

其他电子器件Ⅲ

署名人: 李超

S0960210070012

021-62178345

lichao@cjis.cn

得润电子

002055

推荐

DDR 与 CPU 项目逐步量产、盈利能力出现拐点

公司非公开增发申请获得证监会核准。随着与泰科电子合作的笔记本 DDR 和 CPU 连接器量产, 公司业绩有望开始加速。

投资要点:

- **传统家电行业连接器有望稳定增长。**公司传统产品主要是广泛用于彩电、冰箱、空调、洗衣机等家电行业的线束和连接器。公司通过与康佳、海尔、长虹等家电巨头组建合资公司建立起了长期战略合作关系。目前这块业务订单比较稳定, 增长主要来自新产品和新客户的开发。
- **DDR 连接器产能年内有望翻倍, 成为短期业绩增长的主要动力。**目前公司 DDR 产能在 500 万件/月左右, 出货量维持在 400-500 万件/月。由于该项目是非公开增发募投项目, 我们分析公司拿到证监会批文后如果近期能顺利增发, 二季度产能可以达到 800 万件/月、最大可以满足 1000 万件/月的出货量要求。最近几年, 全球笔记本电脑销售增长强劲, 以平均每台笔记本电脑用 2 只 DDR 连接器计算, 2009 年的市场需求量即高达 3.6 亿颗、平均 3000 万只/月。目前全球 DDR 连接器主要生产厂商有富士康和泰科, 公司 DDR 这块业务主要是为泰科代工, 我们分析下游需求不是问题。
- **CPU 连接器估计年内可以量产, 成为业绩快速增长的另一推力。**同样作为非公开增发募投项目、以及为泰科代工的另一重要产品, 目前用于 Intel 公司新一代笔记本 CPU 的 Socket-rPGA989 连接器还未实现量产, 月出货不足 50 万只。我们分析随着工艺的的稳定以及资金的到位, 产能有望达到 200 万只/月。目前, rPGA989 接口的 CPU 年出货量接近 1.8 亿只, 预计 2015 年市场规模可以达到 4 亿只, 未来 3~5 年将保持高速增长。目前, rPGA989 连接器的供货商主要是泰科电子和富士康, 因此我们对下游需求同样持乐观态度。
- **LED 与汽车连接器项目仍在培育中, 是未来增长的希望所在。**LED 连接器目前开始小批量供货, 汽车连接器与线束也打入了奇瑞、江淮汽车的供应链, 这两个项目目前仍在投入和培育过程中。
- **首次给予“推荐”评级, 目标价格 31.5 元。**我们预测公司 2010-2012 年净利润分别为 6000 万、1.27 亿和 2.15 亿, 年均增长 90%, 每股收益分别为 0.34、0.62 和 1.05 元(考虑增发股本)。首次给予“推荐”评级, 6-12 个月目标价 31.5 元/股、对应 2012 年 30 倍 PE。

风险提示: 增发进程缓慢、下游需求低于预期、原材料价格大幅上涨

6-12 个月目标价: 31.5 元

当前股价: 24.78 元

评级调整: 首次

基本资料

上证综合指数	2791.34
总股本(百万)	175
流通股本(百万)	171
流通市值(亿)	43
EPS (TTM)	0.26
每股净资产(元)	2.02
资产负债率	64.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
得润电子	-14.93	56.33	99.60
上证综合指数	-3.26	-1.18	15.40



相关报告

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	654	994	1433	1931
同比(%)	-10%	52%	44%	35%
归属母公司净利润(百万元)	32	60	127	215
同比(%)	19%	89%	113%	69%
毛利率(%)	18.6%	16.5%	17.2%	18.6%
ROE(%)	9.8%	15.9%	11.9%	17.3%
每股收益(元)	0.24	0.34	0.62	1.05
P/E	105.30	72.40	39.85	23.60
P/B	13.39	11.49	4.05	3.49
EV/EBITDA	59	38	21	13

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

一、非公开增发募集资金主要投向高端项目

根据 2010 年 5 月份公布的《2010 年度非公开发行股票预案》，公司拟非公开发行不超过 4000 万股股票，发行价格不低于定价基准日前二十个交易日股票交易均价的百分之九十，即 15.03 元/股。计划募集资金 5.7 亿左右投资 CPU、DDR、LED、汽车连接器以及研发中心五个项目。

2009 年度利润分配方案实施后，本次发行数量的上限调整为 5200 万股，发行底价调整为 11.53 元/股。公司的非公开增发申请于 2010 年 11 月 24 日通过了证监会发审委的审核，于 2011 年 1 月 13 日通过证监会的核准。

表 1: 公司非公开增发募投项目及投资回报预测

项目名称	投资总额 (万)	建设周期 (年)	产能 (万只/月)	营业收入 (万元)	利润总额 (万元)	净利润 (万元)
CPU 连接器产品建设项目	14983	2	200	29000	5358	4018
DDR 存储器插座生产技术改造项目	13424	2	800	26892	5036	3777
LED 连接器项目	8800	2	20000	12600	2972	2229
汽车连接器及线束项目	15500	2	2.5	32100	5554	4721
研发中心建设项目	4500	2	--	--	--	--
合计	57207	--	21003	100592	18920	14745

资料来源: 公司公告

二、营业收入和盈利能力出现向上拐点

公司 2010 年上半年营业收入 4.1 亿元、同比增长 64%，营业利润 1565 万元、同比增长 30.7%，净利润 1166 万元、同比增长 53.3%。由于铜价上涨及石油价格波动导致公司主要原材料价格上升，毛利率同比减少了 3.6 个百分点，影响了公司的盈利能力。净利润同比增加较快主要是公司于 2009 年 8 月购买了合肥得润电子 25% 的少数股东权益、达到持股 100% 的缘故。

2010 年三季度受 DDR 连接器开始上量供货影响，营业收入 2.36 亿、同比增长 28.8%，营业利润 2645 万、同比增长 80%，净利润 2010 万、同比增长 82.2%。毛利率高达 21.3%、环比提升 6.3 个百分点，创下近年来的最好盈利水平。

图 1: 公司营业收入

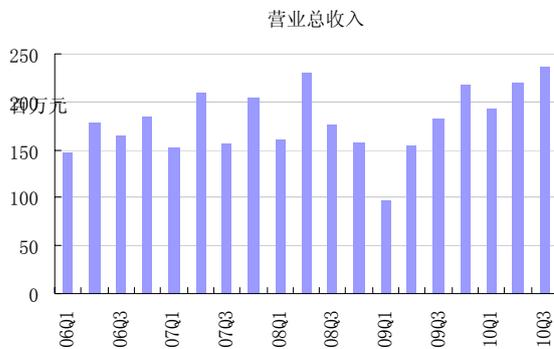
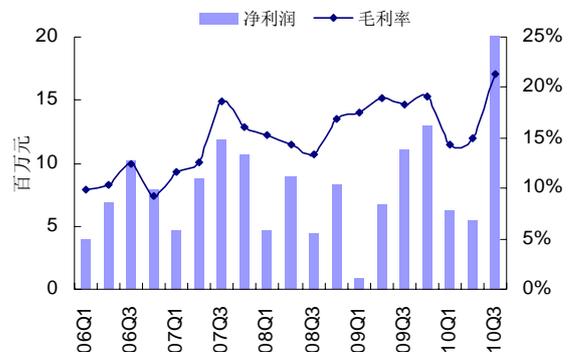


图 2: 公司净利润与毛利率变化



资料来源: 公司报表

三、行业估值水平比较

目前 A 股还有其他 4 家主要的连接器类上市公司：主要从事消费电子领域中电脑和手机连接器的立讯精密、长盈精密，还有侧重于军用连接器的航天电器和中航光电。目前这四个股票的估值中枢对应 2011 年 EPS 为 36 倍。

表 2：A 股连接器类公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 2011/1/14	EPS				P/E			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
300115.SZ	长盈精密	57.24	0.63	1.11	1.58	2.42	90.8	51.8	36.2	23.7
002475.SZ	立讯精密	49.00	0.49	0.69	1.00	1.37	100.7	70.7	49.2	35.9
002179.SZ	中航光电	17.63	0.30	0.39	0.49	0.63	58.3	45.2	36.1	28.0
002025.SZ	航天电器	12.12	0.30	0.38	0.49	0.62	40.4	31.6	24.9	19.7
中值							74.6	48.5	36.2	25.9
均值							72.5	49.8	36.6	26.8

资料来源： Wind

附：财务预测表

单位：百万元

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	690	746	1151	1299	营业收入	654	994	1433	1931
现金	125	150	293	150	营业成本	532	830	1186	1572
应收账款	224	240	346	466	营业税金及附加	2	3	4	6
其它应收款	5	0	0	0	营业费用	13	15	16	18
预付账款	15	42	59	79	管理费用	54	60	66	72
存货	116	166	237	314	财务费用	11	11	2	-3
其他	205	149	215	290	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	305	268	506	709	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	265	236	478	684	营业利润	39	75	158	266
无形资产	29	28	27	25	营业外收入	5	0	0	0
其他	11	4	1	-0	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	995	1014	1657	2008	利润总额	43	75	158	266
流动负债	593	564	515	693	所得税	12	15	32	53
短期借款	226	192	0	25	净利润	31	60	127	215
应付账款	189	166	237	314	少数股东损益	-1	0	0	0
其他	178	206	277	354	归属母公司净利润	32	60	127	215
非流动负债	49	43	43	43	EBITDA	76	120	212	350
长期借款	43	43	43	43	EPS (元)	0.24	0.34	0.62	1.05
其他	6	0	0	0					
负债合计	642	608	558	737	主要财务比率				
少数股东权益	30	30	30	30	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	134	175	205	205	成长能力				
资本公积	21	21	573	573	营业收入	-9.8%	52.0%	44.2%	34.8%
留存收益	168	181	290	460	营业利润	18.6%	90.8%	111.2%	68.6%
归属母公司股东权益	323	377	1069	1241	归属于母公司净利润	19.4%	89.1%	112.9%	68.9%
负债和股东权益	995	1014	1657	2008	获利能力				
					毛利率	18.6%	16.5%	17.2%	18.6%
					净利率	4.8%	6.0%	8.9%	11.1%
					ROE	9.8%	15.9%	11.9%	17.3%
					ROIC	7.2%	13.9%	15.1%	17.7%
					偿债能力				
					资产负债率	64.5%	59.9%	33.7%	36.7%
					净负债比率	42.01	38.79%	7.78%	9.23%
					流动比率	1.16	1.32	2.24	1.87
					速动比率	0.97	1.03	1.78	1.42
					营运能力				
					总资产周转率	0.72	0.99	1.07	1.05
					应收账款周转率	3	4	5	5
					应付账款周转率	3.50	4.68	5.88	5.70
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.24	0.34	0.62	1.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.44	0.37	0.94
					每股净资产(最新摊薄)	1.85	2.16	6.12	7.11
					估值比率				
					P/E	105.30	72.40	39.85	23.60
					P/B	13.39	11.49	4.05	3.49
					EV/EBITDA	59	38	21	13

资料来源：公司报表，中投证券研究所预测

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 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市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李超, 电子行业分析师, 南京大学管理学硕士, 拥有大型合资通信设备公司多年实业经验。

2008.7-2010.10 任中投证券研究所交通运输行业分析师, 先后挖掘了铁龙物流、现代投资、楚天高速、澳洋顺昌等个股的投资机会, 获今日投资 2009 年“交通运输行业最佳分析师入围奖”。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。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, 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和信息, 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。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434