

其他电子器件III



刘亮 蒋婷婷

电子行业研究员

021-3856 5917

liuliang@xyzq.com.cn

得润电子 (002055)

高端连接器将敲开高增长的大门

——公司调研简报

推荐 (首次)

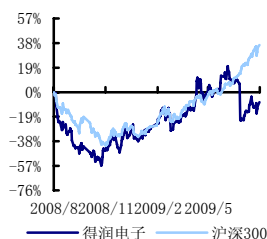
市场数据

报告日期	2009-8-4
收盘价(元)	8.75
52周最高/最低(元)	11.41/4.10
总股本(百万股)	134.30
流通股本(百万股)	131.21
总市值(百万元)	1175.11
流通市值(百万元)	1148.10
每股净资产(元)	2.20

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	725	689	866	1059	330
同比增长(%)	0.2%	-4.9%	25.7%	22.2%	-15.8%
净利润(百万元)	26	25	37	52	7.6
同比增长(%)	-26.5%	-7.2%	49.9%	41.2%	-44.5%
毛利率(%)	14.8%	17.9%	18.7%	19.2%	17.5%
净利率(%)	3.7%	3.6%	4.3%	4.9%	2.3%
每股收益(元)	0.20	0.18	0.27	0.39	0.06
每股经营现金流(元)	-0.36	0.40	0.18	0.30	0.20

股价走势



投资要点

- **公司经营模式是与大客户合作,走大客户路线:** 公司专门为大客户提供配套产品和服务,走大客户路线。在家电领域份额最高,长虹、海尔、康佳、创维都是公司大客户。公司与国际巨头也保持良好的合作关系。
- **公司采用成本加成定价,毛利率稳定,未来有提升空间:** 连接器占整机成本的比重约 2%,公司一般采用成本加成定价。公司毛利率水平比较稳定,随着高端产品占比提高,未来毛利率有提升空间。
- **公司优势在于低成本及小批量产品生产能力:** 与内地厂商相比,公司优势在于技术积累和规模化生产带来的低成本,与国际巨头相比,公司优势在于小批量、多品种产品的生产能力。
- **未来增长途径主要有“一并三新”:** “一并”是指并购,未来如果有合适的机会,不能排除公司并购其他连接器厂商的可能;“三新”是指新客户、老客户的新产品以及新应用领域,我们认为新客户开拓有难度,新产品是明确的、稳定的增长来源,新应用领域则是未来的快速增长点。
- **盈利预测与投资建议:** 根据我们的假设,预计 2009~2011 年的每股收益为 0.18 元、0.27 元、0.39 元,对应的动态市盈率为 48 倍、32 倍、22 倍。考虑到公司未来广阔的发展空间,我们给予公司长期“推荐”的投资评级。

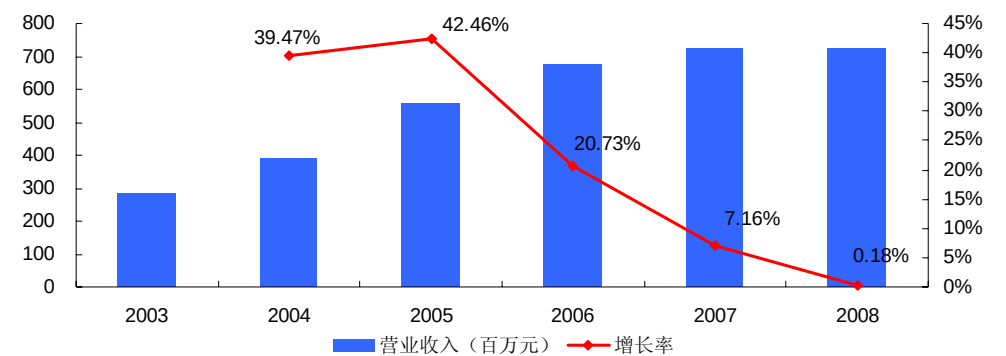
1、已成长为国内最大内资电子连接器供应商之一

深圳市得润电子股份有限公司（以下简称得润电子、得润、公司）成立于 1992 年，并与 2006 年 7 月在深圳证券交易所上市。公司专注于电子连接器的研发、制造与销售，经过十多年的发展，已成为我国主要的电子连接器供应商。公司产品涉及电子连接器、电子电器线束、精密模具等，广泛应用于家用电器、通讯、计算机及外围设备、汽车、医疗设备、工业等领域。目前，家电领域是公司最主要的应用领域，约占公司收入的 80%。

公司虽然是国内最大的内资连接器厂商之一，但仅占国内份额的 1.6% 左右，国内最大的连接器供应商是美国的泰科 (Tyco) 和莫仕 (Molex)，市场份额分别为 20% 与 10% 左右。泰科与莫仕也是全球最大的两个连接器供应商。

2007 年与 2008 年公司收入增长率明显放缓，除了 08 年的全球金融危机以外，公司新的收入增长点迟迟不能发力也是重要原因。我们认为 2010 年以后情况将会改善，详见后文分析。

图 1、2003-2008 年公司营业收入及增长率



数据来源：兴业证券研发中心

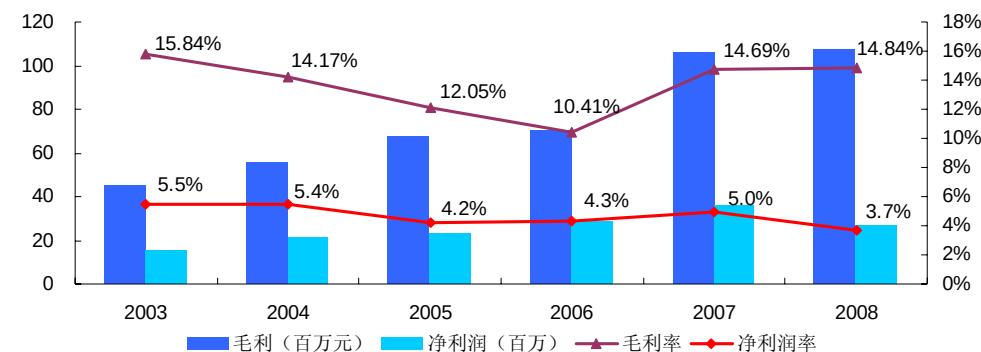
2、公司经营模式是与大客户合作，走大客户路线

电子连接器应用广泛、市场广阔，得润电子没有追求面面俱到，而是走大客户路线，为行业龙头提供配套产品。在家电领域，四川长虹、深圳康佳、青岛海尔、创维集团等都是公司大客户，为加深合作，公司还与大客户成立合资公司，如与康佳合资成立了深圳得康电子，与长虹合资成立了绵阳虹润电子、与海尔合资成立了青岛海润电子等。目前，公司连接器占长虹 90% 份额、康佳 70% 份额、创维 70% 份额、海尔 50%~70% 份额。另外，公司与全球知名的电子连接器厂商也有良好的合作关系。公司一直坚持走大客户路线，与大客户合作的经营模式为公司持续稳定的增长立下汗马功劳。

3、公司采用成本加成定价，毛利率基本稳定，有提升空间

连接器占整机成本的比重约 2%，公司一般采用成本加成定价，所以公司的毛利率水平比较稳定。通常，公司毛利率在 14%~15% 之间，净利润率在 4%~6% 之间。

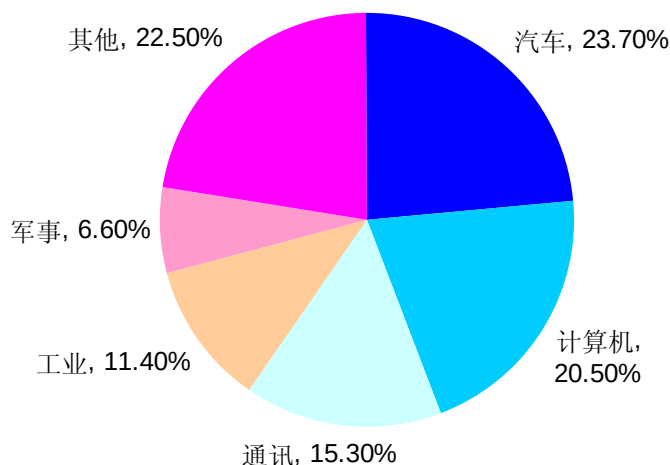
图 2、2003-2008 年公司营业收入及增长率



数据来源：兴业证券研发中心

目前公司的产品仍以家电市场为主，大部分属于中端产品，随着未来公司产品向计算机、通讯、汽车领域拓展，高端产品比重会逐步提高，毛利率水平也会相应提升。

图 3、2007 年全球连接器应用领域分布



数据来源：兴业证券研发中心

4、公司优势在于低成本及小批量产品生产能力

连接器应用广泛、种类繁多，而且低端连接器的进入门槛很低，所以存在很多中小型连接器厂。这些厂商往往规模小、技术弱，与他们相比，得润电子的优势在于技术积累以及规模化生产带来的低成本。

但与国际巨头相比，得润在规模与技术方面就不具有优势了。比如说，泰科早就进入中国大陆，在中国大陆拥有 16 家子公司，3 万多员工，在中国大陆的销售额达到十几亿美金，是得润的十多倍。可见，无论规模还是技术，得润都不具备优势。与这些国际巨头相比，得润的优势在于小批量产品的生产能力。家电行业变

化很快，家电连接器也必须跟着变化，所以家电连接器通常都具备小批量、多品种、交期短的特征，而且很多产品还是客户定制的。小批量、多品种产品的生产模式与大批量、标准化产品的生产模式有显著的不同，公司抓住这个机会迅速成长为国内最大的家电连接器供应商。

5、未来增长途径：“一并三新”

正如前文所说，公司 2007 年后增长明显放缓，主要原因是新的增长点尚未形成。目前来看，公司新的增长空间来自于“一并三新”，即“并购”、“新客户”、“新产品”、“新领域”。

并购：上市公司借助资本市场并购非上市公司是一种常见的手段，经过 08 年的全球金融危机，市场需求大幅萎缩，不少连接器厂商陷入困境。如果存在合适的机会，我们不能排除公司并购其他公司的可能。

新客户：公司走的是大客户路线，开拓一个新客户会给公司带来较大的增长。比如说，2000 年公司开拓了青岛海尔，来自海尔的收入占增量的大部分，2005 年公司又开拓了四川长虹，来自长虹的收入又促使公司快速增长。近几年，家电市场格局已定，公司开拓家电大客户难度增大，但不能排除这种可能。

新产品（老客户开发的新产品）：家电领域的新产品层出不穷，如液晶电视替代传统 CRT 电视，这些新产品的功能越来越多或者性能越来越好，许多功能都以“模块”形式存在，模块与模块之间的连接需要大量的电子连接器。所以，随着新产品的不断推出，对电子连接器的需求也会越来越大。对得润电子而言，这是非常重要的增长来源，而且是明确的、稳定的增长来源。

新领域：公司现在 80% 的收入来自家电领域，公司未来很可能大规模进入计算机、通讯、汽车领域，新领域的突破也会给公司带来显著的增长。我们认为，公司未来在计算机领域的突破非常值得期待，尤其是青岛的 Onlyone 项目。青岛 Onlyone 项目定位于高端的 CPU 连接器市场，原计划 2008 年 9 月推出产品，但金融危机延迟了新品推出步伐，目前公司在高端连接器器方面已有较大的进展，预计 2010 年包括 CPU 在内的高端连接器能够给公司带来良好的收益。而且，随着份额的提高，高端连接器销售收入会快速增长，前景值得期待。

6、盈利预测与投资建议

（1）关键假设

- 电子连接器：假设 2009~2011 年销售收入分别增长-5%、15%、15%，毛利率分别为 17.8%、18.0%、18.2%；
- 高端连接器：假设 2009~2011 年收入分别为 0、7500 万、15000 万，毛利率为 25%；
- 管理费用率：由于公司将研发费用计入管理费用，我们假设 2009~2011 年管理费用率分别为 9.5%、9.5%、9.5%。

（2）盈利预测与投资建议

在我们的假设条件下，预计公司 2009~2011 年的每股收益为 0.18 元、0.27 元、0.39 元，对应的动态市盈率为 48 倍、32 倍、22 倍。考虑到公司未来广阔的发展空间，我们给予公司长期“推荐”的投资评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	586	613	768	938
货币资金	103	138	173	212
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	180	167	210	257
其他应收款	5	5	7	8
存货	88	102	127	154
非流动资产	246	241	229	213
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	166	201	206	196
在建工程	68	27	11	4
油气资产	0	0	0	0
无形资产	10	12	13	15
资产总计	833	854	998	1151
流动负债	480	476	583	686
短期借款	234	251	307	355
应付票据	88	90	113	138
应付账款	115	110	139	169
其他	44	24	24	24
非流动负债	8	7	7	7
长期借款	0	0	0	0
其他	8	7	7	7
负债合计	489	483	590	693
股本	103	134	134	134
资本公积	53	22	22	22
未分配利润	128	148	176	215
少数股东权益	49	53	58	64
股东权益合计	344	371	408	458
负债及权益合计	833	854	998	1151

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	26	25	37	52
折旧和摊销	17	27	34	38
资产减值准备	2	-2	1	2
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	15	12	16	19
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	5	4	5	5
营运资金的变动	107	12	69	75
经营活动产生现金流量	-43	54	24	41
投资活动产生现金流量	-128	-24	-24	-24
融资活动产生现金流量	94	4	35	21
现金净变动	-77	35	35	38
现金的期初余额	208	103	138	173
现金的期末余额	130	138	173	212

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	725	689	866	1059
营业成本	617	566	704	855
营业税金及附加	2	1	1	2
销售费用	14	16	17	19
管理费用	43	65	82	101
财务费用	15	12	16	19
资产减值损失	2	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	33	30	45	64
营业外收入	6	6	6	6
营业外支出	2	2	2	2
利润总额	37	34	49	68
所得税	6	5	7	10
净利润	32	29	42	57
少数股东损益	5	4	5	5
归属母公司净利	26	25	37	52
EPS (元)	0.20	0.18	0.27	0.39

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	0.2%	-4.9%	25.7%	22.2%
营业利润增长率	-35.9%	-10.1%	52.1%	40.9%
净利润增长率	-26.5%	-7.2%	49.9%	41.2%
盈利能力(%)				
毛利率	14.8%	17.9%	18.7%	19.2%
净利率	3.7%	3.6%	4.3%	4.9%
ROE	9.0%	7.7%	10.5%	13.2%

偿债能力(%)

资产负债率	58.7%	56.5%	59.1%	60.2%
流动比率	1.22	1.29	1.32	1.37
速动比率	1.04	1.07	1.10	1.14

营运能力(次)

资产周转率	0.90	0.82	0.94	0.99
应收帐款周转率	3.99	3.84	4.46	4.40

每股资料(元)

每股收益	0.20	0.18	0.27	0.39
每股经营现金	-0.36	0.40	0.18	0.30
每股净资产	2.19	2.36	2.60	2.94

估值比率(倍)

PE	44.39	47.81	31.89	22.58
PB	3.99	3.70	3.36	2.98

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部**机构销售负责人**

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。