



智能终端产业链上的金花待放

买入 首次

目标价格：22.00 元

投资要点：

- 移动智能终端一直以来是增长最快的新兴领域之一
- 公司依靠精密结构件在移动终端产业链上分享到增长硕果
- 2013 年将成为业绩释放期，成为一朵绽放的金花

报告摘要：

- 在技术和应用创新层出不穷的时代里，移动智能终端仍是增长最快的领域之一。2012 年智能手机的出货量涨幅预计可达 35.5%，而手机总出货量仅增长了 1%。三星已经成为智能终端全球第一供应商。2012 年全球手机出货量中三星占比 29%，比 2011 年提高了 5 个百分点。其中三星智能手机市场占有率 28%，比 2011 年提高了 8 个百分点，排第一。
- 公司产品和技术关键词：精密模具、快速成型、表面处理、真空镀膜、强化光学玻璃。下游客户面向全球市场，以手机、平板电脑等消费电子为主，兼顾医疗器械、汽车电子市场领域，为这些领域一流厂商提供高附加值、高技术含量的精密模具、精密结构件及强化光学玻璃等产品及服务。
- 公司的竞争优势主要体现在规模优势、成本和质量控制、快速响应能力、大客户资源和新客户开拓能力等。
- 募投资金项目释放空间大，收入利润将实现同步快速增长。近年来公司营业收入实现了持续稳定的增长。公司 IPO 之后一直处在扩产期，并一直保持逆势的规模增长和稳定的利润规模。而未来随着募投资金项目继续释放业绩，公司收入和利润将实现双双快速增长。
- 投资建议：我们对公司业绩的初步预测结果如下，随着业绩释放，相对估值优势明显，并给予“买入”评级。

数据摘要	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	959.9	1341.7	1850.0	2380.0	2925.0
YoY	33.5%	39.8%	37.9%	28.6%	22.9%
毛利率	23.1%	19.8%	19.5%	20.5%	20.5%
净利润	75.3	65.1	100.8	154.3	186.2
YoY	7.7%	-13.5%	54.9%	53.0%	20.7%
净利润率	7.8%	4.9%	5.5%	6.5%	6.4%
ROE	6.4%	5.4%	7.7%	10.5%	11.3%
EPS(元/股)	0.84	0.33	0.50	0.77	0.93
P/E(x)	19.6	45.2	29.2	19.1	15.8
P/B(x)	1.3	2.4	2.2	2.0	1.8

中小市值研究组

首席分析师：

王凤华(S1180511010001)

电话：010-88013568

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

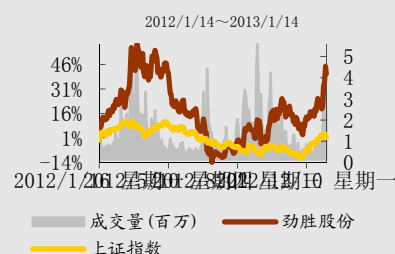
Email: shiyusen@hysec.com

岳苗

电话：010-88083564

Email: yuemiao@hysec.com

市场表现



相关研究

《中弘股份：聚焦城镇化，得土地者为王》

2013/1/9

《利亚德：LED 电视的领导者》

2012/12/26

《中文传媒：盈利最强，估值最低的传媒龙头》

2012/12/25

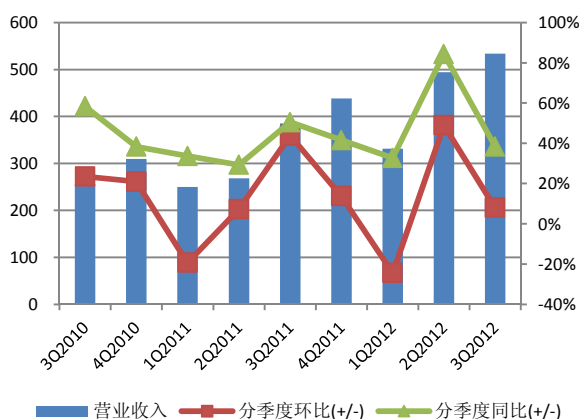
《壹桥苗业：购买围堰水域强化海参养殖主业》

2012/11/23

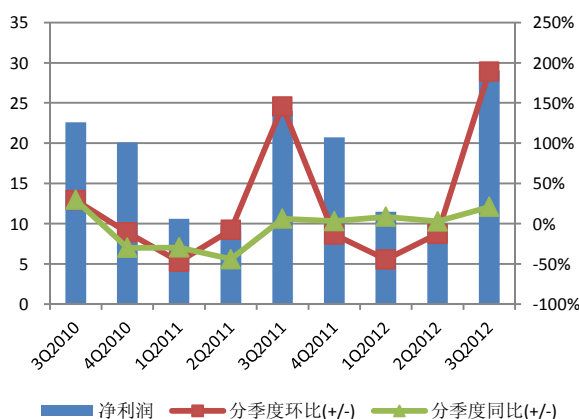
公司产品和技术关键词：精密模具、快速成型、表面处理、真空镀膜、强化光学玻璃。下游客户面向全球市场，以手机、平板电脑等消费电子为主，兼顾医疗器械、汽车电子市场领域，为这些领域一流厂商提供高附加值、高技术含量的精密模具、精密结构件及强化光学玻璃等产品及服务。从材质上分类，包括金属、碳纤维、陶瓷、生物材料。

公司的竞争优势主要体现在规模优势、成本和质量控制、快速响应能力、大客户资源和新客户开拓能力等。

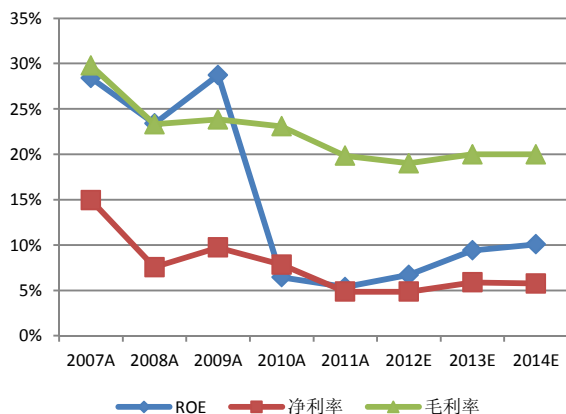
募投资金项目释放空间大，收入利润将实现同步快速增长。近年来公司营业收入实现了持续稳定的增长，由于毛利率的下降和期间费用率的提升，出现了增收不增利的现象。这是因为公司 IPO 之后一直处在扩产期，而全球电子产业也出现了一定的低迷，而公司能够在这种市场中保持逆势的规模增长和稳定的利润规模。而未来随着募投资金项目继续释放业绩，公司收入和利润将实现双双快速增长。

图 1：营业收入季度分析


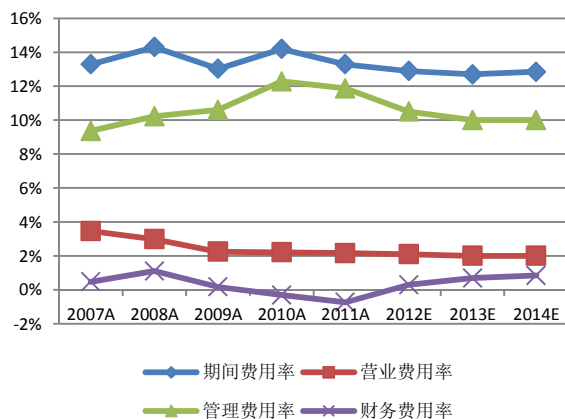
资料来源：宏源证券

图 2：净利润季度分析


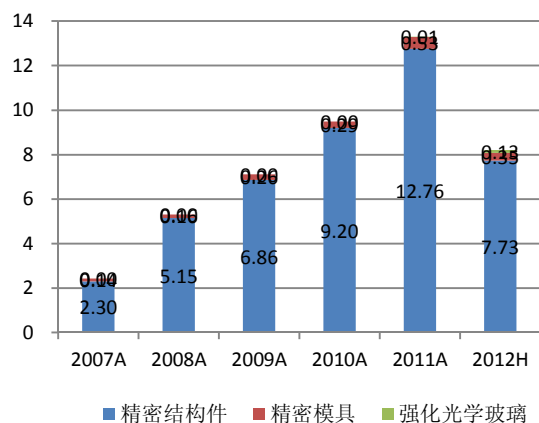
资料来源：宏源证券

图 3：毛利率历史及预测


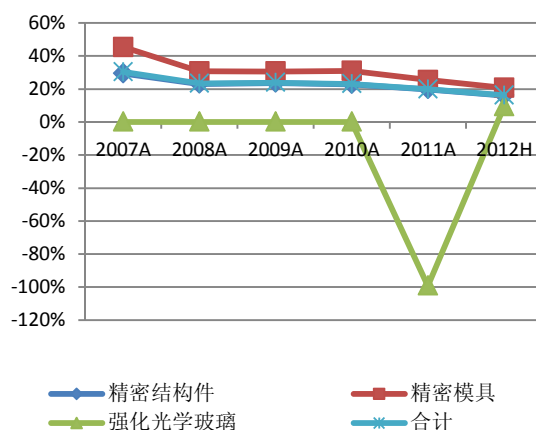
资料来源：宏源证券

图 4：费用率历史及预测


资料来源：宏源证券

图 5：公司收入快速增长及收入结构


资料来源：宏源证券

图 6：公司产品毛利率水平及趋势


资料来源：宏源证券

客户资源优势突出，订单来源结构合理。目前公司客户主要有三星、华为、中兴等，并开拓了航天、TCL、美国亚马逊、小米手机、中国电子等新客户。我们看到 2011 年来自惠州三星电子有限公司订单贡献销售收入 4.52 亿元，占 33.72%。前 5 名供应商共贡献销售收入 11.14 亿元，占公司年度营业收入的比例为 83.07%。出口销售 1.40 亿元，同比增长 25.07%，主要原因是来自越南三星、巴西三星快速成长，日本京瓷客户订单逐步增长。

对智能移动终端的市场前景预期持续乐观。IHS iSuppli 的数据显示智能手机的总体趋势大好，2012 年智能手机的出货量涨幅预计可达 35.5%，而手机总出货量仅增长了 1%。

公司最重要客户三星已经成为智能终端全球第一供应商。2012 年全球手机出货量中三星占比 29%，比 2011 年提高了 5 个百分点，并已取代诺基亚(占比 24)成为全球最大手机厂商。其中三星智能手机 2012 年市场占有率 28%，比 2011 年提高了 8 个百分点，比排在第二的苹果多出 8% 的市场占有率。其中三星 Galaxy 系列智能手机 2012 年四季度销售了 6100 万部。公司作为三星最大的精密结构件供应商之一，在行业大环境恶化的发展状况下，仍保持了较高营收增长率，从而为公司带来更好的发展机会。

股权激励效果将显现，股权激励行权价为 13.9 元/股。我们预计能够对核心团队起到实质性激励效果，并有利于公司长期价值的增长。

公司面临可能风险之一来自于成本压力，包括原材料价格波动和人工成本上涨等。2011 年总体看塑胶原料占成本的 23.29%，单价上涨了 4.23%；人工成本占总成本比例也从 2010 年的 17.89% 上升到 2011 年的 20.54%。

另一个风险是新上项目进度不达预期的风险。首先，消费电子精密结构件技改扩建项目达到预定可使用状态日期调整为 2014 年 12 月 31 日。第二，从产业经验看，光学玻璃生产的良率提升不是一蹴而就的。主要从事电容式触摸屏光学玻璃项目的全资子公司华清光学，2011 年度销售毛利为 -130.87 万元，净利润 -649.69 万元，2012 年 1~9 月，本项目实现净利润 -273.30 万元，随着订单的增长、产能充分释放，此项目已逐步实现盈利。强化光学玻璃也从 1000 万片增长到 1400 万片。

表 1：可比公司财务数据对比

证券代码	证券名称	ROE(%)				销售毛利率(%)				净利率(%)			
		2009A	2010A	2011A	1~3Q2012	2009A	2010A	2011A	1~3Q2012	2009A	2010A	2011A	1~3Q2012
300083.sz	劲胜股份	33.57	10.66	5.47	4.09	23.84	23.08	19.84	16.85	9.72	7.84	4.85	3.72
002241.sz	歌尔声学	11.84	22.03	28.38	16.77	23.44	25.25	28.07	27.00	9.65	11.17	13.64	13.07
300088.sz	长信科技	20.36	15.71	12.48	11.31	37.56	38.62	38.41	38.53	23.15	24.25	25.88	27.33
002456.sz	欧菲光	23.22	8.59	2.13	18.23	26.47	22.62	13.78	20.31	13.67	8.43	1.66	7.91
002655.sz	共达电声	10.53	28.21	23.32	7.19	27.96	31.75	31.34	29.46	6.72	13.05	11.84	8.85
300115.sz	长盈精密	24.26	12.23	12.55	10.11	37.71	37.32	37.33	33.36	19.65	19.05	20.30	17.62
300322.sz	硕贝德	28.95	33.56	29.19	9.83	35.99	37.92	36.23	30.02	13.63	14.28	14.69	12.15
证券代码	证券名称	资产负债率(%)				流动比率				速动比率			
		2009A	2010A	2011A	1~3Q2012	2009A	2010A	2011A	1~3Q2012	2009A	2010A	2011A	1~3Q2012
300083.sz	劲胜股份	46.56	18.32	24.49	30.80	1.30	4.17	2.46	1.99	0.95	3.59	1.88	1.40
002241.sz	歌尔声学	48.25	47.93	60.97	44.30	1.29	1.42	0.81	1.21	1.00	1.20	0.66	0.96
300088.sz	长信科技	28.39	5.02	14.36	14.56	2.42	14.62	3.38	2.96	2.15	13.92	2.96	2.62
002456.sz	欧菲光	46.34	28.32	59.13	70.07	1.45	3.14	1.30	0.99	1.03	2.63	0.94	0.78
002655.sz	共达电声	52.80	50.54	51.25	29.63	1.54	1.85	1.21	2.38	1.12	1.24	0.90	1.98
300115.sz	长盈精密	30.43	9.64	12.87	19.56	2.59	9.41	6.33	3.30	1.90	8.14	5.14	2.48
300322.sz	硕贝德	42.37	35.97	48.99	22.56	1.73	2.39	1.45	3.88	1.10	1.79	1.08	3.35
证券代码	证券名称	营业总收入同比增长率(%)				归属母公司股东净利润同比增长率(%)				营业总收入(亿元)			
		2009A	2010A	2011A	1~3Q2012	2009A	2010A	2011A	1~3Q2012	2009A	2010A	2011A	1~3Q2012
300083.sz	劲胜股份	33.97	33.47	39.77	50.46	72.37	7.71	-13.51	13.90	7.19	9.60	13.42	13.59
002241.sz	歌尔声学	11.30	134.70	54.16	64.55	-18.55	176.80	91.00	65.17	11.27	26.45	40.77	45.31
300088.sz	长信科技	23.29	84.74	21.99	24.82	30.82	93.49	30.20	16.95	2.62	4.83	5.89	5.53
002456.sz	欧菲光	61.65	65.78	101.43	280.52	36.77	2.16	-60.24	891.76	3.73	6.18	12.45	24.68
002655.sz	共达电声	-23.37	69.17	16.76	-4.16	-68.53	228.42	5.90	-13.91	2.29	3.87	4.52	3.32
300115.sz	长盈精密	13.31	72.59	64.39	40.40	18.54	67.36	75.14	15.50	2.76	4.76	7.83	8.06
300322.sz	硕贝德	0.00	108.41	50.81	43.46	0.00	118.36	55.08	19.70	0.80	1.66	2.50	2.57
证券代码	证券名称	存货周转率				应收账款周转率				净利润(百万元)			
		2009A	2010A	2011A	1~3Q2012	2009A	2010A	2011A	1~3Q2012	2009A	2010A	2011A	1~3Q2012
300083.sz	劲胜股份	5.52	6.56	5.66	4.04	14.50	15.75	9.96	7.24	0.70	0.75	0.65	0.51
002241.sz	歌尔声学	4.26	8.15	8.00	4.65	4.80	6.21	5.00	3.07	1.00	2.76	5.28	5.79
300088.sz	长信科技	5.97	8.40	5.82	4.40	3.17	4.33	3.80	2.66	0.61	1.17	1.53	1.51
002456.sz	欧菲光	5.25	4.23	3.88	4.38	5.48	5.02	4.50	3.52	0.51	0.52	0.21	1.95
002655.sz	共达电声	3.52	4.13	3.86	2.64	3.21	4.49	4.21	2.19	0.15	0.50	0.53	0.29
300115.sz	长盈精密	2.88	2.46	2.50	2.04	4.56	5.47	6.17	3.90	0.54	0.91	1.59	1.40
300322.sz	硕贝德	2.95	4.28	4.13	3.24	3.49	6.32	6.13	3.92	0.11	0.24	0.37	0.31

单位:百万元

利润表	2011A	2012E	2013E	2014E	现金流量表	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1342	1850	2380	2925	经营活动现金流				
YoY	40%	38%	29%	23%	净利润	65	101	154	186
营业成本	1076	1489	1892	2325	折旧与摊销	48	55	64	73
营业税金及附加	7	4	5	6	财务费用	-10	5	16	24
销售费用	29	39	48	59	非经常性/非经营性损益	8	0	0	0
管理费用	159	194	238	293	营运资金的减少	-163	-141	-98	-99
EBITDA	119	179	262	316	长期经营性负债的增加	0	0	0	0
YoY	11%	50%	46%	21%	经营活动现金流净额	-52	21	137	184
EBIT	71	124	198	243	投资活动现金流				
财务费用	(10)	5	16	24	固定资产购建	-349	-75	-75	-75
非经营性/经常性损益	(4)	0	0	0	无形资产购建	0	-10	-10	-10
利润总和	77	119	182	219	非经常性或非经营性损益	0	0	0	0
所得税费用	12	18	27	33	非核心资产的减少	0	23	0	0
净利润	65	101	154	186	投资活动现金流量净额	-348	-62	-85	-85
YoY	-14%	55%	53%	21%	筹资活动现金流				
少数股东损益	0	0	0	0	短期借款增加	22	136	43	47
归属母公司所有者净利润	65	101	154	186	长期借款增加	0	175	145	118
YoY	-14%	55%	53%	21%	股本及资本公积增加	0	0	0	0
					财务费用及红利等	-20	-5	-16	-24
资产负债表	2011A	2012E	2013E	2014E	筹资活动现金流量净额	2	306	172	141
资产					现金及现金等价物净增加额	-399	264	224	240
货币资金	399	663	887	1126	现金及现金等价物期末余额	399	663	887	1126
应收款项	290	463	595	731	主要财务指标	2011A	2012E	2013E	2014E
预付款项	25	34	44	54	盈利能力				
存货	228	316	402	496	ROE	5.4%	7.7%	10.5%	11.3%
其他流动资产	25	0	0	0	净利率	4.9%	5.5%	6.5%	6.4%
流动资产合计	966	1476	1928	2407	毛利率	19.8%	19.5%	20.5%	20.5%
固定资产	472	490	502	508	营业费用率	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
在建工程	89	95	97	99	管理费用率	11.9%	10.5%	10.0%	10.0%
无形资产	37	43	49	54	财务费用率	-0.7%	0.3%	0.7%	0.8%
非核心资产	43	20	20	20	资本结构				
非流动资产合计	641	647	668	680	资产负债率	24.5%	38.1%	43.4%	46.4%
资产总计	1607	2123	2596	3087	权益乘数	1.32	1.62	1.77	1.87
负债					流动资产/总资产	60.1%	69.5%	74.3%	78.0%
短期借款	22	158	201	248	流动负债/总负债	100.0%	78.3%	71.6%	69.4%
应付款项	370	473	603	743	偿债能力				
预收款项	1	2	2	3	流动比率	2.46	2.33	2.39	2.42
其他应付款	0	0	0	0	速动比率	1.88	1.83	1.89	1.92
其他流动负债	0	0	0	0	产权比率	0.32	0.62	0.77	0.87
流动负债合计	393	633	807	994	归属母公司股东权益/负债	3.08	1.63	1.30	1.16
长期借款	0	175	320	438	营运能力				
长期经营性负债	0	0	0	0	存货周转率	5.66	5.48	5.27	5.18
其他非流动负债	0	0	0	0	应收账款周转率	6.92	4.92	4.50	4.41
非流动负债合计	0	175	320	438	流动资产周转率	1.30	1.52	1.40	1.35
负债合计	393	809	1127	1432	固定资产周转率	3.67	3.85	4.80	5.79
股本	200	200	200	200	总资产周转率	0.88	0.99	1.01	1.03
资本公积金	836	836	836	836	每股和估值指标				
留存收益	178	279	433	619	EPS(元)	0.33	0.50	0.77	0.93
归属母公司股东权益	1213	1314	1469	1655	BPS(元)	6.07	6.57	7.34	8.27
少数股东权益	0	0	0	0	P/E(x)	45.23	29.19	19.08	15.81
股东权益合计	1213	1314	1469	1655	P/B(x)	2.43	2.24	2.00	1.78
负债和股东权益合计	1607	2123	2596	3087					

作者简介:

王风华: 宏源证券研究所中小市值上市公司研究组组长、首席分析师,《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。15 年从业经历,曾在多家券商任职,任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职,2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖:宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

机构销售团队

华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越	0755-33968162	18682185141	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
QFII	覃汉	010-88085842	18810805988	qinhan@hysec.com
	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果,本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为宏源证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。