

分析师：符彩霞

执业证书编号：S0050510120007

Tel：010-59355468

Email：fuyup@chinans.com.cn

地址：北京市朝阳区北四环中路27号盘古大观A座40层(100101)

电子元器件

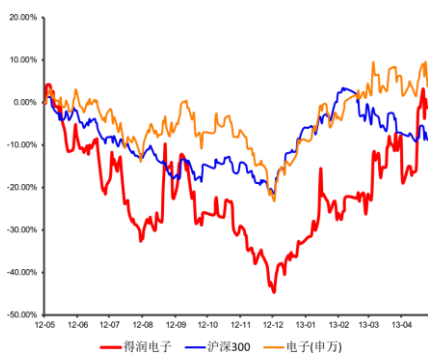
投资评级

本次评级：	推荐
跟踪评级：	首次
目标价格：	10.64

市场数据

市价(元)	9.24
上市的流通A股(亿股)	4.02
总股本(亿股)	4.15
52周股价最高最低(元)	18.05-4.58
上证指数/深证成指	2177.91/8691.39
2012年股息率	0.82%

52周相对市场表现



联系人

傅岳鹏

fuyup@chinans.com.cn

010-59355468

家电业务稳增，PC业务回温

--得润电子(002055)调研报告

投资要点

- 1、公司发布的2013年一季度报告，营业收入较上年同期增长19.08%，增加5,682万元；净利润为1,980万元，同比减少2.25%。收入增加是收购意大利Plati子公司引起的并表结果，而收购Plati引起的各项费用的增加导致了一季度营收上升的同时净利润微幅降低。
- 2、家电连接器业务表现活跃，约有20%的同比增长。公司目前占据传统家电连接器约70%的市场份额。通过收购Plati，借助其传统的渠道优势和得润电子的制造优势，进入欧洲市场希望较大。提高市场份额、储备开发新客户，是家电行业发展的基本路径。
- 3、2013年PC的销售形势有所恢复，预计能回到2011年的水平。公司目前的CPU以及DDR连接器在纬创、广达、联想等做了许多产品认证。平板设备连接器的开发已经进入常态，认证阶段过去后，出货会逐渐出现。
- 4、得润江门厂已经拿到一汽大众奥迪A3的认证。今年汽车管束及连接器业务对业绩有增厚作用。LED支架目前供求关系良好，照明和背光两项订单都较充裕，预计业绩同比可有较大增长。
- 5、我们预计2013-2015年分别可以实现EPS 0.38, 0.41元和0.44元，增长率分别为53.46%，7.82%和7.12%。目前股价分别对应24.45, 22.68和21.17PE。我们给予2013年28倍PE，目标价为10.64元。

风险提示

家电连接器业务未达预期；下游消费未达预期，致PC连接器订单下降。

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	1553.93	1924.86	2194.34	2501.55
增长率(%)	2.92	23.87	14.00	14.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	102.08	156.65	168.90	180.92
增长率(%)	-12.36	53.46	7.82	7.12
毛利率(%)	18.37	19.06	18.50	17.76
净资产收益率(%)	8.63	11.36	10.91	10.46
EPS(元)	0.25	0.38	0.41	0.44
P/E(倍)	37.52	24.45	22.68	21.17
P/B(倍)	3.26	2.88	2.55	2.28

来源：公司年报、民族证券

正文目录

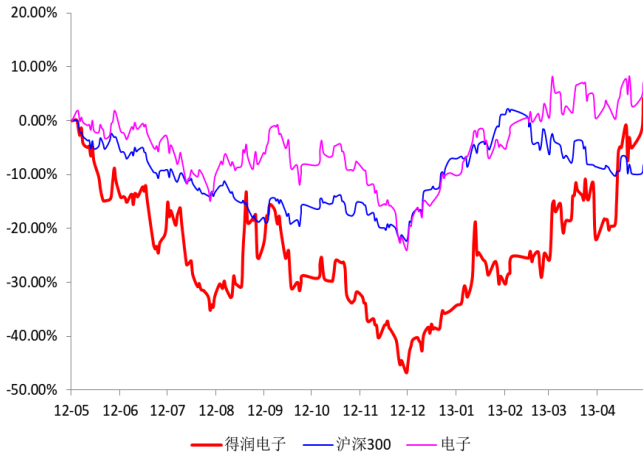
1. 公司股价走势和财务表现	3
2. 公司经营状况及营收预期	4
2.1 家电连接器业务	4
2.2 PC 及移动智能设备业务	5
2.3 联想或成为公司的主要合作伙伴	6
2.4 LED 支架业务	6
2.4 汽车电子管束业务	7
3. 股权激励	7
4. 盈利预测	8
5. 风险提示	8

图表目录

图 1: 最近 52 周股价走势图	3
图 2: 最近两年 PE-Band 分析	3
图 3: 单季度销售毛利率、净利率和 ROE 情况	3
图 4: 单季度营收情况	3
图 5: 近年单季度经营活动现金流情况	4
图 6: 今年单季度三费控制情况	4
图 7: 公司生产的家电连接类线束产品	4
图 8: 2013 年 1~2 季度国内电视厂商电视面板采购量预测	5
图 9: 中国已成为世界最大 PC 消费市场	5
图 10: 公司生产的 PC 连接器等产品	6
图 10: 公司生产的 LED 支架等产品	7
表 1: 得润电子股权激励计划行权条件	7
表 2: 股权激励计划下预计利润情况	8
附录: 财务预测表	9

1. 公司股价走势和财务表现

图 1：最近 52 周股价走势图



资料来源：iFind，民族证券

图 2：最近两年 PE-Band 分析



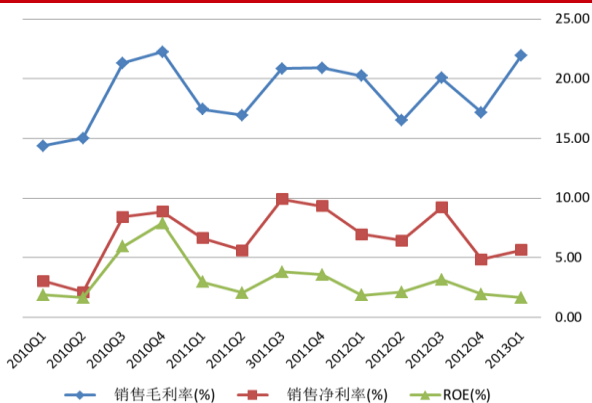
资料来源：Wind，民族证券

得润电子 2012 年报显示，公司共实现合并营业收入 155,393.47 万元，同比增长 2.92%；营业利润 11,077.57 万元，同比减少 21.20%；利润总额 12,272.44 万元，同比减少 14.94%；归属于母公司净利润 10,208.23 万元，同比减少 12.36%。

同时公司发布的 2013 年一季度报告，营业收入较上年同期增长 19.08%，增加 5,682 万元；净利润为 1,980 万元，同比减少 2.25%。收入增加是收购意大利 Plati 子公司引起的并表结果，而收购 Plati 引起的各项费用的增加导致了一季度营收上升的同时净利润微幅降低。

单季度销售毛利率、净利率上都有所回复，印证了公司 PC 连接器业务回温的判断。由于 2012 年一季度基数较低，今年一季度营收的同比上升比较明显，但环比下降较多，反映了代工制造业的季节性变化。

图 3：单季度销售毛利率、净利率和 ROE 情况



资料来源：Wind，民族证券

图 4：单季度营收情况。

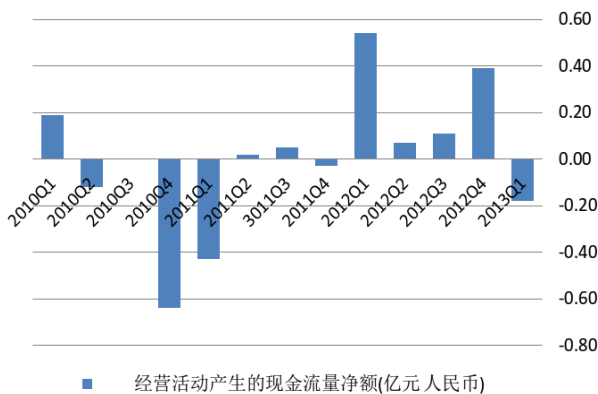


资料来源：Wind，民族证券

Plati 公司一季度处于亏损状态，季度经营现金流中已有反应内，根据我们的调研情况，在得润电子的资源整合和有效管理下，Plati 公司应能发挥其在欧洲大陆的客户优势和渠道优势，二季度很有可能实现盈亏平衡。

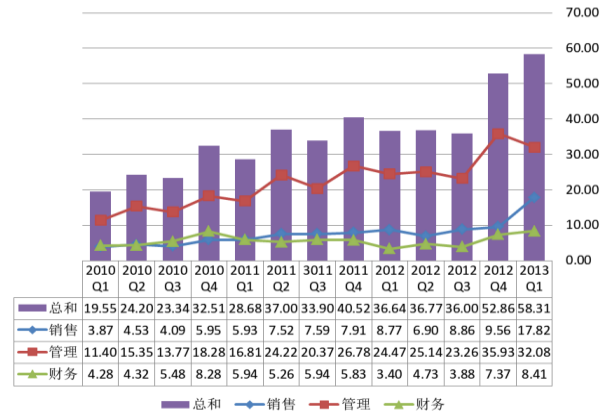
三费情况依然处于高位，如何更有效地缩减费用，是重要的课题，也是今年公司能否达到股权激励条件的关键因素之一。

图 5：近年单季度经营活动现金流情况



资料来源：Wind，民族证券

图 6：今年单季度三费控制情况



资料来源：Wind，民族证券

2. 公司经营现状及营收预期

公司四大业务板块分别是：传统家电连接器、PC 连接器业务、汽车连接器（管束）和 LED 连接器。家电产业方面，公司市场份额已接近 70%，并在高速传输的新产品开发方面取得了较大进展；PC 连接器中的高端连接器的自主研发和拓展方面实现了根本性的突破，获得了国际大客户的认可并取得供应商资格，目前一批面向平板电脑的新产品正处于认证阶段，此阶段完结后将批量出货；汽车电子方面，公司完成了高端汽车市场的布局，在国内汽车力求新的发展，同时通过收购 Plati 公司、与德国 Kromberg & Schubert 成立合资公司等方式，布局欧洲市场进入高端汽车电子配套市场；LED 连接器项目上实现了产品的批量生产，获得了重点客户的认可，并初步建立起一定的市场地位。这些产品和业务的持续发展将为公司战略目标的实现奠定更为坚实的基础。

2.1 家电连接器业务

从调研了解的情况分析，家电连接器业务表现活跃，约有 20%的同比增长。公司目前占据传统家电连接器约 70%的市场份额。通过收购 Plati，借助其传统的渠道优势和得润电子的制造优势，进入欧洲市场希望较大。提高市场份额、储备开发新客户，是家电行业发展的基本路径。

图 7：公司生产的家电连接类线束产品



来源：公司网站，民族证券

媒体研究公司 TDG 的最新报告显示，14%的拥有互联网连接的欧美家庭拥有 Apple TV、Roku box 或者其他相似的流媒体平台。智能电视正在逐渐侵蚀互联网电视市场。

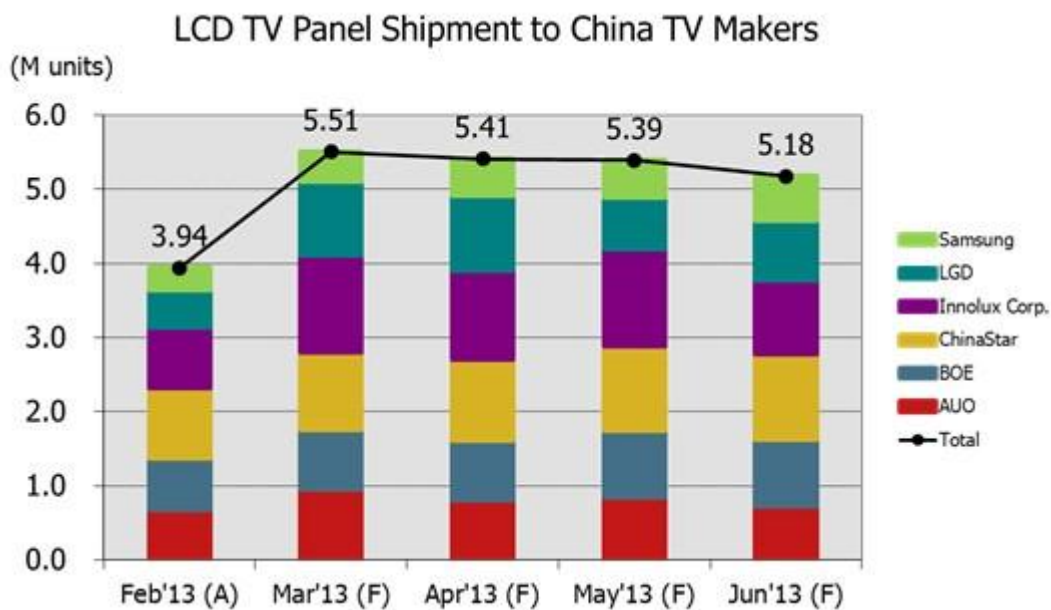
智能电视的普及增长率从 2011 年的 12% 增长至 2012 年的 25%，而互联网机顶盒产品的年增长率只有 2%。虽然并不是所有的智能电视用户都使用高级功能，不过接受调查的用户中有 69% 将自己的智能手机与互联网连接，这意味着有三分之二的智能电视用户充分享受了各种高级功能。

Displaysearch 称有渠道反映，大陆将在 6 月推出第二轮节能彩电补贴政策，一台液晶电视最高补贴金额为人民币 600 元，较第一轮增 50%，且尺寸越大，补助越多。

第一轮政府节能补贴的预算是人民币 60 亿元，由于大陆想提高对节能电视的补贴，目前已提高到人民币 100 亿元的预算。Displaysearch 预期今年五一彩电销售将会不错，去年五一销售年增 8% 至 9%，今年不会低于此数字。

倘若此举措属实，无疑将推高智能电视产业链整体的销售预期。

图 8：2013 年 1~2 季度国内电视厂商电视面板采购量预测



来源：Displaysearch，民族证券

今年家电连接器业务依然是公司营收的主体，占比约在 70%。目前黑色家电与白色家电的出货比例在 1:1。未来智能家电发展趋势已经逐渐明朗，黑色家电占比将快速提升，其中智能电视将是重要的组成部分。

2.2 PC 及移动智能设备业务

PC 连接器原属于高技术含量的制造业范畴，产业集中度较高，TYCO（泰科）拥有世界最大的连接器产业份额。近年来，PC 产业基地向消费基地趋同的趋势越来越明显，中国大陆作为最大的 PC 消费市场，势必将吸引生产、加工企业来到中国。其中得润电子就是连接器技术和生产让渡中国的受益者之一。

图 9：中国已成为世界最大 PC 消费市场

	Desktop	Notebook	Consumer	Commercial
China	50%	50%	50%	50%
World	36%	64%	65%	35%

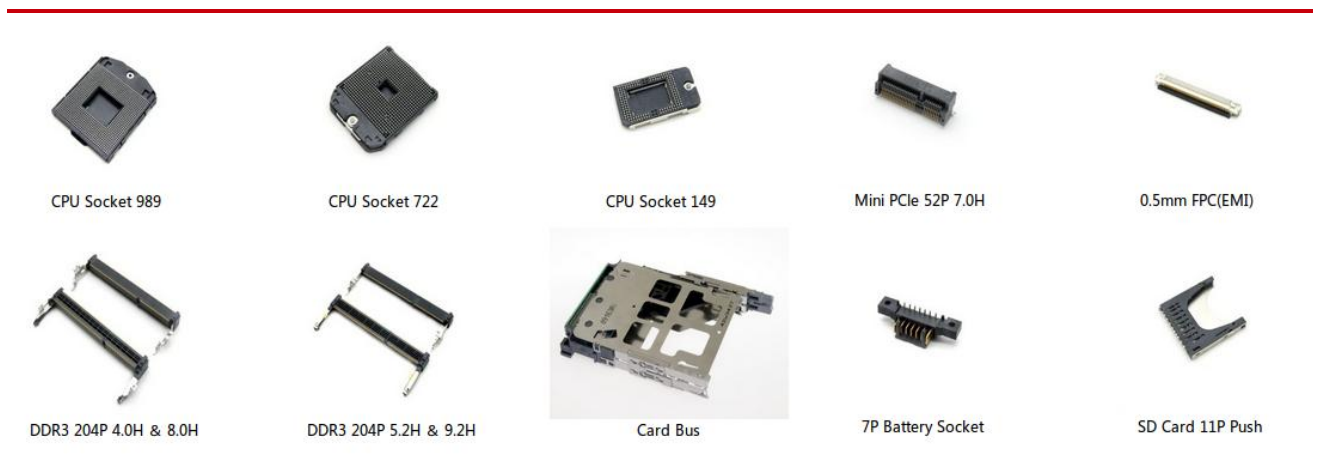
Source: IHS Inc., April 2013

来源：IHS iSuppli，民族证券

公司目前主要的订单来自于泰科，约占 50%。产品实际上是通过泰科销售到了下游客户。公司已经通过长期的代工合作模式逐渐打通了与下游客户直接对话的渠道。随着技术以及产能让渡过程逐渐进行，泰科连接器的生产及研发能力逐渐退化，公司未来的销售模式可能发生很大转变。今年 PC 的销售形势有所恢复，预计能回到 2011 年的水平，即营收达到 3 亿元人民币。

公司目前的 CPU 以及 DDR 连接器在纬创、广达、联想等做了许多产品认证。平板设备连接器的开发已经进入常态，认证阶段过去后，出货会逐渐出现。公司预计 CPU 连接器会逐渐消失，台式机连接器渐向一体机方向转变。而内存连接器方面，DDR4 连接器已处于开发中，开发的都是超薄产品，符合客户的需求。

图 10：公司生产的 PC 连接器等产品



来源：公司网站，民族证券

2.3 联想或成为公司的主要合作伙伴

在全球个人电脑市场持续低迷的背景下，联想的 PC 业务继续逆势增长，创下 16% 的全球市场份额新高。但 CEO 杨元庆认为，行业增长的主角已经完全改变。市调机构 IDC 公布的最新一季的数据显示，全球个人电脑的销量同比下降了 14%。“虽然我们始终相信，未来个人电脑仍会是联网设备的重要组成部分，但是消费者已经有了更多选择。”杨元庆说，毫无疑问，平板电脑和智能手机等新型设备的增长会更加迅猛，它们将成为行业增长的主角。在行业发生逆转之下，杨元庆指出，联想的竞争对手也已经发生改变。“我们的主要竞争对手已经从戴尔、惠普等传统 PC 厂商，转向苹果、三星这类堪称伟大的 PC+ 厂商。”

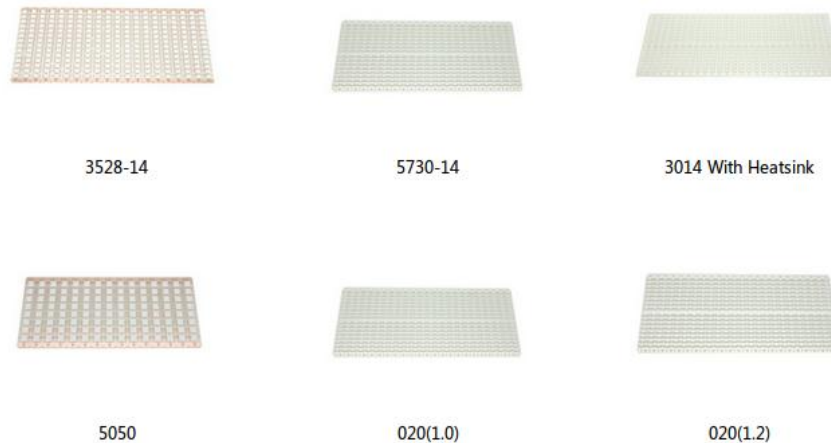
联想若想将竞争对手转向 Samsung 和 Apple，则必须逐渐掌握制造，在平板连接器业务上，联想更希望与得润电子合作。得润电子可以提供全系列的服务，是联想希望看到的战略伙伴。

在短期毛利率与对客户供货的占比上，得润电子更倾向于后者。这意味着牺牲一定的毛利率以换取与下游客户更紧密的合作关系是得润电子的发展选项。

2.4 LED 支架业务

今年是 LED 业务快速增长的一年，不论 LED 背光还是 LED 照明，订单都很充裕。LED 支架技术门槛较高。主要客户：瑞丰光电、聚飞光电、万润科技等。今年 LED 支架收入有望达到 1 亿元人民币。

图 10：公司生产的 LED 支架等产品



来源：公司网站，民族证券

2.4 汽车电子管束业务

公司与 Kromberg & Schubert 共同投资 1000 万欧元设立合资公司，为一汽大众奥迪品牌等提供整车线束产品开发和配套服务，并共同拓展国内其他高端客户。公司在汽车电子业务已经布局 10 年，未来是加速发展期。得润江门厂已经拿到一汽大众奥迪 A3 的认证，目前正在努力拿其他车型的认证。今年汽车管束及连接器业务对业绩的增厚约在 5 千万人民币。

3. 股权激励

公司的激励方案于 2013 年 3 月通过，其中的行权条件如下：

表 1：得润电子股权激励计划行权条件

行权期	绩效考核目标
第一个行权期	以2012年净利润为基数，公司2013年净利润增长不低于20%，且2013年净资产收益率不低于10%。
第二个行权期	以2012年净利润为基数，公司2014年净利润增长不低于44%，且2014年净资产收益率不低于10%。
第三个行权期	以2012年净利润为基数，公司2015年净利润增长不低于72.8%，且2015年净资产收益率不低于10%。

资料来源：公司公告，民族证券

按照 2012 年公告数据，我们进行重新统计得到下表，若按照行权条件，实际净利润增长率将超过 50%。且 2013 年是股权激励计划中最具挑战性的一年，2013、2014、2015 年的净利润环比增长分别是 54.24%、7.06%和 8.03%。可见公司对今年的业绩增长怀有相当的信心。

表 2：股权激励计划下预计利润情况

项目	2012年基数	2013	2014	2015
净利润增长率目标（以2012年为基期）		20%	44%	72.80%
净利润目标	10208	12250	14700	17640
净资产收益率目标		10%	10%	10%
满足净资产收益率指标的净利润目标		14158	15750	17481
净利润实际目标		14158	15750	17639
目标值增长率（以2012年值为基准）	10208	38.69%	54.29%	72.79%
激励成本（6.61元）		1587	1107	571
加上激励成本后的净利润实际目标		15745	16857	18210
实际净利润增长率		54.24%	65.13%	78.39%

资料来源：公司公告，民族证券

4. 盈利预测

基于调研情况以及公司股权激励行权条件的匡算，我们给出如下盈利预测：

2013-2015 年分别可以实现 EPS 0.38, 0.41 元和 0.44 元，增长率分别为 53.46%，7.82%和 7.12%。目前股价分别对应 24.45，22.68 和 21.17PE。我们给予 2013 年 28 倍 PE，目标价为 10.64 元。

5. 风险提示

1. 家电连接器业务未达预期。
2. 下游消费未达预期，致 PC 连接器订单下降。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	1711.28	2006.77	1884.08	2042.66	营业收入	1553.93	1924.86	2194.34	2501.55
现金	267.42	467.09	177.83	34.76	营业成本	1268.52	1557.92	1788.39	2057.29
应收账款	1040.46	1176.01	1322.62	1494.07	营业税金及附加	7.95	7.70	7.68	8.76
其他应收款	14.73	20.46	23.49	26.04	销售费用	34.09	35.61	40.60	43.78
预付账款	21.07	15.82	7.82	8.22	管理费用	108.80	117.42	133.85	150.09
存货	367.60	327.38	352.33	479.56	财务费用	19.39	23.10	26.33	30.02
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	4.41	3.85	4.39	5.00
非流动资产	654.26	653.08	1077.83	1239.04	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	3.70	3.70	3.70	3.70	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定及无形资产	635.69	631.22	1053.29	1211.66	营业利润	110.78	179.27	193.10	206.61
其他	14.87	18.15	20.84	23.68	利润总额	122.72	182.15	196.39	210.37
资产总计	2365.54	2659.84	2961.91	3281.70	所得税	17.23	25.50	27.50	29.45
流动负债	1441.85	1577.14	1717.03	1855.91	净利润	105.50	156.65	168.90	180.92
短期借款	362.17	362.17	362.17	362.17	少数股东损益	3.42	0.00	0.00	0.00
应付账款	643.72	753.93	889.56	1009.95	归属母公司净利润	102.08	156.65	168.90	180.92
其他	435.96	461.04	465.30	483.79	EBITDA	192.33	266.59	293.16	321.45
非流动负债	63.11	65.48	58.75	58.75	EPS (元)	0.246	0.378	0.407	0.436
长期借款	58.75	58.75	58.75	58.75					
其他	4.36	6.73	0.00	0.00	主要财务比率	2012A	2013E	2014E	2015E
负债合计	1504.96	1642.62	1775.78	1914.66	成长能力				
少数股东权益	47.61	47.61	47.61	47.61	营业收入	2.92%	23.87%	14.00%	14.00%
归属母公司股东权益	1175.13	1331.78	1500.68	1681.59	营业利润	-21.20%	61.83%	7.72%	7.00%
负债和股东权益	2727.71	3022.01	3324.08	3643.87	归属母公司净利润	-12.36%	53.46%	7.82%	7.12%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	18.37%	19.06%	18.50%	17.76%
单位：百万元	2012A	2013E	2014E	2015E	净利率	6.79%	8.14%	7.70%	7.23%
经营活动现金流	58.48	283.12	241.03	132.32	ROE	8.63%	11.36%	10.91%	10.46%
净利润	105.50	156.65	168.90	180.92	ROIC	7.91%	12.57%	10.25%	9.36%
资产减值损失	4.41	3.85	4.39	5.00	偿债能力				
折旧摊销	62.16	64.23	73.73	84.82	资产负债率	48.31%	48.14%	47.73%	47.31%
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	净负债比率	12.91%	-2.86%	15.70%	22.33%
财务费用	19.39	23.10	26.33	30.02	流动比率	158.50%	165.17%	139.06%	136.75%
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.24	1.38	1.13	1.05
营运资本变化	-131.46	35.63	-31.06	-167.78	营运能力				
递延税款变化	-1.52	-0.33	-1.26	-0.65	总资产周转率	0.66	0.72	0.74	0.76
投资活动现金流	-218.17	-62.72	-497.23	-245.37	应收帐款周转率	1.49	1.64	1.66	1.67
资本支出	-214.47	-62.72	-497.23	-245.37	应付帐款周转率	1.88	1.99	1.93	1.96
其他投资	-3.70	0.00	0.00	0.00	每股指标(元)				
筹资活动现金流	69.04	-20.73	-33.06	-30.02	每股收益	0.246	0.378	0.407	0.436
短期借款	64.52	2.37	-6.73	0.00	每股经营现金	0.27	0.68	0.58	0.32
新发股份	12.80	-0.00	0.00	-0.00	每股净资产	2.83	3.21	3.62	4.06
分红	-20.52	0.00	0.00	0.00	估值比率				
少数股东融资	31.63	0.00	0.00	0.00	P/E	37.52	24.45	22.68	21.17
财务费用	-19.39	-23.10	-26.33	-30.02	P/B	3.26	2.88	2.55	2.28
现金净增加额	-90.65	199.67	-289.26	-143.07	EV/EBITDA	23.13	15.99	15.50	14.61

资料来源：公司报表、民族证券

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。