

得润电子 (002055.SZ)

元件行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

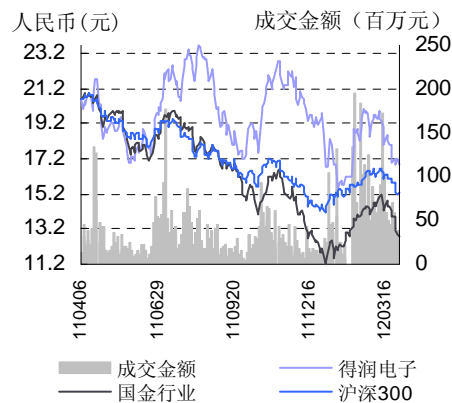
市价(人民币): 16.80元

目标(人民币): 20.00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)	3,447.71
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



相关报告

1.《泰科授权获成长动力,收购天海提市场空间》, 2012.3.20

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

天海对公司是机会, 但改善管理是关键

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.347	0.568	0.798	0.993	1.276
每股净资产(元)	2.17	5.27	8.03	8.94	10.22
每股经营性现金流(元)	-0.33	-0.19	-0.76	0.23	1.53
市盈率(倍)	79.15	34.88	21.05	16.93	13.16
行业优化市盈率(倍)	60.49	50.89	50.89	50.89	50.89
净利润增长率(%)	91.46%	92.50%	77.58%	24.38%	28.61%
净资产收益率(%)	16.01%	10.78%	9.94%	11.10%	12.49%
总股本(百万股)	174.59	205.22	259.22	259.22	259.22

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

■ 得润电子发布 2011 年年度报告: 全年实现营业收入 15.10 亿元, 同比增长 55.14%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.16 亿元, 同比增长 92.50%, 对应最新股本的 EPS 为 0.568 元, 低于市场预期。

经营分析

- **传统家电连接器和新兴高端连接器推动公司业绩大幅增长。** 1、2011 年受“家电下乡”、“以旧换新”等刺激政策的稳步实施, 家电市场需求不断回升, 公司继续扩大在国内家电连接器市场的份额, 在广东、安徽、吉林、四川等省的销售额大幅增长 62.92%、38.22%、63.77%、41.12%。2、公司还通过与国际连接器巨头泰科公司的合作突破高端连接器的技术瓶颈, 顺利达成量产, 2011 年全资子公司青岛恩利旺的高端连接器销量大幅增长, 全年实现营业收入 1 亿元, 净利润 1000 万元, 较上年增加 199.77%。
- **高端电脑连接器和汽车连接器是公司未来的成长动力。** 1、**公司承接泰科高端电脑连接器订单面对上百亿市场:** 公司目前已具备稳定量产 DDR、CPU 等电脑连接器的能力, 在泰科 Cost Down 战略下、以及随着后续产能投放公司有望获得更多的代工订单, 形成稳定的利润增长点。2、**公司收购天海连接器及线束切入 370 亿元市场:** 并购扩张是全球连接器行业发展趋势, 国内立讯、长盈通过收购进入了手机、电脑等新的连接器市场, 公司收购天海将借助其品牌和客户资源获得汽车连接器和线束市场的先发优势。
- **左右公司价值的关键因素在于其未来盈利水平能否提升。** 1、**新增高端连接器产能能否消化:** 传统家电连接器产品毛利率呈下滑趋势, 2011 年公司主营毛利率下滑了 0.46 个百分点; 未来提升公司毛利率的将是公司高端电脑、LED 连接器, 目前这些产品仍处于市场开拓和产能爬坡期。2、**天海电器易主后管理和盈利水平能否改善更是关键:** 天海非主业投资导致利润外流、管理不善和长期举债经营导致费用过高, 公司收购后若能剥离与政府关系、提高管理水平、后续依靠母公司自有资金可提高盈利水平。

调整盈利预测, 维持“买入”评级

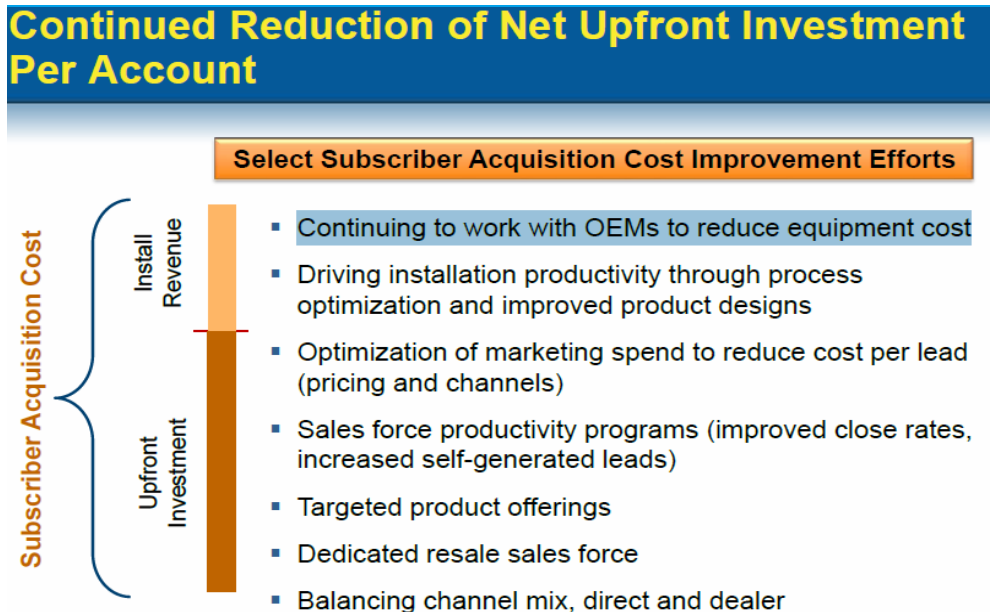
- 假设公司 2012 年非公开增发和收购天海电器成功, 预计 2012-2014 年公司实现净利润 2.07、2.57 和 3.31 亿元, 三年利润复合增速 42%, 对应增发后的总股本的 EPS 分别为 0.80、0.99 和 1.28 元。
- 公司目前股价相比另外 4 家 A 股上市连接器公司有近 8% 左右的估值折价, 给予公司 20.00 元目标价, 对应 2012 年 25 倍 PE, 维持“买入”评级。

高端电脑连接器和汽车连接器是公司未来的成长动力

公司有望承接更多泰科高端电脑连接器代工订单

- 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。

图表1：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

- CPU、DDR 等高端电脑连机器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。2010 年公司的 CPU、DDR 连接器产品通过了泰科认证成为其配套生产厂家，未来随着公司的产能释放，公司承接更多泰科提供的 CPU、DDR 连接器订单。

图表2：2011 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3：全球主要PC厂商均已进驻成渝地区

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)

公司收购天海顺应行业并购趋势，获得先发优势

- 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%，国内连接器企业长盈精密并购杰顺通进入手机连接器市场；立讯精密收购联滔电子进入电脑连接器市场，公司收购天海电器将迅速切入汽车连接器及线束领域市场。

图表4：2004-2010 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

- 公司收购的河南天海是国内最大的汽车连接器和线束企业，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，天海电器产品齐全，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，公司借助其品牌和客户资源将迅速占领国内汽车连接器市场。

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

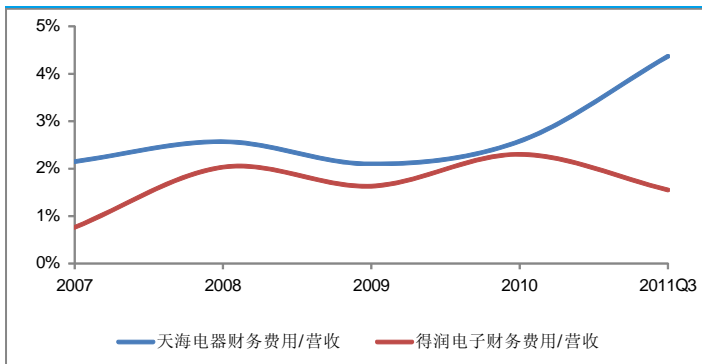
图表6：天海电器汽车连接器的客户分布



公司接管天海后将面临管理和资金难题

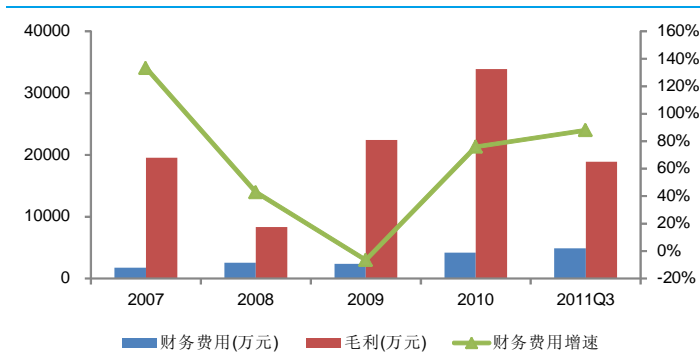
- 2012 年公司将稳步推进对 CAEG 旗下天海电器汽车连接器和线束业务的收购，但天海存在历史遗留的非主业投资导致的利润外流以及公司治理结构不善导致管理费用过高等问题，公司收购后只有彻底改变其管理问题才能提高收购资产的盈利能力。

图表7: CAEG 天海的财务费用明显高于得润电子

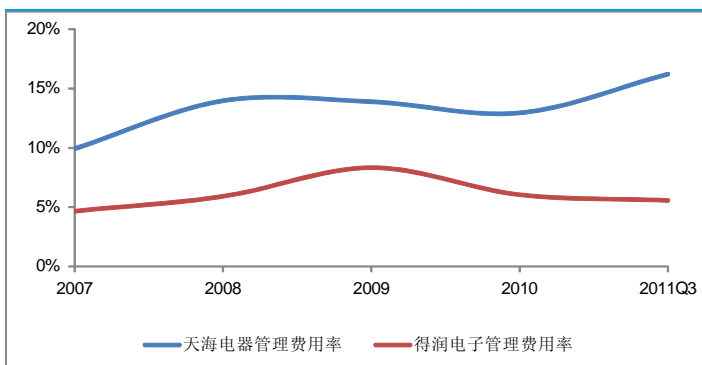


来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表8: CAEG 天海的财务费用增速非正常过高

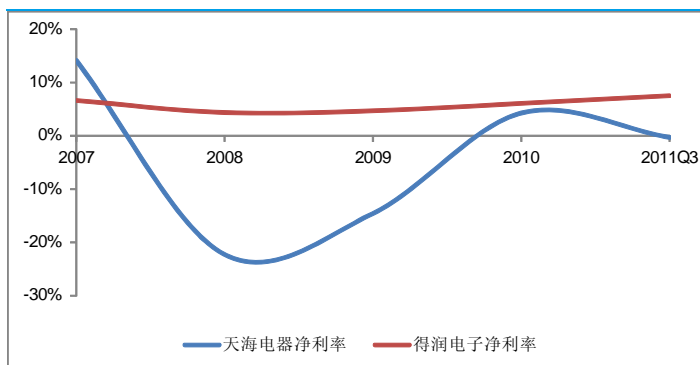


图表9: CAEG 天海的管理费用明显高于得润电子



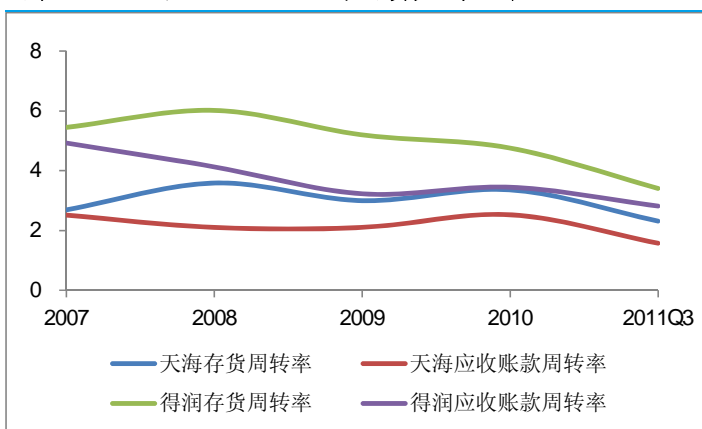
来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表10: CAEG 天海的利润水平明显低于得润电子



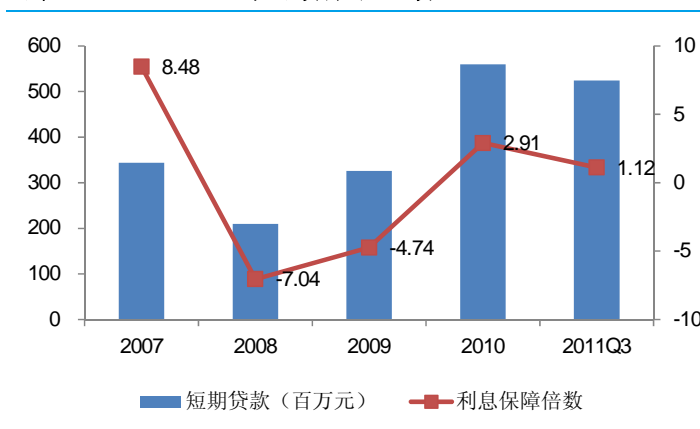
- 天海电器还一直靠举债维持运营，公司本次非公开增发募集的约 8 亿元资金中 6.5 亿元将用于收购，剩余资金难以维持公司运营。短期看公司将面临巨大的资金需求，通过高成本的间接融资将进一步抑制天海盈利水平。

图表11: 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12: CAEG 天海的债务和偿债能力



调整盈利预测，下调为“持有”评级

未来三年利润复合增速 42%，EPS 0.80、0.99、1.28 元

- 假设公司 2012 年非公开增发和收购天海电器成功，预计 2012-2014 年公司实现净利润 2.07、2.57 和 3.31 亿元，同比增长 77%、24%和 29%，对应增发后的总股本的 EPS 分别为 0.798、0.992 和 1.276 元。

图表13：公司主营产品收入和毛利率预测

项 目	2010	2011	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%	78.34%	36.00%	33.62%	31.11%
占主营业务利润比重	95.52%	84.68%	37.55%	34.10%	30.89%
汽车连接器					
销售收入（百万元）	8.00	30.00	1,837.72	2,160.12	2,563.62
增长率（YOY）	154.80%	275.00%	6025.72%	17.54%	18.68%
毛利率	7.00%	14.15%	18.37%	18.84%	19.00%
占总销售额比重	0.83%	2.03%	51.63%	51.28%	50.96%
占主营业务利润比重	0.32%	1.61%	52.26%	52.61%	52.48%
电脑连机器					
销售收入（百万元）	52.00	232.26	363.25	523.08	753.23
增长率（YOY）	104.17%	346.65%	56.40%	44.00%	44.00%
毛利率	4.61%	12.60%	15.57%	17.00%	18.00%
占总销售额比重	5.40%	15.69%	10.21%	12.42%	14.97%
占主营业务利润比重	1.37%	11.12%	8.76%	11.50%	14.61%
其他连接器					
销售收入（百万元）	43.36	58.42	76.93	112.78	148.72
增长率（YOY）	-23.83%	34.72%	31.70%	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%	3.95%	2.16%	2.68%	2.96%
占主营业务利润比重	2.79%	2.60%	1.43%	1.79%	2.02%
销售总收入（百万元）	962.49	1480.50	3559.49	4212.12	5030.39
销售总成本（百万元）	786.93	1217.24	2913.72	3438.76	4102.30
毛利（百万元）	175.56	263.26	645.77	773.37	928.08
平均毛利率	18.24%	17.78%	18.14%	18.36%	18.45%

来源：国金证券研究所

维持“买入”评级，给予 20.00 元目标价

- 公司目前股价对应 2012 年 21 倍 PE，相比另外 4 家 A 股上市连接器公司的平均估值水平有近 8%左右的折价（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）；考虑到电子板块整体估值水平下移，给予公司 20.00 元目标价，对应 2012 年 25 倍 PE，维持“买入”评级。

图表14：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	EPS一致预测（元）				PE				PEG	PB	ROE	净利率	毛利率	市值
		2010	2011	2012E	2013E	2010	2011	2012	2013						
航天电器	13.15	0.36	0.41	0.58	0.74	36.94	31.78	22.79	17.77	0.68	3.13	7.85%	17.76%	42.58%	43
中航光电	15.18	0.40	0.50	0.63	0.79	38.31	30.50	24.10	19.22	0.93	4.34	10.65%	10.17%	32.19%	61
立讯精密	31.00	0.44	0.98	1.64	2.18	69.80	31.60	18.90	14.22	0.39	4.39	10.71%	14.87%	22.14%	81
长盈精密	34.35	0.53	0.92	1.36	1.79	65.10	37.17	25.26	19.19	0.64	4.47	9.43%	21.06%	37.36%	59
中值						52.54	32.76	22.76	17.60	0.66	4.09	9.66%	15.97%	33.57%	
得润电子	16.80	0.29	0.57	0.80	0.99	56.98	29.66	21.05	16.93	0.65	3.19	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

图表15: 三张报告摘要

损益表 (人民币百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	1,510	3,559	4,212	5,030
增长率	55.1%	135.8%	18.3%	19.4%
主营业务成本	-1,220	-2,914	-3,439	-4,102
%销售收入	80.8%	81.9%	81.6%	81.6%
毛利	290	646	773	928
%销售收入	19.2%	18.1%	18.4%	18.4%
营业税金及附加	-6	-9	-11	-13
%销售收入	0.4%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-29	-62	-74	-90
%销售收入	1.9%	1.7%	1.8%	1.8%
管理费用	-88	-291	-333	-386
%销售收入	5.8%	8.2%	7.9%	7.7%
息税前利润 (EBIT)	167	285	355	439
%销售收入	11.0%	8.0%	8.4%	8.7%
财务费用	-23	-29	-35	-33
%销售收入	1.5%	0.8%	0.8%	0.7%
资产减值损失	-3	-7	-13	-14
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	141	249	308	393
营业利润率	9.3%	7.0%	7.3%	7.8%
营业外收支	4	5	7	10
税前利润	144	254	315	403
利润率	9.6%	7.1%	7.5%	8.0%
所得税	-24	-39	-48	-60
所得税率	16.4%	15.5%	15.3%	14.9%
净利润	121	214	267	343
少数股东损益	4	8	9	12
归属于母公司的净利润	116	207	257	331
净利率	7.7%	5.8%	6.1%	6.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	121	214	267	343
少数股东损益	0	0	0	0
非现金支出	54	93	146	165
非经营收益	23	40	43	35
营运资金变动	-236	-544	-396	-146
经营活动现金净流	-39	-197	60	397
资本开支	-186	-569	-369	-90
投资	-27	-1	0	0
其他	0	0	0	0
投资活动现金净流	-213	-570	-369	-90
股权募资	595	795	-20	0
债权募资	-113	571	4	-211
其他	-34	-44	-50	-45
筹资活动现金净流	448	1,322	-66	-255
现金净流量	196	556	-375	51

来源: 国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	358	914	538	589
应收款项	950	1,956	2,267	2,583
存货	251	596	876	1,006
其他流动资产	18	119	140	166
流动资产	1,578	3,584	3,821	4,345
%总资产	76.1%	78.5%	75.7%	78.7%
长期投资	0	1	0	0
固定资产	445	934	947	905
%总资产	21.4%	20.5%	18.8%	16.4%
无形资产	49	45	275	266
非流动资产	497	982	1,225	1,173
%总资产	23.9%	21.5%	24.3%	21.3%
资产总计	2,074	4,566	5,046	5,518
短期借款	293	871	874	663
应付款项	588	1,443	1,655	1,974
其他流动负债	32	91	107	128
流动负债	914	2,404	2,637	2,765
长期贷款	61	61	61	62
其他长期负债	6	0	0	0
负债	981	2,465	2,698	2,827
普通股股东权益	1,081	2,082	2,319	2,650
少数股东权益	13	20	29	41
负债股东权益合计	2,074	4,566	5,046	5,518

比率分析

	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标				
每股收益	0.568	0.798	0.993	1.276
每股净资产	5.266	8.030	8.945	10.221
每股经营现金净流	-0.189	-0.760	0.230	1.530
每股股利	0.050	0.000	0.000	0.000
回报率				
净资产收益率	10.78%	9.94%	11.10%	12.49%
总资产收益率	5.62%	4.53%	5.10%	6.00%
投入资本收益率	9.62%	7.93%	9.17%	10.95%
增长率				
主营业务收入增长率	55.14%	135.75%	18.33%	19.43%
EBIT增长率	59.74%	70.90%	24.80%	23.68%
净利润增长率	92.50%	77.58%	24.38%	28.61%
总资产增长率	48.00%	120.13%	10.50%	9.35%
资产管理能力				
应收账款周转天数	94.1	90.0	90.0	85.0
存货周转天数	69.9	75.0	75.0	75.0
应付账款周转天数	88.8	95.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	101.5	90.0	74.6	58.0
偿债能力				
净负债/股东权益	-0.33%	0.85%	16.91%	5.02%
EBIT利息保障倍数	7.3	9.7	10.1	13.3
资产负债率	47.29%	53.98%	53.46%	51.23%

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	1	2	8	9	15
买入	0	1	2	4	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.25	1.21	1.26	1.27

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-03-20	买入	18.20	21.38 ~ 21.38

来源：国金证券研究所

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

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金
融中心 34B