

得润电子 (002055)

增持/维持评级

股价: RMB16.7

分析师

卢山

SAC 执业证书编号:s1000511060001

82125092

lushan@mail.htlhsc.com.cn

李欣

SAC 执业证书编号:S1000511120002

(0755)8212 5064

lixinsz@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

《看好笔记本连接器等新产品的增长》

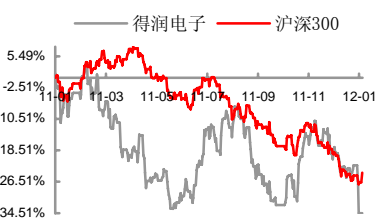
《连接未来, 拥抱成长--连接器行业深度研究报告》

《产品结构升级的关键期》

基础数据

| | |
|---------------|-------|
| 总股本(百万股) | 205 |
| 流通 A 股(百万股) | 205 |
| 流通 B 股(百万股) | 0 |
| 可转债(百万元) | |
| 流通 A 股市值(百万元) | 3,427 |

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

进军高端汽车连接器市场

- 公司公告, 拟与德国 Kromberg & Schubert Group 的全资子公司 Kromberg & Schubert Eastern Asia AG 共同投资设立“深圳市高润科技有限公司”, 注册资本、总投资分别为 500 万、1000 万欧元, 公司占 45%。合资公司主要从事整车线束产品在中国的开发、生产及销售。
- 我们认为, 公司与 Kromberg & Schubert 成立合资子公司进入高端汽车线束市场, 是公司快速学习先进研发、设计经验、提升管理水平, 缩短一流整车厂商认证时间的有效途径, 我们看好后续发展。我们预计, 2013 年开始产品将陆续大批量出货, 客户以在华生产的德系高端车为主。
- 汽车连接器和线束产品相对于消费电子连接器而言, 性能要求远为苛刻, 在绝缘性能、电磁干扰、弯绕性能、温度、湿度、盐雾、震动和冲击等各个技术指标上都有极高的要求。
- 公司的合作伙伴 Kromberg & Schubert 在汽车连接器方面具有很强的竞争力, 集中体现在客户优势、产品线优势和规模优势上。该公司客户高端, 大众、宝马、戴姆勒、奥迪分别占 42%、23%、11%、14%, 合计达 90%。
- Kromberg & Schubert 公司汽车产品线齐全, 连接器产品包括安全控制产品 (ABS、电子刹车等)、动力与转向产品 (引擎连接器、电子转向系统连接器等)、多媒体产品 (天线连接器、GPS 连接器、DVD 连接器) 等, 以及各类车型专用的线束。Kromberg & Schubert 公司拥有较显著的规模优势, 在全球共有 22,500 人分布在十余个研发、设计、制造中心。2010 年销售额折合人民币约为 80 亿元, 2011 年销售额折合人民币约为 90 亿元。
- 公司的家电和笔记本连接器 (rPGA989、DDR 连接器) 等业务经营情况良好, 保持稳定的长期增长。
- 我们预测, 公司 2011-2013 年收入分别为 15.0 亿元、22.0 亿元、31.7 亿元, 当前股本摊薄 EPS 为 0.57 元、0.93 元、1.32 元, 对应 PE 为 29.4 倍、17.9 倍、12.7 倍, 维持增持评级。
- 风险提示。合资公司的新产品研发以及客户认证时间存在一定的不确定性。

经营预测与估值

| | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 973.2 | 1501.0 | 2197.0 | 3168.0 |
| (+/-%) | 48.9 | 54.2 | 46.4 | 44.2 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 60.5 | 116.7 | 191.0 | 270.3 |
| (+/-%) | 91.5 | 92.9 | 63.7 | 41.5 |
| EPS(元) | 0.29 | 0.57 | 0.93 | 1.32 |
| P/E(倍) | 56.6 | 29.4 | 17.9 | 12.7 |

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

| | |
|---|----------|
| 高端汽车连接器技术壁垒极高..... | 4 |
| 汽车安全类连接器..... | 4 |
| 驾驶/引擎系统连接器..... | 5 |
| 影音和娱乐系统连接器..... | 5 |
| 合作伙伴 Kromberg & Schubert 具有很强实力..... | 6 |
| 风险提示..... | 8 |

图表目录

| | |
|--|---|
| 图 1: ABS 线束 | 4 |
| 图 2: 电子刹车线束 | 5 |
| 图 3: 汽车的动力及转向系统 | 5 |
| 图 4: 引擎连接器 | 5 |
| 图 5: 汽车天线连接器 | 6 |
| 图 6: 汽车影音系统 | 6 |
| 图 7: Kromberg & Schubert 客户构成 | 6 |
| 图 8: Kromberg & Schubert 供货的主要车型 | 7 |
| 图 9: Kromberg & Schubert 汽车产品线 | 7 |
| 图 10: Kromberg & Schubert 全球据点 | 8 |
| 表格 1: 汽车等专业连接器技术指标要求很高 | 4 |

高端汽车连接器技术壁垒极高

相比较于消费电子领域，汽车、航空等专业应用对连接器提出了更加苛刻的要求，这些要求体现在连接器产品的各项指标上，如下表分析：

表格 1：汽车等专业连接器技术指标要求很高

| 分类 | 性能 | 汽车、飞机等专用连接器的特殊要求 |
|---------|-------|--|
| 电气和材料性能 | 绝缘性能 | 户外、高空环境中，防止雷击；防止系统中其他强电电路的击穿，对人体造成伤害 |
| | 电磁干扰 | 既要防止其他电气系统辐射电磁波对连接器的干扰（EMC），也要防止连接器中高频电流对外电磁辐射产生的干扰（EMI） |
| 环境性能 | 弯挠性能 | 与运动部件配合使用的连接器可以忍受百万次的弯挠而不发生断裂 |
| | 温度 | 能够忍受户外低温（-40 摄氏度以下），以及发动机等装置产生的数百摄氏度高温，保证极端温度下塑胶线皮的绝缘、抗弯挠性能仍处于正常范围 |
| | 湿度 | 复杂气候条件下的湿度变化较大，容易造成绝缘、电化学腐蚀等问题 |
| | 盐雾 | 与气候、天气、空气污染相关容易造成腐蚀，进而影响安全和使用寿命 |
| | 震动和冲击 | 高冲击强度（如飞机起降）、长期（汽车行驶）、高低频叠加（复杂系统中多个振动源同时作用） |

资料来源：行业调研，华泰联合证券研究所

汽车安全类连接器

ABS（防抱死系统）的连接器关系到整车安全，要求在 150 摄氏度的高温下，至少能够正常工作 3000 小时。

图 1： ABS 线束



资料来源：Kromberg & Schubert，华泰联合证券研究所

电子刹车系统同样关系到整车的安全行驶，其连接器要求能够经受百万次以上的弯折而不产生断裂，并且线束表面要经过特殊处理，防止尖锐物体的划伤，避免由此带来的安全隐患。

图 2: 电子刹车线束



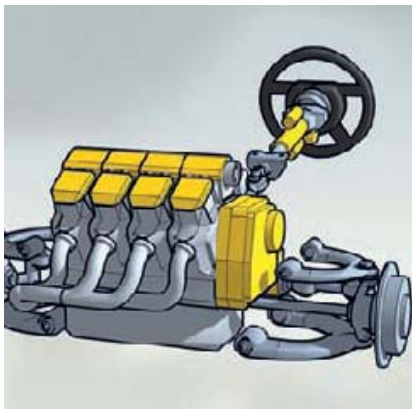
资料来源: Kromberg & Schubert, 华泰联合证券研究所

驾驶/引擎系统连接器

引擎系统的连接器,对耐高温和绝缘性能的要求极高,工作温度要求一般在 150 摄氏度以上,绝缘线皮会用到氟塑料等特殊材料。

变速和转向系统对连接器也有苛刻的专业要求。转向系统需要电动控制,其连接器对电磁兼容性要求很高。

图 3: 汽车的动力及转向系统



资料来源: Kromberg & Schubert, 华泰联合证券研究所

图 4: 引擎连接器



资料来源: Kromberg & Schubert, 华泰联合证券研究所

影音和娱乐系统连接器

影音和娱乐系统首先涉及到信号的接受和传输,需要天线连接器,汽车的天线连接器与其他应用场合的天线连接器有很大不同,不仅要求小尺寸、容易整合;而且信号衰减程度低,保证各种环境和区域下的正常使用;同时对弹性和抗弯折性有很高的要求,因为不论天线置于车内还是车外,都难以避免和其他物体的碰撞。

图 5: 汽车天线连接器



资料来源: Kromberg & Schubert, 华泰联合证券研究所

图 6: 汽车影音系统



资料来源: Kromberg & Schubert, 华泰联合证券研究所

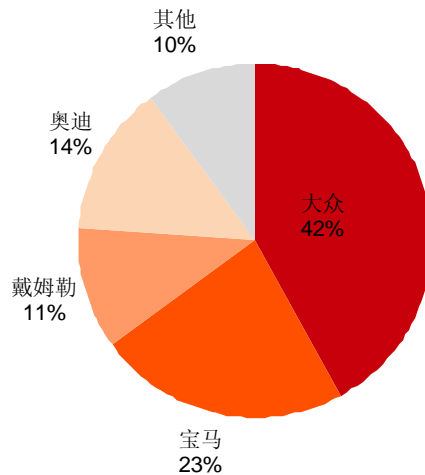
车内的收音机、DVD、CD、显示屏、移动电话、GPS 等电子系统通过连接器相连，车内环境的震动、高温等因素都对其连接器提出了苛刻的要求。

合作伙伴 Kromberg & Schubert 具有很强实力

公司的合作伙伴 Kromberg & Schubert 在汽车连接器方面具有很强的竞争力，集中体现在客户优势、产品线优势和规模优势上。

公司客户以国际知名高端车厂为主，大众、宝马、戴姆勒、奥迪分别占 42%、23%、11%、14%，合计达 90%。

图 7: Kromberg & Schubert 客户构成



资料来源: Kromberg & Schubert, 华泰联合证券研究所

公司产品为大众、宝马、戴姆勒、奥迪等品牌的主要车型提供连接器和线束产品:

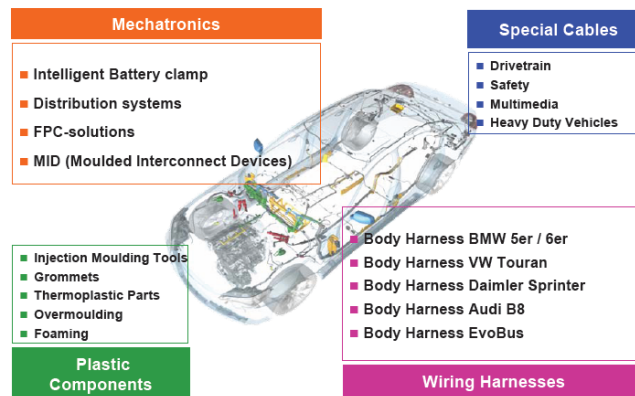
图 8: Kromberg & Schubert 供货的主要车型



资料来源: Kromberg & Schubert, 华泰联合证券研究所

Kromberg & Schubert 公司汽车产品线齐全, 连接器产品包括安全控制产品 (ABS、电子刹车等)、动力与转向产品 (引擎连接器、电子转向系统连接器等)、多媒体产品 (天线连接器、GPS 连接器、DVD 连接器等), 以及各类车型专用的线束。

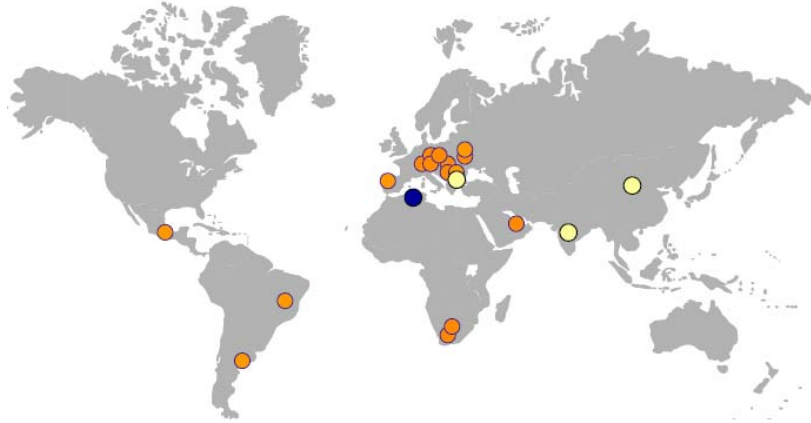
图 9: Kromberg & Schubert 汽车产品线



资料来源: Kromberg & Schubert, 华泰联合证券研究所

Kromberg & Schubert 公司拥有较显著的规模优势，截止 2010 年 9 月，在全球共有 22500 人，在德国、澳大利亚、波兰、葡萄牙、斯洛文尼亚、罗马尼亚、瑞士、匈牙利、阿根廷、墨西哥、南非、乌克兰、突尼斯、阿联酋、印度等国家和地区拥有研发、设计、制造中心。，2010 年销售额折合人民币约 80 亿元，2011 年销售额折合人民币约 90 亿元。

图 10: Kromberg & Schubert 全球据点



资料来源: Kromberg & Schubert, 华泰联合证券研究所

风险提示

合资公司的新产品研发以及客户认证时间存在一定的不确定性。

盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|---------------|------|-------|-------|-------|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 流动资产 | 1015 | 1512 | 2255 | 3240 | 营业收入 | 973 | 1501 | 2197 | 3168 |
| 现金 | 137 | 237 | 346 | 491 | 营业成本 | 790 | 1222 | 1777 | 2566 |
| 应收账款 | 340 | 496 | 744 | 1070 | 营业税金及附加 | 2 | 3 | 5 | 7 |
| 其他应收款 | 5 | 9 | 13 | 18 | 营业费用 | 18 | 29 | 43 | 61 |
| 预付账款 | 20 | 35 | 48 | 70 | 管理费用 | 59 | 80 | 112 | 162 |
| 存货 | 216 | 285 | 434 | 630 | 财务费用 | 22 | 13 | 14 | 25 |
| 其他流动资产 | 298 | 450 | 669 | 961 | 资产减值损失 | 4 | 3 | 3 | 3 |
| 非流动资产 | 386 | 541 | 667 | 678 | 公允价值变动收 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 331 | 476 | 590 | 590 | 营业利润 | 78 | 151 | 243 | 344 |
| 无形资产 | 39 | 49 | 60 | 70 | 营业外收入 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| 其他非流动资产 | 16 | 15 | 17 | 18 | 营业外支出 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 资产总计 | 1402 | 2053 | 2922 | 3918 | 利润总额 | 78 | 153 | 245 | 345 |
| 流动负债 | 897 | 836 | 1478 | 2169 | 所得税 | 19 | 35 | 55 | 76 |
| 短期借款 | 382 | 121 | 421 | 680 | 净利润 | 59 | 118 | 189 | 269 |
| 应付账款 | 278 | 398 | 606 | 868 | 少数股东损益 | -1 | 1 | -2 | -1 |
| 其他流动负债 | 237 | 317 | 451 | 620 | 归属母公司净利 | 61 | 117 | 191 | 270 |
| 非流动负债 | 92 | 125 | 162 | 199 | EBITDA | 135 | 213 | 327 | 453 |
| 长期借款 | 83 | 117 | 155 | 192 | EPS (元) | 0.29 | 0.57 | 0.93 | 1.32 |
| 其他非流动负 | 9 | 8 | 8 | 8 | | | | | |
| 负债合计 | 989 | 961 | 1641 | 2368 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 35 | 36 | 34 | 33 | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 股本 | 175 | 203 | 203 | 203 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 22 | 563 | 563 | 563 | 营业收入 | 48.9% | 54.2% | 46.4% | 44.2% |
| 留存收益 | 181 | 289 | 480 | 751 | 营业利润 | 99.3% | 93.3% | 61.3% | 41.4% |
| 归属母公司股 | 378 | 1056 | 1247 | 1517 | 归属母公司净利 | 91.5% | 92.9% | 63.6% | 41.5% |
| 负债和股东权 | 1402 | 2053 | 2922 | 3918 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率(%) | 18.8% | 18.6% | 19.1% | 19.0% |
| | | | | | 净利率(%) | 6.2% | 7.8% | 8.7% | 8.5% |
| | | | | | ROE(%) | 16.0% | 11.1% | 15.3% | 17.8% |
| | | | | | ROIC(%) | 10.2% | 11.5% | 13.1% | 14.8% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率(%) | 70.5% | 46.8% | 56.2% | 60.4% |
| | | | | | 净负债比率(%) | 47.04 | 24.76 | 35.11 | 36.83 |
| | | | | | 流动比率 | 1.13 | 1.81 | 1.53 | 1.49 |
| | | | | | 速动比率 | 0.89 | 1.47 | 1.23 | 1.20 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.81 | 0.87 | 0.88 | 0.93 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 3.39 | 3.62 | 3.54 | 3.48 |
| | | | | | 每股指标(元) | | | | |
| | | | | | 每股收益(最新) | 0.29 | 0.57 | 0.93 | 1.32 |
| | | | | | 每股经营现金流 | -0.28 | -0.09 | -0.11 | -0.17 |
| | | | | | 每股净资产(最 | 1.86 | 5.20 | 6.14 | 7.47 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 56.60 | 29.40 | 17.90 | 12.70 |
| | | | | | P/B | 8.97 | 3.21 | 2.72 | 2.24 |
| | | | | | EV/EBITDA | 28 | 18 | 12 | 8 |

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
 增持 股价超越基准10%-20%
 中性 股价相对基准波动在±10%之间
 减持 股价弱于基准10%-20%
 卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
 中性 行业股票指数基本与基准持平
 减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
 邮政编码: 518048
 电话: 86 755 8249 3932
 传真: 86 755 8249 2062
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
 邮政编码: 200120
 电话: 86 21 5010 6028
 传真: 86 21 6849 8501
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,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。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、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。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。