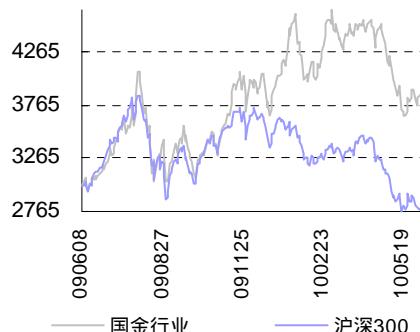


目标价格(人民币) : 9.46-11.86元

长期竞争力评级 : 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	13.99
发行 A 股数量(百万股)	40.10
总股本(百万股)	400.41
国金金属制品指数	3875.91
沪深 300 指数	2744.39
中小板指数	5709.16



公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.435	0.464	0.475	0.567	0.624
每股净资产(元)	1.35	1.68	3.38	3.95	4.57
每股经营性现金流(元)	0.29	0.44	0.48	0.54	0.64
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	10.23	21.08	21.08	21.08	21.08
净利润增长率(%)	10.00%	6.58%	13.60%	19.47%	10.12%
净资产收益率(%)	32.35%	27.62%	14.03%	14.35%	13.65%
总股本(百万股)	360.31	360.31	400.32	400.32	400.32

来源 : 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 胜利精密在七年发展过程中主要为国际品牌电视生产厂商和代工厂商提供精密平板电视结构件。凭着高端的客户和产品结构、OEM 经营模式以及较强的制造能力，公司毛利率一直领先同行企业，近三年来均在 30%以上。
- 对于平板电视机结构件供应商而言，未来市场的增长点主要来源于下游平板电视机需求的增长以及整机厂商外包比例提高。面对下游客户集中度不断提升的行业趋势，抓住大客户将是获得长期发展的有效途径。因此研发能力和客户服务能力是评判上游配件供应商竞争能力的主要标尺。
- 公司的优势契合与行业竞争要素，不仅回答了公司为何可以为高端客户提供毛利率较高的产品服务，更是公司未来能够获得持续发展的有利基础。募投项目也可以进一步提高公司现有竞争优势：
 - 突出的客户服务能力(规模大、品类全、波兰设厂)；被国际一线厂商认可的供应商资质(飞利浦、冠捷的优选供应商)；突出的研发能力(供货周期短、模组设计和制造能力强)。
 - 募投项目高端产品产能建设将能进一步优化公司产品结构，研发中心和模组中心项目将从根本上提高公司核心竞争力。
- 盈利预测：由于毛利率已达到同行中极高的水平，因竞争和原材料价格等因素，公司上市后毛利率可能很难再提高，而产能扩大后新品研发和国内市场开拓需要增加费用投入，因此净利润率可能还略有下降。预计 2-3 年内公司的业绩增速不会太快，因此虽然公司是一家优秀的企业，但成长性稍逊。预计 2010-2012 年收入分别为 11.43 亿元、13.56 亿元、15.4 亿元，对应增速 26.9%、18.7%、13.6.9%；按照发行后总股本全面摊薄 EPS 分别 0.475 元、0.567 元、0.624 元，净利润增速 13.6%、19.5%、10.1%。
- 毅昌股份和新朋股份全部或部分主营业务与胜利精密类似，作为估值参考，2010 平均动态 PE 为 27 倍。因此我们给予公司 2010 年 20-25 倍 PE，合理价格为 9.49-11.86 元；对应 2011 年 17-21 倍估值。
- 风险提示：竞争加剧和原材料价格上涨、汇兑损失、国家出口退税政策变化导致业绩增速低于预期的风险。

内容目录

王晓莹 分析师 SAC 执业编号 : S1130210040006
 (8621)61038318
 wangxiaoying@gjzq.com.cn

市场份额领先的高端平板电视机结构件供应商	3
专业化、高毛利.....	3
高管及核心骨干持有公司股权	5
平板电视结构件行业发展趋势及竞争要素	5
行业增长空间：下游需求增长+外包化趋势.....	5
结构件供应商的关键成功因素：抓住龙头客户	6
抓住龙头客户的关键：研发能力和客户服务能力	6
胜利精密竞争力分析	7
公司的优势契合行业竞争要素	7
业务结构+高效率成就公司高毛利	7
募投项目进一步提升现有竞争优势	10
盈利预测与估值.....	10
风险提示	13
附录：三张报表预测摘要	14

图表目录

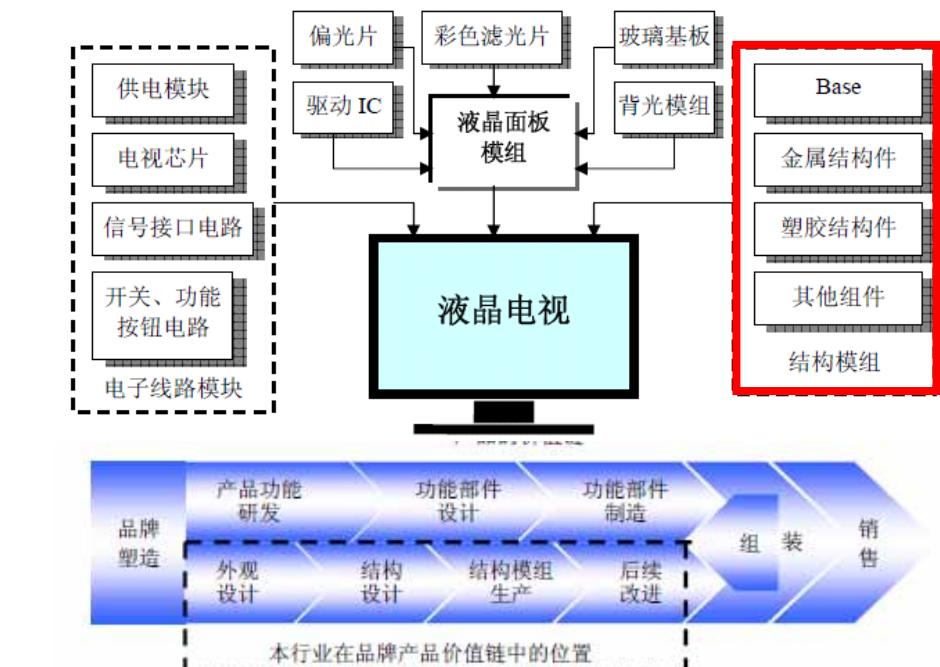
图表 1：公司在产业链中的位置示意图.....	3
图表 2：公司近三年主营业务收入结构图	3
图表 3：收入主要来自于国外市场（万元）	4
图表 4：波兰和匈牙利是主要外销地	4
图表 5：各产品毛利率均较高（%）	4
图表 6：公司主要持股人持股比例及任职情况表	5
图表 7：全球液晶电视出货量预测	6
图表 8：中国平板电视机替代 CRT 趋势仍将延续.....	6
图表 9：ODM 收入占比显著高于 OEM，并有上升趋势	8
图表 10：微笑曲线显示设计可以获取高毛利 率	8
图表 11：胜利精密与毅昌股份经营对比	8
图表 12：胜利精密人均生产效率高于毅昌股份	9
图表 13：胜利精密竞争力分析——波特五力模型	9
图表 14：募投项目一览表	10
图表 15：主要产品产能及销量预测	11
图表 16：主要产品成本预测	11
图表 17：分产品收入及毛利率预测	12
图表 18：可比公司估值比较	13

市场份额领先的高端平板电视机结构件供应商

专业化、高毛利

- 公司简介：胜利精密成立于 2003 年，主要从事精密结构模组的研发、设计、生产和后续改进等全流程服务，为平板电视整机厂商提供 22-63 英寸平板电视所需的塑胶结构件、金属结构件、Base（底座）在内的完整结构模组，处于电视机产业链的中上游（图表 1）。

图表1：公司在产业链中的位置示意图



来源：招股说明书，国金证券研究所

- 主营结构：相比于同行中不少企业都同时开展白电、汽车结构件业务，公司选择了一条专业化的道路。
- 近三年 Base（底座）、塑胶结构件和金属结构件三种产品收入占比总计在 96%以上，其中 Base 收入占比近三年来均在 50%以上，是最主要的收入来源品类（图表 2）。
- 塑胶结构件的收入占比呈逐年上升趋势，而金属结构件则呈逐年递减趋势，是由于下游平板电视替代 CRT，导致市场需求由金属结构件逐步转向塑胶结构件所致（平板电视结构模组中金属结构件用量减少，而对轻型、美观的塑胶结构件产品运用增大），因此公司及时进行产品结构调整，提高了对塑胶产品投入。

图表2：公司近三年主营业务收入结构图

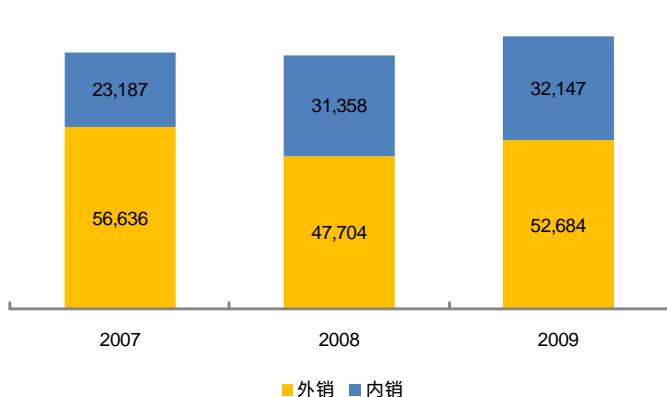
(万元)	2007		2008		2009	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
Base	42,359	53%	48,751	62%	46,897	55%
塑胶结构件	8,359	10%	14,301	18%	20,473	24%
金属结构件	26,069	33%	15,080	19%	14,273	17%
其他	3,035	4%	931	1%	3,188	4%
合计	79,823	100%	79,063	100%	84,831	100%

来源：招股说明书，国金证券研究所

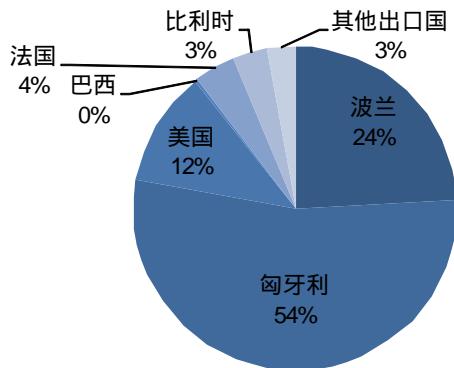
■ 行业地位：市场份额领先的高端平板电视机结构件供应商。

- 根据 DisplaySearch 的统计，2009 年全球平板电视机销量 1.6 亿台，公司的 Base、塑胶结构件和金属结构件销量分别为 723 万套、1012 万台和 2657 万台来计算，三种产品的市占率分别为 4.5%、6.3% 和 16%，是市场份额领先的平板电视机结构件供应商。
- 七年发展过程中公司主要服务于国外一流平板电视机厂商（品牌商& 代理商），因此外销收入占主营业务比重较高，2009 年达 62%（图表 3）。此外，由于公司产品主要面向高端客户，且产品和服务均得到了下游客户的认可，因此近三年来产品毛利率较高，均在 30% 以上。

图表3：收入主要来自于国外市场（万元）



图表4：波兰和匈牙利是主要外销地

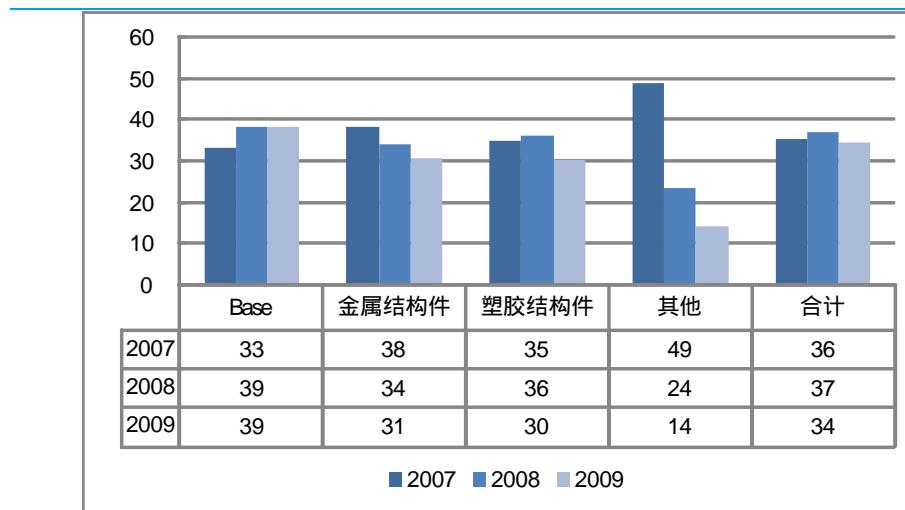


来源：国金证券研究所

■ 高毛利：公司的毛利率在 30% 以上（图表 5），业内罕见（后文详细分析）。

- 不过，09 年公司毛利率在原材料价格下降的情况下同比下降了 3 个百分点，主要是公司 09 年通过降价增强市场竞争力和继续加大塑胶结构件供货比例（毛利率相对低）所致。

图表5：各产品毛利率均较高（%）



来源：国金证券研究所

高管及核心骨干持有公司股权

- 公司实际控制人为董事长高玉根，IPO 后持股比例为 44.93%，仍对公司具有相对控制权。从持股人背景看，公司在上市前已经对高层管理者给予了相应的股权激励，相应人员的持股情况详见下表所示。

图表6：公司主要持股人持股比例及任职情况表

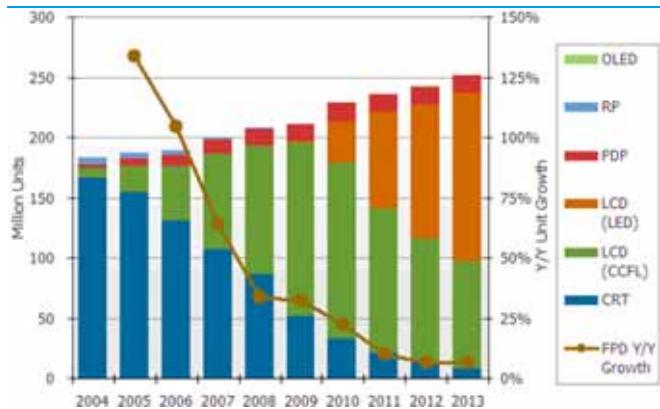
股东名称	职务	发行前股本结构		发行后股本结构	
		股数 (万股)	比例 (%)	股数 (万股)	比例 (%)
高玉根	董事长、总经理	17,989	49.93	17,989.2	44.93
陈延良	董事	3,472	9.64	3,471.6	8.67
徐家进	董事	3,472	9.64	3,471.6	8.67
陈晓明	监事	3,472	9.64	3,471.6	8.67
包燕青	董事、副总经理、董秘	1,578	4.38	1,578.0	3.94
国嘉创投	——	1,473	4.09	1,472.8	3.68
皋雪松	董事、副总经理	947	2.63	946.8	2.36
曹海峰	董事、副总经理	631	1.75	631.2	1.58
欧阳俊东	——	552	1.53	552.3	1.38
恒融创投	——	500	1.39	499.7	1.25
亿文创投	——	500	1.39	499.7	1.25
秦伟	物流总监	395	1.09	394.5	0.99
友丰创投	——	395	1.09	394.5	0.99
元风创投	——	263	0.73	263	0.66
曾如愿	胜利波兰总经理	132	0.37	131.5	0.33
胡明晶	——	105	0.29	105.2	0.26
胡丽娟	——	79	0.22	78.9	0.2
曹兴斌	——	79	0.22	78.9	0.2
本次发行社会公众股				4,010	10.01
合计		36,031	100	40,041	100

来源：招股说明书，国金证券研究所

平板电视结构件行业发展趋势及竞争要素

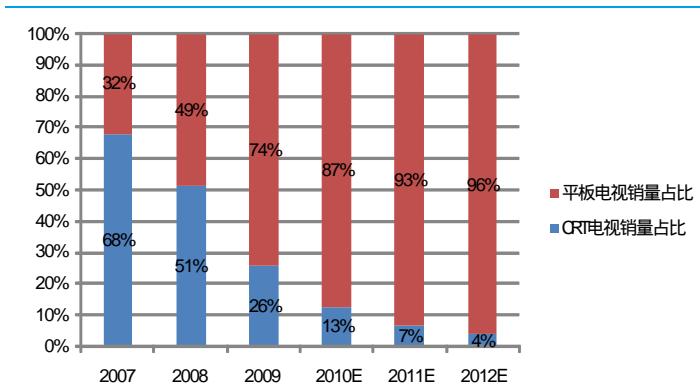
行业增长空间：下游需求增长+外包化趋势

- 全球平板电视自 2000 年进入高速成长阶段，据 Displaysearch 的统计，在液晶面板价格的下降和消费者对平板电视替代 CRT 电视的更新需求两大因素的推动下，2009 年平板电视市场表现抢眼，出货量同比增长超过 32%，并预测 2010 年 LCD 出货量达 1 亿 8 千万台，较 09 年上涨 24%。平板电视的快速发展将带动相关结构件模组的需求。

图表7：全球液晶电视出货量预测


单位：百万台

来源：DisplaySearch，中国电子视像行业协会，国金证券研究所

图表8：中国平板电视机替代CRT趋势仍将延续


- 由于未来平板电视机市场快速发展，下游电视机制造商受制于大规模新建产能对资源的占用以及建设期限较长方面的限制，将会加大对结构模组的外包比例，这样平板电视机厂商才会有更多的精力投入到提升产品性能和增加产品功能上。
- 因此对于结构模组制造商来说，所属行业未来的成长将来自于平板电视机需求增加对结构模组需求的增加和制造商上放出更多的外包订单两方面。

结构件供应商的关键成功因素：抓住龙头客户

- 对于为下游电视机整机厂商提供结构件的上游模具厂商而言，下游集中度高意味着与龙头企业合作不仅可获得长期稳定订单，还将受益于龙头电视机厂家份额提升的发展趋势：
 - 据 Display Search 数据显示，2010 年 1 季度全球液晶电视市场排名中，三星电子市占率 21.9%，位居行业第一，LG、Sony、松下、夏普的市占率分别为 14.8%、9.6%、6.7% 和 6.3%，分别位居行业第二-第五位。全球平板电视机 CR(5) 为 59%，行业集中度较高；
 - 目前国内液晶电视机主要品牌有海信、创维、TCL、康佳和长虹，这五大品牌厂商销量的市场占有率达到 64%，也达到了一个较高水平；
 - 无论是全球液晶电视市场还是国内液晶电视，均呈现出市场集中度高的特点。这些企业目前的市场势力已经明显领先于其他企业，竞争优势明显（强大的平台造就技术领先、规模成就较低成本、品牌影响力等）将使其他企业被挤出市场的可能性加大。未来下游行业集中度还将进一步提升，因此对于上游提供配件的厂商来说，争夺下游平板电视机大客户资源将是未来发展成败与否的决战点之一。

抓住龙头客户的关键：研发能力和客户服务能力

- 当前随着技术和消费的不断发展，平板电视机更新换代速度也逐步提高，因此对于下游品牌厂家而言，无论是在核心技术提高还是在外观结构创新方面都需要不断创新，以跟随市场发展步伐并通过新品推出维持企业盈利能力和市场地位。这就意味着是否具备强大的研发能力是评判企业能否抓住客户的关键点之一。
- 对于电视机整机厂家的配套结构件提供商而言，电视机的发展特点决定了结构件厂家必须具备强大的研发能力和新品推出能力，以满足下游客户的

新品需求。因此是否具有引领市场发展方向的研发能力将是争夺客户资源战的重要一环。

- 此外，由于新产品生命周期逐步缩短，如何在最短时间内实现客户的订单需求也是争夺客户资源的重点之一。

胜利精密竞争力分析

公司的优势契合行业竞争要素

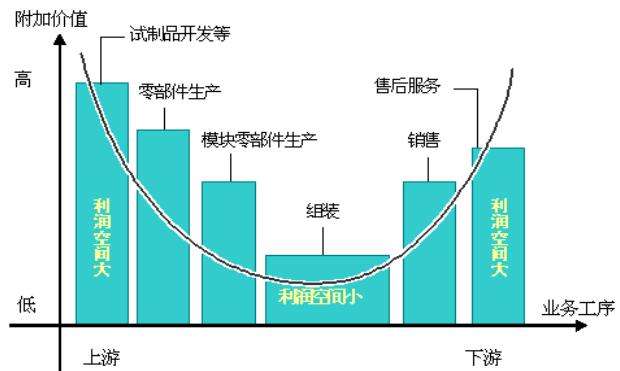
- **突出的客户服务能力**：公司不仅具有产能规模大、产品品类齐全的优势，还能够提供从设计到成品一条龙的客户服务，相比国内其他同行而言，客户服务能力突出；此外，公司 2007 年在波兰建立了分公司，建设目的一个方面是为了更好的服务在波兰建厂的电视机整机客户、尽量缩短供货周期，另一方也为节约物流成本等，选择了在下游客户工厂周围开办工厂。
- 由于近年来平板电视品牌厂商和代工厂商（包括公司主要客户飞利浦、冠捷等）为贴近终端消费市场，同时规避欧盟对进口电视机一律课征 14% 关税的竞争劣势，纷纷前往同为欧盟成员国而劳动力价格相对低廉的中、东欧国家设厂经营。
- 波兰位于欧洲中心具有得天独厚的地理位置、稳定的经济表现和优惠的投资鼓励措施，成为最适合投资的国家之一，目前波兰生产的平板电视已占据欧洲地区 2/3 的市场份额。
- **被国际一线厂商认可的供应商资质**：电视机整机厂家选择供货商有一个特点，就是需要对供货商的质量等做一个较长时期的考察，一旦考察通过，会颁发供货资质证书给供货商，双方之间建立的供货关系一般具有长期稳定性。供货商有了这个资质，一方面可以获得已有客户长期稳定的需求订单，另一方面也可以凭借这些资质去开拓更多的客户。目前公司已经获得了飞利浦和冠捷的“优选供应商”供货资质，此外还多次被冠以“优良供应商”、“最佳实践奖”、“供应商参与奖”等荣誉奖项，说明公司在行业内已经积攒了较好的供货资质，为下一步市场拓展做足了功课；
- **突出的研发能力**：公司具有研发能力突出的特点，这也是为何多年来飞利浦和冠捷都将胜利作为其最大供货商的原因之一。依托技术优势，通过与客户开展 Design-In 的设计生产合作方式，公司不仅可以提高盈利能力（相比单纯 OEM），还可以达到宣传公司综合能力以长期稳定并开拓客户的发展目的。

业务结构+高效率成就公司高毛利

- 公司业务模式以 ODM 为主，从客户提出初步产品设想开始，公司就派出技术设计人员一起进行设计与开发讨论，与客户达成共识后快速开展后续从模具设计到订单生产的批量生产过程（Design-in 模式）。这种经营模式有两个好处：一方面从微笑曲线角度看本身就比单纯做代工的模式能获得更高毛利率，另一方面还可以在行业景气度下降时通过调整产品结构来维稳毛利率。从目前公司收入结构中可见，大部分收入由高附加值的订单贡献，并且近年来这种收入比例在不断提高（图表 9）。
- 另外，公司在新品推出方面始终能够领先同行 6 个月时间，也是三年来能够保持一个较高毛利水平的主要原因。

图表9：ODM 收入占比显著高于 OEM，并有上升趋势

		收入占比		
		2007	2008	2009
OEM	按图和订单生产	38%	27%	24%
ODM	自主开发	48%	58%	59%
	个性化解决方案	14%	15%	17%
合计		100%	100%	100%

图表10：微笑曲线显示设计可以获取高毛利率


来源：招股说明书，国金证券研究所

- 公司的产品与前不久刚上市毅昌股份类似，但近三年综合毛利率却高于毅昌股份 15 个百分点左右，令人好奇。我们经过将两家公司的产品结构特点及人均效率进行的量化对比，认为胜利精密之所以在产品盈利能力方面能够显著高于毅昌股份的主要原因是“高端产品结构+高效经营效率”所致。
- 胜利精密主要服务于国外一线电视机品牌商和代工商，因此产品高端且新品推出快（对于产品盈利能力来说，恰恰是新品推出的前几个月才可以获得较高毛利率）；而毅昌股份 09 年还有部分低毛利率的 CRT 结构件产品，也相应拉低了毛利率。（图表 11）

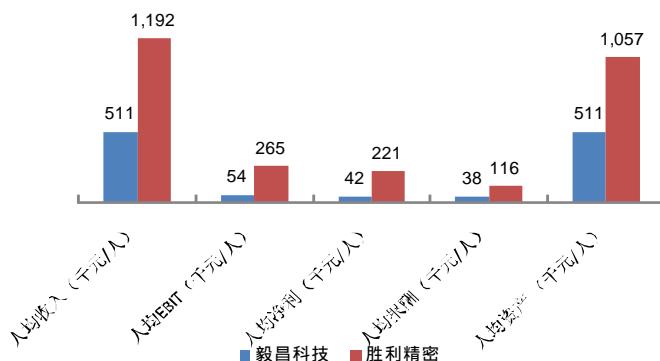
图表11：胜利精密与毅昌股份经营对比

	产品结构差异（万套）	产品毛利率差异（2009 年）	收入地区结构和客户特点
胜利精密		综合毛利率 34%，其中： ● Base39%； ● 塑胶结构件 31%； ● 金属结构件 30%	收入 62% 来自于国外市场，主要客户为飞利浦和冠捷等国际一线平板电视机厂商，专做平板电视机结构件。
毅昌股份		综合毛利率 18.4%，其中： ● CRT 电视机外观结构件 9%； ● 平板电视机外观结构件 21%； ● 其他注塑件 14.5%	主要服务于国内电视机厂商（海尔、长虹、康佳、TCL、清华同方等）

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 另外，从人均效率比较来看胜利精密明显胜过毅昌股份一筹（图表 12），这可能是由于胜利精密的信息自动化管理较早所致。

图表12：胜利精密人均生产效率高于毅昌股份



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表13：胜利精密竞争力分析——波特五力模型

竞争程度

1) 结构模组行业毛利率较低、对资本吸引力不大；
 2) 行业“马太效应”明显，只有研发能力强、资金规模大的企业才能在维持利润率的情况下发展壮大；
 3) 因此能够提供从研发、生产到后续改进全流程服务的结构模组厂商并不多；大多数企业只是简单的金属加工厂和塑胶制品厂。

产品替代

产品替代主要来自于电视机在外观或核心技术层面的更新换代导致对结构件新品的替代需求。

产品需求方

客户集中度高导致行业产品对下游议价能力不强。但由于公司研发能够满足客户的设计要求，且主要产品均为高端化产品，并且以Design-in模式介入客户产品前期开发，对下游有一定的议价能力，毛利空间相对同行业来说较高。

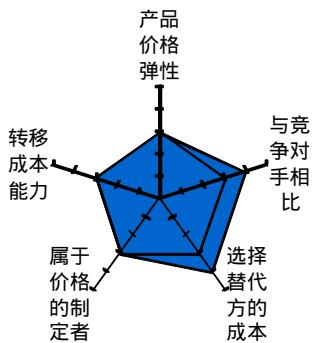
供应商

公司的主要原材料包括钢材（22%）、铝材（0.85%）、塑胶粒子（26%）、玻璃（4.8%）等；
 公司原材料主要采用随行就市价格；没有明显的原材料成本价格优势。

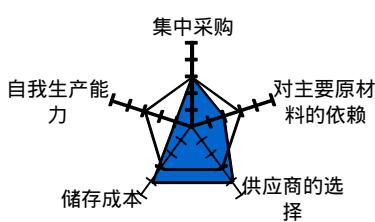
公司竞争力分析结论

1) 公司是目前国内能够提供从设计到规模化成品的平板电视机结构件领导企业；
 2) 竞争优势主要体现在三个方面：突出的客户服务能力、积累的优良供货资质以及研发能力较强；
 3) 马太效应和公司自身盈利能力强、注重研发投入将助推未来持续成长。

定价能力



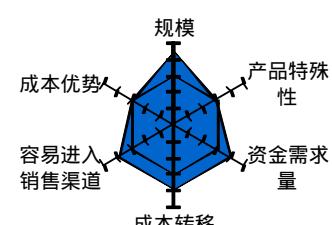
供应商



新竞争对手

结构模组行业虽然进入壁垒较低，但毛利率也较低、且马太效应明显，对资本吸引力不大：
 1. 进入全球制造商供应链的壁垒（严格考核方可拿到供货资质）；
 2. 生产规模壁垒：对精密模具设计、制造和各类型号的投入需要大量资金投入；
 3. 研发和技术壁垒：终端产品更新换代速度加快决定了结构模组服务行业具有一定的研发和技术壁垒。

新竞争对手



来源：国金证券研究所

募投项目进一步提升现有竞争优势

图表14：募投项目一览表

项目名称	总投资额 (万元)	项目作用
平板电视结构模组技术改造项目	21,580	打破产能瓶颈，预计达产后产能提高70%（招股说明书预计产能提高35%左右，因为超募，因此我们预计产能扩张幅度会更快）。
建设模具中心项目	7,500	形成年产70万套高端注塑模具的生产规模，有助于继续提高产品品质，缩短新品开发周期。
建设研发中心项目	5,000	目前公司每年能研发6个新品系列并投入批量生产，待研发中心项目建成后，将达到每年15个新产品系列的研发能力。
合计	34,080	-

来源：招股说明书，国金证券研究所

- **募投项目有效解决产能瓶颈**：公司在开拓已有业务时遇到的最大问题就是产能瓶颈问题，本次募集资金项目成功实施后，塑胶结构件和Base的产能将在原有的基础上至少提高70%，一方面有利于提高高端产品结构占比，另一方面也能更好的满足客户需求，提高公司服务能力。
- **模具和研发中心项目可使公司的制造、研发、设计、服务能力继续提升**：通过平板电视结构模组技术改造提升产品制造能力和工艺技术水平，利用研发中心和模具中心的互动运营，实现优势资源互补，有助于对公司现有全流程服务体系的改进与完善，进一步增强公司的研发实力，营业收入和利润水平将会快速增长，有效巩固公司的行业领先地位。

盈利预测与估值

关键假设

- **主要产品产能投放进度及产销率情况**：由于公司专为全球主要电视机整机厂商（包含代工商）提供结构模组配件，我们预测公司销量时一方面需要关注其相关产品产能建设情况，另一方面需要关注公司是否具备将扩产的产能全部销售出去：
 - 根据公司未来加大Base和塑胶结构件高端产品投放力度以及金属结构件逐步被替换的发展趋势，我们预计公司未来三年将加大在Base和塑胶结构件的产能扩张，产能建设进程预估见图表15；
 - 根据以上对胜利精密综合竞争能力和优势的分析对比，结合下游行业市场逐步增长和外包化比例提高，我们认为胜利精密有能力将新增产能的相关产品销售出去，因此主要产品的产销率接近公司的历史销售水平。

图表15：主要产品产能及销量预测

产品	项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Base	产能 (万套)	500	750	750	900	1062	1221
	YOY		50%	0%	20%	18%	15%
	产能利用率	108%	95%	97%	95%	95%	95%
	产量 (万套)	538	709	729	855	1009	1160
	产销率	100%	99%	99%	99%	99%	99%
	销量 (万套)	535	703	723	846	999	1149
塑胶结构件	产能 (万套)	300	690	1050	1313	1575	1811
	YOY		130%	52%	25%	20%	15%
	产能利用率	91%	94%	97%	98%	98%	98%
	产量 (万套)	274	651	1021	1286	1544	1775
	产销率	98%	99%	99%	99%	99%	99%
	销量 (万套)	269	643	1012	1273	1528	1757
金属结构件	产能 (万套)	3500	3500	3500	3500	3500	3500
	YOY		0%	0%	0%	0%	0%
	产能利用率	113%	75%	76%	75%	75%	75%
	产量 (万套)	3953	2615	2662	2625	2625	2625
	产销率	100%	100%	100%	100%	100%	100%
	销量 (万套)	3948	2613	2657	2625	2625	2625

来源：国金证券研究所

图表16：主要产品成本预测

产品	项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Base	原材料 (元/套)	38.9	32.5	29.9	32.0	33.2	33.9
	YOY		-16%	-8%	7%	4%	2%
	制造费用 (元/套)	13	8	8	8	8	7
	YOY		-35%	-2%	5%	-5%	-15%
	人工费用 (元/套)	1	2	2	2	2	2
	YOY		40%	1%	10%	5%	5%
	产品结构高端化				5%	5%	5%
塑胶结构件	单位成本 (元/套)	53	43	40	45	46	45
	原材料 (元/套)	16.8	9.0	8.9	10.1	10.6	10.8
	YOY		-47%	0%	7%	4%	2%
	制造费用 (元/套)	2	3	3	3	3	3
	YOY		35%	0%	5%	-5%	-10%
	人工费用 (元/套)	1	2	2	2	2	3
	YOY		88%	-3%	10%	5%	5%
金属结构件	产品结构高端化				5%	5%	5%
	单位成本 (元/套)	20	14	14	16	17	17
	原材料 (元/套)	3	2	2	2	2	2
	YOY		-29%	-2%	7%	4%	2%
	制造费用 (元/套)	1	1	1	1	1	1
	YOY		77%	-1%	2%	-3%	-3%
	人工费用 (元/套)	0	1	1	1	1	1
	YOY		50%	-3%	10%	5%	5%
	单位成本 (元/套)	4	4	4	4	4	4

来源：国金证券研究所

■ 成本和毛利率预测：

- 我们对每项产品的成本构成进行了分拆，依据国金证券钢铁有色组对主要原材料的价格预测，并考虑产品结构高端化（图表 16）。

- 毛利率变化：Base 和塑胶结构件属于高端产品，结合未来市场需求以及公司高端化发展战略和能力，我们认为未来公司仍将维持相关产品的高毛利。
- 公司在未来发展战略包含了向汽车和厨卫家电的产品延伸，结合目前公司市场前期开拓正处于起步期，我们预计未来三年这一块业务还不能形成规模化收入，因此在预测时将其归为“其他”中，详细收入情况见图表 17。

图表17：分产品收入及毛利率预测

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Base						
平均售价(元/件)	79.00	69.00	65.00	68.65	70.20	69.50
增长率(YOY)		-12.66%	-5.80%	5.61%	2.26%	-1.00%
销售数量(千件)	5,350.00	7,030.00	7,230.00	8,464.50	9,988.11	11,486.33
增长率(YOY)		31.40%	2.84%	17.07%	18.00%	15.00%
销售收入(百万元)	422.65	485.07	469.95	581.06	701.12	798.25
增长率(YOY)		14.77%	-3.12%	23.64%	20.66%	13.85%
毛利率	33.00%	39.00%	39.00%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利(百万元)	139.47	189.18	183.28	203.37	245.39	279.39
增长率(YOY)		35.64%	-3.12%	10.96%	20.66%	13.85%
占总销售额比重	52.63%	61.02%	52.16%	50.85%	51.70%	51.81%
占主营业务利润比重	48.77%	63.87%	63.42%	61.75%	63.11%	64.23%
塑胶结构件						
平均售价(元/件)	31.00	22.00	20.00	22.78	23.04	22.75
增长率(YOY)	1140.00%	-29.03%	-9.09%	13.91%	1.13%	-1.26%
销售数量(千件)	2,690.00	6,430.00	10,120.00	12,733.88	15,280.65	17,572.75
增长率(YOY)	3439.47%	139.03%	57.39%	25.83%	20.00%	15.00%
销售收入(百万元)	83.39	141.46	202.40	290.12	352.08	399.77
增长率(YOY)	43789.47%	69.64%	43.08%	43.34%	21.36%	13.55%
毛利率	35.00%	36.00%	30.00%	28.00%	27.00%	26.00%
毛利(百万元)	29.19	50.93	60.72	81.23	95.06	103.94
增长率(YOY)	60473.01%	74.48%	19.23%	33.78%	17.02%	9.34%
占总销售额比重	10.38%	17.79%	22.46%	25.39%	25.96%	25.95%
占主营业务利润比重	10.21%	17.19%	21.01%	24.67%	24.45%	23.89%
金属结构件						
平均售价(元/件)	7.00	6.00	5.00	5.39	5.44	5.44
增长率(YOY)		-14.29%	-16.67%	7.87%	0.92%	-0.13%
销售数量(千件)	39,480.00	26,130.00	26,570.00	26,250.00	26,250.00	26,250.00
增长率(YOY)		-33.81%	1.68%	-1.20%	0.00%	0.00%
销售收入(百万元)	276.36	156.78	132.85	141.58	142.88	142.69
增长率(YOY)		-43.27%	-15.26%	6.57%	0.92%	-0.13%
毛利率	38.00%	34.00%	31.00%	27.00%	26.00%	25.00%
毛利(百万元)	105.02	53.31	41.18	38.23	37.15	35.67
增长率(YOY)		-49.24%	-22.74%	-7.18%	-2.82%	-3.97%
占总销售额比重	34.42%	19.72%	14.74%	12.39%	10.54%	9.26%
占主营业务利润比重	36.72%	18.00%	14.25%	11.61%	9.55%	8.20%
其他(含汽车、厨卫等延伸领域)						
销售收入(百万元)	20.60	11.69	95.80	130.00	160.00	200.00
增长率(YOY)		-43.25%	719.50%	35.70%	23.08%	25.00%
毛利率	59.82%	23.83%	3.98%	5.00%	7.00%	8.00%
毛利(百万元)	12.32	2.79	3.82	6.50	11.20	16.00
增长率(YOY)		-77.39%	36.98%	70.34%	72.31%	42.86%
占总销售额比重	2.57%	1.47%	10.63%	11.38%	11.80%	12.98%
占主营业务利润比重	4.31%	0.94%	1.32%	1.97%	2.88%	3.68%
销售总收入(百万元)	803.00	795.00	901.00	1142.76	1356.08	1540.71
销售总成本(百万元)	517.00	498.81	612.00	813.43	967.28	1105.71
毛利(百万元)	286.00	296.19	289.00	329.33	388.80	435.00
平均毛利率	35.62%	37.26%	32.08%	28.82%	28.67%	28.23%

来源：国金证券研究所

盈利预测结论

- 预计公司 2010-2012 年收入分别为 11.43 亿元、13.56 亿元、15.4 亿元，对应增速 26.9%、18.7%、13.6.9%；按照发行后总股本全面摊薄 EPS 分别 0.475 元、0.567 元、0.624 元，净利润增速 13.6%、19.5%、10.1%。

估值与投资建议

- 毅昌股份和新朋股份全部或部分主营业务与胜利精密类似，作为估值参考。
- 毅昌与新朋的 2010 平均动态 PE 为 27 倍。
- 胜利精密由于毛利率已达到同行中极高的水平，因竞争和原材料价格等因素，公司上市后毛利率可能很难再提高，而产能扩大后新品研发和国内市场开拓需要增加费用投入，因此净利润率可能还略有下降。预计 2-3 年内公司的业绩增速不会太快，因此虽然公司是一家优秀的企业，但成长性稍逊。
- 因此我们给予公司 2010 年 20-25 倍 PE，合理价格为 9.49-11.86 元；对应 2011 年 17-21 倍估值。

图表18：可比公司估值比较

可比公司	可比业务单元	收盘价 (6-1)	EPS 预测			复合增速	PE		
			2010E	2011E	2012E		2010	2011	2012
毅昌股份	平板电视机外观结构件	14.76	0.46	0.63	0.85	35.7%	32	23	17
新朋股份	等离子电视散热板	18.22	0.81	1.03	1.44	33.3%	22	18	13
胜利精密			0.474	0.567	0.624	14.7%			

来源：朝阳永续（新朋股份盈利预测），国金证券研究所

风险提示

原材料价格大幅上涨和竞争加剧挤压毛利率的风险

- 公司主要原材料有钢材、塑胶粒子、铝材、玻璃等，近三年原材料成本占主营业务成本比重均在 50% 左右，因此公司毛利率对原材料价格变化较为明显，不排除未来原材料价格大幅上涨挤压公司利润空间，导致利润增长低于预期的风险。

汇兑损失超预期风险

- 与汇率变化相关的风险主要来源于两个方面，一方面公司收入中超过 60% 来自于外销收入，因此汇率变化对整体收入增速影响较大；另一方面，公司在波兰的子公司 2009 年产生了销售收入，随着未来收入规模的不断增长，对汇率的敏感度也将加大。因此在此我们需要提醒投资者关注未来人民币大幅升值导致公司收入和利润增长低于预期的风险。

国家出口退税政策变化对利润增速低于预期的风险

- 公司出口产品享受 17% 和 13% 的退税率，近三年来出口退税占当年利润总额的比例较高，分别为 44%、43% 和 36%。因此如果未来国家出口退税政策发生变化将直接影响到公司的盈利情况，公司面临着利润增速低于预期的风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	803	795	901	1,143	1,356	1,541
增长率	-0.9%	13.3%	26.9%	18.7%	13.6%	
主营业务成本	-517	-499	-612	-813	-967	-1,106
% 销售收入	64.4%	62.8%	67.9%	71.2%	71.3%	71.8%
毛利	286	296	289	329	389	435
% 销售收入	35.6%	37.2%	32.1%	28.8%	28.7%	28.2%
营业税金及附加	-4	-8	-4	-6	-7	-8
% 销售收入	0.5%	1.0%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-27	-21	-24	-30	-35	-40
% 销售收入	3.3%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用	-22	-60	-61	-80	-92	-100
% 销售收入	2.7%	7.5%	6.7%	7.0%	6.8%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	233	208	201	214	255	287
% 销售收入	29.1%	26.1%	22.3%	18.7%	18.8%	18.6%
财务费用	-6	-31	-6	9	16	19
% 销售收入	0.8%	3.9%	0.6%	-0.8%	-1.2%	-1.2%
资产减值损失	-6	1	-4	-7	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-3	1	1	1
% 税前利润	0.0%	0.0%	n.a	0.4%	0.4%	0.3%
营业利润	221	177	188	216	270	306
营业利润率	27.6%	22.3%	20.9%	18.9%	19.9%	19.8%
营业外收支	-1	4	11	8	8	8
税前利润	221	182	199	224	278	314
利润率	27.5%	22.9%	22.1%	19.6%	20.5%	20.4%
所得税	-76	-25	-31	-34	-50	-63
所得税率	34.3%	13.6%	15.5%	15.0%	18.0%	20.0%
净利润	145	157	168	191	228	251
少数股东损益	2	0	1	1	1	1
归属于母公司的净利润	143	157	167	190	227	250
净利率	17.8%	19.7%	18.6%	16.6%	16.7%	16.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	145	157	168	191	228	251
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	10	10	22	32	39	49
非经营收益	2	5	8	-5	-9	-9
营运资金变动	-36	-68	-37	-25	-41	-36
经营活动现金净流	120	104	160	193	217	255
资本开支	-69	-130	-75	-205	-101	-72
投资	-3	-2	0	-1	0	0
其他	-2	2	2	1	1	1
投资活动现金净流	-74	-130	-73	-205	-100	-71
股权募资	0	179	0	549	0	0
债权募资	20	-20	0	-2	0	1
其他	-6	-113	-57	10	0	0
筹资活动现金净流	14	45	-57	557	0	1
现金净流量	60	19	30	545	117	185

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	104	124	157	702	819	1,004
应收款项	243	211	258	298	354	404
存货	58	54	87	85	101	115
其他流动资产	17	34	27	43	51	58
流动资产	422	423	530	1,127	1,325	1,581
% 总资产	80.2%	68.2%	66.3%	71.3%	71.6%	73.9%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	98	174	224	401	465	489
% 总资产	18.6%	28.0%	28.1%	25.4%	25.1%	22.8%
无形资产	2	18	40	49	58	67
非流动资产	104	198	269	453	525	557
% 总资产	19.8%	31.8%	33.7%	28.7%	28.4%	26.1%
资产总计	526	621	799	1,581	1,849	2,138
短期借款	20	0	0	0	0	0
应付款项	200	128	157	189	225	257
其他流动负债	61	4	26	28	33	38
流动负债	281	132	183	217	258	295
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	2	2	0	0	0
负债	281	134	185	217	258	296
普通股股东权益	243	485	605	1,354	1,581	1,831
少数股东权益	2	2	8	9	10	11
负债股东权益合计	526	621	799	1,581	1,849	2,138

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.189	0.435	0.464	0.475	0.567	0.624
每股净资产	2.027	1.346	1.680	3.383	3.950	4.575
每股经营现金净流	1.003	0.290	0.445	0.482	0.541	0.637
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	58.65%	32.35%	27.62%	14.03%	14.35%	13.65%
总资产收益率	27.10%	25.27%	20.94%	12.02%	12.27%	11.69%
投入资本收益率	57.76%	36.89%	27.60%	13.33%	13.12%	12.46%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	-0.90%	13.25%	26.86%	18.67%	13.62%
EBIT增长率	N/A	-10.91%	-3.54%	6.69%	19.00%	12.78%
净利润增长率	N/A	10.00%	6.58%	13.60%	19.47%	10.12%
总资产增长率	N/A	17.95%	28.65%	97.88%	17.01%	15.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	52.3	99.1	90.9	91.0	91.0	91.0
存货周转天数	20.4	40.9	42.1	40.0	40.0	40.0
应付账款周转天数	65.9	109.8	76.0	75.0	75.0	75.0
固定资产周转天数	25.0	69.0	78.3	101.9	108.4	108.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.37%	-25.40%	-25.60%	-51.52%	-51.47%	-54.44%
EBIT利息保障倍数	36.9	6.6	35.4	-24.1	-16.2	-15.2
资产负债率	53.40%	21.53%	23.16%	13.73%	13.95%	13.83%

定价区间的说明：

上市定价：预期该股票上市当日均价区间；
目标价格：预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间；
询价价格：建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%；
持有：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%；
卖出：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：200011
地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层

北京

电话：(8610)-66215599-8832
传真：(8610)-61038200
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115
传真：(86755)-61038200
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室