

连接器行业小龙头 看好青岛项目未来发展

得润电子 (002055)

评级: 增持 (首次)

股价: 7.30 元

目标价位: 8.64 元

调研报告

2009 年 3 月 9 日 星期一

TMT 小组

袁 玲

021-50586660-8614

yc@longone.com.cn

电子元器件行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位	8.64
升值潜力 (%)	18.4%
目标价确定日期:	2009.03.09

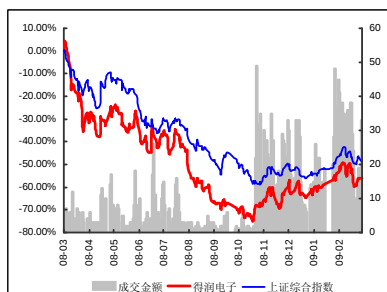
重要数据

总股本(亿股)	1.03
流通股本(亿股)	0.48
总市值(亿元)	7.52
流通市值(亿元)	3.50

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-5.68	-0.91
3 个月	6.72	2.74
6 个月	31.0	32.26

个股相对上证综指走势图



投资要点

事件:

2009 年 2 月 26 日调研公司, 调研对象为公司董秘。

公司是家电连接器龙头。特别是彩电方面例如长虹、海尔、康佳等等, 公司占这些核心客户的 70%-90% 的份额。而黑电市场液晶彩电的高增长将给公司带来增长机会, 未来白电市场也存在拓展空间

与客户成立合资公司, 同盟模式保障订单稳定。公司与彩电厂商建立合资公司的模式, 来进入彩电连接器, 例如与康佳的得康、与海尔的海润、与长虹的虹润。连接器在整机中的成本比例只有 2% 左右, 一般上游整机厂商不会随便更换供应商。上游整机厂商更注重稳定的供应能力和快速响应能力, 对价格不是太敏感。公司的优势: 快速响应服务, 而规模成本优势阻挡其他竞争对手。

看好青岛 Onlyone 项目未来发展。青岛项目定位高端的海外客户外包服务, 产品如笔记本和通讯等。公司的青岛 onlyone 项目于 08 年 7 月完工。青岛团队高端, 曾为业界继电器领袖的王利电机核心人物和泰科的高管层。专业管理团队将带来先进工艺、高效的制造管理制度和渠道优势。目前受外围金融危机影响外包订单释放时间可能有所滞后, 但看好其未来的发展。

连接器市场庞大, 中国增速最高, 目前集中度低, 未来本土公司空间很大。全球连接器市场 2007 年的总量达到 428 亿美元。目前最大的市场是北美、欧洲和日本, 中国处于第四。中国的增长率远高, 5 年复合增长率 26.1%, 10 年的复合增长 34.9%; 而同期全球只有 10.9% 和 5.2%。中国市场集中度很低, 份额最大泰科电子 07 年也只有 18.3%。珠三角分布有千家小厂商。未来该行业必定会集中度提高, 加上汽车等产业的转移, 国内企业的本土优势和快速反应优势将促进该行业诞生本土大公司。

我们预测公司的 2009 年和 2010 年的 EPS 分别为 0.3 和 0.36, 看好公司青岛项目未来的发展, 但短期受外围影响订单释放估计会有一定延期, 给予 2010 年 24 倍的 PE, 目标价格 8.64 元, 增持评级。

1. 公司是家电连接器细分行业小龙头

公司是家电连接器龙头。特别是彩电方面例如长虹、海尔、康佳等都是公司大客户，公司占对方 70%-90%以上的份额，订单稳定。彩电目前占公司 40%的收入。公司具备转移成本能力，主要原材料铜按照每个月的价格来结算。白电方面如空调和冰洗等公司也是海尔等的主要供应商，约占对方的 30-50%的份额。

液晶彩电的高增长、白电市场还存在增长机会。Lcd 液晶电视最近几年将面临一个高速增长期，例如 08 年和 09 一季度 TCL 公布的液晶电视几乎维持 200%以上的增长，其他几家彩电巨头也有相似的高增长，一方面由于面板价格的下跌导致成本下降，另一方面 CRT 面临到集中淘汰的时期，加上家电下乡等政策。液晶彩电市场的发展将给公司带来增长，液晶连接器每台产品价格要高于 CRT，毛利也高于 CRT 电视。不过 CRT 市场也面临萎缩替代。而白电市场公司还存在很多拓展机会，例如除海尔外其他几大巨头的。

与客户成立合资公司，建立同盟的模式。公司与彩电厂商建立合资公司的模式，来进入彩电连接器。2000 年前公司最大客户为康佳，合资公司为得康；2000 年海尔成为公司客户，海润是合资公司，04 年来自海尔的收入增长 35%到 2 亿；2005 年又开发了长虹，虹润则是与长虹的合资公司，原来公司只有 65%的股权，在 08 年 1 月长虹以 1950 万转让 35%的股权给公司。公司对于其他的股权未来可能也会有收回的计划。

合资模式使得订单稳定。由于公司和对方合作良好、配套服务熟悉，连接器在整机中的成本比例只有 2%左右，一般上游整机厂商不会随便更换供应商。上游整机厂商更注重稳定的供应能力和快速响应能力，对价格不是太敏感。公司表示有的彩电厂商到外地扩厂，通常要拉公司一起前往做配套。

快速响应服务优势明显，规模成本优势阻挡其他竞争对手。由于彩电厂商订单交付时间要求比较高，目前特别在家电下乡政策下交付变动更大，有时候交付时间为隔日，这对于快速响应能力要求很高。这方面民营的机制使得公司效率较高。另外连接器整个市场分散度较高，在珠三角地区有近千家小厂。由于家电大厂的市场格局已定，公司的规模优势对成本控制有利，阻挡其他小的竞争对手进入目前已有的家电市场。

表 1. 08 年中报公司下属子公司情况

公司名称	主要业务	注册资本	控股比例	总资产	净资产	净利润
深圳得康电子有限公司	连接器	1000	70%	4,066.69	2,958.03	-171.69
青岛海润电子有限公司	连接器	1000	55%	15,251.15	4,258.69	467.71
深圳得润精密零组件有限公司	连接器、精密组件	2000	75%	8,131.46	1,643.37	164.89
合肥得润电子器件有限公司	连接器	2500	75%	21,840.07	6,246.16	830.86
绵阳虹润电子有限公司	连接器	2000	100%	9,514.37	2,809.40	244.43
深圳市倍润电子科技有限公司	连接器	200	70%	2,734.46	645.16	158.61
得润电子（香港）有限公司	投资、商贸、物流	HKD50	100%	878.81	528.45	205.74

长春金科迪汽车电子有限公司	轿车后视镜	400	100%	530.60	235.24	4.95
青岛得润电子有限公司	连接器	1000	100%	3,654.05	3,580.00	-
青岛恩利旺精密工业有限公司	精密模具及精密成型 加工技术产品	USD210	65%	4,330.81	1,487.89	-86.34

资料来源：公司公告

2. 青岛的 Onlyone 项目是未来最大亮点

青岛项目定位高端的海外客户外包服务，产品如笔记本和通讯等。公司的青岛 onlyone 项目于 08 年 7 月完工。针对的客户为海外如日本等的外包服务，产品定位如笔记本电脑、通讯等，未来也可能涉及汽车。目前青岛的人员为 100 人左右，设备几乎为国内厂商中最好的设备如冲压等设备。这为将来的高端外包服务打下基础。

青岛团队高端，曾为业界传奇领袖人物。目前的总裁高松大至朗（日籍）和副总裁徐建辉（台湾），原来是 90 年代深圳王利电机的灵魂人物，当时高松是总经理，而徐建辉是厂长。王利电机在他们的带领下增长迅速，曾经是全球最大的继电器厂商，被誉为业界奇迹。顶峰时期人员达到七八千，年产能在 5 亿只。后来该公司被西门子收购，随之又卖给泰科电子（全球最大的连接器厂商）。两位后来都到了泰科电子，其中 2000 年 4 月至 2007 年 5 月，高松任青岛安普泰科电子有限公司董事长、总经理（2004 年 5 月至 2006 年 6 月，兼任上海安普泰科电子有限公司董事长、总经理）；徐建辉在 2000 年至 2008 年 5 月，任深圳泰科电子有限公司总经理。高松在 2007 年 10 月起任得润电子控股子公司青岛恩利旺精密工业有限公司副董事长、总经理，并先后任公司副总裁、总裁、董事，现任公司董事兼总裁。徐建辉现在是得润的副总裁。

专业人士带来先进工艺、高效的制造管理制度和渠道优势。两位前泰科高层的加盟，给公司带来先进的工艺技术。连接器行业工艺流程包括：模具设计，冲压，注塑，电镀，组装。其中最大的包括模具和冲压，注塑相对简单点，而组装是劳动密集型。目前公司在模具和冲压方面都有较大提高。其次制造业的管理制度是日本和台湾的强项，节约成本、快速响应和良品率的提高对于连接器行业极为重要，系统管理和现场管理对于提升毛利率的作用很大。泰科在中国有 16 家下属公司，员工规模 3 万人。其中青岛就有其 2 个他们的厂，而泰科在亚太包括中国都有大量的外包业务。目前公司的管理团队的渠道优势，将为未来进入这些国际大厂打下很好的基础。

3. 连接器市场庞大，中国增速高

全球连接器市场非常庞大，2007 年的总量达到 428 亿美元。目前最大的市场还在北美、欧洲和日本，中国处于第四。但是中国的增长率远高于其他地区，其中 5 年复合增长率达到 26.1%，10 年的复合增长率达到 34.9%；而同期全球的增长率只

有 10.9%和 5.2%。而在下游的细分市场上，汽车、计算机、通讯位于前三位。

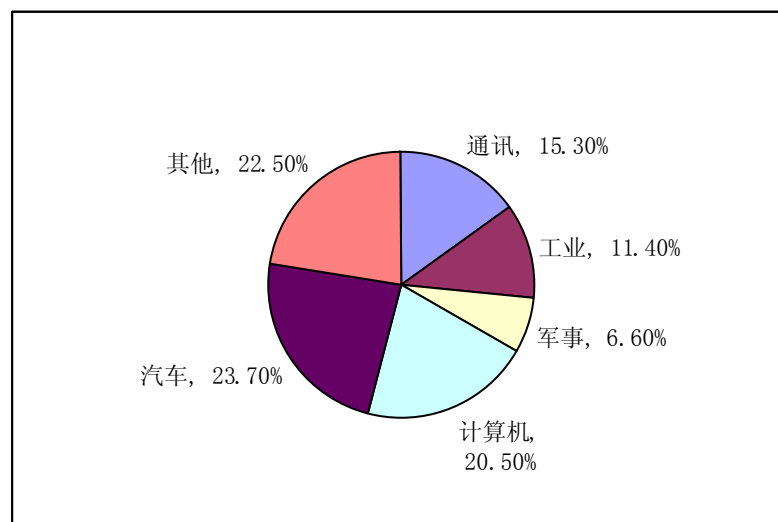
中国市场的前几大都是国外巨头，本土企业有规模的并不多。其中市场份额最大都是全球第一大连接器厂商泰科电子，其 07 年市场份额为 18.3%，销售额 12.87 亿美元。第二三位分别为 Molex 和 Foxconn，市场份额为 9.2%和 6.2%。而众多本土企业规模小、技术落后，只要能搭上一两家下游厂商就能生存，但规模也很难上去。从成本和竞争角度来说，国内市场也必定会像国外市场一下，集中度逐渐提高。另外下游如家电、通讯、计算机等厂商通过前几年的整合收购，市场垄断格局逐渐形成，也有利于大型连接器厂商的诞生。现在的金融危机，使得发达国家的汽车等工业陷入窘境，Bioshop&Associate 估计今年北美的连接器市场将下降 27%，欧洲和日本也下降 15%以上，而中国还将维持微弱增长。中国本地终端市场的优势如汽车通讯等也将驱使连接器行业的转移到中国。我们看好该行业的发展。

表 2. 全球各地区连接器市场增长情况（单位：百万美元）

地区	2006	2007	2007 同比增长	5 年复合增长	10 年复合增长
北美	10151	9898	-2.50%	3.40%	0.10%
欧洲	10191	11406	11.90%	12.50%	5.20%
日本	6475	6760	4.40%	9.00%	3.30%
中国	6011	7023	16.80%	26.10%	34.90%
亚太	4689	4872	3.90%	12.80%	6.90%
其他	2437	2864	17.50%	13.10%	7.50%
总共	39954	42821	7.20%	10.90%	5.20%

资料来源：Bioshop & Associate

图 1. 全球连接器市场 2007 年应用分布



资料来源：Bioshop & Associate

4. 股权激励价格 12.66 远高于目前价格，虚拟激励有新意

2008 年 9 月 26 日，公司授予激励对象 735.80 万份股票期权与 91 万份股票增值权。其中 735.8 万份授予高管层中的大陆员工，占公司股本总额的 7.12%。而 91 万份为虚拟股票，按照现金差价进行行权结算。行权价格为 12.66 元，高于目前的股价很多。虽然对两位外籍高管的激励股数实际并不多，但我们也可以看出公司对未来业务的信心。另外虚拟激励也属于创新型激励方式。

5. 估值与评级

我们预测公司的 2009 年和 2010 年的 EPS 分别为 0.3 和 0.36，看好公司青岛项目未来的发展，但短期受外围影响订单释放估计会有一定延期，给予 2010 年 24 倍的 PE，目标价格 8.64 元，增持评级。

主要财务指标					
	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	674.13	723.65	781.54	859.69	1,074.61
营业收入增长率(%)	20.49%	7.35%	8.00%	10.00%	25.00%
营业利润(百万元)	31.45	53.25	41.02	51.21	64.51
营业利润增长率(%)	16.54%	69.33%	-22.97%	24.83%	25.98%
净利润(百万元)	29.22	37.76	24.52	30.61	37.27
净利润增长率(%)	25.22%	29.23%	-35.06%	24.83%	21.76%
营业利润率(%)	4.67%	7.36%	5.25%	5.96%	6.00%
净资产收益率(%)	11.42%	13.49%	8.12%	9.29%	10.27%
每股收益(元)	0.28	0.37	0.24	0.30	0.36
每股净资产(元)	2.48	2.71	2.92	3.19	3.51
PE(X)	7.4	12.6	30.8	24.6	20.2
PB(X)	0.8	1.7	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	4.48	6.59	12.05	9.99	8.14

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁琤, 电子行业分析师、复旦大学计算机系学士、英国杜伦大学金融投资学硕士, 曾在香港电讯盈科、中国外汇交易中心工作, 3 年行业工作经验, 2007 年 6 月加盟东海证券。

重点跟踪公司: 大立科技、顺络电子、大族激光、横店东磁、青岛软控、恒生电子、长电科技、歌尔声学、法拉电子、华微电子、得润电子等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122