

镁好未来，拭目以待

宜安科技深度报告

评级: 买入-B

上次评级:

目标价格: 18.90 元

 期限: 6个月 上次预测:
 现价(2012年10月31日): 14.18元

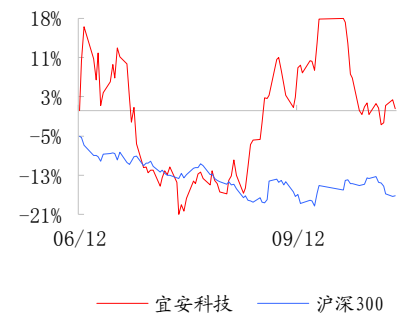
**报告日期: 2012年
10月31日**
报告关键点:

- 📖 3C产品的迅猛增长为轻合金压铸行业带来重大发展机遇;
- 📖 对标研究: 可成和嘉瑞都做对了什么?
- 📖 镁好未来, 拭目以待。

报告摘要:

- **宜安科技是国内具有完整产业链的轻合金精密压铸行业领先者。**公司专注于铝合金、镁合金等轻合金精密压铸件的研发、设计、生产和销售。核心竞争优势可归结为三点, 一是国内领先的轻合金精密压铸技术, 二是完整扎实的一体化产业链, 三是基于技术和产业链优势的优秀销售能力。这三点在有效激励的专业管理团队驱动下互相支撑, 彼此带动, 推动公司持续快速发展。
- **3C产品的迅猛增长为轻合金压铸行业带来重大发展机遇。**智能手机换机潮风头正劲, 平板电脑的高速增长毋庸置疑, 超级本虽短期推广低于预期, 但随着性价比的改善, 出货量将在四季度或明年放量, 这为国内相关产业链企业创造巨大商机。压铸镁合金以其优越性能将受益于以上3C产品的迅猛增长及其轻薄化、美观化的发展潮流, 在3C产品内部结构件和外壳领域具有巨大的市场潜能。
- **对标研究: 可成和嘉瑞都做对了什么?**可成科技是全球3C产品结构件的集大成者, 嘉瑞国际专注轻合金压铸市场30年, 这两家公司均受益于当前3C产品迅猛增长的浪潮, 发展势头强劲。通过对二者发展历程的归纳和比较, 我们认为他们做对了四件事: 一是预见潮流, 积极研发具有前景的生产工艺; 二是赌定趋势, 大刀阔斧地扩张产能; 三是坚决打入大客户供应链, 与大品牌共同成长; 四是推动“技术-订单-扩产-再融资”的良性循环。
- **镁好未来, 拭目以待。**参照可成和嘉瑞的成功要素, 宜安科技可谓初具牛股雏形。而且, 在业绩层面, 最坏的时候正在过去, 四季度将迎来单季业绩同比意义上的拐点; 估值层面, 随着公司下游逐渐向3C产品聚拢, 公司的成长性将获得系统性提升, 同时, 作为A股唯一的镁合金深加工企业, 公司还拥有独特的投资吸引力。
- **给予“买入-B”投资评级, 6个月目标价18.9元。**公司四季度的业绩增长主要依赖于Gopro、亚马逊、华为等订单开始供货; 谨慎起见, 明年的业绩增长我们只考虑在手订单的稳定增长。我们预计, 2012~2013年EPS分别为0.42元、0.63元; 同时, 我们给予2013年业绩30x的市盈率, 6个月目标价18.9元。
- **风险提示:** 1) 3C产业景气度下降; 2) 公司在3C产品结构件市场的推广受阻; 3) 产能投建进度不达预期; 4) 宏观经济持续低迷, 拖累公司传统压铸件订单。

总市值(百万元)	1,615.04
流通市值(百万元)	403.76
总股本(百万股)	112.00
流通股本(百万股)	28.00
12个月最低/最高	11.30/17.37元
十大流通股东(%)	41.12%
股东户数	4,605

12个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(12.76)	30.70	17.39
绝对收益	(15.08)	26.71	0.49

叶鑫

 021-68765363
 执业证书编号

衡昆

 010-66581658
 执业证书编号

行业分析师

 yexin@essence.com.cn
 S1450511090002

首席行业分析师

 hengkun@essence.com.cn
 S1450511020004

报告联系人
齐丁

 010-66581768
 qiding@essence.com.cn

前期研究成果
财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	273	322	319	598	881
Growth(%)	22.1%	17.9%	-0.9%	87.3%	47.4%
净利润	49	55	47	71	90
Growth(%)	27.0%	13.6%	-14.4%	48.9%	27.6%
毛利率(%)	32.2%	31.4%	30.6%	29.9%	28.6%
净利润率(%)	17.9%	17.2%	14.9%	11.8%	10.2%
每股收益(元)	0.44	0.50	0.42	0.63	0.81
每股净资产(元)	1.54	2.04	5.27	5.78	6.42
市盈率	33.1	29.1	34.0	22.8	17.9
市净率	9.3	7.1	2.7	2.5	2.2
净资产收益率(%)	28.2%	24.3%	8.0%	10.9%	12.5%
ROIC(%)	57.7%	48.3%	27.0%	11.9%	13.9%
EV/EBITDA	19.9	18.7	29.4	17.6	13.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%	1.1%

目录

1. 宜安科技：国内轻合金精密压铸行业的领先者.....	5
1.1. 公司概况	5
1.2. 核心竞争优势.....	6
2. 3C 产品的迅猛增长为轻合金压铸行业带来重大发展机遇	7
2.1. 智能手机：换机潮风头正劲，国产机迅猛崛起.....	7
2.2. 平板电脑、超级本：改朝换代的力量.....	9
2.2.1. 平板电脑：高速增长毋庸置疑，群雄并起为相关产业链企业创造更多商机.....	9
2.2.2. 超级本：短期推广低于预期，但中长期内将掀起 PC 新一轮的换机浪潮.....	10
2.3. 压铸镁合金将受益于 3C 产品轻薄、美观的发展潮流.....	12
2.3.1. 压铸镁合金：3C 产品轻薄化、美观化的宠儿	12
2.3.2. 压铸镁合金在 3C 产品结构件细分市场上具备巨大的推广潜力.....	14
3. 对标研究：可成和嘉瑞都做对了什么？	17
3.1. 可成科技：全球 3C 产品结构件的集大成者.....	17
3.2. 嘉瑞国际：专注轻合金压铸市场，在 3C 产品迅猛增长中崛起.....	21
3.3. 他们都做对了什么？	24
3.3.1. 预见潮流，积极研发具有前景的生产工艺.....	24
3.3.2. 赌定趋势，大刀阔斧地扩张产能.....	24
3.3.3. 坚决打入大客户供应链，与大品牌共同成长.....	24
3.3.4. 推动“技术-订单-扩产-再融资”的良性循环.....	25
4. 镁好未来，拭目以待.....	25
4.1. 初具牛股雏形.....	25
4.1.1. 镁合金压铸技术布局前瞻性强，薄壁镁合金正逢其时.....	25
4.1.2. 积极拓展 3C 产品结构件市场，并初见成效.....	27
4.1.3. 募投产能逐步释放，有望开启“技术-订单-扩产-再融资”良性循环.....	28
4.2. 业绩：最坏的时候已经过去，四季度迎来单季业绩同比增速拐点.....	29
4.3. 估值：估值系统性提升的窗口正在来临.....	30
5. 盈利预测和投资评级.....	31
5.1. 关键假设	31
5.2. 盈利预测和投资评级.....	31
6. 风险提示	32

图目录

图 1: 公司主营收入构成(按金属种类, 2012Q2)	5
图 2: 公司主营收入构成(按终端产品, 2011 年)	5
图 3: 以客户订单驱动的完整产业链条	5
图 4: 公司的核心竞争优势	6
图 5: 全球手机用户数和普及率逐年攀升	7
图 6: 全球智能机出货量高速增长, 渗透率快速提升	7
图 7: 全球主要智能手机厂商出货量预测(百万台)	8
图 8: 国内品牌智能手机出货量及其全球份额变化	8
图 9: 全球传统 PC 市场步入成熟期, 增速放缓	9
图 10: 全球 PC 前五大厂商市场份额基本稳定	9
图 11: 全球平板电脑出货量仍将高速增长	10
图 12: 全球主要平板电脑厂商市场份额的变化情况	10
图 13: 国内平板电脑增长也较为迅猛	10
图 14: 国内品牌纷纷跟进, 与苹果、三星争夺市场	10
图 15: 目前超级本的主要性能指标	11
图 16: 与相关产品均价水平相比, 超级本并不占优	11
图 18: 微软和英特尔的新一代“操作系统+芯片”组合将为超级本提升用户体验	11
图 18: 目前超级本的成本结构	12
图 19: 惠普低价超级本与主流配置的成本比较	12
图 20: 各大 PC 厂商在 2012 年纷纷推出超级本品牌	12
图 21: “win8+IVB+低价”将促使超级本于 Q4 放量	12
图 22: 镁合金兼具结构、功能、环保材料的优良特性	13
图 23: 在镁合金成形工艺中, 压铸是 3C 产品镁合金结构件最为适合的工艺	14
图 24: 3C 产品结构件细分市场中技术替代的大致趋势一览	15
图 25: 手机内部结构件中, 镁合金替代传统的工程塑料是大势所趋	16
图 26: 3C 产品外壳采用镁合金材质是非常值得重视的趋势	17
图 27: 09 年以来, 可成的营业收入快速增长	18
图 28: 可成的毛利率自 2011 年以来重回 40%以上	18
图 29: 可成的产能分布和扩张进程(2001~)	18
图 30: 可成在 CNC 一体加工厂商中拥有产能优势	18
图 31: 可成科技具有完整的 3C 产品结构件技术布局	19
图 32: 嘉瑞国际收入和净利润增速(2004~)	21
图 33: 嘉瑞国际分产品收入同比增速(2004~)	21
图 34: 嘉瑞产品结构变化趋势(按终端用途, 2004~)	22
图 35: 嘉瑞产品结构变化趋势(按金属种类, 2004~)	22
图 36: 嘉瑞分产品的毛利率水平	22
图 37: 嘉瑞的产能分布及投建进程(1988~)	22
图 38: 公司“薄壁—车用—医用”的镁合金技术布局	26
图 39: 目前公司的专利情况一览(截至 2012Q2)	26
图 40: 专利研发逐渐向镁合金压铸设备及产品倾斜	26
图 41: 公司 2012 年上半年镁制品收入增长显著	27
图 42: 2012 年上半年, 镁合金毛利润占比增长显著	27
图 43: 上半年内销增速显著得益于手机结构件	27
图 44: 手机结构件订单对冲了上半年出口的下滑	27
图 45: 公司收入和净利润的变化趋势	29
图 46: 公司综合毛利率的变化趋势	29
图 47: 公司分产品毛利率变化趋势	30
图 48: 公司费用率的变化趋势	30
图 49: 公司主营收入构成的变化趋势(按产品类型)	30

图 50: 公司主营收入构成的变化趋势 (按金属种类)	30
图 51: 宜安科技上市后的 P/E 变化趋势 (TTM)	31

表目录

表 1: 宜安科技主要管理层持股情况.....	6
表 2: “中华酷联”为代表的国内主流智能手机品牌发展态势.....	8
表 3: 镁合金与其他结构件材料的性能比较.....	13
表 4: 主要 3C 终端产品市场成长性和结构变化趋势.....	15
表 5: 各种机壳材料的技术参数比较 (以笔记本电脑机壳为例)	16
表 6: 各种机壳材料的价格比较 (以笔记本电脑机壳为例)	16
表 7: 可成科技重要发展历程概览.....	19
表 8: 嘉瑞的技术布局.....	22
表 9: 嘉瑞国际发展历程概览.....	23
表 10: 宜安科技目前在 3C 产品结构件市场的拓展进度和前景一览.....	28
表 12: 宜安科技募投项目概况.....	28
表 12: A 股可比上市公司估值比较.....	32

1. 宜安科技：国内轻合金精密压铸行业的领先者

1.1. 公司概况

宜安科技是国内具有完整产业链的轻合金精密压铸行业领先者。公司位于广东省东莞市清溪镇，自 1993 年 5 月成立以来，一直专注于铝合金、镁合金等轻质合金精密压铸件的研发、设计、生产和销售。公司具有多元化的产品结构，主要涉及高端电器、3C 产品、电动工具、工业配件、LED 产品、汽车零部件等领域。

公司拥有完整的产业链条，具备为客户提供模具设计制造、压铸成型、精密 CNC 加工、喷涂、检测等一体化的服务能力，并建立严格的质量管理和环境保护体系。同时，公司在轻合金精密压铸领域拥有多项国内领先的核心技术专利，尤其是在镁合金精密压铸方面具有独特的技术创新优势，先后参与了多项国家标准和多项行业标准的起草制定，并荣获外资企业升级转型奖、广东省自主创新 100 强企业等多项荣誉称号。

在此基础上，公司积极拓展核心用户群，开发高端新产品，形成了“以国际知名客户为依托、以关键核心技术为保障、以优质高端精密产品为导向”的发展格局。

图 1：公司主营收入构成(按金属种类，2012Q2)

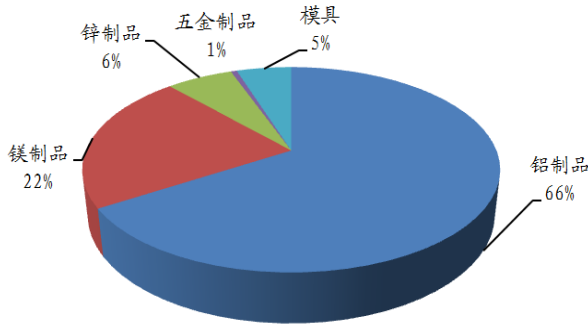
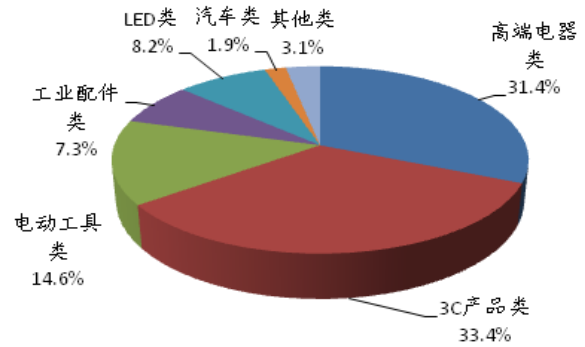


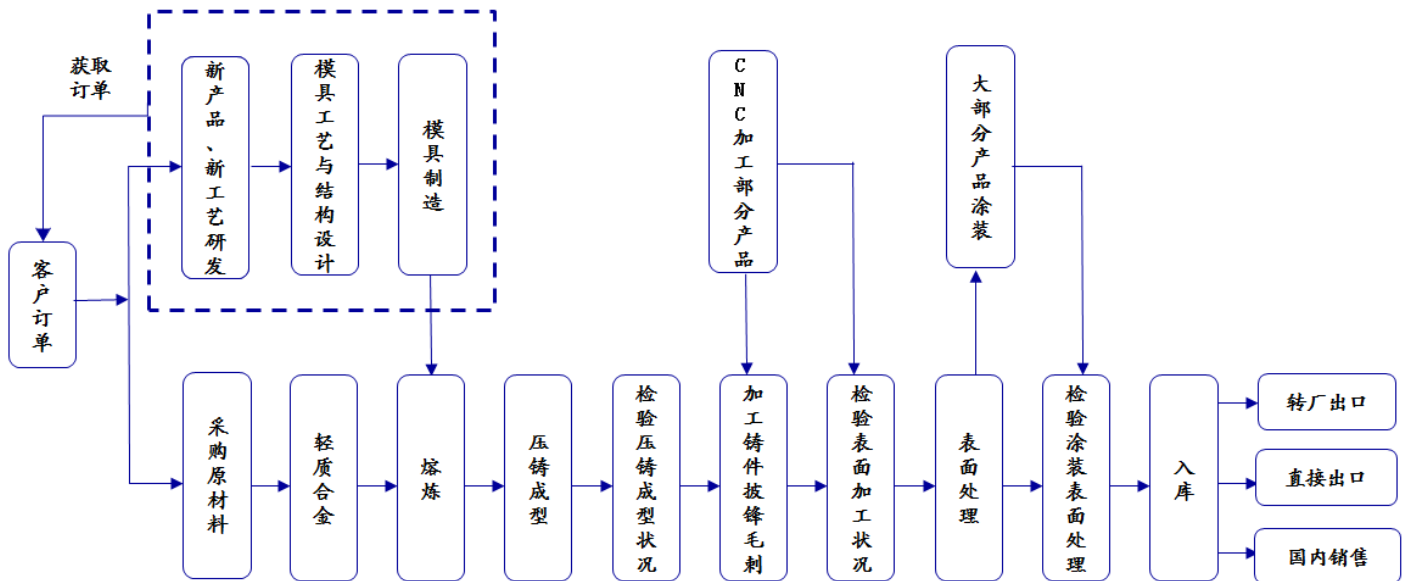
图 2：公司主营收入构成(按终端产品，2011 年)



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 3：以客户订单驱动的完整产业链条

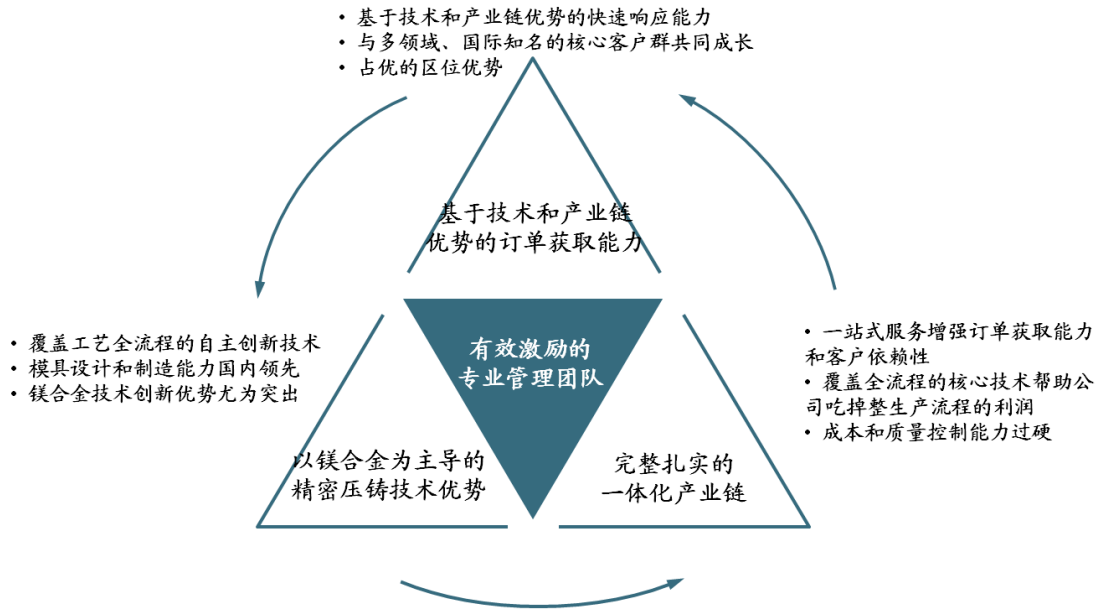


资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 核心竞争优势

公司的核心竞争优势可归结为三点：一是国内领先的轻合金精密压铸技术，二是完整扎实的一体化产业链，三是基于技术和产业链优势的优秀销售能力。三大优势互相支撑，彼此带动，在公司简明的股权设计、有效激励的专业管理团队的驱动下，不断通过技术创新和产业链优势争取客户、获取订单，又在为市场提供一站式服务的基础上不断积累和研发新技术、再融资、拓展产品线，为进一步的市场推广提供新一轮动力，从而形成持续发展、不断壮大的良性循环。

图 4: 公司的核心竞争优势



资料来源：安信证券研究中心

表 1: 宜安科技主要管理层持股情况

姓名	公司任职	公司服务年限	持有股东的股权情况	间接持股比例
李扬德	董事长	19 年	持有宜安实业 99.999% 的股权	59.06%
曾卫初	副董事长	19 年	持有宜安实业 0.001% 的股权	0.0006%
			持有港安控股 23.8095% 的股权	0.94%
黄明	财务总监	7 年	持有港安控股 23.8095% 的股权	0.94%
谢善恒	销售总监	12 年	持有港安控股 23.8095% 的股权	0.94%
张春联	董事会秘书	16 年	持有中安咨询 25% 的股权	0.94%
杨浩丹	总经理	19 年	持有中安咨询 25% 的股权	0.94%
汤铁装	生产总监	18 年	持有中安咨询 25% 的股权	0.94%
李卫荣	技术总监	10 年	持有中安咨询 25% 的股权	0.94%

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

公司管理团队专业、稳定，间接持股，股权平均，激励和约束机制较为完善。

2. 3C 产品的迅猛增长为轻合金压铸行业带来重大发展机遇

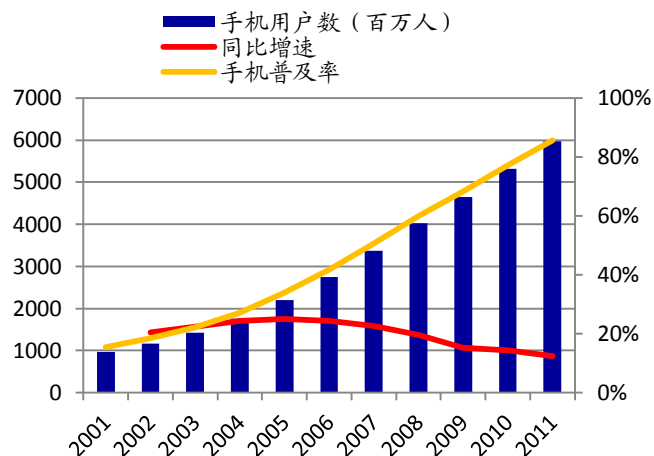
2.1. 智能手机：换机潮风头正劲，国产机迅猛崛起

手机保有量仍有较大增长潜力，未来四年料将实现至少 10% 的年均增速。国际电信联盟 ITU 报告显示，自 2001 年以来，手机用户数取得年均复合增速 20% 的迅猛增长，2011 年全球手机保有量已达 59.8 亿，普及率 86.7%，但发展中国家手机普及率只有 79% 的水平，仍有较大提升空间。另据世界银行预测，到 2015 年世界上将有人口 75 亿，手机数将达到近 90 亿部，普及率可达 120%。据此我们预计，未来 4 年手机保有量将至少实现约 10% 的年均增速。

智能手机换机潮风头正劲，渗透率仍有广阔提升空间。Gartner 的数据显示，2007~2011 年，随着苹果手机引爆市场，智能手机出货量放量增长，年均复合增速高达 40%，渗透率则从 10.6% 升至 2011 年的 26.6%，2013 年有望提升至 43.3%。分地区来看，发达经济体的渗透率为 52.5%，且仍在快速提升，而以中国为代表的发展中经济体的渗透率还不到 20%，国内渗透率仅有 14%，未来具有广阔的提升空间。

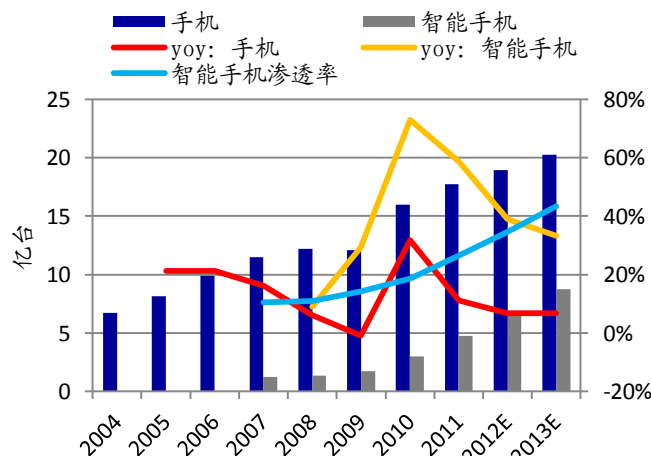
换机的动力主要来自以下三点：一是信息技术进步。即手机硬软件技术的迅猛发展，使得智能机的硬软件性能快速增强，成为实现各种用户体验的理想终端；同时，3G 的普及以及移动互联网的快速发展，尤其是 iPhone 催生的 App 应用生态系统的逐渐壮大，使得智能机的用户体验不断取得惊人改进；二是消费者偏好。功能机时代，手机主要作为一种通信工具，然而到了智能机时代，手机的消费属性越来越强，消费者千差万别且不断变换的需求面对当下琳琅满目且日新月异的智能机市场，手机的更新换代频率自然提高，目前的替换周期大约为 1.5 年~2 年。三是激烈的市场竞争和技术演进所带来的性价比的改善，使得智能机的吸引力越来越强。

图 5：全球手机用户数和普及率逐年攀升



数据来源：ITU，安信证券研究中心

图 6：全球智能机出货量高速增长，渗透率快速提升



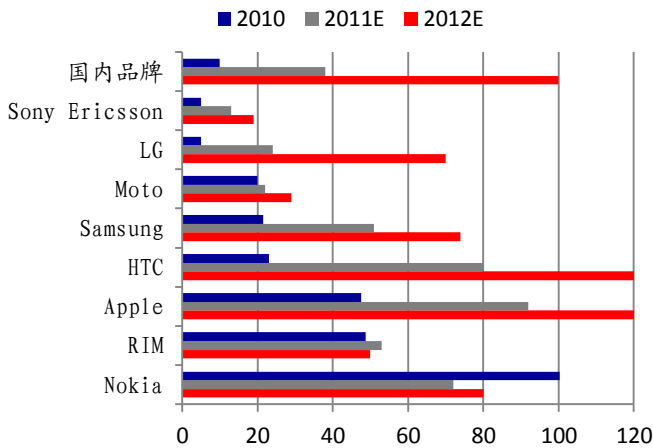
数据来源：Gartner，安信证券研究中心

国产智能机迅猛崛起，为国内手机产业链相关上市公司创造越来越多的发展机遇。从行业结构看，诸如 Windows、iOS 和 Android 的平台操作系统以及高通、MTK、Marwell、展讯、STE 等芯片厂商均具有一定的相互竞争性，使得智能手机的上游核心技术并不像 PC 产业那样被牢牢垄断在 Windows 和 Intel 联盟中，这使得下游手机制造商可以较为自由地选择上游解决方案，从而降低手机制造行业的门槛。尤其是高通、MTK 等低端智能机解决方案为国内各大手机厂商进军中低端智能机市场创造了绝佳条件。

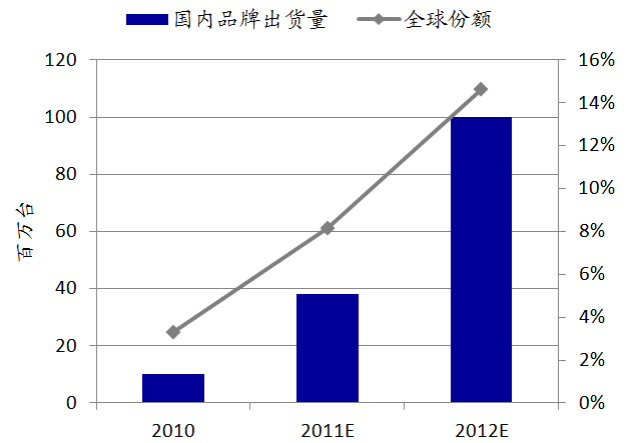
从竞争优势看，由于智能机解决技术的可得性较强，凭借对市场需求的反应性、对本土消费者偏好的深刻理解等优势，国产机较之国外品牌更接地气。从推广策略看，国产机与电信运营商协同推出的购机套餐对于国内中低端手机市场极具吸引力，为迅速抢占市场提供重要支持。

据 Digitimes 预测, 2012 年国内品牌智能手机出货量将达到 1 亿部, 全球份额有望升至 15%。另据 Canals Research 的最新数据, 2012 年 2 季度, 全球智能手机出货量 1.58 亿部, 中国市场占比达 27%, 位居世界第一。海外手机厂商在中国市场的智能机出货量为 1670 万部, 同比增速 67%; 相比之下, 中国本土智能机的总出货量为 2560 万部, 增长更为迅猛, 同比增速高达 518%, 已占中国智能机市场整体出货量的 60%。

图 7: 全球主要智能手机厂商出货量预测 (百万台) 图 8: 国内品牌智能手机出货量及其全球份额变化



数据来源: Digitimes, 安信证券研究中心



数据来源: Digitimes, 安信证券研究中心

具体来看, 中兴、华为面临移动互联网发展和运营商管道化的行业趋势, 将智能手机作为发展的新契机, 凭借其在国内以及新兴市场国家电信运营商的良好关系, 重点推广千元 3G 智能手机, 迅速抢占低端份额, 并积极冲击中高端市场。IDC 数据显示, 2012 年 2 季度中兴稳居全球手机出货量第四, 并跃升为全球智能手机出货量第五, 而华为则稳居中国市场第三, 仅次于占据国内中高端品牌主流的苹果和三星。其他国内传统功能手机品牌如酷派、联想、金立、OPPO、步步高等也纷纷向智能手机转型, 凭借已有的品牌和渠道优势, 使得销量快速增长。

可以说, “中华酷联”为代表的国内品牌正在向目前占国内智能机市场 40% 左右的苹果、三星强势进攻, 并与其一同掀起国内史无前例的智能手机换机潮, 这将为国内手机产业链的相关上市公司创造越来越多的发展机遇。

表 2: “中华酷联”为代表的国内主流智能手机品牌发展态势

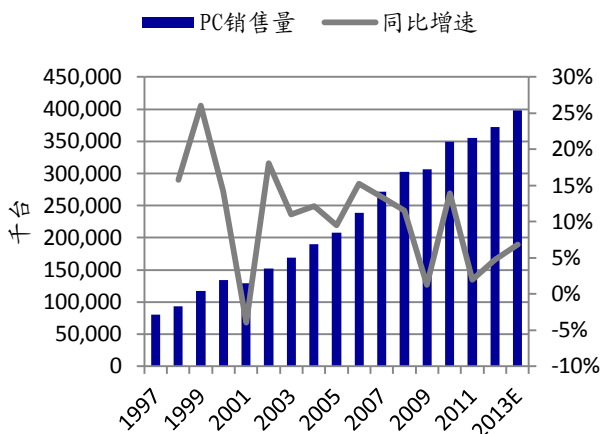
国内主流智能手机品牌	国内智能手机出货量 (万台)		国内智能手机市场份额		发展战略
	2011	2012E	2011	2012E	
华为	2000	6000	16%	12%	已占据国内低端智能机市场主流, 为提高毛利率进入中高端市场, 如华为的 Ascend、中兴的 Grand 系列, 但面临三星等国际品牌在高端市场的阻击和对低端市场的冲击;
中兴	1500	4000	11%	9%	
酷派	600	1200	3%	8%	与联发科合作, 在低端机市场争夺份额
联想	600	1100	3%	8%	向智能手机转型, 2012 年智能机占手机出货量 70%
合计	4700	12300	33%	37%	

资料来源: 公司网站, Digitimes, 安信证券研究中心

2.2. 平板电脑、超级本：改朝换代的力量

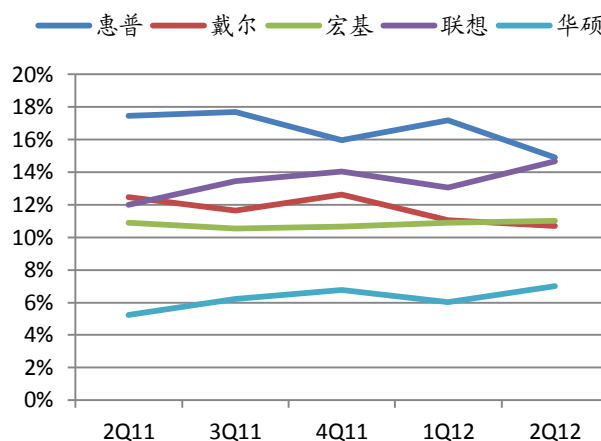
传统 PC 已经步入成熟期，增速放缓，竞争格局稳定。传统 PC 在上世纪 90 年代末的快速扩张之后，增速平台逐年下沉，台式机已开始萎缩，笔记本只能取得微弱的增长，在没有新产品刺激的情况下，行业需求只能依靠机器的更新换代，且一旦经济不景气，换机需求还会受到较大抑制。同时，竞争格局也较为稳定，全球前五大厂商市场份额基本保持稳定，各大厂商的战略方向逐渐向智能手机、平板电脑、超级本、软件服务等领域转移。

图 9：全球传统 PC 市场步入成熟期，增速放缓



数据来源：IDC，安信证券研究中心

图 10：全球 PC 前五大厂商市场份额基本稳定



数据来源：IDC，安信证券研究中心

2.2.1. 平板电脑：高速增长毋庸置疑，群雄并起为相关产业链企业创造更多商机

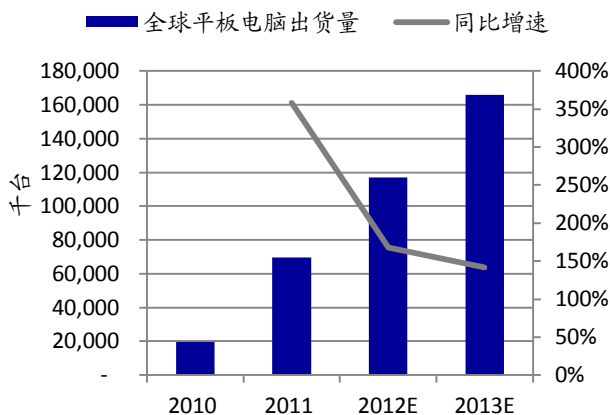
高速增长毋庸置疑，未来五年仍将保持 30% 的年均增速。自苹果推出 iPad 后，平板电脑一跃成为时尚消费类电子产品的先锋，出货量爆发式增长。据 IDC 最新预测，在 2011 年 6,978 万全球出货量的基础上，2012 年将达到 1.17 亿台，同比增速 168%；到 2016 年，则将升至 2.614 亿台，5 年年均增速仍保持在 30%。

三大软硬件生态系统的竞争以及国内平板电脑品牌的成长，将为国内相关产业链公司创造更多商机。从全球市场份额看，苹果一家独大的局面短期内无可撼动，最近几个季度的市占率基本保持在 60% 以上，而采用谷歌 Android 系统的三星、亚马逊、巴诺等品牌却成绩平平，市占率大致在 36% 左右，为扭转颓势，谷歌在 7 月发布同华硕等品牌联名的 Nexus，试图提升份额。而微软的 Surface 的随后加入，则显示微软试图通过打造 win8 软硬件生态系统与苹果、谷歌抗衡的雄心。

从国内市场看，出货量增速与全球水平相当，市占率方面，虽然同样是苹果一家独大，占据七成份额，但国内品牌，诸如联想、壹人壹本等也拥有一席之地，分别占有 10.52% 和 3.61%，甚至位于三星之前。我们认为，类似于智能手机的市场格局，随着国际平板电脑操作系统寡头的竞争趋于激烈，国内平板电脑厂商的进入门槛将会降低，这便于具有本地化优势的国内平板电脑品牌的推广。

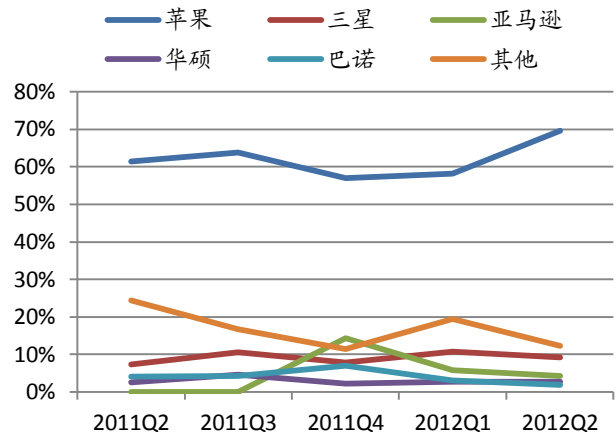
总体来说，越来越多不同的软硬件生态系统的竞争加剧，越来越多本土品牌的壮大，将为国内相关产业链公司创造更多差异化的商机，并提高自身的议价能力。

图 11: 全球平板电脑出货量仍将高速增长



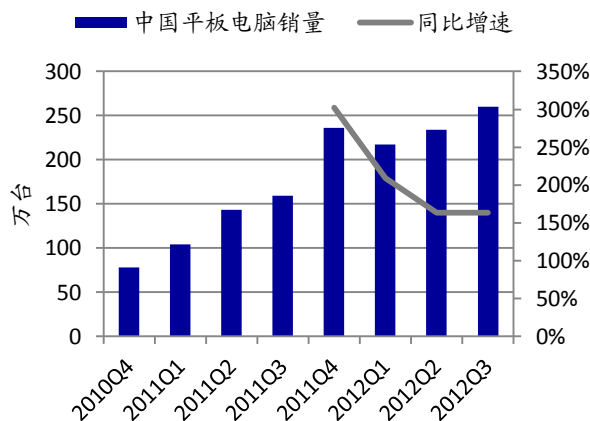
数据来源: IDC, 安信证券研究中心

图 12: 全球主要平板电脑厂商市场份额的变化情况



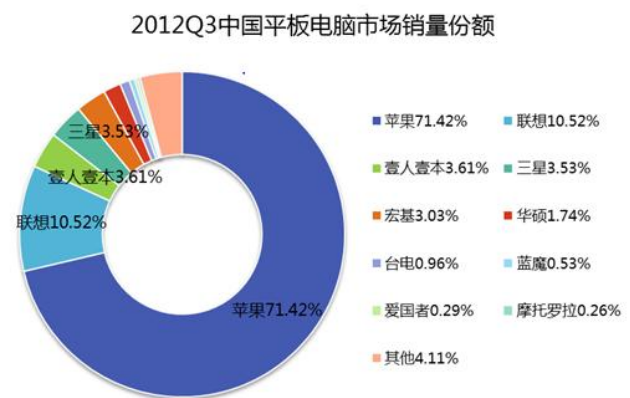
数据来源: IDC, 安信证券研究中心

图 13: 国内平板电脑增长也较为迅猛



数据来源: 易观国际, 安信证券研究中心

图 14: 国内品牌纷纷跟进, 与苹果、三星争夺市场



数据来源: 易观国际, 安信证券研究中心

2.2.2. 超级本: 短期推广低于预期, 但中长期内将掀起 PC 新一轮的换机浪潮

短期推广低于预期, 源于性价比吸引力不强。自 Intel 在 2011 年 6 月在 Computex 展会上提出 Ultrabook 概念后, 各家 PC 厂商纷纷推出 Ultrabook 产品及 Ultrabook-like 产品。2012 年初, 市场对超级本出货量的增长寄予厚望, iSuppli、TrendForce 预测 2012 年超级本出货量分别为 2015 万台和 2200 万台, NB 渗透率为 9.6% 和 12%, iSuppli 甚至预测 2013 年出货量为 6100 万台, NB 渗透率达到 28%, 到 2015 年升至 43%。

但是, 2012 年已经进入最后一个季度, Ultrabook 的表现依然没有起色。虽然英特尔仍坚持其目标, 计划让超极本今年底占到总体消费笔记本市场的 40%。但 iSuppli 认为, 2012 年英特尔实现不了这个目标, 第四季度出货量将只会达到 540 万台。而且 iSuppli 将出货量预期从 2200 万台减为 1030 万台, 另外对 2013 年的出货量预测也从 6100 万台降到 4400 万台。

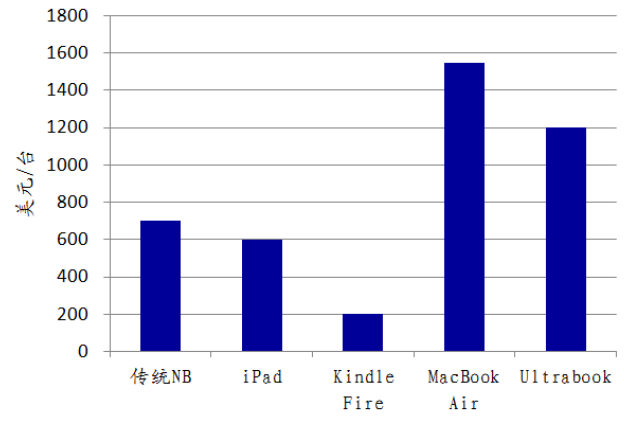
超级本遇冷的主因是其目前的性价比吸引力不强。一是与当前大行其道的平板电脑、智能手机相比, Ultrabook 在性能方面尚未发掘到让消费者足够兴奋的创新点使其成为市场主流, 二是其居高不下的价格, 尤其是在当前低迷的宏观环境中让消费者望而却步。当然, Intel 入门级 IVB 处理器推迟上市也一定程度上影响了超级本上半年销量。

图 15: 目前超级本的主要性能指标

指标	要求
轻薄	重量不超过1.5公斤, 厚度不超过2厘米(13英寸或更低不超过1.8厘米,14英寸或更高不超过2.1厘米)
厚度	不超过2厘米
续航	8小时
核心技术一: Rapid Start Technology	利用高速闪存, 使PC从休眠状态中快速恢复(7秒内启动)
核心技术一: SRT混合硬盘加速	采用SSD固态硬盘或将其作为机械硬盘的缓存以提高整体性能
核心技术二: Smart Connect Technology	PC在休眠状态下也能定期访问邮件服务器和SNS获取更新, 从睡眠状态恢复后即可看到同步后状态
处理器	采用低电压处理器(17W或更低)
价格	1000美元以内

数据来源: 市场信息整理, 安信证券研究中心

图 16: 与相关产品均价水平相比, 超级本并不占优



数据来源: 市场信息整理, 安信证券研究中心

随着性价比的逐步改善, 超级本出货量将在四季度和明年开始放量。性价比的改善主要来自两个动力: 一是改善性能, Intel 对超级本芯片的更新换代和 Win8 操作系统的推出将大幅提升超级本性能。首先, 从 2011 年发布第一代 32nm 制程的 Sandy-bridge 芯片后, Intel 又在今年 5 月发布第二代 22nm 制程 Ivy-Bridge 芯片, 性能提升 30%, 功耗和发热量降低 20%; 考虑到公司明年将推出第三代 Haswell, 芯片性能将进一步提升。同时, 微软近期已推出 Win8 操作系统, 有效解决 Win7 不支持多点触控、触摸功能兼容性差的问题。我们认为, 以上两者的结合将成为提升超级本性能和用户体验、点燃消费者热情的催化剂。

图 17: 微软和英特尔的新一代“操作系统+芯片”组合将为超级本提升用户体验



资料来源: 安信证券研究中心

二是降价。据 iSuppli 预计, 超级本价格需要降到 600 美元左右, 才能达到成为主流产品所需的规模。如果搭载了 Win 8 的超级本明年接近 600~700 美元, 则 2013 年销量大增的可能性就非常大。如果达不到这样的价格水准, 新增功能特点将导致其保持在 1000 美元左右, 2013 年销量将继续难以抗衡平板电脑和智能手机等价格较低的产品。由此可见, 超级本降价是其生存发展的必由之路。

降价的动力主要来自成本占比较高的硬盘、CPU 和机壳等关键零组件。硬盘方面, 由于闪存芯片占其成本的 70%~80%, 今年下半年大规模量产的 NAND 闪存工艺将为其降低成本; 另外, 目前越来越多的超级本都通过“混合硬盘”, 即小容量的固态硬盘和标准硬盘组合在一起来压低成本。CPU 方面, 目前各厂商多用常规的 i3 处理器替代 i5 IVB 来暂时拉低成本。机壳方面, 金属机壳供货吃紧且价格昂贵, 多元或混搭材质将成为趋势, 一体成型制程可能更多用于高端产品, 而中低端的产品则更多采用玻纤、碳纤维、ABS 塑料、铝、镁合金压铸或冲压等材料。

今年9月20日，全球市占率第一的PC厂商惠普启动“全民超级本”战略，并发布新款超级本Pavilion 14/15，最低3999元，这是主流厂商首次将超级本做到4000元内，这一方面证实了我们对超级本未来降价趋势的判断，另一方面从其零组件配置看，也基本符合我们对高价超级本降价途径的判断。

图 18: 目前超级本的成本结构

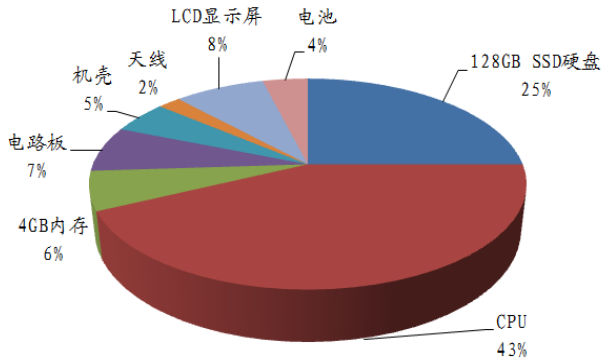


图 19: 惠普低价超级本与主流配置的成本比较

	HP Pavilion	主流Ultrabook
CPU (OEM价)	105 (低电压i3 IVB)	150 (i5 IVB 处理器)
硬盘	80 (32G+500G混合硬盘)	220 (240G SSD硬盘)
机壳	15 (ABS工程塑料)	50 (铝合金一体成型)
电池	22 (薄形锂电池)	30 (高分子电池)
轴承	1.5	5.5 (中空轴承)
面板	43 (1366×768分辨率)	48 (超薄面板, Hinge-up组装)
BOM+组装成本	495	744
售价	635 (折合3998元)	954 (折合6009元)

数据来源: Trendfocus, 安信证券研究中心

数据来源: 市场信息整理, 安信证券研究中心

图 20: 各大 PC 厂商在 2012 年纷纷推出超级本品牌

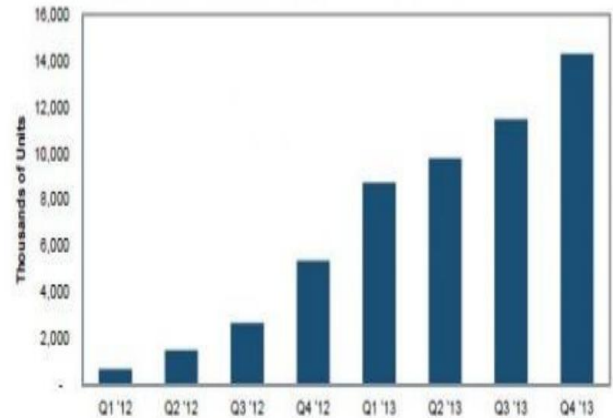
Figure-2 2012 Ultrabook Product Specifications

	HP	Samsung	Dell	Lenovo	acer	ASUS	Vizio
Brand	HP	Samsung	Dell	Lenovo	acer	ASUS	Vizio
Product Name	Spectre	Series 5	XPS 13	ThinkPad T490u	Aspire S5	UX 21	Unknown
Panel size	14"	13.3"/14"	13.3"	14	13.3"	11.6"	14"
Memory	4GB	4GB/8GB	4GB	Up to 8GB	Unknown	4GB	N.A
CPU	Core i5/i7	Core i5	Core i3/i5/i7	Ivy Bridge CPU	Ivy Bridge CPU	Core i3/i5/i7	N.A
Storage(GB)	128/256 SSD	500GB HDD+16GB SSD, SSD 128GB(13")	128/256 SSD	1TB HDD + 128 SSD	Unknown	128/256 GB	N.A
Battery	Polymer	Polymer	Polymer	Polymer	Polymer	Polymer	N.A
Casing	Aluminum	Aluminum	Aluminum	Aluminum	Aluminum	Aluminum	N.A
ODM	Quanta	in-house	Quanta	Quanta	Compal	Pegatron Compal	Quanta
Thickness(mm)	20	17.6/20.9	18	20	15	3-17	N.A
Weight(Kg)	1.7	1.8	1.3	1.8	1.35	1.2	N.A
MSRP(USD)	1399	899-1099	1000	849	>1000	899	Low price target
MP	Feb'12	Jan'12	Feb'12	3Q12	2Q12	Sep	2Q12

Source: Trendfocus, Mar. 2012

数据来源: Trendfocus, 安信证券研究中心

图 21: “win8+IVB+低价” 将促使超级本于 Q4 放量



数据来源: iSuppli, 安信证券研究中心

2.3. 压铸镁合金将受益于 3C 产品轻薄、美观的发展潮流

2.3.1. 压铸镁合金: 3C 产品轻薄化、美观化的宠儿

镁合金是 3C 产品轻薄化、美观化的宠儿，兼具结构、功能和环保材料的优良特性。由于以智能手机、平板电脑、超级本等为代表的 3C 产品正在向轻薄化、美观化的方向发展，材质金属化将是大势所趋，而镁合金、铝合金正是这一趋势的宠儿，尤其是镁合金由于其一系列的优越性能更受追捧。

镁合金按照成分分类，可分为 Mg-Al、Mg-Zn、Mg-RE、Mg-Li 等多种合金系列，而由于含量为 8%~9%的铝会使镁合金的铸造和力学性能取得最大程度的改善和兼顾，压铸工艺通常都采用 Mg-Al 合金，也就是我们一般所说的“镁铝合金”。另外，在 Mg-Al 合金基础上，为了进一步改善其机械性能（抗拉强度、延展性等）、导热性、流动性、耐腐蚀性以及阻燃性等，一般还会再添加一些微量的 Zn、Mn、Be 以及稀土等元素。

镁合金兼具结构材料、功能材料和环保材料的优良特性，是 3C 产品结构件的理想材质。从结构材料角度看，镁合金质轻，密度是铝的 64%，钢的 23%，钛的 40%，比强度高；同时具有易于加工成形和优良的切削性能，目前最薄可以加工到 0.3mm 的厚度，且切削速度大于其他金属，压铸速度比铝高，压铸模熔损少，使用寿命长。

从功能材料角度看，镁合金散热快，抗电磁干扰能力强，不需做导电处理就能获得很好的屏蔽效果，而且目前的工艺可以做到对手机、Wifi 信号不屏蔽；同时，其散热性好，可以及时散出器件运行产生的热量，提高器件的工作效率和使用寿命，良好的阻尼减震性能也对内部器件具有保护作用。再加上镁合金节能环保无毒，与塑料相比，可 100%回收，其能耗为新料价格的 4%。可以说，随着 3C 产品对于“轻、薄、美观、电磁屏蔽、散热性、节能环保”等特性要求越来越高，镁合金正是符合以上要求的理想材质。

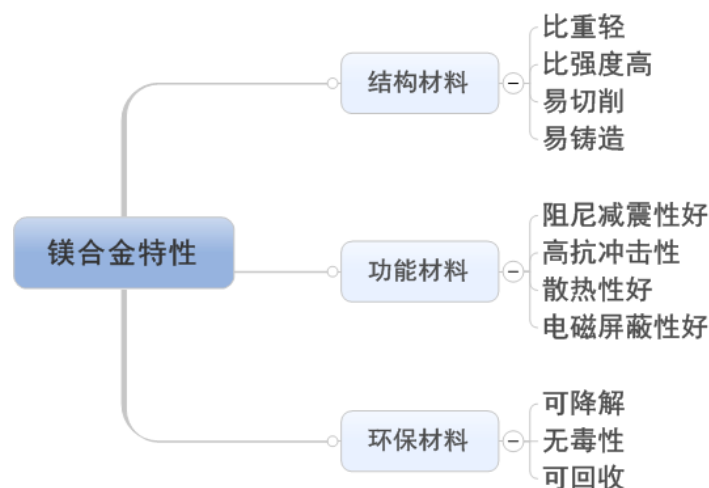
表 3: 镁合金与其他结构件材料的性能比较

	密度 g/cm ³	弹性模量 Gpa	抗拉强度 Mpa	比强度 Mpa · cm ³ /g	伸长率 %	导热系数 W/m · K	减震系数 %
碳钢	7.86	200	517	80	22	42	15
ABS (工程塑料)	1.03	15~25	96	93	60	20~50	-
A380 (铝合金)	2.7	71	315	116	3	100	5
AZ91 (镁合金)	1.81	45	250	138	7	54	50

资料来源：广东省镁工业技术路线图，安信证券研究中心

图 22: 镁合金兼具结构、功能、环保材料的优良特性

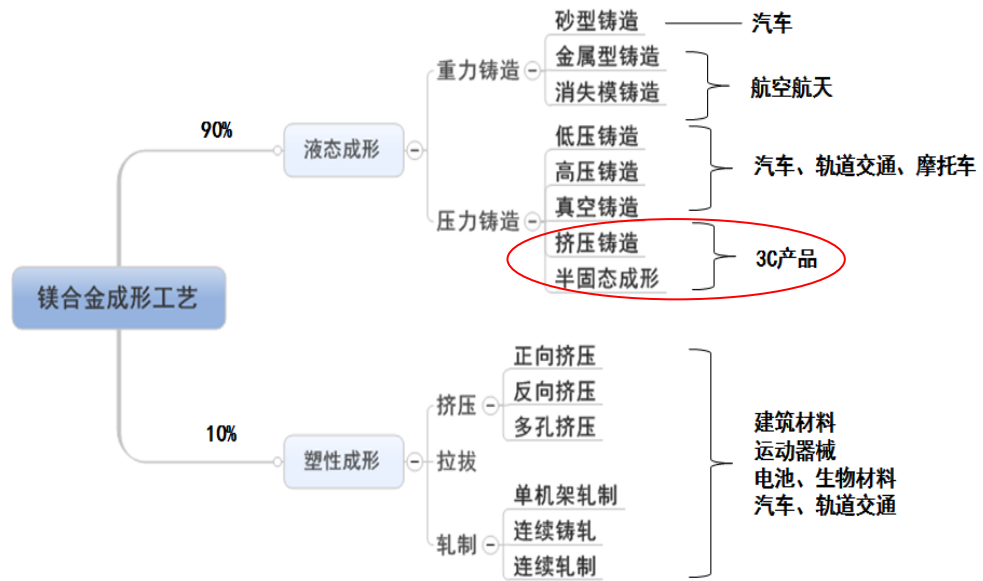
3C 产品对于“轻、薄、做工精美、电磁屏蔽、散热性、节能环保”等特性要求较高，镁合金正是符合以上要求的理想材质。



资料来源：广东省镁工业技术路线图，安信证券研究中心

压铸是 3C 产品用镁合金目前最为适合的加工工艺。与铝适合冲压、锻造和 CNC 一体加工等变形加工工艺不同，镁的晶体结构为密排六方，塑性变形加工存在天然的困难，这也就是目前在镁合金材料中，全球一般铸件和压铸件占 90%以上，变形加工产品不到 10%的主要原因，在我国，铸造产品占比甚至高达 95%以上，变形加工材只占 3%左右。在压铸工艺中，由于 3C 产品大多是薄壁镁合金，挤压铸造、半固态成形等工艺对其最为适合。

图 23: 在镁合金成形工艺中, 压铸是 3C 产品镁合金结构件最为适合的工艺



资料来源: 广东省镁工业技术路线图, 安信证券研究中心

表面处理是目前压铸镁合金市场推广的主要技术瓶颈, 微弧氧化是重点发展方向。镁的氧化膜 (MgO) 不致密, 耐蚀性能差, 工件必须进行可靠的表面处理。但是, 镁合金表面处理技术在全球范围看一直是个瓶颈问题, 近年来进展不大, 一方面导致这一环节的成本较高, 另一方面也使得镁合金表面涂层的着色较为单一, 难以满足当前日益增长的美观时尚的需求, 目前市面上的镁合金 3C 外壳主要以黑色、灰色为主。

从技术上讲, 表面处理会根据外观要求、合金成分和组织以及产品不同的工作环境来选取相应处理工艺, 目前流行的工艺主要有保护膜与涂层、阳极氧化、微弧氧化、表面渗层处理、金属涂层、有机涂层以及表面改性等 7 种。从宜安科技、嘉瑞国际等主攻压铸技术路线的厂商了解看, 目前较为流行的是阳极氧化和微弧氧化工艺。

其中, 阳极氧化属于传统主流工艺, 但由于涉及高价铬处理液、硫酸盐、氟化物等, 污染问题凸显, 各地政府对阳极氧化进行了严格的牌照管理, 据调研信息, 目前广东省内已停止发放阳极氧化的牌照。而 80 年代兴起的微弧氧化处理, 以其工艺简单、效率高、清洁无污染、膜层均匀质硬且兼具陶瓷喷涂层的优点, 成为继阳极氧化之后的重点发展方向, 这也成为镁合金表面处理技术瓶颈的最有可能的突破口。

2.3.2. 压铸镁合金在 3C 产品结构件细分市场上具备巨大的推广潜力

3C 产品结构件为各种不同的材质和工艺提供了多元的细分市场, 压铸镁合金具备较大的推广潜力。按照 3C 产品终端, 可分为智能手机、平板电脑、笔记本 (包括超级本) 三个市场; 按照结构件用途, 可分为内部结构件、外壳以及保护套 (壳) 三种市场。根据以上两个维度, 我们将 3C 产品结构件归纳为 9 个细分市场, 而在不同的细分市场中, 分别有不同的材料和工艺存在着竞争。基于对市场成长性和各细分市场内部厂商竞争格局、技术趋势的分析, 我们认为, 压铸镁合金结构件存在较大的推广潜力。

图 24: 3C 产品结构件细分市场中技术替代的大致趋势一览

用途	材质和工艺	智能手机	平板电脑	笔记本电脑 (超级本)
内部结构件	工程塑料ABS	↓	↓	↓
	镁合金压铸	↑	↑	↑
外壳	工程塑料: ABS或PC	↓	↓	↓
	玻璃纤维	—	—	—
	铝合金冲压	—	—	—
	铝合金压铸+阳极氧化	0	0	0
	铝合金一体成型(冷锻+CNC加工)+阳极氧化	↑	↑	↑
	镁合金压铸	↑	↑	↑
	碳纤维	—	—	—
保护套、壳	锌合金压铸、注塑橡胶	↑	0	0

资料来源: 安信证券研究中心

注: 表中“↑”代表技术替代趋势看好,“↓”代表逐渐被替代,“—”代表目前的应用处于持平状态,“0”代表市场上尚未出现相关应用。

从内部结构件市场看,压铸镁合金替代ABS的趋势已经非常明显;在外壳市场,压铸镁合金与铝合金一体加工将成为两大主流,而且压铸镁合金潜力可能更大。

首先,从3C终端产品的市场成长性看,智能手机、平板电脑和笔记本电脑(超级本)前景看好。根据Gartner、iSuppli的预测,以上三大市场在2013年仍会呈现40%以上的增长,其中,超级本作为新品,随着性价比的改善,甚至将会实现320%的爆发性增长。从市场的竞争格局看,智能手机的国产化趋势将会越来越显著,而平板电脑和笔记本市场还将主要以国际大厂引领潮流、国内厂商跟随发展的格局为主。

表 4: 主要 3C 终端产品市场成长性和结构变化趋势

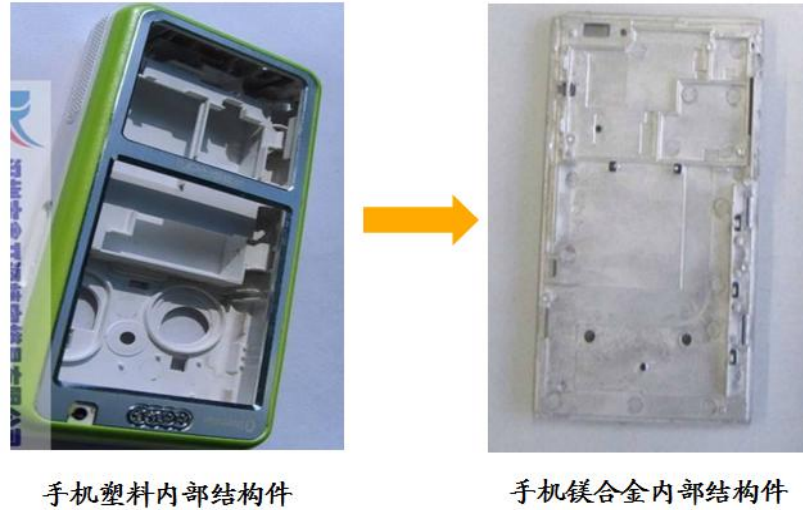
市场特性	智能手机	平板电脑	笔记本电脑、超级本
核心驱动因素	功能机向智能机的换机潮流,国产智能手机迅猛崛起	iPad掀起的平板电脑时尚电子消费迅猛增长	传统笔记本换机、超级本对NB的更新换代
2013年全球出货量同比增速预测	48%	45%	笔记本8%,超级本320%
未来5年全球出货量年均增速预测	20%	30%	笔记本4.5%,超级本200%
市场结构变化趋势	苹果、谷歌、微软三大软硬件生态系统竞争日趋激烈,市场集中度下降;国产机迅猛崛起,面向本地、新兴市场,占领低端,进军高端,未来发展空间较大	国际寡头仍将引领潮流,国内厂商较为弱势,以跟随为主,面向本低端、商务市场	传统笔记本前五大厂商竞争份额将较为稳定,超级本将随着性价比的改善出现迅猛增长

资料来源: 增速预测来自Gartner、iSuppli, 安信证券研究中心

第二,从性价比角度看,压铸镁合金在以上三个市场的内部结构件和外壳领域潜力巨大。内部结构件方面,目前竞争性的材质主要是传统的工程塑料和压铸镁合金结构件,压铸铝合金结构件由于难以做到镁合金那么薄,所以目前应用并不多。由于镁合金较之工程塑料具有显著的性能优势,且随着当前3C产品轻薄化的潮流,镁合金替代工程塑料将是大势所趋。

图 25: 手机内部结构件中，镁合金替代传统的工程塑料是大势所趋

手机内部结构件市场的技术替代趋势已较为明显，虽镁合金结构件在国内外很多小厂商均可以供应，但真正做到“薄、流动性好、高良率量产”，还存在一定技术壁垒。



资料来源：慧聪网，安信证券研究中心

外壳材料方面，从各种材质和工艺的性能看，大致排序为：碳纤维>压铸镁合金>铝合金一体成型>铝合金冲压=玻璃纤维>工程塑料。从目前的制造成本看，大致排序为：铝合金一体成型>碳纤维（单片价格较贵，但仅在 NB 上部分使用）>压铸镁合金>铝合金冲压=玻璃纤维>工程塑料。

表 5: 各种机壳材料的技术参数比较（以笔记本电脑机壳为例）

	碳纤维	镁合金	铝合金		玻璃纤维	工程塑料
加工工艺	聚合—纺丝—碳化	压铸法	一体成型	冲压	注射成型	注塑、吸塑等
成型厚度(mm)	-	0.6~0.8	0.6~0.8	-	0.9~1.1	1.5~1.8
表面处理	最少	少	多样	多样	比塑料少	多样
强度	最高	仅次于碳纤维	高	高	中	低
质感	高	高	高	低	中	低
重量	最轻	仅次于碳纤维	轻	轻	略重	重
电磁屏蔽性能	较好	最好	较好	较好	差	差
导热性	最好	较好	好	好	差	差
可回收性	不可回收	可回收	可回收	可回收	不可回收	不可回收

资料来源：公开资料整理，安信证券研究中心

表 6: 各种机壳材料的价格比较（以笔记本电脑机壳为例）

	镁合金	铝冲压	铝一体成形	碳纤维	玻璃纤维	工程塑料
A	10	7	15	25	7	3
B	10	5	10		5	3
C	20	10	40		8	5
D	20	5	30	25	7	4
E	5	3	5		3	5
总和	65	30	100	50	30	20

资料来源：JP Morgan，安信证券研究中心

综合来看，碳纤维在性能上位居前列，但其塑性加工和着色比较困难，导致其形状和颜色较为单一，更重要的是其当前成本高昂，目前在 NB 上也一般只在 A、D 件应用，并与其他材质混搭，短期内大面积渗透还不现实。我们认为，成本高昂的重要原因在于，当前碳纤维作为军民两用非金属战略性材料，产业的上游技术和产能主要被日、美等发达国家垄断，虽然国内在碳纤维下游加工技术方面取得较大进步，但定价权缺失，进口依赖严重。

那么，在碳纤维短期内难以实现降价的基础上，当前 3C 产品外壳材质的主流很可能将是性价比较高的 CNC 铝合金加工和压铸镁合金。鉴于 3C 产品外壳的传统材质主要是工程塑料，以上两种材料和工艺将明显受益于替代塑料材质的潮流。

而且，由于 CNC 铝合金加工成本高昂，资本支出很大，目前的大行其道主要受益于走高端路线的苹果产能的迅速扩张。压铸镁合金如果能够突破表面处理为代表的一系列技术瓶颈，如果配合其他寡头大厂另辟蹊径，在主流智能手机、平板电脑和笔记本（超级本）上推广应用，未来的市场前景可谓别开生面，大有可为。

目前，一些主流 3C 产品厂商早已或正在开始镁合金外壳的尝试。比如联想的 IdeaPad、Yoga 系列就采用了压铸镁合金作为外壳，其主要供货商嘉瑞国际就受益颇多，2012 年上半年镁合金业务收入增长了 73%。微软新推出的 Surface 采用 VaporMg 的压铸工艺，厚度只有 9.3 毫米，重量为 1.5 磅（675 克）

图 26：3C 产品外壳采用镁合金材质是非常值得重视的趋势



Samsung早在2006年就首次推出镁合金机壳



采用独特的VaporMg工艺的微软Surface平板



联想Yoga超级本采用全镁合金机壳

资料来源：慧聪网，安信证券研究中心

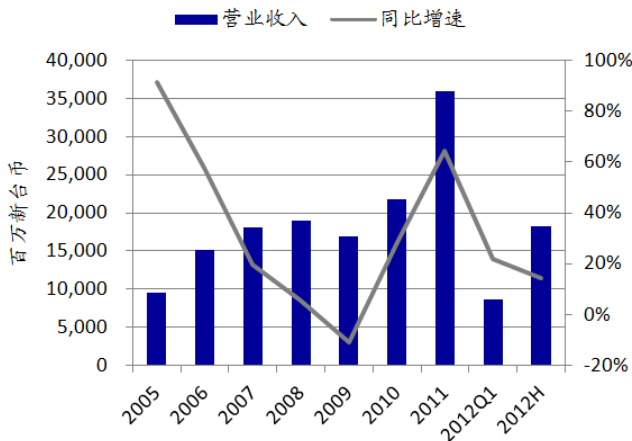
3. 对标研究：可成和嘉瑞都做对了什么？

3.1. 可成科技：全球 3C 产品结构件的集大成者

可成科技是全球 3C 产品结构件的集大成者。在 1984 年创立初期，可成只是一家隐藏在台湾台南永康区、专做电风扇马达外壳的铁皮工厂，后来在 1986 年以铝合金压铸工艺生产 HDD 起家，同时加大镁合金研发力度，向镁合金压铸进行战略转型，并于 1989 年开始生产镁合金压铸产品，自此在镁合金压铸领域逐渐建立领导地位。经过将近 30 年的发展，目前已成为全球提供包括压铸工艺在内的 3C 产品结构件整体解决方案的顶级巨擘，与全球另一大厂富士康比肩。

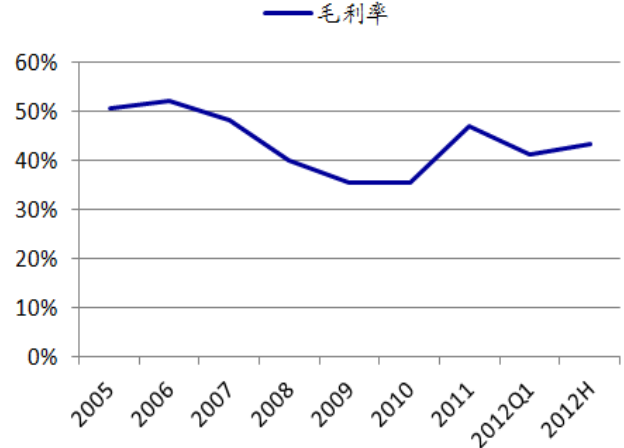
2009 年以来，随着 3C 产品市场在金融危机中逐渐复苏，苹果系产品的推出又有力推动和改写了传统 3C 产品市场的发展和竞争格局，作为一线 NB、手机、平板电脑的外壳供应商，可成抓住这一机遇，依靠铝合金 CNC 一体加工杀出重围，积极扩张产能承接订单，到 2012 年底，其拥有的 CNC 台数预计达到 1.5 万台，在 3C 产品结构件主力厂商中名列前茅。这也使其 09~11 年收入和净利润年均增长率高达 45% 和 79%，毛利率也在 09~10 年的短暂低迷之后重回 40% 之上。

图 27: 09 年以来, 可成的营业收入快速增长



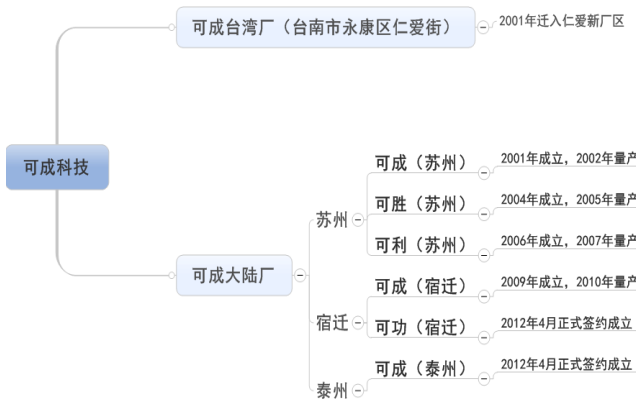
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 28: 可成的毛利率自 2011 年以来重回 40% 以上



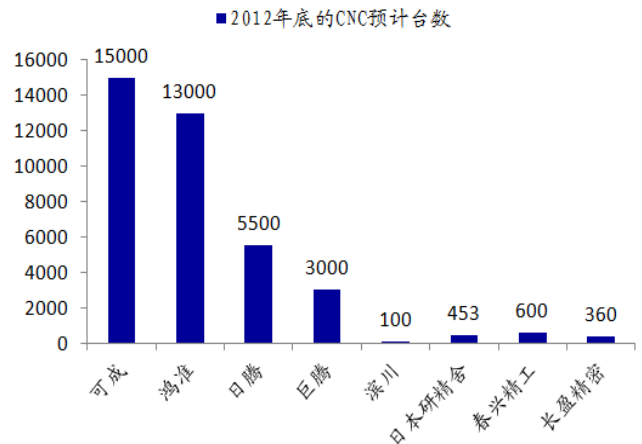
数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 29: 可成的产能分布和扩张进程 (2001 ~)



数据来源: 公司资料, 安信证券研究中心

图 30: 可成在 CNC 一体加工厂商中拥有产能优势



数据来源: 市场调研信息, 安信证券研究中心

从技术布局看, 可成不仅在轻合金压铸方面具有领先地位, 而且持续研发新技术, 几乎拥有适用于 3C 产品结构件的所有工艺。材质方面, 有镁、铝、锌、不锈钢及塑料等各式不同的选择, 近期公司也正在进行碳纤维方面的研究; 成型工艺方面, 包括压铸、冲压、挤型、锻造及射出成型; 表面处理方面, 涂装、电镀、阳极氧化、水转印及热转印、物理气相蒸馏、镀膜等服务, 技术密度及自动化程度达世界一流水平。

从客户结构看, 可成是少数能同时和全球 NB, 手机等 3C 产品一线品牌合作的厂商。公司为全球第一大 NB 金属机壳供货商, 市占率约为 40%, 其 NB 客户包含 Apple、Dell、HP、宏碁、联想等一线厂商, 手机客户为 Apple、HTC、Motorola、Nokia、Sony Ericsson、RIM 等。从产品结构看, 2012 年第一季度的笔记本、手机、其他 3C 产品以及其他分别占收入的 45%、44%、8%和 3%, 而铝合金产品的销售收入大约占总收入的 70%, 这主要得益于铝合金 CNC 一体加工在苹果系列产品上的广泛应用。

图 31: 可成科技具有完整的 3C 产品结构件技术布局



资料来源: 公司网站, 安信证券研究中心

表 7: 可成科技重要发展历程概览

公司沿革	铝合金压铸和一体加工	镁合金压铸	再融资	新建产能
1984	公司成立, 开始研发 HDD			
1986	HDD 量产, 给微科公司供货	镁合金压铸技术研发	股东增资 300 万台币	
1987		镁合金压铸获得第一个试做订单, 生产读取 HDD 读取器摇动臂		
1988	扩张铝合金压铸产能			增购永康工业区 1500 坪用地, 增建厂房、添购设备, 大幅扩充营业规模, 迈向企业化经营之路。
1989	从日本引进 800 大型铝压铸机及真空压铸设备, 外销日本	从德国引进第一台镁合金热室压铸机, 生产 HDD 读取器摇动臂, 引起日本压铸界注意		引进德国、日本的先进铝、镁合金压铸机, 构建压铸高端产能优势。
1990		出国参展, 取得国外镁合金压铸件订单用于移动电话, 技术日臻成熟	股东增资 1000 万台币	
1991	引进瑞士真空压铸技术, HDD 开始外销新加坡, 国际竞争力渐现			
1992	国外市场打开, 成为国外 HDD 大厂正式供货商, 国外询价接踵而至		股东增资 1000 万台币	
1994		获 ISO9002 质量认证, 为台湾第一大厂宏碁公司开发笔记本电脑镁合金压铸件	股东增资 1500 万台币	
1995		宏碁公司合作开发笔记本电脑镁合金压铸件		
1996		笔记本电脑镁合金机座正式量产, 属于台湾首例, 为笔记本电脑散热、电磁屏蔽开创先河	盈余收益转增资本 2000 万台币	

1997			股东现金增资、盈余收益转增资本 1.12 亿台币，并提出上市申请	
1998		增购镁合金压铸机，22 台 CNC，增烤漆线 7 条	盈余转增 13.44 亿台币，员工红利转增 63 万台币。中华开发工业银行入股，成为战略投资者	购置新厂房，供产能扩张之用
1999		增购镁合金压铸机 10 台，CNC20 台、模温机 20 台	盈余转增 1.33 亿台币，股东现金增资 10 亿台币。1999 年 11 月 1 日挂牌上柜买卖。	购置新厂房，以供产能扩张之用
2000		与清华大学签订专利技术授权，用于镁合金航天、光学、镁基复合材料研发改良	现金增资 8000 万台币，上市募集资金 13.2 亿台币。盈余转增 2.8 亿台币	
		增购冷冻毛边去除机、压铸取出机器人、研磨机器人、高速加工机、摸流分析软件等		承租 2.2 万平用地，兴建仁爱厂厂房，面向世界一流垂直性整合制程迈进
2001		增购 750 吨镁合金冷室压铸机 1 台、125 吨镁合金压铸机 10 台、镁压铸取出机器人、涂装机器人 5 套	盈余转增 17.6 亿台币，2001 年 9 月 17 日正式挂牌上市买卖	迁入仁爱新厂，降低跨厂生产的效率损失，缩短制程
		陆续获得苹果、摩托罗拉、LG、三星的认证，相继获得 PDA、手机机壳订单，正式大量出货		兴建可成（苏州）厂
2002	购买数百台 CNC，无尘室手机涂装设备。开始接 NB 机壳国际大厂订单，苏州厂也开始量产。		发行有担保公司债 7 亿元。盈余、资本公积装增 2.65 亿和 0.51 亿元	
2003			盈余转增 2.13 亿元，发行海外可转债 5000 万美元	
2004			盈余转增 3.25 亿，海外可转债转股	成立可胜（苏州）
2005			盈余转增 7.82 亿台币，再发行海外可转债 8000 万美元	投资设立大陆亚奇拉科技（苏州）和境外公司 GEMINI；可胜（苏州）正式量产
2006		继续增购 CNC 和其他设备，并增加人力。		盈余转增 11.95 亿台币，海外可转债转股
2007			盈余转增	
2008	受国际金融危机影响，公司订单受到拖累。		实收资本增为 59.97 亿	取得台南厂区用地
2009				可成（宿迁）动工
2010				可成（宿迁）正式投产
2011	主要针对铝合金 CNC 一体成型扩张产能，以主要承接苹果为代表的 NB 和平板电脑外壳订单。			
2012				宿迁再建新厂，总投资 3 亿美元建设可功（宿迁）；并签约投资建设可成（泰州）。

资料来源：公司网站，安信证券研究中心

注：表格空白处只代表无重大事件发生或未见相关公开报道，并不代表公司在相关领域没有进展。

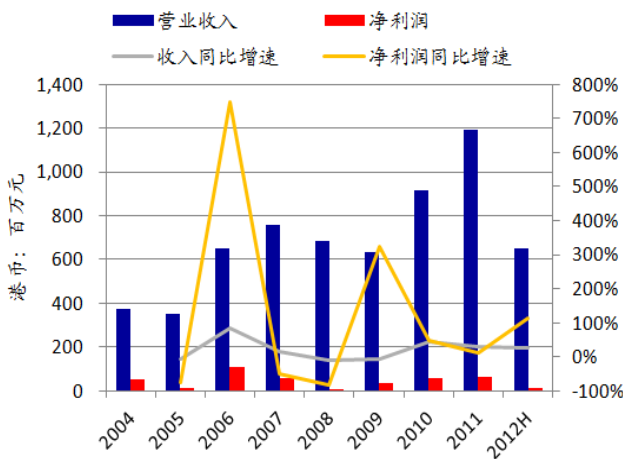
3.2. 嘉瑞国际：专注轻合金压铸市场，在 3C 产品迅猛增长中崛起

嘉瑞国际与宜安科技基本面非常相似，比宜安科技早成立 13 年，是国内专注于轻合金压铸领域的领先厂商。公司成立于 1980 年，最初以锌合金压铸起家，主攻锌合金家俬和家居用品，1986 年起，公司先后成为家居用品巨头舒适、宜家的供应商，此后的十几年一直以锌合金压铸工艺为主。1998 年，嘉瑞开始镁合金压铸工艺的研发，2000 年实现量产，主攻 3C 产品方向，并在深圳平湖设厂进一步扩张锌合金和镁合金压铸产能。2004 年，公司又开始铝合金压铸工艺的研发，并通过了汽车用压铸件的质量认证，成为香港首个通过该认证的压铸生产商。自此，嘉瑞成为了全面提供轻合金压铸解决方案，具备完整产业链条的压铸产品供应商。

从经营业绩上看，1980 年以来，已逾 30 年的发展历程中，公司发展实际上较为缓慢。这很大程度上和轻合金压铸的下游需求的缓慢发展有关，也和公司市场拓展能力和意愿不无关系，从其较高的分红比率即能窥出端倪。不过，从公司分产品收入的增速以及产品结构的变化看，可以清晰看到随着家居市场、汽车市场的增速放缓，公司锌合金、铝合金业务增速和占比均在趋势性下降，而 3C 产品的逐年增长则使得公司镁合金业务占比逐年增加，这也反映了公司顺应市场潮流，积极拓展产品线、扩张产能的努力。

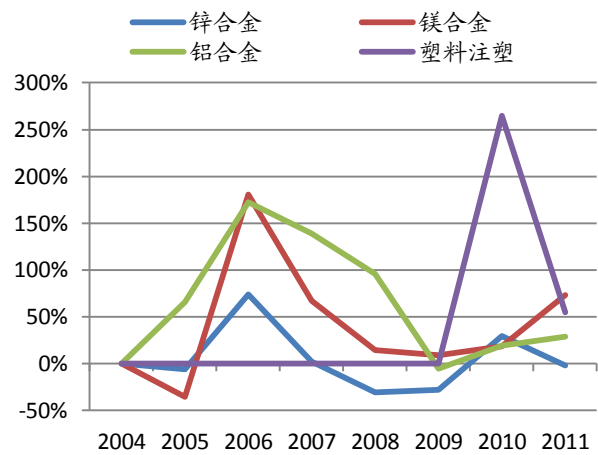
2011 年以来的 3C 产品的迅猛增长，为公司带来积极扩张的绝好契机。2011 年收入及净利润分别上升 30.5% 和 11.9%，2012 年上半年进而实现了同比收入 26%、净利润 113% 的强势上扬，这主要得益于联想笔记本电脑外壳和智能手机塑胶保护外壳订单的拉动。在 NB 镁合金外壳需求的迅猛增长的推动下，公司明年的产能有望翻一番以上，这将成为公司崛起的绝佳契机。而 2012 年 7 月以来，公司股价翻倍也反映了资本市场对其发展前景的乐观判断。

图 32：嘉瑞国际收入和净利润增速（2004 ~）



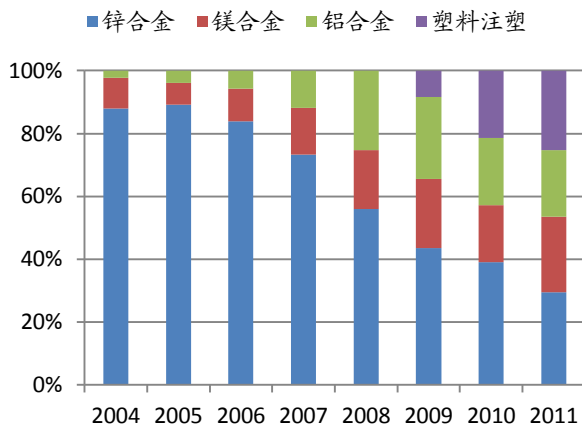
数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 33：嘉瑞国际分产品收入同比增速（2004 ~）

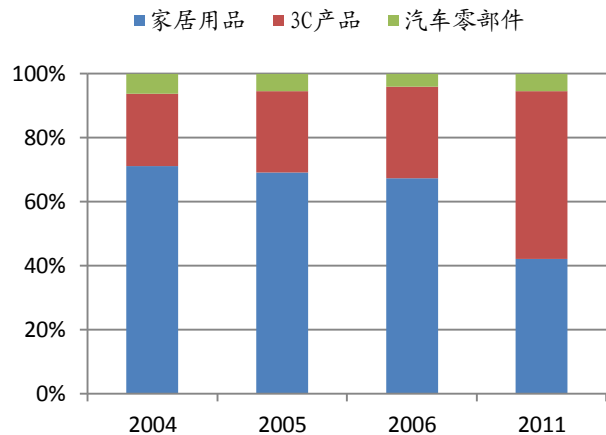


数据来源：Wind，安信证券研究中心

图 34: 嘉瑞产品结构变化趋势(按终端用途, 2004~) 图 35: 嘉瑞产品结构变化趋势(按金属种类, 2004~)

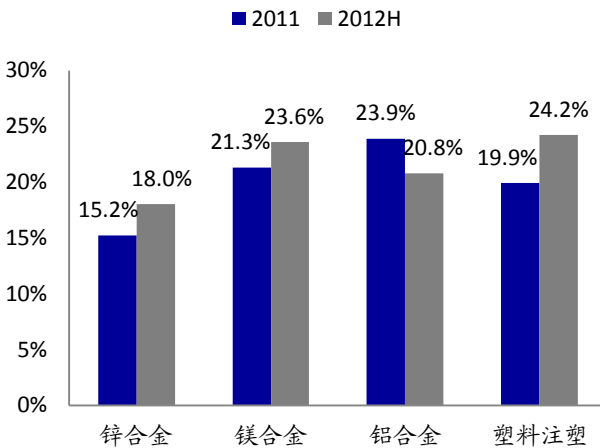


数据来源: Wind, 安信证券研究中心



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 36: 嘉瑞分产品的毛利率水平



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 37: 嘉瑞的产能分布及投建进程(1988~)



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

从技术布局上看, 嘉瑞主要专注于轻合金压铸领域。公司在 NB 外壳的压铸工艺、表面处理方面具有独到之处; 同时, 公司在塑胶注塑技术、汽车配件的压铸和锻造技术方面处于先进水平。

在客户结构方面, 联想是公司最为重要的 NB 客户。随着业务结构的演变, 嘉瑞的客户结构逐步从最初的诸如舒适、宜家等家具用品厂商, 转向了联想、惠普、Otterbox (美国最大的手机外壳品牌)。其中, 与联想紧密的客户联系是公司关键的成功要素之一。由于早在 2006 年, 嘉瑞就给当时 IBM 日本的 NB 业务线供应机壳, 双方建立了密切的业务联系, 随着 IBM 的 NB 业务被联想收购, 此种联系又移植过来而且更加深厚, 这也是公司 2011 年在联想笔记本业务大增之后大幅受益的原因。正是应联想扩产的需求, 公司计划在大亚湾工业园扩张镁合金 NB 外壳产能, 扩产规模有望较现产能翻一番。

表 8: 嘉瑞的技术布局

技术名称	金属应用	属性	应用领域	竞争优势
超薄壁压铸技术	镁合金、锌合金	薄壁镁合金能做到 0.8mm, 目前已经开发了 0.65mm; 超薄壁锌合金产品厚度仅为 0.38mm	NB、手机	薄壁锌合金在同业属于先进水平

铸锻双控成形	镁合金、铝合金	连续完成压铸和锻造两种功能,同时实现对零件功能、形状和尺寸的精确控制	NB、汽车配件	已获得专利
稀土合金压铸技术	镁合金、铝合金	提高流动性、导热性和散热性,提高高温强度和常温强度,增强耐腐蚀性	NB	申请专利中
微弧氧化表面着色技术	镁合金、铝合金	色彩丰富,提高表面硬度、耐磨性、耐腐蚀性,比阳极氧化更绿色环保	NB	创新的解决方案
镁合金与塑料无缝结合技术	镁合金	增强 NB 天线讯号,比碳纤维和塑料结合的产品更薄、强度更高、成本更低	NB	已获得专利
塑胶注塑技术	塑胶	数十台 Ferromatic Milacron、Nissei 等品牌注塑机,以及周边自动化生产设备	手机保护套	同行业先进水平

资料来源:公司资料,安信证券研究中心

表 9: 嘉瑞国际发展历程概览

	铝合金	镁合金	锌合金	其他业务	新建产能
1980			专营锌合金压铸业务		在香港创立嘉瑞金属压铸制品厂
1986			成为舒适家居用品的供应商		
1988			设计和制造压铸模具		嘉瑞金属制品公司在深圳平湖成立
1996			成为宜家有色金属家居用品的主要供应商之一		
1997					新建厂房
1998		开始研发镁合金压铸工艺			新建厂房投产
2000		开始经营镁合金压铸业务			在深圳平湖成立创金美科技公司,建设镁合金压铸产能
2003					创金美科技公司投产
2004	开始经营铝合金压铸业务。通过汽车用压铸件质量认证,成为首个通过该项认证的香港厂商。				创金美一期产能投产
2006	扩充汽车用压铸件产能				成立嘉瑞惠州,扩充汽车用压铸件产能
2007		成立山西嘉瑞银光公司,提升镁合金压铸产能		开始塑料注塑业务	成立山西嘉瑞银光,提升镁合金压铸地位
2008	提升表面处理实力				收购永裕(远东)实业
2009					嘉瑞惠州大亚湾高科技工业园区投产
2010				研发及销售高效节能照明 LEP 产品	
2011					在美国设立北美洲销售分公司
2012		扩张产能以承接联想、惠普的笔记本镁合金压铸外壳业务	正在研发薄壁锌合金用于智能手机外壳	扩建塑胶注塑产能	在惠州大亚湾、深圳某厂区扩张产能

资料来源:公司网站,安信证券研究中心

注:表格空白处只代表无重大事件发生或未见相关公开报道,并不代表公司在相关领域没有进展。

3.3. 他们都做对了什么？

从公司的业绩和发展前景看，可成和嘉瑞无疑是在 3C 产品的迅猛崛起中大幅受益的成功企业。通过梳理二者的发展历程，及其产能扩张、技术布局和客户结构，我们大致可以回答这样一个问题：他们都做对了什么？

3.3.1. 预见潮流，积极研发具有前景的生产工艺

预见性地研发具有前景的生产工艺，将会享受到市场初期爆发性增长的丰厚回报。可成早在 1986 年，也就是公司成立的第三年，就开始研发镁合金压铸技术，并斥巨资向德、日引入先进的压铸设备，从而较早地实现了镁合金方面的技术积累，这为其成为镁合金压铸行业的领袖企业奠定了坚实基础。同时，这也使其在诸如 NB、手机市场快速发展的初期积累了大量资本，从而有足够长的钱袋子来布局其他的生产工艺，进而在苹果系产品风潮来临的时候，能够大手笔地扩张 CNC 一体加工产能，终成全球顶尖巨头。目前，可成拥有了几乎所有 3C 产品结构件的生产工艺，并已经在研发碳纤维制程，可以想见，今天未雨绸缪的技术储备将成为明天一飞冲天的助推器。

而嘉瑞则是个反例，它比可成成立还要早 4 年，但进军镁合金压铸只是 1998 年的事情，比可成晚了 12 年，在 NB、手机发展的初期并未受益。不过，亡羊补牢未为晚矣，公司近年来的镁合金机壳的快速增长也给企业带来了丰厚回报。嘉瑞于 2007 年就开始研发塑胶注塑技术，从而使得当前智能手机保护壳业务飞速发展，同时，在 LED 大行其道的今天，积极开发下一代 LEP 照明技术，这也是公司具备战略眼光的正例。

3.3.2. 赌定趋势，大刀阔斧地扩张产能

可成的快速发展实际上就得益于这一点，在机会来临之时，敢于赌定趋势，大胆扩张。1984 年成立时，公司即向台湾第一大硬盘厂商微科供应硬盘驱动器用铝合金压铸件，之后不断地扩张产能、拓展市场，从而成功打入国际 HDD 大厂供应链，进而受益于电脑硬盘市场的快速增长。

1994 年开始，公司在镁合金压铸方面如法炮制，在与台湾笔记本第一大厂宏碁合作开发笔记本电脑镁合金压铸件成功后，大规模地购置镁合金压铸机、CNC、机器人等设备，从而受益于 NB 镁合金外壳市场的初期增长。

同样的，2009 年开始，CNC 铝合金一体加工随着苹果的异军突起开始初露峥嵘，公司基本不再购进镁合金压铸机，而是大规模地购置 CNC、在大陆迅速地扩张产能，几乎都是第一年兴建，第二年就实现量产，从目前来看，苹果系产品的强势推出仍将驱动公司快速发展。

在联想、惠普等厂商大规模采用镁合金机壳的趋势下，嘉瑞也将走上产能扩张之路。据调研信息，嘉瑞明年的产能将会在大亚湾厂区翻一番，并且，随着联想以外其他大厂的订单接踵而至，嘉瑞更加激进的扩产计划也在酝酿之中。

3.3.3. 坚决打入大客户供应链，与大品牌共同成长

看好市场趋势，本质上是看好大客户的扩产计划，坚决打入大客户供应链，即将最大化地享受行业成长。可成的客户从最初的微科，到后来的宏碁、苹果、摩托罗拉、LG、三星，都是全球顶尖的一线大厂，过硬的技术、迅速的产能配合来获取大客户的订单，是可成成功的不二法门。从嘉瑞来看，2006 年嘉瑞董事长李远发先生亲自拿着自行研发的镁合金 NB 机壳远赴日本 IBM 进行陌生拜访，从而赢得了当时处于行业潮头的日本 IBM 的技术支持和今天联想的客户关系，这也就埋下了当前嘉瑞镁合金机壳爆发性增长的种子。

3.3.4. 推动“技术-订单-扩产-再融资”的良性循环

可成的发展史即是在“技术-订单-产能-再融资”的良性循环中越做越大的历史。正如前述的三点成功要素，可成不断地研发新技术、获取大客户订单、扩张产能，并通过持续的利润再投资、股票和债券融资为其扩张提供源源不断的资金，从而使得公司越做越大。

嘉瑞实际上在过去 30 年的发展中，并未开启这一良性循环。嘉瑞在同样是 30 年的发展历程中，分红比例较高（有些年份甚至高达 70%），投建产能较慢，并未向 3C 产品结构件的其他工艺积极布局，实际上并未开启这一良性循环，从而丧失了公司做大做强机会。2011 年，嘉瑞的收入和净利润大致仅为 10 个亿和 5 千万人民币的水平，相比于可成 2011 年 76 亿人民币的收入、23 个亿的净利润来说，确实相形见绌。从股价上看，目前嘉瑞在 H 股股价虽较今年 7 月份翻倍，但其市值也仅为 8 亿人民币的水平，甚至几乎是宜安科技当前市值的一半。索性的是，嘉瑞目前正站在进入这一良性循环的开端，如果能够把握契机转动这个轮子，未来的发展势能将会越来越大。

4. 镁好未来，拭目以待

4.1. 初具牛股雏形

初具牛股雏形。参照可成和嘉瑞的发展历程，我们认为，宜安科技正处在一个从“规模小、产品杂、技术精”的小型压铸供应商，向大型、全面的轻合金压铸企业发展壮大的过程中。而且，公司向 3C 产品中薄壁镁合金结构件的战略性转型，也是刚刚在 2012 年上半年获得亚马逊 Kindle Fire 订单时开始的，可以说，2012 年是其向 3C 产品结构件领域正式挺进的元年。

我们认为，公司拥有过硬的核心素质（优秀的精密压铸技术、扎实完整的产业链和优秀的订单获取能力以及有效激励的专业管理团队），并且基本具备可比公司发展壮大的基本条件，2012 年来也在公司的经营层面实现了一些可喜的进展，可以说初具牛股雏形。

如果公司在当前 3C 产品结构件迅猛增长的行业趋势下，凭借上市后募投项目的投建，紧抓机遇，大刀阔斧地拓展市场、扩张产能，真正做对几件符合行业发展规律的事，中长期内的发展趋势应是确定性向好的，并且不排除公司会因某些行业催化剂、大订单为契机乘风而起，借助资本市场的融资和品牌效应获得迅猛的发展。

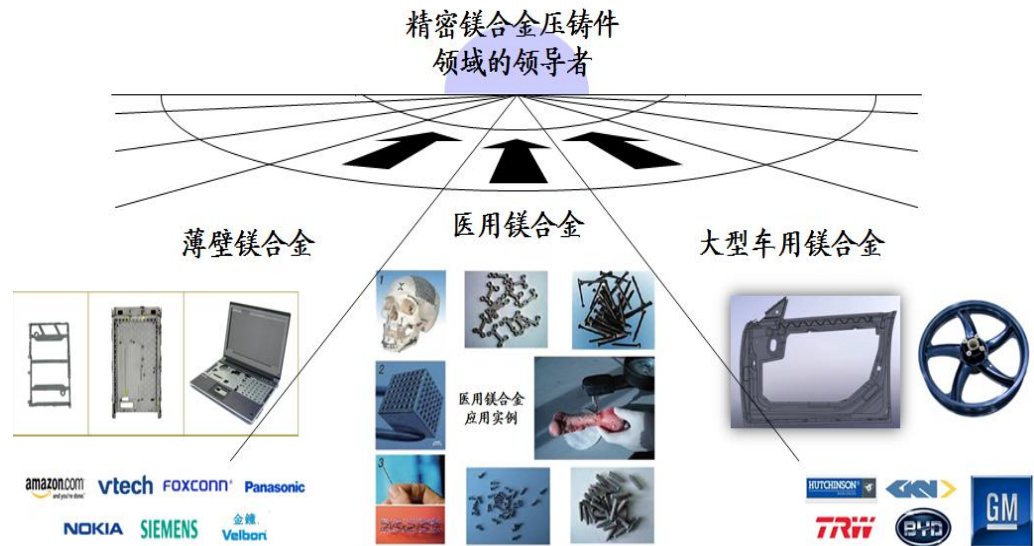
4.1.1. 镁合金压铸技术布局前瞻性强，薄壁镁合金正逢其时

“薄壁镁合金—大型车用镁合金—医用镁合金”是公司顺应镁合金压铸产业发展趋势的三大技术梯队。薄壁镁合金是当前 3C 产品轻薄化、美观化的宠儿，大型车用镁合金是汽车轻量化的大势所趋，医用镁合金生物可降解材料则正处于产业化的前夜，这三种材料均具有巨大的市场潜力，且均亟需镁合金精密压铸技术给予有力支撑。

目前，公司已迎来 3C 产品迅猛增长的时机，公司镁合金的第一技术梯队——薄壁镁合金既是当下公司发展壮大的主要引擎，而且公司近来与华为合作研发新的薄壁镁合金材料，则将使公司在这方面的技术产业化能力得到强化。

随着公司与美国通用汽车合作研发大型镁合金车门等项目的顺利推进，以及公司在医用镁合金产业化的积极努力，一旦在中长期内汽车轻量化趋势逐渐显性化或者医用镁合金真正走向产业化，公司的第二、三梯队的镁合金技术储备就会派上用场，又会成为助推公司进一步发展壮大的推进器。

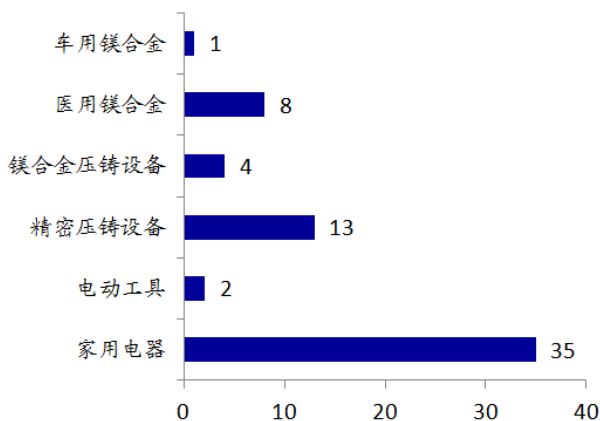
图 38: 公司“薄壁—车用—医用”的镁合金技术布局



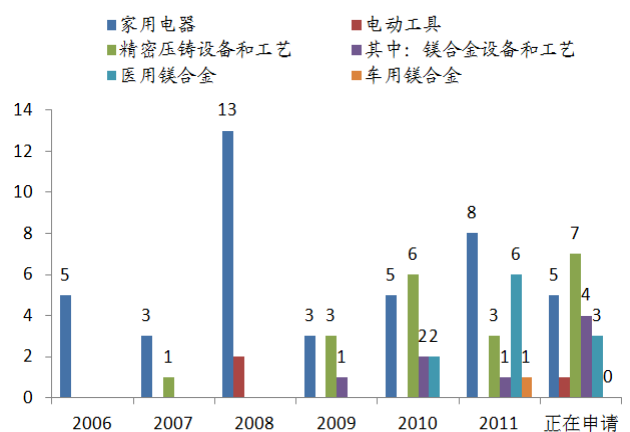
资料来源: 公司资料, 安信证券研究中心

近年来, 公司的技术研发投入正在向镁合金压铸设备和工艺倾斜。检视公司自 2006 年以来新取得的专利技术, 我们可以看到, 公司的研发努力其实正在从最初公司赖以起家的家用电器领域转向镁合金压铸设备和工艺。从 2009 年开始, 公司在精密压铸设备和工艺方面开始着力, 这方面的专利数量逐年增多, 其中, 镁合金设备和工艺的专利也从无到有, 每年都有新增项目, 而且在医用镁合金、车用镁合金方面也有所斩获。虽然按照当前国内的行业惯例, 技术储备可能并不全申请专利, 单看公司的注册专利可能以偏概全, 但仅从发展方向上看, 公司在镁合金工艺的研发方向是明确的。

图 39: 目前公司的专利情况一览 (截至 2012Q2) 图 40: 专利研发逐渐向镁合金压铸设备及产品倾斜



数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心



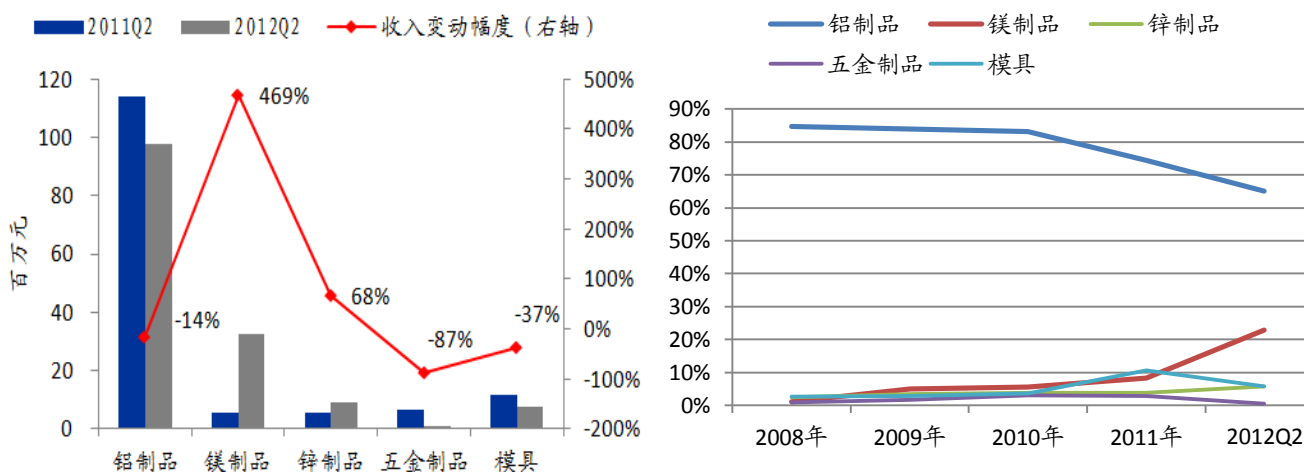
数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

4.1.2. 积极拓展 3C 产品结构件市场，并初见成效

从 2012 年上半年开始，公司积极拓展 3C 产品结构件市场，以对冲在宏观经济放缓背景下传统压铸件订单的下降。

公司在 3C 产品镁合金内部结构件方面已经打开市场，这将成为近期公司业绩的主要支撑。今年上半年，公司开发了诸如中兴、华为、酷派、联想、步步高、金立等一系列国产智能手机客户，从而实现了两个对冲，一是对冲家用电器、电动工具压铸件订单的下滑，二是对冲海外市场订单的下滑，这一领域的订单毛利率较高，成为公司 2012 年抵御国内外宏观经济放缓的中坚力量。同时，公司成为亚马逊新款 Kindle Fire 的内部支架供应商，也证明了其在镁合金内部结构件方面的技术已然成熟。由于在内部结构件市场，镁合金取代传统塑料的趋势较为明显，预计公司在中长期内仍将受益于此趋势。

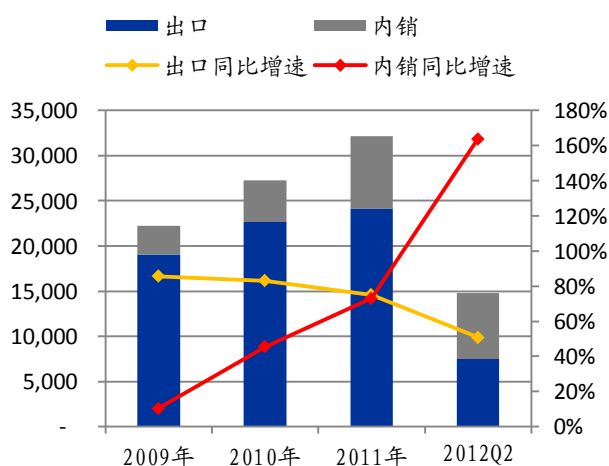
图 41: 公司 2012 年上半年镁制品收入增长显著 图 42: 2012 年上半年，镁合金毛利润占比增长显著



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

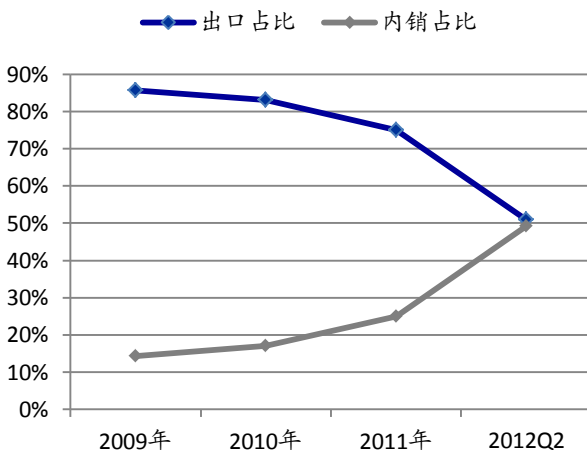
数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 43: 上半年内销增速显著得益于手机结构件



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

图 44: 手机结构件订单对冲了上半年出口的下滑



数据来源: 公司公告, 安信证券研究中心

进军镁合金、铝合金压铸 3C 产品的外壳市场，将成为公司发展壮大的绝佳契机。正如前文所述，中高端 3C 产品外壳未来的两个主流趋势是铝合金一体加工和镁合金压铸，而除苹果之外，能承担起成本高昂的铝合金一体加工的厂商其实并不多。在此背景下，镁合金压铸将会给其他 3C 产品主力厂商提供性价比更为合适的选择。

对于智能手机外壳市场，目前也只有 iPhone5 使用了铝合金一体加工外壳，诸如三星的其余品牌仍是以塑胶、聚碳酸酯、铝合金冲压等外壳为主，间或有些高端子品牌运用镁合金外壳。如果镁合金外壳能够克服表面处理的技术瓶颈，并被主力厂商的新品采用，这将为公司提供打入其供应链、获取大量订单的绝佳契机。实际上，公司在此方面其实也具备了较为成熟的技术。

对于平板电脑、NB（超级本）市场，公司的镁合金压铸技术较为成熟，但始终没有得到大规模供货的机会。考虑到可成、富士康、嘉瑞、巨腾等已有厂商的先发优势，公司市场拓展具有一定困难，同时公司产能的跟进也需时日。

值得一提的是，公司近来还在薄壁铝合金压铸方面取得突破，能实现压铸铝合金的厚度达 0.3mm~0.4mm，而且通过阳极氧化工艺，可以将压铸铝合金运用于手机外壳中。由于压铸铝合金从全球来讲，能够压到 0.3mm~0.4mm 如此之薄是相当困难的，而且对压铸铝合金的阳极氧化本身也在技术上有挑战。公司在此方面的良率如果能够达到产业化的水平，将会大大降低 3C 产品外壳压铸的成本，较之镁合金更有发展前景。

总体看，由于打入 3C 产品主力厂商的供应链大概需要一到两年的认证期，且产能跟进、良率提升仍具有较大不确定性，指望公司马上在镁合金压铸市场有重大突破并贡献业绩，显然是不现实的。

表 10: 宜安科技目前在 3C 产品结构件市场的拓展进度和前景一览

用途	材质和工艺	智能手机	平板电脑	笔记本电脑（超级本）
内部结构件	镁合金压铸	技术成熟，市场逐渐壮大，为国产智能手机厂商供货	技术成熟，正在给亚马逊供货	尚未涉足
	铝合金压铸	1、已在广泛的摄像机机头铝合金支架方面获得订单； 2、薄壁技术世界领先，厚度可达 0.3mm-0.4mm，但良率尚低，正在市场拓展		
外壳	镁合金压铸	技术成熟，正在拓展市场，前景乐观	技术较成熟，但考虑到已有厂商的先发优势，市场拓展有一定困难，产能跟进也需时日	
	铝合金压铸+阳极氧化	薄壁技术世界领先，厚度可达 0.3mm-0.4mm，但良率尚低，正在市场拓展		
保护套、壳	锌合金压铸、注塑橡胶	1、有锌合金压铸和表面电镀的技术基础，但尚未涉足； 2、注塑橡胶方面并无技术储备。		

资料来源：安信证券研究中心

4.1.3. 募投产能逐步释放，有望开启“技术-订单-扩产-再融资”良性循环

2013 年将是公司募投产能大量释放的年份。2012 年，由于传统铸件订单在宏观经济放缓背景下下滑，新增订单也出现延迟，公司的募投产能进度低于预期。据了解，公司在目前大力拓展 3C 产品结构件市场的同时，实际上也在进行较为同步的产能投建，其中，厂房建设基本完成，镁合金、铝合金压铸机的购置、用于取代 CNC 的“专机”的设备改造正在进行。我们预计，2013 年将是公司募投项目产能大量释放的年份，这也为公司承接 3C 产品结构件订单奠定了基础，有望开启“技术-订单-扩产-再融资”的良性循环，从而将公司的业务发展的势能越做越大。

表 11: 宜安科技募投项目概况

项目名称	轻合金精密铸件产业化项目
项目投资额	26,605.82 万元人民币
建设进度	建设期 24 个月，预计 2013 年 6 月竣工，达成设计产能。项目边建设边生产，2016 年完全达产
建设地	东莞市清溪镇银泉工业区
新建产能	本项目主要用于在公司原有土地上新建车间厂房及其它相关配套设施 8,900 平方米，利用公司现有技术，建设 10 条新型合金材料压铸

	生产线以及相应的配套回收及后处理等生产设备和设施。项目建成后新增轻合金精密压铸件产能 8,000 吨/年。
产能用途	本项目主要生产 3C 产品、LED 产品、通讯设备、电动工具、汽车零部件、医疗器械等，是在公司现有产品基础上进一步提高产品的质量和精度，使产品上档次、上水平、上规模，并拓展产品系列，并在现有客户群基础上，充分挖掘其他潜在客户，扩大销售规模，从而提高企业的市场占有率和整体竞争力。
盈利预测	设计完全达产后，将年新增 5 亿元收入，年新增净利润 8209 万元，项目回收投资期为 42 个月（不考虑资金时间加之和建设期）。

资料来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

4.2. 业绩：最坏的时候已经过去，四季度迎来单季业绩同比增速拐点

三季报业绩继续下滑，但最坏的时候正在过去，四季度将有所改善，公司将迎来单季度业绩同比增速的拐点。由于三季报业绩继续下滑，公司 2012 年的业绩将大幅低于预期。这主要来自以下三个层次的原因：

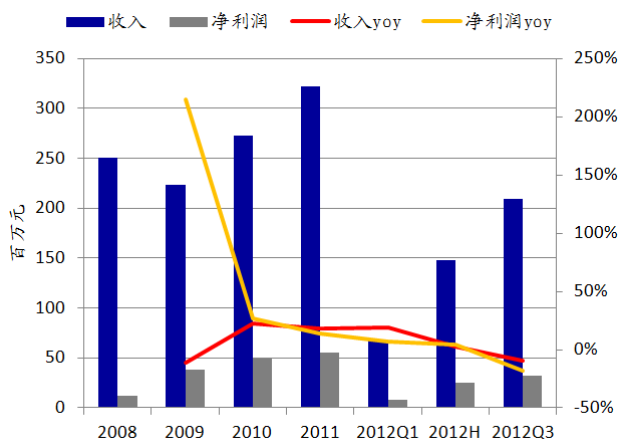
第一，订单下滑。一是家用电器、电动工具等传统压铸件订单下滑的态势仍然维持；二是亚马逊、Gopro 订单延迟交货，使得 2012 年的业绩受益程度下降；三是虽然手机内部结构件订单在二季度增长明显，但一些二线手机厂商的订单持续性较差，这也使下半年相关订单出现下滑。

第二，毛利率小幅下调。三季度毛利率基本保持稳定，比二季度有小幅下调，这可能源于在经济环境低迷中公司议价能力的有所下降。但同时也可以看出，随着传统铝合金、锌合金压铸订单毛利率的下降，新增的智能手机镁合金内部结构件、Gopro 铝合金支架的毛利率仍可能维持在略高于 30% 的水平，这成为公司业绩的支撑力量。

第三，费用上升。公司 6 月份上市之后管理费用、销售费用和人工工资出现较大增长。2012 年以来，管理费用占营业收入比例均高于前三年水平，到三季度又环比上升了 1.1 个百分点，这可能主要由上市相关的费用计入损益有关；而销售费用率虽提高不大，但总体也有提高，这可能与公司加大营销力度有关。人工工资方面，由于公司员工大部分来自内地，随着国家产业向内地转移的趋势，当前东莞招工难现象较为明显，工资上涨不难理解。

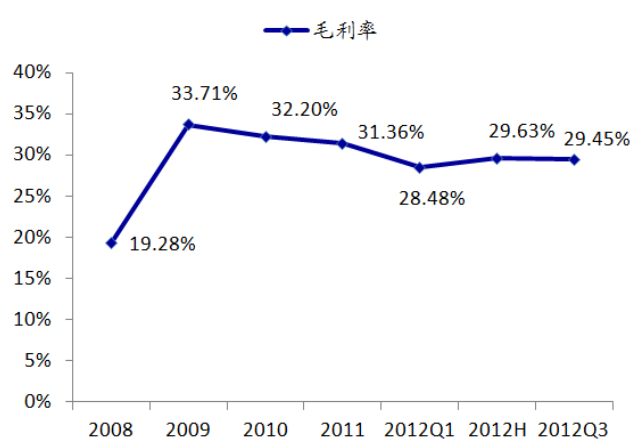
而在四季度，由于 Gopro、亚马逊以及新增的智能手机内部结构件订单的供货，公司业绩将从第三季度的青黄不接中有所恢复。考虑到明年均有新增订单实现供货，我们认为，虽然公司业绩在四季度和明年上半年不见得有大幅的改善，但最坏的时候正在过去，公司将迎来单季度业绩同比意义上的拐点。

图 45：公司收入和净利润的变化趋势



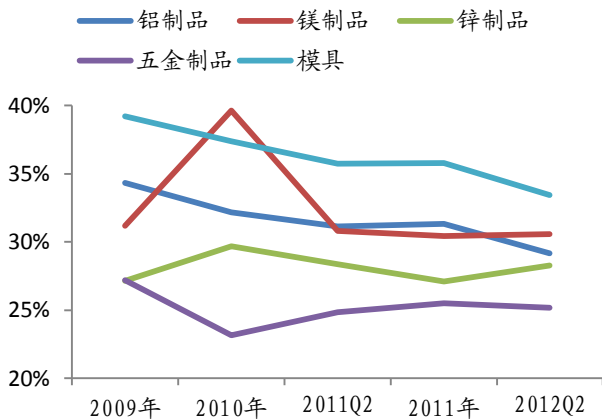
数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 46：公司综合毛利率的变化趋势



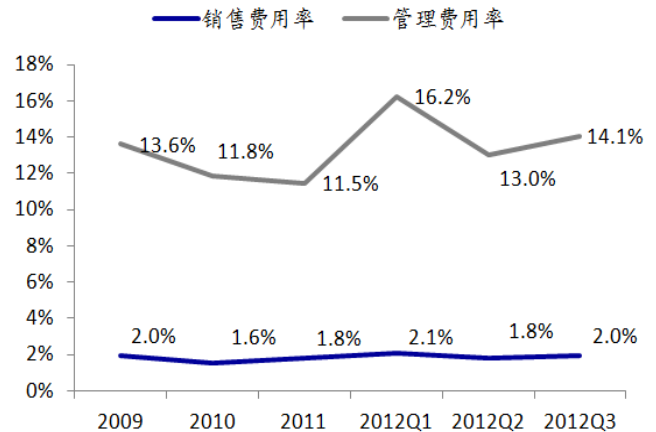
数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 47: 公司分产品毛利率变化趋势



数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

图 48: 公司费用率的变化趋势



数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

未来 1~3 年, 公司业绩的增长将主要依赖于 3C 产品结构件的拉动。一是 Gopro 铝合金内部结构件的持续供货(至少 2013 年订单饱满), 二是伴随着国产智能手机的崛起, 公司在镁合金内部结构件方面的订单成长性强; 三是公司在智能手机和平板电脑、笔记本电脑(超级本)的镁合金或铝合金外壳上取得突破, 打入一线大厂的供应链。

4.3. 估值: 估值系统性提升的窗口正在来临

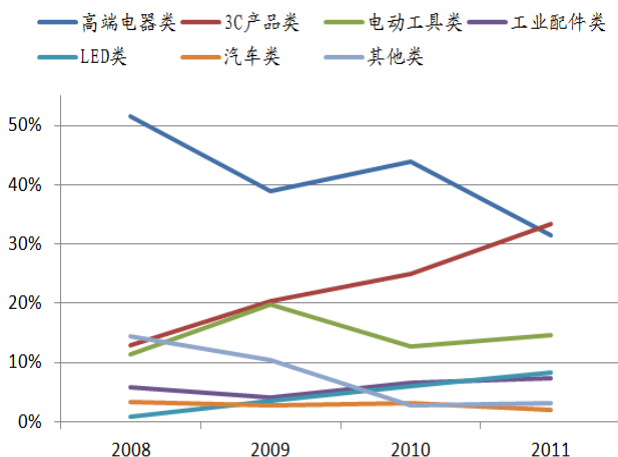
我们认为, 公司估值提升的动力主要来自以下两个方面:

第一, 公司的下游需求和收入结构正在向 3C 产品聚拢, 公司本质上正在经历从传统的金属制品企业向电子元器件企业的转变, 成长性将获得系统性提升。

这种转变意味着, 公司的增长将逐渐减小对周期性较强的家用电器、电动工具、汽车零部件、工业配件的依赖性, 而逐渐与消费电子行业的增长同呼吸共命运。在当前 3C 产品增长迅猛, 轻薄化、时尚化的潮流中, 公司收入将获得较之以往更快的增长速度和更广的发展空间, 毛利率也能保持较高的水平。

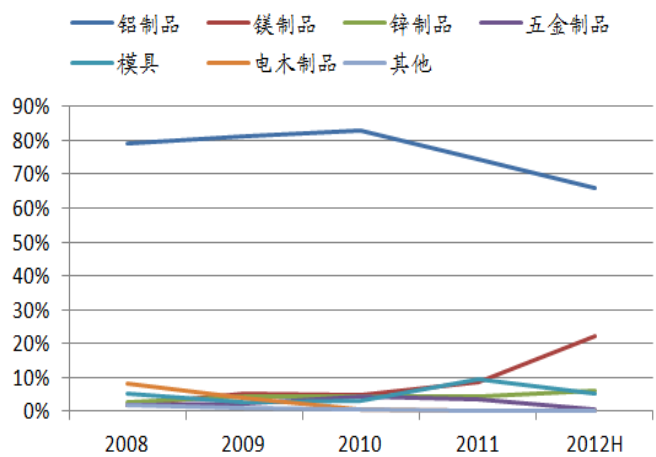
特别的, 由于公司 2011 年收入和净利润规模仅约为 3.2 亿和 5500 万元, 3C 产品以及主要与其对应的镁合金制品的收入占比也仅为 33%和 8%, 在基数较小的基础上, 公司将会实现较快的增速。事实上, 公司在 2012 年上半年即开始这样的转变, 镁合金收入实现了 469%的迅猛增长。

图 49: 公司主营收入构成的变化趋势(按产品类型)



数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

图 50: 公司主营收入构成的变化趋势(按金属种类)



数据来源: 公司招股说明书, 安信证券研究中心

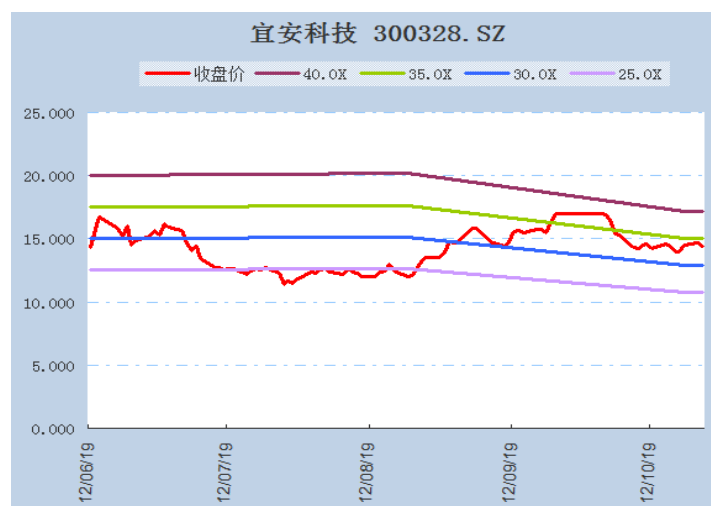
第二，从股票投资角度看，公司有以下三大吸引力：

一是由于 A 股上市公司中，有关镁合金深加工的上市公司只有宜安科技一家，公司作为投资标的来看具有较强的稀缺性；

二是随着 3C 产品中运用镁合金结构件的潮流逐渐明显，公司的关注度也越来越高；

三是公司流通盘仅有 0.28 亿股，流通市值 4 个亿，非流通股的锁定期均为三年，中期内并无解禁压力，价格弹性较高。

图 51：宜安科技上市后的 P/E 变化趋势 (TTM)



从 TTM 市盈率看，公司目前估值水平已在 35x 左右。但如果考虑到从今年四季度开始，单季度 EPS 同比拐点的来临，目前的估值水平仍是有吸引力的。

资料来源：Wind，安信证券研究中心

5. 盈利预测和投资评级

5.1. 关键假设

1. 四季度的新增订单（如 Gopro 铝合金结构件、Kindle Fire 镁合金结构件以及智能手机镁合金结构件等）开始稳定贡献业绩；3C 产品以外的其他产品类别大致保持三季度时较差的水平；
2. 2013 年的订单主要考虑 Gopro 铝合金结构件带来的业绩增量，其他订单基本保持稳定；
3. 2013 年开始，募投项目的新建产能陆续投产；
4. 对未来有可能获得的新增订单不体现在盈利预测中。

5.2. 盈利预测和投资评级

根据以上假设，我们预计，公司 2012 年~2014 年营业收入分别为 3.19 亿、5.98 亿和 8.81 亿元，收入同比增速分别为-0.9%、87.3%和 47.4%；净利润分别为 0.47 亿、0.71 亿和 0.90 亿元，同比增速分别为-14.4%、48.9%和 27.6%。EPS 分别为 0.42 元、0.63 元和 0.81 元。

在相对估值法中，我们选取与 A 股上市公司中，属于轻合金压铸行业，且涉及 3C 产品金属结构件、外壳生产的厂商春兴精工、长盈精密作为参照系。以 2012 年 10 月 30 日收盘价为基准，按照我们的盈利预测，以上两家上市公司 2011 年~2013 年市盈率均值分别为 34.9x、66.5x 和 34.5x。宜安科技 2011 年~2013 年市盈率分别为 28.6x、33.4x 和 22.5x。

从 2012 年的市盈率水平来看,由于春兴精工超级本业务低于预期使得业绩大幅降低,99.2x 的市盈率过高,可比性不强;而宜安科技与长盈精密均为 34.0x,我们认为短期内估值水平是较为合理的。

对于 2013 年的估值,考虑到目前已到业绩拐点、未来的成长性及其标的稀缺性,我们认为,公司估值理应享有一定的溢价;不过,3C 产品结构件大客户的订单获取和产能跟进、良率提高仍有较强不确定性。因此,我们给予 2013 年 30x 的市盈率水平,按照 2013 年 0.63 元的 EPS,6 个月目标价为 18.90 元,首次给予“买入-B”的投资评级。

表 12: A 股可比上市公司估值比较

名称	代码	股价	EPS (元)			P/E (x)		
		10 月 31 日	2011 年	2012E	2013E	2011 年	2012E	2013E
春兴精工	002547	12.90	0.33	0.13	0.28	39.5	99.2	46.1
长盈精密	300115	28.00	0.92	0.83	1.22	30.3	33.7	23.0
平均						34.9	66.5	34.5
宜安科技		14.18	0.50	0.42	0.63	28.6	33.4	22.5

数据来源: Wind, 安信证券研究中心预测

6. 风险提示

- 1) 3C 产业景气度下降,镁合金在 3C 产品内部结构件、外壳中的应用推广慢于预期;
- 2) 公司在 3C 产品内部结构件和外壳市场的客户拓展受阻;
- 3) 公司产能投建进度不达预期;
- 4) 宏观经济持续低迷,导致下游需求不振;
- 5) 铝、镁合金锭等的原材料价格波动风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间	2012-10-31		
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	273	322	319	598	881	成长性					
减: 营业成本	185	221	221	419	629	营业收入增长率	22.1%	17.9%	-0.9%	87.3%	47.4%
营业税费	-	2	2	4	6	营业利润增长率	29.8%	6.5%	-22.3%	73.3%	32.2%
销售费用	4	6	6	11	16	净利润增长率	27.0%	13.6%	-14.4%	48.9%	27.6%
管理费用	32	37	48	90	132	EBITDA 增长率	32.2%	6.5%	-11.1%	66.8%	31.6%
财务费用	3	1	-1	-	-	EBIT 增长率	35.4%	3.1%	-25.6%	75.9%	32.1%
资产减值损失	-1	2	2	3	4	NOPLAT 增长率	32.7%	9.8%	-17.4%	50.4%	27.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.2%	47.9%	240.6%	9.4%	11.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	39.7%	32.0%	158.9%	9.6%	11.2%
营业利润	50	53	41	71	94	利润率					
加: 营业外净收支	7	11	15	12	12	毛利率	32.2%	31.4%	30.6%	29.9%	28.6%
利润总额	57	64	56	83	106	营业利润率	18.2%	16.5%	12.9%	11.9%	10.7%
减: 所得税	8	8	8	12	16	净利润率	17.9%	17.2%	14.9%	11.8%	10.2%
净利润	49	55	47	71	90	EBITDA/营业收入	21.3%	19.2%	17.3%	15.4%	13.7%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	19.3%	16.9%	12.7%	11.9%	10.7%
货币资金	74	62	299	240	251	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	75	91	159	134	122
应收账款	47	59	56	102	150	流动营业资本周转天数	50	62	241	212	146
应收票据	-	13	10	10	10	流动资产周转天数	189	189	339	262	197
预付帐款	20	7	22	34	19	应收帐款周转天数	57	57	63	47	51
存货	19	35	33	50	75	存货周转天数	21	30	39	25	26
其他流动资产	1	1	5	9	13	总资产周转天数	283	304	550	435	338
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	137	163	433	375	280
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	28.2%	24.3%	8.0%	10.9%	12.5%
投资性房地产	3	3	3	3	3	ROA	20.2%	18.3%	7.1%	9.2%	10.2%
固定资产	65	98	184	263	336	ROIC	57.7%	48.3%	27.0%	11.9%	13.9%
在建工程	-	13	50	50	15	费用率					
无形资产	7	7	7	7	6	销售费用率	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	5	5	5	5	5	管理费用率	11.8%	11.5%	15.0%	15.0%	15.0%
资产总额	241	303	673	772	884	财务费用率	1.1%	0.5%	-0.2%	0.0%	0.0%
短期债务	23	13	10	10	10	三费/营业收入	14.5%	13.7%	16.6%	16.8%	16.8%
应付帐款	32	40	40	73	109	偿债能力					
应付票据	3	-	-	-	-	资产负债率	28.3%	24.6%	12.3%	16.1%	18.6%
其他流动负债	7	11	12	16	18	负债权益比	39.5%	32.7%	14.0%	19.2%	22.9%
长期借款	2	1	1	-	-	流动比率	2.44	2.74	5.91	3.89	3.36
其他非流动负债	-	9	10	10	10	速动比率	2.15	2.19	5.45	3.45	2.87
负债总额	68	75	83	124	165	利息保障倍数	17.36	37.04	-61.88	-876.21	-437.90
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	84	84	112	112	112	DPS(元)	-	-	0.08	0.13	0.16
留存收益	89	144	479	535	607	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	173	228	591	647	719	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%	1.1%
现金流量表	2,010	2,011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	49	55	47	71	90	EPS(元)	0.44	0.50	0.42	0.63	0.81
加: 折旧和摊销	7	10	14	21	27	BVPS(元)	1.54	2.04	5.27	5.78	6.42
资产减值准备	-1	2	2	3	4	PE(X)	33.1	29.1	34.0	22.8	17.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.3	7.1	2.7	2.5	2.2
财务费用	-	3	2	-1	-	P/FCF	35.5	-138.2	-4.3	114.2	89.5
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	5.9	5.0	5.1	2.7	1.8
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	19.9	18.7	29.4	17.6	13.4
营运资金的变动	2	-14	-8	-41	-26	CAGR(%)	13.2%	17.6%	24.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	60	45	55	54	95	PEG	2.5	1.7	1.4	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-43	-44	-139	-102	-67	ROIC/WACC	5.8	4.8	2.7	1.2	1.4
融资活动产生现金流量	25	-13	311	-15	-18	REP	1.7	1.4	1.0	2.1	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

叶鑫，安信证券有色金属行业分析师，经济学硕士。2年证券行业研究经验；曾就职于湘财证券研究所。2011年3月加入安信证券研究中心。

衡昆，有色金属行业首席分析师，加拿大约克大学工商管理硕士。2005年~2009年《新财富》有色金属行业最佳分析师。2007年4月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

叶鑫、衡昆分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

张勤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	南方	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	010-59113572	nanfang@essence.com.cn
潘艳	上海联系人	梁涛	上海联系人
021-68766516	panyan@essence.com.cn	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
刘凯	北京联系人	律烨	深圳联系人
	cosskai2@163.com	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
沈成效	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558059	shencx@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
范洪群	深圳联系人		
0755-82558044	fanhq@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034