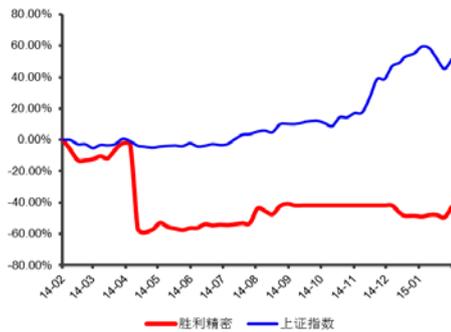


证券研究报告
内生外延齐发，高速增长可期
电子行业

2015年2月16日

——胜利精密（002426）调研报告

投资评级：推荐

最近 52 周走势：

相关研究报告：
报告作者：

韩星南

执业证书编号：S0590510120004

联系人：

牧原

电话：0510-82833217

Email: muy@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

➤ 大部件战略不断深化、提升盈利能力及发展空间

胜利精密 2003 年底成立，长期为液晶电视厂家提供框架结构件，积累了相关的技术优势，包括：Base（底座）、金属结构件（支架、屏蔽罩）、塑胶结构件（外壳，如前框、后盖）、贴合、玻璃等。在此基础上，公司逐步从提供零散的结构件发展到为液晶电视提供整体的结构方案及结构模组，形成了初步的大部件战略。

2014 年公司与合作伙伴切入 PC/NB 领域，紧紧抓住显示这个核心功能，继续贯彻大部件战略，为 PC/NB 提供 High-up（上盖）模组，即有显示屏的这块盖板，包括：A 盖、B 盖、Open Cell、触摸屏，天线，软板，摄像头，内部结构件等部件。一方面，公司通过大部件战略可以提升自己供货产品的单台价值，虽然上述部件当中有些还需要外购，但公司也积极进行产业链延伸（例如触摸屏），从而进一步提高盈利能力和用户黏性；另一方面，PC/NB 的 High-up 模组即显示屏的这块盖板，相关结构和工艺很容易移植到移动终端产品上，拓展了市场空间。

➤ 服务意识及能力超强、产品线不断延伸

公司的服务意识超强，为提高快速响应能力，公司在主要客户的研发或生产基地附近设厂，就近配套，进而参与客户产品的前期设计。公司也是国内产销规模最大、研发能力最强的专业精密结构模组制造服务商之一，技术能力和供货能力能够充分满足大客户的需求。

从 TV 到 PC/NB 再到移动终端，公司围绕以显示屏为核心的结构模组丰富自己的产品线。公司很早就看到了 TV 市场的饱和，因此一直谋求新的发展机遇。2014 年与联想的战略合作是一次非常成功的突破，联想已是全球 PC 市场的龙头，其手机和平板业务也居全球前五，而在收购 moto 之后，还有进一步提升的空间，因此与联想的合作打通了胜利精密进入 PC/NB 和移动终端市场的通道。公司也紧紧抓住了难得的机遇，战略合作的第一年即成为联想 PC 结构件的最大供应商，今年有望开始为移动终端产品供货，但与其他厂家不同的是，公司不仅仅做外壳，而是包括外壳、中框、触摸屏、以及其他相关零组件，继续贯彻大部件战略。

➤ 自动化与渠道营销多方位丰富自身价值

2014 年底公司公告拟收购富强科技、智诚光学、德乐科技，其中智

诚光学为玻璃盖板厂家，可以和公司的触摸屏以及减反射镀膜相配合，符合公司的大部件战略。

富强科技则是 A 公司核心设备供应商，为其某一款新产品的生产线提供自动化检测、组装及测试设备，富强科技目前份额较低，有较大的上升空间。胜利精密的结构件加工组装是劳动密集型行业，而且与大客户紧密合作后规模上得很快，工人数量将来很可能快速破万，因此也希望富强科技的自动化技术能够帮助公司逐步实现生产线的自动化，提高生产效率的同时降低人力和管理成本，另外还可以为公司客户的自动化生产提供服务，创造新的价值。

德乐科技是手机分销渠道商，公司与电信、华为等都有着非常好的合作，2013 年营收 6.95 亿元，2014 年 1-9 月营收达 5.06 亿元。由于德乐科技和胜利精密的服务对象均包括手机厂商，德乐的渠道能力和胜利的加工服务能力相互配合，可以实现 1+1>>2 的效果，对于客户来说，胜利精密的价值也更为丰富。

➤ 内生外延齐发、高速增长可期

内生部分，15 年看 PC/NB 放量，16 年看移动终端突破；外延部分，拟收购标的质地优秀，与公司互补协同效应明显、且能拓展新的价值。

拟收购的三家公司承诺的 2015-2017 年业绩加总为：2.2 亿、2.61 亿、3.14 亿，与胜利精密预告的 2014 年 1.3-1.8 亿净利润相比，有很大的提升。

偏保守预计 2014-2016 年归属母公司的净利润分别为 1.685、4.343、5.968 亿元，增长 45.9%、157.7%、37.4%。

➤ 推荐评级

假设 2015 年完成收购，股本从 9.855 亿股增加到 11.83 亿股，2014-2016 年的 EPS 分别为 0.17、0.367、0.504 元，目前股价 11.1 元，对应的估值分别为 65.3、30.2、22 倍，比增发底价 9.91 元仅溢价 12%。给予推荐评级。

近期可能催化剂：收购获批定增完成、A 公司新产品上市，机构增加配置（2014 年底机构持仓仅 1.23%）。

➤ 风险因素：

收购进程低于预期、A 公司新产品低于预期。

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 15/02/15

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,719.7	2,121.5	2,864.0	4,296.1	6,444.1	现金	334.3	392.1	28.6	43.0	64.4
YOY(%)	9.8%	23.4%	35.0%	50.0%	50.0%	交易性金融资产	8.8	7.1	7.1	7.1	7.1
营业成本	1,429.8	1,831.8	2,354.2	3,522.8	5,284.2	应收款项净额	635.9	767.8	1,253.0	1,777.1	2,768.1
营业税金及附加	6.2	4.9	6.7	10.0	15.0	存货	307.0	348.9	500.9	770.7	1,136.8
销售费用	67.2	52.1	70.3	105.5	158.2	其他流动资产	56.4	67.8	67.8	67.8	67.8
占营业收入比(%)	3.9%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	流动资产总额	1,342.3	1,583.7	1,857.5	2,665.7	4,044.1
管理费用	139.6	149.9	202.4	303.5	455.3	固定资产净值	467.2	568.1	592.6	509.2	425.7
占营业收入比(%)	8.1%	7.1%	7.1%	7.1%	7.1%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	83.6	164.0	230.5	574.3	792.4	固定资产净额	467.2	568.1	592.6	509.2	425.7
财务费用	2.6	16.1	11.5	10.1	17.1	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	0.2%	0.8%	0.4%	0.2%	0.3%	在建工程	100.3	108.0	0.0	0.0	0.0
资产减值损失	12.1	6.1	0.0	0.0	0.0	固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	12.7	40.9	0.0	0.0	0.0	固定资产总额	567.5	676.1	592.6	509.2	425.7
营业利润	79.3	99.9	218.9	344.2	514.3	无形资产	57.6	128.3	114.8	101.2	87.7
营业外净收入	3.3	57.6	0.0	220.0	261.0	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	82.6	157.6	218.9	564.2	775.3	其他长期资产	11.4	11.6	5.8	0.0	0.0
所得税	15.0	30.0	32.8	84.6	116.3	资产总额	1,978.8	2,399.8	2,570.7	3,276.0	4,557.5
所得税率(%)	18.2%	19.0%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	100.4	403.4	209.9	199.0	491.1
净利润	67.6	127.6	186.1	479.6	659.0	应付款项	527.8	585.7	844.3	1,287.7	1,902.2
占营业收入比(%)	3.9%	6.0%	6.5%	11.2%	10.2%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	6.5	12.0	17.6	45.3	62.3	其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	61.1	115.5	168.5	434.3	596.8	流动负债	628.2	989.1	1,054.2	1,486.7	2,393.3
YOY(%)	-13.2%	89.0%	45.9%	157.7%	37.4%	长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS (元)	0.06	0.12	0.17	0.44	0.61	应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
						其他长期负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	负债总额	629.2	990.0	1,055.0	1,487.5	2,394.1
成长能力						少数股东权益	47.8	47.4	65.0	110.3	172.6
营业收入	9.8%	23.4%	35.0%	50.0%	50.0%	股东权益	1,375.4	1,452.9	1,558.8	1,831.6	2,206.6
营业利润	12.8%	26.1%	119.0%	57.2%	49.4%	负债和股东权益	2,004.7	2,442.9	2,613.8	3,319.2	4,600.7
净利润	-13.2%	89.0%	45.9%	157.7%	37.4%						
获利能力						现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率(%)	16.9%	13.7%	17.8%	18.0%	18.0%	税后利润	67.6	127.6	186.1	479.6	659.0
净利率(%)	3.9%	6.0%	6.5%	11.2%	10.2%	加: 少数股东损益	6.5	12.0	17.6	45.3	62.3
ROE(%)	4.6%	8.2%	11.3%	25.2%	29.3%	公允价值变动	4.5	(1.7)	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	4.2%	6.7%	8.8%	17.3%	17.2%	折旧和摊销	52.5	61.8	102.8	102.8	97.0
偿债能力						营运资金的变动	55.4	(24.1)	(367.1)	(527.4)	(947.2)
流动比率	212.3%	159.4%	175.5%	178.8%	168.7%	经营活动现金流	175.5	165.2	(78.2)	55.0	(191.2)
速动比率	155.8%	118.0%	122.2%	122.9%	118.6%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	31.4%	40.5%	40.4%	44.8%	52.0%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力						固定资产投资	(172.9)	(405.7)	0.0	187.0	221.9
总资产周转率	85.8%	86.8%	109.6%	129.4%	140.1%	投资活动现金流	(172.9)	(405.7)	0.0	187.0	221.9
应收账款周转天数	112.2	96.5	138.0	117.4	131.1	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
存货周转天数	78.4	69.5	77.7	79.9	78.5	长期贷款的增加/(减少)	(74.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)						公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
每股收益	0.06	0.12	0.17	0.44	0.61	股利分配	40.0	40.0	80.2	206.8	284.1
每股净资产	1.35	1.43	1.52	1.75	2.06	计入循环贷款前融资活:	(41.0)	(46.5)	(91.8)	(216.8)	(301.2)
估值比率						循环贷款的增加(减少)	(24.5)	341.7	(193.5)	(10.9)	292.1
P/E	179.0	94.7	64.9	25.2	18.3	融资活动现金流	(65.5)	295.2	(285.3)	(227.7)	(9.2)
P/B	8.2	7.8	7.3	6.4	5.4	现金净变动额	(59.0)	51.3	(363.5)	14.3	21.5

(注: 2015、2016年EPS未摊薄)

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福田区福华三路卓越世纪中心1号楼2401室

电话: 0755-82556064

传真: 0755-82556064

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。我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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。