

# 量价齐升高增长明确

劲胜股份（300083）深度报告

推荐（首次）

风险评级：一般风险

2011年9月26日

## 投资要点：

- 上半年业绩低于预期并不影响今后两年的高增长预期。上半年业绩低于预期主要是因为期间集中三次投产，一次性试产费用大增，新投产光学玻璃研发费用大增，我们认为这种费用是短期表现，考虑到公司订单充足，只是受制于产能瓶颈，未来两年产能充分释放仍能确保业绩的高速增长。
- 产品结构调整阶段，中高端精密结构件占比提升。公司在上半年原材料塑胶和油漆价格以及人工成本大幅增长的情况下仍能保持毛利率的基本平稳，主要是得益于公司减少中低端结构件的生产，增加毛利率和价格较高的中高端智能手机用精密结构件的比例。未来公司在三大主要客户三星、华为和中兴中高端智能手机精密部件的采供中占比将继续提高，毛利率有望继续提升。
- 公司充分享受千元低价智能手机的爆发性增长。智能手机未来五年仍将保持高于手机整体市场增速的8倍以上增速，2015年智能手机渗透率有望超过50%，而千元低价智能手机未来五年的复合增长率有望高达115%，远高于中高端智能手机的16.4%，受益于安卓系统，三星已经成为全球智能手机份额第一厂商，华为和中兴也成为全球十大手机厂商中增幅前两名，三星、华为和中兴是公司的三大主要客户，公司将充分享受行业的高速增长和优质客户成长蛋糕。
- 订单饱满，产能释放是今后两年业绩高增长保障。去年产能达到7500万套，今年年底将达到14500万套，随着今年上半年集中新增产能的释放，后年精密结构件最高产能有望高达1.9亿套以上，随着高端精密结构件占比的提升，未来公司产品量价齐升，业绩高速增长无忧。
- 首次给予推荐评级。预计公司2011年-2013年EPS分别为0.49、0.86和1.00元，对应当前股价的PE分别为29.96、17.07和14.68倍，给予2012年30倍的PE，合理价格为25.8元，首次给予推荐评级。

刘卓平

SAC 执业证书编号：

S0340510120003

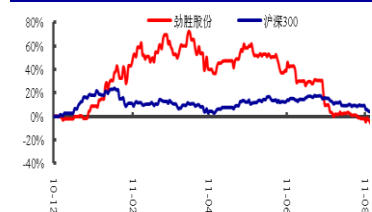
电话：0769-22110619

邮箱：klf@dgzq.com.cn

## 主要数据 2011年9月26日

收盘价(元)	14.68
总市值(亿元)	29.36
总股本(百万股)	200.00
流通股本(百万股)	59.40
ROE(TTM)	5.40%
12月最高价(元)	50.28
12月最低价(元)	11.80

## 股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

## 公司主要财务指标预测表

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	959.93	1,510.65	2,573.08	2,943.35
同比%	33.47	57.37	70.33	14.39
归属母公司净利润(百万元)	75.26	97.73	172.70	200.87
同比%	7.71	29.85	76.71	16.32
毛利率%	23.08	23.40	23.70	23.50
ROE%	6.44	7.51	12.23	13.11
每股收益(元)	0.75	0.49	0.86	1.00
每股净资产(元)	11.68	6.51	7.06	7.66
市盈率(倍)	20.06	29.96	17.07	14.68

## 相关报告

## 目录

1. 消费电子塑料精密结构接行业翘楚 .....	4
1.1 研发、设计、生产及销售一体化的模具及精密结构件供应商 .....	4
1.2 靠工艺发展，生产设备和通用技术，未来不存在天花板 .....	4
1.3 公司近期经营情况 .....	5
2. 充分享受千元低价智能手机和平板电脑的爆炸性增长 .....	6
2.1 智能手机处于高速增长期 .....	6
2.2 千元低价智能手机将获得爆炸性增长 .....	7
2.3 平板电脑增速超预期，安卓平板大有作为 .....	9
2.3 充分分享优质客户的成长 .....	10
2.3.1 直接受益于千元低价智能手机的高增长 .....	10
2.3.2 深耕客户资源，伴随客户成长 .....	10
3. 精密结构件其实不简单 .....	11
3.1 大客户、大产能和高技术铸就行业壁垒 .....	11
3.1.1 大客户认证周期长 .....	11
3.1.2 开模能力和生产技术要求高 .....	11
3.1.3 下游厂商看重生产规模 .....	12
3.2 技术优势和规模优势难以复制 .....	12
3.2.1 开模、镀膜、表面处理上的技术业内领先 .....	12
3.2.2 客户优势和规模优势是公司最核心的优势 .....	12
3.2.3 快速响应能力是获得客户青睐的保障 .....	12
4. 盈利预测 产能释放是近三年高增长的重要保障 .....	13
4.1 关键假设 .....	13
4.2 首次给予推荐评级 .....	14
东莞证券投资评级体系: .....	17
分析师承诺: .....	17
声明: .....	17

## 插图目录

图 1: 公司主要产品图例 .....	4
图 3: 2011 年上半年收入构成 .....	5
图 4: 2010 年收入构成 .....	5
图 5: 公司近期业绩表现 .....	5
图 6: 全球智能手机销售量（亿部）和渗透率 .....	6
图 7: 全球智能手机销售量（百万部）和渗透率预测 .....	6
图 8: 我国智能手机出货量增长率及渗透率 .....	7
图 9: 2011 年各品牌智能手机出货量同比增长情况 .....	7

图 10: 2010 年各品牌手机全球市场份额 ..... 8  
图 11: 2011 年各品牌手机全球市场份额..... 8  
图 12: 中兴通讯移动终端（含数据卡）出货量..... 9  
图 13: 中兴通讯智能终端增长率 ..... 9  
图 14: 全球平板电脑出货量 ..... 9  
图 15: 2011 年上半年公司客户收入占比..... 10

## 表格目录

表 1: 公司产能释放过程 ..... 14  
表 2: 公司分产品营业收入预测 ..... 14  
表 3: 可比公司估值对比 ..... 15

## 1. 消费电子塑料精密结构接行业翘楚

### 1.1 研发、设计、生产及销售一体化的模具及精密结构件供应商

公司是国内消费电子精密结构件产品及服务的领先供应商，专注于消费电子领域精密模具及精密结构件的研发、设计、生产及销售，以局部技术突破带动整体业务发展，逐步形成在各业务阶段的技术领先能力。公司在技术开发、生产规模、快捷服务方面行业领先，目前主要为手机、3G 数据网卡、平板电脑、医疗器械、MP3/MP4、剃须刀、数码相机、汽车电子等产品提供高精密模具研发、注塑成型、表面处理、真空镀膜、IML、IMD 等全面技术配套服务。

图 1：公司主要产品图例



资料来源：东莞证券研究所，公司公开资料

### 1.2 靠工艺发展，生产设备和技術通用，未来不存在天花板

精密结构件是消费电子不可或缺的组成部件，其设计和制造约占消费电子产品开发周期的二分之一，是消费电子产品生产制造的关键环节。消费电子产品的 60-80%是精密部件，需要依靠模具支撑，比如手机需要 30-40 套模具，无线网卡需要 15-25 套模具，mp3/mp4 需要 20-30 套模具，先进的精密结构件身生产工艺水平是消费电子产品制造的重要支撑。

精密结构件生产需要经过模具设计制造-注塑成型-表面处理等环节。开模环节比较关键，下游客户比较看重供应商模具开发的精度和设计周期，消费电子市场推广快速和更新换频率高的特点要求上游供应商必须具备较高的开模能力，模具的精度设计和开发周期是获得客户青睐的重要条件。

公司目前的主要产品是手机、无线网卡等主流消费电子，主要是根据消费电子的市场表现来选择客户和产品，公司的生产设备和工艺具有通用性，可以零成本复制到其他消费电子产品，目前消费电子中增速最快的是智能手机、平板电脑等新兴产品，公司充分抓住这一市场机遇，分享下游客户的高增长带来的蛋糕，但是长期来看其精湛的工艺和通用的设备完全可以复制到其他消费电子产品领域，如汽车电子、LED、医疗器械等更具前景和市场更广阔的领域，因此我们认为长期来看公司的发展并不具有天花板。

### 1.3 公司近期经营情况

公司的主营业务是精密结构件和精密模具，其中近三年精密结构件收入占比达 95% 以上，精密模具的经营模式是下游客户研发新产品时给予公司一定的开模费用，这也是客户对公司模具设计开发能力的认可以及公司话语权的体现。

图 3：2011 年上半年收入构成

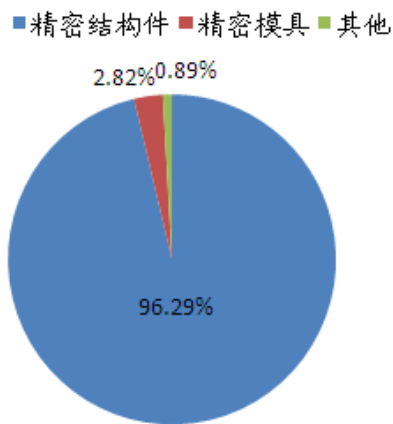
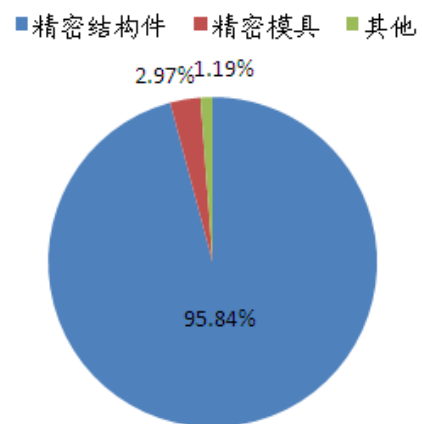


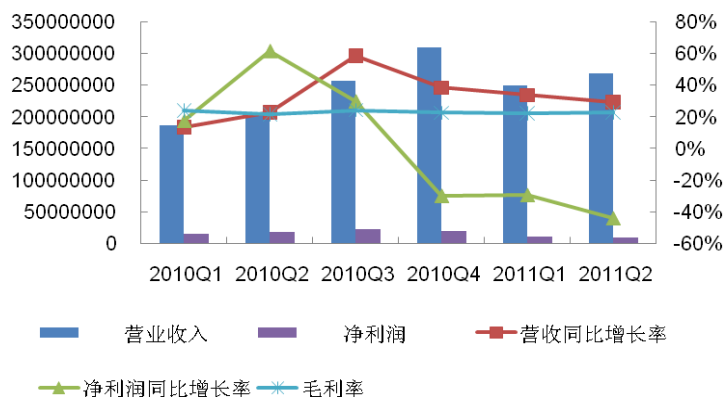
图 4：2010 年收入构成



资料来源：东莞证券研究所，公司公开资料

资料来源：东莞证券研究所，公司公开资料

图 5：公司近期业绩表现



资料来源：东莞证券研究所，公司公开资料

公司营业收入近期维持稳定增长，而净利润自 2010 年下半年开始出现下滑，与营业收入增长不同步，仔细梳理其管理费用和其他支出费用，发现主要是因为扩建产能释放前的试产费用以及新产品研发费用和新增研发管理人员的薪酬增加原因导致：

1) 公司 2010 年 5 月下旬上市，IPO 广告费、路演费、上市酒会费等费用 573.8 万元一次性计入当期管理费用。

2) 上市前公司产能严重受限，急需扩产，2010 年上沙工业区博业工业园手机、数码产品精密结构件扩建项目产能释放前发生的试产费用 710 万元进入当期成本，2011 年上半年募投项目筹建期的开办费用 476.68 万元，试产费用 523.45 万元。

3) 产能扩张带来的新增人员培训费、薪酬及福利支出大增，2010 年公司为加大海外市场开拓力度，招聘外籍营销人员增加了工资支出，2011 年上半年新招收员工的培训费、薪酬及福利支出达 614 万元。

4) 为提升高端产品结构比例，加大新技术、新产品的研发投入导致高级研发及管理人员薪酬大增，研发投入大增。公司今年二季度切入光学玻璃领域，光学玻璃技术壁垒较高，业内领先企业（如蓝思）的良率目前也仅能达到 70%左右，同时公司提高了精密结构件中表面处理更精细的高端产品比重，导致研发投入和高级人员配备费用大增。

公司 2011 年上半年营业收入增长 31%，而净利润却下滑 37.4%，我们认为主要原因一次性试产费用对公司业绩的影响是短暂的，并且上半年产能建设和人员的配备以及新产品的研发过于集中，导致成本费用大增的同时也表现出公司目前业务的快速增长对现有产能严重不足带来的挑战。**在人力成本和原材料成本大涨的环境下毛利率基本维持稳定，充分体现今年产品结构调整后中高端精密结构件占比提升的成果。**

## 2. 充分享受千元低价智能手机和平板电脑的爆炸性增长

### 2.1 智能手机处于高速增长期

2010 年全球手机出货量保持稳定增长，达到 13 亿部，根据 IDC 公布的数据，2011 年上半年全球手机的出货量为 7.37 亿部，同比增长 15.3%。其中智能手机上半年出货量为 2.06 亿部，同比增长高达 73.1%。未来几年全球手机出货量将保持 9-10%的增长率，而智能手机将持续高速增长，增幅可达市场整体增速的 6-8 倍。

随着 3G 网络的发展，新功能如手机支付、新体验如云系统等因素的促进，智能手机仍将继续维持高速增长，iSuppli 预计到 2015 年，智能手机的出货量将占全部手机销量比例的 50%以上。

图 6: 全球智能手机销售量（亿部）和渗透率

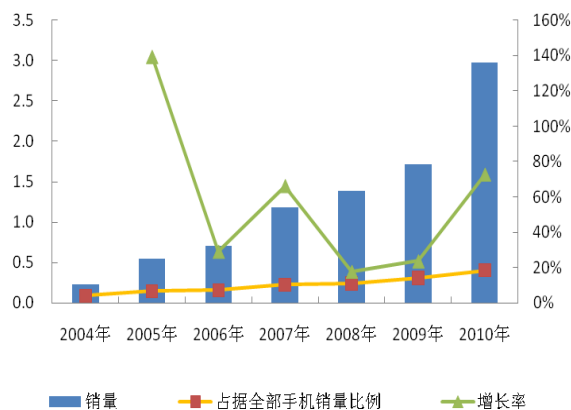
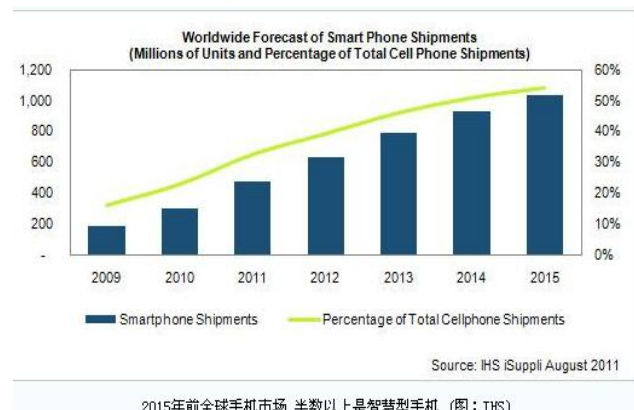


图 7: 全球智能手机销售量（百万部）和渗透率预测



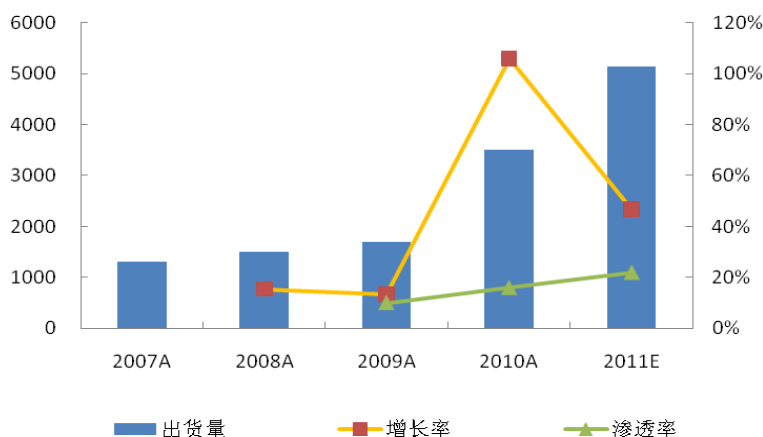
资料来源：东莞证券研究所，Gartner

资料来源：东莞证券研究所，iSuppli

根据市场研究公司 IDC 发布的报告显示，2011 年二季度，全球智能手机出货量达到 1.065 亿部，比去年同期的 6440 万部增长至 65.4%，并且 IDC 预计 2011 年全球智能手机出货量将超过 4.5 亿部，根据 isuppli 预计的 2015 年全球智能手机出货量将激增到 10.3 亿部，是今年的两倍以上。

与此同时，我国智能手机跟全球一样自 2010 年开始了爆发式的增长趋势。资料显示，2007 年、2008 年、2009 年我国智能手机的出货量分别为 1300 万部、1500 万部、1700 万部。但是到了 2010 年，由于 Iphone4 的上市，我国智能手机业务出现了爆发式增长，2010 年达到了 3500 万部，2011 年有望继续高增长，达到 5410 万部，市场渗透率迅速从 2009 年的 10% 上升至 2010 年的 16%，再升值 2011 年的 22%。

图 8：我国智能手机出货量(万部)增长率及渗透率



资料来源：东莞证券研究所，IDC

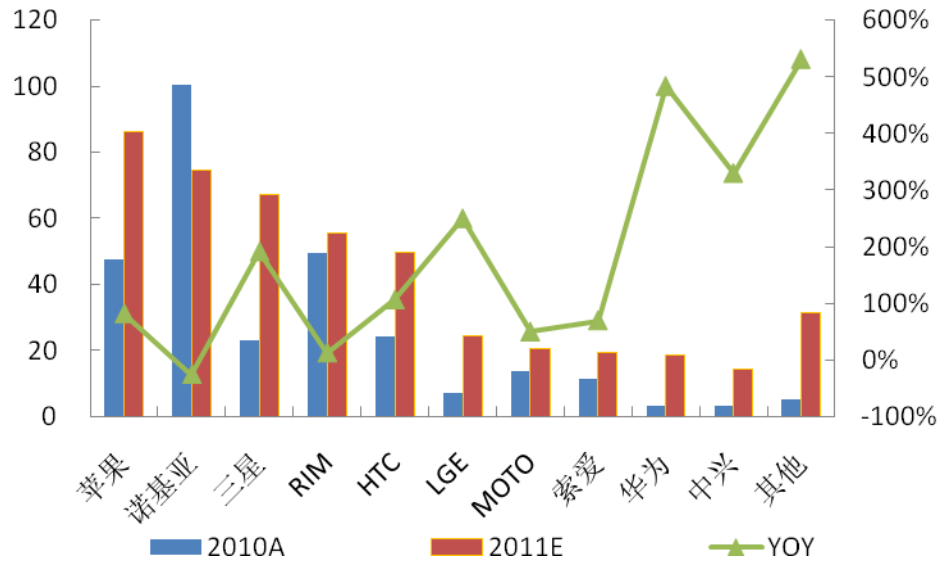
## 2.2 千元低价智能手机将获得爆炸性增长

在智能手机市场中，成长最快的种类是低价款。根据 HIS 分析，自 2010 年至 2015 年，**低价智能手机的出货量复合增长率将高达 115%**。远高于中高端智能手机的 16.4%。而其中大部分智能手机将售往中国、印度、南亚和非洲这样的地方。实际上不需要分析和调查，只需要仔细留意就会发现，智能手机已经在身边到处可见，并且扮演了非常重要的角色，地铁、出行、甚至吃饭，手机正在从通讯工具向个人助理的角色进行转换。到 2015 年智能手机出货量占全球手机市场的一半以上，低价智能手机将是最大的贡献。

2011 年第二季度，以谷歌的安卓系统作为平台的手机，出货量为 5190 万部，同比增长 379%，市场份额增至 48%，根据市场研究机构的数据，今年二季度，**三星在全球智能手机市场中的份额，从去年同期的 5.1% 猛增至 17.2%，成为增幅最大的智能手机厂商。**

Digitimes Research 近期发布的报告预计，2011 年苹果智能手机出货量有望同比增长 82%，达到 8460 万部，而诺基亚将从去年的逾 1 亿部减至 7440 万部，苹果将取代诺基亚成为全球最大的智能手机厂商。预计三星出货量将有 2010 年的 2300 万部增长值 6700 万部，列位第三，逼近诺基亚，未来智能手机市场将变成三星和苹果双寡头竞争的局面，此外华为、中兴成为全球智能手机后起之秀，销量逼近索爱、摩托罗拉等老牌厂商，据预计，**华为的出货量增幅有望达到 484.4%，在前十大品牌中增幅最高，中兴以 330.3% 的增幅位列其次。**

图 9：2011 年各品牌智能手机出货量（百万）同比增长情况



资料来源：东莞证券研究所，Digitimes Research

据统计，全球手机市场份额，三星由 2010 年第二季度的 19.9% 增长至 2011 年第二季度的 20.5%，位居市场份额第二，紧追诺基亚。中兴的市场份额由 2010 年的 3.3% 增长至 2011 年的 5%，稳居第五，华为则紧跟其后。

图 10: 2010 年第二季度和 2011 年第二季度各品牌手机的出货量和全球市场份额

全球手机出货量 (百万台)	2010年 第二季度	2011年 第二季度
诺基亚	111.1	88.5
三星	63.8	74.0
LG	30.6	24.8
苹果	8.4	20.3
中兴	10.5	18.0
其它厂商	95.6	135.5
总计	320.0	361.1

全球手机市场份额 %	2010年 第二季度	2011年 第二季度
诺基亚	34.7%	24.5%
三星	19.9%	20.5%
LG	9.6%	6.9%
苹果	2.6%	5.6%
中兴	3.3%	5.0%
其它厂商	29.9%	37.5%
总计	100.0%	100.0%

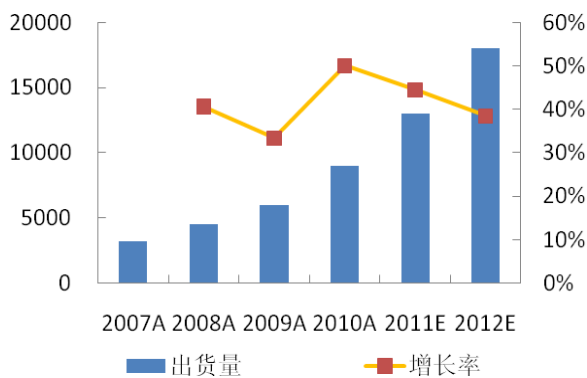
  

全球手机出货量比上年同期增长 %	2010年 第二季度	2011年 第二季度
	14.5%	12.8%

资料来源：东莞证券研究所，Strategy Analytics

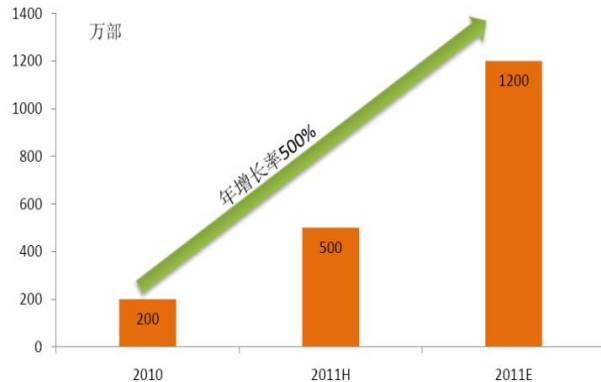


图 11：中兴通讯移动终端（含数据卡）出货量（万支）



资料来源：东莞证券研究所，中兴通讯公告

图 12：中兴通讯智能终端增长率



资料来源：东莞证券研究所，中兴通讯公告

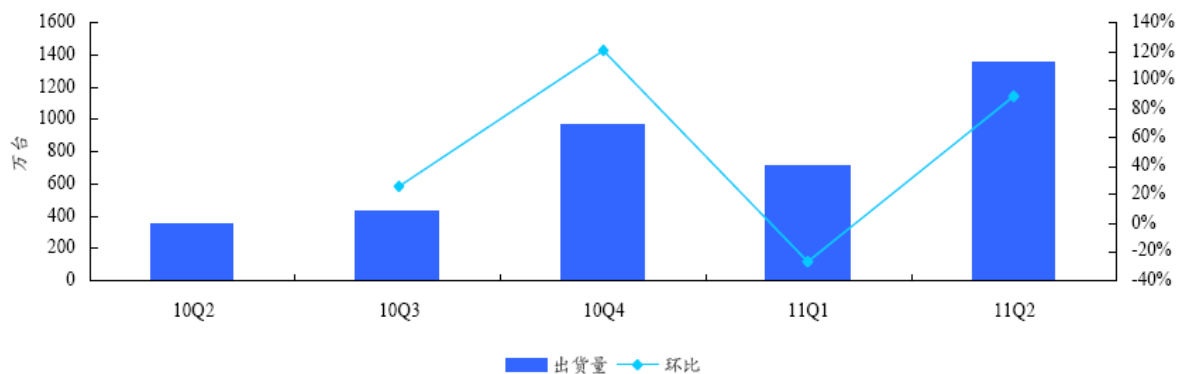
### 2.3 平板电脑增速超预期，安卓平板大有作为

台湾《电子时报》发表的《2011年下半年平板电脑市场预测》分析报告称，今年上半年全球平板电脑出货量同比增长逾420%，下半年市场良好发展势头将延续，出货量有望同比增长150%。苹果IPAD下半年的出货量有望超过2550万台，比上半年增长76%，今年全球平板电脑出货量可达6250万台，其中IPAD可达4000万台，占据61%的市场份额。苹果仍将占据统治地位，三星Galaxy Tab10.1等安卓平板电脑的上市推动了市场的整体发展。报告认为，随着其他厂商的切入，苹果的垄断地位将不复存在，三星、摩托罗拉等厂商虽然功能上与Ipad有些差距，但是通过采取不同的定价策略，安卓平板电脑下半年的市场份额可达30%左右，这并不意味着苹果销量的缩水，而是整个平板市场发展势头迅猛，安卓系统和Ios系统均大有可为。

IDC统计2011年第二季度全球平板电脑出货量为1360万台，环比增长88.9%，同比增长303.8%，并且把2011年全球平板电脑的出货量预期从原来预测的5350万台提高到6250万台。

与智能手机市场相似，安卓系统类平板电脑成为促进平板电脑销量高速增长的主要动力，三星、华为、联想、摩托罗拉等厂商纷纷积极布局平板电脑，未来将充分受益安卓系统平板电脑的高增长。

图 13：全球平板电脑出货量



资料来源：IDC 东莞证券研究所

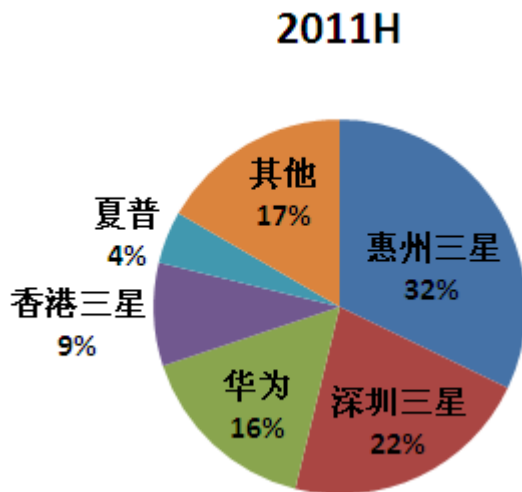
## 2.3 充分分享优质客户的成长

### 2.3.1 直接受益于千元低价智能手机的高增长

公司已经与领先的国际品牌消费电子产品制造商建立了长期稳定的合作关系，主要客户包括三星、华为、中兴、夏普、TCL、海尔、京瓷、英华达、联想和欧洲奥迪康等，公司多次获得三星、华为、中兴、海尔等核心客户的优秀供应商名誉奖励，并且跟客户的合作超出了简单的供应商关系，成长为战略合作伙伴，积极参与客户前期的研发设计工作，比如公司跟三星在产品的设计方面合作紧密，除了严格按照三星要求的“D0”式供应方式外，还在韩国设立专门的研究机构，主要目的就是进一步缩短三星新产品从研发设计到开模打样的周期，提高效率，该子公司目前主要承接三星的中高端智能手机。此外，华为、中兴和 OPPO 已经跟公司约定后期高端精密结构件将加大在公司的采购量。

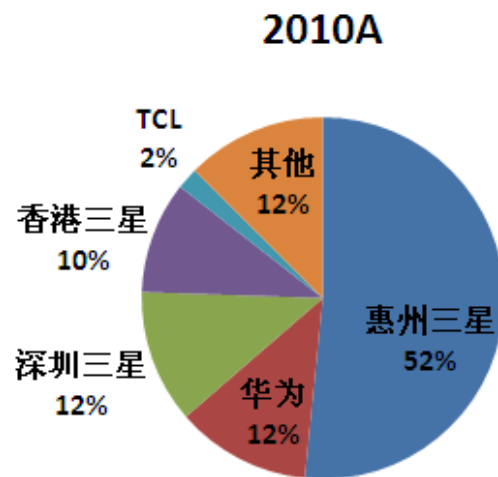
今年上半年三星的智能手机市场份额由 5.1% 猛增至 17.2%，今年新机型 GALAXY S2 的全球销量仅用了 85 天便轻松突破 500 万台大关，比 GALAXY S 取得同样的销售成绩缩短了整整 40 天。公司在三星精密结构件采购量中份额达到 10-15%，其中占惠州三星 30%，成为三星的核心战略伙伴。此外，华为今年的智能手机出货量有望增长 500% 左右，中兴智能手机增长率也将超过 300%，在智能手机高端精密结构件方面，华为和中兴继续加大从公司的采购，另根据我们调研得知，oppo 和金立手机今年的出货量也增长迅速，中兴上半年的新机型很多，下半年才能量产，之前跟中兴签订的协议是每月供应 250 万套，目前来看，估计会超过 300 万套（华为是 200 万套每月）。

图 14：2011 年上半年公司客户收入占比



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

图 15：2010 年公司客户收入占比



资料来源：东莞证券研究所，公司公告

### 2.3.2 深耕客户资源，伴随客户成长

公司与下游客户之间维持良好的合作关系，参与客户新产品的研发设计中，不断实现生产自动化，缩短供货周期，使客户在最短的时间内推出新产品。公司跟三星和华为均合作了四年以上，一直伴随客户的成长而快速成长，比如公司首先是为三星 MP3 提供精密结构件，其后为三星手机供应精密结构件；首先为华为供应手机结构件，其后又为其供应 3G 数据网卡结构件、平板电脑结构件。另外，公司长期为领先的国际品牌制造商供应产品也有助于提高公司行业内知名度并获得更多的客户。

公司目前占惠州三星供应商份额的 30%左右，占华为份额 16%左右，并且占三星、华为和中兴中高端精密结构件的供应比例越来越高，随着智能手机渗透率的提高，公司有望继续扩大在这些客户中的供应份额，并且，随着安卓平板电脑的兴起（今年四季度会得到一批三星和中兴的平板电脑结构件订单），3G 无线网卡的发展，公司将不断分享优质客户的成长。

### 3.精密结构件其实不简单

#### 3.1 大客户、大产能和高技术铸就行业壁垒

市场普遍认为，劲胜股份的产品是简单的手机外壳，技术含量和行业门槛都很低，与市场观点不同的是，我们认为，精密结构件因其下游消费电子更薄、轻、小的发展技术不断提高，尤其是表面处理技术，对设备仪器、精确度要求非常高，在客户方面，尤其是像三星、华为、中兴这样的大客户，对上游供应商的快速反应和规模生产有着严格的要求，精密结构件生产设计已经成为下游消费电子厂商的重要一环，生产商要与客户不断进行设计生产上的沟通合作。在当前智能手机高速发展的市场，我们看到整个手机市场主要被塞班、IOS、安卓三个系统垄断，尤其是安卓系统的免费开源，成为智能手机高速增长的重要动力，也导致目前市场上的中低端智能手机普遍是中触屏、安卓系统，因而手机外部结构件的质感愈显重要。这对精密结构件生产厂商的表面处理技术提出更大的考验。因此，我们认为精密结构件其实不简单，行业至少存在生产规模、开模设计能力、精密表面处理技术、快速反应能力等门槛。

##### 3.1.1 大客户认证周期长

作为消费电子的结构部件，中低端产品的生产技术要求并不高，比如笔记本电脑的外壳，生产工艺很简单，只需经过简单的开模注塑即可，几乎不需要进行表面处理。而像三星、苹果这样的大客户，对产品的外观、质感要求非常高，并且这也成为手机档次的一个重要体现，对客户而言，一旦外壳质量出现问题，将直接损害其品牌形象，精密结构件制造上只有通过严格的供应商资质认定才能成为大型消费电子产品制造商的供应商，国际大型企业通常对供应商的资质审定在一年左右，在审定过程中将对供应商的生产流程、质量管理、工作环境甚至经营状况等各个方面提出严格要求，一般需要多次整改后方能通过资质认定，然后再通过相当一段时间的小批量供货测试后才能正式成为其供应商。

##### 3.1.2 开模能力和生产技术要求高

精密结构件是典型的定制化生产，要求供应商不能只具备生产能力，更重要的是根据下游客户不同的产品样式定制生产不同的结构件。模具精度要求较高，行业的平均精度为 0.01mm，开模能力还体现在开模周期上，这个环节直接决定整个生产周期的长短，对下游客户迅速推出新产品并抢占市场份额有着重要的作用。

模具完成后，后面的制造过程比较重要的几部分是注塑成型、表面涂装、高压成型、镀膜，整个过程涉及 CAD/CAE/CAM/CAPP 技术、计算机网络技术、激光技术、逆向工程和并行工程、快速成形技术以及高分子材料加工应用技术、高速加工及超精加工技术等，设计机械设计制造、塑性加工、锻造、金属材料及其热处理等行业，在注塑成型领域，一些新技术被广泛应用，如热流道技术、气体辅助成型、低压注塑等，在镀膜环节要确保环境真空无尘，因此对厂商的研发能力和技术都提出了较高的要求。

### 3.1.3 下游厂商看重生产规模

对于结构件这种定制化生产厂商而言，一般一批货的前期毛利率都不高，因为涉及到开模费用、试产费用、小批量试产等，只有通过规模生产实现规模效应才能实现盈利。对于下游厂商来说，具有足够的生产规模更是非常重要，试想下，如果供应商无法在一定的时间内满足客户的需求量，客户再找其他供应商，又得从开模、试产、小批量供货等开始，对于消费电子这种时效性要求很高的产品来说，时间效率就是市场。

由此可见，从生产规模角度来看，供应商和下游客户之间属于互利关系，供应商需要通过实现规模效应来盈利（小品牌客户的小批量生产基本无利可图），下游客户需要供应商能够及时足量的供货。

## 3.2 技术优势和规模优势难以复制

### 3.2.1 开模、镀膜、表面处理上的技术业内领先

开模优势主要体现在模具精度和开模周期上。公司的精密模具生产设备都是从瑞士和日本进口，核心之处在于对设备的二次加工，采用快速精准的检测设备和检测技术，综合模具制造精度可达 0.003mm，远高于目前行业一般水平的 0.01mm，此外，公司针对客户数量少、规模大、订单频繁的特点，建立了以项目管理为中心的弹性组织运作机制，涵盖了图纸评估阶段、开模阶段、模具移模阶段、试样和承认阶段、小批量试产阶段，以便于迅速处理客户的要求，公司模具开发承认在 10 天内完成，远优于行业 15 天的平均水平。

镀膜等表面处理技术是公司获得三星等大客户青睐的关键因素。表面涂装技术方面，公司涂装普通喷涂件的良品率可达 98%以上，高光洁外观制品的良品率可达 90%以上，属于业内领先。IMR 生产直通率高达 90%以上，远超同行业内 70%的水平，IMR 产品表面硬度的控制上，公司已经突破 3H/500g 同行业内的技术瓶颈。公司在真空镀膜技术方面是业内翘楚，采用真空电磁屏蔽件镀膜工艺替代传统喷导电漆工艺，使其屏蔽层比喷导电漆密度提高 1000 倍，大大提升屏蔽性能，在 NCVM 方面，公司解决了行业 NCVM 彩色颜色稳定性难题，使彩色镀膜工艺稳定标准化，在镀膜效率方面，通过对传统工艺的改进使镀膜周期从行业内每炉 20-30 分钟提升到每炉 10-13 分钟，提高了生产效率。在 NCVM 制程良品率控制上，公司 NCVM 制程良率 85%-90%，远高于业内的 75%左右的水平。

### 3.2.2 客户优势和规模优势是公司最核心的优势

我们认为公司的大客户优势和规模优势是最为明显的竞争优势，也是其他同行公司短期难以实现的。对公司而言，能够通过大批量的生产来降低成本，实现盈利，而对于其他品牌小批量的结构件，由于前期开模、试产等阶段毛利率很低，费用较高，如果没有足够的后续生产来摊销，尤其是在表面处理工艺要求日益提高的智能手机精密结构件上，难以实现盈利。此外，足够大的产能也是客户选择供应商的重要标准之一，以便能够保证满足客户在最短的时间内获得足够量的产品。公司跟核心大客户之间的这种互利的紧密合作关系，对其他竞争者形成了较高的壁垒，也是公司最大的优势体现。

### 3.2.3 快速响应能力是获得客户青睐的保障

公司快速响应能力体现在前期与客户同步开发、手机打样、结构件模具设计、生产制造等各个环节。比如公司在韩国设立研发子公司，目的就是为了通过与三星韩国的紧密合作，快速开模，缩短开模周期。在生产制造过程中，公司通过不断的工艺改造来提

升生产效率，通过在模具交口流到设计及冷却系统设计方面的突破，是行业手机外壳产品的成型周期从 21 秒左右的标准提升至 14-15 秒，大幅降低了生产成本，提高了效率。在制造过程管理和库存管理方面，公司追求精益生产，减少 LOB 流失，促使生产周期缩短 30%，组装生产效率提高 227%。此外，公司为每个客户设立一名项目经理，由项目经理根据客户的技术、品质、订单要求配备由项目工程师、模具工程师、产品工程师、品质工程师和营业代表组成的项目团队，对客户的各种需求进行全程跟踪，快速响应客户的需求。

公司推行 D0 管理模式，对客户的供货建立从季度、月度备料，到周别生产准备和每天按照客户指令交货，正时正点将产品按客户需求送到指定地点，D0 模式也是三星对其供应商提出的一种供货要求，改变传统的靠库存来进货的长周期采购方式，实现及时供货。三星以前的主要供应商是富士康、劲胜股份、比亚迪等，公司未来有望继续扩大供应比例。

## 4.盈利预测 产能释放是近三年高增长的重要保障

### 4.1 关键假设

(1) 毛利率：2010 年，塑胶原材料占公司生产成本的 30.61%，油漆占产品成本的 24.74%，塑胶原材料和油漆采购价格分别增长 4.58%和 1.58%，人力成本占比从 2009 年的 13.85%上升至 2010 年的 17.89%，2011 年上半年，塑胶原料占生产成本比重为 26.35%，塑胶采购单价大涨 10.77%，人工成本占总成本比例从 2010 年的 17.89%大涨至 2011 年上半年的 21.68%，2009 年、2010 年和 2011 年上半年，公司的毛利率分别为 23.84%、23.08 和 22.51，在原材料和人工成本大涨的环境下，公司的毛利率仍能维持较为平稳，除了因为公司采用成本加成定价方式以外，公司重点调整了产品结构，一改以前中低端结构件为主的产品结构，重点生产中高端精密结构件，从而使得高端产品的高毛利率抵消了部分原材料和人工成本的上涨。根据我们调研，公司下半年三星、华为和中兴等大客户的中高端智能手机用高端精密结构件明显增多，并且加大了从公司采购的份额，并且塑胶等原材料价格近期随着大宗商品进行大幅下跌，我们认为下半年和 2012 年公司的毛利率将保持小幅上涨，2013 年随着产品价格的下降恢复平稳下降。保守估计，预计 2011-2013 年的毛利率分别为：23.40%、23.70%、23.50%

## (2) 新增产能投产时间规划

表 1：公司产能释放过程

		新增产能	建设期	达产期
募投资金投资项目	原有产能	5500万套/年		
	手机外壳（2880万套），其他数码产品（720万套）	3600万套/年	2010年8月	2011年4月
	手机类及其他电子类产品（4000万套），网卡类1000万套，平板电脑类500万套	5500万套/年	2011年1月	2011年11月
	消费电子精密结构件技改扩建	4000万套/年	2010年7月	2012-6-1（未定）
	光学玻璃	1000万片/年	2011年4月	2011年底
自有资金投资项目		新增产值		
	精密结构件扩产	约3亿元/年	2010年1月	已达产
	精密结构件扩产	约2亿元/年	2011年4月	未知

资料来源：东莞证券研究所，公司公告

(3) 公司 2010 年下半年和 2011 年上半年是集中投产时期，管理费用率同比大增，下半年陆续还有部分投资项目，但是没有上半年集中，下半年管理费用率有望下降，全年将维持稍高于去年比率，随着新投资产能的不断达产，管理费用率有望保持历史水平。

(4) 上半年是消费电子淡季，下半年出货量一般是上半年的 1.5-1.8 倍，公司目前订单足够，产能犹显不足，加上新产能的释放，下半年产能达到上半年 1.8 倍不是问题，考虑到调试、试产能因素影响，假设下半年产能利用率能达到 94%，剔除产能释放影响，从而推算上半年产能利用率约为 60%，全年平均产能利用率约为 77%。

表 2：公司分产品营业收入预测

精密结构件	2010A	2011E	2012E	2013E
年初（万件）	5500	7500	14500	15683
年末（万件）	7500	14500	15683	19548
年平均产能（万件）	6500	10000	15092	17615
年产量（万件）	5005	7700	11620	14092
平均单价（元）	18	19	20	19
销售收入（万元）	92004	146300	232409	260708
YOY		59.01%	58.86%	12.18%
精密模具	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入（万元）	2858	3572	4429	5315
YOY	9.09%	25.00%	24.00%	20.00%
光学玻璃	2010A	2011E	2012E	2013E
产能（万片）			1000	1000
销量（万片）			700	1000
单价（元）			27.45	27
销售收入（万元）			19215	27000
其他业务	2010A	2011E	2012E	2013E
销售收入（万元）	1132	1188	1248	1310
YOY		5.00%	5.00%	5.00%
总营业收入	2010A	2011E	2012E	2013E
	95993	151060	257301	294333
YOY		57.37%	70.33%	14.39%

资料来源：东莞证券研究所

## 4.2 首次给予推荐评级

公司的业务属于消费电子精密结构部件，A 股上市公司中我们选取连接器公司长盈精密、立讯精密、得润电子，光学玻璃公司星星科技和塑料结构件公司金利科技作为可比公司进行估值对比。

表 3：可比公司估值对比

名称	股价 (元)	EPS (元)			PE		
		2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
金利科技	16.82	0.59	0.71	N/A	28.51	23.69	N/A
长盈精密	32.41	0.90	1.30	1.64	36.01	24.93	19.76
立讯精密	41.25	1.14	1.74	2.35	36.03	23.65	17.53
得润电子	17.47	0.62	0.96	1.37	28.26	18.23	12.78
星星科技	23.58	0.81	1.24	1.76	29.25	19.05	13.43
平均值					31.61	21.91	15.88
劲胜股份	14.68	0.49	0.86	1.00	29.96	17.07	14.68

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

根据以上关键性假设，我们预计公司 2011 年-2013 年的营业收入分别为 15.11 亿元、25.73 亿元和 29.43 亿元，净利润分别为 0.98 亿元、1.73 亿元和 2.01 亿元，对应公司 EPS 分别为 0.49 元、0.86 元和 1.00 元，目前股价对应公司 2011、2012 和 2013 年的 PE 分别为 29.96 倍、17.07 倍和 14.68 倍，考虑到公司今年业绩低于预期主要是因为集中三次投产，一次性试产费用调试费用大增而导致，而明后两年产能充分释放后高增长明确，中高端精密结构件占比加大导致产品价格提升，我们首次给予公司推荐评级，给予 2012 年 30 倍的 PE，合理价位 25.8 元。

**附表：财务报表预测与比例分析**

利润表					现金流量表				
科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业总收入	959.93	1,510.65	2,573.08	2,943.35	净利润	75.26	97.73	172.70	200.87
营业成本	738.34	1,157.15	1,963.26	2,251.66	折旧与摊销	29.53	44.12	89.14	105.91
营业税金及附加	0.73	1.18	1.94	2.25	财务支出	-2.91	-0.65	2.23	6.52
销售费用	21.24	39.28	64.33	66.23	投资损失	0.00	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	117.90	203.94	342.22	382.64	净营运资本变动	-14.96	28.06	34.88	47.37
财务费用	-2.91	-0.65	2.23	6.52	经营活动现金流	86.92	167.26	296.94	358.68
资产减值损失	3.90	4.86	7.37	9.94	资本支出	-217.57	-302.07	-188.29	-203.85
其他经营收益	0.00	2.00	2.00	2.00	其它投资	0.14	2.00	2.00	2.00
营业利润	80.73	106.89	193.74	226.11	投资活动现金流	-217.42	-300.07	-186.29	-201.85
利润总额	86.62	111.69	198.50	230.89	股权融资	858.53	64.48	-10.00	-20.00
减 所得税	11.36	13.96	25.81	30.02	债券融资	50.00	147.82	106.24	37.03
净利润	75.26	97.73	172.70	200.87	股利分配及其它	-0.68	-28.67	-54.04	-66.78
减 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流	907.84	183.63	42.21	-49.76
归母公司净利润	75.26	97.73	172.70	200.87	货币资金净变动	777.34	50.83	152.86	107.07

资产负债表					主要财务比率				
科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	科目(百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	797.69	848.51	1,001.38	1,108.45	成长能力(YOY)				
应收账款	80.51	125.42	192.54	237.16	营业收入	33.47%	57.37%	70.33%	14.39%
预付账款	32.25	57.86	98.16	112.58	营业利润	5.78%	32.40%	81.24%	16.71%
存货	151.56	226.60	385.96	441.50	归母公司净利润	7.71%	29.85%	76.71%	16.32%
其它	30.35	28.44	29.67	24.64	盈利能力				
流动资产合计	1,092.36	1,286.83	1,707.71	1,924.32	销售毛利率	23.08%	23.40%	23.70%	23.50%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	7.84%	6.47%	6.71%	6.82%
固定资产合计	259.91	550.00	650.00	750.00	ROE	6.44%	7.51%	12.23%	13.11%
长期待摊费用	16.04	12.03	9.02	6.77	ROIC	22.62%	6.10%	6.61%	10.55%
其它	62.11	33.98	36.14	36.34	偿债能力				
非流动资产合计	338.06	596.01	695.16	793.10	资产负债率	6.10%	6.61%	10.55%	11.53%
资产总计	1,430.42	1,882.84	2,402.87	2,717.43	流动比率	4.17	2.21	1.72	1.62
短期借款	3.25	151.06	257.31	294.33	速动比率	3.59	1.82	1.33	1.25
应付账款	212.89	311.81	512.55	614.60	营运能力				
预收款项	0.82	11.57	19.63	22.52	资产周转率	1.02	0.91	1.20	1.15
其它	44.85	106.87	200.95	252.92	存货周转率	6.56	6.12	6.41	5.44
流动负债合计	261.81	581.31	990.44	1,184.37	应收账款周转率	15.75	14.67	16.19	13.70
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	每股指标				
其它	0.80	0.24	0.25	0.25	每股收益	0.75	0.49	0.86	1.00
非流动负债合计	0.80	0.24	0.25	0.25	每股经营现金流	0.87	0.84	1.48	1.79
负债合计	262.05	581.56	990.69	1,184.62	每股净资产	11.68	6.51	7.06	7.66
实收资本	100.00	200.00	200.00	200.00	每股股利	0.20	0.15	0.26	0.30
资本公积	885.52	850.00	840.00	820.00	估值指标				
留存收益及其它	182.84	251.26	372.14	512.76	PE	20.06	29.96	17.07	14.68
所有者权益合计	1,168.36	1,301.26	1,412.14	1,532.76	PB	1.29	2.32	2.14	1.97
负债和权益总计	1,430.42	1,882.82	2,402.83	2,717.38	EV/EBITDA	6.57	4.77	2.52	2.11

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯



**东莞证券投资评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（以下简称“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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼  
邮政编码：523000  
电话：(0769) 22119430  
传真：(0769) 22119430  
网址：www.dgzq.com.cn