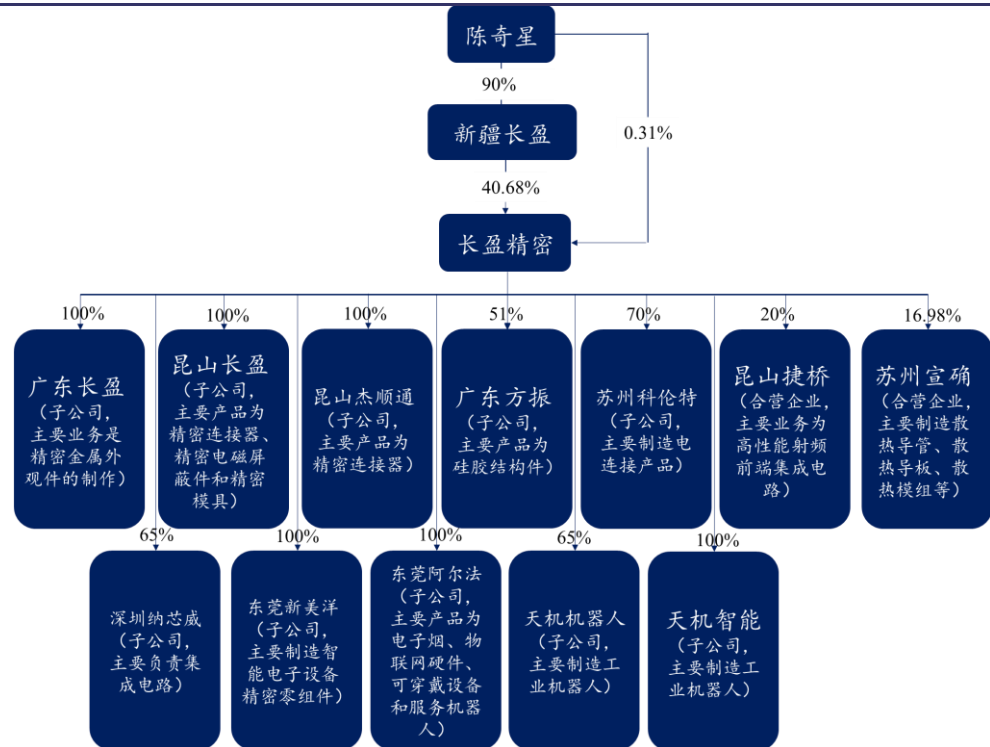


资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

目前公司大股东是新疆长盈，持股比例是 40.68%，实际控制人是董事长陈奇星先生。截至 2020 年 7 月，公司下设 17 家子公司和 5 家合营企业，其中重要子公司包括广东长盈、昆山长盈、昆山杰顺通、广东方振和苏州科伦特。

广东长盈的主要业务是精密金属外观件和 LED 精密封装支架的制作，昆山长盈的主要产品为精密连接器、精密电磁屏蔽件和精密模具，昆山杰顺通主要做精密连接器。广东方振是公司于 2016 年 10 月通过增资与股权收购的方式取得的，主要业务为防水硅胶结构件。公司在 2017 年收购苏州科伦特，正式成为特斯拉等车企供应商，主要产品为 busbar 母排产品等。

图 2、长盈股权结构（2020 年 7 月）



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

经过多年深耕金属加工领域，公司积累了较强的技术优势，拥有大量的顶尖国外进口加工设备、先进的加工工艺和制程管理系统，模具年产能 6000 余套，年精密零件加工能力超 380 万件，精密模具加工周期及质量都处于同行业前茅。

图 3、公司具有较强的精密模具制造能力



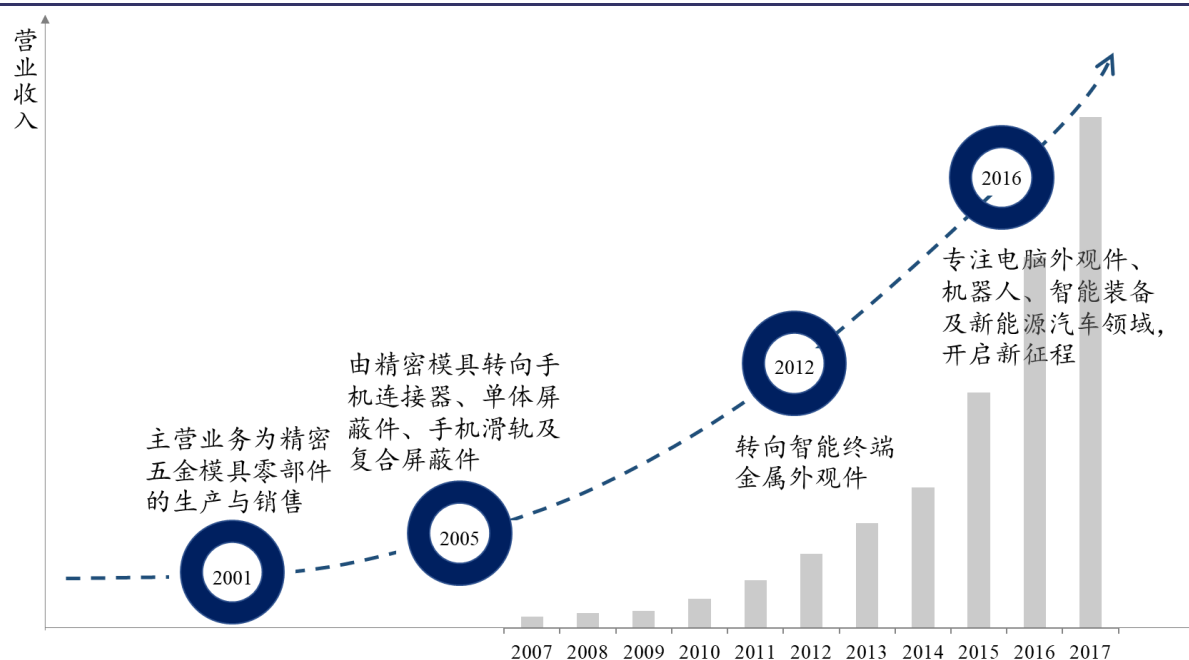
资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

近年来，公司始终加强基础材料及基于基础材料的加工技术研究，具备出色的工程及技术创新能力。目前已可实现多种材料的加工，且拥有专业的塑胶喷涂、PVD、阳极处理线等设施，具备垂直整合外观处理能力。此外，公司 2018 年研发并投产 RF cable，2019 年投资设立昆山哈勃，具备复杂模组和电子射频模组的设计、制造能力。

1.2、产品+客户结构双转型，公司开启新征程

长盈精密成立以来一直致力于开拓业务、深化布局，二十年来经历三次成功转型。**第一次转型—精密五金模具零部件转向手机功能键：**公司 2001 年成立之初，主营业务为精密五金模具零部件的生产与销售。2004 年，长盈将业务转向电子屏蔽件，恰逢华为无线网卡爆发，公司成为华为手机的主要供应商之一，收入大幅增长。2005 年，公司将业务拓展至手机连接器和单体屏蔽件；2009 年，增加了手机滑轨及复合屏蔽件的供应，正式将主营业务转为手机功能键，打开了手机市场，业绩明显提速，2007-2012 年 CAGR 达 46%，开启高增速时代。

图 4、公司经历三次转型



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

第二次转型—手机功能键转向智能终端金属外观件：北美大客户作为手机外观潮流的引领者，2007 年发布的首款 iPhone 采用的是上段铝合金背板+下段塑料，随后 iPhone3/3Gs 使用的是塑料外壳。2010 和 2011 年发布的 iPhone4/4s 的外壳是玻璃材质+不锈钢中框天线，金属材料使用量逐渐增加。2012 年 iPhone5 发布，采用全铝合金背板，且 iPhone6 和 iPhone7 均沿用金属一体化机身，三星、华为等品牌的手机也大多使用金属外壳。随着消费电子向轻薄化方向发展，金属材质逐渐成为主流。

在金属外观风靡的背景下，公司于 2012 年大力扩张金属外观件业务，建设松山湖生产基地，为 iPad mini、三星 Galaxy camera 及亚马逊供货，完成了第二次业务转型。公司第二次转型后，业绩增长明显，营业收入从 2012 年的 12.22 亿快速增长至 2015 年的 38.89 亿，3 年 CAGR 达 47%；净利润从 2012 年的 1.87 亿增长至 2015 年的 4.50 亿，3 年 CAGR 为 34%。

图 5、iPhone 外观进化历史



资料来源：北美大客户官网，兴业证券经济与金融研究院整理

第三次转型—金属外观件转向电脑外观件、机器人及新能源汽车：2015 年 9 月，国务院发布了《智能制造 2025》，指出新一代信息技术与制造业深度融合，我国制造业转型升级和创新发展的正迎来重大机遇。与此同时，智能手机市场增速逐渐放缓，且 5G 手机后盖板非金属化逐渐成为主流，公司再次调整战线，拓展产品门类，进行了第三次业务转型。

2015 年，长盈成立全资子公司广东天机，正式由精密制造迈向智能制造，同年 7 月，公司参股苏州宜确半导体，为工业 4.0 进行技术储备。2016 年 5 月，子公司昆山长盈设立昆山惠禾新能源科技公司，拓展新能源汽车领域的产品。2017 年 4 月，长盈与全球工业机器人巨头安川正式签约，布局工业机器人。多年来，公司不断降低手机业务比重，积极拓展业务外延，营业收入从 2015 年的 38.89 亿增长至 2017 年的 84.32 亿，两年复合增速 47%。目前，长盈围绕 5G、新能源汽车、工业 4.0 三大业务方向不断发展，开启新的征程。

2、产品结构优化升级，绑定海外大客户

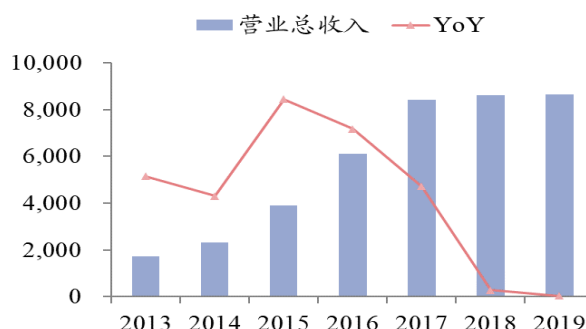
2.1、手机金属机壳时代王者，研发高投入铸就精密制造优势

把握手机渗透率提升的机遇期，公司上市后收入实现爆发式增长。受益于智能手机时代红利，公司上市后多年收入保持 40% 以上的增长。2018 年，由于手机进入

转向存量时代,且手机外观件由全金属机壳向金属中框+非金属后盖转变的趋势越发明显,公司加快转型步伐,调整期收入增速放缓,2019 年营业收入为 86.55 亿元,较 2018 年增长 0.34%。

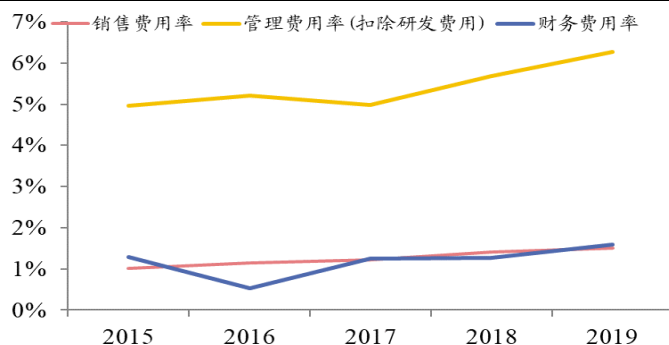
公司三费基本稳定,2017 年后由于开始冲刺北美大客户的业务,公司管理费用开始上行。多年来公司销售费用率和财务费用率保持稳定,基本在 1.3%左右,2018 年后公司加大了攻克海外特别是北美客户的力度,管理费用率略有上升,2019 年管理费用为 5.43 亿元,占营业收入的 6.27%。

图 6、公司近六年复合增速 31% (单位:百万元)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 7、公司三费率基本持平

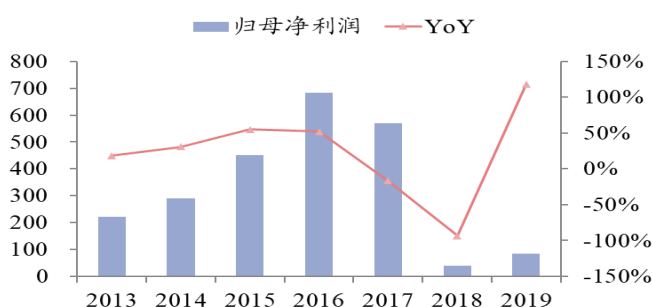


数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

由于公司从手机业务向非手机业务转型,大量新产品投入研发,研发费用增加较多,而新产品尚未形成大规模收入,再加上子公司商誉的计提,2018 年的净利润下降较明显。

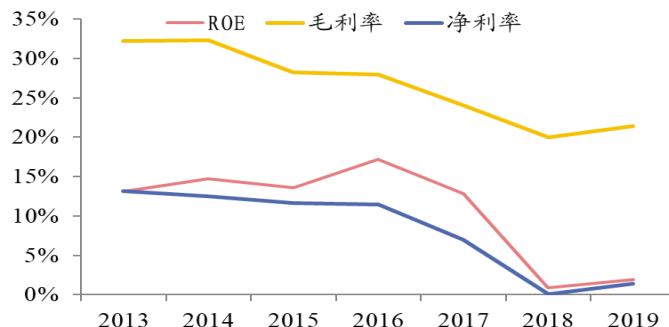
2019 年,公司产品结构和客户结构调整逐渐显现成效,归母净利润较 2018 年大幅增,而截止至 2020 年中报商誉账面价值剩余 1.49 亿(主要为并购经营业绩稳健的科伦特所产生的商誉),当下不再存在大幅计提商誉减值准备的压力。同时,公司大幅降低了国内安卓系机壳的业务比重,转向了毛利率更高的海外客户和非手机业务,2019 年利润率开始上行,公司在产品和客户结构上的升级逐渐有所成效,未来利润率有望持续提高。

图 8、2019 年归母净利润大幅增长 (单位:百万元)



数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 9、公司盈利能力出现拐点

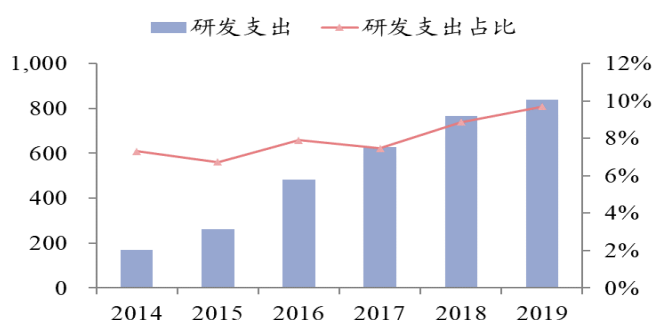


数据来源: wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

作为手机金属机壳时代的王者，公司研发持续高投入是竞争力的保证。2019 年研发支出达 8.39 亿，占营业收入的 9.66%，研发支出占收入的比重不断提高，而持续的高研发投入也铸就了公司的高精密制造能力。

目前公司拥有 6 大研发平台，研发工程师 3000 余人，共有专利 1244 项，其中发明专利 358 项，还拥有一流的实验设备 1000 多台，均为公司的持续研发和未来发展奠定了坚实的基础。公司的高研发能力也得到了诸多客户的认可，成为第一家进入北美大客户手机壳供应链的大陆企业。

图 10、公司注重研发投入（单位：百万元）



数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、研发成果显著

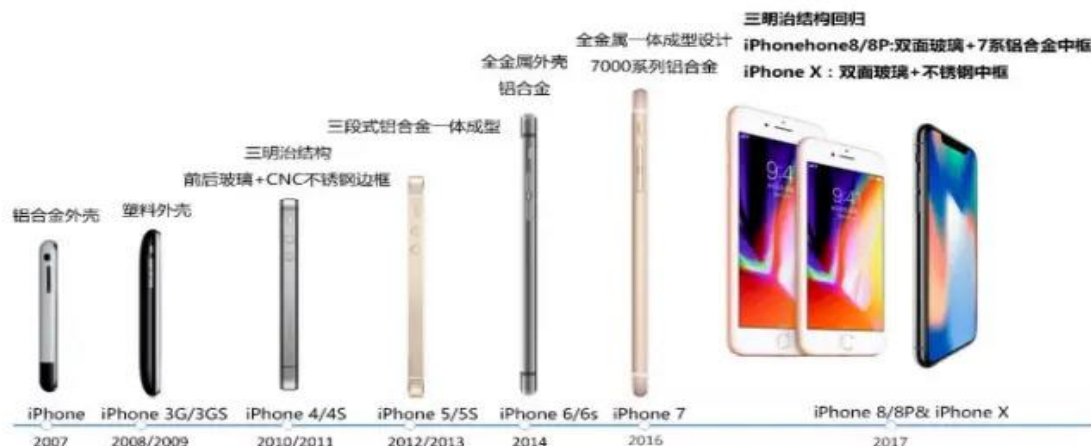


数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2、降低国产安卓外观件规模，产品和客户结构优化

2012 年，北美大客户发布三段式铝合金一体成型的 iPhone 5，金属轻薄的外观、良好的导热性以及较硬的强度让其逐渐成为当时最常见的外壳材料，金属外观风靡各手机品牌。而在 5G 提速的大背景下，消费者对手机外壳的信号传输能力有了更高的要求。由于 5G 通信采用的是 3GHz 以上的无线频谱，金属将对波长很短的毫米波带来极大的干扰，金属外壳不再是最佳的方案。随着 2017 年 iPhone 8 的发布，“三明治”结构回归，部分手机外观转向金属中框+双面玻璃的结构。

图 12、手机外观件转向金属中框+两片玻璃的“三明治”结构



资料来源：liquidmetal，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

iPhone X 引领无线充电潮流，加速了手机外壳的“去金属化”进程。金属材料对 5G 高频天线有明显的吸收，且无线充电一般采用电磁感应技术，金属对电磁波具有屏蔽性，因此具备无线充电技术的手机无法采用金属机壳。5G 信号、无线充电及玻璃外壳的高颜值都让金属后盖在手机外观中的占比越来越低。根据 CINNO Research 的数据，金属后盖在 2017 年占比高达 75%，随后即被玻璃和塑胶快速替代。预计随着 5G 手机的持续渗透，玻璃后盖的份额将会继续提升。

图 13、无线充电原理示意图

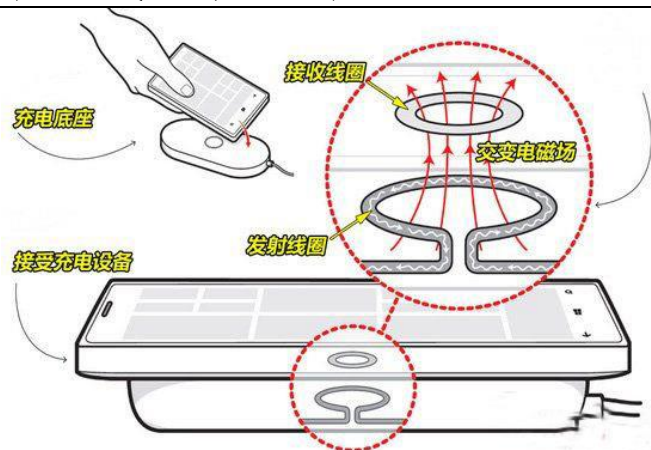
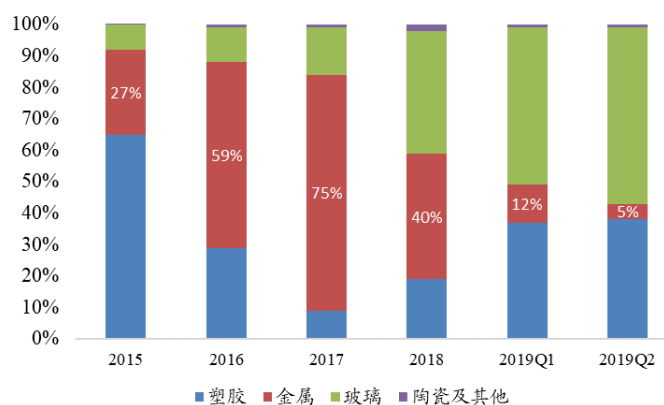


图 14、金属后盖占比越来越低

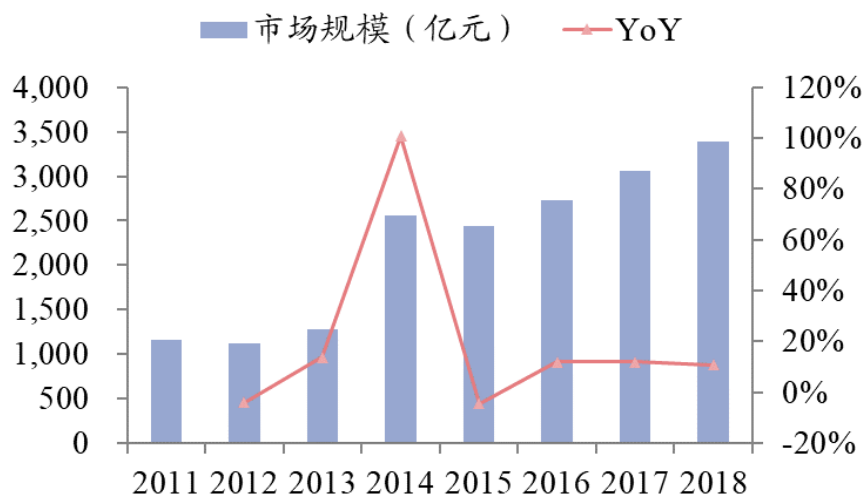


数据来源：EnergyTrend，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：CINNO Research，兴业证券经济与金融研究院整理

长盈精密作为老牌金属 CNC 厂商，之前主要为国内安卓系手机提供金属外观件产品，享受了国产金属后盖手机增长的红利。但在手机金属机壳的快速渗透的同时，我国 CNC 产能快速增加，CNC 设备的增长导致了金属机壳的产能严重过剩、CNC 价格下跌，这也是公司在 2018 年利润率下滑的原因之一。近两年供需调整，逐渐趋于平衡，目前不再存在供给大于需求的情况，手机业务增长稳定。

图 15、我国数控机床市场规模



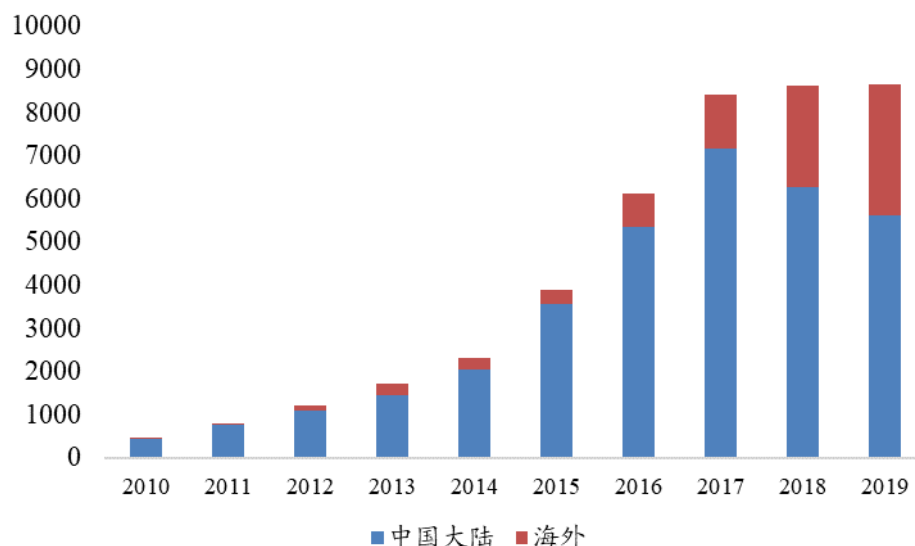
资料来源：机经网，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

2017 年起，公司主动调整战略布局，降低国产安卓客户外观件产品的占比，把国际客户作为发展的重要方向，逐步提高海外客户的收入占比。公司凭借高速的反应和高品质的产品获得了众多国外知名企业的高度认可，国际客户拓展顺利，取得了突破性进展，目前海外客户包括北美大客户、三星、亚马逊、谷歌和特斯拉等等。

公司海外客户的毛利率远高于国内客户，客户结构转向国外有益于提升公司盈利能力。根据产业链跟踪研究，目前国产手机品牌金属外观件加工业务毛利率仅 15% 左右，而韩系客户中，公司切入了智能手表外壳、平板电脑外壳、耳机结构件等产品的加工货，毛利率在 20%-25% 左右，北美的其他客户部分毛利率高于 30%，2019 年，国际客户营业收入占公司整体营收已超过 40%，公司的客户结构持续优化。

图 16、公司海外客户占比持续提高（单位：百万元）



资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

除拓展海外业务外，公司还重点发展非手机业务，通过持续推进产品结构调整及应用领域拓展，开发出了一批新的产品门类，包括高低压 Busbar、动力电池结构件、汽车电子、充电枪、高端笔记本电脑结构件、平板电脑结构件、智能手表结构件、桌面工作站结构件、智能终端防水结构件等，并形成了一定的产能规模和收入规模，积累了一批优质客户。新门类业务的发展让公司产品结构不断改善，非手机业务占比从不足 10% 提升至 30% 以上，2020 年 H1 公司非手机业务营收占比超过 50%，产品结构持续优化，市场风险抵御能力进一步增强。

图 17、公司部分非手机业务产品



资料来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3、大客户电脑机壳业务份额提高，盈利能力大增

笔记本外壳一般分为顶盖 A 面、屏幕 B 面、键盘 C 面和底盖 D 面。其中，D 面价值量最低，单价大约为 10 美元，A 面单价 50 美元左右，C 面价值量最高，超 70 美元，参考 IDC 数据，大客户笔记本 2019 年的销量近 1800 万部，大客户三面机壳业务市场空间超 160 亿，加上大客户给供应商的毛利率一般高于国内安卓手机客户，大客户的笔记本机壳业务盈利空间相当可观。

图 18、电脑外壳分类



资料来源：电脑爱好者，兴业证券经济与金融研究院整理

北美大客户的笔电产品一直深受消费者的喜爱，出货量基本稳定。2008 年北美大客户推出的笔电产品首次采用一体成型机壳，以整块铝合金材质精制而成，精致轻薄，轮廓优美且十分耐用，后续的产品都是采用的该种锻造方式。但一体成型

机壳对精度要求非常高，制造难度很大，加上北美客户对产品要求极高，能进入其供应链是代表客户对供应商金属加工业务的高度认可。

图 19、Mac 出货量稳定

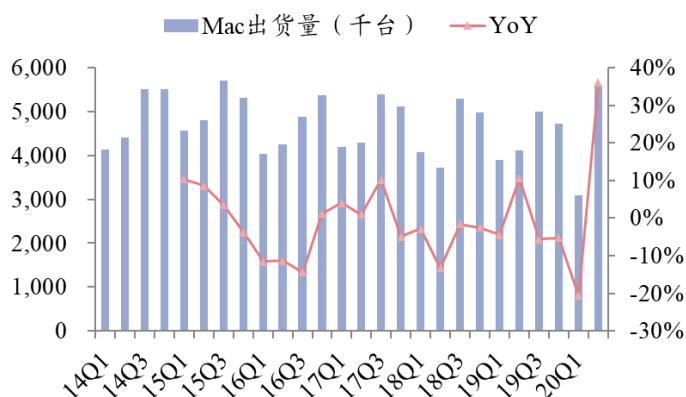


图 20、一体成型机壳



资料来源：wind, IDC, 兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：百度百科, 兴业证券经济与金融研究院整理

长盈于 2017 年切入了北美大客户笔电机壳的供应链，是继可成、鸿准、锐胜之后的第四大厂商，也是目前唯一一家大陆供应商。根据产业链调研，长盈 2018 年中开始给北美大客户笔电的 air 系列供应 D 面，2019 年实现 pro 的 A 面机壳的供货，今年年中 C 面开始出货，公司在北美大客户笔电产业链中的份额不断提升，且后续公司会全面供应北美包括 air、pro 等在内的全系列笔电机壳，预计 2022 年机壳收入可超 30 亿元。

此外，北美客户今年 6 月已发布基于 ARM 精简指令集的 Apple Silicon 平台，后续新版笔电将采用自研芯片，有望实现多屏协同等功能，MiniLED 背光技术也有望在明年引入到笔电产品，笔电后续创新不断，同时自研芯片将降低整机成本，大客户笔电产品价格也有望走手机的亲民路线，整体份额有望进一步提升。

表 1、北美大客户收入拆分测算

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
D 面份额	15%	15%	20%	25%	30%
A 面份额	0%	5%	10%	16%	22%
C 面份额	0%	0%	5%	12%	18%
单价 D 面 (美元)	10	10	10	10	10
单价 A 面 (美元)	50	50	50	50	50
单价 C 面 (美元)	70	70	70	70	70
汇率	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8
笔电销量 (亿台)	18	17.7	19	18.5	18.5
机壳收入 (亿人民币)	1.84	4.81	13.57	23.78	33.46
小件收入 (亿人民币)	2.5	4.5	10	16	23
头戴式穿戴类收入 (亿人民币)					20
合计收入 (亿人民币)	4.3	9.3	23.6	39.8	76.5

资料来源：兴业证券经济与金融研究院整理

除电脑机壳外，北美大客户还会给大件供应商搭配一些小件产品，例如 MacBook

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

触控板，键盘下的功能板、Apple Pencil、iPad 的 mini 键盘、Apple Watch 表壳等。根据产业链调研，2019 年，北美大客户小件收入大约在 4.5 亿左右，兴证电子团队预计 2022 年北美大客户小件收入可达 23 亿。此外，预计北美大客户 2022 年或将推出头戴式智能穿戴设备，故 2022 年来自北美大客户的收入预计将超 70 亿，2018-2022 年北美客户收入 CAGR 预计将超三位数。

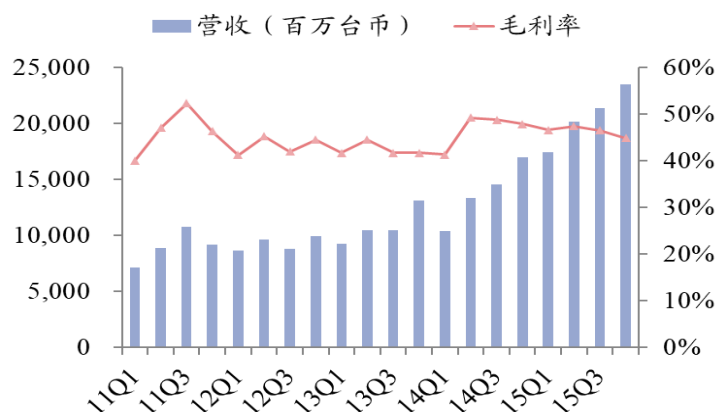
图 21、北美大客户小件业务



资料来源：网络图片，兴业证券经济与金融研究院整理

中国台湾的可成科技过去是北美大客户笔电机壳的第一大供应商，份额大约为 40% 左右，而目前由于管理层变动，可成把重心转向手机业务，笔电机壳业务逐年下滑，长盈精密高度受益。长盈目前的毛利率水平在 30% 左右，而可成做大客户笔电订单的毛利率基本都在 40% 以上，显著高于长盈精密以往的业务，切入北美大客户笔电机壳供应链能够大幅提升公司盈利水平。

图 22、中国台湾可成科技营收与毛利率情况



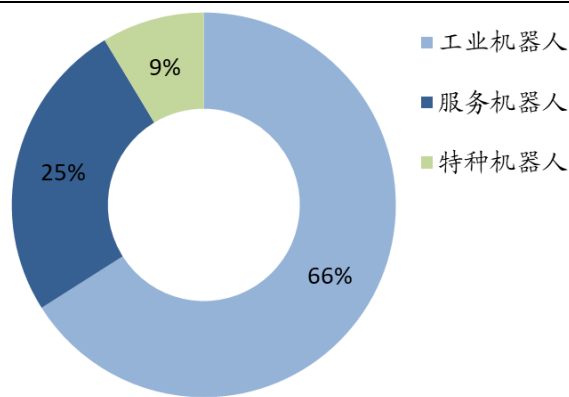
资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

3、智能制造市场抢先布局，组装业务蓄势待发

3.1、智能制造大有可为，携手安川抢先布局

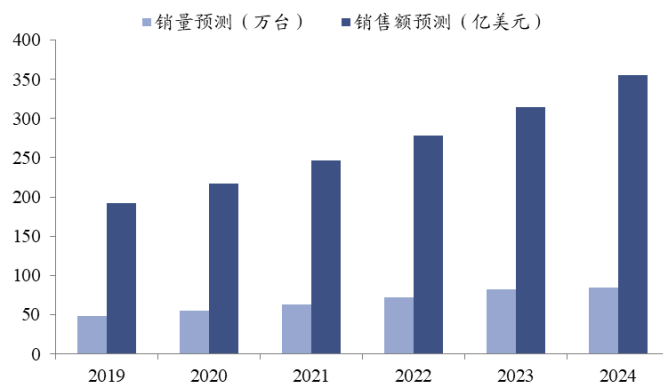
人工智能时代的到来促进了智能制造的发展，作为智能制造的典型代表，机器人技术近几年发展迅速。其中，工业机器人是其中最主要的类别。工业机器人集机械、电子、控制、计算机、传感器、人工智能等多学科先进技术于一体，具有高度的灵活性和适应性。它符合现代生产模式小批量、多品种、产品生命周期短、更换快的特点。根据前瞻产业研究院的预测，2024 年全球工业机器人产量将达到 85 万台，销售额达到 355.0 亿美元，具有广阔的成长空间。

图 23、工业机器人是最主要的类别



数据来源：中商产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

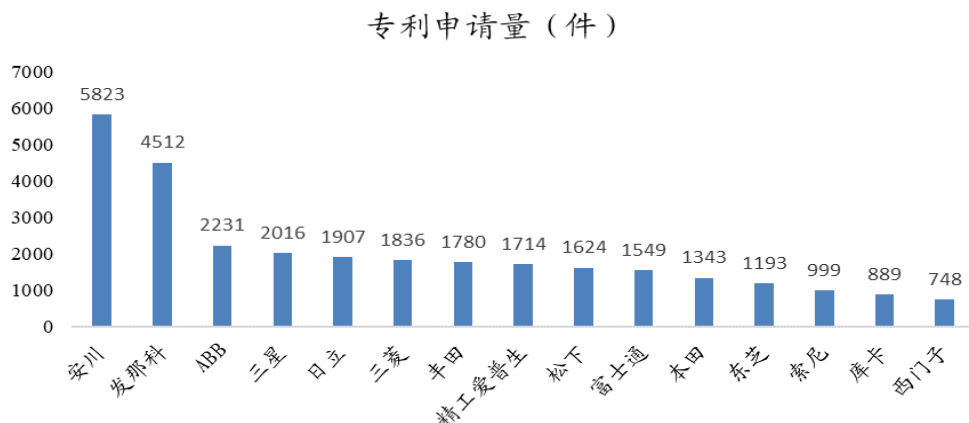
图 24、全球工业机器人销量及销售额预测



数据来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

为了进一步完善公司在智能制造产业的布局、提高公司自动化水平并满足各行业对高端机器人的市场需求，公司在 2017 年 7 月与全球四大机器人巨头之一的安川电机共同投资了广东天机工业智能系统有限公司。安川电机是全球机器人龙头企业，在伺服电机、运动控制器、变频器、机器人等领域处于世界先进水平。工业机器人领域全球专利申请量中国，安川以 5823 件稳居首位。

图 25、工业机器人全球专利申请量安川居首位



资料来源：智研咨询，兴业证券经济与金融研究院整理

公司与安川携手打造的天机智能以工业机器人为核心，开发标准工作站、智能数控装备、提供系统集成的解决方案。天机机器人成立以来，在 2017 年下半年三个月内就生产并销售了 500 台小型六轴工业机器人。两年里，天机相继发布了一系列自主研发的产品，大大推动了智能化改造，提高了效率、降低了成本。同时，为了进一步增强研发基础，天机机器人还与上海交通大学、香港科技大学和哈尔滨工业大学分别成立了机器人核心技术联合实验室，不断开拓机器人最新技术领域，将最新的科技应用于天机机器人。

图 26、天机机器人产品



资料来源：天机官网，兴业证券经济与金融研究院整理

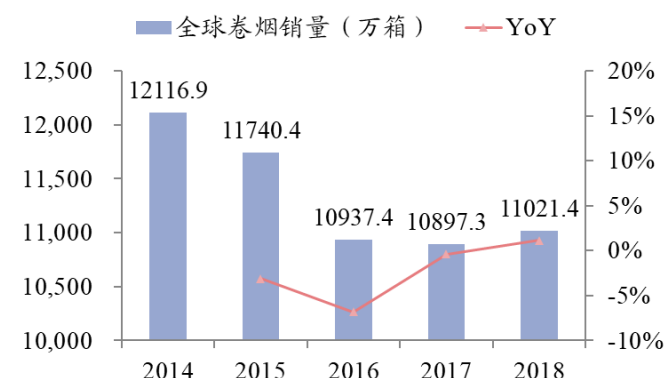
3.2、电子烟市场快速成长，组装业务蓄势待发

2019 起，公司积极布局组装业务，并于 6 月设立了公司设立全资子公司东莞市阿尔法电子科技有限公司，主要进行电子烟的结构件、陶瓷雾化器制作与诸多其他产品的组装工作。受到税率、价格提升和国家管控加强等因素的影响，传统卷烟

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

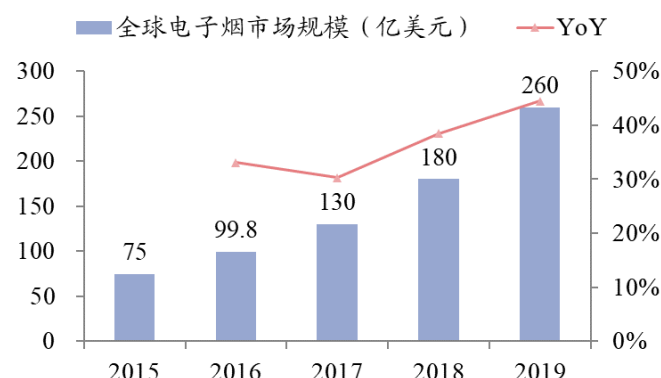
销量迅速下行，从 2014 年的 1.2 亿箱下降到 2018 年的 1.1 亿箱。取而代之的是全球电子烟市场的兴起。由于电子烟烟油的主要配方是甘油、香精和尼古丁，不产生燃烧释放的有害气体，对人体伤害相对较低，近年来市场规模增长迅速。根据中国产业信息网的数据，2019 年全球电子烟市场规模达 260 亿美元，同比增速 44%。

图 27、全球卷烟销量不断下行



数据来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

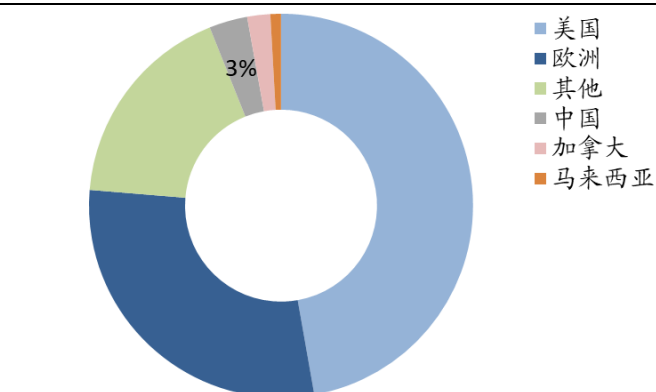
图 28、全球电子烟市场增长迅速



数据来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

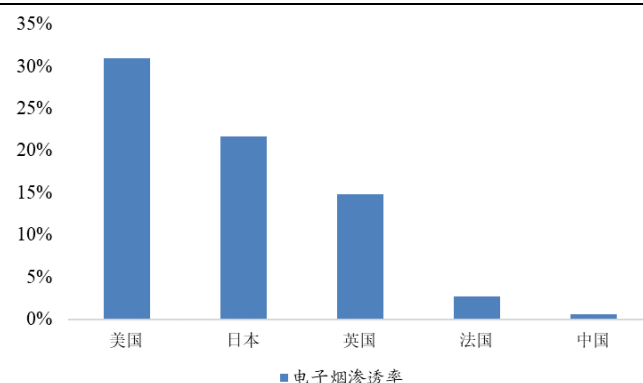
目前美国是最大的电子烟消费国家，在各类型烟草制品中，电子烟销售额已超越斗烟、口含烟，成为继卷烟、烟丝、雪茄之后的第四大品类。2018 年，美国市场电子烟渗透率高达 31%，而目前中国市场仍处在发展初期，渗透率为 0.6%，若依照美国市场的发展趋势与规模，中国电子烟市场的未来空间非常大。

图 29、2018 年主要电子烟消费地区



数据来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 30、中国电子烟未来市场空间大

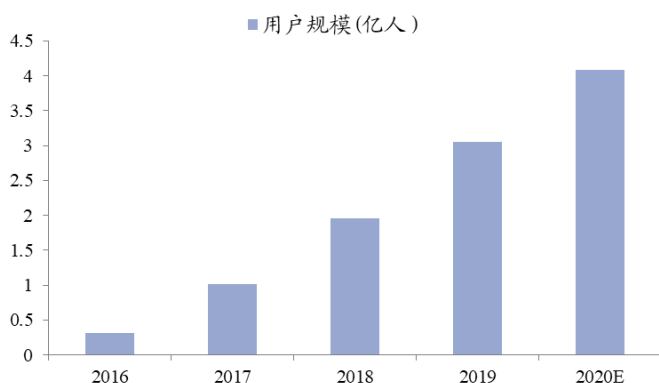


数据来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

2019 年，长盈精密取得了国际电子烟公司 JUUL Labs 的供应商资格并获得订单，JUUL Labs 是美国最大的电子烟企业，占据了美国电子烟市场近四分之三的市场份额，长盈此次切入 JUUL Labs 的供应链，有望受益于电子烟行业的快速增长。今年，公司给国内电子烟龙头企业的组装订单也已出货，由子公司东方阿尔法组装，公司电子烟业务正在迅速放量。

除电子烟业务外，公司的其他产品的组装业务也在不断发展。公司 2019 年底接了一些共享充电宝的组装订单，预计共享充电宝 2020 年将有 4.08 亿用户，利好公司的组装业务。今年公司还接到了一些智能装备、服务机器人、额温枪和呼吸机等产品的组装订单补充业绩，后续公司也有望承接一些北美的其他客户的音响等组装业务，公司组装板块蓄势待发。

图 31、共享充电宝用户数量大幅增长



数据来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 32、怪兽共享充电宝

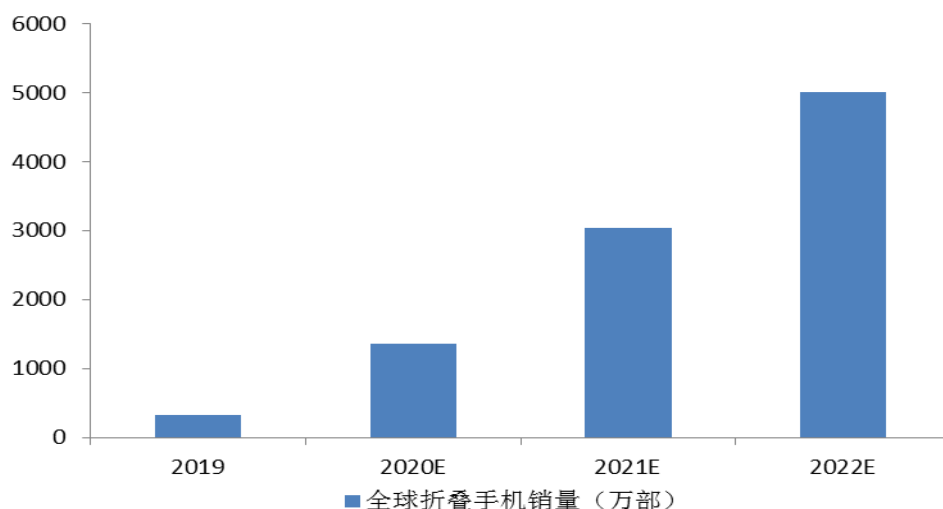


数据来源：怪兽充电宝官网，兴业证券经济与金融研究院整理

3.3、深度参与折叠手机转轴研发，技术储备领先

折叠手机在折叠状态时可保持常规的小尺寸智能手机的外形，轻便易携带，而当展开时，又能提供两倍面积的大屏优势，相当于平板电脑。随着消费者越来越喜爱大屏幕手机，各大手机厂商纷纷布局折叠屏手机。2018 年 10 月底，国内的柔宇科技推出了全球首款折叠屏手机 FlexPai（柔派）。2019 年 2 月，三星和华为相继推出折叠屏手机 Galaxy Fold 和 Mate X。2019 年是折叠手机元年，但市场正式展开要待 2020 年以后，根据 strategy analytics 的预测，2022 年全球折叠手机销量将达 5010 万部，成长空间广阔。

图 33、预计 2022 年全球折叠手机销量将达 5010 万部



资料来源：strategy analytics，兴业证券经济与金融研究院整理

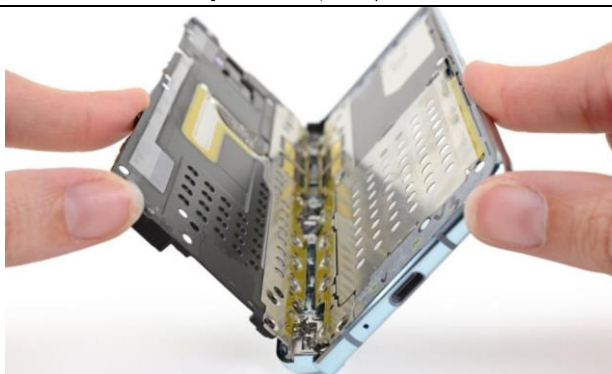
折叠屏手机的制造难度比普通智能手机高很多，折叠屏的结构主要分为四层，依次为屏幕保护层、可弯曲柔性屏幕、软胶支撑片和转轴。其中转轴铰链是手机能否无缝贴合的关键。屏幕折叠依靠铰链转轴辅助，用以支撑旋转，对回转精度、摩擦系数这些要求都特别高，需要依靠大量的 MIM(金属粉末射出成型)技术，相比于笔记本电脑转轴，手机铰链转轴的精密度、耐用度、强度与轻薄规格均远高于笔记本电脑转轴。

图 34、华为手机折叠屏转轴



数据来源：cnBeta，兴业证券经济与金融研究院整理

图 35、三星 Galaxy Fold 折叠屏铰链



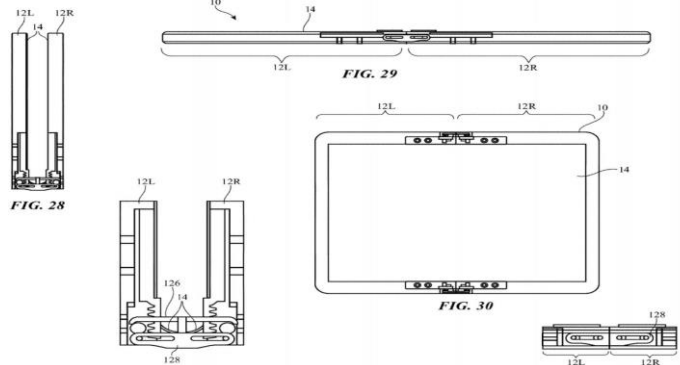
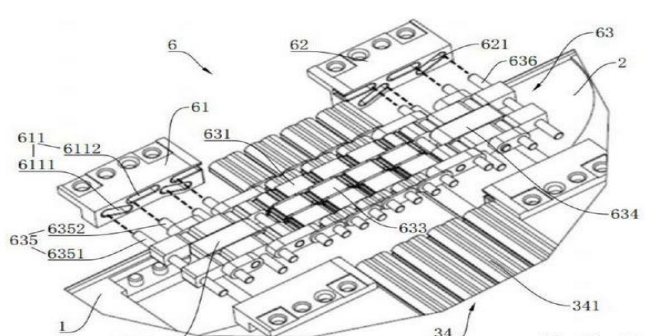
数据来源：中国产业信息网，兴业证券经济与金融研究院整理

手机厂商在铰链的设计上都各有特色。华为 Mate X 5G 的折叠铰链从运动原理到子功能模块的设计，再到材料的选择，以及不同表面处理的尝试，仅在研发上就花费了三年多时间。铰链由百种金属零件成型，需要用到 MIM、冲压等多种工艺成型，在 CNC 精密后还需要后制程处理，零件多、组装工序复杂，制造难度非常大，对供应商的要求很高。

2020 年，美国专利商标局发布了北美某手机厂商一项名为“具有柔性显示器和铰链的电子设备”的专利，其中提出了一种铰链机制，使屏幕由主壳体支撑，弯曲时铰链机构同时使外壳的元件围绕弯曲处所在的部分旋转，整台设备看起来非常整洁大方。内部铰链可控制显示器的移动，从而在铰链弯曲时使用空隙部分为屏幕提供扩大弯曲曲线所需的空間，设计精巧，但目前尚未有成机发布。

图 36、折叠手机铰链零件多，制造难度大

图 37、北美某手机厂商折叠手机专利



数据来源：电子发烧友，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：macrumors，兴业证券经济与金融研究院整理

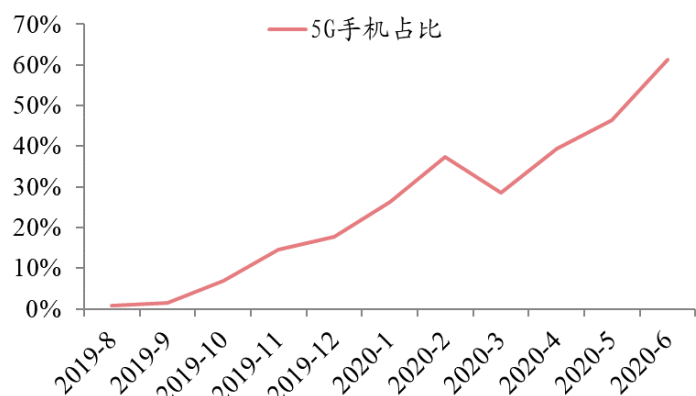
长盈是为数不多能深度参与华为和三星折叠轴研发的国内企业，负责主轴的制作与折叠轴组装，卡位精准。目前由于折叠手机一方面技术还有待进一步稳定、良率需提升至可大量量产，另一方面需等待偏高的定价调整至多数消费者可负担的水平，所以目前折叠手机出货量还不小，转轴产品也还未量产，但公司参与了两家公司折叠手机的产品研发，未来一旦起量，公司将高度受益。

4、定增为 5G 智能终端+新能源车业务腾飞蓄力

4.1、定增 5G 智能终端模组，把握 5G 商用市场机遇

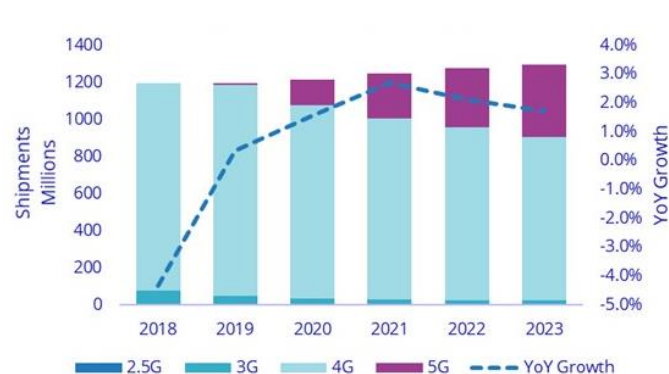
5G 作为新一代通信技术的主要发展方向，低延时、高带宽、广连接的特点不仅能满足通信需求，还将开启万物互联、人机交互的新时代。2019 年以来，中国 5G 手机出货量不断攀升，根据中国信通院的数据，2019 年 8 月 5G 手机出货量占比仅为 0.7%，而 2020 年 6 月，该比例已高达 61%。根据 IDC 的预测，到 2023 年，5G 手机的出货量占比将提升至 26%。

图 38、中国 5G 手机出货量占比不断攀升



数据来源：信通院，兴业证券经济与金融研究院整理

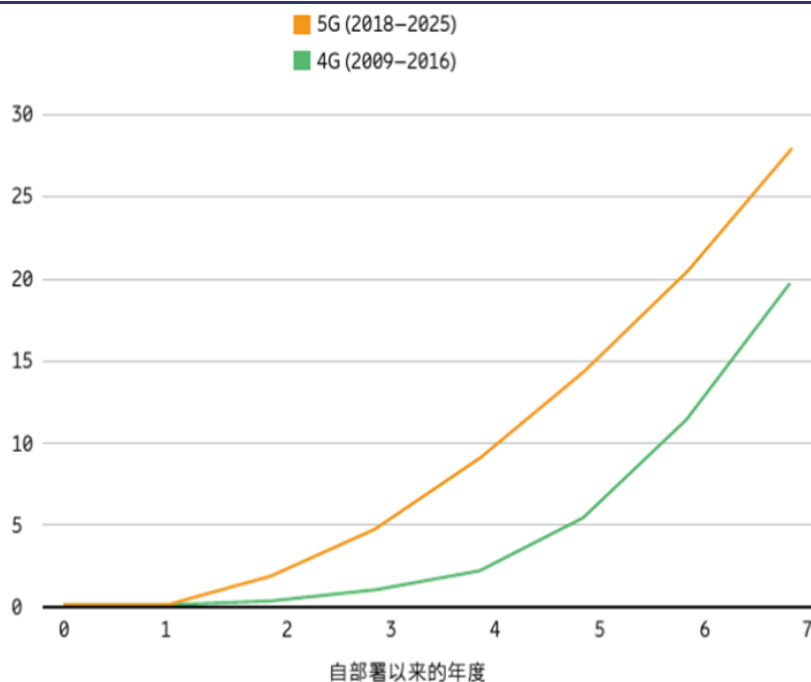
图 39、2023 年全球 5G 手机市场份额将达到 26%



数据来源：IDC，兴业证券经济与金融研究院整理

根据爱立信发布的《移动市场报告》，预计到 2020 年底，全球 5G 签约用户数预计将达 1.9 亿。与 4G 相比，中国更早地参与了 5G 业务，且有数家供应商更及时地推出了 5G 终端，因此爱立信预测 5G 签约用户数的增长速度预计将明显快于 4G，5G 的大规模商用指日可待。

图 40、5G 签约用户数增长速度预计将明显快于 4G（单位：亿用户）



资料来源：爱立信《移动市场报告》，兴业证券经济与金融研究院整理

5G 的快速发展带动了连接器市场的增长。连接器是电子设备中不可或缺的部件，用于连接两个电子产品，以传输电流或信号。在电子产品功能多样化、设计模块化的今天，连接器发挥着越来越重要的作用，因此，全球与我国的连接器市场多年来一直呈现稳健增长的态势。根据 Bishop&Associate 的统计，2018 年全球连接器市场规模达 667 亿美元，较 2017 年提升了 11%，连续两年增长率在 10% 以上。而受益于信息化建设投入不断扩大，2010 年到 2018 年，我国连接器市场规模由

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

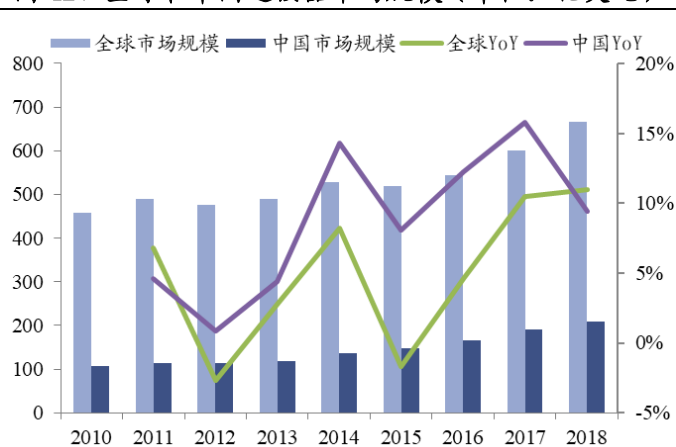
108.33 亿美元增长到 209 亿美元，CAGR 为 8.56%，远高于全球 4.8% 的同期增速。

图 41、连接器是电子设备中不可或缺的部分



数据来源：网络图片，兴业证券经济与金融研究院整理

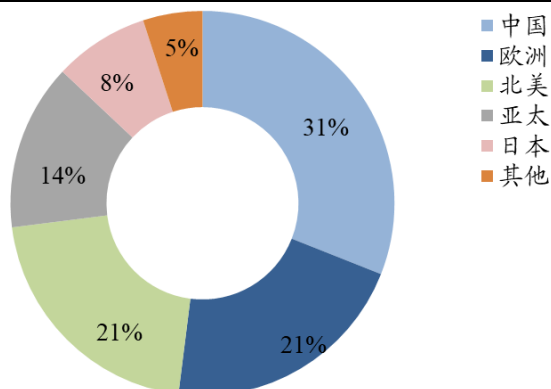
图 42、全球和中国连接器市场规模（单位：亿美元）



数据来源：Bishop&Associate，兴业证券经济与金融研究院整理

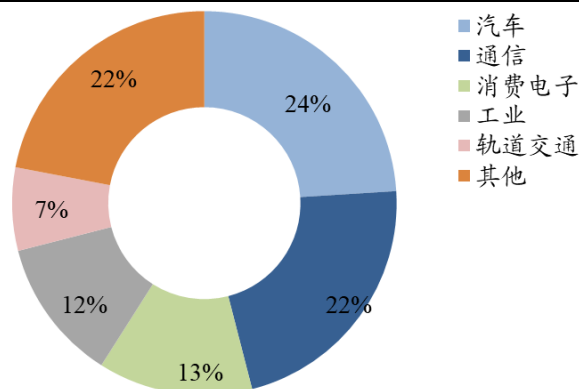
与全球制造业的转移路径类似，连接器产能先后从欧美转移至日本、中国台湾和大陆地区。根据 Bishop&Associate 的数据，2018 年中国地区连接器市场规模占据了全球 31.4% 的市场份额，是全球最大的连接器市场。连接器应用领域广泛，其中占比最高的前五大领域分别为汽车、通信、消费电子、工业和轨道交通。

图 43、2018 年全球连接器市场区域分布情况



数据来源：Bishop&Associate，兴业证券经济与金融研究院整理

图 44、2018 年全球连接器应用领域



数据来源：Bishop&Associate，兴业证券经济与金融研究院整理

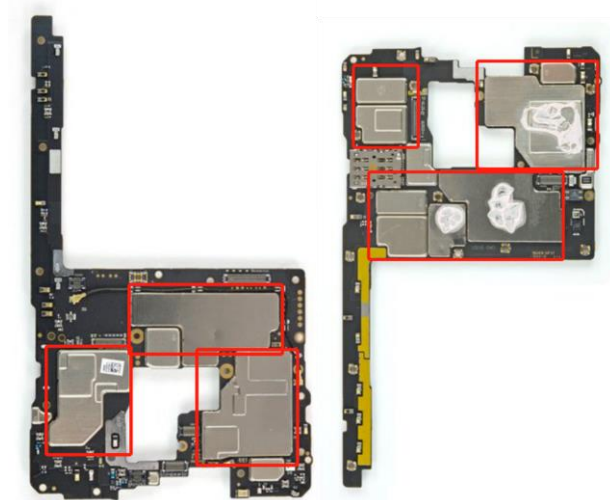
此外，5G 的快速发展也导致高频率零部件及设备之间的电磁干扰问题越来越严重，5G 产品对电磁屏蔽的要求越来越高，需要的屏蔽件数量也大幅增加。根据 ifixit 拆解的华为 Mate 20 X 5G，其主板上就使用了大量的电子屏蔽件。多年来，长盈在屏蔽件业务上也有很深的积累，毛利率大约在 30% 左右，未来随着 5G 下游应用的拓展，将给电磁屏蔽件业务带来机遇。

图 45、公司屏蔽器产品



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 46、5G 手机的电子屏蔽件数量增多



数据来源：电子发烧友，兴业证券经济与金融研究院整理

长盈已经在以智能手机为代表的 3C 领域建立了智能制造的核心竞争力，而随着 5G、AI、AR/VR 和 IoT 技术的进步及应用范围的拓展，新的产品形态和应用场景将会为 3C 重要组件企业的发展带来新机会。因此，公司计划募资投资于 5G 智能终端模组领域。未来，随着汽车电子化和 5G 网络的加速布局，连接器和屏蔽件将有更大的发展空间，公司该部分业务将高度受益。

项目预计投资总额为 19.85 亿元，拟使用募集资金总额 10 亿元，主要用于智能硬件结构模组和 5G 电连接模组项目的建设。产品包括智能终端金属及非金属结构模组、折叠屏转轴、精密板端连接器、RF 连接器、BTB 连接器、天线模块等，广泛应用于智能手机、可穿戴设备、AR/VR 设备、多功能笔记本电脑、平板电脑、触控笔、智能音箱、智能可交互电视、物联网硬件等智能终端产品，有助于公司进一步完善产品结构，符合公司新产品发展方向。

表 2、5G 智能终端模组投资概算

投资构成	投资金额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
建设工程费用	28,000.00	25,000.00
模具加工设备	5,442.00	5,000.00
生产和检测设备	115,203.00	55,000.00
自动化及制造管理系统	28,620.00	15,000.00
铺底流动资金及预备费	21,272.00	-
合计	198,537.00	100,000.00

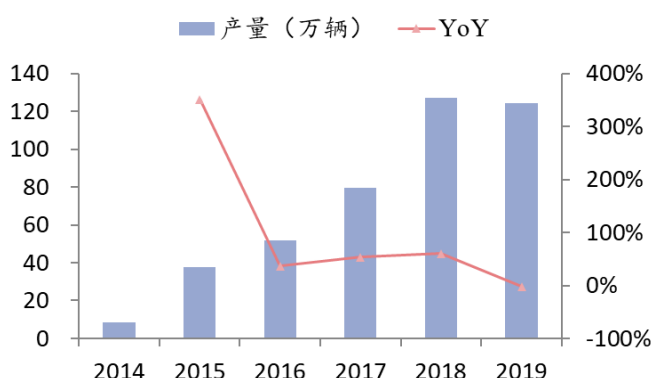
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

4.2、新能源车市场景气度正旺，临港项目就近配套客户

随着政府对环境保护的愈发重视，新能源汽车被列入国家加快培育和发展的七大战略性新兴产业之一，市场景气度正旺。根据中国汽车工业协会的统计，2014 年以来，新能源汽车产量一路走高，2014-2019 年 CAGR 为 71%，渗透率从 2014 年

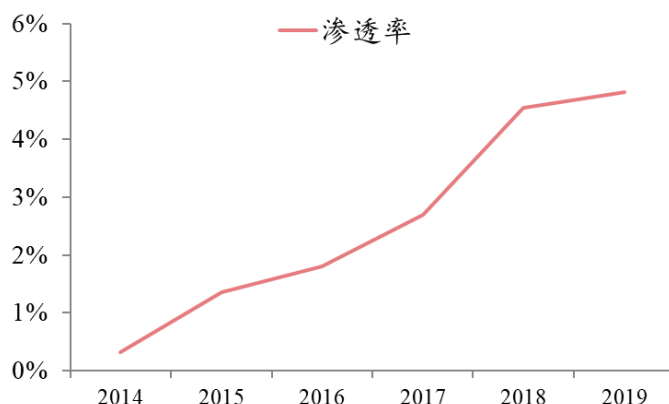
的 0.32% 成长至 2019 年的 4.82%。

图 47、新能源汽车产量



数据来源：中国汽车工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

图 48、中国新能源汽车渗透率



数据来源：中国汽车工业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

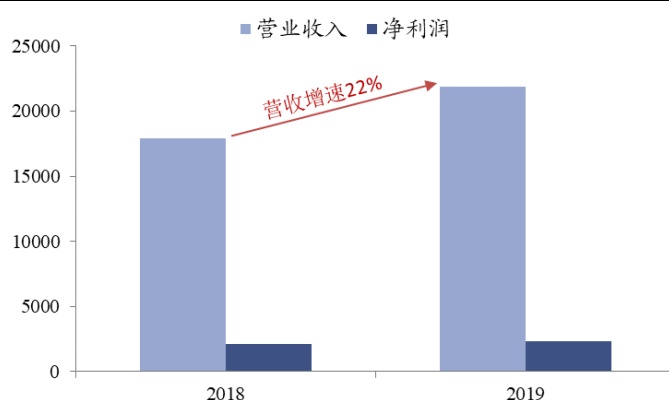
公司早在 2016 年就积极布局新能源汽车领域，2016 年和 2017 年以股权收购和增资方式取得了苏州科伦特 70% 的股份。苏州科伦特为国际顶尖新能源汽车品牌的合格供应商，其研发及生产的高压大电流电源母排等产品代表着行业顶尖水平。其主营业务为 busbar 母排产品，广泛应用于新能源汽车、通讯、军用雷达及舰船制造等领域。科伦特也是知名品牌汽车厂商的供应商，为欧美主要新能源汽车厂商提供服务，且与国内外新能源汽车整车厂商及 pack 厂商均有深度合作。近年来营收和净利润均增长迅速，2019 年营业收入增速达 22%。

图 49、科伦特母排产品



数据来源：科伦特官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图 50、科伦特营收与净利（单位：万元）

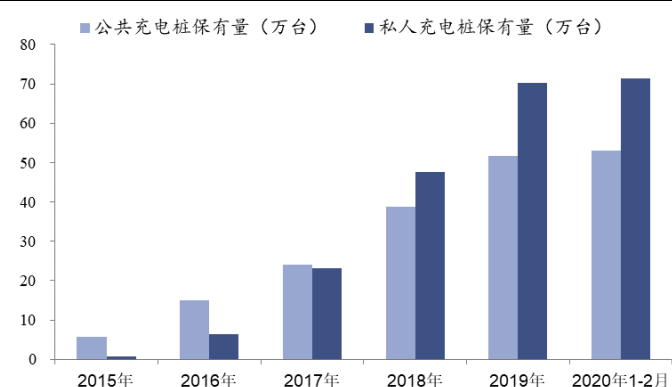


数据来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

依托智能制造领域深厚的技术积累和技术实力，长盈也开拓了充电枪的产品线。充电枪作为连接充电桩与电动汽车之间的“桥梁”，是实现充电设施与电动汽车互联互通的重要部件。受新能源汽车快速发展的推动，充电桩、充电枪等配套设施也迎来快速发展。根据前瞻产业研究院的数据，截至 2019 年 12 月底，全国充电桩累计数量为 121.9 万台。2020 年 1-2 月，全国充电桩设施增量为 2.6 万台，未来增速将持续增长。公司的充电枪产品主要供应优质客户，包括欧洲的奔驰、宝马、大众，美国的通用、福特，以及中国的上汽和吉利，根据产业链跟踪研究，预计

2020 年充电枪业务的收入在 0.5-1 亿左右。

图 51、新能源汽车充电桩保有量提升



数据来源：前瞻产业研究院，兴业证券经济与金融研究院整理

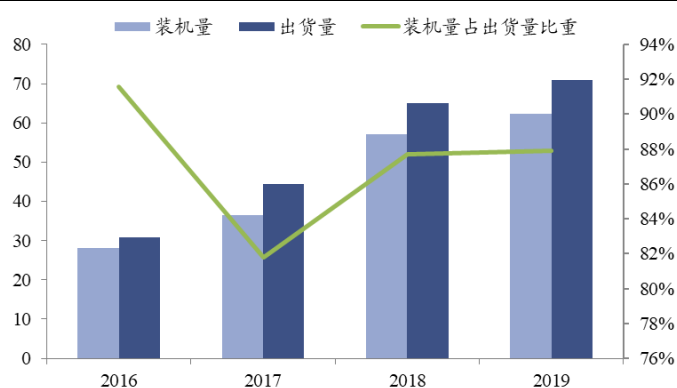
图 52、公司充电枪产品



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

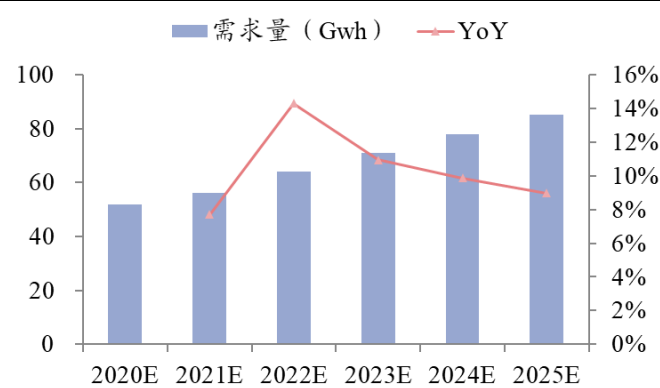
锂电池是电动汽车的重要组成部分，在新能源汽车的成本中占比很高。根据高工产研锂电研究所(GGII)的调研数据显示，2019 年中国动力电池出货量为 71GWh，同比增长 9.4%。动力电池精密结构件是电池的核心器件之一，对电池的安全性、密闭性和能源使用效率等都具有直接影响。根据 IIT 的预测，2025 年动力电池的需求量将达到 177 亿美元。而伴随着新能源汽车行业的稳步发展，动力电池精密结构件市场前景广阔，市场规模将进一步扩大，市场结构将更加优化。长盈在动力电池结构件项目上也有所布局，公司在 2017 年通过了 CATL 的供应商认证，并已实现小批量交货，还与国内其它动力电池企业展开了积极的业务合作。后续，公司还将加入电连接产品，进一步完善新能源汽车产品结构。

图 53、动力电池出货量和装机量 (GWh)



数据来源：GGII，兴业证券经济与金融研究院整理

图 54、预期全球动力电池需求增长



数据来源：科达利招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

公司近年来在新能源汽车零组件产业积极布局，并切入特斯拉供应链，高度受益于特斯拉国产化，为了进一步巩固优势地位，计划投资于临港新能源汽车零组件项目。项目预计投资总额为 10.92 亿，拟使用募集资金总额 9 亿，资金主要用于高低压电连接件、动力电池结构件和氢燃料电池双极板项目的建设，预计建设周期 18 个月。

图 55、上海自贸区临港新片区



资料来源：中国新闻网，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、上海临港新能源汽车零部件（一期）项目投资概算

投资构成	投资金额（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
工程费用	9,000.00	9,000.00
自动产线生产及测试设备	82,000.00	81,000.00
铺底流动资金及预备费	18,200.00	-
合计	109,200.00	90,000.00

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

公司目前是特斯拉新能源汽车零部件的重要供应商，也已经拿到了上汽、宝马、奔驰等汽车厂商的认证。上海临港新能源汽车零部件项目的建设将实现对重点客户的就近配套，提升供应链响应速度和客户服务能力，带动公司订单持续稳定增长。

图 56、临港项目的建设能够实现重点客户的就近配套



资料来源：百度地图，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

5、盈利预测

根据公司近期经营情况，我们略调整公司的盈利预测，预计公司 2020/2021/2022 年收入分别为 96.5、131 和 178 亿元，同比增长 11.5%、36%和 36%。归母净利润分别为 5.8、10.2 和 16.3 亿元，同比增长 596%、76%和 59%，对应 2020 年 10 月 9 日收盘价的 PE 分别为 40、23、14 倍，给予“审慎增持”评级。

表 4、公司分业务收入预测（百万元）

	2019A	2020E	2021E	2022E
总收入	8611.44	9646.6	13107.62	17806.28
YOY		12.0%	35.9%	35.8%
北美大客户				
收入	931	2357	3978	7646
YOY		153.0%	68.8%	92.2%
毛利率	20.0%	30.0%	32.0%	33.0%
安卓客户				
收入	5420	4070	4700	5050
YOY		-24.9%	15.5%	7.4%
毛利率	17.5%	18.7%	19.3%	19.3%
新能源车				
收入	400	500	1200	1800
YOY		25.0%	140.0%	50.0%
毛利率	22.0%	23.0%	25.0%	25.0%
海外其他客户				
收入	950	1500	2300	2300
YOY		57.9%	53.3%	0.0%
毛利率	25.0%	28.0%	30.0%	30.0%
其他				
收入	910	1220	930	1010
YOY		34.1%	-23.8%	8.6%
毛利率	21%	26%	23%	23%

资料来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

6、风险提示

海外客户业务拓展不及预期：公司目前拓展推进海外客户的业务，若认证情况不顺利，将会影响公司收入和利润率。

新能源汽车产业发展不及预期：公司在建新能源汽车相关项目，若新能源汽车产业发展不及预期，将会对公司收入表现产生不利影响。

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	5347	6824	8610	10873
现金	695	2022	2231	2504
应收账款	1654	1786	2453	3320
其他应收款	84	93	127	172
预付账款	40	41	55	73
存货	2306	2410	3233	4285
其他流动资产	568	473	511	519
非流动资产	4300	3678	3005	2337
长期投资	82	80	81	81
固定资产	3352	2980	2529	2038
无形资产	188	175	161	148
其他非流动资产	677	442	234	71
资产总计	9647	10501	11615	13210
流动负债	4793	4965	5720	6726
短期借款	2154	2219	2198	2205
应付账款	1661	1747	2339	3102
其他流动负债	978	998	1184	1419
非流动负债	380	297	249	191
长期借款	270	209	153	95
其他非流动负债	110	88	96	97
负债合计	5172	5262	5969	6917
少数股东权益	212	364	629	1051
股本	910	910	910	910
资本公积	1283	1283	1283	1283
留存收益	2189	2681	2823	3047
归属母公司股东权益	4262	4875	5018	5241
负债和股东权益	9647	10501	11615	13210

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	823	1486	1449	1951
净利润	119	735	1290	2049
折旧摊销	818	660	675	682
财务费用	138	130	95	80
投资损失	4	3	4	4
营运资金变动	-561	-23	-753	-1015
其他经营现金流	305	-20	137	151
投资活动现金流	-787	-85	-177	-145
资本支出	789	0	0	0
长期投资	9	-2	1	-0
其他投资现金流	11	-86	-176	-145
筹资活动现金流	-651	-74	-1063	-1532
短期借款	-197	66	-22	7
长期借款	-49	-61	-57	-58
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-405	-79	-984	-1481
现金净增加额	-594	1327	209	274

利润表

单位: 百万元

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	8655	9647	13108	17806
营业成本	6804	7323	9728	12937
营业税金及附	75	76	104	143
营业费用	130	143	195	264
管理费用	543	586	805	1089
财务费用	138	130	95	80
资产减值损失	-293	-50	-70	-80
公允价值变动	0	0	0	0
投资净收益	-4	-3	-4	-4
营业利润	-103	654	1246	2081
营业外收入	292	166	190	199
营业外支出	2	3	3	3
利润总额	187	816	1433	2277
所得税	69	82	143	228
净利润	119	735	1290	2049
少数股东损益	35	151	266	422
归母净利润	84	583	1024	1627
EBITDA	854	1444	2017	2843
EPS (元)	0.09	0.64	1.13	1.79

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	0.3%	11.5%	35.9%	35.8%
营业利润	-748.6%	736.7%	90.7%	67.0%
归母净利润	117.9%	595.9%	75.6%	58.9%
获利能力				
毛利率(%)	21.4%	24.1%	25.8%	27.3%
净利率(%)	1.0%	6.0%	7.8%	9.1%
ROE(%)	2.0%	12.0%	20.4%	31.0%
ROIC(%)	0.4%	12.7%	21.9%	34.1%
偿债能力(%)				
资产负债率(%)	53.6%	50.1%	51.4%	52.4%
净负债比率(%)	47.94%	47.5%	40.52%	34.26%
流动比率	1.12	1.37	1.51	1.62
速动比率	0.60	0.86	0.90	0.94
营运能力				
总资产周转率	0.89	0.96	1.19	1.43
应收账款周转	5	5	6	6
应付账款周转	4.21	4.30	4.76	4.76
每股指标 (最新摊薄: 元)				
每股收益	0.09	0.64	1.13	1.79
每股经营现金	0.90	1.63	1.59	2.14
每股净资产	4.68	5.36	5.51	5.76
估值比率				
P/E	280.91	40.37	22.99	14.47
P/B	5.53	4.83	4.69	4.49
EV/EBITDA	29	17	12	9

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

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。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

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兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限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。

特别声明

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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn