

胜利精密 (002426.SZ) 金属制品行业

评级：买入 维持评级

公司点评

王晓莹

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

对外投资点评：战略部署比短期业绩更重要

事件

胜利精密 24 日公告：董事会通过公司使用超募资金用于投资以下三个项目：1、出资建设青岛飞拓电器有限公司；2、合资成立苏州胜禹新型材料科技有限公司；3、投资广州市型腔模具制造有限公司部分股权项目，有关各项目的的基本情况简介详见表 1。

评论

三个项目的设立意味着公司开启了产业链向上游延伸以及多元化发展之路：1) 青岛飞拓电器股份有限公司的设立主要用于扩大现有产品的产能，验证了此前“超募资金可能会用于扩产”的判断。2) 新型材料公司的设立主要是提供现有产品所需的金属及塑料等原材料，在此项目投产运营之前，公司必须外购原材料进行生产；此外公司给新型材料项目的定位是不仅满足于对内配套原材料的供给，达产后一半的产量将用于出售。3) 压铸项目主要是为进军汽车领域而设立的，这一项目的开启表明公司在拓展汽车领域方面有了实实在在的行动。

目前正处于市场开拓期，战略部署比短期业绩更加重要：结合上周公司中报中披露的上半年经营情况，以及近期发布的三个新建项目，我们认为公司正处于市场开拓期。在此期间，一方面出于获得客户资源以及快速打开市场的考虑，公司降价以吸引新客户；另一方面固定资产投入带来摊销费用的提高，从而影响到短期业绩的表现。但我们认为市场开拓期公司的发展战略部署比短期业绩更加重要，而本次用超募资金向上游延伸以及开拓汽车新领域就足以说明公司战略思路清晰，知道该怎样更好的去实现自己的发展目标。对于企业自身来说，长远合理的发展战略比短期业绩表现更加重要。

公司质地较好，明后年业绩增长有望提速：1) 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；2) 电视机外观结构件的外包趋势明显、市场空间较大，客户群打开及产能扩大后公司的市场份额还将提升；3) 进军汽车配件市场更进一步，期待后续在此领域的更大作为。我们认为公司明后年业绩增长有望提速。

投资建议

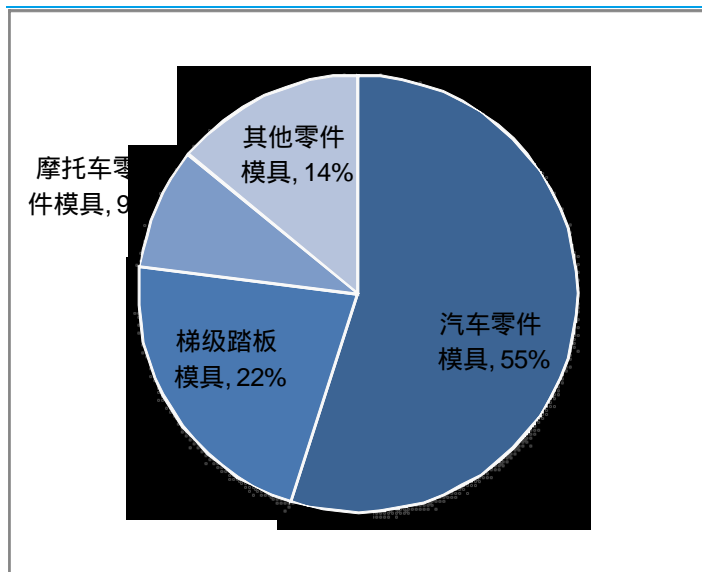
维持中报点评对未来三年收入及 EPS 的预测：2010-2012 年收入分别为 12.4、15.8 和 19.7 亿元，增速分别为 37.6%、27.2%和 24.8%；EPS 分别为 0.474、0.629 和 0.789 元，增速分别为 13.4%、32.8%和 25.5%。6-12 个月估值在 25X10PE/28X11PE 较为合理，目标价位区间为 15.7-17.6，维持“买入”评级。

图表1：本次对外投资项目的情况简介及投资意义

项目名称	项目内容	项目意义								
出资建设青岛飞拓电器有限公司	<div>√ 全资子公司，注册资本 2000 万，投资总额 4000 万；</div> <table><tr><td>扩产品种</td><td>达产后年产能</td></tr><tr><td>注塑件</td><td>100 万个/年</td></tr><tr><td>BASE 组装</td><td>150 万套</td></tr><tr><td>冲压件</td><td>70 万个/套</td></tr></table>	扩产品种	达产后年产能	注塑件	100 万个/年	BASE 组装	150 万套	冲压件	70 万个/套	<div>√ 扩大生产规模及市占率；</div> <div>√ 选址青岛是为更好贴近客户发挥服务优势</div>
扩产品种	达产后年产能									
注塑件	100 万个/年									
BASE 组装	150 万套									
冲压件	70 万个/套									
合资成立苏州胜禹新型材料科技有限公司	<div>√ 注册资本 3000 万，投资总额 9000 万；</div> <div>√ 胜利精密出资 2400 万（80%股权）、王韩希出资 600 万（20%股权）；合资公司经增资后的注册资本可达到 9,000 万元。当合资公司注册资本增资达到 9000 万元时，合资双方的出资比例为胜利精密 60% 即 5,400 万元，王韩希 40% 即 3,600 万元。</div>	<div>√ 主要从事涂层新型复合材料的生产、金属材料中钢铁薄板（厚度在 4 毫米以下）及铝合金板（厚度在 2 毫米以下）的套裁加工、配送业务；</div> <div>√ 本项目建设期及达产的时间合计 2 年，项目投产后，复合材料月产能 4,000 吨，年加工配送量为项目投产后，复合材料月产能 4,000 吨，年加工配送量为 100000 吨。</div> <div>√ 该项目的实施是公司产品链向上游材料方面的延伸，公司主要产品之一的金属结构件的主要材料大部分可由该项目提供，项目的实施将进一步扩大公司生产规模，降低产品成本，增加收益。</div>								
投资广州市型腔模具制造有限公司部分股权项目	<div>√ 广型模具目前注册资本为 1,050 万元人民币，拟增加至 1,400 万元人民币。公司拟以 2,000 万元人民币认购广型模具本次增加的注册资本 350 万元人民币，认购金额超过增资部分的款项 1,650 万元人民币计入广型模具的资本公积。</div> <div>√ 本次增资完成后，公司将持有广型模具 25% 的股权。</div>	<div>√ 广型模具具有多年的压铸模具专业生产经验、拥有稳定的高端客户群体，其 2009 年 69% 的模具销售是销往汽车行业，其主要客户有乔治费歇尔汽车产品有限公司、英国 JVM 公司、法国 RENCAS ALLINGES SAS 公司、以色列 TADIR-GAN 公司、江西昌河铃木有限公司、长安铃木有限公司等。</div> <div>√ 借助广型模具的压铸模具优势及与汽车行业的业务关系优势，合作建设压铸件生产企业，将压铸件业务伸入到汽车行业，进而带动冲压件、注塑件进入汽车行业；拓展本公司的模具领域、获得投资收益。</div>								

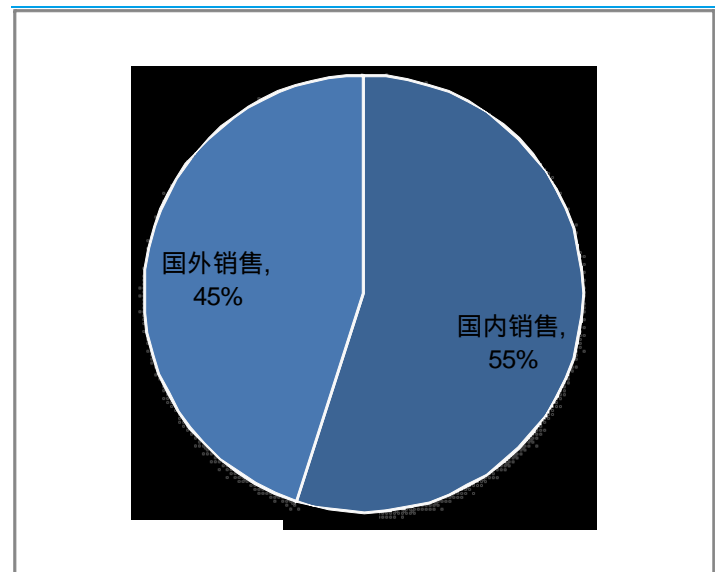
来源：国金证券研究所

图表2：广州型腔模具制造有限公司的产品结构



来源：公司网站，国金证券研究所

图表3：广州型腔模具制造有限公司的收入结构



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

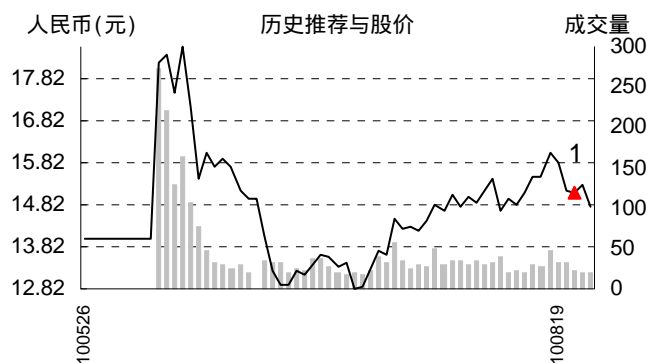
比率分析

	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%

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-08-23	买入	15.11	15.70 ~ 17.60

来源：国金证券研究所


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