

买入

2020年8月10日

口罩业务规模持续扩大，电子主业结构变化持续提升盈利水平

- 公司再次修改关联交易上限，口罩出货持续放量：**根据公司于8月6日公告，截止2020年7月19日，公司实际关联交易额已达到118.95亿元，接近之前公布的120亿元上限。因此公司将关联交易规模上限修订为228.3亿元人民币。而公司目前占关联交易的主要部分为其口罩业务。根据公司披露，公司7月19日的口罩日产能已经达到6756万只，考虑到公司口罩规模的持续扩大，可以预期，目前公司的口罩日产能已经达到约7000万只的水平。同时，N95口罩的出货占比提升有望使口罩业务的平均售价得以维持或小幅增长。而目前疫情的延续有望使口罩需求延续至2021年，并使得口罩业务持续释放利润。
- 玻璃机壳助力公司机壳业务产品结构变化，提升盈利水平：**目前公司的玻璃机壳产品持续放量，可以预计在2020年保持接近翻倍的出货水平，并在2021年保持高速增长，同时公司玻璃机壳相较于金属及塑胶机壳有较高的毛利率，因此该产品出货量的快速放量所带来的出货规模占比提升，有助于提升公司的毛利率水平，并为2021年的整体增长创造空间。同时公司安卓金属机壳业务目前市场占有率持续提升，有望抵消手机行业出货量下滑的影响。同时公司目前在安卓金属机壳领域已处于绝对龙头地位，随着竞争压力的减小及有效的成本控制，可以预计公司的整体毛利率均会有明显且持续的恢复，在2021年疫情缓解下进一步得到释放。
- 新品类进展顺利，创造公司增长空间：**目前公司在北美大客户的手机业务取得明显进展，逐渐从小器件供应开始进入其供应链，同时其他品类的业务也保持增长状态，可以预计公司在北美大客户的平板，笔电等业务中将产生约100亿元左右的收入规模，并随着公司在手机上的进展进一步释放公司盈利。同时公司新型智能产品业务持续保持较高增长，电池采购金额从2019年的0.22亿快速放量到6.86亿，而公司电子雾化器新品也逐渐投入市场。
- 分部估值给予目标价50.6港元，维持买入评级：**考虑到公司产品结构调整所带来的盈利提升，口罩等新产品所带来的潜在空间。我们采用分部估值法，以2021年利润为基础，给予电子业务25倍PE估值中枢，口罩业务5倍PE估值中枢，同时将2020年的口罩利润以现金形式计入市值，对应目标价50.6港元，相较现价有51%的上升空间，给予买入评级。

张弘扬

+ 852-25321962

Richard.zhang@firstshanghai.com.hk

主要数据

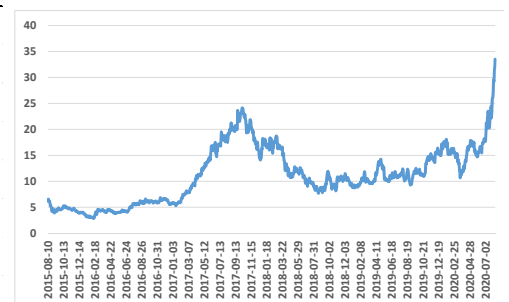
行业	TMT
股价	33.50 港元
目标价	50.60 港元 (+51.0%)
股票代码	285
已发行股本	22.53 亿股
市值	754.82 亿港元
52 周高/低	32.05/9.04 港元
每股净现值	7.54 元
主要股东	比亚迪股份有限公司 (65.76%) Gold Gragonfly limited. (6.08%)

盈利摘要

截至12月31日止财政年度	18年实际	19年实际	20年预测	21年预测	22年预测
总营业收入 (人民币千元)	41,047,139	53,028,376	99,977,048	102,698,359	114,210,728
变动	5.86%	29.19%	88.53%	2.72%	11.21%
净利润 (人民币千元)	2,188,620	1,597,645	6,105,445	4,331,120	5,054,910
每股盈利 (港元)	1.091	0.797	3.045	2.160	2.521
变动	-15.33%	-27.00%	282.15%	-29.06%	16.71%
基于33.5港元的市盈率 (估)	30.7	42.0	11.0	15.5	13.3
每股派息 (港元)	0.218	0.000	0.609	0.432	0.504
股息现价比	0.74%	0.00%	2.07%	1.47%	1.71%
增长	-15.33%	-27.00%	282.15%	-29.06%	16.71%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

附录 1：分部估值表

分部估值表	净利润（港币）	估值中枢（PE）	分部估值
电子业务（2021E）	4,304,629	25	107,615,732
口罩业务（2020E）	3,683,098	1	3,683,098
口罩业务（2021E）	561,798	5	2,808,989
总市值			114,107,818
总股数			2,253,205
每股价格			50.60

数据来源：公司资料、第一上海预测

附录 2: 主要财务报表

损益表

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
收入	41,047,139	53,028,376	99,977,048	102,698,359	114,210,728
毛利	4,171,983	3,957,328	11,783,134	9,822,400	11,084,545
其他业务净额	558,070	702,636	354,725	378,984	544,886
销售及管理费用	-2,438,806	-2,963,764	-5,138,820	-5,258,156	-5,847,589
营运收入	2,291,247	1,696,200	6,999,039	4,943,227	5,781,841
财务开支	-42,805	0	0	0	0
联营公司等	1	1	1	1	1
税前盈利	2,535,832	1,696,200	7,074,039	5,018,227	5,856,842
所得税	-347,212	-98,555	-968,594	-687,107	-801,932
净利润	2,188,620	1,597,645	6,105,445	4,331,120	5,054,910
少数股东应占利润	0	0	0	0	0
本公司股东应占利润	2,188,620	1,597,645	6,105,445	4,331,120	5,054,910
折旧及摊销	-1,933,051	-2,739,247	-1,532,010	-1,501,787	-1,466,362
EBITDA	4,224,299	4,435,448	8,531,050	6,445,016	7,248,204
增长					
总收入 (%)	5.9%	29.2%	88.5%	2.7%	11.2%
EBITDA (%)	-3.9%	5.0%	92.3%	-24.5%	12.5%

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
现金	4,741,377	1,671,044	4,865,791	15,982,573	13,826,122
应收账款	7,577,469	9,612,600	17,823,602	5,856,319	19,221,400
存货	4,767,794	5,782,678	11,614,478	3,652,803	13,299,446
其他流动资产	2,823	15,756	236	236	236
总流动资产	17,089,463	17,082,078	34,304,107	25,491,931	46,347,203
固定资产	8,413,494	8,617,418	7,512,998	7,504,985	7,523,386
无形资产	14,231	10,866	34,172	40,398	44,982
长期投资	0	0	0	0	0
银行存款及其他	225,857	128,361	1,909,147	1,909,147	1,909,147
总资产	25,743,045	25,838,723	43,760,424	34,946,462	55,824,718
应付账款	10,015,339	10,381,763	21,655,377	9,376,519	24,744,486
短期银行借款	0	0	0	0	0
其他短期负债	46,196	0	0	0	0
总短期负债	10,061,535	10,381,763	21,655,377	9,376,519	24,744,486
长期银行借款	0	0	0	0	0
其他负债	0	0	0	0	0
总负债	10,061,535	10,381,763	21,655,377	9,376,519	24,744,486
少数股东权益	0	0	0	0	0
股东权益	15,681,510	15,456,960	22,105,047	25,569,943	31,080,232
每股账面值(摊薄)	6.96	6.86	9.81	11.35	13.79
营运资产	7,027,928	6,700,315	12,648,729	16,115,413	21,602,717

数据来源: 公司资料、第一上海预测

财务分析

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	10.16%	7.46%	11.79%	9.56%	9.71%
EBITDA 利率 (%)	10.29%	8.36%	8.53%	6.28%	6.35%
净利率 (%)	5.33%	3.01%	6.11%	4.22%	4.43%
营运表现					
销售及管理费用/收入 (%)	5.94%	5.59%	5.14%	5.12%	5.12%
实际税率 (%)	13.69%	5.81%	13.69%	13.69%	13.69%
股息支付率 (%)	20.00%	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
库存周转	46.4	39.2	36.0	30.0	30.0
应收账款天数	74.6	59.2	50.0	42.0	40.0
应付账款天数	103.2	75.9	60.0	55.0	55.0
财务状况					
总负债/总资产	0.39	0.40	0.49	0.27	0.44
收入/净资产	2.62	3.43	4.52	4.02	3.67
经营性现金流/收入	0.12	0.01	0.06	0.13	-0.01
税前盈利对利息倍数	NA	NA	NA	NA	NA

现金流量表

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2018年 实际	2019年 实际	2020年 预测	2021年 预测	2022年 预测
EBITDA	4,224,299	4,435,448	8,531,050	6,445,016	7,248,204
净融资成本	-7,995	-91,524	-46,854	-93,177	-254,323
营运资金变化	608,244	-3,925,143	-1,721,619	7,650,099	-7,666,741
所得税	-374,139	-98,555	-968,594	-687,107	-801,932
其他	330,468	91,523	121,853	168,176	329,323
营运现金流	4,780,877	411,749	5,915,836	13,483,006	-1,145,470
资本开支	-2,174,807	-1,500,000	-1,500,000	-1,500,000	-1,500,001
其他投资活动	-117,187	0	0	0	1,500,001
投资活动现金流	-2,291,994	-1,500,000	-1,500,000	-1,500,000	0
负债变化	0	0	0	0	0
股本变化	0	0	0	0	0
股息	-155,471	0	-1,221,089	-866,224	-1,010,982
其他融资活动	-42,805	0	0	0	0
融资活动现金流	-198,276	0	-1,221,089	-866,224	-1,010,982
现金变化	2,290,607	-1,088,251	3,194,747	11,116,782	-2,156,452
期初持有现金	2,459,501	4,741,377	1,650,730	4,845,477	15,962,259
汇兑变化	-8,731	0	0	0	0
期末持有现金	4,741,377	3,653,126	4,845,477	15,962,259	13,805,808

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话：(852) 2522-2101

传真：(852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关联人士不会对因使用/参考本报告的任何内容或数据而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关联人士可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关联人士可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

第一上海并不是美国一九三四年修订的证券法(「一九三四年证券法」)或其他有关的美国州政府法例下的注册经纪-交易商。此外,第一上海亦不是美国一九四零年修订的投资顾问法(下简称为「投资顾问法」,「投资顾问法」及「一九三四年证券法」一起简称为「有关法例」)或其他有关的美国州政府法例下的注册投资顾问。在没有获得有关法例特别豁免的情况下,任何由第一上海提供的经纪及投资顾问服务,包括(但不限于)在此档内陈述的内容,皆没有意图提供给美国人。此文件及其复印本均不可传送或被带往美国、在美国分发或提供给美国人。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。