

转型消费电子，受益金属化趋势

宜安科技（300328）调研报告

谨慎推荐（维持）

风险评级：一般风险

2013年10月10日

郑磊

SAC 执业证书编号：

S0340512080002

电话：0769-22115935

邮箱：zl10@dgzq.com.cn

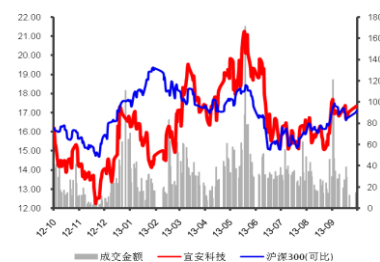
投资要点：

- ◇ **强大研发能力推动公司升级转型。**随着压铸设备的不断更新换代，压铸技术不断提升，大量的劳动力将被机器替代，行业竞争的焦点将是技术的竞争。公司通过自主开发以及“产学研”合作平台，不断提升公司的技术研发水平，着力提高产品的附加值和科技含量，在新工艺、新技术和新材料等方面形成了鲜明的特色，从加工型企业成功升级转型为国家高新技术企业。
- ◇ **短期来看，公司有望充分受益消费电子金属化趋势，实现快速增长。**我们认为，强大的研发能力和成果转化能力，是公司成功转型消费电子的关键，一方面有助于公司获得高端产品市场份额，如独家提供HTC ONE内部结构件；另一方面，公司压铸+精密技术提升效率和降低成本，产业链一体化布局有助于公司获得高于行业平均的毛利率。
- ◇ **长期来看，公司“一体两翼”战略布局逐渐成形。**消费电子、汽车压铸零配件和医用镁合金产品渐次放量，消费电子结构件和外观件营收占比有望达到80%，成为公司业务布局的核心，汽车零配件和医用镁合金为公司展开两翼，中长期成长格局清晰。
- ◇ **维持“谨慎推荐”评级。**消费电子营收占比从2011年的34%提升至2013年上半年的54%。随着设备到位和旺季来临，公司下半年产能利用率有望由目前的60%上升至70%，联想和HP平板将提供增量；明年超极本放量有望为公司打开外观件市场。预计公司2013-2015年EPS分别为0.45、0.62和0.77元，当前股价对应的动态市盈率分别为38、28和23倍，未来3年复合增长率为30%，维持“谨慎推荐”评级。

主要数据 2013年10月9日

收盘价(元)	17.31
总市值(亿元)	19.39
总股本(百万股)	112.00
流通股本(百万股)	28.00
ROE(TTM)	5.94%
12月最高价(元)	21.25
12月最低价(元)	12.04

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

公司主要财务指标预测表

	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	296.54	384.26	595.80	773.70
同比%	-7.89	29.58	55.05	29.86
归属母公司净利润(百万元)	39.64	50.67	69.99	85.99
同比%	-28.52	27.82	38.12	22.86
毛利率%	29.58	30.00	29.83	29.69
ROE%	6.69	8.04	10.25	11.51
每股收益(元)	0.35	0.45	0.62	0.77
每股净资产(元)	5.29	5.63	6.10	6.67
市盈率(倍)	48.17	37.68	27.28	22.21
市净率(倍)	3.23	3.03	2.80	2.56

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

目录

投资逻辑：	3
压铸行业：	3
消费电子压铸件：	3
宜安科技：	4
1. 概述：技术领先的一体化压铸企业	6
2. 产品：转型消费电子，切入医学领域	8
3. 市场：消费电子金属化趋势带动产业升级.....	10
3.1 市场容量：消费电子金属件需求达 1000 亿.....	10
3.2 市场竞争：消费电子重塑行业竞争格局.....	13
4. 盈利预测	15
5. 风险提示	16

插图目录

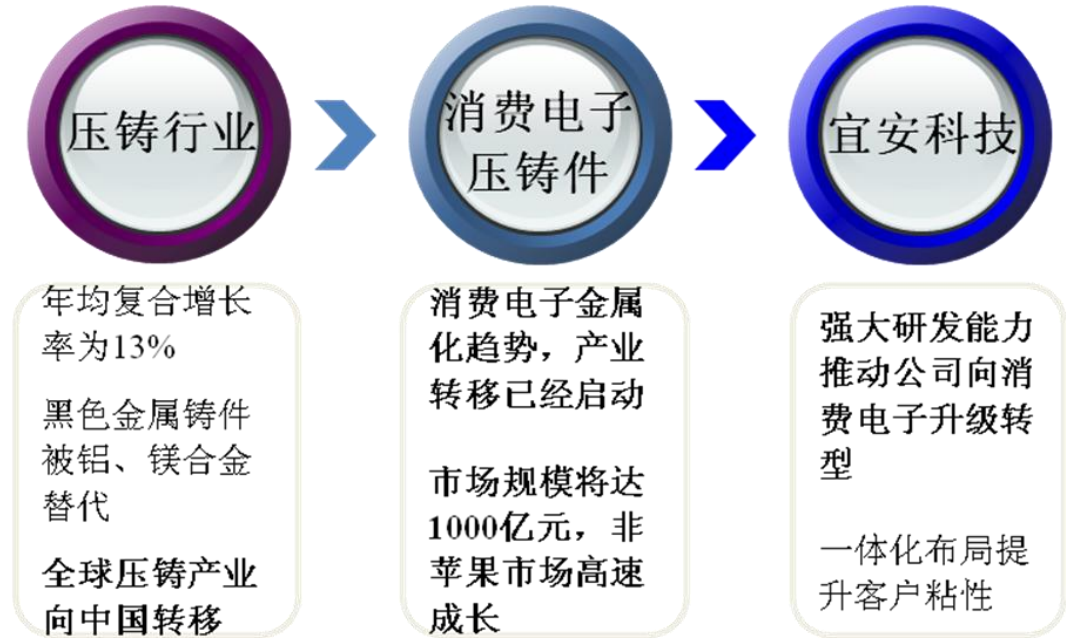
图 1：公司营收结构	7
图 2：公司股权结构	7
图 3：压铸产业链	8
图 4：压铸生产流程	9
图 5：公司竞争优势	15

表格目录

表 1：公司成长历程	6
表 2：公司主要产品	9
表 3：消费电子不同材质比较	11
表 4：非苹果消费电子产品金属件需求测算.....	12
表 5：铝镁合金加工技术比较	13
表 6：精密压铸生产企业对比	14

投资逻辑：

公司投资逻辑



资料来源：东莞证券研究所

压铸行业：

过去 20 年压铸件产量保持 13% 的年均复合增长。随着压铸设备和工艺技术的提高，越来越多的黑色金属铸件被铝合金和镁合金等有色金属压铸件所替代。近年来，随着国内压铸行业技术水平和产品开发能力不断提高，压铸产品种类与应用领域不断拓宽，国内外需求旺盛，全球压铸产业开始向中国转移。

消费电子压铸件：

从结构件到外观件，从智能手机到平板电脑和超极本，消费电子都呈现金属化趋势，轻薄、坚硬、质感以及散热催生了智能手机对金属件的需求。随着消费电子产业链向中国转移，消费电子金属件的产业转移已经启动。

内部结构件以压铸为主。目前，大部分智能手机采用不锈钢包胶支架，镁合金在中高端智能手机支架领域加速推广，并向平板电脑、超极本等其他消费电子结构件领域渗透。同时，也有部分消费电子产品使用强度更好的铝合金。由于结构件用于消费电子产品内部，不涉及外观，低成本高效率的压铸技术成为主流选择。

外观件压铸从超极本开始突破。继苹果之后，中高端智能手机和平板将越来越多的采用金属外观件，而超极本则将金属外壳作为标配。一方面，苹果几乎垄断了全球主要冷锻+CNC 的产能与技术，压铸有望成为非苹果阵营的主流选择；另一方面，压铸外观件与冷锻+CNC 价格相差 4 倍，巨大的成本优势有望推动压铸外观件快速渗透。

苹果是金属件最大的市场，但非苹果消费电子金属件需求呈现高速增长趋势，我们预计 2013-2014 年非苹果消费电子产品金属件需求分别为 111 和 200 亿元，年增长率约 80%，加上苹果及摄像机等其他终端产品，全球消费电子金属件市场规模有望在 2014 年超过 1000 亿元。

宜安科技：

强大研发能力推动公司升级转型。随着压铸设备的不断更新换代，压铸技术不断提升，大量的劳动力将被机器替代，行业竞争的焦点将是技术的竞争。公司通过自主开发以及“产学研”合作平台，不断提升公司的技术研发水平，着力提高产品的附加值和科技含量，在新工艺、新技术和新材料等方面形成了鲜明的特色，从加工型企业成功升级转型为国家高新技术企业。

全产业链提供一站式服务。收购德威铸造后，公司进一步延伸了产业链，公司具备了从模具设计、制造到压铸成型、精加工、表面处理、喷涂、检测、包装等完速的生产能力，为客户提供一站式服务，提升了客户粘性。

公司成长路径



资料来源：东莞证券研究所

短期来看，公司有望充分受益消费电子金属化趋势，实现快速成长。我们认为，强大的研发能力和成果转化能力，是公司成功转型消费电子的关键，一方面有助于公司获得高端产品市场份额，如独家提供 HTC ONE 内部结构件；另一方面，公司压铸+精密技术提升效率和降低成本，产业链一体化布局有助于公司获得高于行业平均的毛利率。

长期来看，公司“一体两翼”战略布局逐渐成形。消费电子、汽车压铸零配件和医用镁合金产品渐次放量，消费电子结构件和外观件营收占比有望达到 80%，成为公司业务布局的核心，汽车零配件和医用镁合金为公司展开两翼，中长期成长格局清晰。

- 公司拥有独特的镁合金技术创新优势，具备的微弧氧化和纳米涂层等核心技术耐腐蚀功能突出，自主研发薄壁压铸技术可使薄壁镁合金厚度达到0.3mm，成为全球首家量产的企业。
- 消费电子营收占比从2011年的34%提升至2013年上半年的54%，内部结构件已获得华为、HTC、联想、亚马逊、三星、GoPro等客户认可，超极本外观件有望供货东芝、联想。
- 随着设备到位和旺季来临，公司下半年产能利用率有望由目前的60%上升至70%，联想和HP平板将提供增量；明年超极本放量有望为公司打开外观件市场。

1. 概述：技术领先的一体化压铸企业

公司是集轻合金材料成型、研发、生产、营销为一体的国家高新技术企业。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，产品基本为中间产品，主要用于消费电子、LED、医疗器械、汽车零部件、电动工具、工业配件等多个领域。公司凭借完整的产业链条、领先的技术水平和严格的质量体系认证，经过近二十年的发展，形成了以国际著名客户为依托，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。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。

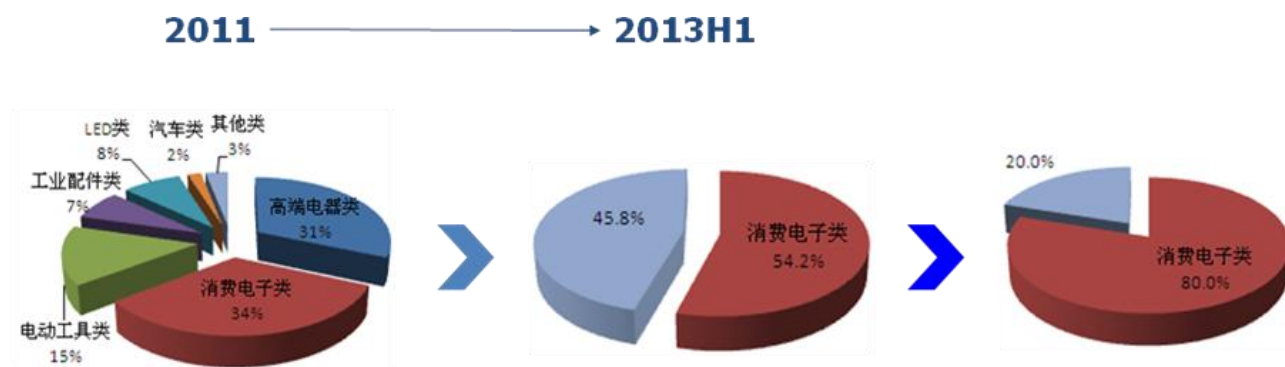
表 1：公司成长历程

1993	东莞宜安电器制品有限公司成立
1999	通过 ISO9001：1994 版质量管理体系认证
2004	通过 QS9000：1998 版质量管理体系认证
2005	开始向科技创新企业转型，核心竞争力不断增强
2006	荣获东莞市专利工作试点企业
2007	通过 ISO/TS16949：2002 版质量管理体系认证
2008	东莞市镁铝轻质合金工程技术研究开发中心成立，荣获国家高新技术企业、公司品牌“宜安”获“广东省著名商标”荣誉称号
2009	东莞市上市后备科技企业、广东省知识产权优势企业等荣誉称号
2010	通过 ISO9001：2008 版及 ISO/TS16949：2009 版质量管理体系认证，广东省轻合金工程技术研究开发中心成立，分别荣获东莞市工业龙头企业、外资企业升级转型奖、广东省企业科技特派员工作站、广东省对外国际合作基地、广东省企业院士专家工作站、广东省自主创新 100 强企业、广东省名牌产品、广东省守合同重信用企业、广东省标准化良好行为 AAAA 企业等荣誉称号，11 月 29 日，公司正式更名为东莞宜安科技股份有限公司
2011	通过 ISO14001：2004 版环境管理体系认证
2011	公司清洁生产工作取得“广东省信息化和工业化融合节能减排信息技术应用示范工程”荣誉
2011	公司主导的“生物可降解镁合金及相关植入器件创新研发团队”被授予“创新团队”称号
2011	公司被商务部、海关总署确定为“加工贸易转型升级示范企业”
2012	公司被评为“东莞市劳动关系和谐企业”
2012	公司在深交所创业板挂牌上市，股票代码 300328
2013	公司获得“广东十大诚信提名企业”、“广东省诚信守法示范企业”、“东莞市先进集体”荣誉称号
2013	收购东莞德威铸造有限公司

资料来源：公司资料

积极转型消费电子。公司上市以来，大力发展高附加值的消费电子产品，积极调整经营战略，加快调整公司产品结构，开始了从小型科研加工企业向规模化 3C 压铸件生产商的转变。上市前，公司营收主要由三大类产品构成，消费电子类、高端电器类和电动工具类营收占比分别为 33.4%、31.4%和 14.6%。2013 上半年，公司消费电子类产品营收占比已提升至 54.2%，未来有望继续提升至 80%。

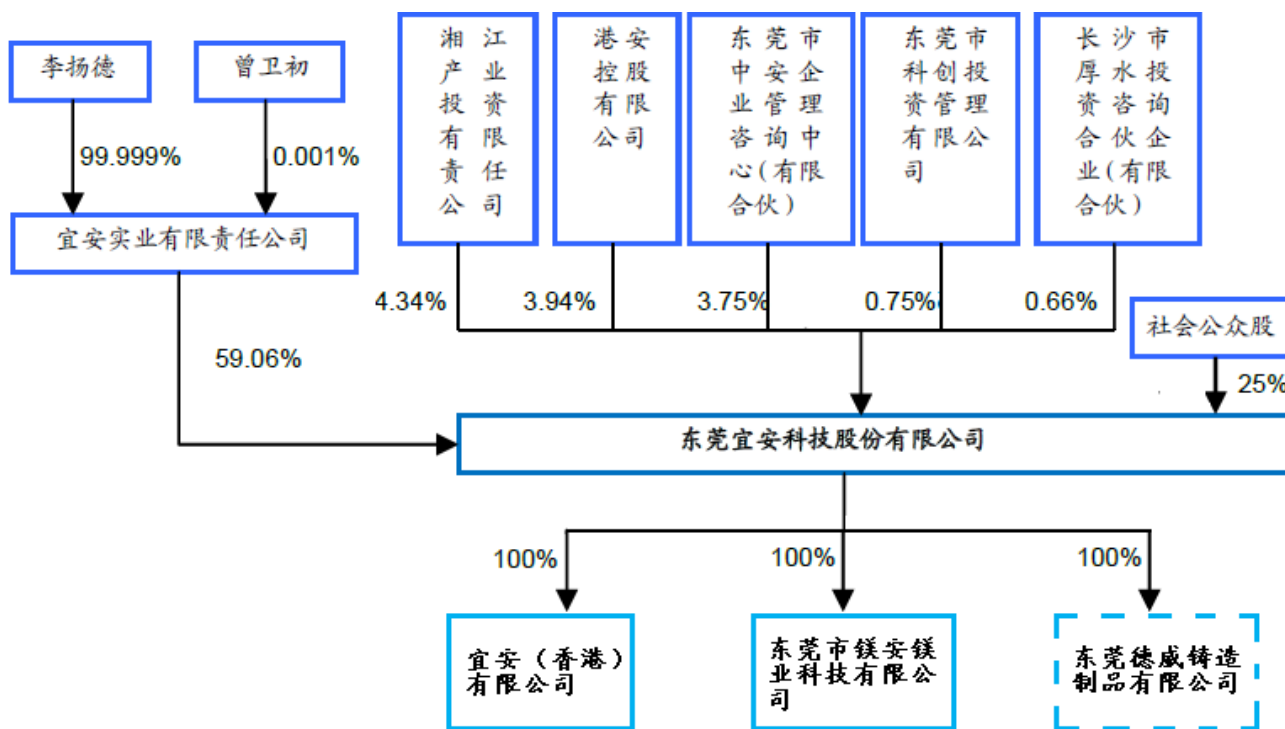
图 1：公司营收结构



资料来源：公司资料，东莞证券研究所

收购德威铸造，延伸产业链。2013年，公司以人民币7,850.47万元的价格收购德威控股有限公司持有的东莞德威铸造制品有限公司全部股权，将使公司由消费电子二级供应商升级为一级供应商。德威铸造主营业务为生产和销售塑胶制品（含塑胶模具）及其零配件，近几年德威铸造塑胶业务发展迅速，其与公司消费电子产品的生产存在较强的配套和互补性。

图 2：公司股权结构



资料来源：公开资料，东莞证券研究所

收购有助于公司升级直接供应商。目前，公司生产的消费电子产品95%以上后工序涉及相关塑胶制品配套（例如镁合金支架的模内注塑等），塑胶制品业务对公司做大做强消费电子产品的影响相当大，而该部分塑胶制品业务均交由与公司无关联关系的第三方提供，这在一定程度上制约了公司在消费电子领域业务的拓展和快速发展。目前公司

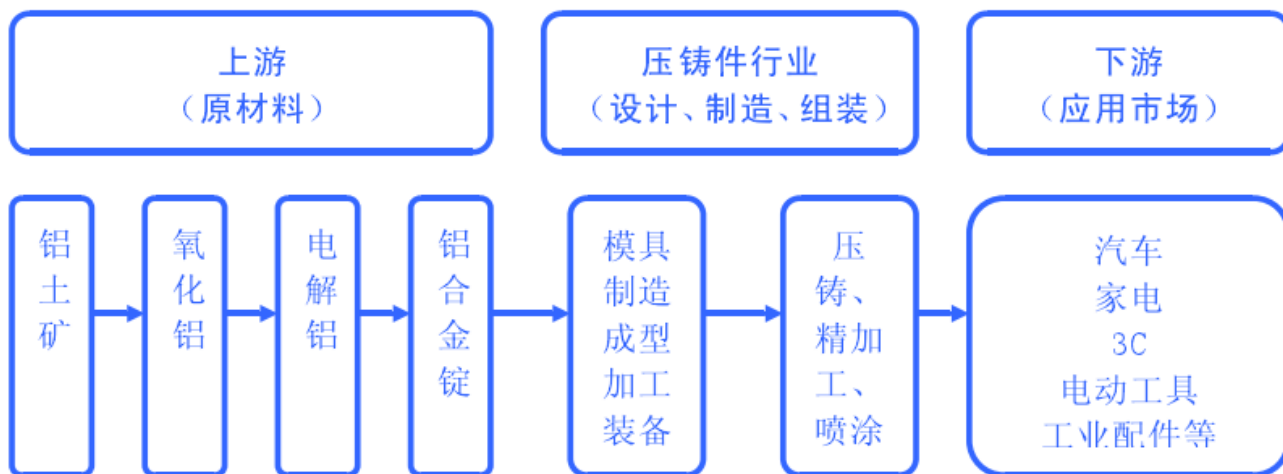
属于二级结构件供应商（客户直接下单给其包胶厂商，包胶厂商将镁铝精密结构件下单给公司），顺利完成此次收购后，公司将升级为一级结构件供应商，可以直接从客户端接订单，有利于公司在市场中有更多的主导权。此次收购符合公司战略发展规划，也将增强公司后续发展动力。

收购有助于增强公司产业协同性。公司此次成功收购德威铸造全部股权后，一方面可以延伸公司的产业链，增强产业协同性，充分利用其先进的注塑技术和丰富的注塑行业经验，结合公司在铝合金、镁合金精密压铸件领域的竞争优势，进一步增强公司消费电子产品结构件总体设计、制造上的能力，让公司在消费电子产品相关交易中争取更多的主导地位，为公司的未来发展开辟新的利润增长点，从而做大做强公司规模，增强公司竞争实力；另一方面通过本次交易，德威铸造将成为公司下属全资子公司并纳入公司合并报表范围，避免了未来公司发展过程中与德威铸造之间可能产生的关联交易，提高公司业务独立性和专业化、规模化水平。

2. 产品：转型消费电子，切入医学领域

公司位于压铸产业链中游。压铸属于铸造技术中的精密铸造，压铸件行业是一个产业链跨度长、覆盖面宽的产业，其产品生产过程是对压铸件进行设计、加工、生产和装配的过程，在产品生产出来后再经过品牌包装和营销，最终销售给消费者。

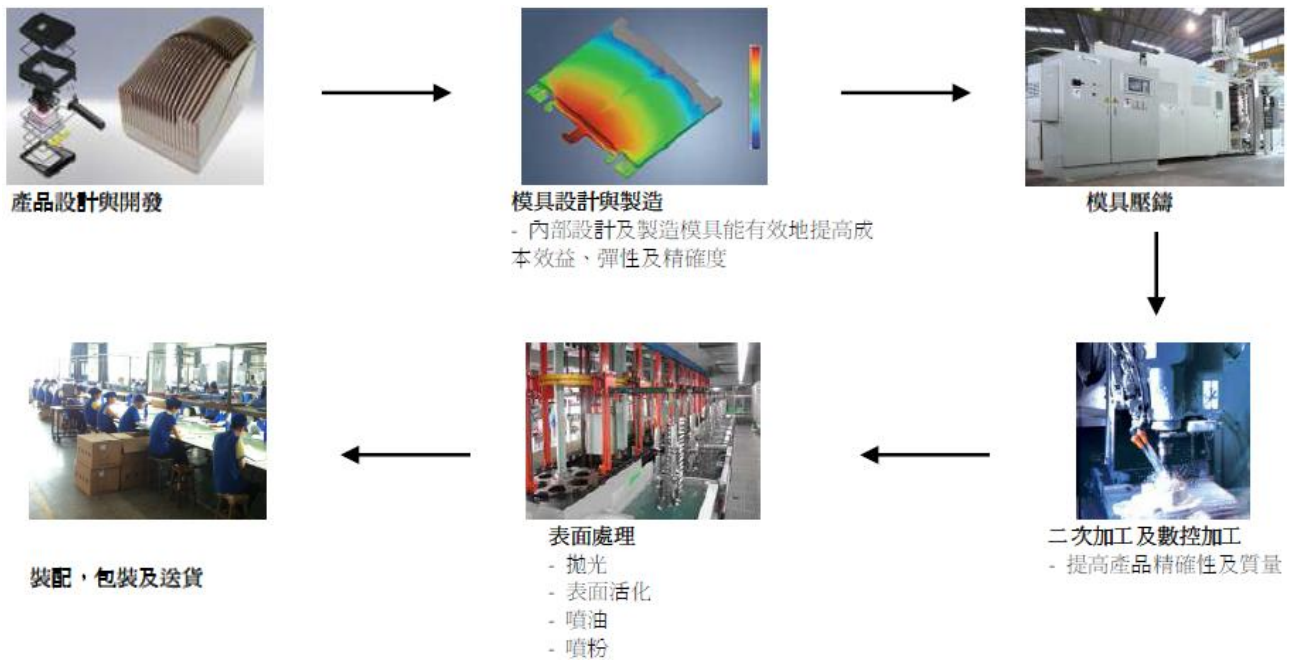
图 3：压铸产业链



资料来源：公司资料，东莞证券研究所

压铸具有产品质量好、铸件尺寸精度高、效率高等优势。压铸模锻工艺是一种在专用的压铸模锻机上完成的工艺。它的基本工艺过程是：金属液先低速或高速铸造充型进模具的型腔内，模具有活动的型腔面，它随着金属液的冷却过程加压锻造，既消除毛坯的缩孔缩松缺陷，也使毛坯的内部组织达到锻态的破碎晶粒。毛坯的综合机械性能得到显著的提高。

图 4：压铸生产流程

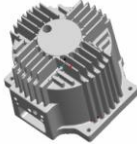




资料来源：嘉瑞国际

公司从事压铸件的设计和制造，少量模具出口，主要产品为铝合金、镁合金等精密压铸件中间产品，产品用途及客户具体如下：

表 2：公司主要产品

产品类别	主要用途	主要客户
消费电子	结构件	亚马逊、HTC、GoPro、华为、联想、HP 等
	外观件	东芝
高端电器	咖啡机等壳体	三钢、至尚敏
电动工具	电动工具壳体	创科集团、永盛

工业配件		飞利浦、西门子、技研新阳
	各类工业配件	
LED 产品		鸿通、飞利浦
	各类 LED 壳体	
汽车零部件		哈金森集团
	汽车零部件	

资料来源：公司资料，东莞证券研究所

公司在保持技术水平领先优势的同时，坚持走在行业技术的前沿，积极倡导镁合金压铸件的推广，不断拓展镁合金在汽车、医用等领域的应用。

携手 aap 进入医用镁合金领域。此外，公司已与 aap Implantate AG 投资合作开展“生物可降解医用镁合金植入物”项目，切入高端生物材料领域，展示了公司强大的技术实力。公司于 2011 年 9 月牵头成立了全国首个医用镁合金产业技术创新战略联盟。在产学研合作下，目前联盟在纯镁及新型镁合金材料的研发及其生物医学评价、可降解性能等方面取得了实质性进步，并形成了医疗器械注册产品标准。

医用镁合金具备广阔市场前景。可降解医用镁合金有较高技术壁垒，主要通过通过表面处理和外形结构设计可以实现较高力学性能（强度、塑性、硬度等）和多种外形特征（多孔等）以达到植入界面坚固的效果，并解决目前镁合金植入物降解速度快、溶血率高的问题。虽然目前尚未有上市产品，短期无法贡献业绩，但人口老龄化趋势明显，骨科手术量激增，未来骨科及相关植入物行业为朝阳行业，行业稳定增速可以达到 20%。

3. 市场：消费电子金属化趋势带动产业升级

3.1 市场容量：消费电子金属件需求达 1000 亿

过去 20 年压铸件产量保持 13%的年均复合增长。随着压铸设备和工艺技术的提高，越来越多的黑色金属铸件被铝合金和镁合金等有色金属压铸件所替代。近年来，随着国内压铸行业技术水平和产品开发能力不断提高，压铸产品种类与应用领域不断拓宽，国内外需求旺盛，全球压铸产业开始向中国转移。

公司向消费电子领域转型，汽车也是重要发展方向。从消费电子领域来看，从结构件到外观件，从智能手机到平板电脑和超极本，都呈现金属化趋势，以适应消费电子轻薄化的趋势，而性能优良的镁、铝合金正好满足这些新的需求。随着消费电子产业链向中国转移，消费电子金属件的产业转移已经启动。从汽车领域来看，在节能环保的大背景下，汽车轻量化进程有望加速，带动镁、铝合金压铸件的快速发展。目前，各主要经济体汽车工业用压铸件消费比重均超过 50%，个别国家汽车压铸件消费占比高达 76%。

3.1.1 消费电子金属化趋势

智能手机市场竞争愈演愈烈，硬件升级难以寻求差异化，手机体验趋同，高端产品越来越重视外观的差异化。

轻薄、坚硬、质感以及散热催生了智能手机对金属件的需求。金属具有众多优势：

（1）金属强度高，相同的强度下，金属更加轻薄，目前镁合金已经可以做到 0.3mm 的厚度；传统塑料或玻璃机壳的厚度目前已接近极限，继续减薄将无法同时满足手机机壳硬度和强度要求，而金属机壳则可以在满足强度和硬度需求的情况下，将传统机壳厚度由 1.1mm 减小到 0.6mm，减薄约 0.5mm；（2）金属散热性能好，智能终端功耗越来越高，金属散热优势凸显；（3）金属电磁屏蔽效果好；（4）金属可回收利用，更加环保。

表 3：消费电子不同材质比较

	强度	密度	散热	成本	美观	备注
ABS 工程塑料	中	差	差	低	差	美观和环保性能差，未来市场占有率将下滑
碳纤维	优	优	中	高	中	染色困难，高成本制约普及
聚碳酸酯	差	中	中	中	优	强度差制约普及
金属材质	优	优	优	高	优	钛合金成本过高，以镁、铝合金为主，未来有望加速渗透

资料来源：东莞证券研究所

ABS 工程塑料

目前 90% 以上的手机外壳使用的是 ABS 工程塑料。ABS 工程塑料即 PC+ABS (工程塑料合金)，在化工行业的中文名字叫塑料合金，之所以命名为 PC+ABS，是因为这种材料既具有 PC 树脂的优良耐热耐候性、尺寸稳定性和耐冲击性能，又具有 ABS 树脂优良的加工流动性。所以应用在薄壁及复杂形状制品，能保持其优异的性能，以及保持塑料与一种酯组成的材料的成型性。ABS 工程塑料最大的缺点就是质量重、导热性能欠佳。一般来说，ABS 工程塑料由于成本低，被大多数消费电子厂商采用。

碳纤维

碳纤维材质是很有趣的一种材质，它既拥有铝镁合金高雅坚固的特性，又有 ABS 工程塑料的高可塑性。它的外观类似塑料，但是强度和导热能力优于普通的 ABS 塑料，而且碳纤维是一种导电材质，可以起到类似金属的屏蔽作用 (ABS 外壳需要另外镀一层金属膜来屏蔽)。因此，早在 1998 年 4 月 IBM 公司就率先推出采用碳纤维外壳的笔记本电脑，也是 IBM 公司一直大力促销的主角。据 IBM 公司的资料显示，碳纤维强韧性是铝镁合金的两倍，而且散热效果最好。碳纤维的缺点是成本较高，成型没有 ABS 外壳容易，因此碳纤维机壳的形状一般都比较简单缺乏变化，着色也比较难。此外，碳纤维机壳还有一个缺点，就是如果接地不好，会有轻微的漏电感，因此 IBM 在其碳纤维机壳上覆盖了一层绝缘涂层。IBM 早期的 T 系列曾采用这种材料。

聚碳酸酯

聚碳酸酯也是消费电子的常用材料，它的原料是石油，经聚酯切片工厂加工后就成了聚酯切片颗粒物，再经塑料厂加工就成了成品，从实用的角度，其散热性能也比 ABS 塑料较好，热量分散比较均匀，它的最大缺点是比较脆，一跌就破。运用这种材料比较

显著的就是 FUJITSU 了，在很多型号中都是用这种材料，而且是全外壳都采用这种材料。不管从表面还是从触摸的感觉上，聚碳酸酯材料感觉都像是金属。如果笔记本电脑内没有标识的话，单从外表面看不仔细去观察，可能会以为是合金物。

金属材料

作为金属，镁铝合金导热性能和强度尤为突出。铝镁合金质坚量轻、密度低、散热性较好、抗压性较强，能充分满足 3C 产品高度集成化、轻薄化、微型化、抗摔撞及电磁屏蔽和散热的要求。其硬度是传统塑料机壳的数倍，但重量仅为后者的三分之一，通常被用于中高档超薄型或尺寸较小的笔记本的外壳。而且，银白色的镁铝合金外壳可使产品更豪华、美观，而且易于上色，可以通过表面处理工艺变成个性化的粉蓝色和粉红色，为笔记本电脑增色不少，这是工程塑料以及碳纤维所无法比拟的。因而铝镁合金成了便携型笔记本电脑的首选外壳材料，目前大部分厂商的笔记本电脑产品均采用了铝镁合金外壳技术。缺点：镁铝合金并不是很坚固耐磨，用久了会显得颜色暗淡，成本较高，而且成型比 ABS 困难(需要用冲压或者压铸工艺)，过去笔记本电脑一般只把铝镁合金使用在顶盖上。

3.1.2 非苹果消费电子产品金属件需求高速增长

苹果是金属件最大的市场，但非苹果消费电子金属件需求呈现高速增长趋势。苹果几乎垄断了全球主要冷锻+CNC 的产能与技术，按 2013 年 iPhone、iPad、Macbook 出货量 1.5 亿、9000 万、1700 万测算，苹果金属结构件和外观件市场规模约 600~700 亿元。我们预计 2013-2014 年非苹果消费电子产品金属件需求分别为 111 和 200 亿元，年增长率约 80%，加上苹果及摄像机等其他终端产品，全球消费电子金属件市场规模有望在 2014 年超过 1000 亿元。

表 4：非苹果消费电子产品金属件需求测算

时间	2013			2014			YOY
终端产品	中高端智能手机	平板电脑	超极本	中高端智能手机	平板电脑	超极本	
销量（百万台）	250	85	20	300	135	35	
渗透率	50%	60%	50%	60%	70%	70%	
金属结构件							58.20%
单价（元/台）	9	22	40	8	20	35	
总值（百万元）	1125	1122	400	1440	1890	857.5	
金属外观件							87.93%
渗透率	15%	50%	50%	30%	60%	60%	
单价（元/台）	120	45	200	100	40	170	
总值（百万元）	4500	1912.5	2000	9000	3240	3570	
合计（百万元）	11059.5			19997.5			80.82%

资料来源：东莞证券研究所

消费电子金属化趋势刚刚起步，铝、镁合金有巨大的市场替代空间。目前能够生产消费电子金属结构件与外观件的工艺主要为冷锻+CNC、压铸+精密加工与冲压+CNC 三种。在高端消费电子产品，冷锻+CNC 与压铸+精密加工是主流技术，冲压+CNC 仅在少数

中端平板和智能手机外壳中使用。

表 5：铝镁合金加工技术比较

	加工效率	成本	外观效果	应用产品
冷锻+CNC	低	高	好	苹果系列产品、高端智能手机、平板和超极本外壳
冲压+CNC	中	中	较好	中端平板和智能手机外壳
压铸+精密	高	低	一般	中高端智能手机和平板支架、超极本外壳

资料来源：东莞证券研究所

冷锻+CNC 尽管在表面处理技术方面美观、多变，但产品精密度依赖后期 CNC 加工，使得其生产效率和良率均较低，成本高企在一定程度上限制了消费电子的大批量生产需求。同时，苹果几乎垄断了全球主要冷锻+CNC 产能。

压铸是一种近终成型的加工方法，提高生产效率降低成本，易实现产品薄型化，适合消费电子同部结构件的大批量制造。在外观件方面，目前压铸技术的阳极氧化尚待突破，将从成本压力较大的产品开始推广。

结构件：压铸为主

目前，大部分智能手机采用不锈钢包胶支架，镁合金在中高端智能手机支架领域加速推广，并向平板电脑、超极本等其他消费电子结构件领域渗透。同时，也有部分消费电子产品使用强度更好的铝合金。由于结构件用于消费电子产品内部，不涉及外观，低成本高效率的压铸技术成为主流选择。

外观件：压铸从超极本开始突破

继苹果之后，各大品牌开始在旗舰智能机中采用金属外观件，以适应消费电子轻薄化趋势。中高端智能手机和平板将越来越多的采用金属外观件，而超极本则将金属外壳作为标配。从技术选择来看，冷锻+CNC 技术可以做阳极氧化，美观效果更好，因被苹果系列产品采用而占据主要市场份额；压铸技术的阳极氧化尚待突破，主要使用喷涂做外观处理，美观效果不及冷锻+CNC。

随着消费电子的低价化趋势，尤其是超极本价格快速下滑，终端成本压力加上压铸喷涂效果的改进，有望推动压铸技术成为超极本外观件的主流选择。压铸铝合金阳极氧化效果不及冷锻+CNC，而镁合金无法阳极氧化，所以表面平整度和光泽不好，无法做外壳。但是，现在业界突破了镁合金表面处理的工艺：先钝化氧化，用化学反应形成一层氧化镁（另一种工艺是微弧氧化工艺），再在上面喷涂可以形成多种颜色，目前在表面光泽及耐磨性上大大增强，进而可以用做外壳。目前，全球除了苹果使用冷锻+CNC 的铝合金工艺路线外，主流 PC 厂商都使用制造效率更高的压铸镁铝合金工艺路线。

3.2 市场竞争：消费电子重塑行业竞争格局

3.2.1 竞争格局：市场集中度低

经过几十年的发展，我国已成为世界上压铸件的生产和消费大国之一。但目前国内压铸件企业整体水平较低，行业集中度非常低，年收入超过 5 亿的不足 10 家。

消费电子重塑行业竞争格局。公司在消费电子领域的主要竞争对手为嘉瑞国际、巨腾国际、胜利精密、长盈精密、劲胜股份。其中，嘉瑞国际和巨腾国际受益于金属外壳的渗透率提升，近两年实现了快速发展；胜利精密则受益于联想，加速布局压铸件，三者是公司最主要的竞争对手。长盈精密主要扩张 CNC 产能，适度布局压铸；劲胜股份则依托客户优势，从塑胶件向金属件拓展。

此外，在汽车、高端电器、电动工具等领域，公司还面临广东鸿图、鸿特精密、春兴精工等企业的竞争。

表 6：精密压铸生产企业对比

公司名称	产品	客户	产能
嘉瑞国际	锌合金、镁合金及铝合金压铸件，主要用于家用用品、3C 产品和汽车零部件等领域	宜家、舒适、纬创、联想、本田及惠普等	约 20,000 吨
巨腾国际	笔记本型计算机外壳以及 LCD 个人计算机、数码相机及游戏机的外壳	广达、仁宝、纬创、英业达、华硕等台湾笔记本代工厂商	压铸年产能约 1000 万台笔记本外壳
广东鸿图	汽车、通讯、机电类压铸零部件	通用、康明斯等	产能 22,000 吨精密铝合金压铸件
鸿特精密	汽车油底壳、外延室、支架等	东本汽车、东本发动机、福特、长安福特马自达、康明斯等	21 台 250~2,000 吨压铸机，132 台加工中心
春兴精工	通讯设备领域压铸件，主要应用于滤波器、功率放大器、双工器、散热器等通讯基站设备等	诺基亚西门子、四海电子、摩比天线、波尔威、安弗施等	7 台压铸机，147 台加工中心
宜安科技	3C、高端电器、电动工具、工业配件、LED、汽车等压铸件	华为、GoPro、HTC、联想、HP、三钢、创科集团、至尚敏、喜恩碧、万金、伟易达、鸿通、西门子等	64 台压铸机，用于消费电子的压铸机从上市前的 6 台增加至 50 台

资料来源：公司资料，东莞证券研究所

3.2.2 公司竞争优势：技术优势引领升级转型

压铸行业竞争的核心要素包括材料、模具设计和工艺三方面。与竞争对手相比，公司具有一定优势：

图 5：公司竞争优势



资料来源：公司资料，东莞证券研究所

强大研发能力推动公司升级转型。随着压铸设备的不断更新换代，压铸技术不断提升，大量的劳动力将被机器替代，行业竞争的焦点将是技术的竞争。公司通过自主开发以及“产学研”合作平台，不断提升公司的技术研发水平，着力提高产品的附加值和科技含量，在新工艺、新技术和新材料等方面形成了鲜明的特色，从加工型企业成功升级转型为国家高新技术企业。我们认为，强大的研发能力和成果转化能力，是公司成功转型消费电子的关键，一方面有助于公司获得高端产品市场份额，如独家提供 HTC ONE 内部结构件；另一方面，有助于公司获得高于行业平均的毛利率。

全产业链提供一站式服务。收购德威铸造后，公司进一步延伸了产业链，公司具备了从模具设计、制造到压铸成型、精加工、表面处理、喷涂、检测、包装等完速的生产能力，为客户提供一站式服务，提升了客户粘性。

高效的成本控制能力。公司不断加强高效精细化管理，通过与众多知名院校的合作，加强废料回收，节约材料成本，镁合金回收技术仅次于富士康。同时，公司在精加工环节自主研发专机替代 CNC，生产效率大幅提高，具备明显的成本优势。

4. 盈利预测

短期来看，公司有望充分受益消费电子金属化趋势，实现快速成长。我们认为，强大的研发能力和成果转化能力，是公司成功转型消费电子的关键，一方面有助于公司获得高端产品市场份额，如独家提供 HTC ONE 内部结构件；另一方面，公司压铸+紧密技术提升效率和降低成本，产业链一体化布局有助于公司获得高于行业平均的毛利率。

长期来看，公司“一体两翼”战略布局逐渐成形。消费电子、汽车压铸零配件和医用镁合金产品渐次放量，消费电子结构件和外观件营收占比有望达到 80%，成为公司业务布局的核心，汽车零配件和医用镁合金为公司展开两翼，中长期成长格局清晰。

公司消费电子营收占比从 2011 年的 34% 提升至 2013 年上半年的 54%，内部结构件已获得华为、HTC、联想、亚马逊、三星、Gopro 等客户认可，超极本外观件有望供货东芝、联想。随着设备到位和旺季来临，公司下半年产能利用率有望由目前的 60% 上升至 70%，联想和 HP 平板将提供增量；明年超极本放量有望为公司打开外观件市场。

在消费电子金属化趋势下，公司有望凭借强大的研发能力和成本优势切入大客户，实现快速成长。我们预计公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.45、0.62 和 0.77 元，当前股价对应的动态市盈率分别为 38、28 和 23 倍，维持“谨慎推荐”评级。

5. 风险提示

客户订单不及预期；人力成本上升；原材料价格波动风险。

附表：财务报表预测与比例分析

利润表					现金流量表				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	296.54	384.26	595.80	773.70	净利润	39.64	50.67	69.99	85.99
营业成本	208.81	268.98	418.10	543.95	折旧与摊销	17.31	12.67	17.61	23.42
营业税金及附加	1.52	2.11	3.28	4.26	财务支出	1.12	-6.61	-5.15	-2.33
销售费用	5.79	14.99	23.24	30.17	投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	41.89	53.41	81.62	104.45	净营运资本变动	-41.74	-20.93	-68.54	-58.04
财务费用	-1.68	-6.61	-5.15	-2.33	经营活动现金流	16.33	35.80	13.90	49.05
资产减值损失	3.55	3.04	4.17	4.26	资本支出	-69.40	-93.06	-98.70	-47.71
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	其它投资	0.66	0.00	0.00	0.00
营业利润	36.66	48.34	70.55	88.94	投资活动现金流	-68.74	-93.06	-98.70	-47.71
利润总额	45.78	58.24	80.45	98.84	股权融资	334.90	0.00	0.00	0.00
减 所得税	6.13	7.57	10.46	12.85	债券融资	27.50	4.52	11.21	9.43
净利润	39.64	50.67	69.99	85.99	股利分配及其它	-1.12	-6.05	-12.34	-19.17
减 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流	361.28	-1.53	-1.13	-9.74
归母公司净利润	39.64	50.67	69.99	85.99	货币资金净变动	308.87	-58.80	-85.93	-8.41

资产负债表					主要财务比率				
科目(百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E	科目	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	336.72	137.36	149.51	235.34	成长能力(YOY)				
应收账款	75.79	195.00	282.90	341.00	营业收入	-7.89%	29.58%	55.05%	29.86%
预付账款	23.79	29.15	27.15	22.81	营业利润	-30.79%	31.88%	45.92%	26.07%
存货	56.14	146.96	218.67	272.31	归母公司净利润	-28.52%	27.82%	38.12%	22.86%
其它	11.16	73.40	86.90	101.50	盈利能力				
流动资产合计	503.60	581.86	765.13	972.96	销售毛利率	29.58%	30.00%	29.83%	29.69%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	销售净利率	13.37%	13.19%	11.75%	11.11%
固定资产合计	133.21	248.41	251.81	249.95	ROE	6.69%	8.04%	10.25%	11.51%
长期待摊费用	5.68	1.67	1.17	0.82	ROIC	20.19%	5.57%	6.05%	8.55%
其它	30.91	68.49	71.08	70.72	偿债能力				
非流动资产合计	169.79	318.58	324.06	321.49	资产负债率	12.10%	15.78%	19.61%	21.69%
资产总计	673.39	900.44	1,089.19	1,294.45	流动比率	7.13	5.50	3.69	3.31
短期借款	15.00	62.40	98.40	124.00	速动比率	6.34	4.53	2.72	2.33
应付账款	43.38	110.75	153.85	193.89	营运能力				
预收款项	4.51	8.74	13.58	17.11	资产周转率	0.61	0.54	0.75	0.86
其它	7.70	13.55	25.83	35.07	存货周转率	4.56	3.84	3.88	3.60
流动负债合计	70.59	195.45	291.65	370.06	应收账款周转率	4.51	4.47	4.86	4.52
长期借款	0.84	0.00	0.00	0.00	每股指标				
其它	9.11	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.35	0.45	0.62	0.77
非流动负债合计	9.95	0.00	0.00	0.00	每股经营现金流	14.58	31.96	12.41	43.79
负债合计	81.47	195.45	291.65	370.06	每股净资产	5.29	5.63	6.10	6.67
实收资本	112.00	133.34	133.34	133.34	每股股利	0.10	0.11	0.16	0.19
资本公积	370.77	424.09	424.09	424.09	估值指标				
留存收益及其它	109.49	147.32	239.84	366.68	PE	48.90	38.26	27.70	22.55
所有者权益合计	592.26	704.75	797.28	924.11	PB	3.28	3.08	2.84	2.59
负债和权益总计	673.73	900.20	1,088.93	1,294.17	EV/EBITDA	28.97	28.17	18.56	14.16

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。本报告清晰准确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