

得润电子 (002055.SZ) 元件行业

评级: 买入 维持评级

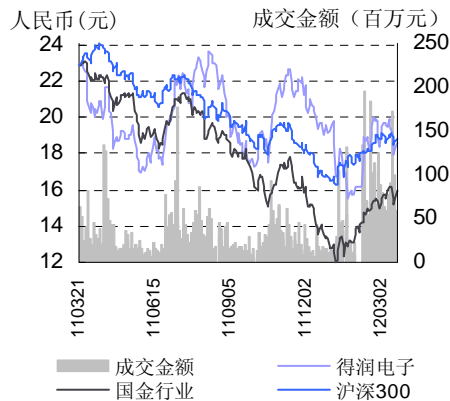
公司研究

市价(人民币): 18.60元
目标(人民币): 21.38元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	200.83
总市值(百万元)	3,817.11
年内股价最高最低(元)	23.63/15.47
沪深 300 指数	2901.22
中小板指数	6641.82



泰科授权获成长动力, 收购天海提市场空间

公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.235	0.347	0.566	0.792	1.014
每股净资产(元)	2.41	2.17	5.23	8.00	9.01
每股经营性现金流(元)	0.37	-0.33	0.46	-1.60	1.37
市盈率(倍)	83.55	56.73	34.71	24.82	19.39
行业优化市盈率(倍)	44.68	60.49	50.89	50.89	50.89
净利润增长率(%)	19.37%	91.46%	92.11%	76.61%	28.02%
净资产收益率(%)	9.78%	16.01%	10.83%	9.90%	11.25%
总股本(百万股)	134.30	174.59	205.22	259.22	259.22

来源: 公司年报、国金证券研究所。假设 2012 年增发 5400 万股并成功收购天海。

投资逻辑

- 公司收购天海顺应行业发展趋势, 将进入 370 亿元国内规模的汽车连接器及线束市场。1、并购扩张是全球连接器行业发展趋势: 过去 6 年全球 CR5 从 37.7% 提升到 41.4%, 国内立讯、长盈也通过收购进入手机、电脑等新连接器市场; 2、公司将完成家电、电脑、汽车连接器三部曲: 以家电连接器起家成为国内龙头, 2010 年通过泰科认证进入电脑连接器市场, 收购天海将进入规模更大的汽车连接器线束市场; 3、公司有望借助天海品牌和客户资源迅速占领市场: 天海是国内汽车连接器和线束龙头, 产品齐全、客户包括了所有国内汽车品牌及一些国外汽车厂商, 品牌知名度高。
- 国内汽车连接器线束行业承接产能转移、年增速超 15%。1、汽车制造转移带来本土化采购需求, 国内汽车销量 5%-10% 速度高于全球; 2、过度依赖国外厂家倒逼国产化需求, 国产厂家只占 30%-40% 份额; 3、国产中低档车的电子化需求, 未来单车使用连接器数量将从几百个翻倍到上千个。
- 公司接管天海后短期面临资金难题, 长期将改善其盈利能力。1、短期看高成本的间接融资将抑制天海盈利能力的提升: 天海一直举债经营, 公司收购完成后短期难以改变现状。2、长期看天海管理改善后净利率可提高至 7%: 天海非主业投资导致利润外流、管理不善导致费用过高, 收购后若能剥离与政府关系、提高管理水平、后续依靠母公司资金可提高盈利水平。
- 公司承接泰科高端电脑连接器订单面对上百亿市场可实现高成长。1、公司获泰科授权为其代工有望复制浩腾成长路: 代工符合泰科 Cost Down 战略, 授权帮助公司突破壁垒进入高端连接器市场, 2004-07 年台湾浩腾为泰科代工收入年增长 93%, 股价上涨 7 倍。2、公司所在 CPU 和 DDR 连接器市场规模上百亿, 未来增长动力足: 未来四年全球平板电脑、笔记本电脑出货量将年增长 43%、14%, Ultrabook 渗透率将从 2% 提升到 43%。

盈利预测和估值

- 三年利润复合增速 45%。若公司 2012 年非公开增发和收购天海电器成功, 预计 2012-14 年公司将实现净利润 2.05、2.63 和 3.53 亿元, 同比增长 76.61%、28.02% 和 34.18%, EPS 分别为 0.792、1.014 和 1.360 元。
- 每股价值 21.38 元。参考 A 股上市的另外 4 家连接器公司的估值水平中值, 给予公司 21.38 元目标价, 对应 2012 年 27 倍 PE, 0.80 倍 PEG。
- 风险提示: 收购天海后的管理风险、商誉减值风险。

沈建锋 联系人
(8621)61357589
shenj@gjzq.com.cn

高诗 联系人
(8621)60893120
gaoshi@gjzq.com.cn

程兵 分析师 SAC 执业编号: S1130511030015
(8621)61038265
chengb@gjzq.com.cn

内容目录

收购汽车连接器龙头天海顺应行业并购趋势，提升成长空间.....	4
公司收购天海将完成家电、电脑、汽车连接器三部曲战略.....	4
公司借助天海品牌和客户资源将迅速占领国内汽车连接器市场.....	5
国内汽车连接器线束行业承接产能转移市场大、年增速超 15%.....	7
接管天海后短期将面临资金难题，长期可改善盈利能力.....	8
公司接管天海后短期将面临营运资金难题.....	8
长期看公司接管天海后有望提升其盈利能力.....	9
为泰科代工承接高端电脑连接器订单有望复制浩腾成长路.....	10
公司获泰科认证成为其连接器代工厂符合双方利益.....	10
公司为泰科代工的电脑连接器市场成长空间大.....	11
公司背靠泰科有望复制台湾浩腾的成长之路.....	13
盈利预测和估值.....	14
盈利预测假设.....	14
盈利预测：未来三年 EPS 0.79、1.01、1.36 元，利润复合增速 45%.....	15
估值：每股价值 21.38 元，对应 2012 年 27 倍 PE.....	15
风险提示.....	16
附录：三张报表预测摘要.....	17

图表目录

图表 1: 公司的家电、电脑、汽车连接器三部曲战略	4
图表 2: 2004-2010 年全球连接器市场集中度 CR5 提升	4
图表 3: 公司布局汽车连接器的重要事件	5
图表 4: CAEG 天海电器营业收入	6
图表 5: 天海电器汽车连接器的主要客户	6
图表 6: 天海电器汽车连接器的客户分布	6
图表 7: 2007 年全球连接器主要应用领域的市场比重	7
图表 8: 国内人均 GDP 增长将推动汽车销量	7
图表 9: 汽车电子在每辆汽车上的应用持续增长	7
图表 10: 2005-2009 年全球各区域汽车连接器销售额增速	8
图表 11: 2003-2008 年全球各区域连接器销售额增速	8
图表 12: 公司与 CAEG 天海的资产周转率 (次)	8
图表 13: CAEG 天海的债务和偿债能力	8
图表 14: 得润电子的财务费用明显低于 CAEG 天海	9
图表 15: CAEG 天海的财务费用增速非正常过高	9
图表 16: 得润电子的管理费用明显低于 CAEG 天海	9
图表 17: 得润电子的利润水平明显高于 CAEG 天海	9
图表 18: CAEG 天海的毛利率下滑趋势明显	10
图表 19: 泰科将授权代工放在降低投资成本措施的首位	10
图表 20: 为泰科代工帮助公司业绩大幅增长	11
图表 21: 2010 年全球主要连接器公司的市场份额	11
图表 22: 2009 年全球连接器主要应用领域的市场比重	11
图表 23: 全球电脑连接器市场规模预测 (亿美元)	11
图表 24: 全球笔记本整体出货量预测	12
图表 25: 全球平板电脑出货量预测	12
图表 26: 2009 年全球主要电脑连接器公司的市场份额	12
图表 27: 台湾浩腾与泰科合作期间业绩大幅提升	13
图表 28: 台湾浩腾与泰科合作期间股价大幅上涨	13
图表 29: 2011 年公司连接器投资项目汇总	13
图表 30: 全球主要 PC 厂商均已进驻成渝地区	13
图表 31: 公司盈利预测的主要假设数据	14
图表 32: 公司主营产品收入和毛利率预测	15
图表 33: 国内部分 A 股上市电子元器件公司的估值水平和盈利能力	15

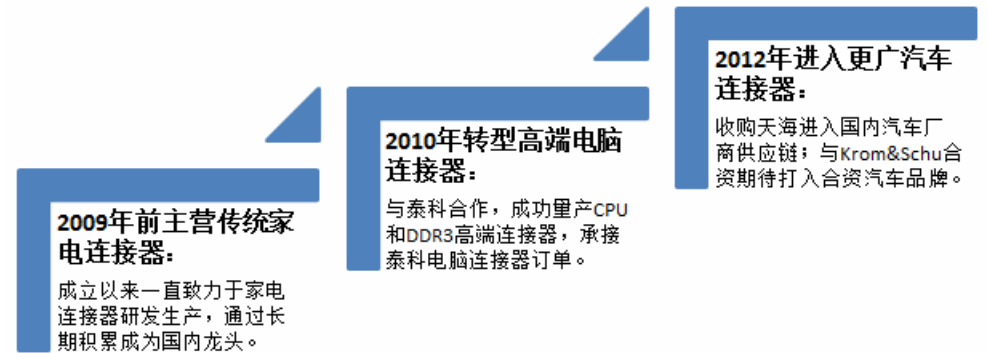
在行业并购趋势下，公司收购天海将完成家电、电脑、汽车连接器三部曲战略；面对承接全球产能转移的 370 亿元国内汽车连接器线束市场，公司有望借助天海品牌和客户资源迅速占领市场。

收购汽车连接器龙头天海顺应行业并购趋势，提升成长空间

公司收购天海将完成家电、电脑、汽车连接器三部曲战略

- 2012 年 2 月公司公告拟再次增发募集资金约 8 亿元用于收购 CAEG 旗下的汽车连接器及线束整体资产，包括旗下的河南天海电器及相关附属和控股企业。公司收购天海汽车连接器及线束资产将进入一个市场更大的连接器市场，将实现家电连接器——电脑连接器——汽车连接器的三部曲。
 - 2009 年前主营传统家电连接器：公司在国内家电市场耕耘 20 载，目前占据海尔 60%、创维 80%、康佳 80%、长虹近 100% 左右的连接器采购份额，以及 TCL、格力等家电厂商，成为国内家电连接器龙头。
 - 2010 年借泰科转型高端电脑连接器：与泰科公司合作，成功量产 CPU 和 DDR3 高端连接器，承接泰科订单，向 Intel、AMD 半导体企业供货，实现从家电连接器向电脑连接器的飞跃。
 - 2012 年进入市场更广汽车连接器：收购国内最大汽车连接器厂商天海电器进入国内汽车厂商供应链；与德国最大汽车连接器厂商 Kromberg&Schubert 合资期待打入国内合资汽车品牌。

图表1：公司的家电、电脑、汽车连接器三部曲战略



来源：国金证券研究所

- 并购扩张是全球连接器行业发展的趋势，过去 6 年全球 CR5 从 37.7% 提升到 41.4%，公司收购天海电器将迅速实现汽车连接器及线束领域的产业布局，快速占领市场，奠定行业领先地位，进一步提高盈利增长的空间。
 - 并购已成为连接器行业的趋势：以一些大的并购为例，Tyco 并购了 Augat、Thomas & Betts、AMP，Molex 并购了 Cinch，FCI 并购了 Berg Electronics、Burndy，目前这 3 家企业均成为全球连接器行业前 5 大。1996 ~ 2004 年全球前五大连接器企业总共并购了 55 家业者。
 - 国内连接器企业也通过并购进入新的应用领域：如长盈精密并购捷顺进入手机连接器市场；立讯精密收购博硕科技解决线缆外购问题，以及收购联滔电子进入电脑连接器市场。现在得润电子并购天海电器期望进入汽车连接器市场。

图表2：2004-2010 年全球连接器市场集中度 CR5 提升

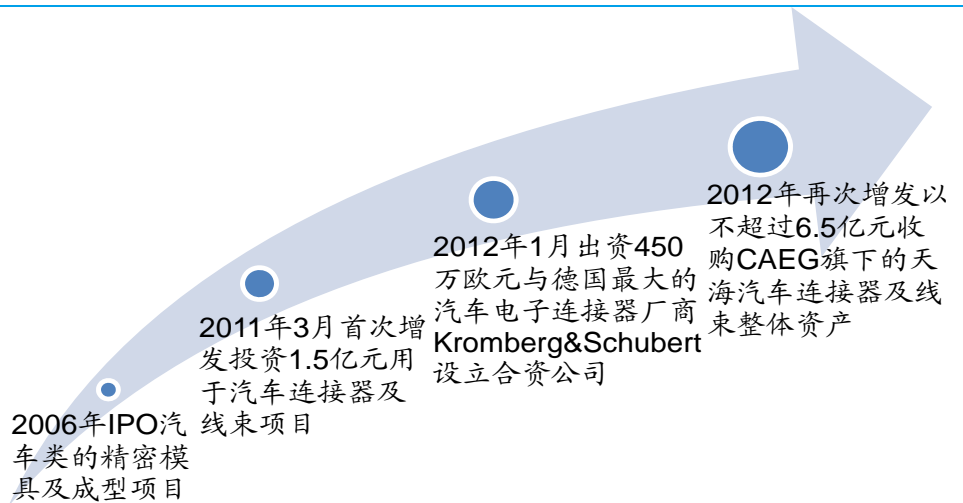
	2004		2009		2010	
前5大厂商销售额	泰科	67.3	泰科	60.1	泰科	78.9
	莫仕	21.4	安费诺	25.7	安费诺	35.3
	FCI	15.2	莫仕	24.8	莫仕	29.9
	德尔福	13.8	鸿海	15.9	鸿海	26.7
	安费诺	13.5	日本压着端子	13.6	FCI	17.0
市场规模	347.3		352.8		453.0	
CR5	37.76%		39.69%		41.43%	

来源：IEK, Fleck Research, 国金证券研究所

公司借助天海品牌和客户资源将迅速占领国内汽车连接器市场

- 公司在收购天海之前，早有布局汽车连接器领域，已经从战略布局走向市场前沿，收购天海汽车连接器及线束资产后将一举奠定公司的行业地位。
 - 公司在汽车连机器产业已有积累：公司经过十多年的努力，积累了良好的技术和市场基础，获得国内多家车企的认证，先后参与江淮、奇瑞、比亚迪等开发和产品供应。2011年3月，公司完成首次增发投资1.5亿元用于汽车连接器及线束项目，形成30万套/年的生产能力。
 - 公司还开展与外资企业合作提升管理和制造理念：2012年1月，出资450万欧元与德国最大的汽车电子连接器厂商 Kromberg&Schubert 合资设立高润科技，K&S 是奥迪 A3 发动机线束原配供应商，拥有宝马、奔驰、奥迪、斯柯达、保时捷、大众等客户。

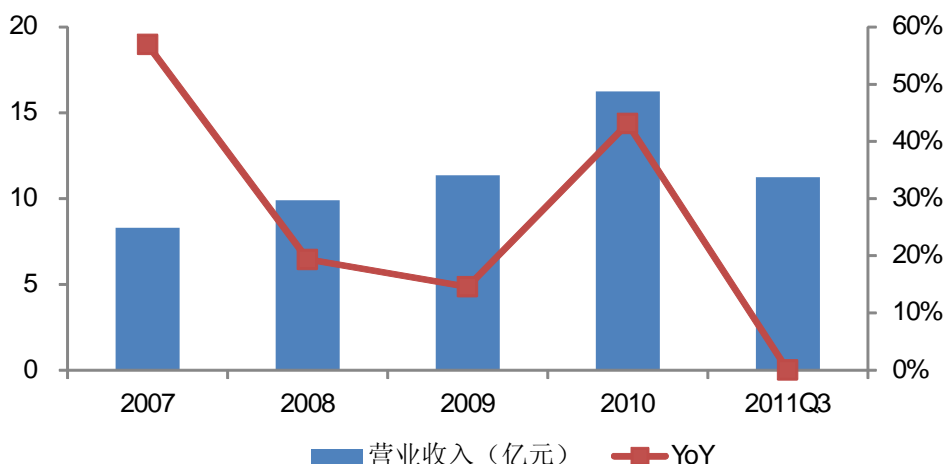
图表3: 公司布局汽车连接器的重要事件



来源：公司公告，国金证券研究所

- 公司收购的河南天海电器长期专注于汽车连接器及线束研发生产，是国内最大的汽车连接器科研、生产企业，在业内具有很高的知名度和市场影响力，被称为是国内汽车连接器行业的黄埔军校。
 - 我国生产汽车连接器的企业有50家左右，其中具备大规模生产的不足10家，主要集中在河南天海电器、浙江余姚汽车电器二厂、浙江合兴电子和四川华丰几家，其中天海电器的产值规模和企业实力最大。
 - 天海电器随国内汽车业发展成为国内汽车连机器龙头：天海电器原名鹤壁市汽车电器厂，1983年通过连接器产品鉴定填补了国家空白。1988-1992年随汽车业大发展步入鼎盛期，在汽车、白色家电业的覆盖率100%，市场占有率80%。2007年借壳在新加坡上市成河南天海汽车电子集团，2008年2月收购美国 kensa 公司，实现跨国经营。

图表4: CAEG 天海电器营业收入



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 汽车连接器涉及安全, 技术要求较高, 客户认证严格, 另外, 据我们和行业人士交流, 客户要求配套厂商产品种类多, 配套半径尽量不超过300Km。天海电器最大的资源正好在于其产品非常齐全、客户包括了所有国内品牌汽车以及一些国外汽车企业, 公司收购天海将快速获得其生产、客户、品牌等资源, 提高产品配套能力, 迅速占领市场。
- 天海电器汽车连接器产品齐全, 技术先进: 天海主营汽车用连接器、中央电器盒、汽车电子产品、电线束、线束专用设备共 5 大类 10000 多个品种。先后从美国、德国、日本、瑞士等国家进口设备, 通过了 ISO/TS16949 质量体系认证和 ISO14000 环境体系认证。
- 天海电器供货于所有国内品牌汽车, 并出口美国、澳大利亚、意大利等国: 国内客户如一汽、东汽、上汽、奇瑞、陕汽、长安、比亚迪、哈飞、吉利、柳汽、金杯、金龙、中兴、昌河、福田等, 同时出口美国通用、澳大利亚矢崎、韩国现代、意大利菲亚特、瑞典斯肯尼亚等公司, 已连续四年被美国通用授予“优秀全球供应商”。

图表5: 天海电器汽车连接器的主要客户



来源: 公司网站, 国金证券研究所

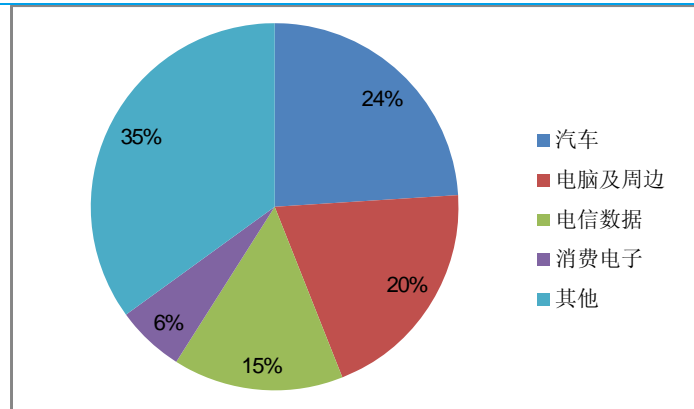
图表6: 天海电器汽车连接器的客户分布



国内汽车连接器线束行业承接产能转移市场大、年增速超 15%

- 从需求总量上看，汽车连接器是最大的连接器细分市场。据 Bishop& Associates 统计，2007 年全球汽车连接器市场规模达 108 亿元，占比 24%；另据智多星统计，2008 年国内汽车连接器市场规模达 64 亿元，占比超 12%。预计国内连接器和线束整体市场规模在 370 亿元左右。
- 据我们和资深业内人士交流，汽车连接器和线束约占汽车采购成本的 5%~8%，平均每辆 2000 元左右，2011 年我国销售汽车 1850 万辆，对应 370 亿元的市场规模，可能没有像相关机构统计预测的 800 亿元市场规模那么大（线束和连接器重复算），但这个市场依然很大。

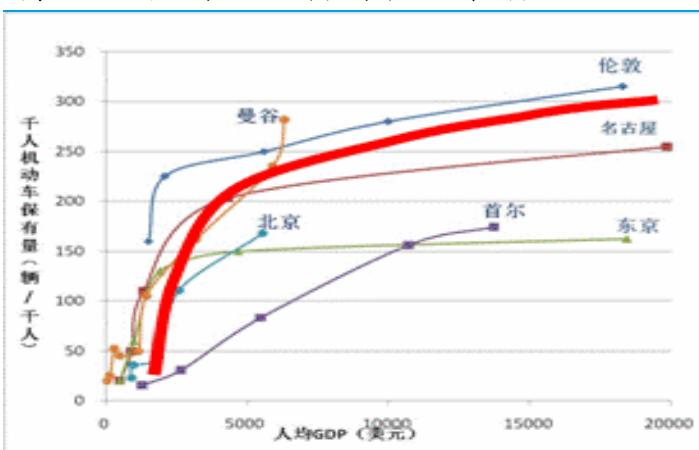
图表7：2007 年全球连接器主要应用领域的市场比重



来源：Bishop&Associates，国金证券研究所

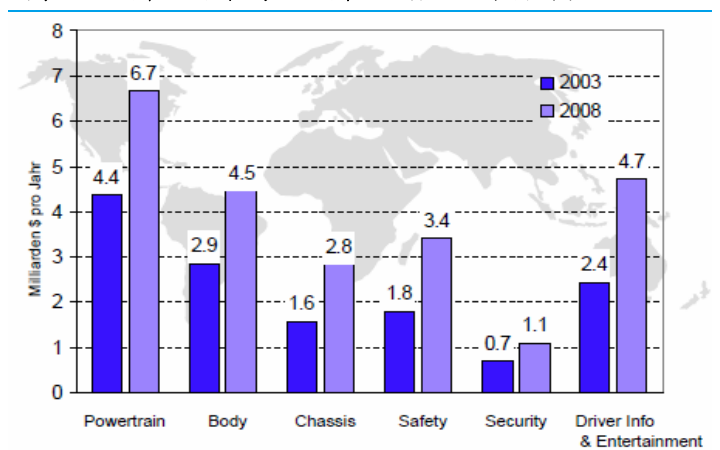
- 从需求增量上看，未来几年国内汽车连接器需求年均增速将超过 15%。一方面国内汽车销量将以每年 5%-10% 高于全球的速度增长，另一方面，随着汽车电子化提升，单车所使用的连接器数量将从几百个翻倍到上千个。
- 国内汽车销量相比全球的超额增长空间有 2 倍。2010 年我国汽车销量 1826 万辆，人均汽车保有量仅 47.8 辆/千人，相当于美国 1917 年、日本 1964 年、韩国 1988 年的水平，假设未来达到 2007 年全球 144 辆/千人的平均水平，并按现有保有量和销量之比推算，未来国内汽车年销量将达到 5700 万辆左右。
- 每辆汽车上应用的连接器数量将再提升一倍。随着汽车音响、导航、安全、娱乐、通信等汽车电子的发展，预计到 2015 年平均每辆车用到的电子器件将达 \$400，2004 年为 \$223，其中将用到 600-1000 个电子连接器，远大于目前几百个的数量；而目前国内每辆汽车用到的连接器成本只有几百元人民币，远落后于国外 125~150 美元的水平。

图表8：国内人均 GDP 增长将推动汽车销量



来源：北京交通委员会，ZVEI/Bosch，国金证券研究所

图表9：汽车电子在每辆汽车上的应用持续增长



- **从产能转移上看**，国内将继续承接全球汽车连接器产能，增速更快。该判断源于三个需求：1、汽车制造转移带来的本土化采购需求；2、国内过度依赖国外厂家倒逼国产化需求；3、国产低档车的电子化需求。
- 随着全球汽车制造业向我国转移，我国也将成为汽车连接器的生产基地作为本土化配套，以降低采购和生产成本。2003-2008 年我国连接器市场的年复合增速为 19.84%，是同期全球市场总体增速的 2.2 倍。
- 国内连接器市场主要以进口为主，存在国产化需求。当前国外汽车连接器厂家占有 60%-70% 的市场份额，国产厂家只占有 30%-40% 的市场份额；每年进口的汽车连接器约占当地进口连接器总值的 25%。
- 另外，随着汽车电子从进口、合资中高端汽车走向国产中低端汽车，作为主要为国产汽车配套的国内汽车连接器厂商有望承接更多产能。

图表10: 2005-2009 年全球各区域汽车连接器销售额增速

地区	销售额 (亿美元)		市场占有率		4年复合增速
	2005	2009	2005	2009	
欧洲	31.4	36.7	33%	31%	4.0%
北美	23.8	29.4	25%	25%	5.5%
日本	20.9	23.0	22%	19%	2.4%
亚太	8.6	11.6	9%	10%	8.0%
中国	4.8	8.4	5%	7%	15.3%
其它	5.7	9.2	6%	8%	12.8%
总计	95.0	118.3	100%	100%	12.8%

来源: IEK, Bishop&Associates, 国金证券研究所

图表11: 2003-2008 年全球各区域连接器销售额增速

地区	销售额 (亿美元)		市场份额		5年复合增速
	2003	2008	2003	2008	
北美	82.39	110.11	29.05%	25.26%	5.97%
欧洲	72.40	104.51	25.53%	23.97%	7.62%
日本	49.13	68.90	17.32%	15.80%	7.00%
中国	30.55	75.53	10.77%	17.32%	19.84%
亚太	33.22	51.64	11.71%	11.84%	9.22%
其它	15.92	25.30	5.61%	5.80%	9.71%
总计	283.61	435.99	100.00%	100.00%	8.98%

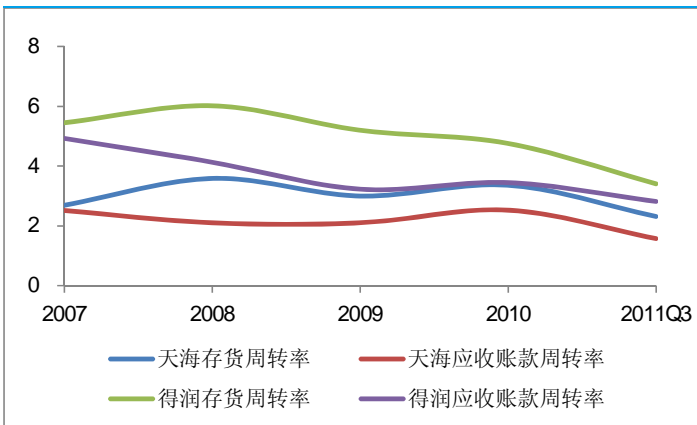
公司收购天海后短期将面临巨额资金需求、高成本融资难题；长期看，若公司收购后能剥离与政府的关系、提高管理水平、以及后续现金状况改善可以提高天海的盈利水平。

接管天海后短期将面临资金难题，长期可改善盈利能力

公司接管天海后短期将面临营运资金难题

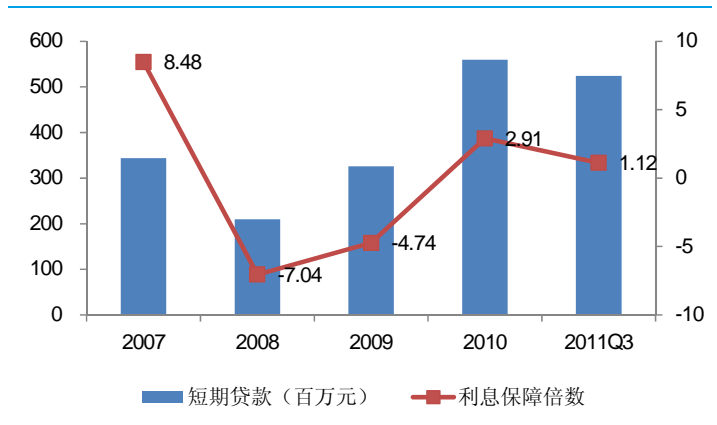
- 天海电器一直靠举债维持运营，公司本次非公开增发募集的约 8 亿元资金中 6.5 亿元将用于收购，剩余资金难以维持公司运营。短期看公司将面临巨大的资金需求，通过高成本的间接融资将抑制天海盈利能力的提升。
- 天海电器的债务水平一直维持高位：一方面，天海的应收账款、存货等资产周转率相比得润电子低很多，霸占了大量营运资金；另一方面，天海盈利能力和偿债能力不强，2011Q3 的利息保障倍数接近 1。
- 公司短期仍将承受高成本间接融资：天海电器盈利能力很重要的因素在于其财务费用较高，公司收购天海后剩余的约 1.5 亿元增发募集资金难以维持运营需求，短期依然将通过间接融资方式解决资金问题。

图表12: 公司与 CAEG 天海的资产周转率 (次)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

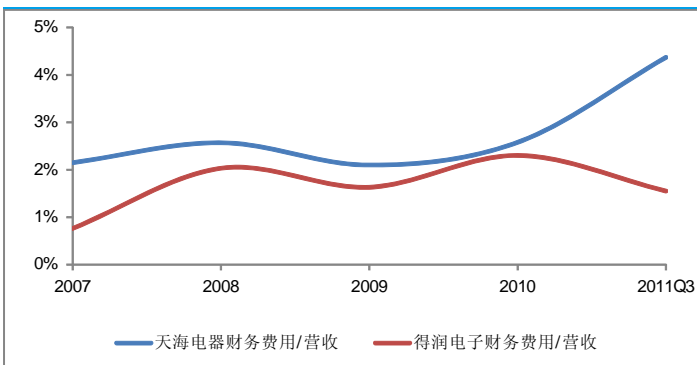
图表13: CAEG 天海的债务和偿债能力



长期看公司接管天海后有望提升其盈利能力

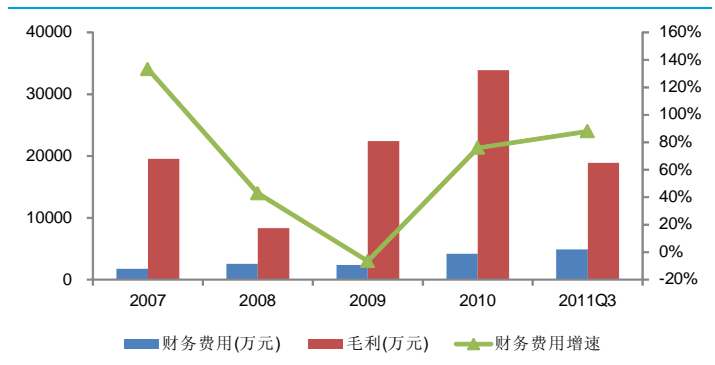
- 汽车连接器属于比较高端、盈利能力比较好的连接器子行业，但由于天海电器历史遗留的非主业投资导致的利润外流以及公司治理结构不善导致管理费用过高等问题，盈利水平明显低于行业水平，公司收购入主后天海电器的净利率有提升到 7% 左右的可能。
- 公司接管天海电器长期可解决其财务费用偏高的问题：2005 年天海电器改制，老厂长董总下台，现任董事长（当时的技术副厂长）王总接管公司，组建的管理层一直与政府保持良好关系，投资了如办学，收购无线电四厂等政府工程，因而一直显得资金流紧张，财务费用偏高（如公司为按时还贷采用了高利率的票据融资等）。公司收购后剥离与政府的关系、以及后续现金状况改善可解决这一问题。
- 公司接管天海电器可通过改善治理结构降低管理费用：面对入世后美国泰科，台湾胡连等国外厂商的竞争，95 年天海电器和 Delphi 合资成立鹤壁派克，期间管理水平有所提高。但之后由于存在矛盾外方撤资，天海管理明显后退，尤其是 2005 年改制由王总组建管理团队。公司收购后派驻新的管理层、以及上市公司的透明度可以改善管理。

图表14: 得润电子的财务费用明显低于 CAEG 天海

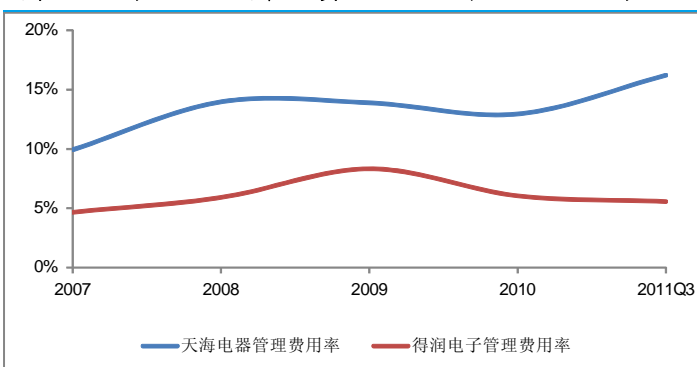


来源：公司公告，国金证券研究所

图表15: CAEG 天海的财务费用增速非正常过高

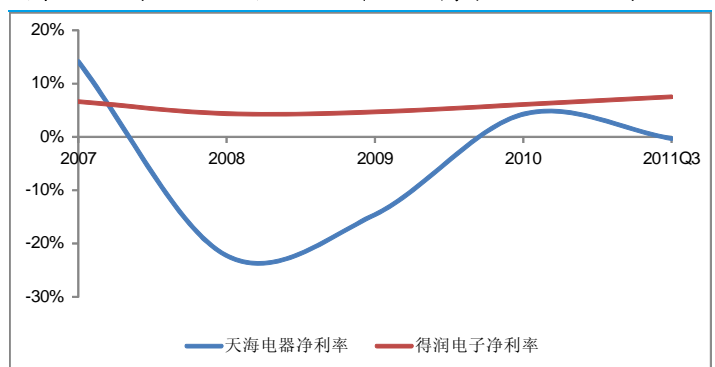


图表16: 得润电子的管理费用明显低于 CAEG 天海



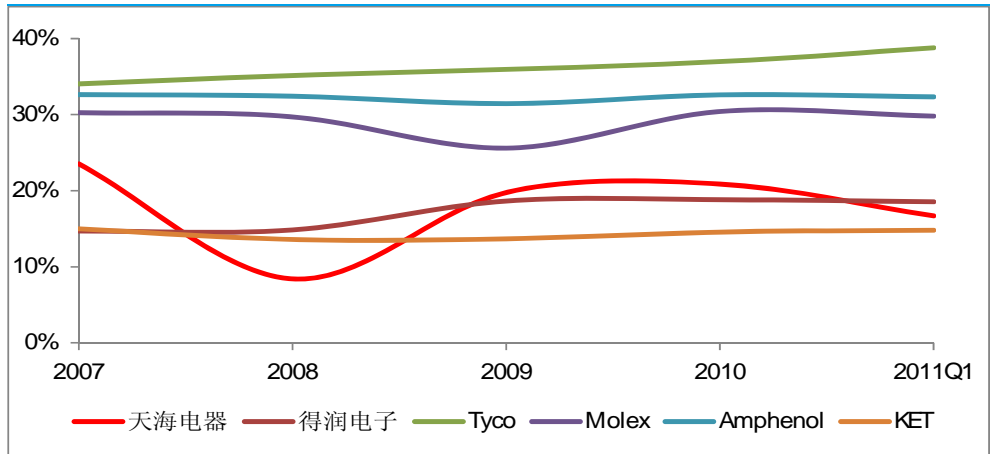
来源：公司公告，国金证券研究所

图表17: 得润电子的利润水平明显高于 CAEG 天海



- 另外，天海电器缺乏新产品开发能力、制造效率不高导致毛利率持续下滑也是其盈利水平低下的原因，公司接管天海电器后，通过与德国汽车连接器厂商 Kromberg&Schubert 合作的学习效应，毛利率也有提升的可能。
- Kromberg&Schubert 在汽车连接器行业处于全球领先地位，其客户包括宝马、奔驰、大众、奥迪等德国汽车主流品牌，与公司的合资公司将为中国一汽大众、奥迪等品牌提供整车线束产品开发和配套服务，将帮助公司进入高端汽车连接器市场，从而带动天海的产品开发。
- 与得润电子、泰科、莫仕等国内外连接器厂商的毛利率保持稳定不同，近年来天海电器的毛利率下滑明显，这显然有企业自身的因素，公司接管天海后，通过提升管理水平、加大产品创新有提升的可能。

图表18: CAEG 天海的毛利率下滑趋势明显



来源: 公司公告, 国金证券研究所

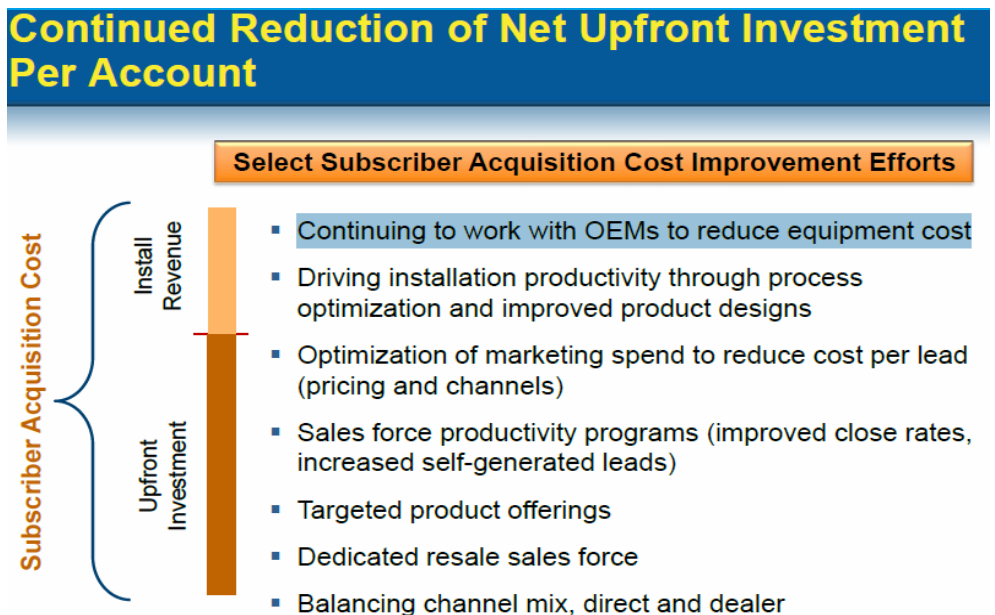
公司获泰科授权为其代工既符合泰科 Cost Down 战略, 又帮助公司进入上百亿规模的高端电脑连接器市场, 随着公司产能释放, 公司有望复制 2004-07 年台湾浩腾的高速成长之路。

为泰科代工承接高端电脑连接器订单有望复制浩腾成长路

公司获泰科认证成为其连接器代工厂符合双方利益

- 泰科授权国内连接器为其代工厂符合其战略发展: 1、中国是全球重要的连接器市场, 找到国内厂商合作可以帮助其打开中国市场; 2、泰科在 Cost Down 压力下, 通过外协代工方式可以降低成本, 减少设备投资。
 - 泰科首次与公司合作为开拓国内家电连接器市场: 泰科多年来在中国主推的是电脑、汽车、仪器等领域的连接器产品, 在家电、通信领域一直表现不好, 公司作为国内家电连接器龙头有生产能力、有客户关系, 自然成为其最想合作的对象。
 - 公司授权公司生产 CPU、DDR 连接器从成本考虑: 随着连接器价格逐渐下跌, 在 Cost Down 压力下, 泰科等连接器巨头将重心放在了设计和销售上, 通过外协代工成为其降低成本、减少投资的重要手段, 在公司最新的降低投资战略中, 授权代工放在首位。

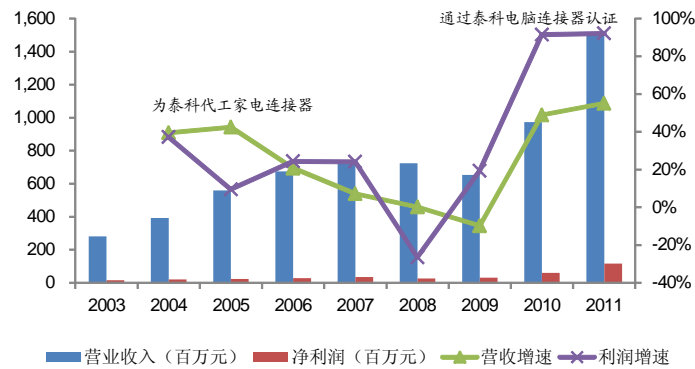
图表19: 泰科将授权代工放在降低投资成本措施的首位



来源: Tyco, 国金证券研究所

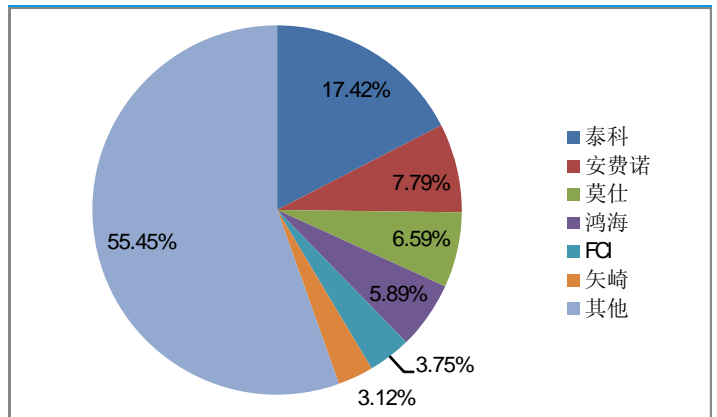
- 公司通过与泰科合作也有利于公司的发展，1、通过泰科认证和授权可以进入壁垒高的连机器市场和大客户；2、泰科是全球连接器龙头，为泰科代工可以帮助公司做大做强。
- 公司通过泰科认证进入了 CPU、DDR 高端连接器市场：CPU、DDR 连接器对质量和性能稳定要求高，进入门槛较高，全球仅有富士康、泰科等 3-5 家公司可提供。公司 SOCKET rPGA989、DDR III 等高端连接器产品已通过泰科认证，为泰科配套生产。
- 公司与泰科合作可以提高制造水平，扩大规模：泰科是全球最大的连接器生产厂商，产品涵盖电脑、通讯、网络、汽车、消费电子、工业用品及光电等领域，2010 年连接器收入 79 亿美元，全球市场份额 17.5%；2009 年在华收入 14 亿美元，2015 年目标是 40 亿美元。

图表20: 为泰科代工帮助公司业绩大幅增长



来源：公司公告，Bishop&Associates，国金证券研究所

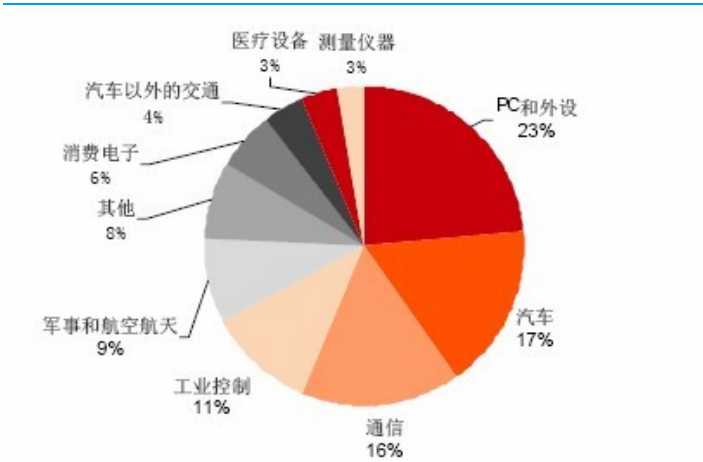
图表21: 2010 年全球主要连接器公司的市场份额



公司为泰科代工的电脑连接器市场成长空间大

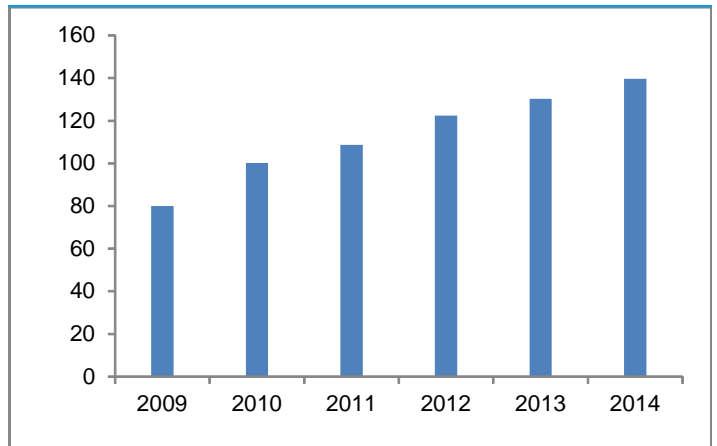
- 从整个市场规模看，电脑连接器一直是主要的连接器市场，2009 年曾超过汽车连接器成为最大的细分市场，占了连接器整体产值的 23%，市场规模达到 80 亿美元，而公司所在的 CPU 和 DDR 连接器市场是其中的核心。
- CPU 和 DDR 连接器是最核心、技术壁垒较高的电脑连接器，英特尔 Capella 新平台的 CPU Socket 连接器价格高达 3-4 美元，DDR 连接器在 0.5 美元左右，以 2011 年全球 3.53 亿台电脑出货量计算，公司所在的 CPU 和 DDR 连接器市场规模在 15 亿美元左右。

图表22: 2009 年全球连接器主要应用领域的市场比重



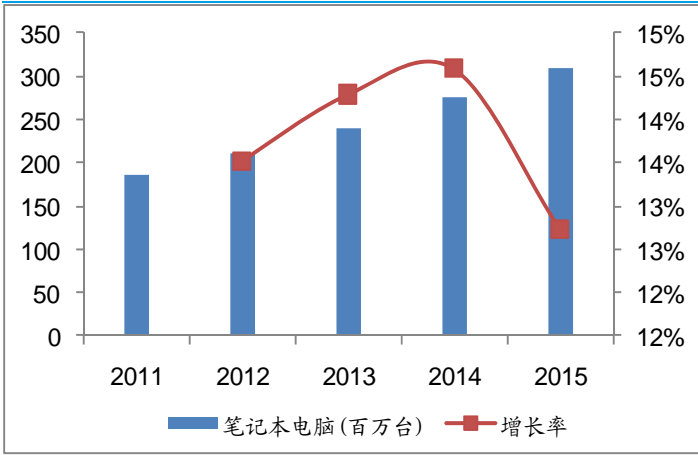
来源：Bishop&Associates，国金证券研究所

图表23: 全球电脑连接器市场规模预测 (亿美元)

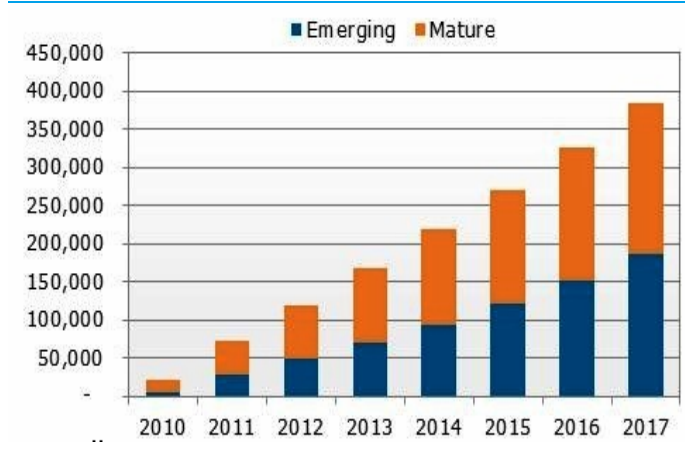


- 从市场未来增长看，电脑的产品更新依然是市场成长的动力。随着电脑往移动化、轻薄化趋势，未来笔记本电脑出货量仍将稳定增长，而平板电脑、Ultrabook 等新产品则将呈现爆发式增长。
- 根据 iSuppli 预测，未来四年全球笔记本电脑出货量将保持 14% 的稳定年复合增长。Ultrabook 超级本和平板电脑市场将呈现快速增长，预计 Ultrabook 渗透率将由 2011 年的不到 2% 提升至 2015 年的 43%，平板电脑未来六年则将保持 32% 的年复合增长，并超过 PC 出货量。同时产品体积减小和性能提升对于连接器的板间连接密度和信号传输速度都带来更高的要求，新 PC 还将极大提升连接器产品的附加值。

图表24: 全球笔记本整体出货量预测



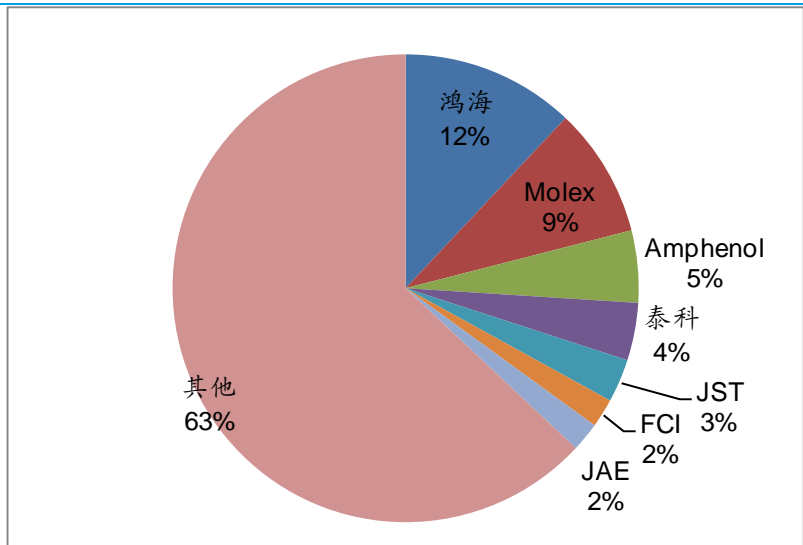
图表25: 全球平板电脑出货量预测



来源: iSuppli, NPD, 国金证券研究所

- 从行业竞争格局看，电脑连机器市场集中度高，行业壁垒高，而公司已经通过泰科认证进入该市场，对公司发展来说是好事。
- 电脑连接器作为中高端市场主要由国际大厂所主导，尤其是 CPU、DDR 等高端连接器对质量和性能稳定要求高，进入门槛较高，全球仅有富士康、泰科等 3-5 家公司可提供。根据 Bishop & Associates 统计，2009 年全球前七大电脑连接器厂商占据了 37% 的市场份额。

图表26: 2009 年全球主要电脑连接器公司的市场份额

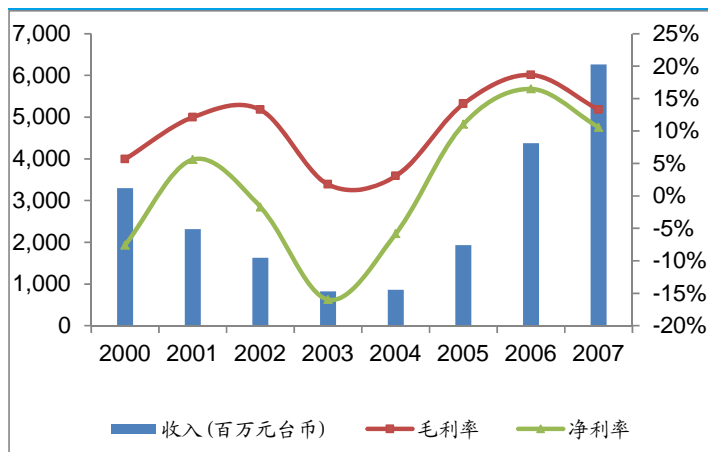


来源: Bishop&Associates, 国金证券研究所

公司背靠泰科有望复制台湾浩腾的成长之路

- 台湾浩腾是借助与泰科合作实现业绩腾飞的一个经典案例。其曾是泰科连接器的重要生产商，并在与泰科合作之后扭转了此前多年亏损的局面，实现了 04-07 收入 93% 的年复合增长，股价也在此期间上涨超过 7 倍。
- 浩腾于 2005 年成为泰科代工厂：浩腾以开发主机板和笔记本电脑用连接器为主要业务，2005 年 3 月，合并 Loyal Legend 连接器厂后，取得了泰科的订单，并建立技术合作关系，供货给泰科的连接器主要用来供应仁宝、广达和微星等 NB 代工厂所需。
- 浩腾因此业绩和股价一路成长：2005 年收入即增长 123%，06-07 年收入增幅达 126% 和 43%，并达到 63 亿的收入顶峰。公司股价亦随之大幅上涨，由 05 年初的不到 10 元涨至 07 年中的 79 元。
- 当然 2008 年后随着泰科分单，大客户风险在浩腾身上体现：由于泰科调整策略、分散下单，使得浩腾近年来连接器收入持续下滑，股价也大幅下跌，2010 年，其负责连接器生产的昆山翊腾厂宣布转型。

图表27：台湾浩腾与泰科合作期间业绩大幅提升



来源：钜亨网，国金证券研究所

图表28：台湾浩腾与泰科合作期间股价大幅上涨



- 公司 2010 年 CPU、DDR 连接器产品通过了泰科认证成为其配套生产厂家，2011 年公司利用首次增发资金和自有资金做了两次扩产，随着产能释放，公司不断承接泰科提供的 CPU、DDR 连接器订单。
- 2011 年 2 月公司非公开发行 2857 万股，募集资金净额 5.79 亿元，主要用于投产 CPU 连接器、DDR 连接器等高端电脑连接器产品。
- 2011 年 7 月公司公告将用自有资金 5 亿元投资“重庆连接器研发与产业基地”，扩产家电、笔记本电脑、汽车连接器和线束产品，以就近为客户配套，充分满足客户的需求。

图表29：2011 年公司连接器投资项目汇总

项目名称	投资总额	资金来源	建设期 (年)	产能 (万只/月)	实施地
CPU 连接器产品建设项目	14983	增发募集	2	200	深圳光明工业园
DDR 存储器插座生产技术改造项目	13424		2	800	
LED 连接器项目	8800		2	20000	
汽车连接器及线束项目	15500		2	2.5	
研发中心建设项目	4500		2	--	
重庆连接器研发产业基地	50000	自有资金	4	汽车、家电、电脑	重庆瑞润电子

来源：公司公告，国金证券研究所

图表30：全球主要 PC 厂商均已进驻成渝地区

地区	进驻厂商
重庆	惠普(全球第一PC厂商)、宏碁(全球第三PC厂商)和华硕(全球第六PC厂商)、富士康(全球最大EMS制造商)、广达(全球最大笔记本代工厂)、仁宝(全球第二大笔记本代工厂)、纬创(全球第三大笔记本代工厂)、英业达(全球第四大笔记本代工厂)
成都	英特尔(全球最主要PC芯片供应商)、戴尔(全球第二PC厂商)、联想(全球第四PC厂商)、富士康(全球最大EMS制造商)、仁宝(全球第二大笔记本代工厂)、纬创(全球第三大笔记本代工厂)

若 2012 年公司增发和收购天海成功，预计未来 3 年 EPS 为 0.79、1.01 和 1.36 元；参考 A 股连接器上市公司的平均估值水平，给予 21.38 元目标价，对应 2012 年 27 倍 PE。

盈利预测和估值

盈利预测假设

- 假设公司 2012 年公司非公开增发 5400 万股并成功收购天海电器，2012 年开始公司将天海电器财务报表并入公司合并财务报表。具体假设如下：
 - 主营业务收入假设：1、公司家电连接器收入每年增长 10%；2、2014 年汽车、电脑、LED 连接器收入达到 2.5 亿元、7.5 亿元、1 亿元；2、天海电器根据国内汽车连接器市场增速，每年收入增长 15%。
 - 主营业务毛利率假设：1、家电产品价格总体趋势向下，假设家电连接器毛利率每年下降 0.3 个百分点；2、公司汽车、电脑、LED 连接器产品处于市场开拓和产能爬坡期，未来随着销量增加毛利率将稳步上升，2014 年分别达到 20%、18%、12.6%；3、天海电器易主后管理水平和新产品开发能力将有所提升，2014 年毛利率提升到 20%。
 - 期间费用率假设：1、公司扩张和并购后的人员磨合将导致销售、管理费用率上升，假设公司销售、管理费用率每年分别提升 0.1、0.2 个百分点；2、公司财务费用主要为利息支出，假设 2012 年公司将完成定向增发，预计募集资金净额约 8 亿元；3、天海电器易主后管理水平有所提升，假设每年管理费用率下降 0.5 个百分点。
 - 所得税率假设：1、公司未来 3 年所得税率 16.5%；2、天海电器将继续享受 15%的高新技术企业所得税优惠。

图表31：公司盈利预测的主要假设数据

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
主营业务收入（万元）						
合并报表收入	65,030.94	96,249.17	150,927.00	355,948.99	421,212.10	503,038.72
原得润收入	65,025.50	96,249.17	150,327.47	180,677.49	219,649.88	271,242.16
家电连接器	56477.15	85913.00	115982.55	128159.29	141614.43	156482.20
汽车连接器	313.97	800.00	5000.00	8500.00	14450.00	24565.00
电脑连接器	2546.87	5200.00	25225.56	36324.81	52307.73	75323.13
其他连接器合计	5692.95	4336.17	4119.36	7693.39	11277.72	14871.84
天海电器收入	113502.50	161802.00	152410.00	175271.50	201562.23	231796.56
毛利率						
合并报表综合毛利率	52.93%	53.31%	36.07%	18.29%	18.62%	18.96%
原得润毛利率	18.46%	18.24%	17.92%	17.89%	17.94%	18.07%
家电连接器	20.07%	19.52%	19.22%	18.92%	18.62%	18.32%
汽车连接器	7.01%	7.00%	15.15%	17.66%	19.13%	20.00%
电脑连接器	0.12%	4.61%	13.50%	15.57%	17.00%	18.00%
其他连接器合计	11.35%	11.30%	11.70%	12.00%	12.30%	12.60%
天海电器毛利率	19.75%	20.86%	18.05%	18.70%	19.35%	20.00%
期间费用率						
合并报表销售费用率	1.94%	1.91%	1.90%	1.75%	1.81%	1.88%
合并报表管理费用率	8.32%	6.04%	5.50%	8.17%	7.97%	7.77%
原得润销售费用率	1.94%	1.91%	1.90%	2.00%	2.10%	2.20%
原得润管理费用率	8.32%	6.04%	5.50%	5.90%	6.10%	6.30%
天海电器销售费用率	1.20%	1.44%	1.00%	1.50%	1.50%	1.50%
天海电器管理费用率	13.88%	12.36%	11.00%	10.50%	10.00%	9.50%
所得税率						
合并报表所得税率	28.11%	23.96%	16.34%	15.77%	15.56%	15.40%
原得润所得税率	28.11%	23.96%	16.34%	16.50%	16.50%	16.50%
天海电器所得税率		13.13%	15.00%	15.00%	15.00%	15.00%

来源：国金证券研究所

盈利预测：未来三年 EPS 0.79、1.01、1.36 元，利润复合增速 45%

- 预计 2012-2014 年公司实现营业收入 35.59、42.12 和 50.30 亿元，同比增长 135.84%、18.33%和 19.43%，综合毛利率分别为 18.29%、18.62%和 18.96%，毛利同比增长 141.06%、20.45%、21.62%。
- 预计 2012-2014 年公司实现净利润 2.05、2.63 和 3.53 亿元，同比增长 76.61%、28.02%和 34.18%，若 2012 年非公开增发成功，EPS 分别为 0.792、1.014 和 1.360 元。

图表32：公司主营产品收入和毛利率预测

项 目	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
家电连接器					
销售收入(百万元)	859.13	1,159.83	1,281.59	1,416.14	1,564.82
增长率(YOY)	52.12%	35.00%	10.50%	10.50%	10.50%
毛利率	19.52%	19.22%	18.92%	18.62%	18.32%
占总销售额比重	89.26%	76.85%	36.00%	33.62%	31.11%
占主营业务利润比重	95.52%	82.54%	37.25%	33.63%	30.06%
汽车连接器					
销售收入(百万元)	8.00	50.00	1,837.72	2,160.12	2,563.62
增长率(YOY)	154.80%	525.00%	3575.43%	17.54%	18.68%
毛利率	7.00%	15.15%	18.65%	19.34%	20.00%
占总销售额比重	0.83%	3.31%	51.63%	51.28%	50.96%
占主营业务利润比重	0.32%	2.80%	52.65%	53.26%	53.76%
电脑连机器					
销售收入(百万元)	52.00	252.26	363.25	523.08	753.23
增长率(YOY)	104.17%	385.11%	44.00%	44.00%	44.00%
毛利率	4.61%	13.50%	15.57%	17.00%	18.00%
占总销售额比重	5.40%	16.71%	10.21%	12.42%	14.97%
占主营业务利润比重	1.37%	12.61%	8.69%	11.34%	14.22%
其他连接器					
销售收入(百万元)	43.36	47.19	76.93	112.78	148.72
增长率(YOY)	-23.83%	8.83%	63.03%	46.59%	31.87%
毛利率	11.30%	11.70%	12.00%	12.30%	12.60%
占总销售额比重	4.51%	3.13%	2.16%	2.68%	2.96%
占主营业务利润比重	2.79%	2.04%	1.42%	1.77%	1.96%
销售总收入(百万元)	962.49	1509.27	3559.49	4212.12	5030.39
销售总成本(百万元)	786.93	1239.20	2908.47	3427.96	4076.67
毛利(百万元)	175.56	270.07	651.02	784.17	953.72
平均毛利率	18.24%	17.89%	18.29%	18.62%	18.96%

来源：国金证券研究所

估值：每股价值 21.38 元，对应 2012 年 27 倍 PE

- 参考 A 股上市的另外 4 家连接器公司的估值水平中值（航天电器和中航光电的 EPS 采用聚源统计的市场一致性预测），给予公司 21.38 元目标价，对应 2012 年 27 倍 PE，0.80 倍 PEG。

图表33：国内部分 A 股上市电子元器件公司的估值水平和盈利能力

公司名称	收盘价 2012/3/5	EPS一致预测(元)				PE				PEG	PB	ROE	净利率 2011Q3	毛利率	市值 亿元
		2010	2011	2012E	2013E	2010	2011	2012	2013						
航天电器	15.89	0.36	0.41	0.58	0.74	44.64	38.40	27.53	21.47	0.82	3.78	7.85%	17.76%	42.58%	52
中航光电	17.04	0.40	0.50	0.63	0.79	43.00	34.23	27.05	21.57	1.04	4.87	10.65%	10.17%	32.19%	68
立讯精密	34.80	0.44	0.98	1.64	2.18	78.36	35.47	21.22	15.96	0.43	4.93	10.71%	14.87%	22.14%	91
长盈精密	37.56	0.53	0.92	1.36	1.79	71.18	40.64	27.62	20.98	0.71	4.89	9.43%	21.06%	37.36%	65
中值						57.91	36.94	27.29	21.23	0.76	4.88	10.04%	16.32%	34.77%	
得润电子	18.60	0.29	0.57	0.79	1.01	63.08	32.84	23.48	18.34	0.69	3.53	7.67%	7.50%	18.54%	38

来源：聚源，国金证券研究所，航天电器和中航光电的 EPS 采用市场一致预测

风险提示

- 收购天海后的管理风险。
 - 由于天海电器的企业规模大，在收购完成后对于公司的管理是个极大的挑战，包括资源整合，生产协调，人事安排等，若后续在管理上出现问题，恐难以保证经营管理团队的稳定性、生产的正常运行、相关知识产权的保密等，并由此影响到公司的业绩。
- 收购天海后的商誉减值风险。
 - 公司用 6.5 亿元收购天海电器，收购价格超过天海电器 2011 年净资产的 1.3 倍，收购后的合并报表中将有 1.55 亿元的商誉。若未来天海电器的资产公允价值向下变动，公司将进行商誉减值。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)					
	2010	2011E	2012E	2013E	2014E		2010	2011E	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	973	1,509	3,559	4,212	5,030	货币资金	137	410	427	434	442
增长率	48.9%	55.1%	135.8%	18.3%	19.4%	应收款项	643	814	1,843	2,077	2,407
主营业务成本	-790	-1,239	-2,908	-3,428	-4,077	存货	216	253	768	870	996
% 销售收入	81.2%	82.1%	81.7%	81.4%	81.0%	其他流动资产	20	52	118	139	165
毛利	183	270	651	784	954	流动资产	1,015	1,528	3,157	3,520	4,010
% 销售收入	18.8%	17.9%	18.3%	18.6%	19.0%	% 总资产	72.4%	73.7%	72.6%	75.2%	78.7%
营业税金及附加	-2	-4	-9	-11	-13	长期投资	0	1	0	0	0
% 销售收入	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	337	497	916	895	828
营业费用	-18	-29	-62	-76	-94	% 总资产	24.0%	23.9%	21.1%	19.1%	16.2%
% 销售收入	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	1.9%	无形资产	46	46	276	267	258
管理费用	-59	-83	-291	-336	-391	非流动资产	386	546	1,194	1,163	1,088
% 销售收入	6.0%	5.5%	8.2%	8.0%	7.8%	% 总资产	27.6%	26.3%	27.4%	24.8%	21.3%
息税前利润 (EBIT)	104	155	289	362	456	资产总计	1,402	2,074	4,352	4,684	5,098
% 销售收入	10.7%	10.2%	8.1%	8.6%	9.1%	短期借款	382	213	621	404	106
财务费用	-22	-10	-24	-31	-14	应付款项	490	626	1,433	1,689	2,008
% 销售收入	2.3%	0.7%	0.7%	0.7%	0.3%	其他流动负债	25	39	91	107	127
资产减值损失	-4	-3	-14	-11	-14	流动负债	897	877	2,144	2,199	2,241
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	83	83	83	84	86
投资收益	0	0	0	0	0	其他长期负债	9	0	0	0	0
% 税前利润	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	989	960	2,227	2,283	2,327
营业利润	78	142	251	320	428	普通股股东权益	378	1,073	2,074	2,336	2,689
营业利润率	8.0%	9.4%	7.0%	7.6%	8.5%	少数股东权益	35	41	51	64	82
营业外收支	0	4	5	7	10	负债股东权益合计	1,402	2,074	4,352	4,684	5,098
税前利润	78	146	256	327	438						
利润率	8.0%	9.7%	7.2%	7.8%	8.7%	比率分析					
所得税	-19	-24	-40	-51	-67		2010	2011E	2012E	2013E	2014E
所得税率	24.0%	16.3%	15.8%	15.6%	15.4%	每股指标					
净利润	59	122	216	276	370	每股收益	0.347	0.566	0.792	1.014	1.360
少数股东损益	-1	6	10	13	18	每股净资产	2.165	5.230	8.000	9.013	10.374
归属于母公司的净利润	61	116	205	263	353	每股经营现金净流	-0.329	0.463	-1.602	1.372	1.451
净利率	6.2%	7.7%	5.8%	6.2%	7.0%	每股股利	0.050	0.000	0.000	0.000	0.000
						回报率					
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	16.01%	10.83%	9.90%	11.25%	13.11%
	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	4.32%	5.60%	4.72%	5.61%	6.92%
净利润	59	122	216	276	370	投入资本收益率	9.03%	9.17%	8.61%	10.58%	13.01%
少数股东损益	0	0	0	0	0	增长率					
非现金支出	38	52	107	142	150	主营业务收入增长率	48.86%	55.08%	135.84%	18.33%	19.43%
非经营收益	21	14	28	32	13	EBIT增长率	100.07%	48.25%	86.96%	25.14%	25.95%
营运资金变动	-176	-93	-766	-95	-157	净利润增长率	91.46%	92.11%	76.61%	28.02%	34.18%
经营活动现金净流	-57	95	-415	356	376	总资产增长率	40.82%	47.99%	109.80%	7.62%	8.84%
资本开支	-113	-207	-737	-93	-50	资产管理能力					
投资	-6	-1	0	0	0	应收账款周转天数	105.8	90.0	90.0	85.0	80.0
其他	0	0	0	0	0	存货周转天数	76.8	75.0	75.0	75.0	75.0
投资活动现金净流	-119	-208	-737	-93	-50	应付账款周转天数	107.7	95.0	90.0	90.0	90.0
股权募资	0	579	795	0	0	固定资产周转天数	124.3	111.3	87.1	70.1	52.4
债权募资	192	-178	408	-216	-296	偿债能力					
其他	-28	-16	-33	-39	-23	净负债/股东权益	79.42%	-10.22%	13.01%	2.22%	-9.03%
筹资活动现金净流	164	386	1,170	-256	-319	EBIT利息保障倍数	4.7	15.7	11.8	11.9	33.6
现金净流量	-12	273	18	7	8	资产负债率	70.54%	46.30%	51.18%	48.75%	45.65%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	7	8	14
买入	0	0	1	4	5
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.10	1.23	1.24

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B