天风证券 TF SECURITIES

巨腾国际（03336）

证券研究报告
2017 年 05 月 25 日

Surface 放量，估值偏低，毛利提升，业绩反转

首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 4.75 港元，增长空间 60%以上。

独家供应微软 Surface Pro 和 Laptop 机壳，2017 年订单有望上 700 万台

微软是巨腾的最大客户，2016 年贡献了公司 17.1 亿港元收入，占比 21.3%。2017 年巨腾国际仍将独家供应 Surface Pro 和 Surface Laptap 的机壳，加上 Surface Studio 的键盘壳子。我们认为去年微软延迟了新款 Surface Pro 的发布而造成的业绩预期下滑已经 Priced in。随着 5 月 23 日新款 Pro 和 Laptop 的发布，公司目前开工率良好，订单稳增。Laptop 机壳采用双片金属 uni-bonding 技术，ASP 可达 90-100 美元，对比 Pro 的 ASP 在 40-50 美元。产量方面，我们预计 Laptop 可达 100 万台左右，而 Pro 的销量将达 500 万-600 万台，Studio 则可达 100 万台左右。因此，公司在 2017 年的微软订单量将超过 700 万台，远高于公司在 2013 年加工 Pro 3 的 300-400 万订单量。我们认为随着 Surface Pro 和 Laptop 的销售放量，巨腾的业绩和估值应该有望反转。我们预计巨腾 2017-2019 年提供微软机壳产生的收入约为 29.2 亿、44.4 亿和 57.5 亿港元，毛利预计分别达 8.8 亿、13.3 亿和 17 亿港元。

行业回暖+微软粘性+产能规模=市场份额保证+毛利率稳步提升

经历 2016 年的低迷后，2017 上半年迎来商用机和消费机订单回稳，新机模具有增加趋势，公司产量也将逐季提升。随着微软 Surface 销售放量，微软引进新的外壳加工商可能性是有的，但鉴于巨腾已全权拿下微软 Pro 3、4 和刚发布的新一代 Pro 订单，且签定排他协议，我们认为巨腾的生产经验和跟微软紧密的合作关系可有效增加他们之间的粘性，合作关系应可持续到 2019 年。巨腾具有较大的产能竞争优势。目前 Surface 机壳产能约有 65 万台/月，产能利用率已达到 90%以上。公司未来可以扩产能到 80 万台/月，也就是每年 1000 万台左右，因此一旦未来 Surface 产品热销超千万台，巨腾也有足够产能去应付。加上，巨腾在 uni bonding 技术上的领先也可以在中短期内保证公司在微软 Surface 订单的延续。此外，随着 ASP 较高的金属外壳订单比重增加，公司非微软订单业务的毛利率也酝酿提升。

估值偏低，重估在即，回到 Pro 3/4 估值水平较合理

对比行业竞争对手可成和铠胜 2017 年的 10-11 倍市盈率，我们认为巨腾的 5 倍估值是给严重低估。对比巨腾在 Pro 3/4 时代的 8.5 倍和 6.4 倍 PE，我们认为回到 7 倍 PE 的估值较为合理。

巨腾股价和市盈率一般在新品发布前 6 个月开始反应，而估值会随着订单的放量呈正向关系。目前巨腾处于历史估值较低水平，这与公司业绩在 2012-2015 年下滑和 Surface Pro 延迟发售相关。不过随着新品 Pro 的发布，公司的估值和股价已开始有所反应。我们预计公司 2017 年微软机壳订单可达 700 万台以上，远高于公司在 2013 年提供给 Pro 3 的订单量。随着全球 PC 出货量回暖，加上市场接受程度越来越高的 Surface 系列在全球销量的逐步提升，我们相信巨腾将被重估。从产能规模来看，可成和凯胜的最大客户（即苹果）均占据了他们较多的资源，所以很难有剩余产能来为微软和其它电脑公司提供服务，因此中短期内应不会对巨腾构成威胁，巨腾的市场份额将得以继续保持。

整体来讲，我们预期公司 2017 年收入增速为 14%达 93 亿港元，毛利率微升至 18%。2017-19 年净利润分别为 7.4 亿、10 亿和 12.5 亿港元，对应 EPS 为 0.68、0.93 和 1.12 港元。公司自身历史估值和同行业比较都处于较低水平，我们认为随着未来微软订单放量和市场份额的稳固增长，巨腾国际 2017 年估值应被重估。我们认为巨腾 2017 年 7x 市盈率较为合理，对应 2017 年 0.68 港元的 EPS，给予“买入”评级，目标价格为 4.75 港元，增长空间 60%以上。

风险提示：Surface 产品销量欠佳，市场份额受到蚕食等。

投资评级

行业	信息技术/技术硬件与设备
6 个月评级	买入（首次评级）
当前价格	2.95 港元
目标价格	4.75 港元
上次目标价	港元

基本数据

港股总股本(百万股)	1,134.71
港股总市值(百万港元)	3,347.39
每股净资产(港元)	6.97
资产负债率(%)	47.71
一年内最高/最低(港元)	3.40/2.15

作者

何翩翩 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080002
hepianpian@tfzq.com
雷俊成 联系人
leijuncheng@tfzq.com
马赫 联系人
mahe@tfzq.com
董可心 联系人
dongkexin@tfzq.com

股价走势

资料来源：贝格数据

相关报告

投资要点

核心观点

（1）首次覆盖，给予“买入”评级，目标价 4.75 港元，增长空间 60%以上；

（2）独家供应微软 Surface Pro 和 Laptop 机壳，2017 年订单有望上 700 万台；

（3）行业回暖+微软粘性+产能规模=市场份额保证+毛利率稳步提升；

（4）估值偏低，重估在即，回到 Pro 3/4 估值水平较合理

关键假设（乐观）

（1）2017 年微软 Surface 机壳订单有望上 700 万台；

（2）2017 年公司非微软订单相对稳定；

（3）2018-2019 年公司毛利率稳定增至 21%；

（4）2018-2019 年公司微软 Surface 订单竞争较小

估值分析

对比行业竞争对手可成和铠胜 2017 年的 10-11 倍市盈率，我们认为巨腾的 5 倍估值是给严重低估。对比巨腾在 Pro 3/4 时代的 8.5 倍和 6.4 倍 PE，我们认为回到 7 倍 PE 的估值较为合理。

公司自身历史估值和同行业比较都处于较低水平，我们认为随着微软订单放量和市场份额的稳固增长，巨腾国际 2017 年估值应被重估。我们认为巨腾 2017 年 7x 市盈率较为合理，对应 2017 年 0.68 港元的 EPS，给予“买入”评级，目标价格为 4.75 港元，增长空间 60%以上。

与市场预期差

公司在 2017 年的微软订单量将超过 700 万台，远高于公司在 2013 年加工 Pro 3 的 300-400 万订单量。我们认为随着 Surface Pro 和 Laptop 的销售放量，巨腾的业绩和估值应该有望反转。

巨腾具有较大的产能竞争优势。目前 Surface 机壳产能约有 65 万台/月，产能利用率已达到 90%以上。公司未来可以扩产能到 80 万台/月，也就是每年 1000 万台左右，因此一旦未来 Surface 产品热销超千万台，巨腾也有足够产能去应付。

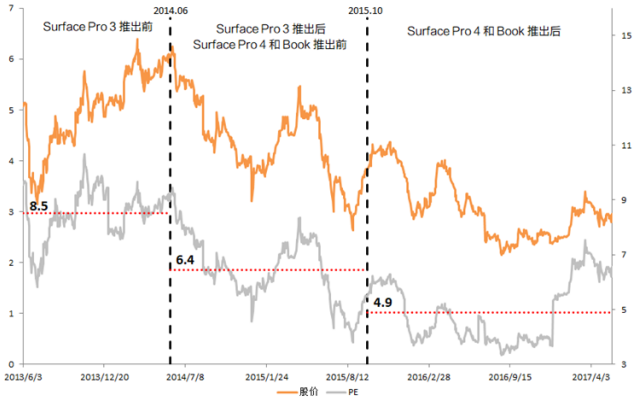
公司简介

巨腾国际（3336.HK）成立于 2000 年，总部设在台湾，2005 年在香港交易所上市。公司主要从事生产及销售笔记本外壳及手持装备外壳业务，同时也制造及销售 LCD 个人计算机、数码相机及游戏机的外壳，是一家专业 3C 产品机构制造商。公司的主要客户包含国内外知名笔记本品牌客户，如微软、惠普、戴尔、宏基、苹果、索尼等，其中微软和惠普是主要客户(2016 年收入份额分别有 20%左右)。总体而言，公司的全球笔记型电脑机壳市占率达 40%以上，居于同业领先地位。

简要行业分析

巨腾国际为微软 Surface 专门提供高端的 uni bonding 金属外壳，因此公司的五金冲压技术处于行业领先地位。从技术上来看，可成主要为苹果 Macbook 提供金属外壳，因此可成的铝镁合金的技术在四家公司中处于领先地位。铠胜目前希望可以模仿巨腾的技术，但仍在研发当中，距离投产阶段尚需时间。

历届 Surface Pro 发布后巨腾估值和股价水平



巨腾收入拆分

百万 HKD	2015	2016	2017E	2018E	2019E
塑料壳收入	4850	4660	4600	4470	4400
金属壳收入	1840	1790	1780	1780	1790
Surface 外壳	2349	1720	2917	4442	5749

数据来源：公司财报，天风证券研究所预计

内容目录

1. 公司简介：全球笔记本外壳主要生产商 5

1.1. 主营业务介绍：笔记本外壳为业务核心 5

1.2. 公司财务状况：业绩受累全球 PC 持续疲乏，等待触底反弹 5

1.3. 公司股权结构 6

2. 全球 PC 回暖，受益微软 2017 年订单放量，期待业绩反转 8

2.1. 消费需求驱动转型，全球 PC 产业出现回暖迹象 8

2.2. 微软 Surface 引领新一代 PC，2017 年期待新款 Pro 和 Laptop 热销 9

2.3. 独家供应微软 Surface Pro 和 Laptop 机壳，2017 年订单有望上 700 万台 11

3. 行业回暖+微软粘性+产能规模=市场份额保证+毛利率稳步提升 13

3.1. 笔记本外壳主要技术和工艺 13

3.2. 估值偏低，重估在即，回到 Pro 3/4 估值水平较合理 15

3.3. 行业回暖订单稳定，看好产量逐季增长，金属外壳提升毛利率 17

4. 盈利预测及估值 18

图表目录

图 1：巨腾主要产品类别 5

图 2：巨腾国际营收和净利润及同比 6

图 3：巨腾国际毛利与净利水平 6

图 4：巨腾国际股东架构 6

图 5：巨腾国际主要持股机构和个人 7

图 6：2009-2017 年全球 PC 出货量（百万台）和市场份额 8

图 7：2015 年全球 PC 出货量市场份额比例 8

图 8：2016 年全球 PC 出货量市场份额比例 8

图 9：新一代 Surface Pro 在 5 月 23 日上海发布 9

图 10：微软 Surface 历届产品 10

图 11：Surface Laptop 在 5 月 23 日上海发布 11

图 12：巨腾提供 Surface 机壳部分业绩预测 12

图 13：碳纤维技术：Thinkpad X1 Carbon 4th 13

图 14：碳纤维技术：HP SPECTRE 13-V015TU 13

图 15：碳纤维注塑工艺流程图 13

图 16：ABS 工程塑料技术：戴尔灵越 Ins15CR-4528B 14

图 17：ABS 工程塑料技术：神舟（HASEE） 战神 K610D-i5D3 14

图 18：工程塑料技术的注塑工艺流程图 14

图 19：铝镁合金技术：MacBook 15

图 20：铝镁合金技术：宏碁 Acer V3-372-704Z 15

图 21：可成科技为笔记本外壳主要生产商 15

图 22：铠胜在大陆的工厂布局 16

图 23：巨腾国际同行业比较.....16
图 24：巨腾国际营收拆分和预期.....17
图 25：巨腾国际同行业比较.....18
图 26：历届 Surface Pro 发布后巨腾估值和股价水平.....19
图 27：巨腾国际损益表和盈利预测.....19

1. 公司简介：全球笔记本外壳主要生产商

巨腾国际（3336.HK）成立于 2000 年，总部设在台湾，2005 年在香港交易所上市。公司主要从事生产及销售笔记本外壳及手持装备外壳业务，同时也制造及销售 LCD 个人计算机、数码相机及游戏机的外壳，是一家专业 3C 产品机构制造商。**公司的主要客户包含国内外知名笔记本品牌客户，如微软、惠普、戴尔、宏基、苹果、索尼等，其中微软和惠普是主要客户(2016 年收入份额分别有 20%左右)。总体而言，公司的全球笔记型电脑机壳市占率达 40%以上，居于同业领先地位。**

公司主营业务包括模具开发、塑胶成型、五金冲压、镁铝成型、CNC 加工、碳纤成型、表面涂装、组装等。目前公司在国内南京、苏州、重庆、广东等地设有工厂，并拥有自有的专业团队，包括模具设计及 ID 人员，为客户提供开发新产品的咨询服务。

1.1. 主营业务介绍：笔记本外壳为业务核心

笔记本外壳是公司主要收入来源（占比 99%）和产能分配方向，其中塑料外壳是业务核心，2016 年产能占比达 60%；随着二合一电脑需求上升，2016 年二合一外壳产能占公司 25%，同比增长 35%-40%；铝镁合金 2016 年产能占比 10%，五金冲压占比 5%左右。

此外，公司还提供各式产品的机壳生产服务，包括电视外壳与掌上型产品外壳的设计与制造等。

图 1：巨腾主要产品类别

产品类别	产品图示	具体描述
笔记本电脑外壳		巨腾为全球最大的笔记型电脑机壳供应商，提供一站化服务，由模具开发、精密冲压、射出成型、喷漆涂装到组立加工，能够有效提高作业效率，减低生产成本。公司以领先业界的各项制程，让客户在产品结构和外观设计上能够充分发挥与应用，实现无论是薄壳化的产品设计，或惊艳的外观处理效果。
电视外壳		巨腾结合流行趋势，突破以往的技术与制程的局限，为客户提供 32-52 寸电视外壳的最佳选择。公司结合室内装潢的先进外观处理设计概念，让客户在产品外观设计上更多元化。同时考量成本与效能的生产配置，为客户提供最佳的量产服务。
掌上型产品外壳		在兼顾成品与外观的考量，同时结合流行趋势与量产制造后，巨腾的专业团队为掌上产品公司提供外壳模具的全套解决方案，从设计开发到成型生产，以务实的精神与管理为客户提供最好的品质保证。

资料来源：公司官网，天风证券研究所整理

1.2. 公司财务状况：业绩受累全球 PC 持续疲乏，等待触底反弹

2012-2016 年，巨腾国际营收与净利润同比经历了明显的下滑，主要原因在于全球个人电脑市场持续疲乏。全球个人电脑出货量连续五年下降，从 2012 年的 3.54 亿台下滑至 2016 年的 2.06 亿台（根据 Gartner 统计），**巨腾占据全球笔记本外壳生产份额的 40%以上，因此业绩随市场疲软而下滑在情理之中，公司的股价亦有所反映：自 2014 年以来跌幅达 98%，我们认为市场疲软对股价的影响应已经 priced in。**

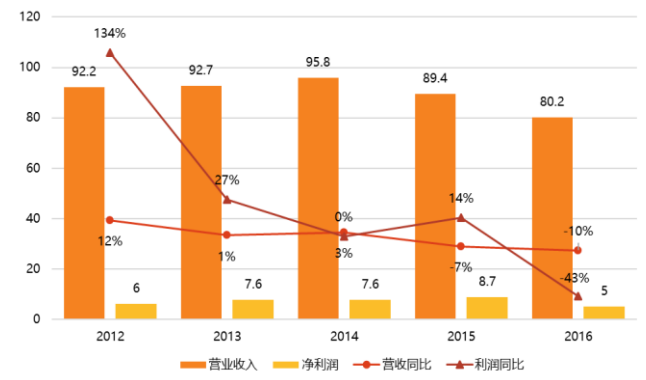
2016 年度，公司营业收入为 80 亿港元，较去年同期下降 10%，净利润为 5.9 亿港元，较去年同期下降 43%。市场需求的下跌所带来的制造商对销售价格的下调也对巨腾国际的营业收入产生较大影响。公司在 2016 年的净利率和毛利率均较 2015 年有所下降，分别为 17%和 6%，主要原因是为了在整体市场下跌的环境中维持公司的市场份额，公司也相应下调了公司产品的售价，进而影响了利润。

根据我们的调研，公司 2016 年塑料外壳的收入占比约 60%-65%，占据全球 40%左右的市场份额，行业比较稳定；金属外壳收入占比约为 35%-40%，占据全球 30%-35%的市场份额，

但竞争相对激烈，主要玩家包括可成科技（台湾）、铠盛（台湾）、比亚迪电子等。2016 年客户结构主要有惠普和微软，收入占比均高于 20%；其他公司诸如戴尔、联想、宏基、华硕收入占比分别在 10-15%左右。

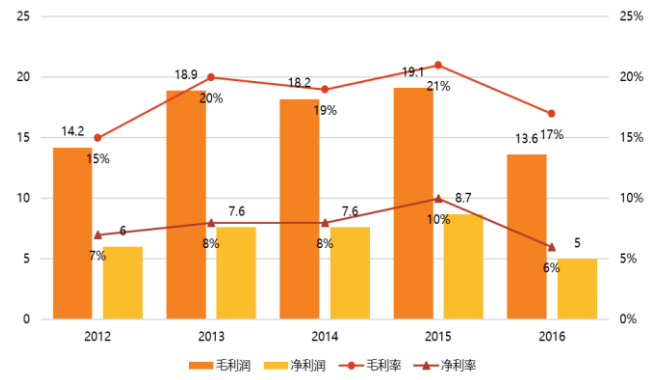
结合近几年情况来看，尽管巨腾的业绩下降到了近 3 年的最低水平，但是仍处于较为合理的区间，市场份额还是趋于稳定。据 IDC 数据，2017 年 Q1 全球 PC 出货量增长 0.6%，主要由商用机带动，消费机也在回稳，因此全年销量可能收窄，这对于巨腾业绩支撑有帮助作用。

图 2：巨腾国际营收（亿港元）和净利润及同比



资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

图 3：巨腾国际毛利（亿港元）与净利水平



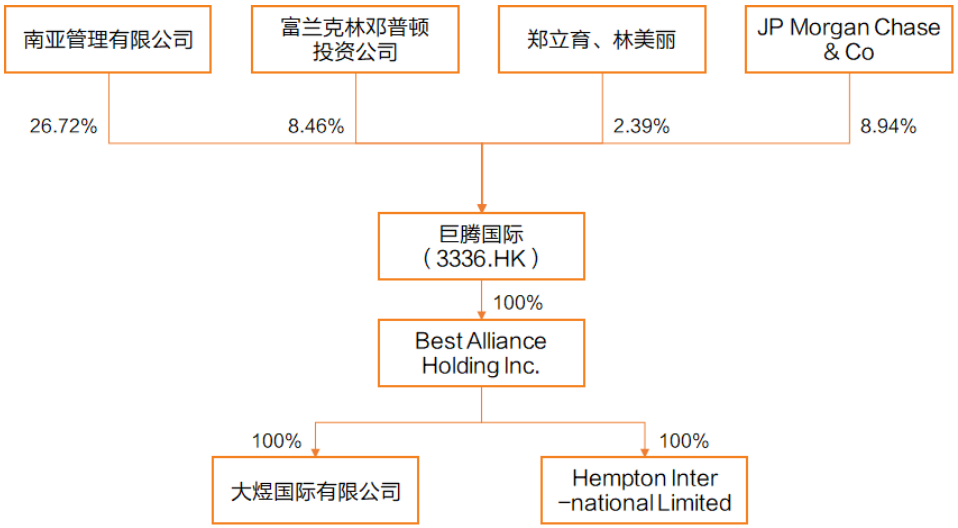
资料来源：公司财报，天风证券研究所整理

1.3. 公司股权结构

公司的大股东分别有南亚管理有限公司、Templeton Asset Management Ltd.、JP Morgan Chase 以及郑立育、林美丽夫妇，分别占 26.72%、8.46%、9.29%和 2.39%的股份。

其中，南亚由 Shine Century Assets Corp.全资控股，而 Shine Century Assets Corp.的全部已发行股本由郑氏家族信托拥有。而 JP Morgan Chase & Co 所占股份中，以实际拥有人身份所占的为 0.29%，其余 9%的身份为保管人/核准借出代理人。此外，巨腾国际全资控股 Best Alliance Holding Inc.，Best Alliance Holding Inc.同时又全资控股大煜国际有限公司和 Hempton International Limited。Hempton International Limited 间接全资控制巨腾电子（上海）有限公司，大煜国际有限公司间接全资控制多家零配件公司。

图 4：巨腾国际股东架构



资料来源：公司年报，天风证券研究所整理

图 5：巨腾国际主要持股机构和个人

排名	持有机构	持股数	股份占比	最新持股变更	持股起始日期	机构类型	地区
1	南亚管理有限公司	303,240,986	26.72%	0	2016/12/31	家族企业/信托	萨摩亚群岛
2	摩根大通集团	101,478,677	8.94%	0	2017/3/31	机构投资者	美国
3	富兰克林资源公司	96,040,000	8.46%	0	2016/12/31	机构投资者	美国
4	安联欧洲股份公司	58,171,060	5.13%	-150,000	2015/7/10	机构投资者	德国
5	郑立育	27,064,046	2.39%	0	2016/12/31	董事会主席，执行董事	-
6	挪威银行	26,719,405	2.35%	0	2016/12/31	机构投资者	挪威
7	DIMENSIONAL FUND ADVISORS LP	24,770,249	2.18%	426,000	2017/2/28	机构投资者	美国
8	先锋集团	14,064,255	1.24%	131,150	2017/3/31	机构投资者	美国
9	ASHMORE GROUP PLC	10,914,500	0.96%	-74,000	2017/3/31	机构投资者	英国
10	黑石集团	10,594,000	0.93%	88,000	2017/5/11	机构投资者	美国
11	黄国光	8,978,497	0.79%	0	2016/12/31	执行董事	-
12	罗荣德	8,423,942	0.74%	0	2016/12/31	高级副总裁	-
13	徐荣国	5,052,000	0.45%	0	2016/12/31	执行董事，财务总监	-
14	美国教师退休基金会	3,981,125	0.35%	900,000	2017/1/31	机构投资者	美国
15	智慧树投资公司	3,330,000	0.29%	0	2017/5/12	机构投资者	美国
16	苏格兰皇家银行	3,324,000	0.29%	-2,382,000	2016/12/31	机构投资者	英国
17	谢万福	3,082,432	0.27%	0	2016/12/31	高级副总裁	-
18	CAISSE DE DEPOT ET PLACEME	3,073,125	0.27%	0	2016/12/31	机构投资者	加拿大
19	IPCONCEPT LUXEMBOURG SA	2,928,557	0.26%	58,272	2017/4/28	机构投资者	卢森堡
20	嘉信理财集团	2,375,444	0.21%	104,246	2017/5/12	经纪商	美国
21	美国道富银行	2,245,750	0.20%	0	2017/5/12	机构投资者	美国
22	新西兰养老基金	2,209,039	0.19%	0	2016/6/30	其他	新西兰
23	ROBECO GROEP NV	1,872,000	0.16%	0	2017/3/31	机构投资者	荷兰
24	PICTET FUNDS	1,810,000	0.16%	0	2017/2/28	机构投资者	瑞典
25	GRANTHAM MAYO VAN OTTERLOO & CO	1,482,000	0.13%	0	2016/11/30	机构投资者	美国
26	SEB	1,422,000	0.13%	-944,000	2016/9/30	机构投资者	瑞士
27	德克萨斯州	1,229,751	0.11%	0	2016/3/31	政府	美国
28	TIFF ADVISORY SERVICES	1,192,000	0.11%	118,000	2015/12/31	机构投资者	美国
29	古根海姆合伙有限责任公司	978,798	0.09%	18,000	2017/5/12	机构投资者	美国
30	ARTEMIS INVESTMENT MANAGEMENT LT	964,000	0.08%	0	2016/6/30	机构投资者	英国
31	伦敦证券交易所集团	756,000	0.07%	72,000	2017/3/31	经纪商	英国
32	ALASKA PERMANENT FUND CORP	630,000	0.06%	-80,000	2017/3/31	政府	美国
33	宏利金融股份有限公司	603,722	0.05%	0	2017/3/31	机构投资者	加拿大
34	BESSEMER GROUP INCORPORATED	434,000	0.04%	0	2017/1/31	机构投资者	美国
35	纽约人寿保险	426,000	0.04%	26,000	2017/3/31	机构投资者	美国
36	IFM - INDEPENDENT FUND MGMT	380,000	0.03%	0	2016/2/26	机构投资者	列支敦士登
37	哈特福德金融服务集团	363,321	0.03%	0	2017/3/31	机构投资者	美国
38	NEUFLIZE OBC ASSET MANAGEMENT	228,521	0.02%	-587,386	2016/6/30	机构投资者	法国
39	联博控股	218,000	0.02%	-1,942	2016/10/31	机构投资者	美国
40	保德信金融	192,000	0.02%	0	2017/3/31	机构投资者	美国
41	程嘉君	174,000	0.02%	0	2016/12/31	独立非执行董事	-
42	林丰杰	164,000	0.01%	0	2017/3/1	执行董事，副总经理	-
43	蔡文预	140,000	0.01%	0	2016/12/31	独立非执行董事	-
44	叶伟明	140,000	0.01%	0	2016/12/31	独立非执行董事	-
45	WELLINGTON MANAGEMENT GROUP LLP	117,179	0.01%	0	2016/6/30	机构投资者	美国
46	DANSKE BANK A/S	94,810	0.01%	0	2017/3/31	机构投资者	丹麦
47	SCHOELLERBANK INVEST AG	80,000	0.01%	30,000	2017/3/31	机构投资者	奥地利
48	LWI FINANCIAL INC	56,000	0.00%	0	2017/3/31	机构投资者	美国
49	建信基金管理有限公司	50,000	0.00%	50,000	2016/12/31	机构投资者	中国
50	高盛集团	26,000	0.00%	6,000	2016/11/30	机构投资者	美国
51	法国巴黎银行	19,028	0.00%	-73,815	2016/12/31	机构投资者	法国
52	荷兰银行集团	13,630	0.00%	-37,080	2016/6/30	机构投资者	荷兰
53	星展资产管理有限公司	0	0.00%	-298,000	2015/12/31	机构投资者	新加坡
54	BANK DEGROOF SA	0	0.00%	-388,000	2016/12/31	机构投资者	比利时

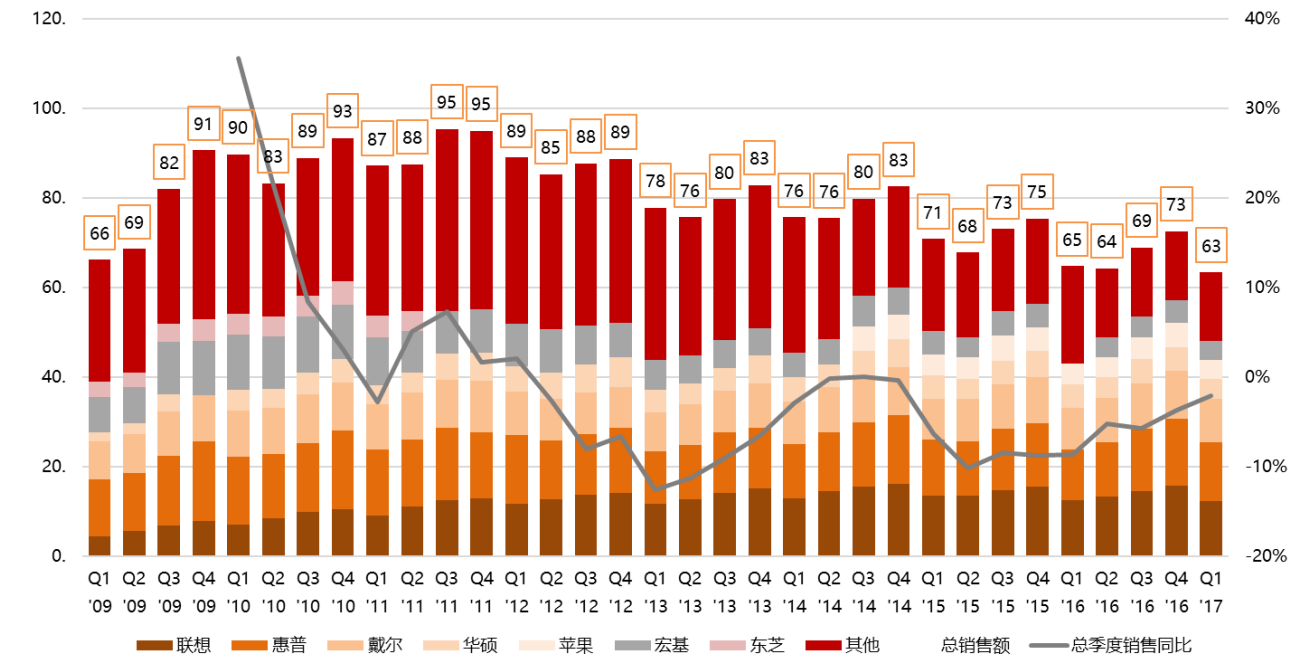
资料来源：彭博，天风证券研究所整理

2. 全球 PC 回暖，受益微软 2017 年订单放量，期待业绩反转

2.1. 消费需求驱动转型，全球 PC 产业出现回暖迹象

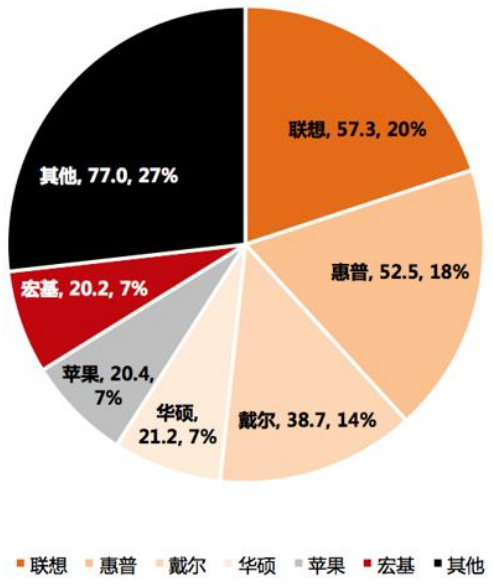
根据 IDC 数据，今年第一季度全球 PC 出货总量为 6032.8 万台，同比增长 0.6%，优于 IDC 此前预估的下滑 1.8%，也是自 2012 年第二季度以来，全球 PC 市场重新恢复增长。2016 年全年总出货量 2.6 亿部，同比下跌 5.7%，其中个人电脑出货量最多的是联想，按年跌 3%，全球市场占有率 21%；第二位是惠普，出货量 5260 万部，同比上升 1%，市占率 19%；16 年全球个人电脑出货量跌幅收窄，反映個人电脑销售经过过去五年下跌后有回稳迹象。IDC 预计 2017 年全球 PC 出货量同比将收窄至-2.7%，为 5 年以来最低。

图 6：2009-2017 年全球 PC 出货量（百万台）和市场份额



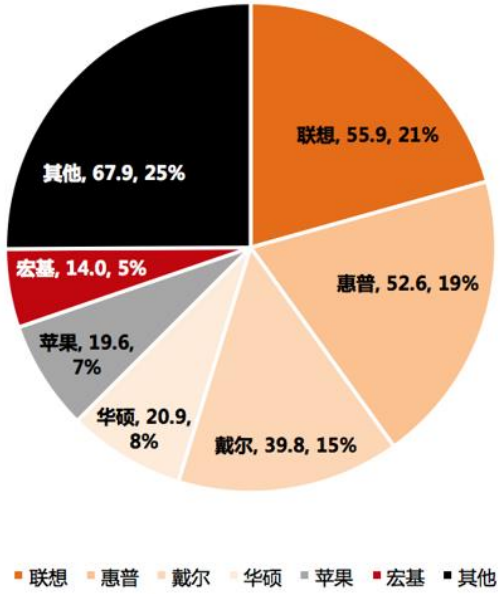
资料来源：Gartner，天风证券研究所整理

图 7：2015 年全球 PC 出货量（百万台）市场份额比例



资料来源：Gartner，天风证券研究所整理

图 8：2016 年全球 PC 出货量（百万台）市场份额比例



资料来源：Gartner，天风证券研究所整理

全球 PC 的回暖一方面源于智能手机和平板电脑对于 PC 市场的冲击力正在降低，更重要的原因在于消费者对于新型 PC 的需求。在移动办公室等全新应用场景下，消费者希望能够获得更加轻薄、便携的移动体验，得到强大的生产力与个性化功能的支持。在众多的 PC 产品选择中，以超薄本、二合一、游戏本等产品为主的“新一代 PC”，正成为 PC 市场的一股新潮流。

“新一代 PC”中融合了 Windows 10 创新特性，加入了人工智能、用于保障用户隐私安全的生物体特征识别技术、以及更自然的触控和书写体验。借助 Windows 10 用户能够轻松获得更自然、更可信的个性化计算体验。“新一代 PC”也成为越来越多用户日常生活、工作中的得力助手。**根据 IDC 的预测，2020 年采用超轻薄与可翻转设计的“新一代 PC”将会成为笔记本中的主流，将占到笔记本出货量的 63%。**

2.2. 微软 Surface 引领新一代 PC，2017 年期待新款 Pro 和 Laptop 热销

在超薄本、二合一、游戏本等产品为主的“新一代 PC”中，微软的 Surface 系列无疑是具有划时代意义的产品。Surface 和 iPad 等平板电脑最大的不同在于操作系统，Surface 作为平板电脑，采用的是 PC 的 Windows 的操作系统，而不像 iPad 用的是 iOS 操作系统。这直接影响了二种设备的生产力：Surface 可以同时用于工作和娱乐，而 iPad 则更局限在娱乐方面。

截止 2017 年 5 月，微软一共发布了 10 款 Surface 产品，和 1 款 Surface Studio，目的在于和苹果的 Macbook 和 iPad 直接竞争。随着 Surface 的新款性能和外观越发突出，Windows 系统的普及性再次吸引了更多的 Macbook 用户到 Surface 产品中。在 FY17Q3 的电话会议中，微软表示由于新款 Macbook Pro 缺乏创新，Surface 经历了 Pro 4 销售最好的一个季度，且有更多 Macbook 用户转移到 Surface。虽然微软并未公布具体 Surface 的销售数据，我们从产业了解到 2016 年 Surface Pro 4 的销量约在 550 万台-600 万台，而 Surface Book 销量较低，在 60 万台左右。

新款 Surface Pro 原定于 2016 年 10/11 月发布，但因为零部件瓶颈，推迟到 2017 年 5 月 23 日发售。新款 Pro 配备 4K 超高清触控屏幕、Intel i7 酷睿处理器和 USB-Type C 接口。新款 Pro 的 ASP 高于 Pro 4，在 6000-22000 之间。我们通过调研发现，Pro 4 目前多在个人市场发售，未来公司会向大中小企业延伸，领域覆盖教育、金融、政府等，未来结合云计算服务，打造出 Windows+Office+Surface 的软硬件闭环。随着微软与更多的公司和政府方面的合作，我们看好新款 Pro 在全球、尤其是中国的热销。

图 9：新一代 Surface Pro 在 5 月 23 日上海发布

资料来源：公司官网，天风证券研究所整理

图 10：微软 Surface 历届产品

型号	发售时间	售价	机壳所用材料	正面照	侧面照
Surface	2012年6月	$449起	镁合金		
Surface Pro	2013年2月	$899起	镁合金		
Surface 2	2013年10月	$449起	镁合金		
Surface Pro 2	2013年10月	$899起	镁合金		
Surface Pro 3	2014年6月	$799起	镁合金		
Surface 3	2015年3月	$449起	镁合金		
Surface Pro 4	2015年10月	$799起	镁合金		
Surface Book	2015年10月	$1499起	镁合金		
Surface Studio	2015年10月	$2,999起	镁合金		
Surface Book增强版	2016年10月	$2,399起	镁合金		
Surface Laptop	2017年5月	$999起	镁合金		

资料来源：公司官网，天风证券研究所整理

除了 Surface Studio 和 Pro 之外，微软 Surface Laptop 现在也正式登陆中国市场，国行版 Surface Laptop 搭载 Intel core i7 处理器，续航达 14.5 小时，售价 7688 人民币，已经可以预定，6 月 15 日上市。微软介绍称，Surface Laptop 主要面向教育市场，预装 Win10 S 系统，外观设计简洁、轻薄，其采用 13.5 英寸 Pixel Sense 屏幕，支持 10 点多点触控。

Surface Book 坚持走高端路线，新一代 Book 2 可能会在 2017 年下半年发售。针对 Surface Book 2 在价格方面，微软预计将维持原有的起售价格，即 1299 美元。未来 Surface Book 2 可能保持屏幕的尺寸不变，但是会带来 3840×2160 像素的 4K 分辨率，而这一特性也会得到 Intel Kaby Lake 处理器的支持。此外，Surface Book 2 可能也会提供更大容量的电池以应对功率更大的处理器。由于 Book 1 定位不明确，且价格较高，全球销量业绩一般，但

随着更高端、更具特色的新款发售，相信 Surface Book 销量可以逐步提高。

图 11：Surface Laptop 在 5 月 23 日上海发布

资料来源：公司官网，天风证券研究所整理

2.3. 独家供应微软 Surface Pro 和 Laptop 机壳，2017 年订单有望上 700 万台

根据公司年报披露，2015 年、2016 年公司第一大客户为公司带来 23.6 亿、17.1 亿港元收入，分别占公司当年收入的 26.3%、21.3%。由于巨腾国际一直为微软提供 Surface Pro 系列产品（2016 年整体出货量约为 500 万台，其中大部分为 Pro 4（ASP 约为 50 美元），还有小部分 Surface Book 等），因此我们认为微软应是公司的最大客户。

我们认为去年微软延迟了新款 Surface Pro 的发布而造成的业绩预期下滑已经 Priced in。随着 5 月 23 日新款 Pro 和 Laptop 的发布，公司目前开工率良好，订单稳增。Laptop 机壳采用双片金属 uni-bonding 技术，ASP 可达 90-100 美元，对比 Pro 的 ASP 在 40-50 美元。产量方面，我们预计 Laptop 可达 100 万台左右，而 Pro 的销量将达 500 万-600 万台，Studio 则可达 100 万台左右。因此，公司在 2017 年的微软订单量将超过 700 万台，远高于公司在 2013 年加工 Pro 3 的 300-400 万订单量。

作为 Surface 的主要加工代理商，我们认为巨腾国际的业绩也将有反转和持续放量。业绩假设如下：

（1） 我们预计巨腾 Surface Pro、Laptop 和 Studio 机壳提供订单量持续增加，其中 Pro 在 2017-2019 年预计分别达 510 万、710 万和 950 万部；Laptop 在 2017-2019 年的订单量预计分别达 110 万、200 万和 250 万部；

（2） 我们预计巨腾提供 Pro、Laptop 和 Studio 机壳的 ASP 分别为 45 美元、95 美元和 40 美元，且价格稳定；

（3） 我们预计美元兑港元汇率在 2017-2019 年将维持在 7.8 左右

（4） 我们预计 2017 年随着巨腾生产 Pro 的产能扩张，以及 Laptop 和 Studio 销量增加，公司提供 Surface 机壳的毛利率将会重回 2015 年的 30%，且 18-19 年比较稳定。

图 12：巨腾提供 Surface 机壳部分业绩预测

百万HKD	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
巨腾提供Surface机壳收入预计					
Surface Pro 订单量	6.1	4.9	5.1	7.1	9.5
Surface Laptop 订单量	-	-	1.1	2.0	2.5
Surface Studio 订单量	-	-	1.0	1.5	1.8
Surface Pro ASP/美元	50	45	45	45	45
Surface Laptop ASP/美元	-	95	95	95	95
Surface Studio ASP/美元	-	40	40	40	40
美元 / 港元汇率	7.7	7.8	7.8	7.8	7.8
代工微软收入	**2348.5**	**1719.9**	**2917.2**	**4442.1**	**5748.6**
同比%		-27%	70%	52%	29%
毛利率	30%	21%	30%	30%	30%
毛利	704.6	361.2	875.2	1332.6	1724.6

资料来源：天风证券研究所预测

我们认为随着 Surface Pro 和 Laptop 的销售放量，巨腾的业绩和估值应该有望反转。我们预计巨腾 2017-2019 年提供微软机壳产生的收入约为 29.2 亿、44.4 亿和 57.5 亿港元，毛利预计分别达 8.8 亿、13.3 亿和 17 亿港元。

3. 行业回暖+微软粘性+产能规模=市场份额保证+毛利率稳步提升

3.1. 笔记本外壳主要技术和工艺

笔记本外壳，主要作用是散热以及保护机器内部零器件。就目前来看，主流笔记本外壳材质包括以下几类：碳纤维、ABS 工程塑料、镁铝合金、钛合金。

（1）碳纤维技术：即用聚丙烯腈、粘胶纤维等原料进行高温完成炭化，行程高强度和韧性的材料，是超轻薄笔记本钟爱的材质，代表的产品有，联想 Thinkpad X1 Carbon 第四代、惠普幽灵 HP SPECTRE 13-V015TU 等。优点：强韧性比镁铝合金更高，重量只有其 1/2；具有 ABS 工程塑料的优秀可塑性，又具有更好的强度和散热能力；导电，可屏蔽电磁辐射。缺点：成本高，成型比 ABS 工程塑料复杂，故机壳形状大多较为单调；不易着色；若接地不好，会有轻微的漏电感。

图 13：碳纤维技术：Thinkpad X1 Carbon 4th

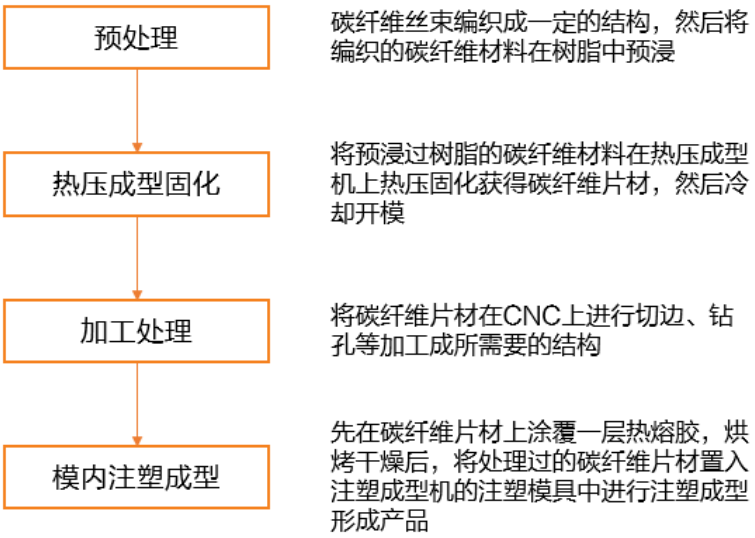
资料来源：Tech Radar，天风证券研究所

图 14：碳纤维技术：HP SPECTRE 13-V015TU

资料来源：Tech Radar，天风证券研究所

对碳纤维外壳而言，通常使用模内注塑的方式在在碳纤维成型件的内表面注塑结构，以达到产品装配的需要。这一工艺通常包含四个步骤：预处理、热压成型固化、加工处理和模内注塑成型。

图 15：碳纤维注塑工艺流程图



资料来源：Tech Radar，天风证券研究所整理

（2）ABS 工程塑料：又称塑料合金，即 PC＋ABS。尤受低端笔记本青睐，塑料外壳笔记

本大多采用 ABS 工程塑料。代表的产品有，戴尔灵越 Ins15CR-4528B、神舟（HASEE） 战神 K610D-i5D3 等。优点：成本低，既有 PC 树脂的耐候性、尺寸稳定性和耐冲击性，又具有 ABS 树脂优良的加工流动性；可制造性能优异的薄壁及复杂形状制品。缺点：质量大、散热差；不能屏蔽电磁辐射；不易回收和降解，市场对新型环保材料的需求仍然很大。

图 16：ABS 工程塑料技术：戴尔灵越 Ins15CR-4528B

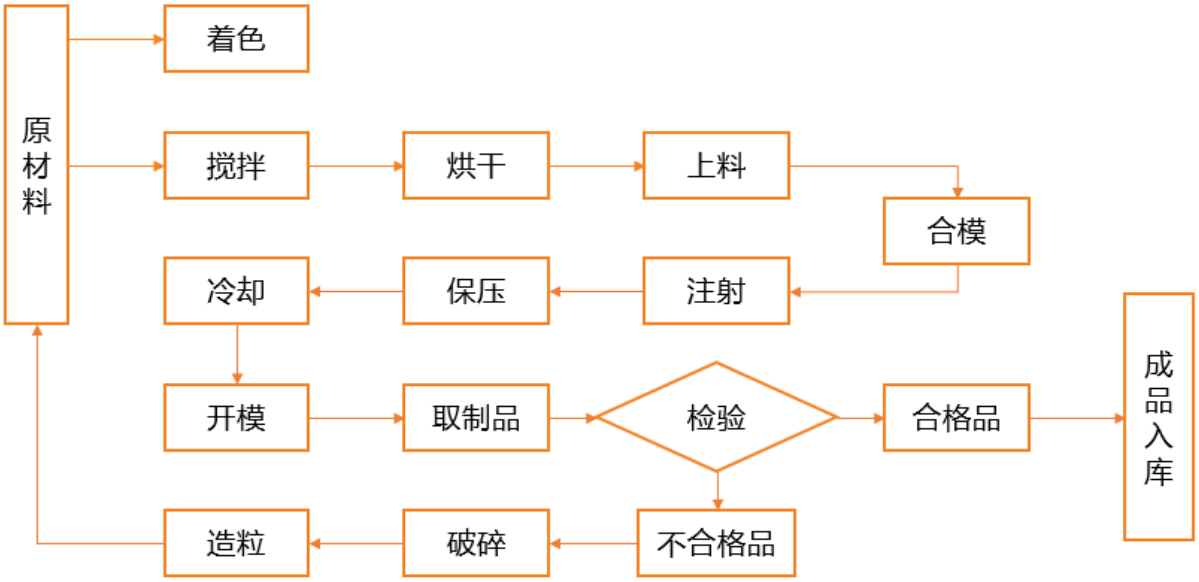
资料来源：Tech Radar，天风证券研究所

图 17：ABS 工程塑料技术：神舟（HASEE） 战神 K610D-i5D3

资料来源：Tech Radar，天风证券研究所

对于塑料外壳而言，主要采用注塑成型技术，能够以低成本、大批量地制造复杂结构外壳。具体而言，该技术主要包括合模——填充——保压——冷却——脱模五个阶段：在一定温度下，通过螺杆搅拌完全熔融的塑料材料，用高压射入模腔，经冷却固化后，得到成型品。

图 18：工程塑料技术的注塑工艺流程图



资料来源：Tech Radar，天风证券研究所

（3）铝镁合金：冲压式铝合金外壳和一体成型的铝合金外壳都是在铝中加入 5%左右镁，以及含量小于 1%的铁、铬、铜、锌等，这种成分构成的铝镁合金被称之为防锈铝合金，不用外饰加工即可光泽亮丽，常被用于中高档笔记本顶盖。代表产品有 MacBook、宏碁 Acer V3-372-704Z 等。优点：散热能力优秀，强度、硬度是传统塑料机壳的几倍，重量却减轻很多；减震功能和抗冲击能力都优于塑料，可承受较大的冲击载荷；可屏蔽电磁辐射；镁铝合金计算机外壳可经表面处理工艺获得绚丽的颜色。因此，镁铝合金很好地满足了 3C 产品高度集成化、轻薄化、微型化、抗摔撞及电磁屏蔽的要求。缺点：需冲压或者压铸工艺成型，成本较高；耐磨性一般、容易被刮花。

图 19：铝镁合金技术：MacBook

资料来源：Tech Radar，天风证券研究所

图 20：铝镁合金技术：宏碁 Acer V3-372-704Z

资料来源：Tech Radar，天风证券研究所

铝镁合金材质一般工序为冲压/压铸成板料→CNC 处理→表面处理。此外，由苹果公司开创的一体式数控加工工艺，整块金属经数控切削后获得精密的无缝隙外壳，此过程共包含九道数控铣削工艺，完成之后便获得一体成型外壳“Unibody”。

目前来看，随着二合一新型 PC 越发受欢迎，全球 PC 呈现高端化的趋势，消费者更加青睐金属外壳带来的前沿设计感，因此金属外壳的生产比例有所增加，从巨腾来看，公司 2016 年金属外壳生产占营收的 35%-40%，其中 uni bonding 的金属外壳产能占比 25%，铝镁合金占比 10%，未来仍有增加趋势。

3.2. 估值偏低，重估在即，回到 Pro 3/4 估值水平较合理

目前主要 PC 外壳生产商有四家，分别是富士康、可成科技（Catcher）、巨腾国际、凯胜（Casetek），此外比亚迪电子（BYDE）和通达集团有少量笔记本外壳的业务。我们主要对可成和铠盛做出介绍。

可成科技（Catcher）：台湾上市公司，代码为 2474.TW，在台湾与大陆均设有工厂。公司为全球第一大 NB 金属机壳供应商，市占率约为 40%。可成能够提供包括铝合金、镁合金、锌合金、不锈钢、纤维及塑胶件的外壳。此外，在制程和表面处理技术包括镁铝合金压铸、铝挤型、锻造、冲压、CNC 加工、阳极等各式表面处理技术等。可成的客户包括苹果、戴尔、惠普、宏基、亚马逊等多家全球知名手机、平板制造商。2016 年，总销售收入折合约为 169 亿人民币，前三大客户所贡献的销售额分别占其总销售额的 33.51%，20.47%和 15.60%。

图 21：可成科技为笔记本外壳主要生产商

资料来源：公司官网，天风证券研究所整理

铠胜（Casetek）：台湾上市公司，代码为 5264.TW，在大陆和台湾均设有分公司。公司专注于轻金属的成型加工和表面处理，主要所使用的材料和技术为铝金属和 CNC 制程，但同时也生产铝镁合金制品，掌握不锈钢低温锻造、嵌入成型、机械打磨等技术。凯胜的客户主要为苹果，产品主要运用于苹果产品的笔记本电脑、平板电脑和配件等。此外，笔记本电脑的客户还包括华硕、联想、惠普、宏基等。具体来看，2016 年，总销售收入折合约为 22 亿人民币，前三大客户所贡献销售额分别占其总销售额的 41.34%，20.17%和 18.75%。

图 22：铠胜在大陆的工厂布局

资料来源：公司官网，天风证券研究所整理

巨腾国际为微软 Surface 专门提供高端的 uni bonding 金属外壳，因此公司的五金冲压技术处于行业领先地位。从技术上来看，可成主要为苹果 Macbook 提供金属外壳，因此可成的铝镁合金的技术在四家公司中处于领先地位。铠胜目前希望可以模仿巨腾的技术，但仍在研发当中，距离投产阶段尚需

巨腾具有较大的产能竞争优势。目前 Surface 机壳产能约有 65 万台/月，产能利用率已达到 90%以上。公司未来可以扩产能到 80 万台/月，也就是每年 1000 万台左右，因此一旦未来 Surface 产品热销超千万台，巨腾也有足够产能去应付。

随着微软 Surface 销售放量，微软引进新的外壳加工商的可能性是有的，但鉴于巨腾已全权拿下微软 Pro 3、4 和刚发布的新一代 Pro 订单，并且签定排他协议，我们认为巨腾的生产经验和跟微软紧密的合作关系可有效增加他们之间的粘性，合作关系应可持续到 2019 年。从产能规模来看，可成和凯胜的最大客户（即苹果）均占据了他们较多的资源，所以很难有剩余产能来为微软和其它电脑公司提供服务，因此中短期内应不会对巨腾构成威胁，巨腾的市场份额将得以继续保持。公司目前 6.4x 的市盈率远低于同行业可成科技的 12.5x 和铠胜的 14.6x 的市盈率。

图 23：巨腾国际同行业比较

公司	代码	股价	市值(百万港元)	涨幅(%)	PE			PS			ROA	ROE
				2016年	TTM	2017E	2018E	TTM	2017E	2018E	(%)	(%)
可成科技	2474 TT Equity	324.0	64,498	28%	12.5	11.3	9.6	3.2	2.8	2.4	11%	17%
铠胜-KY	5264 TT Equity	95.4	8,374	-21%	14.6	10.5	9.6	1.1	1.0	1.0	5%	8%
巨腾-DR	3336 HK Equity	2.9	3,279	-2%	6.4	5.4	5.0	0.4	0.4	0.4	4%	8%
比亚迪电子	285 HK Equity	14.4	32,536	239%	23.3	15.3	12.7	0.8	0.7	0.6	5%	11%
通达集团	698 HK Equity	2.4	14,538	55%	13.6	10.8	8.8	1.7	1.5	1.2	10%	23%

资料来源：数据截至到 5 月 23 日，彭博，天风证券研究所整理

3.3. 行业回暖订单稳定，看好产量逐季增长，金属外壳提升毛利率

根据我们调研发现，2017 年上半年公司客户商用机和消费机订单逐渐回稳，新机模具有增加趋势，随着微软 Surface 系列在 5 月 23 日发布，公司产量将会逐季提升。2016 年塑料外壳是业务核心，巨腾市场份额稳定在 40%，2016 年产能占比达 60%，不过整体来讲塑料外壳市场呈现下滑趋势，公司表示未来不会新增产能；

随着二合一电脑需求上升，2016 年二合一外壳产能占公司 25%，同比增长 35%-40%，主要客户包括华硕、宏碁、惠普和联想等；目前采用金属外壳技术的电脑呈增长趋势，鉴于金属机壳价格较高，因此有望提高公司毛利率。我们预期公司 uni bonding 业务在 2017 年收入占比有望提升至 30%-33%。铝镁合金 2016 年产能占比 10%，五金冲压占比 5%左右。业绩假设如下：

（1） 公司塑料壳产量每年呈 2%左右的下滑趋势，毛利率在 19 年降低至 11%；

（2） 公司金属外壳（不包含 Surface）销量呈止跌微增态势，毛利率在 19 年升至 17%；

图 24：巨腾国际营收拆分和预期

百万HKD	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
塑料壳笔记本收入预计					
收入	**4,850**	**4,660**	**4,600**	**4,470**	**4,400**
同比%	-30%	-4%	-1%	-3%	-2%
毛利率	16%	14%	12%	12%	11%
毛利	795	652	552	536	484
金属壳笔记本收入预计-不包含Surface					
收入	**1,840**	**1,790**	**1,780**	**1,780**	**1,790**
同比%	-13%	-3%	-1%	0%	1%
毛利率	22%	19%	16%	17%	17%
毛利	412	340	285	303	304
微软Surface机壳收入预计					
收入	**2,349**	**1,720**	**2,917**	**4,442**	**5,749**
同比%		-27%	59%	56%	33%
毛利率	30%	21%	30%	30%	30%
毛利	705	361	875	1,333	1,725
总收入	**9,039**	**8,170**	**9,297**	**10,692**	**11,939**
同比%	-7%	-10%	14%	15%	12%
毛利率	21%	17%	18%	20%	21%
毛利	1,912	1,354	1,712	2,172	2,513

资料来源：天风证券研究所预计

4. 盈利预测及估值

微软是巨腾的最大客户，2016 年贡献公司 17.1 亿港元收入，占比 21.3%。2017 年巨腾仍将独家供应 Surface Pro 和 Surface Laptap 的机壳，加上 Surface Studio 的键盘壳子。我们认为去年微软延迟新款 Surface Pro 的发布而造成的业绩预期下滑已经 Priced in。随着 5 月 23 日新款 Pro 和 Laptop 的发布，公司目前开工率良好，订单稳增。Laptop 机壳采用双片金属 uni-bonding 技术，ASP 可达 90-100 美元，对比 Pro 的 ASP 在 40-50 美元。产量方面，我们预计 Laptop 可达 110 万台左右，而 Pro 的销量将达 500 万-600 万台，Studio 可达 100 万台左右。因此，公司在 2017 年的微软订单量将超过 700 万台，远高于公司在 2013 年加工 Pro 3 的 300-400 万订单量。**我们认为随着 Surface Pro 和 Laptop 的销售放量，巨腾的业绩和估值应该有望反转。我们预计巨腾 2017-2019 年提供微软机壳产生的收入约为 29.2 亿、44.4 亿和 57.5 亿港元，毛利预计分别达 8.8 亿、13.3 亿和 17 亿港元。**

经历了 2016 年的低迷后，2017 上半年迎来商用机和消费机订单逐渐回稳，新机模具有增加趋势，公司产量也将逐季提升。巨腾具有较大的产能竞争优势。目前 Surface 机壳产能约有 65 万台/月，产能利用率已达到 90%以上。公司未来可以扩产能到 80 万台/月，也就是每年 1000 万台左右，因此一旦未来 Surface 产品热销超千万台，巨腾也有足够产能去应付。此外，随着 ASP 较高的金属外壳订单比重增加，公司非微软订单业务的毛利率也酝酿提升。**整体来讲，我们预期公司 2017 年收入增速为 14%达 93 亿，毛利率微升至 18%。2017 年-19 年净利润分别为 7.4 亿、10 亿和 12.5 亿，对应 EPS 为 0.68、0.93 和 1.12。**

估值方面，**对比行业竞争对手可成和铠胜 2017 年的 10-11 倍市盈率，我们认为巨腾的 5 倍估值是给严重低估。对比巨腾在 Pro 3/4 时代的 8.5 倍和 6.4 倍 PE，我们认为回到 7 倍 PE 的估值较为合理。**

巨腾股价和市盈率一般在新品发布前 6 个月开始反应，而估值会随着订单的放量呈正向关系。目前巨腾处于历史估值较低水平，这与公司业绩在 2012-2015 年下滑和 Surface Pro 延迟发售相关。不过随着新品 Pro 的发布，公司的估值和股价已开始有所反应。我们预计公司 2017 年微软机壳订单可达 700 万台以上，远高于公司在 2013 年提供给 Pro 3 的订单量。随着全球 PC 出货量回暖，加上市场接受程度越来越高的 Surface 系列在全球销量的逐步提升，我们相信巨腾将被重估。从产能规模来看，可成和凯胜的最大客户（即苹果）均占据了他们较多的资源，所以很难有剩余产能来为微软和其它电脑公司提供服务，因此中短期内应不会对巨腾构成威胁，巨腾的市场份额将得以继续保持。

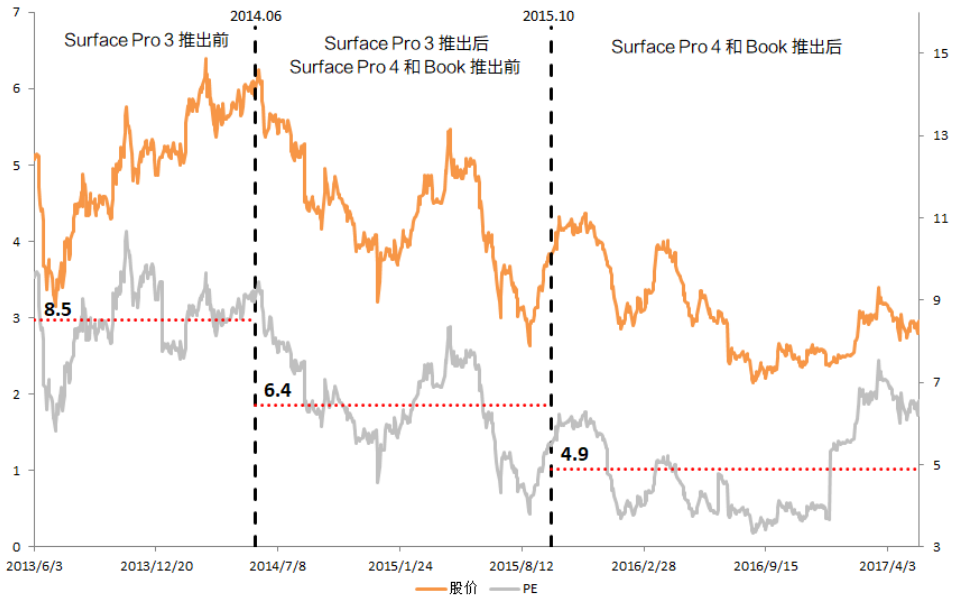
图 25：巨腾国际同行业比较

公司	代码	股价	市值(百万港元)	涨幅(%)	PE			PS			ROA	ROE
				2016年	TTM	2017E	2018E	TTM	2017E	2018E	(%)	(%)
可成科技	2474 TT Equity	324.0	64,498	28%	12.5	11.3	9.6	3.2	2.8	2.4	11%	17%
铠胜-KY	5264 TT Equity	95.4	8,374	-21%	14.6	10.5	9.6	1.1	1.0	1.0	5%	8%
巨腾-DR	3336 HK Equity	2.9	3,279	-2%	6.4	5.4	5.0	0.4	0.4	0.4	4%	8%
比亚迪电子	285 HK Equity	14.4	32,536	239%	23.3	15.3	12.7	0.8	0.7	0.6	5%	11%
通达集团	698 HK Equity	2.4	14,538	55%	13.6	10.8	8.8	1.7	1.5	1.2	10%	23%

资料来源：彭博，天风证券研究所整理

整体来讲，我们预期公司 2017 年收入增速为 14%达 93 亿港元，毛利率微升至 18%。2017-19 年净利润分别为 7.4 亿、10 亿和 12.5 亿港元，对应 EPS 为 0.68、0.93 和 1.12 港元。公司自身历史估值和同行业比较都处于较低水平，我们认为随着未来微软订单放量和市场份额的稳固增长，巨腾国际 2017 年估值应被重估。我们认为巨腾 2017 年 7x 市盈率较为合理，对应 2017 年 0.68 港元的 EPS，给予“买入”评级，目标价格为 4.75 港元，增长空间 60%以上。在最差情况下，如果巨腾没能取得利润较丰厚的 Laptop 订单，我们预计 EPS 也可达 0.45 港元，对应价格 3.2 港元。

图 26：历届 Surface Pro 发布后巨腾估值和股价水平



资料来源：彭博，天风证券研究所整理

图 27：巨腾国际损益表和盈利预测

利润表(百万HKD)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总收入	**9,039**	**8,170**	**9,297**	**10,692**	**11,939**
塑料壳	4,850	4,660	4,600	4,470	4,400
金属壳-非Surface	1,840	1,790	1,780	1,780	1,790
微软Surface	2,349	1,720	2,917	4,442	5,749
- 营收成本	(7,126)	(6,816)	(7,585)	(8,520)	(9,426)
毛利	1,912	1,354	1,712	2,172	2,513
毛利率%	21%	17%	18%	20%	21%
- 营业开支	(796)	(731)	(730)	(870)	(910)
营业利润	1,116	623	982	1,302	1,603
同比%	20%	-44%	58%	33%	23%
加：利息收入	17	14	10	5	5
减：利息支出	(90)	(94)	(84)	(70)	(65)
其他非经营性损益	75	100	70	70	80
非经常项目前利润	1,118	643	978	1,307	1,623
加：非经常项目损益	27	103	60	60	50
除税前利润	1,145	746	1,038	1,367	1,673
减：所得税	(205)	(156)	(208)	(273)	(335)
所得税率	18%	21%	20%	20%	20%
少数股东损益	(70)	(89)	(90)	(90)	(90)
净利润	870	501	740	1,003	1,248
同比%	15%	-42%	48%	36%	24%
净利率%	10%	6%	8%	9%	10%
基本EPS	0.76	0.45	0.67	0.90	1.12
摊薄EPS	0.76	0.45	0.67	0.90	1.12

资料来源：天风证券研究所预计

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期恒生指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com