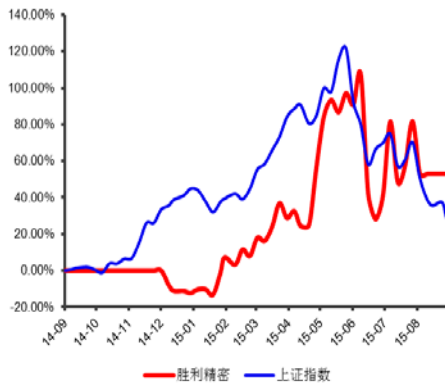


2015年9月15日

投资评级：推荐

——胜利精密（002426）对外投资公告点评

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：

2015年9月15日，胜利精密(002426.SZ)发布公告称拟使用自有资金出资不超过6.12亿元收购苏州捷力51%股权，进入新能源锂电池产业领域；同时拟以不超过1.08亿元现金收购福清福捷80%的股权，加厚白色家电结构件业务。

点评：

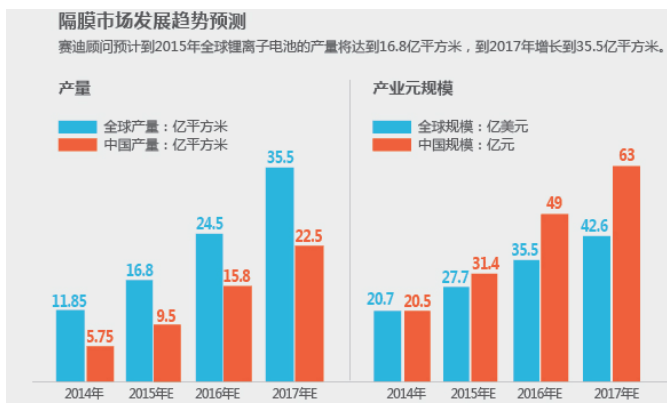
➢ **强化传统塑胶结构件业务。**本次拟投资收购的福清福捷塑胶有限公司成立于1997年，目前主要的产品为塑胶结构件，和胜利精密的传统业务类似，但胜利精密的结构件过去主要供应电视机厂家，近年来通过和联想战略合作进入PC/NB，福清福捷最近三年的主要客户为美的、施耐德、冠捷等，涵盖了白电、小家电、电气自动化、液晶显示器等下游行业，有利于胜利精密优化传统业务结构、整合客户资源，借助福清福捷的技术优势和客户资源，拓展新的市场领域。

➢ **进军新能源、锂电隔膜空间大。**另一家拟并购的苏州捷力是日本JWL公司于2009年投资兴建的高新科技型企业，日本的新能源技术世界领先，苏州捷力主要做锂离子电池隔膜，是手机产业链上游材料的核心供应商，已稳定供货国内外主要锂电池生产商，如新能源(香港)科技有限公司(简称ATL)、比亚迪、珠海光宇、韩国LG等，都是大陆市场手机用锂离子电池主要生产商。从公司背景及客户资质来看都很不错。

近年来我国政府集出台支持政策，新能源汽车销量开始进入井喷，有望成为未来国内锂电增长的核心驱动力。另外锂电池隔膜在储能领域的潜在市场也很大，目前储能领域是铅酸电池占绝对主导地位，但锂电池具备循环寿命长、能效高、能量密度大、绿色环保等优势，而且铅酸电池的生产使用会带来铅污染问题，正逐渐被政策限制使用，未来被锂电池和燃料电池取代的可能性很大。如图表1所示，赛迪顾问预计，全球锂电隔膜市场将从2014年20.7亿美元增长到2017年42.6亿美元，三年CAGR为27.2%，中国市场则从20.5亿增长到63亿元，三年CAGR为45.4%。苏州捷力是国内锂电隔膜的主要企业之一，胜利精密拟通过本次收购进

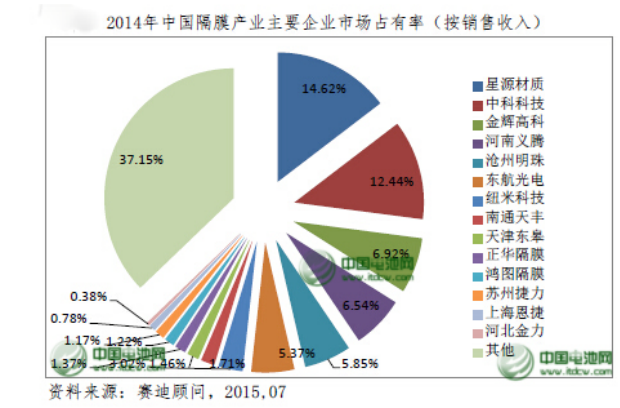
入新能源行业，进一步丰富公司的盈利增长点，多元化公司的产业布局，降低整体业绩波动风险，实现从传统制造业向“高端消费+高端制造”的产业升级和转型。

图表 1: 锂电隔膜市场前景



资料来源: 赛迪顾问, 国联证券研究所

图表 2: 中国锂电隔膜主要企业市占率



资料来源: 赛迪顾问, 国联证券研究所

➤ **两家企业有望快速扭亏实现盈利**

两家拟收购的企业目前都亏损，但有望快速扭亏实现盈利。福清福捷 2014 年营收 3.75 亿元，净利润 -1137 万，2015 年上半年营收 1.6 亿元，净利润 -1830 万元，由于福清福捷与胜利精密传统业务在产品和客户方面有很强的协同性，通过产品和业务整合有望快速扭亏，本次公告中胜利精密预计收购完成后福清福捷 2016、2017 年实现营收 4 亿和 5 亿元，净利润 2600 万元和 3000 万元。本次收购福清福捷估价 1.35 亿元，对应 2014 年 PB 为 1.95 倍，对应 2016 年、2017 年 PE 为 5.2 倍和 4.5 倍。

苏州捷力 2014 年营收 5535 万元，净利润 -1.17 亿元，2015 年上半年营收 7477 万元，净利润 -2191 万元，营收大幅增长，亏损额度大幅缩小，即将跨越盈亏平衡点。原控股股东香港龙睿承诺苏州捷力 2016 到 2018 年净利润分别不低于 1.3 亿元、1.69 亿元和 2.2 亿元，否则现金补偿。本次收购估价 12 亿元，对应 2014 年 PB 为 4.39 倍，对应 2016 到 2018 年业绩承诺的 PE 分别为 9.23、7.1、5.45 倍。

➤ **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：。

公司通过收购富强科技在电子产品非标定制自动化设备方面实力很强，而后又设立了江苏科创机器人有限公司，继续完善智能制造的布局，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。

同批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。

年初通过收购韩国铝制品公司发展了铝材一次压铸成形+CNC加工工艺，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；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。

这次公司拟投资福清福捷和苏州捷力分别加强传统业务和进军新能源，公司目前还在停牌筹划发行股份购买资产，继续实施从传统制造业向“高端消费+高端制造”的产业升级和转型，有望不断超出市场预期。

#### ➤ 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:

15/09/15

| 利润表             | 2013A        | 2014A        | 2015E        | 2016E        | 2017E        | 资产负债表          | 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%         | <b>流动资产总额</b>  | <b>1,585.4</b> | <b>3,597.2</b> | <b>3,154.2</b> | <b>4,454.6</b> | <b>4,913.8</b> |
| 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            |
| <b>EBIT</b>     | <b>164.0</b> | <b>164.8</b> | <b>265.7</b> | <b>390.5</b> | <b>507.6</b> | 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          | <b>固定资产总额</b>  | <b>567.5</b>   | <b>676.1</b>   | <b>1,205.0</b> | <b>1,061.5</b> | <b>918.0</b>   |
| <b>营业利润</b>     | <b>99.9</b>  | <b>165.3</b> | <b>263.3</b> | <b>397.3</b> | <b>513.6</b> | 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            |
| <b>利润总额</b>     | <b>157.6</b> | <b>170.0</b> | <b>263.3</b> | <b>397.3</b> | <b>513.6</b> | 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         | <b>资产总额</b>    | <b>2,292.9</b> | <b>4,426.0</b> | <b>4,491.8</b> | <b>5,628.6</b> | <b>5,928.8</b> |
| 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            |
| <b>净利润</b>      | <b>127.6</b> | <b>147.8</b> | <b>223.8</b> | <b>337.7</b> | <b>436.6</b> | 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            |
| <b>归属母公司净利润</b> | <b>115.5</b> | <b>140.0</b> | <b>212.0</b> | <b>319.8</b> | <b>413.5</b> | <b>流动负债</b>    | <b>989.1</b>   | <b>1,892.7</b> | <b>1,163.3</b> | <b>2,099.8</b> | <b>2,140.9</b> |
| 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          |
| <b>EPS (元)</b>  | <b>0.10</b>  | <b>0.12</b>  | <b>0.18</b>  | <b>0.27</b>  | <b>0.35</b>  | 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            |
| <b>主要财务比率</b>   | <b>2013A</b> | <b>2014A</b> | <b>2015E</b> | <b>2016E</b> | <b>2017E</b> | <b>负债总额</b>    | <b>990.0</b>   | <b>2,035.8</b> | <b>1,303.3</b> | <b>2,239.8</b> | <b>2,280.9</b> |
| <b>成长能力</b>     |              |              |              |              |              | 少数股东权益         | 47.4           | 47.5           | 59.3           | 77.2           | 100.3          |
| 营业收入            | 23.4%        | 53.5%        | 35.0%        | 40.0%        | 30.0%        | 股东权益           | 1,452.9        | 3,034.9        | 3,167.7        | 3,368.1        | 3,627.2        |
| 营业利润            | 26.1%        | 65.4%        | 59.3%        | 50.9%        | 29.3%        | <b>负债和股东权益</b> | <b>2,442.9</b> | <b>5,070.7</b> | <b>4,471.1</b> | <b>5,607.9</b> | <b>5,908.1</b> |
| 净利润             | 89.0%        | 21.2%        | 51.4%        | 50.9%        | 29.3%        |                |                |                |                |                |                |
| <b>获利能力</b>     |              |              |              |              |              | <b>现金流量表</b>   | <b>2013A</b>   | <b>2014A</b>   | <b>2015E</b>   | <b>2016E</b>   | <b>2017E</b>   |
| 毛利率(%)          | 13.7%        | 14.1%        | 14.3%        | 14.6%        | 14.6%        | 税后利润           | 127.6          | 147.8          | 223.8          | 337.7          | 436.6          |
| 净利率(%)          | 6.0%         | 4.5%         | 5.1%         | 5.5%         | 5.5%         | 加: 少数股东损益      | 12.0           | 7.8            | 11.8           | 17.9           | 23.1           |
| ROE(%)          | 8.2%         | 4.7%         | 6.8%         | 9.7%         | 11.7%        | 公允价值变动         | (1.7)          | (10.0)         | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| ROA(%)          | 6.7%         | 3.2%         | 5.9%         | 7.0%         | 8.6%         | 折旧和摊销          | 52.5           | 81.0           | 163.6          | 163.6          | 159.0          |
| <b>偿债能力</b>     |              |              |              |              |              | 营运资金的变动        | (14.8)         | (386.7)        | (347.8)        | (468.4)        | (395.5)        |
| 流动比率            | 159.4%       | 189.4%       | 271.1%       | 212.1%       | 229.5%       | <b>经营活动现金流</b> | <b>165.2</b>   | <b>(157.9)</b> | <b>39.6</b>    | <b>32.8</b>    | <b>200.1</b>   |
| 速动比率            | 118.0%       | 152.6%       | 198.0%       | 153.4%       | 163.2%       | 短期投资           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 资产负债率%          | 40.5%        | 40.1%        | 29.2%        | 39.9%        | 38.6%        | 长期股权投资         | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>营运能力</b>     |              |              |              |              |              | 固定资产投资         | (405.7)        | (582.9)        | (3.2)          | 0.0            | 0.0            |
| 总资产周转率          | 86.8%        | 64.2%        | 98.3%        | 109.7%       | 135.4%       | <b>投资活动现金流</b> | <b>(405.7)</b> | <b>(582.9)</b> | <b>(3.2)</b>   | <b>0.0</b>     | <b>0.0</b>     |
| 应收账款周转天数        | 96.5         | 135.1        | 101.5        | 129.1        | 102.3        | 股权融资           | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 存货周转天数          | 69.5         | 78.6         | 73.2         | 79.1         | 70.8         | 长期贷款的增加/(减少)   | (74.0)         | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| <b>每股指标(元)</b>  |              |              |              |              |              | 公司债券发行/(偿还)    | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0            |
| 每股收益            | 0.10         | 0.12         | 0.18         | 0.27         | 0.35         | 股利分配           | 40.0           | 40.0           | 40.0           | 91.0           | 137.3          |
| 每股净资产           | 1.14         | 1.20         | 2.56         | 2.66         | 2.82         | 计入循环贷款前融资活:    | (41.0)         | (46.5)         | (93.4)         | (130.5)        | (171.5)        |
| <b>估值比率</b>     |              |              |              |              |              | 循环贷款的增加(减少)    | 336.2          | 1,735.5        | (716.1)        | (0.0)          | (0.0)          |
| P/E             | 173.9        | 143.5        | 94.8         | 62.8         | 48.6         | <b>融资活动现金流</b> | <b>295.2</b>   | <b>1,689.0</b> | <b>(809.5)</b> | <b>(130.5)</b> | <b>(171.5)</b> |
| P/B             | 14.3         | 6.7          | 6.5          | 6.1          | 5.7          | <b>现金净变动额</b>  | <b>51.3</b>    | <b>942.9</b>   | <b>(773.0)</b> | <b>(97.6)</b>  | <b>28.6</b>    |

(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<br>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<br>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。