

胜利精密 (002426.SZ)

金属制品行业

评级: 持有 维持评级

业绩点评

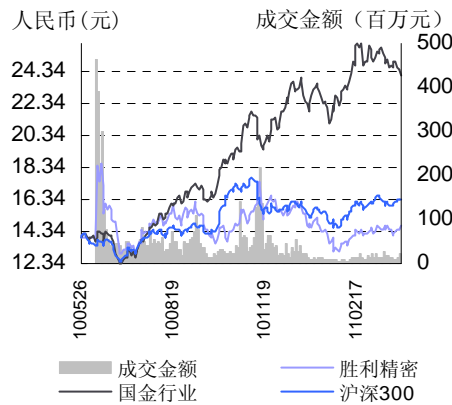
市价(人民币): 14.65元

业绩低于预期, 维持“持有”评级

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)	40.10
总市值(百万元)	5,866.01
年内股价最高最低(元)	18.57/12.82
沪深 300 指数	3264.93
中小板指数	7412.24



公司基本情况(人民币)

项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.464	0.347	0.515	0.639	0.767
每股净资产(元)	1.68	3.17	3.94	4.58	5.35
每股经营性现金流(元)	0.44	-0.06	0.39	0.60	0.68
市盈率(倍)	N/A	0.00	27.71	22.34	0.00
行业优化市盈率(倍)	21.08	21.08	21.08	21.08	21.08
净利润增长率(%)	6.58%	-16.90%	4.29%	24.04%	20.01%
净资产收益率(%)	27.62%	13.06%	13.06%	13.94%	0.00%
总股本(百万股)	360.31	400.41	400.41	400.41	400.41

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 胜利精密 2010 年实现营业收入 13.1 亿, 同比增长 45%, 归属于母公司净利润为 1.4 亿, 同比下滑 16%, 对应 EPS 为 0.36 元。

经营分析

- 下游电视机行业产量增长+公司市场开拓策略有效是收入大幅增长的主要原因: 统计局口径 2010 年彩电累计产量 11938 万台(增长 12.9%); 产业在线口径 2010 年彩电累计产量为 10645 万台(增长 21%)。公司收入增长高于下游行业增长的主要原因在于一方面产能大幅增长; 另一方面 2010 年发展重心在于销量和新客户(已为海尔、海信、联想、夏普等国内外新增客户批量供货), 利润率居次要地位, 因此主动让利给下游客户, 收获了市场份额的增长。
- 净利率下降主要由于销售策略、原材料成本压力、期间费用率大幅增长所致: 除上述主动让利谋求份额的销售策略之外, 净利率的下降还与以下因素有关——①镀锌钢板、铝型材和塑料粒子的平均采购价格分别较 09 年增长 10%、26%和 9%; ②2010 年电视机企业几乎全年处于由外资品牌发起的价格战环境中, 为了保证自身盈利能力, 一定程度上压制了上游配件供应商的盈利空间; ③为了配合开拓客户策略, 2010 年销售费用率上升 1 个百分点, 此外, 汇兑损失还导致财务费用率上升一个百分点。最终导致毛利率下滑 8.8 个百分点, 净利率下滑 7.9 个百分点。
- 2011 年预计还将保持“增收不增利”, 公司收入增长目标为 35%、净利润同比持平或略有增长: 公司正处于市场开拓期, 出于获得客户资源以及快速打开市场的考虑, 让利销售行为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, 从超募资金向上游延伸以及开拓汽车新领域用途上就足以说明公司本身很清楚自己的定位, 以及知道怎样更好的去实现自己的发展目标。2011 年经营方面或有以下计划: ①缩小客户服务半径, 缩短响应时间, 提高自身综合竞争力, 将在主要市场及客户周边布局设厂(2010 年胜利波兰已经贡献净利润, 2011 年有可能在巴西考察设厂); ②继续开发优质客户, 争取成为索尼的供应商; ③加强成本及费用控制, 开展周例会检讨与费用指标的逐月考核制度。

相关报告

- 《开拓市场+产业链盈利低谷制约业绩提升》, 2010.11.12
- 《对外投资点评: 战略部署比短期业绩更重要》, 2010.8.26
- 《市场开拓短期增收不增利, 看好明年》, 2010.8.23

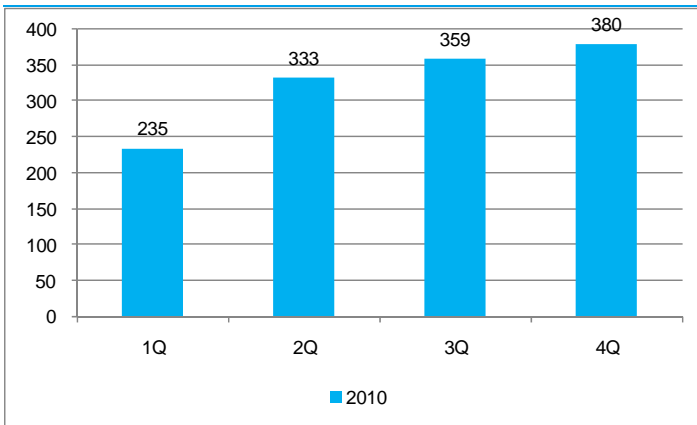
王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130511030019
(8621)61038318
wangxiaoying@gjzq.com.cn

苏青青 联系人
(8621)61357504
suqq@gjzq.com.cn

盈利预测、估值和投资建议

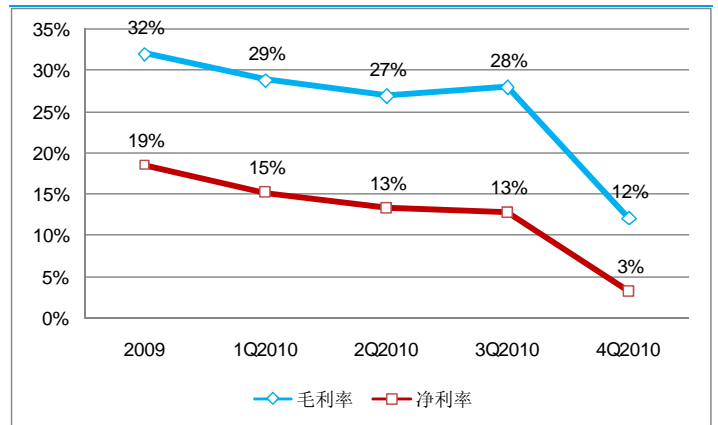
- 预计 2011-2012 年收入分别为 17.54 亿、22.53 亿和 28.3 亿，同比增速分别为 34.3%、28.4%和 25.6%；归属母公司净利润分别为 2.06 亿、2.56 亿和 3.07 亿，同比增速分别为 4.29%、24.04%和 20.01%，对应 EPS 分别为 0.515 元、0.639 元和 0.767 元。
- 目前股价对应 28X11PE/23X12PE，结合收入和净利润增长情况看，我们认为估值水平短期内基本合理，维持“持有”评级。

图表1: 分季度收入图 (百万元)

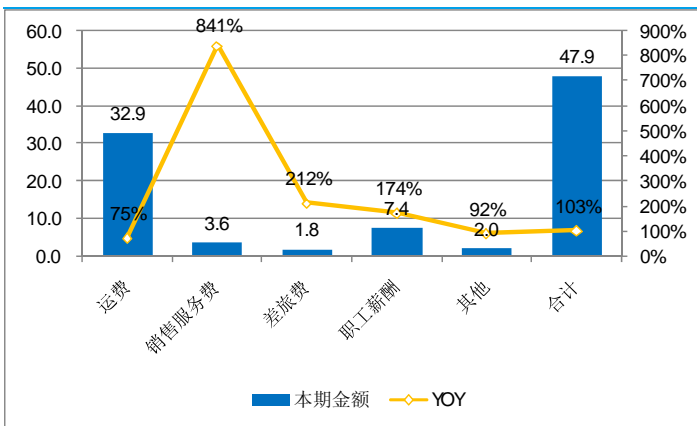


来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表2: 盈利能力呈下滑趋势



图表3: 销售费用结构及各项同比增长对比图 (百万元)



来源: 公司财报, 国金证券研究所

图表4: 分产品及分地区收入变化表 (百万元)

产品类别	收入	YOY	毛利率	增减 (百分点)
金属结构件	146.2	2%	29%	-1.8
BASE	616.1	31%	27%	-12.1
塑胶结构件	435.6	113%	21%	-9.8
分地区	收入	YOY	占比	占比增减
国内	341.2	83%	26%	4.4
国外	956.5	44%	74%	-4.34

图表5: 利润表分项变化及说明

	2009	1H10	3Q10	2010	2010VS.2009 变化 (百分点)	点评
营业收入(百万元)	901	568	927	1307	45%	电视机行业产量同比增长 13%、公司积极拓展下游客户
-营业成本	67.9%	72.3%	72.2%	76.7%	8.8	原材料价格同比增长+主动让利谋求市场份额增长
=毛利	32.1%	27.7%	27.8%	23.3%	-8.8	
-营业税金及附加	0.4%	0.1%	0.1%	0.1%	-0.4	
-销售费用	2.6%	2.4%	3.5%	3.7%	1.0	苏州以外运输费用大幅增加
-管理费用	6.7%	6.1%	7.2%	6.4%	-0.3	
-财务费用	0.6%	4.0%	1.3%	1.3%	0.7	汇兑损失增加
-资产减值损失	0.5%	1.1%	1.6%	1.1%	0.6	
+公允价值变动损益	0.0%	0.3%	0.2%	0.4%	0.4	
+投资收益	-0.3%	0.8%	0.7%	0.7%	1.1	
+营业外收支	1.2%	1.4%	1.1%	0.8%	-0.3	
=利润总额	22.1%	16.5%	16.1%	12.7%	-9.3	
-所得税费用	3.4%	2.2%	2.3%	1.9%	-1.6	
-少数股东损益	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%	0.1	
=归属于母公司所有者净利润	18.6%	14.1%	13.6%	10.6%	-7.9	增收不增利, 2011 年还可能持续

来源: 国金证券研究所

图表6: 三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	795	901	1,307	1,754	2,253	2,830	货币资金	124	157	564	717	919	1,000
增长率		13.3%	45.0%	34.3%	28.4%	25.6%	应收款项	211	258	438	463	589	740
主营业务成本	-499	-612	-1,002	-1,322	-1,730	-2,187	存货	54	87	202	167	213	270
% 销售收入	62.8%	67.9%	76.7%	75.3%	76.8%	77.3%	其他流动资产	34	27	76	68	89	112
毛利	296	289	304	432	524	642	流动资产	423	530	1,280	1,415	1,810	2,121
% 销售收入	37.2%	32.1%	23.3%	24.7%	23.2%	22.7%	% 总资产	68.2%	66.3%	73.6%	73.2%	78.1%	76.5%
营业税金及附加	-8	-4	-1	-9	-11	-14	长期投资	0	0	20	0	0	0
% 销售收入	1.0%	0.4%	0.1%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	174	224	385	458	438	574
营业费用	-21	-24	-48	-79	-90	-110	% 总资产	28.0%	28.1%	22.1%	23.7%	18.9%	20.7%
% 销售收入	2.6%	2.6%	3.7%	4.5%	4.0%	3.9%	无形资产	18	40	49	58	67	75
管理费用	-60	-61	-84	-123	-149	-187	非流动资产	198	269	459	518	507	651
% 销售收入	7.5%	6.7%	6.4%	7.0%	6.6%	6.6%	% 总资产	31.8%	33.7%	26.4%	26.8%	21.9%	23.5%
息税前利润 (EBIT)	208	201	171	222	274	331	资产总计	621	799	1,738	1,933	2,317	2,772
% 销售收入	26.1%	22.3%	13.1%	12.7%	12.1%	11.7%	短期借款	0	0	113	0	0	6
财务费用	-31	-6	-17	9	17	20	应付款项	128	157	357	330	433	547
% 销售收入	3.9%	0.6%	1.3%	-0.5%	-0.7%	-0.7%	其他流动负债	4	26	24	76	100	127
资产减值损失	1	-4	-14	-1	-1	-1	流动负债	132	183	494	406	534	680
公允价值变动收益	0	0	6	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	1	3
投资收益	0	-3	10	3	3	3	其他长期负债	2	2	1	0	0	0
% 税前利润	0.0%	n.a	5.9%	1.2%	1.0%	0.8%	负债	134	185	495	406	535	683
营业利润	177	188	155	233	292	352	普通股股东权益	485	605	1,270	1,518	1,772	2,078
营业利润率	22.3%	20.9%	11.9%	13.3%	13.0%	12.5%	少数股东权益	2	8	23	9	10	10
营业外收支	4	11	11	8	8	8	负债股东权益合计	621	799	1,787	1,933	2,317	2,772
税前利润	182	199	166	241	300	360	比率分析						
利润率	22.9%	22.1%	12.7%	13.7%	13.3%	12.7%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-25	-31	-24	-36	-45	-54	每股指标						
所得税率	13.6%	15.5%	14.6%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.435	0.464	0.347	0.510	0.636	0.764
净利润	157	168	142	205	255	306	每股净资产	1.346	1.680	3.171	3.791	4.427	5.190
少数股东损益	0	1	3	1	1	1	每股经营现金净流	0.290	0.445	-0.059	0.408	0.599	0.680
归属于母公司的净利润	157	167	139	204	255	306	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	19.7%	18.6%	10.6%	11.6%	11.3%	10.8%	回报率						
					25%	20%	净资产收益率	32.35%	27.62%	13.44%	13.44%	14.37%	14.71%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	25.27%	20.94%	10.55%	10.55%	10.99%	11.03%
净利润	157	168	0	205	255	306	投入资本收益率	36.89%	27.60%	12.35%	12.35%	13.04%	13.42%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	10	22	0	43	62	68	主营业务收入增长率	-0.90%	13.25%	45.03%	34.27%	28.44%	25.58%
非经营收益	5	8	0	-3	-11	-11	EBIT增长率	-10.91%	-3.54%	-14.71%	40.54%	23.25%	21.08%
营运资金变动	-68	-37	0	-80	-67	-91	净利润增长率	10.00%	6.58%	-16.90%	42.81%	24.84%	20.04%
经营活动现金净流	104	160	0	164	240	272	总资产增长率	17.95%	28.65%	3.56%	3.56%	19.83%	19.64%
资本开支	-130	-75	-156	-101	-42	-202	资产管理能力						
投资	-2	0	-69	0	0	0	应收账款周转天数	99.1	90.9	92.0	92.0	91.0	91.0
其他	2	2	7	3	3	3	存货周转天数	40.9	42.1	46.0	46.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	-130	-73	-218	-98	-39	-199	应付账款周转天数	109.8	76.0	80.0	80.0	80.0	80.0
股权募资	179	0	541	0	0	0	固定资产周转天数	69.0	78.3	82.4	82.4	65.8	44.2
债权募资	-20	0	96	-241	1	8	偿债能力						
其他	-113	-57	-18	-8	0	0	净负债/股东权益	-25.40%	-25.60%	-46.97%	-46.97%	-51.51%	-47.45%
筹资活动现金净流	45	-57	619	-248	1	8	EBIT利息保障倍数	6.6	35.4	-25.1	-25.1	-16.2	-17.0
现金净流量	19	30	401	-183	202	81	资产负债率	21.53%	23.16%	21.02%	21.02%	23.07%	24.65%

来源: 国金证券研究所

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	0	0	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	3.00

来源：朝阳永续

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
2 2010-08-26	买入	14.95	15.70 ~ 17.60
3 2010-11-12	持有	16.16	16.44 ~ 17.05

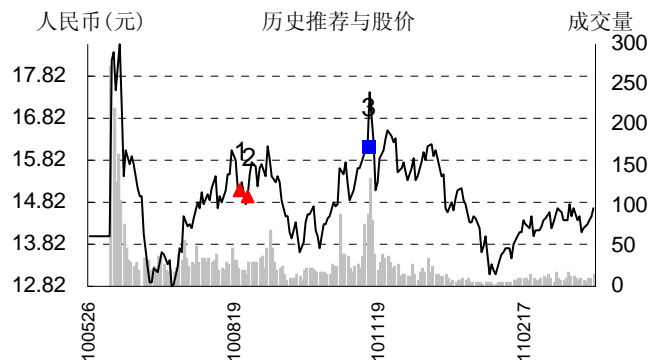
来源：国金证券研究所

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	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: (8610)-66215599-8792	电话: (86755)-33089915
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 921 室