

2019年05月09日

公司研究

评级：买入（维持）

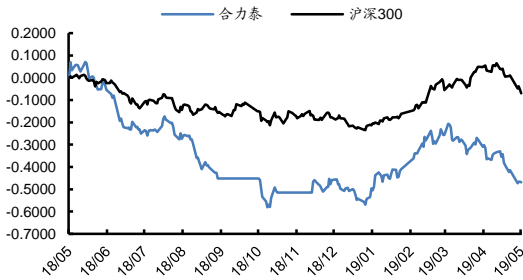
研究所

证券分析师：王凌涛 S0350514080002
021-68591558 wanglt01@ghzq.com.cn
联系人：沈钱 S0350118110016
021-60338168 shenq@ghzq.com.cn

合力泰 2.0，整合-重塑-前行！

——合力泰（002217）年报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

| 表现 | 1M | 3M | 12M |
|--------|-------|-------|-------|
| 合力泰 | -23.2 | -10.1 | -47.5 |
| 沪深 300 | -11.7 | 10.8 | -7.0 |

| 市场数据 | 2019-05-09 |
|-------------|--------------|
| 当前价格（元） | 5.43 |
| 52 周价格区间（元） | 0.00 - 11.04 |
| 总市值（百万） | 16922.14 |
| 流通市值（百万） | 13933.78 |
| 总股本（万股） | 311641.62 |
| 流通股（万股） | 256607.41 |
| 日均成交额（百万） | 393.82 |
| 近一月换手（%） | 42.08 |

相关报告

《合力泰（002217）动态研究：国资注入全新动能，阴霾尽扫乘风起航》——2018-10-10

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

2019 年 4 月 24 日，公司发布年度报告，实现营业收入 169.04 亿元，同比上升 11.87%，实现营业利润 15.01 亿元，同比增长 19.64%，归属上市公司股东净利润 13.58 亿元，同比增长 15.17%。同日发布的一季报数据显示，当期实现 32.79 亿营业收入，2.34 亿归母净利润。

投资要点：

- **行业发展大环境掣肘下的“规模”之伤。**曾几何时，智能终端供应链是 A 股电子里最受欢迎的投资板块，而触控显示又是这一板块中单品价值最高的领域。2013 年后，随着智能手机主流触屏方式发生变化、各种新功能推出、行业竞争加剧，国内的 TP 厂商纷纷开始横向产业链拓延，从单一的触控显示模组扩增至摄像头、指纹识别、机壳盖板、FPC、天线（连接器）甚至于电池和无线充电等等模组领域，以期在规模效应下实现整体成本的最优化，争取更多的下游客户订单。

对“规模”的追求成为这些企业成也萧何败也萧何的伏笔，2016 年后，在金融“去杠杆”、股票市场连续下跌、智能终端行业成长放缓等诸多因素的共同作用下，横向扩张的 TP 模组厂的资金链变得非常脆弱，模式难以为继。像合力泰这样大股东控股权转让给国资的现象并不是个例，在过去的一年多里，星星科技、长信科技、以及最近的欧菲光都无奈之下选择了股权转让，或许用“趋势”这个词来形容并不恰当，但这确实是这一行业发展至这一时期的一个特殊异象。

- **福建电子信息集团整合果敢有力。**自去年四季度公司与福建电子信息集团完成股份协议转让后，在电子信息集团帮助与支持下的财务状况改良与非盈利类业务瘦身一直在有条不紊地推进之中：集团给予上市公司的先期款项到位非常及时，改善了上市公司财务状况，解决了股东质押问题，也解决了部分业务的资金需求（譬如说印度工厂的快速落地）；出售了部分光宇电池股份，取得投资收益回流现金；转让蓝沛的控股权，减少上市公司的资金流出，聚焦核心业务。与同行业其他公司的股权转让相比，福建电子信息对合力泰的支持与整合力度显然更加果敢有力，考虑到电子信息集团旗下还有华佳彩（面板显示）、中诺（手机 ODM）等相关业务板块，未来可以与合力泰整体联动、产业互补的合作空间还很大，有益于进一步提高公司的产业地位。

- **合力泰 2.0 时代，5G 起跑前的重整期：**前面段落已经提及，2018Q2-2019Q1，似乎是 2013-2014 崛起并快速扩张的国内一二线 TP 模组厂控制权集体转国资的分水岭，也是国内模组厂从快速扩张到停滞下来冷静思索未来发展模式的一个重要阶段。虽然“规模”之伤是导致这轮“交权”的根因，但是唯有如此才能在保障“规模”的基础上，或转型，或重整，然后继续前行。和行业内其他公司横向比较，福建电子信息集团与合力泰合作近半年来，给予的并不仅仅是“金援”，而是最大可能的全力支持：合力泰主要三大方向模组、FPC、5G 材料的整体布局并没有被打断，海外布局也如期快速推进。虽然 2018Q4 和 2019Q1 公司的业绩出现一定程度下滑，但其主要原因更多来自于行业的波动，而且如期完成了承诺业绩，与同业相比已属不易。

2019-2020 年是 5G 的发力之年，智能终端供应链，以什么样的姿态和准备去面对起跑的发令枪，对于初期市场份额以及企业的成长性将有决定意义。合力泰最近几年的储备与扩产正是契合针对 5G 方向，引入福建电子信息作为大股东后，相关项目的资金支持将更为充裕，比起不少同业仍处在“泥菩萨过江”的窘境，去年三季度发现问题的合力泰，经过半年的整合与洗礼，现在的状态则余裕得多，能以更好的状态作好当下，备战 5G。

- **盈利预测和投资评级：**2018-2019 对智能终端供应链而言可谓荒年，“规模”之殇成为各家企业都不得不面对与取舍的现实。但与其感叹现实的蹉跎，不如更好地去分析未来的成长可能。从新的大股东的资金实力、行业既存布局与上市公司主业契合度、整合时间、整合后的兼容性与成效、上市公司现有业务的运行状况和行业格局等多个角度来同业比较，合力泰显然在各个维度都占据优势，为未来几年的发展重新奠定了比较好的基础。预计公司 2019-2021 年净利润分别为 15.35、16.40 和 23.64 亿元（2021 年增量假设为 5G 终端在 2021 年步入成熟期），当前股价对应 PE 分别为 11.02、10.32 和 7.16 倍，显然当下市值是存在明确安全边际的，维持公司买入评级。

- **风险提示：**1) 智能终端供应链下游品牌客户再次出现兑付风险；2) 5G 智能手机演化进度不及预期；3) 因贸易战导致的国内供应链外迁；4) 上市公司管理层与原大股东福建电子信息集团融合效果不及预期。

| 预测指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|----------|----------|----------|----------|
| 主营收入（百万元） | 16904.35 | 19240.91 | 20897.87 | 29544.37 |
| 增长率(%) | 11.87% | 13.82% | 8.61% | 41.38% |
| 归母净利润（百万元） | 1358.36 | 1535.04 | 1639.78 | 2363.89 |
| 增长率(%) | 31.81% | 13.01% | 6.82% | 44.16% |
| 摊薄每股收益（元） | 0.436 | 0.493 | 0.526 | 0.759 |
| ROE(%) | 12.08% | 12.14% | 11.59% | 14.50% |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：合力泰盈利预测表

| 证券代码: | 002217.SZ | | 股价: | 5.43 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2019-5-9 | |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|-----------------|
| 财务指标 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 每股指标与估值 | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 12.08% | 12.14% | 11.59% | 14.50% | EPS | 0.44 | 0.49 | 0.53 | 0.76 |
| 销售毛利率 | 19.25% | 19.20% | 19.20% | 19.25% | P/E | 12.46 | 11.02 | 10.32 | 7.16 |
| 销售净利率 | 7.72% | 7.66% | 7.53% | 7.69% | P/B | 1.50 | 1.34 | 1.20 | 1.04 |
| 成长能力 | | | | | P/S | 1.00 | 0.88 | 0.81 | 0.57 |
| 收入增长率 | 11.87% | 13.82% | 8.61% | 41.38% | | | | | |
| 利润增长率 | 28.30% | 13.01% | 6.72% | 44.30% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 资产负债表(百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 总资产周转率 | 0.62 | 0.71 | 0.71 | 0.83 | 货币资金 | 2451.83 | 2698.72 | 2045.15 | 4917.92 |
| 应收账款周转率 | 1.97 | 2.26 | 1.85 | 2.13 | 应收和预付款项 | 9359.01 | 9552.31 | 12220.1 | 15699.31 |
| 存货周转率 | 2.95 | 3.29 | 2.76 | 3.51 | 存货 | 4633.40 | 4732.06 | 6126.77 | 6803.89 |
| 偿债能力 | | | | | 其他流动资产 | 765.51 | 871.23 | 892.14 | 921.23 |
| 资产负债率 | 59.17% | 53.72% | 52.52% | 54.79% | 长期股权投资 | 340.49 | 340.49 | 340.49 | 340.49 |
| 流动比 | 1.21 | 1.42 | 1.58 | 1.62 | 投资性房地产 | 15.48 | 13.53 | 11.59 | 9.65 |
| 速动比 | 0.83 | 0.97 | 1.06 | 1.18 | 固定资产和在建工程 | 6166.09 | 5206.22 | 4176.85 | 3118.88 |
| | | | | | 无形资产和开发支出 | 2734.55 | 2679.24 | 2623.93 | 2568.62 |
| | | | | | 其他非流动资产 | 967.07 | 1008.12 | 988.58 | 1091.80 |
| 利润表(百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 资产总计 | 27433.4 | 27101.9 | 29425.6 | 35471.79 |
| 营业收入 | 16904.35 | 19240.9 | 20897.8 | 29544.3 | 短期借款 | 5551.20 | 5206 | 4754 | 4701 |
| 营业成本 | 13650.40 | 15546.6 | 16885.4 | 23857.0 | 应付和预收款项 | 7080.96 | 6069.92 | 7631.72 | 11727.14 |
| 营业税金及附加 | 69.39 | 82.74 | 91.95 | 124.09 | 长期借款 | 1065.16 | 1065.16 | 1065.16 | 1065.16 |
| 销售费用 | 163.74 | 182.79 | 202.71 | 268.85 | 其他负债 | 2534.08 | 2218.51 | 2002.47 | 1942.73 |
| 管理费用 | 1275.05 | 1318.00 | 1360.45 | 1866.61 | 负债合计 | 16231.4 | 14559.7 | 15453.4 | 19435.93 |
| 财务费用 | 455.70 | 337.12 | 330.94 | 325.64 | 股本 | 3116.42 | 3116.42 | 3116.42 | 3116.42 |
| 资产减值损失 | 253.58 | 143.20 | 212.70 | 241.30 | 资本公积 | 4454.81 | 4454.81 | 4454.81 | 4454.81 |
| 投资收益 | 30.03 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 留存收益 | 3675.01 | 5075.72 | 6572.00 | 8729.01 |
| 公允价值变动损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 归属母公司股东权益 | 11246.2 | 12646.9 | 14143.2 | 16300.24 |
| 其他经营损益 | 433.1 | 253.2 | 211.2 | 121.3 | 少数股东权益 | -44.22 | -104.82 | -171.06 | -264.38 |
| 营业利润 | 1499.66 | 1883.62 | 2024.84 | 2982.11 | 股东权益合计 | 11202.0 | 12542.1 | 13972.1 | 16035.85 |
| 其他非经营损益 | -20.02 | 82.31 | 73.21 | 45.31 | 负债和股东权益总计 | 27433.4 | 27101.9 | 29425.6 | 35471.79 |
| 利润总额 | 1479.64 | 1965.93 | 2098.05 | 3027.42 | 现金流量表(百万元) | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 所得税 | 174.95 | 491.48 | 524.51 | 756.86 | 经营性现金净流量 | -307.67 | 1259.44 | 404.88 | 3436.13 |
| 净利润 | 1304.68 | 1474.45 | 1573.53 | 2270.57 | 投资性现金净流量 | -2280.17 | -244.18 | -190.42 | -69.24 |
| 少数股东损益 | -53.68 | -60.60 | -66.25 | -93.32 | 筹资性现金净流量 | 778.62 | -768.36 | -868.03 | -494.12 |
| 归属母公司股东净利 | 1358.36 | 1535.04 | 1639.78 | 2363.89 | 现金流量净额 | -1804.69 | 246.90 | -653.57 | 2872.77 |

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【电子元器件组介绍】

王凌涛，资深电子行业分析师，证券行业从业近 5 年，具有丰富的实业工作经历，熟悉电子行业供应链脉络，深入研究，扎实审慎。

沈钱，电子科技大学光电工程学士，香港理工大学电子信息学博士，2018 年加入国海证券研究所。

杨钟，半导体物理本科，工商管理硕士，6 年半导体行业经验，2018 年加入国海证券研究所。

【分析师承诺】

王凌涛，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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。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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告

中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。