

高增长过后新空间依然巨大

得润电子（002055）调研简报

谨慎推荐（首次）

风险评级：一般风险

2012年6月4日

刘卓平

SAC 执业证书编号：
S0340510120003

研究助理：孔令峰

电话：0755-23616031
邮箱：klf@dgzq.com.cn

投资要点：

- 关于公司未来的发展规划和对市场的认识。公司属于技术型企业，靠技术增长。一直是以技术来获取市场份额，擅长从高端入手，逐渐扩大市场，公司目前注塑和五金连接器都有，注塑容易些，金属复杂，金属冲压难度都很大。家电连接器洗牌好久了，对公司来说这块业务还是非常稳定的，家电连接器已经夕阳，汽车连接器刚刚开始，公司有信心将家电的优势复制到汽车上。电脑目前很成熟，很难抢别人订单，只能从高端往低端走，从CPU和DDR往低端延伸，并且加大泰科的订单接收能力。电脑、通信、汽车、LED是公司目前扩产方向，未来军工、医疗、新能源方面都要进入。精密制造的趋势，国内兴起，市场非常大。国外制造业成熟，但是国内刚刚开始，精密制造是国内企业从低端走向高端制造的一个极佳机会，也是成长的一个很好的机会。
- 关于汽车电子领域的规划。汽车电子领域由于对产品的质量要求非常高，对安全性和稳定性要求很高，导致一直被泰科、富士康等国际巨头垄断，汽车电子是连接器市场最大的领域，公司目前已经通过在德国汽车连接器制造商Kromberg&Schubert合作切入高端汽车连接器领域，后欲收购在新加坡上市的国内公司天海电器（目前在审批阶段），天海电器是国内唯一能够切入该领域的本土公司，关于收购天海，公司也跟河南当地政府进行了多次交流，从政府方面来看，他们也是非常希望得润介入，一来可以依托天海这个上市公司做大招商引资，二来也不想失去上市公司这个平台。公司在汽车电子领域的规划是通过天海切入中低端领域，高端领域借助德国合资公司切入，汽车电子连接器20-30%的毛利率是可以实现的，线束的很低，但是量大，德国大众供应商资格证公司已经有了，只是还没量产，合资公司业务明年开始，明年才能贡献收入，定位高端汽车市场。
- 关于LED业务。公司在LED领域主要生产LED封装用连接器，与长盈精密的LED支架区别很大，公司的LED连接器属于国内第一家，做的是高端，LED连接器技术在韩国人手上，市场规模很大，现在做封装的LED企业都想做支架。从技术上来看，术业有专攻，不是封装企业能随便进来。以前只有台湾、韩国能做，主要是以背光为主，照明也能做，背光以小尺寸为主，大尺寸背光连接器主要韩国人在做，技术壁垒非常高，公司的LED连接器目前供不应求，毛利率在20%以上，今年收入实现爆发性增长（主要去年基数低），仍在持续扩产，今年目前月收入500-600万左右，毛利率至少20%以上。国内基本没有竞争对手。照明领域价格不高，

主要数据 2012年6月4日

收盘价(元)	7.88
总市值(亿元)	32.34
总股本(百万股)	410.44
流通股本(百万股)	401.66
ROE(TTM)	10.6%
12月最高价(元)	24.48
12月最低价(元)	7.36

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

补贴政策出来后机会还是有的，毕竟市场规模很大。今年 LED 收入 8000 万以上。产能扩产进程需要时间。现在进展较快，不断复制。产能第一步达到月产能 1000 万。客户是聚飞光电，瑞丰光电等，

关于天海。首先，天海是在新加坡上市的公司，新加坡给制造业的估值非常低，很便宜，市场很成熟，因此去成熟市场并购，从成本上来看，天海是非常好的标的。天海 2010 年营业收入 13 亿左右，净利润不到一个亿，去年由于其他非主业的拖累而现金流出现问题，天海有连接器和线束，天海连接器赚钱，线束亏损。公司只收购连接器、线束和汽车电子，其他业务不管。公司只收购河南的主体公司，天海其他海外的公司都是为了上市而新设的公司，在经营上没有任何意义，所以公司也不要，就只收他们的实体公司，至于他们把主业卖了以后是退市还是转行，都与公司无关。天海这几年线束方面业务比较多，盈利能力下降甚至亏损，未来改善空间很大。天海财务费用最近高企，很不正常，公司很有信息降低其费用率。如果天海当时选择在 A 股上市，会非常好，因为国内基本没有汽车电子，天海在汽车电子领域的优势太明显了，在 A 股会发展很好，并购后，天海的研发、人才和专利都会留下。实在不行砍掉线束，还是盈利七八千万没问题的。

关于 DDR 和 CPU 连接器。公司 DDR 和 CPU 连接器的技术是自己的，完全可以自己去开发相关客户，目前主要以接单泰科订单为主。目前 DDR 连接器月产能 4KK，年底能达到 6-8KK，在国内市场份额稳居第一，CPU 连接器方面，3 季度 2KK。目前只有富士康能够提供 PC 周边全面的产品，公司希望按照富士康的发展逻辑，不断扩展电脑周边的产品线，公司已经跟联想和戴尔取得初步合作，未来的战略是借助高端产品 DDR 和 CPU 切入下游客户的供应链，从而不断向低端抢占市场。加大从泰科 DDR 和 CPU 的接单能力。

关于超级本和其他业务。超级本机身太薄，可能不会用现有的 CPU 连接器（现在还不能确定），但是泰科已经在研发超薄连接器，使其模块化，非常受市场青睐。去年笔记本方面收入 2 亿左右，占比很小，FPC、FFC 等扁平的连接器和线束在超级本上都可以用得到，用在家电领域的 FPC 在超级本上一样能用。总体来看超级本对公司产品影响不大。手机连接器公司进度比较慢，公司认为手机连接器领域的盈利能力不如汽车电子和 PC 等市场，并且规模也非常小，公司重点不在手机连接器领域。USB3.0 公司已经在做了，家电领域的 USB 接口基本都是 3.0 的，电脑领域的也是逐步增高，USB 接口的转变涉及的整机整体的变更，包括主板线路的涉及等等，不仅仅是接口的改动。

关于家电业务和重庆基地。家电领域今年新增客户和现有客户份额的提升将是增长动力，今年家电领域收入增长 30%以上，TCL 今年的份额将明显提升，去年三季度开始产能瓶颈压力加大，产能转移至重庆，智能电视会增多连接器的使用，并且技术难度也增加，去年家电收入占到了公司总收入的 60-70%左右，家电市场经过了多年的洗礼，该淘汰的都出局了，目前非常稳定，公司也占国内几大厂商绝对的供应份额优势。重庆厂房成本和税收优惠都很大，公司目前在重庆先建厂房，并且家电连接器已经转移过去一部分了，重庆那边有海尔、美的等家电厂商以及其他电脑厂商，汽车电子方面天海本身就在重庆有产房，去重庆之前公司已经在重庆有工厂（给海尔等），先做家电，再做电脑，重庆未来将成为产业集中地，整机厂商过去后，配套厂商

业都会跟着过去。

首次给予谨慎推荐评级。我们认为公司未来的增长动力主要是电脑和汽车电子领域，电脑领域已经成功攻克技术难度最高的 DDR 和 CPU 连接器，汽车电子领域公司已经在高低端都布局完毕，未来随着整个精密制造向大陆的转移我们认为公司的发展空间巨大，考虑到公司收购天海一事尚需相关部门审批，我们在盈利预测中暂且不考虑天海影响。我们预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 0.38、0.46 和 0.58 元。对应当前股价的 PE 分别为 21、17 和 14 倍，考虑到公司在过去的两年里都实现了净利润 90% 以上的高增长，今年增速恐放缓，且公司并购天海有较大不确定性，我们首次给予谨慎推荐评级。

风险提示：并购天海受或有负债影响较大，消费电子升级换代对公司产品带来的替代性风险等。

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	1509.85	2038.29	2547.87	3057.44
营业总成本	1369.26	1840.39	2306.95	2757.18
营业成本	1220.32	1651.02	2063.77	2476.53
营业税金及附加	5.79	6.11	7.20	9.85
销售费用	28.96	40.77	50.96	61.15
管理费用	88.19	122.30	152.87	183.45
财务费用	22.97	13.53	24.06	13.37
资产减值损失	3.05	6.67	8.09	12.84
其他经营收益	0.00	0.07	0.10	0.06
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.07	0.10	0.06
其中 对联营和合营投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	140.58	197.97	241.01	300.32
加 营业外收入	5.32	4.29	4.09	4.57
减 营业外支出	1.62	1.99	2.17	1.93
利润总额	144.28	200.27	242.93	302.96
减 所得税	23.69	37.05	44.94	56.05
净利润	120.60	163.22	197.99	246.91
减 少数股东损益	4.11	6.01	7.29	9.09
归属于母公司净利润	116.48	157.21	190.70	237.82
最新总股本(万股)	20522.11	41044.21	41044.21	41044.21
基本每股收益(元)	0.57	0.38	0.46	0.58
市盈率(倍)	13.88	20.57	16.96	13.60

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