

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**信息技术**
**IT 硬件与设备**
**工业富联 (601138)**
**重大事件快评**
**买入**

(维持评级)

2019 年 12 月 04 日

# 剖析公司的主要利润构成，寻找其合理估值

**证券分析师： 欧阳仕华**    0755-81981821    ouyangsh1@guosen.com.cn    证券投资咨询执业资格证书编码：S0980517080002  
**证券分析师： 许亮**    0755-81981025    xuliang1@guosen.com.cn    证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518120001

## 事项：

市场普遍认为工业富联的主要业务是 EMS 组装业务，同时因为营收规模较大，给予 10-12 倍市盈率的估值。实际从利润贡献度来看，公司绝大部分利润来自于高精密机构件的机加工业务，类似企业有长盈精密和可成科技，同时 EMS 组装业务贡献利润相对较小。本文主要目的是通过分析公司的核心业务利润构成，寻找对标估值。

### 国信观点：

- 1) 工业富联 90%左右的净利润来自于高精密机构件业务，10%的净利润来自于设备组装业务。
- 2) 工业富联的业务集中度高于市场的普遍认识，前五大客户收入占比约为 75%，最大的三大子业务板块收入和毛利占比约为 90%。
- 3) 对标同行业企业的历史估值，工业富联整体合理估值应该在 24 倍市盈率左右。

我们看好公司的行业龙头地位以及 5G 商用后的行业发展机遇，5G 商用后在数据传输、数据处理等领域的持续性增长。预计公司 19-21 年净利润为 179.4/207.5/261.3 亿元，EPS 0.90/1.05/1.32 元，利润增速分别为 6.1%/15.7%/25.9%。未来一年合理估值区间 24-29 元，给予“买入”评级。

风险提示：中美贸易战加剧，5G 商用后市场需求低于预期。

## 评论：

### ■ 剖析公司的利润来源

2018 年工业富联营收规模约为 4128 亿元，业务种类繁多且规模巨大。市场普遍认为公司业务下游较为分散。我们认为公司实际无论从业务板块还是客户来说都是十分集中，前五大客户收入占比约为 75%，最大的三大子业务板块收入和毛利占比约为 90%。

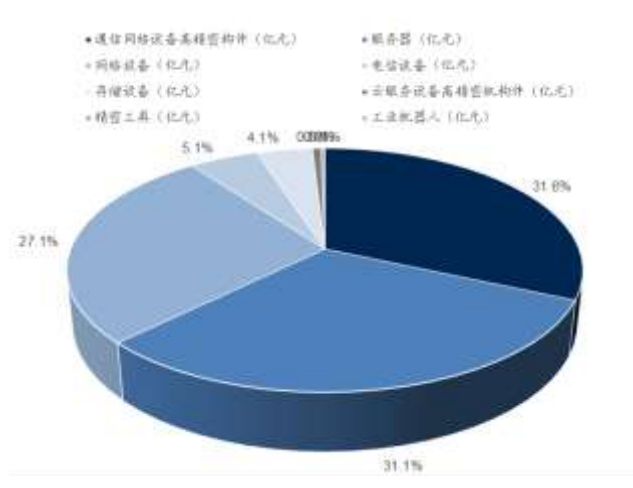
公司经营业绩的 90%主要由通信网络设备高精密构件、服务器和网络设备贡献。从收入结构来看，通信网络设备高精密构件、服务器和网络设备贡献分别贡献了 31.6%、31.1%和 27.1%的份额，合计 90%；从毛利润结构来看，通信网络设备及高精密构件、服务器和网络设备贡献分别贡献了 66.9%、13.9%和 11.5%的份额，合计 91.6%。

对公司子业务毛利率进一步分析，我们发现通信网络设备和云服务设备两大业务板块虽然业务模式类似且营收规模接近，但是毛利率差异巨大，这主要和板块内部的子业务结构差异有关。

根据招股说明书中的信息，我们计算出了公司 2017 年各个业务子业务毛利额贡献结构。其中，通信网络设备高精

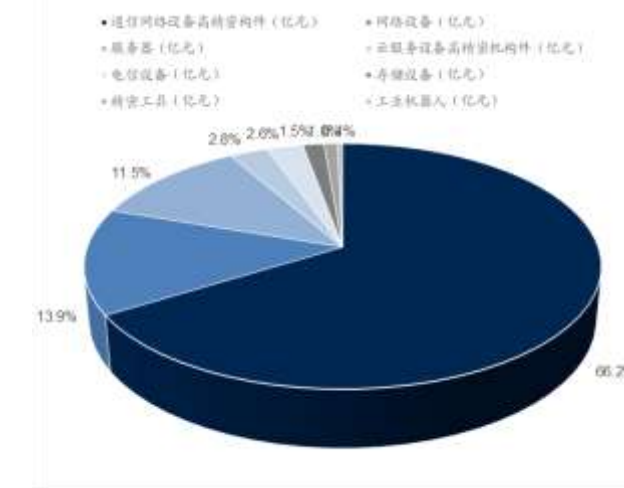
密构件（66.2%）、服务器（13.9%）和网络设备（11.5%）贡献了公司毛利润的 91.6%。上述数据显示，通信网络设备高精密构件贡献份额对公司利润起到决定性影响。如果我们假设公司所有业务的费用率一致，则高精密结构件业务贡献了净利润 90%的份额，而组装业务仅仅贡献了 10%的净利润。

图 1：2017 公司营业收入拆分测算



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

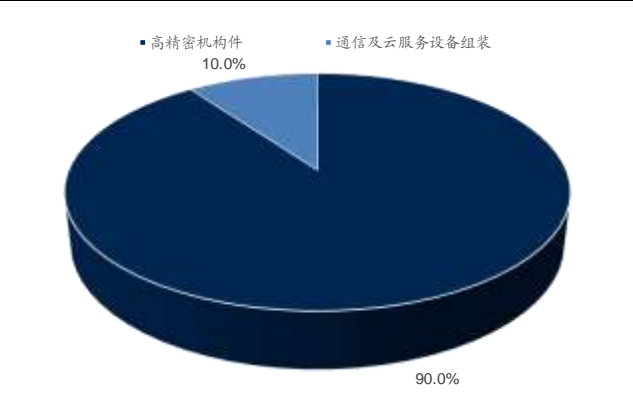
图 2：2017 公司毛利润拆分测算



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

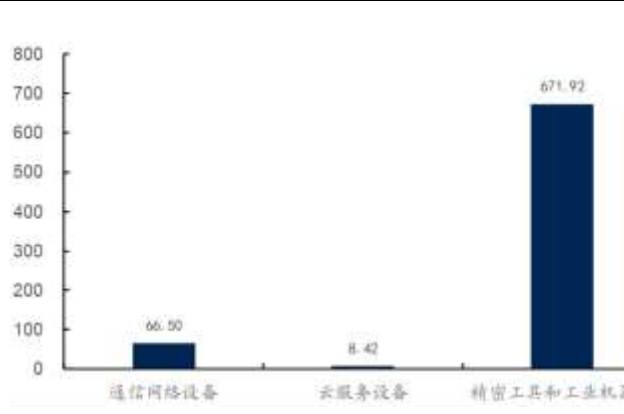
由于手机高精密构件在通信网络设备中占比较大，因此导致了通信网络设备整体毛利率明显较高，同时其对于员工人数的需求和能源的消耗远远高于其他业务。通信网络设备业务的单位营收需要员工人数是云服务设备的 7.8 倍，单位营收对于电力的消耗是 7.4 倍。公司核心业务—通信网络设备高精密构件具有人员密集和设备密集的特点，对应较高的人工成本和固定资产投入成本。

图 3：2017 公司净利润业务拆分测算



资料来源：招股说明书、国信证券经济研究所整理

图 4：不同业务板块亿元营收对应员工人数



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

■ 对标同业分部估值

由于公司业务 90%的利润来自于高精密机构件业务，10%的净利润来自于通信及云服务设备组装，我们需要对公司进行分布估值。公司的高精密机构件业务，对标企业包括长盈精密（300115.SZ），可成科技（2474.TW）；公司的通信和云服务设备组装业务，对标企业包括浪潮信息（000977.SZ），闻泰科技（600745.SH），和硕（4938.TW），广达（2382.TW）。

根据对标企业的历史估值，我们认为工业富联的高精密机构件业务合理估值应该在 25 倍市盈率左右，通信及云服务设备组装业务合理估值应该在 20 倍市盈率左右。因此，我们认为公司的整体合理估值应在 24 倍市盈率左右。

**■ 投资建议:**

我们看好公司的行业龙头地位以及 5G 商用后的行业发展机遇，5G 商用后在数据传输、数据处理等领域的持续性增长。预计公司 19-21 年净利润为 179.4/207.5/261.3 亿元，EPS 0.90/1.05/1.32 元，利润增速分别为 6.1%/15.7%/25.9%。未来一年合理估值区间 24-29 元，给予“买入”评级。

**■ 风险提示:**

中美贸易战加剧，5G 商用后市场需求低于预期。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	62293	62293	64986	81968
应收款项	87307	114614	125497	152494
存货净额	37468	45153	52909	63170
其他流动资产	2860	3426	4653	5055
<b>流动资产合计</b>	<b>189927</b>	<b>225486</b>	<b>248044</b>	<b>302687</b>
固定资产	8097	10201	12222	14186
无形资产及其他	197	189	181	173
投资性房地产	1988	1988	1988	1988
长期股权投资	394	522	783	1044
<b>资产总计</b>	<b>200603</b>	<b>238386</b>	<b>263218</b>	<b>320078</b>
短期借款及交易性金融负债	22490	31786	13270	15375
应付款项	69731	76571	91864	111283
其他流动负债	35765	40179	48305	58581
<b>流动负债合计</b>	<b>127986</b>	<b>148536</b>	<b>153439</b>	<b>185239</b>
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	273	303	329	331
<b>长期负债合计</b>	<b>273</b>	<b>303</b>	<b>329</b>	<b>331</b>
<b>负债合计</b>	<b>128259</b>	<b>148839</b>	<b>153769</b>	<b>185569</b>
少数股东权益	50	55	62	70
股东权益	72295	89491	109388	134439
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>200603</b>	<b>238386</b>	<b>263218</b>	<b>320078</b>

关键财务与估值指标	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.85	0.90	1.05	1.32
每股红利	0.04	0.04	0.04	0.05
每股净资产	3.64	4.51	5.51	6.77
ROIC	38%	17%	17%	21%
ROE	23%	20%	19%	19%
毛利率	9%	9%	9%	9%
EBIT Margin	7%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	8%	5%	5%	5%
收入增长	17%	9%	20%	21%
净利润增长率	7%	6%	16%	26%
资产负债率	64%	62%	58%	58%
息率	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%
P/E	20.0	18.8	16.3	12.9
P/B	4.7	3.8	3.1	2.5
EV/EBITDA	14.1	21.1	18.6	16.1

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	<b>415378</b>	<b>452410</b>	<b>542726</b>	<b>658474</b>
营业成本	379486	413474	496101	600963
营业税金及附加	456	452	543	658
销售费用	1791	1945	2334	2831
管理费用	4352	14485	18461	23054
财务费用	(324)	(336)	(577)	(1192)
投资收益	(420)	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(736)	(607)	(705)	(683)
其他收入	(8377)	0	0	0
营业利润	20083	21783	25160	31476
营业外净收支	(11)	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>20071</b>	<b>21783</b>	<b>25160</b>	<b>31476</b>
所得税费用	3164	3839	4399	5338
少数股东损益	5	6	7	8
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>16902</b>	<b>17938</b>	<b>20754</b>	<b>26130</b>

现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
<b>净利润</b>	<b>16902</b>	<b>17938</b>	<b>20754</b>	<b>26130</b>
资产减值准备	(34)	195	133	168
折旧摊销	3868	967	1206	1455
公允价值变动损益	736	607	705	683
财务费用	(324)	(336)	(577)	(1192)
营运资本变动	(14253)	(24078)	3713	(7796)
其它	39	(190)	(127)	(160)
<b>经营活动现金流</b>	<b>7259</b>	<b>(4562)</b>	<b>26384</b>	<b>20479</b>
资本开支	(1434)	(3865)	(4058)	(4261)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1828)</b>	<b>(3993)</b>	<b>(4319)</b>	<b>(4522)</b>
权益性融资	26781	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(698)	(741)	(857)	(1080)
其它融资现金流	15960	9295	(18515)	2104
<b>融资活动现金流</b>	<b>41344</b>	<b>8554</b>	<b>(19373)</b>	<b>1025</b>
<b>现金净变动</b>	<b>46774</b>	<b>0</b>	<b>2693</b>	<b>16982</b>
货币资金的期初余额	15519	62293	62293	64986
货币资金的期末余额	62293	62293	64986	81968
企业自由现金流	12856	(8810)	21728	15113
权益自由现金流	28815	763	3688	18207

## 相关研究报告

《工业富联-601138-财报点评：逆势提升盈利能力，静待 5G 元年到来》 ——2019-10-31

《工业富联-601138-财报点评：收入稳健增长，积极布局 2020 年 5G 机遇》 ——2019-08-15

《工业富联-601138-深度报告：大块头有大智慧》 ——2019-08-15

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编: 100032