

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

业绩符合预期、盈利拐点显现

公司公布 2010 年报: 营业收入 9.73 亿, 同比增长 48.9%; 营业利润 7804 万, 同比增长 99.3%; 净利润 6051 万, 同比增长 91.5%。基本每股收益 0.35 元, 全面摊薄每股收益 0.30 元, 业绩符合预期。分红方案: 拟每 10 股派发现金 0.5 元 (含税)。

投资要点:

- **受益下游需求恢复和高端产品逐步量产, 公司盈利能力创近年最好。** 2010 年受益于高端连接器的逐步量产, 以及经济的好转, 家电下乡、以旧换新政策的刺激, 公司营业收入增加了 3.19 亿, 各大客户的销售量均有不同程度的上升, 其中: DDR 项目新增收入 6430 万, 合肥得润开发格力合肥客户、新增收入 2050 万, TCL 客户开发量产、新增收入 1125 万; 此外, 康佳集团因销量上升、增加收入 3434 万, 合肥美菱销售收入增加 823 万, 青岛、合肥、重庆海尔因销量上升, 增加青岛海润和合肥得润收入 1.28 亿。同时公司整体毛利率也稳中有升, 从去年的 18.64% 提高到 18.82%; 公司盈利能力创下近年最好。在各控股子公司中, 全资子公司合肥得润电子表现最为突出, 共实现净利润 2437 万, 同比增长 87.2%, 贡献了合并利润表的 40.3%。
- **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, 预计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。
- **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。** 作为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 50 万只左右。我们分析随着工艺的稳定以及资金的到位, 产能有望达到 200 万只/月。
- **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。
- **维持“推荐”评级, 目标价格 33.6 元。** 我们的预测, 公司 2011-2013 年净利润分别为 1.25 亿、2.28 亿和 2.86 亿, 年均增长 67.4%, 每股收益分别为 0.62、1.12 和 1.41 元 (考虑增发摊薄)。维持“推荐”评级, 6-12 个月目标价 33.6 元/股、对应 2012 年 30 倍 PE。

风险提示: 募投项目风险、下游需求低于预期、原材料价格大幅上涨

6-12 个月目标价: 33.60 元

当前股价: 22.57 元

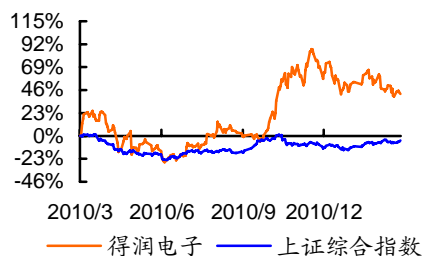
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2977.81
总股本(百万)	203
流通股本(百万)	171
流通市值(亿)	39
EPS (TTM)	0.35
每股净资产(元)	1.74
资产负债率	64.5%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
得润电子	-10.76	-9.72	42.22
上证综合指数	3.45	5.03	0.00



相关报告

《得润电子-非公开增发顺利完成、夯实未来增长基础》2011-3-10

《得润电子-DDR 与 CPU 项目逐步量产、盈利能力出现拐点》2011-1-17

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	973	1410	2024	2434
同比(%)	49%	45%	44%	20%
归属母公司净利润(百万元)	61	125	228	286
同比(%)	91%	107%	82%	25%
毛利率(%)	18.8%	17.3%	18.6%	18.8%
ROE(%)	16.0%	11.6%	17.9%	19.2%
每股收益(元)	0.35	0.62	1.12	1.41
P/E	65.12	36.58	20.12	16.05
P/B	12.13	4.24	3.60	3.08
EV/EBITDA	37	23	13	11

资料来源: 公司报表、中投证券研究所预测

一、营业收入和利润连续两个季度创近年新高

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。

2010 年四季度公司收入和盈利能力继续环比改善，创下近年来的最好盈利水平。四季度营业收入 3.23 亿，同比增长 48.3%，营业利润 3594 万、同比增长 188%，净利润 2875 万、同比增长 122%。毛利率高达 22.2%、环比继续提升 0.91 个百分点。

图 1：公司营业收入

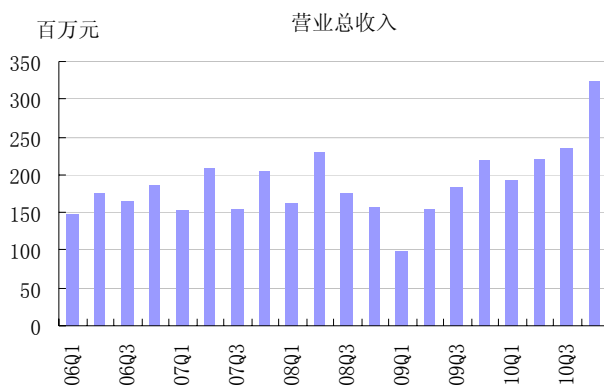
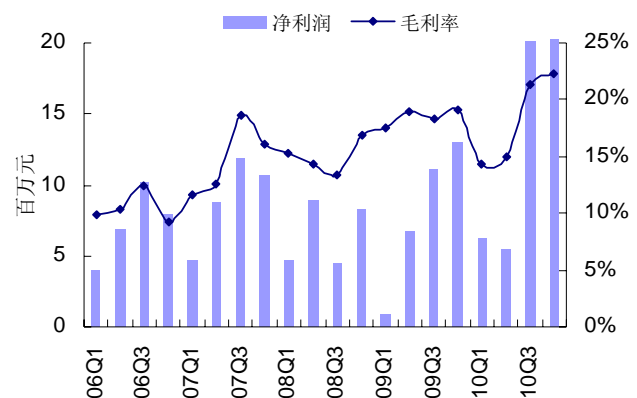


图 2：公司净利润与毛利率变化



资料来源：公司报表

二、公司有望完成向高端连接器制造商的转型

公司此前通过非公开增发募集的 5.7 亿元资金主要投向 CPU、DDR、LED、汽车连接器以及研发中心五个项目。

根据公司公布的预测，这些项目达产后可新增营业收入 10 亿元、新增净利润 1.47 亿元；这一预测是公司 2010 年营业收入的 2 倍、净利润的 3 倍左右。公司有望完成从传统家电连接器向高端连接器的转型。

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

表 2: 公司非公开增发对象及股份配售情况

发行对象	配售数量(股)	发行对象	配售数量(股)
天津证大金牛股权投资基金合伙企业	2,857,143	江苏瑞华投资发展有限公司	3,018,571
易方达基金管理有限公司	6,076,190	兴业全球基金管理有限公司	9,837,333
五矿投资发展有限责任公司	3,583,333	华夏基金管理有限公司	3,198,858
合计: 28,571,428			

资料来源: 公司公告

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 37-38 倍、对应 2012 年 EPS 为 25-28 倍左右。

表 3: A 股连接器类公司估值比较

股票代码	公司名称	股价 2011/03/28	EPS				P/E			
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
300115.SZ	长盈精密	58.45	0.63	1.11	1.62	2.37	92.7	52.9	36.1	24.7
002475.SZ	立讯精密	45.18	0.49	0.69	1.22	1.73	92.8	65.2	37.0	26.1
002179.SZ	中航光电	25.28	0.30	0.39	0.49	0.63	83.6	64.9	51.8	40.2
002025.SZ	航天电器	13.79	0.30	0.38	0.49	0.62	46.0	35.9	28.4	22.4
中值							88.2	58.9	36.6	25.4
均值							78.8	54.7	38.3	28.3

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1015	1127	1354	1597	营业收入	973	1410	2024	2434
现金	137	283	150	150	营业成本	790	1166	1648	1977
应收账款	340	340	488	587	营业税金及附加	2	4	5	6
其它应收款	5	0	0	0	营业费用	18	19	21	22
预付账款	20	58	82	99	管理费用	59	61	65	69
存货	216	233	330	395	财务费用	22	11	1	4
其他	298	212	304	365	资产减值损失	4	0	0	0
非流动资产	386	580	788	878	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	331	534	745	839	营业利润	78	151	285	357
无形资产	39	38	36	35	营业外收入	3	6	0	0
其他	16	9	6	4	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	1402	1707	2141	2475	利润总额	78	157	285	357
流动负债	897	506	751	867	所得税	19	31	57	71
短期借款	382	0	52	36	净利润	59	125	228	286
应付账款	278	233	330	395	少数股东损益	-1	0	0	0
其他	237	273	370	435	归属母公司净利润	61	125	228	286
非流动负债	92	83	83	83	EBITDA	135	214	368	470
长期借款	83	83	83	83	EPS (元)	0.35	0.62	1.12	1.41
其他	9	0	0	0					
负债合计	989	589	834	950	主要财务比率				
少数股东权益	35	35	35	35	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	175	203	203	203	成长能力				
资本公积	22	572	572	572	营业收入	48.9%	44.9%	43.5%	20.2%
留存收益	181	307	497	714	营业利润	99.3%	93.1%	89.1%	25.3%
归属母公司股东权益	378	1082	1273	1490	归属于母公司净利润	91.5%	107.1%	81.8%	25.3%
负债和股东权益	1402	1707	2141	2475	获利能力				
					毛利率	18.8%	17.3%	18.6%	18.8%
					净利率	6.2%	8.9%	11.3%	11.7%
					ROE	16.0%	11.6%	17.9%	19.2%
					ROIC	10.2%	14.0%	17.6%	19.3%
					偿债能力				
					资产负债率	70.5%	34.5%	38.9%	38.4%
					净负债比率	47.04	14.08%	16.18	12.54%
					流动比率	1.13	2.22	1.80	1.84
					速动比率	0.89	1.76	1.36	1.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.81	0.91	1.05	1.05
					应收账款周转率	3	4	5	4
					应付账款周转率	3.39	4.57	5.86	5.45
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.35	0.62	1.12	1.41
					每股经营现金流(最新摊薄)	-0.28	1.04	0.71	1.42
					每股净资产(最新摊薄)	1.86	5.33	6.26	7.33
					估值比率				
					P/E	65.12	36.58	20.12	16.05
					P/B	12.13	4.24	3.60	3.08
					EV/EBITDA	37	23	13	11

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、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”、朝阳永续 2010 年“行业研究领先奖”。

免责条款

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