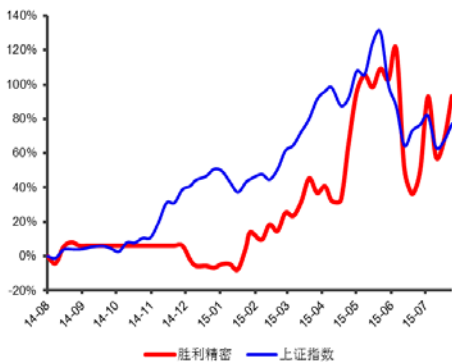


2015年8月14日

——胜利精密（002426）公告点评

投资评级：推荐

最近52周走势：



相关研究报告：

《胜利精密（002426）调研报告——内生外延齐发，高速增长可期》
--2015.2.16

报告作者：

牧原

执业证书编号：S0590515040002

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。

事件：

8月13日晚间胜利精密公告：根据公司战略发展规划，公司控股子公司苏州胜禹材料科技股份有限公司使用自有资金出资3000万元在江苏省宿迁市设立全资子公司江苏科创机器人有限公司。

点评：

➢ **继续布局自动化设备。**胜禹股份（胜利精密持有60%股权），主营金属材料加工及配送，今年1月份在新三板挂牌，去年收入7.3亿元，净利润2833万元。7.27日胜禹股份曾公告：拟设立全资子公司江苏科创机器人有限公司，主要从事自动化设备与工业机器人领域，8.13日江苏科创正式成立。这是胜利精密近日完成收购非标自动化设备供应商富强科技之后的又一动作，进一步体现公司打造智能制造龙头的发展战略。

富强科技是某全球知名消费电子企业的A类供应商，主要供应其智能手表项目上的自动化生产线系统及组装与检测设备，约2/3订单是直接采购，近三年的毛利率稳定在60%以上，在自动化设备领域具有很强的盈利能力和竞争力。胜利精密收购富强科技，是因为认识到电子制造业向自动化和智能化发展的趋势，这次又设立江苏科创，继续在自动化设备与工业机器人领域完善布局。

➢ **积极探索金属机壳加工工艺。**公司前期收购韩国铝制品公司发展了铝材一次压铸成形技术，后续CNC简单加工即可成品。与目前的纯CNC加工比较，效率提升3-4倍；公司自己试生产1000套的良率是50%左右，预计规模上去后还会提升；与三星金属机壳手机的工艺比较：三星是一次压铸+CNC+喷漆，胜利精密是一次压铸+CNC+氧化，相对更加耐磨。

虽然一次压铸+CNC工艺在理论上不如纯CNC工艺的一致性，但其高效率 and 低成本的优势却比较明显，在智能终端金属机壳渗透率不断提高的趋势下应该有自己的市场空间。

➢ **预期差较大、超预期的因素不断增加**

多年来公司一直是电子产品结构件（底座、边框、外壳等）供应商，下游客户主要是电视机厂家，市场前景、技术含量和商业模式都无看点，毛利率、ROE水平也较低，市场预期较低，但今年以来，超预期的因素

不断出现:

公司从 2013 年开始和联想战略合作, 切入笔记本领域, 去年公司在联想被评为金牌供应商, 今年 8 月合肥厂区建好, 联想笔记本结构件业务转移到合肥厂, 和联想的协同性继续提高, 并且在笔记本业务的基础上有望切入手机业务。

日前完成收购的德乐科技以前是中国电信江苏省总代, 今年升级为国代, 业务规模扩大, 公司通过股权质押等方式为其业务提供较大的资金支持, 也帮其发展了新的客户, 德乐科技上半年已完成今年的全部业绩承诺。另一方面, 胜利精密的战略伙伴联想在手机方面的渠道不强, 过去运营商定制较多, 近年来运营商削减补贴对联想手机业务影响较大, 德乐科技的渠道对联想手机业务有较好的支持作用。

公司确立电子产品智能制造为主要的战略发展方向, 为此收购的富强科技在电子产品非标定制自动化设备方面实力很强, 这次公司控股子公司又设立了江苏科创机器人有限公司, 继续完善布局, 从公司的发展战略来看, 将努力提升智能制造的技术实力和取得市场突破。

➤ 维持推荐

对于公司的盈利预测, 主要分三块:

原有业务, 预计 2015-2017 年归属母公司的净利润分别为 2.12、3.2、4.14 亿元;

业绩承诺, 这次收购的三家公司承诺的 2015-2017 年业绩加总后分别为: 2.2 亿、2.61 亿、3.14 亿;

超预期部分, 手机分销、自动化、金属机壳等业务有望超预期, 假设 2015-2017 年超预期实现的净利润分别为: 0.6、3.1、5.8 亿元。

由于 2015 年 8 月中旬完成收购, 假设今年实际并表的业绩为 1 亿元, 加总后 2015-2017 年的净利润分别为 3.12、8.91、13.08 亿元, 收购完成后股本从 9.855 亿股增加到 11.83 亿股, 对应 2015-2017 年 EPS 分别为 0.26、0.75、1.11 元, 当前合理价格可对应 2016 年 30 倍 PE, 即 22.5 元, 考虑到公司预期差较大、基本面和业绩弹性很大, 维持推荐评级, 后续根据公司的实际进展确定目标价。

➤ 风险因素:

公司智能制造进程低于预期。

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 15/08/14

利润表						资产负债表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,121.5	3,255.8	4,395.4	6,153.5	7,999.5	现金	392.1	1,483.4	710.4	612.7	641.3
YOY(%)	23.4%	53.5%	35.0%	40.0%	30.0%	交易性金融资产	8.8	7.1	0.2	0.2	0.2
营业成本	1,831.8	2,795.6	3,766.8	5,255.1	6,831.6	应收款项净额	767.8	1,409.9	1,592.7	2,608.3	2,853.0
营业税金及附加	4.9	5.5	7.4	10.4	13.5	存货	348.9	601.9	755.9	1,138.3	1,324.2
销售费用	52.1	69.5	93.8	131.4	170.8	其他流动资产	67.8	95.1	95.1	95.1	95.1
占营业收入比(%)	2.5%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	流动资产总额	1,585.4	3,597.2	3,154.2	4,454.6	4,913.8
管理费用	149.9	193.8	261.6	366.2	476.1	固定资产净值	467.2	568.1	703.3	1,061.5	918.0
占营业收入比(%)	7.1%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBIT	164.0	164.8	265.7	390.5	507.6	固定资产净额	467.2	568.1	703.3	1,061.5	918.0
财务费用	16.1	-1.9	2.4	-6.8	-6.0	工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
占营业收入比(%)	0.8%	-0.1%	0.1%	-0.1%	-0.1%	在建工程	100.3	108.0	501.7	0.0	0.0
资产减值损失	6.1	-0.8	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	40.9	-18.8	0.0	0.0	0.0	固定资产总额	567.5	676.1	1,205.0	1,061.5	918.0
营业利润	99.9	165.3	263.3	397.3	513.6	无形资产	128.3	143.4	128.0	112.5	97.0
营业外净收入	57.6	4.7	0.0	0.0	0.0	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
利润总额	157.6	170.0	263.3	397.3	513.6	其他长期资产	11.6	9.2	4.6	0.0	0.0
所得税	30.0	22.1	39.5	59.6	77.0	资产总额	2,292.9	4,426.0	4,491.8	5,628.6	5,928.8
所得税率(%)	19.0%	13.0%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	403.4	716.1	0.0	0.0	0.0
净利润	127.6	147.8	223.8	337.7	436.6	应付款项	585.7	1,176.6	1,163.3	2,099.8	2,140.9
占营业收入比(%)	6.0%	4.5%	5.1%	5.5%	5.5%	预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
少数股东损益	12.0	7.8	11.8	17.9	23.1	其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	115.5	140.0	212.0	319.8	413.5	流动负债	989.1	1,892.7	1,163.3	2,099.8	2,140.9
YOY(%)	89.0%	21.2%	51.4%	50.9%	29.3%	长期借款	0.0	140.0	140.0	140.0	140.0
EPS (元)	0.12	0.14	0.22	0.32	0.42	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
						负债总额	990.0	2,035.8	1,303.3	2,239.8	2,280.9
						少数股东权益	47.4	47.5	59.3	77.2	100.3
						股东权益	1,452.9	3,034.9	3,167.7	3,368.1	3,627.2
						负债和股东权益	2,442.9	5,070.7	4,471.1	5,607.9	5,908.1
主要财务比率						现金流量表					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E		2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力						税后利润	127.6	147.8	223.8	337.7	436.6
营业收入	23.4%	53.5%	35.0%	40.0%	30.0%	加: 少数股东损益	12.0	7.8	11.8	17.9	23.1
营业利润	26.1%	65.4%	59.3%	50.9%	29.3%	公允价值变动	(1.7)	(10.0)	0.0	0.0	0.0
净利润	89.0%	21.2%	51.4%	50.9%	29.3%	折旧和摊销	52.5	81.0	163.6	163.6	159.0
获利能力						营运资金的变动	(14.8)	(386.7)	(347.8)	(468.4)	(395.5)
毛利率(%)	13.7%	14.1%	14.3%	14.6%	14.6%	经营活动现金流	165.2	(157.9)	39.6	32.8	200.1
净利率(%)	6.0%	4.5%	5.1%	5.5%	5.5%	短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE(%)	8.2%	4.7%	6.8%	9.7%	11.7%	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA(%)	6.7%	3.2%	5.9%	7.0%	8.6%	固定资产投资	(405.7)	(582.9)	(3.2)	0.0	0.0
偿债能力						投资活动现金流	(405.7)	(582.9)	(3.2)	0.0	0.0
流动比率	159.4%	189.4%	271.1%	212.1%	229.5%	股权融资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
速动比率	118.0%	152.6%	198.0%	153.4%	163.2%	长期贷款的增加/(减少)	(74.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率%	40.5%	40.1%	29.2%	39.9%	38.6%	公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运能力						股利分配	40.0	40.0	40.0	91.0	137.3
总资产周转率	86.8%	64.2%	98.3%	109.7%	135.4%	计入循环贷款前融资活:	(41.0)	(46.5)	(93.4)	(130.5)	(171.5)
应收账款周转天数	96.5	135.1	101.5	129.1	102.3	循环贷款的增加(减少)	336.2	1,735.5	(716.1)	(0.0)	(0.0)
存货周转天数	69.5	78.6	73.2	79.1	70.8	融资活动现金流	295.2	1,689.0	(809.5)	(130.5)	(171.5)
每股指标 (元)						现金净变动额	51.3	942.9	(773.0)	(97.6)	28.6
每股收益	0.12	0.14	0.22	0.32	0.42						
每股净资产	1.35	1.43	3.03	3.15	3.34						
估值比率											
P/E	174.6	144.0	95.1	63.0	48.8						
P/B	14.3	6.7	6.5	6.1	5.7						

(注: 未考虑收购的影响)

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
	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。