

徕木股份 (603633)

推荐

行业：电子

国内领先连接器、屏蔽罩制造商

徕木股份是国内领先的专业从事以连接器、屏蔽罩为主的精密电子元件研发、生产和销售的企业。公司本次公开发行股份数量不超过 3,009 万股，占发行后总股本的比例不超过 25.00%。首次公开发行价格 6.75 元，申购日期为 2016 年 11 月 7 日。

投资要点：

- ✧ 公司主要产品可分为四大类：汽车连接器，汽车屏蔽罩，手机连接器，手机屏蔽罩。公司近年来重点发展汽车类产品，汽车连接器已取代手机屏蔽罩成为公司最主要收入来源，收入贡献超 50%。
- ✧ 公司根据市场情况和发展规划适时调整设备产能分配，产能利用率长期处于饱和状态，产销率也基本维持在 90% 以上，公司生产经营处在高效运转当中。
- ✧ 手机类产品受市场竞争影响毛利率逐年下降，汽车类产品由于壁垒较高毛利率仍可稳定在较高水平，但公司整体回报水平呈下行趋势。
- ✧ 公司四大类产品市场规模预计至 2020 年均可实现稳步增长，汽车连接器、汽车屏蔽罩、手机连接器、手机屏蔽罩年均复合增速分别为 6.83%、6.41%、3.53%、5.35%。
- ✧ 本次募集资金用于精密连接器及组件技术改造及扩产项目、精密屏蔽罩及机构件技术改造及扩产项目、研发中心项目，将助力公司突破产能瓶颈，提升公司研发和测试水平，完善产品结构，增强公司盈利能力和综合竞争力。
- ✧ 我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别为 35,657 万元、42,075 万元、51,752 万元；归母净利润 5,559 万元、6,598 万元、7,691 万元；每股收益 0.46 元、0.55 元、0.64 元。参照可比公司 2016PE 水平，给予徕木股份 16~19 元目标价格区间。建议申购。
- ✧ **风险提示：**产能改善不及预期风险，收入增速与预期不符风险，毛利率下行风险，市场估值水平波动风险

主要财务指标：

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	31543.92	35656.54	42074.72	51751.90
归母净利润 (万元)	3910.18	5559.01	6598.15	7691.48
毛利率	35.25%	37.00%	36.00%	35.00%
ROE	8.71%	7.85%	8.53%	9.04%
每股收益(元)	0.43	0.46	0.55	0.64
P/E	15.58	14.61	12.31	10.56
P/B	1.36	1.15	1.05	0.96

作者

署名人：卢凌熙

S0960516080001

0755-82026864

lulingxi@china-invs.cn

新股发行价格(元)：6.75

基本资料

新发行股本(万股)	3,009
发行后总股本(万股)	12,035
发行前一年 EPS ²⁰¹⁵ (元)	0.43
发行后 EPS ^{2016E} (元)	0.46
发行前每股净资产(元)	4.98
申购时间	2016/11/07

相关报告

目 录

一、公司概况	4
二、公司经营状况分析	5
1、主要产品为精密连接器和屏蔽罩，主要应用在汽车和手机领域	5
2、产能逐步倾向汽车类产品，产能利用率和产销率基本维持高位	7
3、汽车类份额持续增长，手机类份额持续下降	8
4、技术较为领先，研发投入有提升空间	8
5、主要竞争来自国外领先企业	9
三、公司财务状况分析	10
1、汽车连接器取代手机屏蔽罩成为公司最主要收入来源	10
2、毛/净利率、三项费用、回报水平均呈下行趋势	11
3、收入及净利润波动较大，手机类产品调整是主要原因	12
四、行业状况分析	13
1、下游应用领域	13
2、连接器市场规模展望	14
3、屏蔽罩市场规模展望	15
五、募投项目分析	16
六、盈利预测与估值	17
1、盈利预测	17
2、估值	18
七、风险提示	19
1、产能改善不及预期风险	19
2、收入增速与预期不符风险	19
3、毛利率下行风险	19
4、市场估值水平波动风险	19

图目录

图 1	公司本次发行前股东结构	4
图 2	公司财务状况	5
图 3	主营业务收入结构	10
图 4	产品收入占比——按产品类别划分	11
图 5	产品收入占比——按应用领域划分	11
图 6	毛利率&净利率	12
图 7	三项费用占比	12
图 8	ROE&ROIC	12
图 9	营业收入（万元）	13
图 10	归母净利润（万元）	13
图 11	连接器下游应用领域	14
图 12	屏蔽罩下游应用领域	14
图 13	全球连接器市场规模（亿美元）	14
图 14	中国连接器市场规模（亿元）	14
图 15	中国汽车连接器市场规模（亿元）	15
图 16	中国手机连接器市场规模（亿元）	15
图 17	全球屏蔽罩市场规模（亿美元）	15
图 18	中国屏蔽罩市场规模（亿元）	15
图 19	中国汽车屏蔽罩市场规模（亿元）	16
图 20	中国手机屏蔽罩市场规模（亿元）	16

表目录

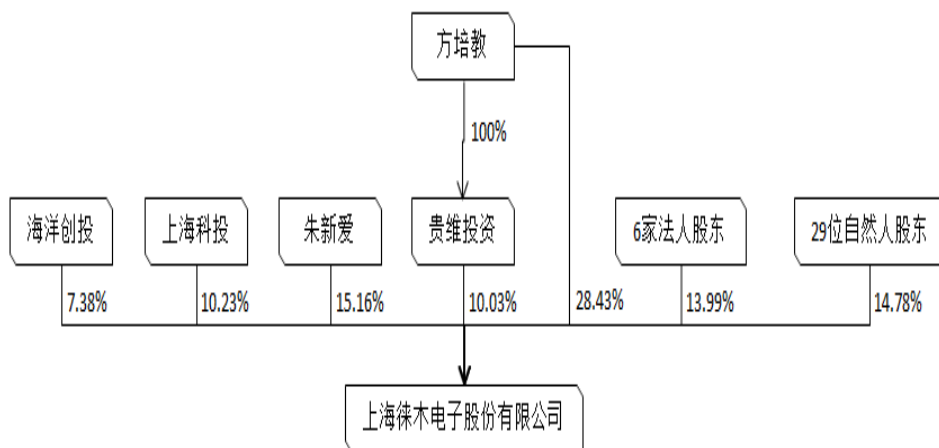
表 1	汽车连接器主要产品	5
表 2	手机连接器主要产品	6
表 3	屏蔽罩主要产品	7
表 4	主要产品产能利用率、产销率	7
表 5	产品市场份额	8
表 6	研发费用（万元）	9
表 7	主要竞争对手简介	9
表 8	募集资金投资使用计划	16
表 9	2016 年营业收入预估	17
表 10	产品可比公司	18
表 11	所属行业（电子零部件制造业）可比公司	18

一、公司概况

徕木股份是国内领先的专业从事以连接器、屏蔽罩为主的精密电子元件研发、生产和销售的企业。公司以产品和模具研发为核心，以模具开发技术、精密冲压和注塑技术等制造技术为支撑，为汽车、手机领域为主的客户提供多样化的产品和全方位的服务。

本次公开发行前，徕木股份的控股股东和实际控制人为方培教。方培教直接持有徕木股份 2,565.727 万股，占发行前总股本的 28.43%，其全资持有的上海贵维投资咨询有限公司持有徕木股份 905.3877 万股，占发行前总股本的 10.03%。由此方培教直接和间接合计控制徕木股份 3,471.1147 万股，占发行前总股本的 38.46%。徕木股份第二、三、五大股东（贵维投资为第四）分别为朱新爱、上海科投、海洋创投，分别持有公司 15.16%、10.23%、7.38% 股份。徕木股份另有 6 家法人股东、29 位自然人股东分别持有剩余的 13.99%、14.78% 股份。

图 1 公司本次发行前股东结构

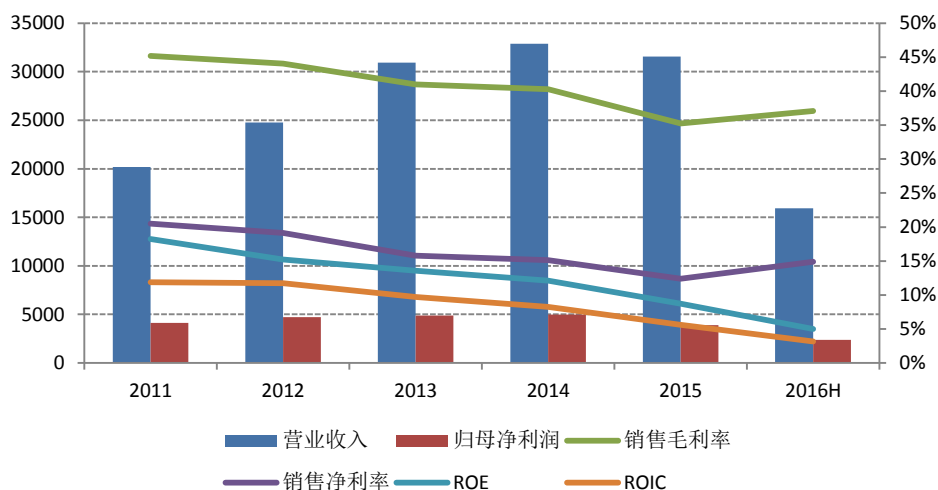


资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

本次公开发行股份数量不超过 3,009 万股，占本次发行后总股本比例不超过 25%。本次公开发行后方培教直接及间接持有公司股份比例将下降为 28.84%。

徕木股份 2016 年上半年实现主营业务收入 15,915 万元，归母净利润 2,372 万元；销售毛利率 37.07%，销售净利率 14.91%；ROE 为 5.02%，ROIC 为 3.18%。

图 2 公司财务状况



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

二、公司经营状况分析

1、主要产品为精密连接器和屏蔽罩，主要应用在汽车和手机领域

徕木股份的产品主要为两大类精密电子元件：精密连接器和屏蔽罩，主要应用在汽车和手机领域。

（一）精密连接器

连接器是一种为电子产品的器件、组件、子系统或电子设备之间传送能量和信号的电子元件，是电子产品中必不可少的关键组件。

1、汽车连接器

公司目前掌握了 9 项国内领先的核心技术，拥有线对板连接器、线对线连接器、嵌件注塑连接器等 200 多款连接器及组件产品系列，主要产品有：

表 1 汽车连接器主要产品

产品类别		产品特性	应用领域
线对板	排针连接器	体积小、质量轻、环境性能强、自动组装方便、适合各种焊接条件、通用性强；	安全与转向系统
	接口连接器	连接可靠性高、可防水、防尘、适应高电流、环境性能强、寿命长、通用性强；	仪表控制系统、车身控制系统
	免焊连接器	机械式连接可靠性高、安装与更换方便、环保、免焊接工艺、可实现维修；	车身控制系统
线对线	车身线束接插件	连接可靠性高、防水、防尘、适应高电流、环境性能强、寿命长、更换方便；	车身总线系统

	包线端子	连接可靠性高、适应高电流、通用性强；	车身总线系统
	嵌入式注塑连接器	精度高、可实现复杂形状、节约空间、针对性强；	安全与转向系统、车身控制系统
其他	车身总线保险丝盒	体积较大，回路较多，安装保险丝片、实现回路中对最大电流能力的保护、起到保护电路正常工作能力；	车身控制系统
	发动机传感器	体积小、结构复杂、强度高、精度高、外观要求较高、具有多个回路；	发动机系统

资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

2、手机连接器

公司目前拥有 12 项国内先进技术、数十项国家专利，已成功研发 200 余款手机连接器，主要产品有：

表 2 手机连接器主要产品

产品类别	具体应用	功能	
插座、卡座类连接器	I/O 连接器	Mini-USB 插口、Micro-USB 插口、充电插口、耳机插口等	具备传输电流、数据、声音等多种功能
	电池连接器	电池插座	具备传输电流的功能
	SIM 卡连接器	SIM 卡插座、无线上网模块插座	具备传输电流、数据等多种功能。
	Memory 卡连接器	TF 卡、Mini-SD 卡插座	具有传输数据的功能
	复合卡座连接器	双层 SIM 卡插座、双排 SIM 卡插座、SIM 卡+TF 卡插座	实现 SIM 卡和 TF 卡与其他部件相互连接的功能，适应手机超薄化，微型化的发展趋势。
	Board To Board 连接器	B-T-B3、FPC 连接器等	手机、无线上网设备等小型便携式设备应用较为广泛。
射频、弹片类连接器	弹片	手机、PAD、无线网卡、无线路由器、无线上网模块等产品的接地信号弹片等。	借助于金属弹片的导通性，起到一个优质的开关的作用。
	微型射频同轴连接器	一代微型射频同轴连接器、二代微型射频同轴连接器、三代微型射频同轴连接器	作为手机与基站之间的信号传输通道，兼有处理信号的功能。

资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

（二）精密屏蔽罩

屏蔽罩是贴装在电子主板上的一种金属壳体，通过自身的屏蔽体将元部件、电路、组合件、电缆或整个系统的干扰源包围起来，防止干扰电磁场向外扩散并通过将板上器件隔离，达到屏蔽各种电磁装置的功效，使其在不影响系统运行速度的同时把串扰和敏感性降至最低。公司的屏蔽罩产品也主要应用在汽车和手机领域（以手机为主），按产品结构划分的产品类别有：

表 3 屏蔽罩主要产品

产品类别	产品特性
一体式屏蔽罩	传统屏蔽罩结构，整体焊接在 PCB 板上，普遍应用在手机各领域
分体式屏蔽罩	方便维修，取代了破坏性拆除屏蔽罩的过程；节约了材料费用，性价比高
拉深式屏蔽罩	采用深拉深技术，将薄材料拉深成型，达到无缝隙，解决密封性问题
复合屏蔽罩	采用兼有屏蔽功能和增强主板、显示屏或后盖定型功能的复合屏蔽罩和结构件，适用大屏幕手机

资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

2、产能逐步倾向汽车类产品，产能利用率和产销率基本维持高位

徕木股份从 2010 年起开始重点发展汽车类产品，公司不断调整机器设备生产安排，因此公司汽车类产品——汽车连接器和汽车屏蔽罩的产能呈现持续提升走势，2016 年产能 of 近年来峰值。而手机类产品——手机连接器和手机屏蔽罩的产能则呈缩减走势。

产能利用率方面，徕木股份近年来各主营产品的产能利用率随着销售订单的不同有所波动，但基本保持在较高水平。2016 年上半年，汽车连接器和手机屏蔽罩产能利用率较 2015 年保持稳定，均处在满负荷生产状态；手机连接器和汽车屏蔽罩产能利用率出现较明显波动，手机连接器产能利用率下滑 31.1 个百分点至 64.3%，汽车屏蔽罩产能利用率增长 13.13 个百分点至 92.04%。

产销率方面，徕木股份各类产品均表现较好，近年来基本稳定在 90%以上。

表 4 主要产品产能利用率、产销率

2016 上半年						
产品类别	应用领域	产量	产能	产能利用率	销量	产销率
精密连接器	汽车	5,110.57	5,000.00	102.21%	4,922.66	96.32%
	手机	7,073.06	11,000.00	64.30%	7,228.77	102.20%
精密屏蔽罩	汽车	483.23	525.00	92.04%	437.89	90.62%
	手机	22,754.21	22,150.00	102.73%	20,830.55	91.55%
2015 年						
产品类别	应用领域	产量	产能	产能利用率	销量	产销率

请务必阅读正文之后的免责条款部分

精密连接器	汽车	8,328.45	7,800.00	106.78%	8,489.74	101.94%
	手机	20,988.93	22,000.00	95.40%	19,324.73	92.07%
精密屏蔽罩	汽车	825.89	1,050.00	78.66%	773.23	93.62%
	手机	44,294.56	44,300.00	99.99%	48,867.85	110.32%
2014 年						
产品类别	应用领域	产量	产能	产能利用率	销量	产销率
精密连接器	汽车	5,648.94	7,000.00	80.70%	6,187.37	109.53%
	手机	26,514.15	25,000.00	106.06%	24,510.59	92.44%
精密屏蔽罩	汽车	560.91	800.00	70.11%	788.19	140.52%
	手机	57,627.91	57,200.00	100.75%	58,116.35	100.85%
2013 年						
产品类别	应用领域	产量	产能	产能利用率	销量	产销率
精密连接器	汽车	5,674.28	6,000.00	94.57%	5,884.70	103.71%
	手机	19,610.94	19,000.00	103.22%	16,967.36	86.52%
精密屏蔽罩	汽车	793.97	700.00	113.42%	714.11	89.94%
	手机	46,410.29	46,100.00	100.67%	46,512.42	100.22%

资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

3、汽车类份额持续增长，手机类份额持续下降

按应用领域划分，公司的两大类产品——汽车类和手机类的市场份额呈现不同走势：2013~2015 年汽车类产品份额呈逐年上升走势，而手机类产品份额呈逐年下降走势。

按产品类别划分，连接器类市场份额呈止跌回升，汽车连接器的份额增长有效弥补了手机连接器份额的下滑；屏蔽罩类市场份额持续下降，由于市场规模差距过大，汽车屏蔽罩份额的增长远不足以抵消手机屏蔽罩份额的快速下跌。

表 5 产品市场份额

	2013 年	2014 年	2015 年
精密连接器	0.42	0.38	0.39
其中：汽车连接器及配件、组件	0.46	0.51	0.62
手机连机器及配件、组件	0.37	0.23	0.13
	2013 年	2014 年	2015 年
精密屏蔽罩	2.46	2.24	1.79
其中：汽车精密屏蔽罩	1.17	1.76	2.87
手机精密屏蔽罩	2.50	2.25	1.77

资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

4、技术较为领先，研发投入有提升空间

徕木股份是国内规模较大的同时具备连接器和屏蔽罩设计和开发能力的技术领先企业，目前拥有 169 人的专业研发队伍，覆盖产品设计、模具设计、工艺工程等领域，掌握了 25 项国内领先的核心技术。截至 2016 年 9 月 12 日，公司及其子公司拥有专利 113 项，其中发明专利 14 项，并有 4 项产品获得上海市重点新产品证书，6 个产品

项目被认定为上海市高新技术成果转化项目。

但公司近年来在技术研发上的投入存在提升空间，公司研发费用在绝对值和占营业收入的比重上都呈逐年下降趋势，2013~2016 年上半年公司研发费用分别为 2,330 万元、2,232 万元、1,880 万元、841 万元，占营业收入比重分别为 7.53%、6.79%、5.96%、5.29%。其中 2013~2015 年汽车类项目研发投入分别为 1,463 万元、1,296 万元、1,269 万元，手机类项目研发投入分别为 867 万元、935 万元、611 万元。由于手机领域竞争日趋激烈，公司选择适时调整发展战略，结束了部分项目的研发并开始了新项目的初期投入，因此 2015 年手机类项目研发投入大幅下滑，进而导致 2015 年公司整体研发费用大幅下降。

表 6 研发费用（万元）

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 上半年
研发费用	2329.84	2231.41	1879.53	841.3
占比	7.53%	6.79%	5.96%	5.29%
汽车类研发费用	1462.76	1296.49	1268.67	
手机类研发费用	867.08	934.92	610.86	

资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

5、主要竞争来自国外领先企业

在国内连接器和屏蔽罩市场，外资及合资企业凭借在生产规模、产品种类、应用领域、技术水平等方面的较大优势，仍占据主要市场份额。但由于进口产品价格较高、响应时间较长，徕木股份等内资企业随着技术实力的提升开始逐步形成一定竞争力。

公司连接器市场的主要竞争对手有：泰科、莫仕、安费诺等外资企业，乾德电子、长盈精密、合兴集团等内资企业；在屏蔽罩市场的主要竞争对手有：莱尔德、贝联、赫比、朝日等外资企业，长盈精密等内资企业。

表 7 主要竞争对手简介

公司	地区	简介
泰科	美国	为汽车、消费电子、航空航天、医疗等各行业客户提供连接器、电路保护设备、触摸屏等各类合计约 50 万种产品
莫仕	美国	提供超过 10 万种连接器产品，包括电子、电器连接器系统、开关连接器等，应用领域包括电信、汽车、计算机等各行各业
安费诺	美国	提供电器、电子和光纤连接器，同轴和扁平带状电缆和互连系统，主要市场为通讯和信息处理市场
乾德电子	中国	中国第一大手机连接器厂商，致力于手机、笔记本电脑及面板等 3C 产业之连接器设计、制造与销售
长盈精密	中国	提供手机及无线上网卡电磁屏蔽件、手机及通讯产品连接器、手机及移动通信终端金属结构（外观）件和 LED 精密封装支架等
合兴集团	中国	从事汽车电器电子、电子连接器和终端低压电器的生产与销售

莱尔德	美国	提供电子元件（包括 EMI（电磁干扰屏蔽装置）频率控制与选择元件）等，应用在通讯、电子、航空航天、国防等各领域，2015 年屏蔽罩产量约 29.5 亿只
贝联	美国	主要提供各大通信公司手机与手提电脑的原配件、金属冲压件等，2015 年屏蔽罩产量约 11 亿只
赫比	新加坡	从事设计、制造金属精密模具及模具冲压件的生产和表面处理，2015 年屏蔽罩产量约 31.3 亿只
朝日	中国香港	主要产品为金属外壳、精密金属部件等，应用在手机、计算机等生产相关电子产品，2015 年屏蔽罩产量约 7.5 亿只

资料来源：公司招股意向书、互联网资料、中国中投证券研究总部

三、公司财务状况分析

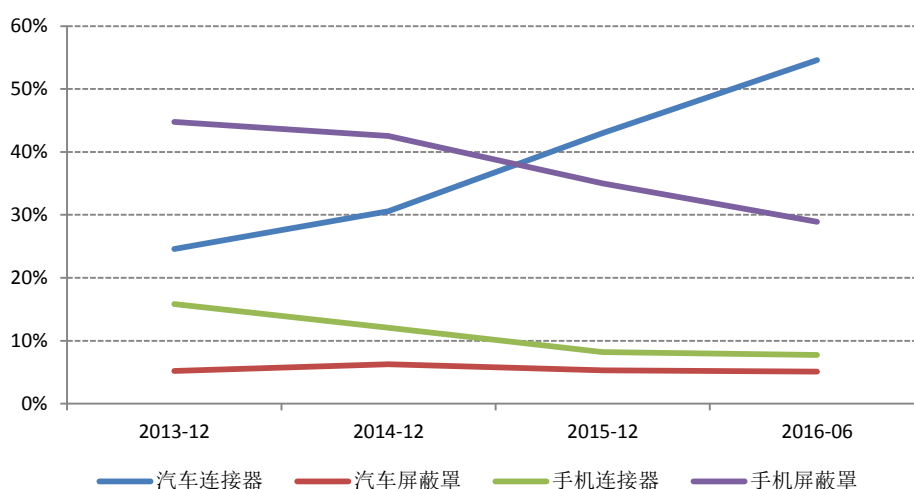
1、汽车连接器取代手机屏蔽罩成为公司最主要收入来源

徕木股份的四大产品分别是汽车连接器、汽车屏蔽罩、手机连接器、手机屏蔽罩，其按产品类别可划分为连接器类和屏蔽罩类，按应用领域可划分为汽车类和手机类。

四类产品按 2016 年上半年收入占比从高到低排序分别为汽车连接器、手机屏蔽罩、手机连接器、汽车屏蔽罩，其收入占比分别为 54.60%、28.89%、7.72%、5.12%。

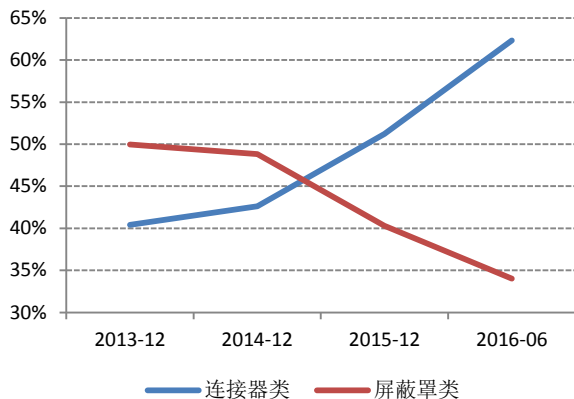
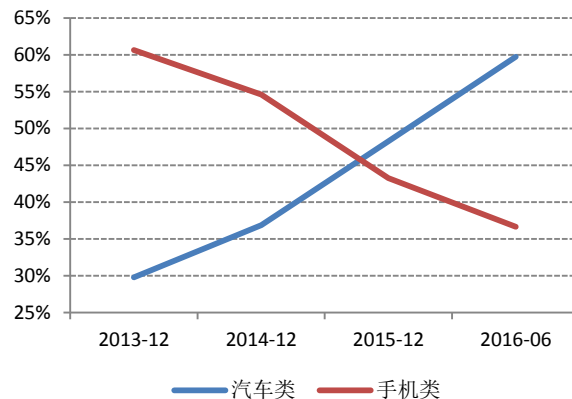
汽车连接器和手机屏蔽罩对公司收入的贡献在近几年呈反方向走势，汽车连接器收入占比逐年增长，由 2013 年的 24.57% 增长为当前的 54.60%；手机屏蔽罩收入占比则逐年下降，由 2013 年的 44.77% 下降为当前的 28.89%。另一类手机类产品——手机连接器的收入占比也同样呈下滑走势，由 2013 年的 15.85% 下降为当前的 7.72%。汽车屏蔽罩的收入占比相对稳定，基本维持在 5% 左右。

图 3 主营业务收入结构



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

总体来看，产品类别方面，连接器类和屏蔽罩类由 2013 年的平分秋色到现在的连接器类占主导；应用领域方面，汽车类和手机类由 2013 年的手机类占主导到现在的汽车类占主导。公司在生产经营方向上发生了明显的调整。

图 4 产品收入占比——按产品类别划分

图 5 产品收入占比——按应用领域划分


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

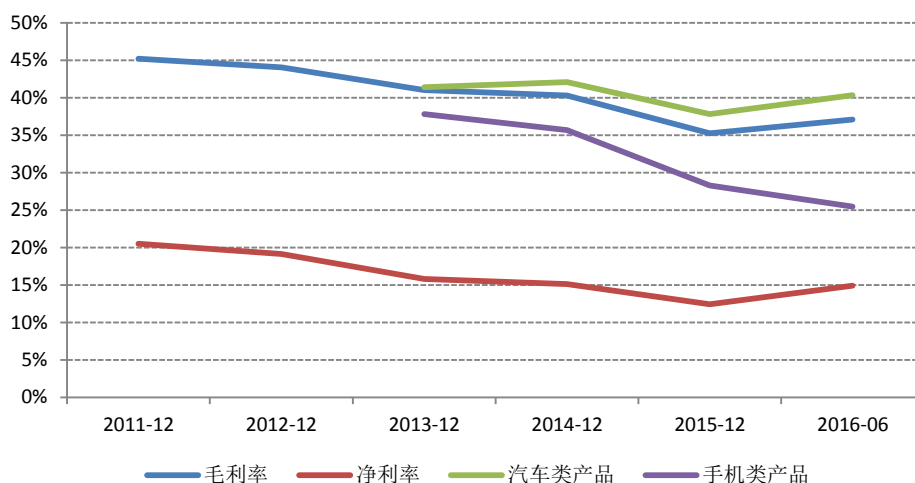
2、毛/净利率、三项费用、回报水平均呈下行趋势

徕木股份 2013~2016 年上半年综合毛利率分别为 41.00%、40.29%、35.25%、37.07%，毛利率基本呈下行趋势，但 2016 年有所回升。2015 年毛利率出现明显下降，主要是由于公司新添置的机器设备和专用设备（模具、治具）等已转入固定资产开始计提折旧，而相应设备由于和客户安排原因并未进入大规模生产销售，因此公司在制造费用增长的同时并未实现相应营业收入的增长，使得单位成本上升、毛利率下降。2016 年由于公司对客户的供货规模提升，进而带动毛利率出现回升。

手机类产品的行业竞争日趋激烈，国内许多民营企业完成技术积累，凭借其快速反应能力及成本优势参与市场竞争，公司手机类产品单价和销量双双下降，毛利率呈下降趋势，2013~2016 年上半年手机类产品毛利率分别为 37.80%、35.67%、28.26%、25.44%；汽车类产品由于具有特殊的性能需求和较高认证门槛、较长认证时间等原因，行业的竞争还仅仅局限在外资供应商与部分较具规模，研发实力较为雄厚的内资制造企业之间，因此毛利率较手机类产品仍维持在较高水平，2013~2016 年上半年汽车类产品毛利率分别为 41.40%、42.08%、37.82%、40.34%。

徕木股份 2013~2016 年上半年净利率分别为 15.78%、15.11%、12.40%、14.91%，公司净利率和综合毛利率走势保持一致。

图 6 毛利率&净利率

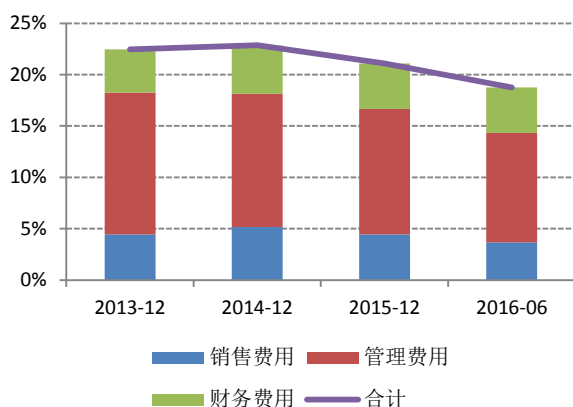


资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

徕木股份 2013~2016 年上半年三项费用占营业收入的比重分别为 22.47%、22.86%、21.10%、18.75%，三项费用占比呈下降趋势。三项费用中管理费用占比最大，占比维持在 57%左右。管理费占营业收入比重也是近年下降最明显的一项，主要原因是占管理费用一半的研发费用不仅没有与营业收入保持同步增长，反而逐年下降。

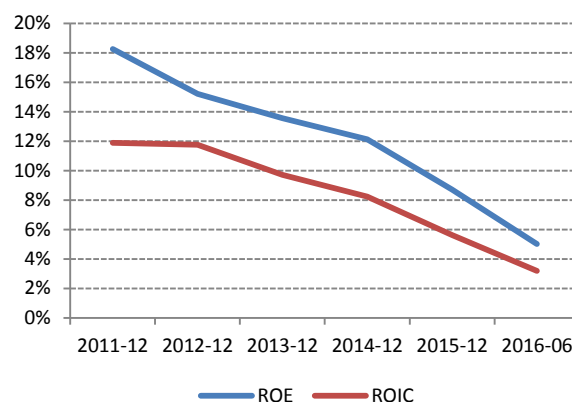
徕木股份回报水平近年来呈持续下行趋势：公司 2013~2015 年 ROE 分别为 13.56%、12.12%、8.71%，ROIC 分别为 9.70%、8.23%、5.62%。依据杜邦分析法，公司 ROE 水平的下降主要是由于其净利率和资产周转率的下行造成的。

图 7 三项费用占比



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 8 ROE&ROIC



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

3、收入及净利润波动较大，手机类产品调整是主要原因

徕木股份 2013~2016 年上半年分别实现营业收入 30,947 万元、32,881 万元、31,544 万元、15,915 万元，2013~2015 年同比增长 25.01%、6.25%、-4.07%；归母净利润分别为 4,884 万元、4,967 万元、3,910 万元、2,372 万元，2013~2015 年

同比增长 3.19%、1.69%、-21.27%。

汽车类产品收入受益于公司向汽车行业大客户销售规模扩大而持续快速增长，2013~2016 年上半年分别为 8,848 万元、11,578 万元、14,250 万元、9,057 万元，2014、2015 年分别同比增长 31%、23%。。手机类产品由于市场竞争激烈，2013~2016 年上半年收入分别为 18,028 万元、17,143 万元、12,768 万元、5,553 万元，2014、2015 年分别同比下降 5%、26%。2015 年因调整手机产品产销规模而导致当年手机类产品收入的大幅下降，是公司 2015 年营业收入负增长的主要原因。

2015 年公司归母净利润同比下降 21.27%，主要是由于归母净利润基数较小，因此营业收入和综合毛利率的双双下滑导致归母净利润出现大幅下降。

图 9 营业收入（万元）

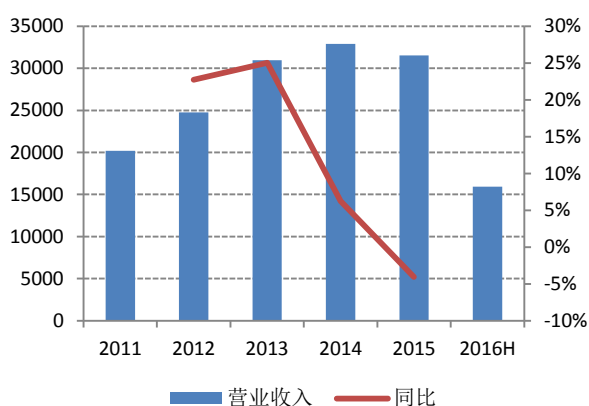
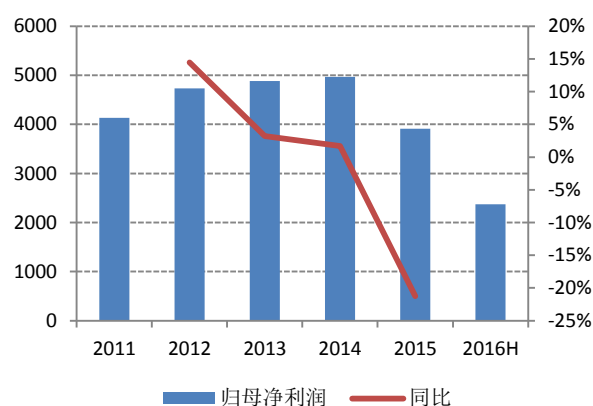


图 10 归母净利润（万元）



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

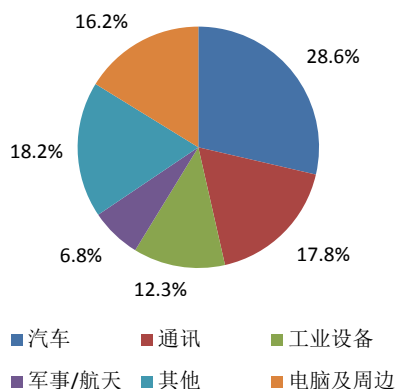
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

四、行业状况分析

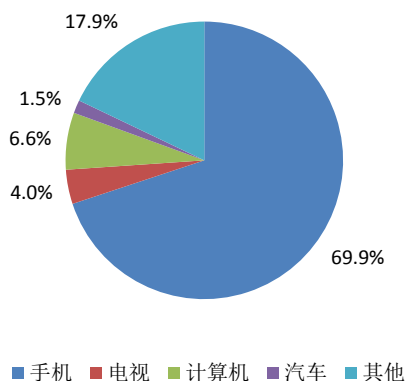
1、下游应用领域

连接器在下游的应用十分广泛，2015 年全球连接器前五（按销售额）的应用领域分别是汽车、通讯、电脑及周边、工业设备、航天/军事，前五大领域共同占据了 81.8% 的份额。公司连接器产品在汽车和手机应用领域外，具备向其他领域拓展的充足空间。

屏蔽罩的下游应用相对于连接器要更为集中，2015 年全球屏蔽罩排名首位（按需求量）的领域为手机，占比为 69.92%；排名二、三的计算机和电视占比分别仅为 6.64% 和 4.00%。

图 11 连接器下游应用领域


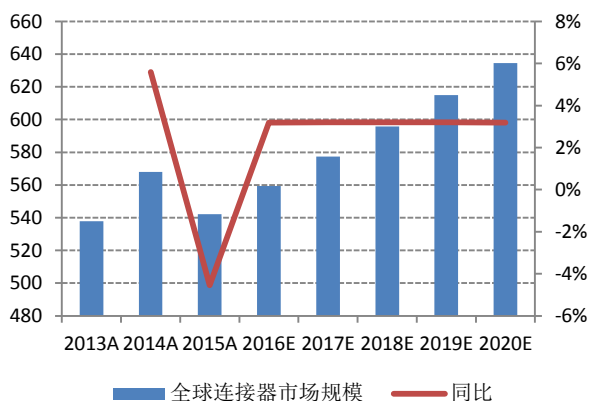
资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

图 12 屏蔽罩下游应用领域


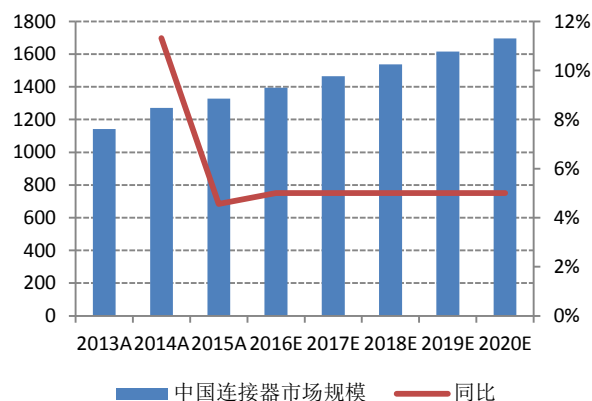
资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

2、连接器市场规模展望

2015 年全球连接器市场规模为 541.1 亿美元，预计到 2020 年市场规模将达到 634.5 亿美元，年均复合增速 3.2%。自 2010 年中国超越欧洲成为全球连接器销售额最大的区域以来，中国连接器市场规模持续稳步增长，2015 年中国连接器市场规模为 1,328.5 亿元，预计到 2020 年市场规模将达到 1,695.5 亿元，年均复合增速 5.0%，略快于全球增速。

图 13 全球连接器市场规模（亿美元）


资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

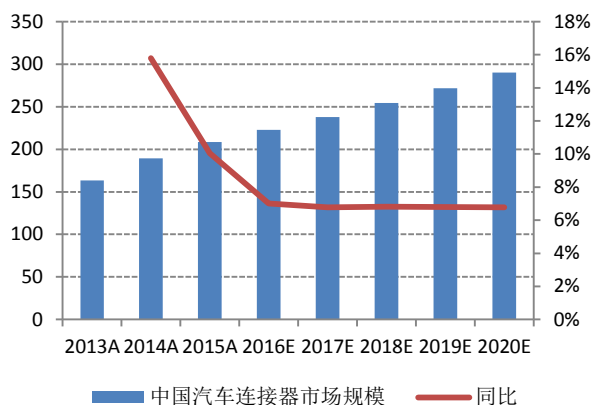
图 14 中国连接器市场规模（亿元）


资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

汽车连接器方面。2015 年中国汽车连接器市场规模为 208.3 亿元，预计到 2020 年市场规模达到 289.9 亿元，年均复合增速 6.8%。

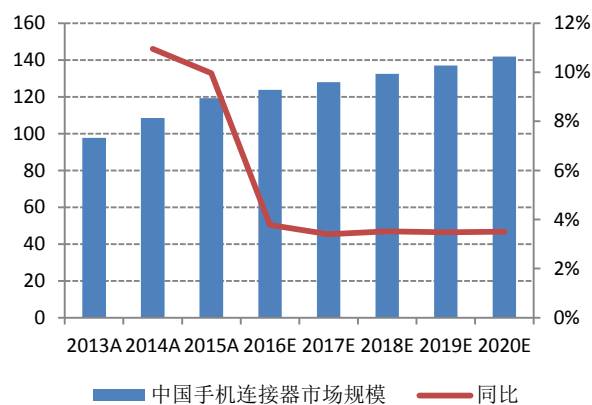
手机连机器方面。2015 年中国手机连接器市场规模为 119.2 亿元，预计到 2020 年市场规模达到 141.8 亿元，年均复合增速 3.5%。

图 15 中国汽车连接器市场规模（亿元）



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

图 16 中国手机连接器市场规模（亿元）

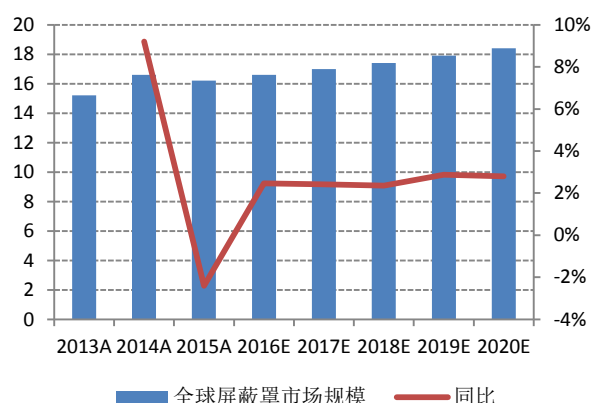


资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

3、屏蔽罩市场规模展望

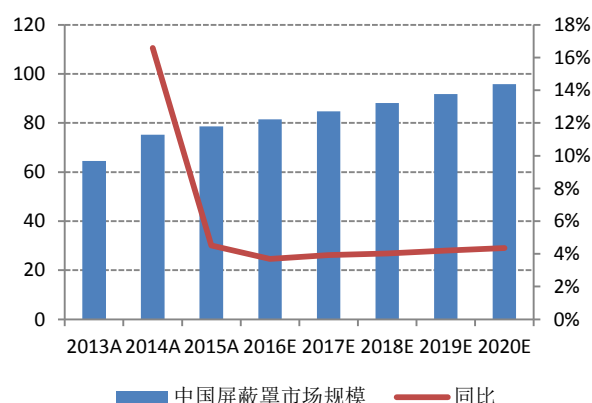
2015 年全球屏蔽罩市场规模为 16.2 亿美元，预计到 2020 年市场规模将达到 18.4 亿美元，年均复合增速 2.6%。2015 年中国屏蔽罩市场规模为 78.6 亿元，预计到 2020 年市场规模将达到 95.8 亿元，年均复合增速 4.0%，略快于全球增速。

图 17 全球屏蔽罩市场规模（亿美元）



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

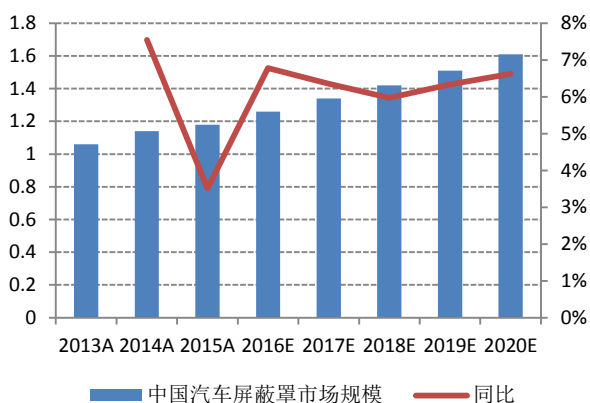
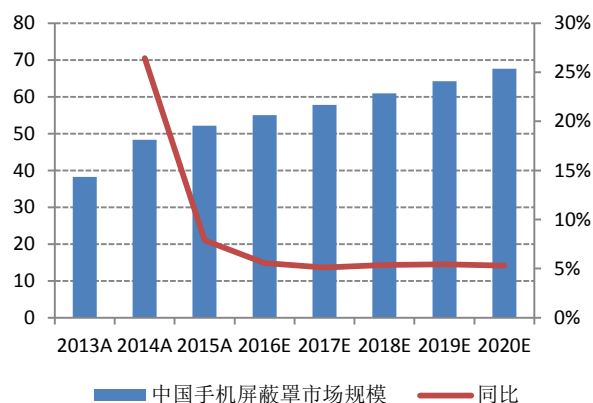
图 18 中国屏蔽罩市场规模（亿元）



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

汽车屏蔽罩方面。2015 年中国汽车屏蔽罩市场规模为 1.18 亿元，预计到 2020 年市场规模达到 1.61 亿元，年均复合增速 6.4%。

手机屏蔽罩方面。2015 年中国手机屏蔽罩市场规模为 52.1 亿元，预计到 2020 年市场规模达到 67.6 亿元，年均复合增速 5.4%。

图 19 中国汽车屏蔽罩市场规模（亿元）

图 20 中国手机屏蔽罩市场规模（亿元）


资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

无论是从市场规模还是预期增速来看，我们认为徕木股份对其四大类产品的规划布局是顺应市场发展需求的。

五、募投项目分析

徕木股份本次募集资金的投资项目已经通过董事会和股东大会的审批，并已取得政府相关部门的核准。在募集资金到位前，公司将根据项目实际进度以自筹资金先行投入，募集资金到位后置换已支付款项。若实际募集资金不能满足项目投资需要，资金缺口将由公司自筹解决。本次募集资金拟用于以下项目：

表 8 募集资金投资使用计划

序号	项目名称	项目投资	募集资金投入	建设周期	项目备案	项目环评
1	精密连接器及组件技术改造及扩产项目	22,000	16,831.88	2 年	松发改产备[2013]075 号	松环保许管[2013]1732 号
2	精密屏蔽罩及结构件技术改造及扩产项目	14,000		2 年	松发改产备[2013]074 号	松环保许管[2013]1731 号
3	企业研发中心建设项目	6,000		2 年	松发改产备[2013]073 号	松环保许管[2014]6 号
4	补充流动资金	6,000	-	-	-	-
合计		48,000	16,831.88	-	-	-

资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

精密连接器/屏蔽罩技术改造及扩产项目。公司产能持续处于饱和状态，2013~2015 年公司整体产能利用率分别为 100.15%、100.47%、98.88%，新增设备将有效提升公司供货能力，助力公司突破产能瓶颈，增强公司盈利能力和综合竞争力。项目建设期约为 24 个月，项目建成 100%达产后可大幅提高产能，预计可带来 37,494 万元新增收入（第一年达产 25%，第二年达产 75%，第三年及以后各年达产 100%），是公司 2015 年营业收入的 119%。

研发中心项目。研发中心的建设将主要针对公司现有研发中心在检测能力、试验条件等方面难以满足未来公司高端精密电子元件业务增长需求的状况,新增一批先进的检测、试验、分析、数据分析设备及软件。项目建成后将有效提升公司研发和测试水平,完善产品结构。

六、盈利预测与估值

1、盈利预测

(1) 首先我们假设: I.各核心产品 2016 年全年产能为 2016 年上半年产能的一倍; II.各核心产品 2016 年产能利用率为 2015~2016 年上半年产能利用率均值; III.各核心产品 2016 年产销率为 2015~2016 年上半年产销率均值; IV.各核心产品 2016 年全年单价等于 2016 年 6 月末单价; V.其他产品 2016 年收入为 2014~2015 年平均值。

表 9 2016 年营业收入预估

产品	产能 (万个)	产能利用率	产量 (万个)	产销率	销量 (万)	单价 (元/万个)	收入 (万元)
汽车连接器	10,000	104.49%	10,449	99.13%	10,358	15,196	15,741.03
汽车端子(汽车连接器配件)	9,500	68.00%	6,460	162.00%	10,465	2,400	2,511.65
手机连接器	22,000	79.85%	17,568	97.14%	17,064	1,620	2,764.61
汽车屏蔽罩	1,050	85.35%	896	92.12%	826	17,734	1,464.03
手机屏蔽罩	44,300	101.36%	44,901	100.94%	45,321	2,104	9,533.82
模具治具							1,892.79
非主营业务							1,748.61

资料来源:中国中投证券研究总部

我们得到公司 2016 年营业收入 35,656 万元,同比 2015 年的 31,544 万元增长 13.04%,增长主要由汽车类产品驱动。

(2) 虽然此次募投项目建设期为 24 个月,公司产能到 2019 年才能开始受益于此,但是考虑到: I.公司近年来不断增长的在建工程可持续提升产能(公司 2016 年 6 月末有 5,092 万元机器设备/专用设备在建工程); II.公司当前产能利用率和产销率还存在一定提升空间; III.公司目前体量较小,有充足增长空间。因此我们预计公司 2017、2018 年营业收入可持续保持增长,同比增速分别为 18%、23%。

(3) 我们预计公司综合毛利率水平受市场竞争日趋激烈的影响,将逐年小幅下滑,2016~2018 年公司综合毛利率分别为 37%、36%、35%。

基于以上核心假设,我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别为 35,657 万元、42,075 万元、51,752 万元;归母净利润 5,559 万元、6,598 万元、7,691 万元。2016

年公司公开发行股票成功后,公司股本将由 9,026 万增至 12,035 万,对应 2016~2018 年 EPS 分别为 0.46 元、0.55 元、0.64 元。按照公司首次公开发行 6.75 元的定价,公司发行时 2016PE 为 14.61。

2、估值

由于连接器、屏蔽罩产品应用领域较广,同行业上市公司的产品类型和应用领域与公司均存在一定差异性。当前上市公司中与徕木股份主营业务相近的公司有长盈精密、中航光电、航天电子:

表 10 产品可比公司

主营业务					
长盈精密	主要开发、生产、销售手机及无线上网卡电磁屏蔽件、手机及手机产品连接器、手机及移动通信终端金属结构(外观)件和 LED 精密封装支架等				
中航光电	主要从事电连接器、光器件和线缆组件的研制开发、生产和销售,产品主要应用在航空航天和通信设备领域				
航天电器	主要经营继电器、连接器和电机等产品的研制、生产和销售,产品主要应用于航天、航空、电子、舰船等高端领域				
2016 预测	营业收入	净利润	ROE	EPS	PE
长盈精密	574,603	66,496	16.00%	0.74	38.42
中航光电	638,722	78,126	19.08%	1.30	29.94
航天电器	225,133	27,320	12.59%	0.64	39.57
徕木股份	35,656	5,559	7.85%	0.46	-

注:2016 年预测均为万得一致预测数据

资料来源:WIND、中国中投证券研究总部

三家可比公司 2016PE 平均数为 35.98,业务可比性最强的长盈精密 2016PE 为 38.42。

我们进一步参考公司申万三级行业——电子零部件制造业的估值情况,剔除 2016PE 极值(前后三位)的公司后,可比公司 2016PE 平均数为 47.75,中位数为 42.39。

表 11 所属行业(电子零部件制造业)可比公司

2016 预测	营业收入	净利润	ROE	EPS	PE
春兴精工	319,938	28,145	12.53	0.28	36.46
星星科技	501,970	25,201	7.21	0.39	38.27
蓝思科技	1,649,833	145,343	11.87	0.67	38.32
长盈精密	574,604	66,496	16.00	0.74	38.42
立讯精密	1,262,786	122,781	18.72	0.58	39.03
航天电器	225,133	27,320	12.59	0.64	39.57
汇冠股份	198,002	16,027	10.72	0.73	42.10
拓邦股份	188,020	14,976	7.59	0.33	42.68
信维通信	267,313	55,258	29.21	0.58	44.47

英唐智控	841,600	20,709	11.09	0.19	51.58
劲胜精密	570,533	19,778	4.99	0.14	56.80
东山精密	714,712	27,729	10.36	0.31	64.73
硕贝德	181,112	11,523	18.50	0.28	67.47
和晶科技	124,880	11,456	8.10	0.71	68.62
平均数					47.75
中位数					42.39
徕木股份	35,656	5,559	7.85%	0.46	-

注：2016 年预测均为万得一致预测数据

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

依据公司上市后向可比公司估值看齐的逻辑，我们参考可比公司 2016PE 水平给予徕木股份 2016PE 区间 35~42，目标价格区间 16 ~19 元。

七、风险提示

1、产能改善不及预期风险

我们预计公司通过本次募资以及其他手段可有效提升产能，如产能改善不及预期，则公司可能持续面临产能瓶颈问题，将对公司经营产生重大不利影响。

2、收入增速与预期不符风险

我们基于有限信息对公司 2017、2018 年收入增速的预估可能与实际情况不符，实际增长率与假设之间的偏差将对盈利预测产生影响。

3、毛利率下行风险

公司毛利率水平近年来持续下行，如未来市场竞争日趋激烈，则公司毛利率面临进一步下降的可能。

4、市场估值水平波动风险

因使用可比公司进行相对估值，未来若出现板块整体估值波动，将对公司股价造成影响。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	40389.76	71512.79	64359.49	66564.04	营业收入	31543.92	35656.54	42074.72	51751.90
现金	3476.98	33124.25	18669.66	9884.18	营业成本	20424.93	22463.62	26927.82	33638.73
应收账款/票据	15499.19	17102.85	20181.36	24823.07	营业税金及附加	181.01	213.59	262.71	0.00
其它应收款	365.98	391.44	461.89	568.13	销售费用	1404.34	1781.95	2102.70	2586.32
预付账款	1567.21	1840.11	2205.79	2755.52	管理费用	3855.76	4278.78	5048.97	6210.23
存货	19480.40	19054.15	22840.79	28533.14	财务费用	1396.22	666.44	343.87	286.77
非流动资产	39003.53	32452.38	42649.68	52177.13	资产减值损失	265.59	267.73	315.92	388.58
固定资产	27044.23	24906.12	22568.02	50041.62	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	8916.58	4458.29	17435.00	0.00	营业利润	4036.94	6017.01	7121.86	8378.56
无形资产	2295.32	2186.44	2077.56	1968.68	营业外收入	461.39	474.93	474.93	474.93
资产总计	79393.29	103965.17	107009.17	118741.17	营业外支出	12.62	102.27	12.71	12.71
流动负债	30622.48	30054.83	26412.05	30319.34	利润总额	4485.72	6389.67	7584.08	8840.78
短期借款	13495.00	16297.00	10000.00	10000.00	所得税	575.54	830.66	985.93	1149.30
应付账款/票据	9810.34	12174.73	14594.22	18231.37	净利润	3910.18	5559.01	6598.15	7691.48
预收账款	9.71	37.32	44.04	54.17	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	3866.20	3135.97	3224.60	3357.83	归属母公司净利润	3910.18	5559.01	6598.15	7691.48
长期借款	2685.00	2690.00	2690.00	2690.00	EBITDA	12707.67	13831.68	14903.51	16703.11
其他	1181.20	445.97	534.60	667.83	EPS (元)	0.43	0.46	0.55	0.64
负债合计	34488.68	33190.80	29636.65	33677.16	主要财务比率				
股东权益	44904.61	70774.37	77372.53	85064.00	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
股本	9026.00	12035.00	12035.00	12035.00	成长能力				
资本公积	5764.56	23066.31	23066.31	23066.31	营业收入	31543.92	35656.54	42074.72	51751.90
留存收益	30114.05	35673.06	42271.22	49962.69	营业利润	4036.94	6017.01	7121.86	8378.56
归属母公司股东权益	44904.61	70774.37	77372.53	85064.00	归属于母公司净利润	3910.18	5559.01	6598.15	7691.48
负债和股东权益	79393.29	103965.17	107009.17	118741.17	获利能力				
现金流量表					毛利率	35.25%	37.00%	36.00%	35.00%
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	净利率	12.40%	15.59%	15.68%	14.86%
经营活动现金流	6693.52	14541.77	9532.65	8803.05	ROE	8.71%	7.85%	8.53%	9.04%
净利润	3910.18	5559.01	6598.15	7691.48	ROIC	7.75%	6.48%	7.21%	7.71%
折旧摊销	6825.73	6775.57	6975.57	7575.57	偿债能力				
利息费用	1125.99	666.44	343.87	286.77	资产负债率	0.43	0.32	0.28	0.28
资产减值损失	265.59	267.73	315.92	388.58	流动比率	1.32	2.38	2.44	2.20
营运资金变动	-5430.96	1297.98	-4647.06	-7082.74	速动比率	0.68	1.75	1.57	1.25
投资活动现金流	-10914.62	-5080.38	-17435.00	-17435.00	营运能力				
固定资产投资	-11302.11	-5143.25	-17435.00	-17435.00	总资产周转率	0.40	0.34	0.39	0.44
无形资产投资	0.00	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	2.04	2.08	2.08	2.08
其他	387.49	62.87	0.00	0.00	存货周转率	1.05	1.18	1.18	1.18
筹资活动现金流	4056.68	22502.79	-6552.24	-153.53	每股指标 (元)				
短期借款	4837.50	2802.00	-6297.00	0.00	每股收益	0.43	0.46	0.55	0.64
长期借款	-2565.85	56.48	88.63	133.23	每股经营现金流	0.74	1.21	0.79	0.73
股权筹资	0.00	20310.75	0.00	0.00	每股净资产	4.98	5.88	6.43	7.07
股利及利息	-1396.22	-666.44	-343.87	-286.77	估值比率				
现金净增加额	-164.42	31964.17	-14454.59	-8785.48	P/E	15.58	14.61	12.31	10.56
期末现金余额	1160.08	33124.25	18669.66	9884.18	P/B	1.36	1.15	1.05	0.96

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上

推 荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间

中 性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间

回 避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上

中 性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平

看 淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

卢凌熙，CFA charter pending，美利坚大学金融硕士，三年证券从业经验

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434