

胜利精密 (002426.SZ)

金属制品行业

评级：买入 上调评级

业绩点评

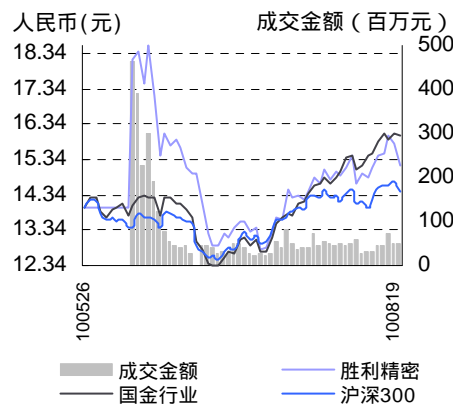
市价(人民币)：15.15元

市场开拓短期增收不增利，看好明后年

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	32.08
总市值(百万元)	6,066.21
年内股价最高最低(元)	18.57/12.82
沪深 300 指数	2898.33
中小板指数	6256.18



相关报告

1. 《市场份额领先的高端平板电视结构件供应商》，2010.6.7

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

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	0.474	0.629	0.789
每股净资产(元)	1.35	1.68	3.38	4.01	4.80
每股经营性现金流(元)	0.29	0.44	0.44	0.55	0.70
市盈率(倍)	N/A	N/A	31.97	24.07	19.19
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%	13.44%	32.80%	25.45%
净资产收益率(%)	32.35%	27.62%	14.01%	15.69%	16.44%
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

业绩简评

- 胜利精密上半年收入 5.7 亿、同比增长 73%；净利润 0.9 亿元，同比增长 0.6%，EPS0.22 元。
- 公司预计 1-9 月净利润同比增长在-20%到 10%之间。

经营分析

- 上半年收入增长未转变为净利润增长，主要系降价争取新客户的策略奏效：公司过去固守在飞利浦、冠捷为主的老客户上，08、09 年收入增长缓慢；以上市（今年月底）为契机，公司开始大力拓展业务。按招股说明书中披露的募投项目及超募情况看，公司今明两年产能增长较快，因此今年的要务便是开拓客户。结合新增产能的投放时间，上半年公司的经营重心放在了采用降价策略来迅速扩大客户群上（打入日系客户群，如夏普）。从半年报中可以看出这一策略的成效和代价——上半年收入增速达 73%，但毛利率在降价策略、原材料成本和制造人员工资上涨的三因素下同比下降 11 个百分点，导致净利润同比基本无增长。
- 下半年起盈利水平或有改善：根据电话调研，公司的策略是一旦新客户认可其产品，会通过推出更高附加值的新产策略使毛利率得到回升，因此我们判断公司产品价格的大幅下降属于短期行为。下半年起随着新增客户逐渐认可其产品进而与其建立起稳固供货关系，公司的盈利水平将有所改善。
- 公司质地较好，明后年业绩增长有望提速：公司的电视机结构件模具设计制造能力已具世界级水平，保证了产品盈利能力较高；电视机外观结构件的外包趋势明显、市场空间较大，客户群打开后公司的市场份额还将提升；我们认为公司明后年业绩增长有望提速。

盈利调整和投资建议

- 我们上调公司收入及明后年 EPS：收入分别为 12.4、15.8、19.7 亿元，增速 37.6%、27.2%、24.8%；EPS 分别为 0.474、0.629、0.789 元，增速 13.4%、32.8%、25.5%。
- 目前股价对应 32X10PE、24X11 年 PE，我们认为短期已经合理、6-12 个月公司估值在 2010 年 25-28X11PE 较为合理，即 15.7-17.6 元，相对目前股价有 4%-16%的空间；基于此，我们上调为“买入”评级。

图表1：分地区收入及增速（百万元）

	1H09	1H10	YOY
中国	118	214	81%
匈牙利	110	139	27%
波兰	40	118	195%
美国	35	14	-61%
其他	20	48	139%

来源：国金证券研究所

图表2：分季度收入及增速（百万）

	2009	2010	YOY
1Q	154	235	53%
2Q	174	333	91%

图表3：分产品收入及毛利率变化情况

分产品	收入（百万元）			毛利率		点评
	1H09	1H10	YOY	1H10	同比变化（百分点）	
金属结构件	62	123	97%	28%	-6	去年同期基数低导致上半年收入增速明显
BASE	193	250	29%	31%	-11	
塑胶结构件	100	159	59%	24%	-10	塑胶结构件中低毛利率产品的销售比例上升所致
其他	7	2	-70%	42%	26	

来源：国金证券研究所

图表4：利润表的分项变化及点评

	1H09	2H09	同比变化（个百分点）	点评
营业收入(百万元)	328	573	73%	积极开展新客户、开发新产品，销售规模扩大
-营业成本	62%	72%	10.7	
=毛利	38%	28%	-10.7	为开拓市场采取的价格策略，以及原材料涨价导致毛利率同比和环比有下降
-营业税金及附加	0%	0%	-0.3	
-销售费用	2%	3%	0.5	配合市场开拓因此销售费用同比增加大于收入增速
-管理费用	8%	6%	-1.5	公司上半年技术开发投入较去年同期有所增加、管理人员公司上升等导致管理费用同比增长 39%，但这一增速小于收入增速
-财务费用	3%	-1%	0.8	记账本位币相对于结算货币汇率波动导致汇兑损失增加
-资产减值损失	-1%	1%	1.7	应收账款和存货增加，导致坏账准备和存货跌价准备增加
+公允价值变动损益	0%	0%	0.3	购买的商业银行远期结汇合约公允价值增加
+投资收益	0%	-1%	0.8	
+营业外收支	3%	0%	-1.5	向玉树地震灾区捐款导致营业外支出增加
=利润总额	29%	18%	-12.3	如上所示
-所得税费用	4%	3%	-2.1	
-少数股东损益	0	0%	0.0	
=归属于母公司所有者净利润	24%	15%	-10.2	如上所示

来源：国金证券研究所

图表5：分产品销售预测表

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
Base (底座)						
平均售价 (元/件)	79.00	69.00	65.00	66.60	69.13	69.50
增长率 (YOY)		-12.66%	-5.80%	2.46%	3.80%	0.53%
销售数量 (千件)	5,350.00	7,030.00	7,230.00	8,817.19	11,021.48	13,776.86
增长率 (YOY)		31.40%	2.84%	21.95%	25.00%	25.00%
销售收入 (百万元)	422.65	485.07	469.95	587.21	761.94	957.43
增长率 (YOY)		14.77%	-3.12%	24.95%	29.76%	25.66%
毛利率	33.00%	39.00%	39.00%	33.00%	34.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	283.18	295.89	286.67	393.43	502.88	622.33
增长率 (YOY)		4.49%	-3.12%	37.24%	27.82%	23.75%
毛利 (百万元)	139.47	189.18	183.28	193.78	259.06	335.10
增长率 (YOY)		35.64%	-3.12%	5.73%	33.69%	29.35%
占总销售额比重	52.63%	61.02%	52.16%	47.36%	48.29%	48.62%
占主营业务利润比重	48.77%	63.87%	63.42%	57.32%	58.77%	59.84%
塑胶结构件						
平均售价 (元/件)	31.00	22.00	20.00	22.17	22.73	22.75
增长率 (YOY)	1140.00%	-29.03%	-9.09%	10.84%	2.54%	0.09%
销售数量 (千件)	2,690.00	6,430.00	10,120.00	15,280.65	19,864.85	25,824.30
增长率 (YOY)	3439.47%	139.03%	57.39%	50.99%	30.00%	30.00%
销售收入 (百万元)	83.39	141.46	202.40	338.73	451.52	587.49
增长率 (YOY)	43789.47%	69.64%	43.08%	67.36%	33.30%	30.12%
毛利率	35.00%	36.00%	30.00%	26.00%	26.00%	26.00%
销售成本 (百万元)	54.20	90.53	141.68	250.66	334.12	434.75
增长率 (YOY)	38121.00%	67.03%	56.49%	76.92%	33.30%	30.12%
毛利 (百万元)	29.19	50.93	60.72	88.07	117.39	152.75
增长率 (YOY)	60473.01%	74.48%	19.23%	45.04%	33.30%	30.12%
占总销售额比重	10.38%	17.79%	22.46%	27.32%	28.62%	29.83%
占主营业务利润比重	10.21%	17.19%	21.01%	26.05%	26.63%	27.28%
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	34,125.00	37,537.50	41,291.25
增长率 (YOY)		-33.81%	1.68%	28.43%	10.00%	10.00%
销售收入 (百万元)	276.36	156.78	132.85	184.05	204.32	224.45
增长率 (YOY)		-43.27%	-15.26%	38.54%	11.01%	9.85%
毛利率	38.00%	34.00%	31.00%	27.00%	26.00%	25.00%
销售成本 (百万元)	171.34	103.47	91.67	134.36	151.20	168.34
增长率 (YOY)		-39.61%	-11.41%	46.57%	12.53%	11.34%
毛利 (百万元)	105.02	53.31	41.18	49.69	53.12	56.11
增长率 (YOY)		-49.24%	-22.74%	20.66%	6.90%	5.63%
占总销售额比重	34.42%	19.72%	14.74%	14.84%	12.95%	11.40%
占主营业务利润比重	36.72%	18.00%	14.25%	14.70%	12.05%	10.02%
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%
销售成本 (百万元)	8.28	8.90	91.98	123.50	148.80	184.00
增长率 (YOY)		7.57%	933.03%	34.26%	20.49%	23.66%
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%	10.48%	10.14%	10.16%
占主营业务利润比重	4.31%	0.94%	1.32%	1.92%	2.54%	2.86%
销售总收入 (百万元)	803.00	795.00	901.00	1239.99	1577.77	1969.37
销售总成本 (百万元)	517.00	498.81	612.00	901.94	1137.00	1409.41
毛利 (百万元)	286.00	296.19	289.00	338.04	440.78	559.96
平均毛利率	35.62%	37.26%	32.08%	27.26%	27.94%	28.43%

来源：国金证券研究所

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	1,240	1,578	1,969
增长率		-0.9%	13.3%	37.6%	27.2%	24.8%
主营业务成本	-517	-499	-612	-902	-1,137	-1,409
% 销售收入	64.4%	62.8%	67.9%	72.7%	72.1%	71.6%
毛利	286	296	289	338	441	560
% 销售收入	35.6%	37.2%	32.1%	27.3%	27.9%	28.4%
营业税金及附加	-4	-8	-4	-6	-8	-10
% 销售收入	0.5%	1.0%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-27	-21	-24	-32	-41	-51
% 销售收入	3.3%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用	-22	-60	-61	-81	-98	-118
% 销售收入	2.7%	7.5%	6.7%	6.5%	6.2%	6.0%
息税前利润 (EBIT)	233	208	201	219	294	381
% 销售收入	29.1%	26.1%	22.3%	17.7%	18.6%	19.3%
财务费用	-6	-31	-6	4	7	9
% 销售收入	0.8%	3.9%	0.6%	-0.3%	-0.5%	-0.5%
资产减值损失	-6	1	-4	-8	-2	-2
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%	0.3%	0.3%
营业利润	221	177	188	216	300	388
营业利润率	27.6%	22.3%	20.9%	17.4%	19.0%	19.7%
营业外收支	-1	4	11	8	8	8
税前利润	221	182	199	224	308	396
利润率	27.5%	22.9%	22.1%	18.1%	19.5%	20.1%
所得税	-76	-25	-31	-34	-56	-79
所得税率	34.3%	13.6%	15.5%	15.0%	18.0%	20.0%
净利润	145	157	168	191	253	317
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	252	316
净利率	17.8%	19.7%	18.6%	15.3%	16.0%	16.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	145	157	168	191	253	317
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	10	10	22	33	39	50
非经营收益	2	5	8	-5	-9	-9
营运资金变动	-36	-68	-37	-42	-65	-76
经营活动现金净流	120	104	160	177	218	282
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	529	118	212

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	104	124	157	686	804	1,016
应收款项	243	211	258	323	412	517
存货	58	54	87	94	118	147
其他流动资产	17	34	27	47	59	73
流动资产	422	423	530	1,150	1,394	1,753
% 总资产	80.2%	68.2%	66.3%	71.7%	72.7%	75.9%
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%	25.0%	24.2%	21.1%
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%	28.3%	27.3%	24.1%
资产总计	526	621	799	1,603	1,919	2,310
短期借款	20	0	0	0	0	0
应付款项	200	128	157	209	264	328
其他流动负债	61	4	26	30	39	48
流动负债	281	132	183	240	303	376
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	240	303	377
普通股股东权益	243	485	605	1,354	1,606	1,922
少数股东权益	2	2	8	9	10	11
负债股东权益合计	526	621	799	1,603	1,919	2,310

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	1.189	0.435	0.464	0.474	0.629	0.789
每股净资产	2.027	1.346	1.680	3.383	4.012	4.801
每股经营现金净流	1.003	0.290	0.445	0.441	0.545	0.705
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%	14.01%	15.69%	16.44%
总资产收益率	27.10%	25.27%	20.94%	11.83%	13.13%	13.68%
投入资本收益率	57.76%	36.89%	27.60%	13.65%	14.92%	15.75%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	-0.90%	13.25%	37.65%	27.24%	24.82%
EBIT增长率	N/A	-10.91%	-3.54%	9.23%	34.26%	29.49%
净利润增长率	N/A	10.00%	6.58%	13.44%	32.80%	25.45%
总资产增长率	N/A	17.95%	28.65%	100.72%	19.69%	20.37%
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	93.9	93.2	84.6
偿债能力						
净负债/股东权益	-34.37%	-25.40%	-25.60%	-50.33%	-49.78%	-52.53%
EBIT利息保障倍数	36.9	6.6	35.4	-52.0	-39.5	-42.0
资产负债率	53.40%	21.53%	23.16%	14.96%	15.78%	16.31%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	3.00	3.00	3.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出

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方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：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**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