

长盈精密 (300115)

高增长确定性强 短期调整迎来布局良机

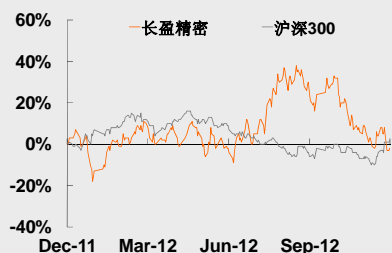
强烈推荐 (上调)

现价: 22.82 元

主要数据

行业	电子
公司网址	http://www.ewpt.cn
大股东/持股	/
实际控制人/持股	
总股本(百万股)	258.0
流通 A 股(百万股)	94.6
流通 B/H 股(百万股)	
总市值 (亿元)	58.0
流通 A 股市值(亿元)	21.3
每股净资产(元)	5.59
资产负债率(%)	19.6

行情走势图



相关研究报告

《长盈长赢 更上层楼》(2012.08.28)

证券分析师

卢山 投资咨询资格编号S1000511060001
0755-22626227
Lushan498@pingan.com.cn

研究助理

林照天 一般证券从业资格编号S100011110004
0755-22626792
Linzhaotian379@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

近期我们调研了长盈精密，并与公司高管进行了深入交流，坚定了我们对公司未来发展的信心。我们认为，中国正面临经济转型的挑战，而中国电子行业也面临着从“中国制造”到“中国创造”转型的历史性机遇和挑战。长盈精密作为国内电子优秀的精密制造企业，自身品质优秀，所处行业竞争环境好，业绩高增长确定性强，短期调整迎来布局良机。

主要观点:

- 公司明年传统连接器业务仍有较大增长潜力。公司在收购杰顺通前已经是国内传统连接器第一大供应商，而杰顺通为第三大供应商，强强联合后行业龙头地位非常巩固，与国内手机连接器主要竞争对手的差异进一步拉大。
- 12年三星智能机出货量将达到2亿台左右，全球最大智能机企业地位巩固。三星一个重要的优势则是智能终端核心零部件的设计和生产能力。我们预计三星明年全体手机出货量在5.5亿台左右，以每部手机传统连接器价格2.5元来计算，每年三星传统连接器采购额约为14亿元。而如果加上BTB/FPC连接器，以平均每台手机7元的采购额来计算，三星连接器明年总体市场空间达到将近40亿元，为长盈打开广阔的增长空间。
- 目前公司在三星及国内智能机厂商市场份额稳定，基本没有强有力的竞争对手，议价能力较强。公司过往屏蔽件毛利率一直稳定在40%以上，今年毛利率有所下滑，主要是因为年初以来扩产积极，而华为、中兴的出货量低于预期，同时新招工工人的生产率也许需要一个逐渐爬坡的过程。我们认为毛利率的下滑只是暂时现象，短暂的调整反而为公司来年年业绩的增长打下了很好的基础。
- CNC业务订单充裕，前景向好，毛利率有保证。金属加工业务，实际上CNC环节并不是良率提升的瓶颈，后端表面处理能力才是决定厂商盈利水平的重中之重。之前公司将后端处理外包，而各外包厂的品质，交货周期和时间都没有绝对保证，影响了公司的整体良率和毛利情况。但公司已经将喷涂、抛光、拉丝等环节收回，良率提升较快，目前整体良率已经稳定在80%以上。目前CNC金属加工业务订单充裕，下游产品需求旺盛，能见度好。通过波特五力模型的分析，我们认为目前金属加工行业竞争环境也非常有利于长盈的发展壮大。
- 我们预计公司12-14年营收为11.9、19.3、27.2亿元，净利润为2.03、2.99、4.19亿元，对应EPS为0.79、1.16、1.62元。风险提示：中国经济下行的风险；人力成本增加的风险；产能不足的风险。

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	783	1185	1934	2720
YoY(%)	64%	51%	63%	41%
净利润(百万元)	159	203	298	419
YoY(%)	75%	27%	47%	40%
毛利率(%)	37.3%	32.4%	34.2%	34.0%
净利率(%)	20.3%	17.1%	15.4%	15.4%
EPS(摊薄/元)	0.62	0.79	1.16	1.62
P/E(倍)	36.50	28.63	19.44	13.85

正文目录

一、	增长点一：传统连接器及屏蔽件仍有较大增长空间	4
1.1	国内连接器龙头地位巩固 与杰顺通合并后有较强议价能力	4
1.2	三星连接器将成为明年业绩重要推动力 亚马逊锦上添花	4
1.3	屏蔽件业务将保持稳定成长	5
二、	增长点二：金属外观件明年将全年贡献利润	5
2.1	金属加工整体实力突出 下游产品前景向好	5
2.2	金属加工行业竞争环境对长盈非常有利	7
三、	增长点三：BTB 进展顺利 明年下半年有望开始贡献业绩	10
四、	盈利预测	11
4.1	收入及成本预测	11
五、	风险提示	12
5.1	中国经济面临下行的风险	12
5.2	人力成本增加的风险	12
5.3	产能不足的风险	12

图表目录

图表 1：三星智能机出货量及预测（按季度，百万台）	5
图表 2：金属加工成型产业链.....	7
图表 3：波特五力模型示意图.....	8
图表 4：消费电子领域金属加工产业波特五力模型元素	8
图表 5：公司收入分产品预测（单位：万元）	11
图表 6：公司收入预测	11

一、 增长点一：传统连接器及屏蔽件仍有较大增长空间

1.1 国内连接器龙头地位巩固 与杰顺通合并后有较强议价能力

部分投资者对公司传统连接器明年的增长及毛利率较为担心，但我们认为公司明年传统连接器业务仍有较大增长潜力。公司在收购杰顺通前已经是国内传统连接器第一大供应商，而杰顺通为第三大供应商，强强联合后行业龙头地位非常巩固，与国内手机连接器主要竞争对手的差异进一步拉大。另外，长盈精密与杰顺通收入来源很大一部分来自手机产品市场，收购后有助于双方在业务、产品、市场快速形成合力，市场规模快速扩大。收购完成后手机连接器的竞争格局也对长盈非常有利，市场份额进一步向长盈集中，话语权增强。

目前国内主流智能机厂商对传统连接器普遍采用了分项目招标的方式，部分低端机项目公司并没有参与，而参与的项目基本市场份额都能达到 80%以上。公司上半年连接器毛利率有所下滑，主要由于扩产积极，而主要下游客户华为、中兴等出货量低于预期。考察国内智能机产业链，基本都遇到了同样的问题，并不是长盈独有的现象。而伴随着国内主流智能机明年出货量的增长及中低端智能机的放量，明年毛利率同比恢复是大概率事件。实际上，公司 3 季度手机连接器的毛利率环比已经有所提升。

1.2 三星连接器将成为明年业绩重要推动力 亚马逊锦上添花

根据 IDC 的最新数据，三星已经远超苹果成为全球最大的智能机厂商。12 年 3 季度三星智能机出货量为 5630 万台，而苹果为 2690 万台。我们预计 12 年三星智能机出货量将达到 2.1 亿台左右，全球最大智能机企业地位巩固。

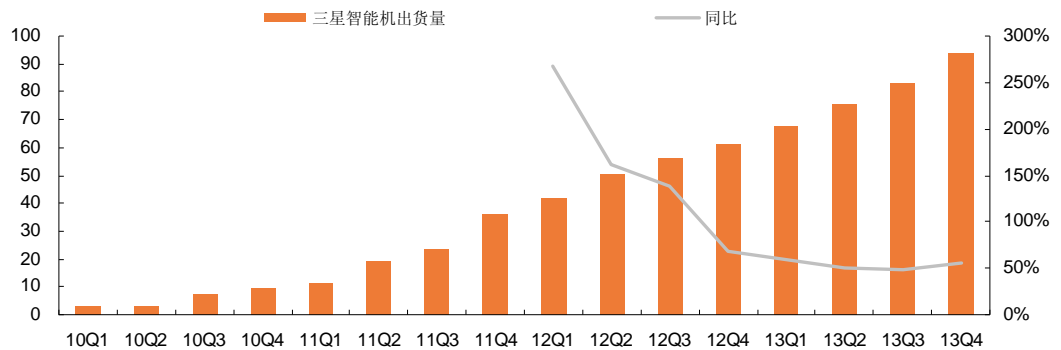
三星一个重要的优势则是智能终端核心零部件的设计和生产能力。据 iSuppli 统计，苹果 iPhone 有大概 32%的零部件是三星提供的，包括处理器、DRAM 闪存及部分显示屏。三星全产业链这一模式真正显示巨大威力是在上世纪 90 年代中后期，三星自有品牌产品在全球范围内打开局面之后，全产业链与自有品牌的相互协同奠定了三星迅速崛起的基础。而在三星全产业链背后的，是三星精准的战略眼光和果断的投资意识。

三星拥有完全独立的垂直整合王国，众多关键零组件，从液晶面板，到 CPU 流片，再到存储芯片，它都能自给自足，这使得三星的垂直整合更有规模效应和效率。以生产手机为例，一般的手机厂商如果要取得不同尺寸的面板，需要事先跟面板厂计划，不仅周期长，而且成本上不占优势。但三星只要自家的面板厂多拥有一批库存，愿意给手机部门使用，就马上可以投入生产，三星的反应速度会比苹果、诺基亚、HTC 等竞争对手更快，而且成本更低。

三星近日召开了“全球策略会议”，会上高管们对制订了三星 2013 年的产品销售目标。三星在会上透露了以下数据：2012 年三星电视的销量约为 5000 万台，2013 年的销售目标较今年增加 10%，为 5500 万台；今年智能手机的销量约为 2 亿部，2013 年销售目标为 3.5 亿部，较今年提高了 75%；今年平板电脑和 Smart Pad 的销量为 1500 万台，2013 年销售目标为 4 千万台，较今年提升 166%，如果算上 Galaxy Tab、Galaxy Note 10.1、Nexus 10 的话，年度销量则有可能达到 5000 万台。

我们坚定看好三星智能机明年的增长潜力，即使明年 75%的智能机增量有点乐观，50%以上的增量还是大概率事件。我们预计明年三星智能机出货量能达到 3.2 亿台左右。

图 表 1：三星智能机出货量及预测（按季度，百万台）



资料来源：IDC, Gartner、平安证券研究所整理

我们预计三星明年全体手机出货量在 5.5 亿台左右，以每部手机传统连接器价格 2.5 元来计算，每年三星传统连接器采购额约为 14 亿元。而如果加上 BTB/FPC 连接器，以平均每台手机 7 元的采购额来计算，三星连接器明年总体市场空间达到将近 40 亿元。

1.3 屏蔽件业务将保持稳定成长

目前公司在三星及国内智能机厂商市场份额稳定，基本没有强有力的竞争对手，议价能力较强。从公司过往财报可以看出，公司屏蔽件毛利率一直稳定在 40% 以上。今年毛利率有所下滑，主要是因为年初以来扩产积极，而华为、中兴的出货量低于预期，同时新招工人的生产功率也许需要一个逐渐爬坡的过程。我们认为毛利率的下滑只是暂时现象，短暂的调整反而为公司来年年业绩的增长打下了很好的基础。

对于长盈而言，三星手机、尤其是智能机的快速发展为行业提供了良好的机遇。相比三星原有供应商，公司的优势在于成本、反应速度和服务。在产品品质方面，长盈已经得到三星的高度认可。以连接器为例，公司开始为其旗舰机型提供 SIM 卡连接器。在进入 S3 后，进入其他机型就不需要繁琐的认证。屏蔽件方面，公司在三星的优势地位相当明显，明年市场份额有进一步提升的可能。日前市场纷纷下调苹果明年一季度出货量预期，而这反而是长盈主要下游客户三星、华为、中兴、联想等扩大市场份额的大好时机。另外，公司也已经全面进入亚马逊产业链，明年订单有望快速增长。

在公司旧有客户“中华酷联”及其他智能机厂商明年亮点不断，增长前景良好的背景下，三星及亚马逊连接器、屏蔽件、五金件将推动长盈传统业务更上层楼，我们对此充满信心。

二、 增长点二：金属外观件明年将全年贡献利润

2.1 金属加工整体实力突出 下游产品前景向好

目前公司金属结构件业务进展良好，上半年已经实现收入 1.06 亿元，基本是去年全年的收入。而在金属外观件方面，由于加工工序及后端处理工艺较为复杂，今年是公司的投入及布局期。公司 3 季度金属加工业务毛利率出现下滑，主要由于 CNC 大规模上量，良率的爬坡需要一定时间。在良率提升至合理水平之前，实际上金属外观件项目对利润还是负贡献。而通过几个月的学习及生产经验积累，长盈目前 CNC 加工工序良率已提高至 95% 以上。

这里我们要重申长盈在金属加工的业务的优势——**优势的模具设计能力**。目前 CNC 业务计价方式一般为按时间计价，每台 CNC 每年能贡献的收入是基本确定的，大概在 40-50 万元之间。公司现在采取 CNC 加工方式以冷锻为主。冷锻是在一般室温下让金属材料在模具中受力挤压成模穴中所设计的形状，直接成形，有极为良好的表面平滑度和尺寸精度，但产品成型度不高，需高度依赖后期 CNC 机台加工。由于公司模具设计能力优秀，同样的产品型号在经过挤压成型后所需 CNC 加工时间大大缩短。以公司某款主要产品为例，公司的 CNC 加工时间要比其他供应商少，也就意味着更高的毛利率。

金属加工业务，实际上 CNC 环节并不是良率提升的瓶颈，后端表面处理能力才是决定厂商盈利水平的重中之重。公司之前良率的瓶颈也主要在喷涂、抛光、拉丝等后端处理环节。之前公司将后端处理外包，而各外包厂的品质，交货周期和时间都没有绝对保证，影响了公司的整体良率和毛利情况。但公司已经将喷涂、抛光、拉丝等环节收回，良率提升较快，目前整体良率已经稳定在 80% 以上。此外，阳极处理工序虽然所占产值非常小，但也是金属加工良率提升的重要瓶颈。目前公司已经找到品质稳定，合作关系良好的外包厂商。公司终止收购嘉益辉也是对阳极处理业务有充分信心的体现。另外，阳极氧化不像电镀一样存在重金属污染，牌照申请较为容易，终止收购嘉益辉对公司基本没有影响。公司已在昆山成功申请阳极氧化牌照，目前正在深圳和松山湖考察合适的地点，再自主申请牌照，预计很快能够落实。

目前公司 CNC 冷锻业务主要产品有两个，分别是 iPad mini Lighting 接口和三星 galaxy camera(还有部分其他类型数码相机)。我们认为明年这两个产品发展前景都很不错，订单能见度强，超预期的可能性很大。首先 iPad mini 部分，无论是我们产业链的调研反馈还是新闻媒体的信息来看，下游需求情况非常好，出货量持续超预期。即使大家都在质疑苹果 iPhone 5 和 iPad 的前景，但 iPad mini 也是苹果产品中最大的亮点。以国内的销售情况为例，无论重量还是体验，iPad Mini 都很受消费者欢迎，甚至超过了 iPad4，基本持续处于缺货状态。根据我们产业链调研了解到的信息来看，苹果也在不断增加 iPad mini 零部件的订单。

在 iPad mini 方面，后端表面处理工序较少，基本 CNC 加工完成后加上高亮就可以直接出货。目前公司整体良率及毛利情况良好。由于富士康目前整体良率还不如公司高，明年毛利下降及订单转移的可能性不大。

而另一款产品 Galaxy camera 也是亮点颇多，由于后端处理工序较多（Galaxy camera 有不同颜色的版本），对长盈整体金属加工能力提出了较高要求。而长盈通过几个月的爬坡及经验积累，也基本解决了良率问题，获得三星的高度认可。长盈精密是三星 Galaxy camera 外壳第一供应商，并且良率水平要优于其他供应商，明年所占份额有望高达 90% 以上。同时，Galaxy camera 产品供货周期为一年到一年半左右，明年订单稳定，毛利率也有望随着公司良率的提升而水涨船高。

Galaxy Camera 已经在美国、英国、香港等多地发售，市场反响良好。

GALAXY Camera 主要优点：

1. 三星 Galaxy Camera 相机内建一个 1600 万像素 1/2.3 英寸 BSI CMOS 传感器，一枚 21 倍光学变焦（焦距为 23mm-480mm）、光圈为 f2.8-5.9 的镜头，搭载了 Android4.1 系统，4.8 英寸显示屏分辨率达到 1280*720，显示非常细腻，硬件性能优异。
2. 能够运行在 3G/4G 或者 WIFI 网络下。GALAXY Camera 是世界上唯一一款不论何时何地都可提供共享功能的相机，它能够利用高速 Wi-Fi 及 3G 网络实现无缝连接。用户可以随心所欲地捕捉图片，然后将其连网、上传，共享给亲朋好友，或者发布到您最喜爱的社交网络上。
3. 三星官网发布了 Galaxy Camera 的系统源代码，有了源代码，世界范围的高手们将会开发出更多的第三方 ROM，Galaxy Camera 的可玩性将进一步增加。

4. 很好地结合了手机和相机的功能，既拥有手机所没有的高画质，也有普通相机没有的联网共享功能。从信息产业角度，互联网的范围经济和规模效应降低了信息传播成本，消费电子设备互联网化是不可逆转的潮流。而 Galaxy camera 适应了人们“高画质”、“智能化”、“网络化”的需求，必将掀起新一轮消费热潮。

我们认为三星 Galaxy camera 是划时代的消费电子产品，开创了了联网智能照相机的新领域，与 iPad 开启平板时代有异曲同工的意义。面对卡片相机严重同质化以及智能手机的重压，相机智能化及联网化是大势所趋的选择。此次三星在多国均采取了与运营商合作推广的模式，我们认为这是新产品迅速打开市场，提高产品知名度，不断扩大市场份额的良好途径。随着消费者认同度的不断提升，明年 galaxy camera 出货量有望水涨船高。

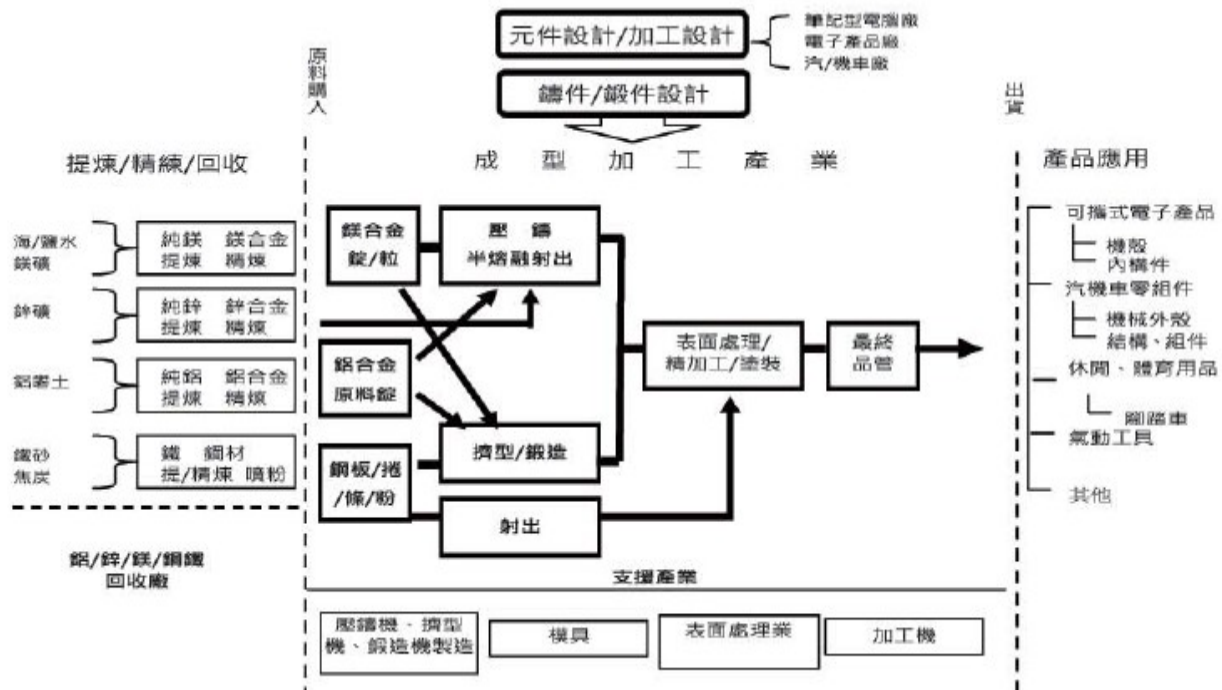
我们判断明年 Galaxy camera 的备货量有望达到 250 万台左右，长盈精密有望占据 90% 以上份额。按每台营收大概 20 美元计算（前端 CNC 锻压+后端表面处理），有望为长盈精密带来超过 4000 万美元左右的新增收入。我们预计明年 iPad mini 出货量在 5500 万左右，长盈有望占据一半左右的市场份额，以每个两美元的收入计算，年收入在 5000 万美元左右。另外，在公司金属 CNC 业务良率稳定后，我们认为其毛利率能够维持在 40% 以上，而今年基本没有贡献多少利润，业绩弹性极大。

2.2 金属加工行业竞争环境对长盈非常有利

正如我们在之前的深度报告所阐述的，轻薄时尚是消费电子产品的大趋势，而镁铝合金结构件及外观件无论在厚度、重量、可塑性、散热、表面美观度方面都要远超传统塑料。下面我们通过产业链的波特五力分析长盈未来在金属加工行业的广阔前景。

金属加工的产业分析：基于波特五力

图表 2：金属加工成型产业链



资料来源：可成、平安证券研究所整理

金属加工上游

上游主要包括镁、铝、锌、铁矿的提炼，而金属制造设备包括如挤型机、锻造机、冲压机和压铸机的制造等等。全球镁合金的提炼及制备早期集中在少数几家公司，如美国的 Dow Chemical、美国铝业、American Magnesium Inc 和 Dead Sea 等，但近年来我国积极发展镁原料的提炼及制备，已成为全球最大的镁原料生产国。铝合金部分，我国也是全球最重要的供应国之一。在原材料方面国内金属结构件厂商相对于外资有一定的交通及成本优势。

金属加工中游

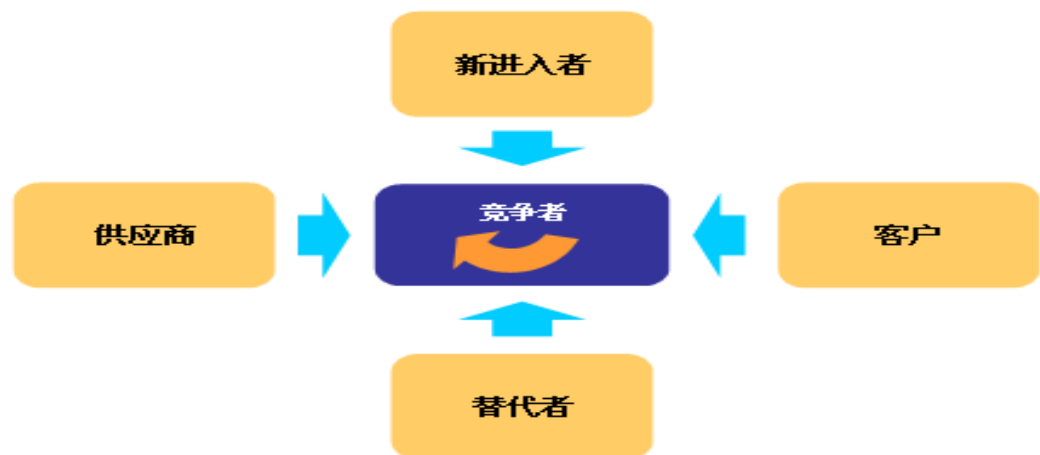
中游厂商主要为金属模具制造、加工成型与后端的表面处理，以承接下游消费产品的订单，制作出客户所需的金属成品为主。长盈精密也处于行业的中游，国际上主要同行业厂商以台湾企业为主，包括可成、鸿准、华孚、宏晖等。

金属加工下游

金属制品适合所有轻薄化的产品，如可携式电子资讯产品、汽车零部件、体育用品等等。实际上，汽车、自行车行业很早以前就有铝合金挤型和锻造产品，但是由于在外形轮廓的尺寸与外观质感要求不像 3C 产品一样高，3C 产业是最早开始金属制品高精密度与深加工的风潮。

目前电子行业所关注的公司一般都集中在金属加工产业链的中游。我们根据产业链的划分，构造波特五力模型。由于金属加工产业厂商分散，涉及行业较多，我们在分析时也主要把目光聚焦在消费电子领域。

图表 3：波特五力模型示意图



资料来源：平安证券研究所整理

在消费电子金属加工产业链的波特五力模型中，处于各角色的公司主要有：

图表 4：消费电子领域金属加工产业波特五力模型元素

角色	品类	主要厂商
供应商	铝镁合金原材料	有色金属原材料供应商
	CNC机台	发那科、西门子数控
客户	下游消费电子厂商	苹果、亚马逊、联想、惠普等巨头
新进入者	原有国际大厂	可成、富士康、鸿准、巨腾

	近期新参与者	长盈精密、春兴精工、宜安科技等
替代者	塑胶机壳、碳纤维	劲胜股份、通达集团等
行业内部竞争	冷锻	可成、富士康、鸿准、巨腾、长盈
	冲压	可成、富士康、鸿准、巨腾、长盈
	压铸	嘉瑞国际、宜安科技等

资料来源：平安证券研究所整理

供应商：议价能力较弱 随市场价格波动

铝镁合金外壳及外观件主要原材料供应商为有色金属企业，由于较为分散，供应充足，且材料价格基本随全球有色金属材料价格波动。目前镁铝价格由于下游整体需求不振，社会库存高企，基本处于低位徘徊的态势。此外，由于金属加工产业毛利率对个体厂商而言基本保持稳定，原材料价格的上涨反而会有利于利润绝对额的扩大。而 CNC 数控机床方面，目前供应商非常集中，全球 80% 以上 CNC 都由日本发那科及德国西门子数控生产。但由于下游客户也相对集中，且为一次性支出，对整体行业利润率影响也很小。

因此，上游供应商层面对金属加工产业利润水平影响较小，不是我们需要着重考察的因素。

客户：议价能力中等 行业环境不断改善

目前铝镁合金产品下游客户也非常集中，全球 80% 以上的机台集中在苹果供应商可成、富士康等企业。但随着金属外壳及外观件逐渐成为潮流，其他厂商都在大力推动金属件的产品。以亚马逊为例，kindle fire 一代采用了塑料外壳，而二代就采用了金属外壳，受到用户的广泛认可。

我们必须指出的是由于有大量供应能力的企业基本以服务苹果为主，而且像可成、富士康等企业一大部分 CNC 机台是由苹果出钱投资的，这些产能以后也只能为苹果服务。因此像三星、亚马逊等企业想找到稳定的金属外观件供应商是非常困难的。对于长盈来说，在台湾大厂产能基本被苹果绑定的背景下，目前正是其扩大非苹果系客户份额及影响力的大好时机。从目前在研项目及订单情况来看，长盈金属外观件产能在未来较长时期都会处于供不应求状态。伴随着长盈未来产能的进一步释放，尤其在产能够供应像手机金属外壳、平板电脑外壳等产品后，长盈的议价能力和在非苹果系客户中的地位会进一步上升。

新进入者：门槛较高 进入壁垒高

CNC 金属加工工序繁多，技术复杂，模具开发、CNC 加工、后端表面处理等环节都需要长期的生产经验积累。另外，CNC 加工属于重资产业务，即使像富士康等企业也需要苹果出钱投资机台，中小企业大举进入的可能性非常小。而目前金属外观件下游客户又集中在一线消费电子巨头，获得客户认证和认可对其他新进入者来说也是严峻的挑战。在长盈已经获得了下游一线大客户广泛认可的背景下（三星、苹果、亚马逊等），我们认为这种竞争环境对长盈未来发展壮大较为有利。

替代者：金属外观件趋势不断向好

首先，金属外观件实际是传统塑胶外壳及结构件的替代者，正如我们在之前深度报告中所阐述的，消费电子轻薄化是大的趋势。手机方面目前大规模使用金属外壳的厂商只有苹果，我们了解到这并不是其他厂商不愿意用，而是实在找不到稳定供应的产能。NB 领域，随着超级本渗透率不断提升，金属机壳需求量将快速增长。平板领域未来金属外壳将成为绝对主流。

碳纤维未来有可能成为金属外观件及机壳的新威胁，但目前只用于军工的高尖端领域，成本极其昂贵，而且下降和大批量较为困难。我们认为在未来几年内其对金属外观件及机壳不会造成大的冲击。

行业内部竞争：三种工艺长期并存 长盈将专注冷锻及冲压

目前镁铝合金主流加工技术包括冷锻、压铸和冲压三种。冷锻是在一般室温下让金属材料在模具中受力挤压成模穴中所设计的形状，直接成形不须要热胀冷缩的物理特性变化，因此冷锻有极为良好的表面平滑度和尺寸精度，但产品成型度不高，后期 CNC 机台加工时间较长。目前冷锻已经成为消费电子外壳制造的主流工艺，被苹果 iPhone、iPad 和 Macbook 广泛采用。长盈目前 CNC 加工业务基本以冷锻为主。

冲压则是指冲压是借助常规或专用冲压设备的动力，使板料在模具里直接受到变形力并进行变形，从而获得一定形状、尺寸和性能的产品零件的生产技术。相比冷锻技术，冲压产品精密度和变化丰富性稍差，但所需 CNC 加工时间相对较少。冲压也是金属加工的主流工艺之一，冲压机壳目前被惠普、华为等厂商广泛采用。长盈在冲压五金件等领域积累深厚，目前正在进行相关技术研发及人员的积累，明年冲压业务有望成为重要的增长点。

压铸全称压力铸造，是铸造的一种方法。铸造是将金属熔炼成符合一定要求的液体并浇进铸型里，经冷却凝固、清整处理后得到有预定形状、尺寸和性能的铸件（零件或毛坯）的工艺流程。压铸则是在高速高压的作用下将液态金属铸造成半成品或成品。压铸生产效率较高，成本相对冷锻来说比较低。但由于铝镁合金溶液形态需掺入硅等杂质使其外观失去金属光泽，并且易出现气孔，表面致密度不如冷锻和冲压工艺，后期阳极处理难以达到金属光泽效果。另外，压铸件要做到彩色效果难度比冷锻及冲压件大很多。

三种加工技术各有适用领域，后端表面处理能力是关键：冷锻及冲压技术由于表面处理性能较好，产品美观，已经得到了下游客户的广泛认可，将成为未来消费电子产品主流工艺。部分投资者担心压铸工艺对长盈未来市场空间的侵蚀，我们通过了解认为影响不大。首先，压铸成型后金属表面容易出现气孔及凹凸，如果要做成彩色外壳喷涂、抛光等环节良率很难提升，相比冲压等成本并无优势。以目前嘉瑞国际主要客户联想为例，联想众多 NB 均是黑色外壳，因此采用压铸工艺较为合适。而像苹果、惠普、三星等品牌，NB 以彩色或者白色外壳为主，基本都采用了冷锻及冲压工艺。

我们判断未来较长一段时间内三种工艺会并存，都有着其发展壮大空间。无论是冷锻、冲压或是压铸，厂商后端表面处理极其一体化能力是决定最终成本和毛利率的关键因素。我们对公司技术积累及管理能力有充分信心。

综上所述，我们可以发现金属加工行业对长盈来说是一片广阔的蓝海市场，市场空间巨大，长盈议价能力较强。海阔凭鱼跃、天高任鸟飞，长盈有望成为金属加工制造绝对龙头企业。

三、 增长点三：BTB 进展顺利 明年下半年有望开始贡献业绩

BTB 连接器公司很早以前就开始布局，而到今年终于有了实质性进展。目前我们了解到公司部分 BTB 连接器产品已经开始向下游大客户送样，一旦认证顺利，明年有望开始小批量出货。基于对公司产品品质及其与下游客户良好合作关系的信心，我们判断 BTB 连接器 13 年下半年有望开始贡献实质性业绩，并为公司今后的成长打开广阔空间。

四、盈利预测

4.1 收入及成本预测

关键前提及假设：

1. 4 季度公司连接器、屏蔽件及外观件毛利率有所恢复。首先传统连接器明年毛利率能维持平稳。在公司 BTB/FPC 产品放量后，连接器毛利率有较大提升空间。
2. 公司外观件产品保持良好发展态势，订单充裕。同时结构件产品也保持快速增长
3. 手机屏蔽件明年在三星及亚马逊扩展情况良好。
4. LED 精密支架保持高速增长态势，公司镀膜自主完成后毛利率有较大提升空间。
5. 杰顺通明年开始并表。

图表 5：公司收入分产品预测（单位：万元）

	2011A	2012E	2013E	2014E
手机及通信产品连接器				
收入	32,679	40,216	58,635	84,962
收入增长率	73.5%	23.1%	45.8%	44.9%
毛利率	30.2%	24.0%	28.0%	27.0%
手机及无线上网卡屏蔽件				
收入	29,125	35,940	55,527	68,632
收入增长率	40.8%	23.4%	54.5%	23.6%
毛利率	44.8%	39.0%	40.0%	40.0%
金属结构件及外观件				
收入	11,941	33,000	64,000	95,360
收入增长率		176.4%	82.0%	49.0%
毛利率	52.3%	36.0%	38.0%	39.0%
LED 精密支架				
收入	2,804	7,291	12,832	20,275
收入增长率	25.0%	160.0%	76.0%	58.0%
毛利率	13.6%	17.0%	22.0%	22.0%

资料来源：平安证券研究所整理

图表 6：公司收入预测

	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入（百万元）	783	1185	1934	2720
YoY(%)	64%	51%	63%	41%
净利润（百万元）	159	203	298	419
YoY(%)	75%	27%	47%	40%
毛利率(%)	37.3%	32.4%	34.2%	34.0%
净利率(%)	20.3%	17.1%	15.4%	15.4%
EPS(摊薄/元)	0.62	0.79	1.16	1.62
P/E(倍)	36.50	28.63	19.44	13.85

资料来源：平安证券研究所整理

五、 风险提示

5.1 中国经济面临下行的风险

2012年以来，中国经济减速明显，二季度GDP增长率首次低于8%，制造行业出现了一定业绩下滑局面。受此影响，消费者购买智能手机意愿减弱，从而导致手机产业链增速放缓，公司业绩增速也因此受到一定程度的影响。

5.2 人力成本增加的风险

公司的主要原材料包括铜带、不锈钢带和工程塑料和铝材，全年一定波动，整体波幅较大；但是，受深圳地区最低工资持续上调幅度较大的影响，公司人力成本还将不断上升，加大了公司经营管理的难度。

5.3 产能不足的风险

在募投项目投产前，面临产能不足的风险，公司面临着不能租赁到适合公司要求的厂房从而不能满足日益增长订单需求的风险。为此，长盈正积极寻找深圳厂区附近合适厂房，同时加快昆山、东莞松山湖两地的厂房建设，解决因厂房不足带来的产能不足的风险。

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
流动资产	1235	1350	1892	2472	
现金	604	210	234	269	
应收账款	148	240	364	486	
其他应收款	5	6	11	15	
预付账款	105	109	192	281	
存货	232	377	522	682	
其他流动资产	140	408	570	738	
非流动资产	280	462	629	687	
长期投资	0	0	80	80	
固定资产	179	370	460	520	
无形资产	37	47	57	66	
其他非流动资产	64	45	31	21	
资产总计	1516	1812	2521	3158	
流动负债	195	307	692	880	
短期借款	60	136	425	513	
应付账款	101	146	240	338	
其他流动负债	34	25	27	29	
非流动负债	0	-1	-2	-2	
长期借款	0	-1	-2	-2	
其他非流动负债	0	0	0	0	
负债合计	195	306	691	878	
少数股东 权益	0	0	26	57	
股本	172	258	258	258	
资本公积	861	775	775	775	
留存收益	288	473	771	1190	
归属母公司股东权益	1321	1506	1804	2223	
负债和股东权益	1516	1812	2521	3158	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
经营活动现金流	49	6	44	200	
净利润	159	203	325	450	
折旧摊销	46	65	104	138	
财务费用	-13	-4	9	18	
投资损失	0	0	0	0	
营运资金变动	-165	-262	-404	-414	
其他经营现金流	22	4	10	8	
投资活动现金流	-244	-461	-299	-235	
资本支出	244	230	174	180	
长期投资	0	0	80	0	
其他投资现金流	0	-231	-45	-55	
筹资活动现金流	-36	60	279	70	
短期借款	5	76	289	88	
长期借款	-2	-1	-1	-1	
普通股增加	86	86	0	0	
资本公积增加	-86	-86	0	0	
其他筹资现金流	-39	-15	-9	-17	
现金净增加额	-231	-394	24	35	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
营业收入	783	1185	1934	2720	
营业成本	491	801	1273	1795	
营业税金及附加	6	6	11	16	
营业费用	5	8	13	18	
管理费用	111	136	248	345	
财务费用	-13	-4	9	18	
资产减值损失	5	7	10	12	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	0	
营业利润	178	230	371	516	
营业外收入	6	4	4	4	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	183	233	375	520	
所得税	24	31	50	70	
净利润	159	203	325	450	
少数股东损益	0	0	26	31	
归属母公司净利润	159.0	202.7	298.5	418.9	
EBITDA	211	292	485	672	
EPS (元)	0.62	0.79	1.16	1.62	

主要财务指标

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E	
成长能力					
营业收入 (%)	64.4%	51.3%	63.2%	40.6%	
营业利润 (%)	72.1%	29.4%	61.4%	39.1%	
归属母公司股东权益 (%)	75.1%	27.5%	47.3%	40.3%	
获利能力					
毛利率 (%)	37.3%	32.4%	34.2%	34.0%	
净利率 (%)	20.3%	17.1%	15.4%	15.4%	
ROE (%)	12.0%	13.5%	16.5%	18.8%	
ROIC (%)	18.0%	15.9%	19.2%	21.2%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	12.9%	16.9%	27.4%	27.8%	
净负债比率 (%)	31.77%	44.71%	61.56%	58.36%	
流动比率	6.33	4.40	2.73	2.81	
速动比率	5.14	3.17	1.98	2.03	
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.71	0.89	0.96	
应收账款周转率	6	6	6	6	
应付账款周转率	6.26	6.50	6.61	6.21	
每股指标 (元)					
每股收益	0.62	0.79	1.16	1.62	
每股经营现金流	0.19	0.02	0.17	0.78	
每股净资产	5.12	5.84	6.99	8.62	
估值比率					
P/E	36.5	28.6	19.4	13.9	
P/B	4.39	3.85	3.22	2.61	
EV/EBITDA	25	18	11	8	

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257