

2011-02-14

电子行业

劲胜股份 300083.SZ

围绕大客户，提供牛产品

◇ 公司调研

◇ 智能手机和平板电脑市场将在今年高速增长

◆ 塑料结构件产品重要，行业成长性强，进入有壁垒

塑料外壳和结构件对消费电子产品的重要性大于市场普遍看法。随着消费电子产品的日益时尚化，外观对于消费电子产品的畅销至关重要，尤其是便携式的手机等产品，外观的重要性甚至大于性能，因而，塑料结构件的重要性可能大于其它电子元器件。劲胜股份产品可广泛应用于各种消费电子产品，具有良好的成长性，应该给予电子元器件行业的高估值。

塑料结构件加工不是简单的传统制造，产品技术升级快，研发和制造工艺技术含量高，行业进入具有一定的壁垒，尤其是进入国际一流厂商的供应链。

◆ 公司在客户关系、技术工艺和运营能力方面有核心竞争力

公司在客户关系、技术工艺和运营能力上有竞争优势。公司已与三星和华为建立了稳固的合作关系，产品供应范围和营业收入都有快速的增长。公司在研发上投入巨大，并取得了优异的研发成果，拥有 30 余项实用新型专利和一项发明专利，在模具设计与制造、注塑成型和装饰处理等三个主要生产环节都有核心技术。公司也在快速响应和现金周转速度方面具有优异的运营能力。

◆ 智能手机和平板电脑市场增长强劲，主要客户日益壮大

全球智能手机的出货量在 2011 年将会有 44% 的增长，由 2010 年的 2.9 亿部增长至 2011 年的 4.2 亿部，占全部手机市场的渗透率也将提高至 28%。平板电脑在 2010 年的出货量是 1,700 万部，在 2011 和 2012 年将会有成倍的增长，保守估计分别达到 4,500 万部和 7,100 万部。三星的手机出货量稳步增长，在 2010 年第四季度超过 8,000 万部，2010 年全年为 2.8 亿部。公司主要客户三星惠州已成为三星全球最大的手机工厂，今年出货量有望突破亿部大关。

◆ 估值和目标价格

采用相对和绝对估值方法，我们认为公司的合理价值为 56.70 元，对应 2011 年每股收益 36 倍的市盈率。当前股价 42.78 元还有 30% 以上的上涨空间，给予买入评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	537	719	976	1,584	2,269
营业收入增长率	112.85%	33.97%	35.72%	62.22%	43.28%
净利润（百万元）	41	70	95	159	216
净利润增长率	7.47%	72.37%	35.29%	68.40%	35.89%
EPS（元）	0.41	0.70	0.95	1.59	2.16
ROE（归属母公司） （摊薄）	23.40%	28.74%	7.64%	11.63%	14.07%
P/E	106	61	45	27	20
P/B	25	18	3	3	3
EV/EBITDA	50	33	29	18	13

首次

买入

当前价格	42.78 元
目标价格	56.70 元
目标期限	6 个月

分析师：

赵磊（执业证书编号：S0930510120025）

周励谦（执业证书编号：S0930510120024）

联系人：

蒯剑

021-22169311

kuaijian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	100
总市值(百万元)	4,278
流通比例(%)	25.00%
12 个月最高/最低(元)	50.28/26.90
近 3 月日均成交量(百万股)	0.77
主要股东	劲辉国际企业有限公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-2.86	17.33	0.00
绝对收益	-3.54	12.14	0.00

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要件

关键假设

- 1、在未来 4 年，公司手机结构件产品的单价将以年均 5% 的速度下滑，平板电脑结构件产品的单价将以年均 4% 的速度下滑；
- 2、除了产生规模的进一步扩张，公司还将通过产品结构升级等措施维持一定的毛利率，2011-2012 年公司总体毛利率将在 23% 以上；
- 3、公司在全球手机结构件市场占有率由当前的 4.3% 提高至 2013 年的 8.9%；
- 4、公司的产能扩张计划将能够按预期实现。

我们区别于市场的观点

塑料外壳和结构件对消费电子产品的重要性大于市场普遍看法。随着消费电子产品的日益时尚化，外观对于产品的畅销至关重要，尤其是便携式的手机等产品，外观的重要性甚至大于性能，因而，塑料结构件的重要性可能大于其它电子元器件。劲胜股份产品可广泛应用于各种消费电子产品，具有良好的成长性，应该给予电子元器件行业的高估值。

塑料结构件加工不是简单的传统制造，产品技术更新升级快，研发和制造工艺技术含量高，行业进入具有一定的壁垒，尤其是进入国际一流厂商的供应链。

公司在客户关系、技术工艺和运营能力上有竞争优势。公司已与三星和华为建立了稳固的合作关系，产品供应范围和营业收入都有快速增长。公司在研发上投入巨大，并取得了优异的研发成果，拥有 30 余项实用新型专利和一项发明专利，在模具设计与制造、注塑成型和装饰处理等三个主要生产环节都有核心技术和生产工艺。公司也在快速响应和现金周转速度方面具有优异的运营能力。

股价上涨的催化因素

- 智能手机在全部手机市场的渗透率在 2011 年将有大幅增长，超过 28%；
- 平板电脑在 2011 - 2012 年将有爆发性增长；
- 公司主要客户三星的手机出货量在 2010 年第四季度为 8,000 万部，超过市场预期的 7,000 部，2010 年全年为 2.8 亿部。

估值和目标价格

采用相对和绝对估值方法，我们认为公司的合理价值为 56.70 元，对应 2011 年每股收益 36 倍的市盈率。

投资风险

客户过于集中的风险：由于公司的绝大多数营业收入来自三星和华为，一旦三星或华为的业绩大幅下滑，或者公司与三星或华为的关系有所恶化，公司的业绩将可能随之大幅下滑。

目录

1、	公司目前基本经营状况.....	4
2、	公司在客户关系、技术工艺和运营能力上有竞争优势	4
3、	下游应用行业及主要客户增长迅速，行业具有向中国转移的动力	10
4、	盈利预测与估值	14
5、	客户集中是公司的主要风险	17

图表目录

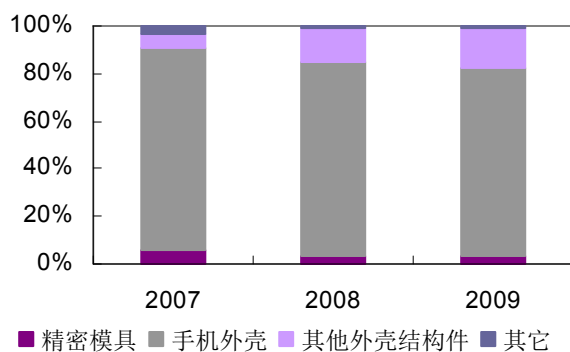
图表 1: 手机业务贡献 75%以上营业收入	图表 2: 收入和净利润增长强劲	4
图表 3: 大客户业务增长迅速	图表 4: 围绕大客户扩大产品范围	5
图表 5: 公司研发投入大		6
图表 6: 公司具有技术竞争实力		6
图表 3: 公司表面涂装技术丰富		7
图表 7: 公司的技术能力将进一步提升		8
图表 8: 公司具有业内领先的应收账款周转率	图表 9: 公司具有业内领先的现金周期	9
图表 10: 公司产能将快速增长		10
图表 11: 智能手机市场增长迅速		11
图表 13: 三星手机智能手机业务增长迅速	图表 12: 三星惠州工厂增长迅速	11
图表 14: 平板电脑市场增长迅速		12
图表 15: 公司在客户关系上具有国际竞争力		13
图表 16: 劲胜股份的增长位居行业前列		14
图表 17: 预计 2011 和 2012 年将是高速增长期，毛利率将小幅下滑		15
图表 18: 公司市场估值低于同行业其它公司		15

1、 公司目前基本经营状况

公司的主要产品是塑料精密结构件，主要应用于手机、上网卡和 MP3/MP4 等产品，公司也对外供应少量加工塑料结构件的精密模具。手机外壳是公司的主要收入来源，在过去几年占总收入的比重虽然有所下降，但一直在 75% 以上。我们判断，随着平板电脑结构件等新产品的逐渐放量，公司对于手机业务的依赖性将进一步降低。公司的营业收入和净利润在 2007 - 2009 年的年均复合增速分别为 69% 和 36%，并在 2010 年前三季度分别达到 6.5 亿元和 5,520 万元。

图表 1: 手机业务贡献 75% 以上营业收入

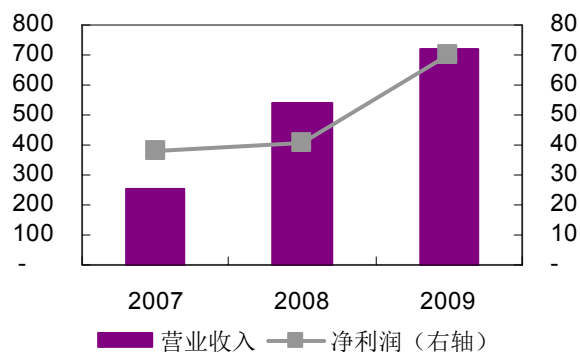
营业收入分产品占比图



资料来源：光大证券研究所

图表 2: 收入和净利润增长强劲

营业收入和净利润图（百万元）



资料来源：光大证券研究所

公司位于东莞，主要供货给国际一线消费电子公司在珠三角的工厂，包括：三星惠州、三星深圳、华为深圳、中兴深圳、飞利浦珠海、夏普日本等。

2、 公司在客户关系、技术工艺和运营能力上有竞争优势

2.1 与领先的国际品牌具有稳固的客户关系

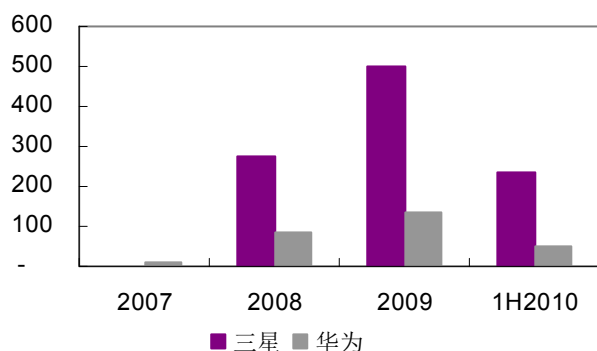
公司已与国际领先的消费电子产品制造商建立长期稳定的合作关系，主要客户包括三星、海尔、联想、英华达等手机厂商；三星、飞利浦等 MP3/MP4 制造商；华为、中兴等通信设备制造商。公司也多次荣获三星、华为等主要客户的嘉奖。

公司与三星的合作关系日益紧密，产品从 MP3/MP4 结构件扩展至

手机结构件，来自三星的营业收入已从 2007 年的 160 万元爆发式增长至 2009 年的 5 亿元和 2010 年上半年的 2.4 亿元。惠州工厂是三星全球最大的手机工厂，公司在 2007 - 2009 年占惠州三星的采购比例逐年上升，分别为 10%、25%和 32%，目前已成为惠州三星手机结构件的最大供应商。除了公司，惠州三星的主要供应商还包括国际一线厂商富士康和比亚迪等，在与富士康的竞争中取得胜利体现了公司与三星的稳固客户关系。公司也向三星越南厂少量供货，估计占三星全球 10 - 15% 的手机塑料结构件采购量。

图表 3：大客户业务增长迅速

三星和华为营业收入增长图（百万元）



注：由于三星和华为的采购由不同的子公司完成，此处数据可能略小于实际数。

资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 4：围绕大客户扩大产品范围

向三星和华为业务扩展图



资料来源：光大证券研究所

公司在华为供应商中的地位也在逐渐加强，产品范围从上网卡外壳延伸到手机结构件，并在去年第四季度获得了平板电脑的订单。公司当前占华为上网卡 40-50% 的份额。对华为的销售收入在 2007 年几乎为零，在 2009 年已增长至 1.4 亿元，在 2010 年上半年则为 5,100 万元。

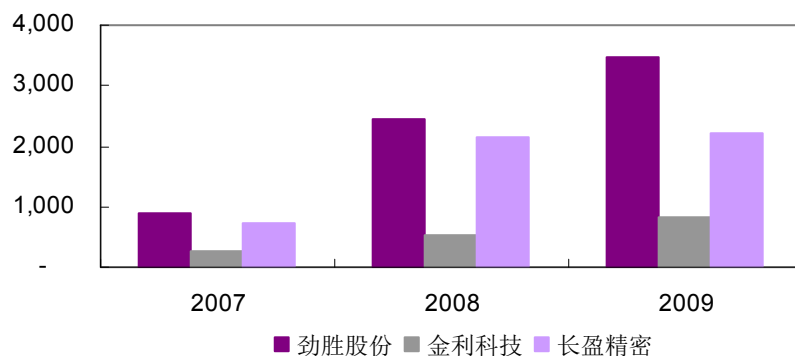
公司在 2010 年也拓展了其它领域的客户，如：医疗器械领域的丹麦奥迪康和日本西铁城、LED 照明领域的欧司朗。随着日元的不断升值，公司开拓日本市场比较顺利，预计日本客户订单在近期有较高增长。与一线供应商的紧密合作关系体现了公司在技术、产品开发、生产制造工艺和费用控制等方面的竞争实力。

2.2 公司具有良好的技术实力和生产工艺

公司重视产品研发，研发费用在过去三年已增长数倍，由 2007 年的 880 万元增加至 2009 年的 3,500 万元，远高于金利科技的 822 万元，占营业收入比率也由 3.5% 增长至 4.8%。

图表 5： 公司研发投入大

研发费用对比图（万元）



资料来源：公司公告、光大证券研究所

研发上的高投入也取得了优异成果,公司目前拥有 30 余项实用新型专利和一项发明专利。在生产工艺上,公司追求精益生产,不断改善生产流程及制造工艺,缩短制造时间和在产品库存,促使生产周期缩短 30%,组装生产效率提高 227%,可广泛根据客户的实际需求进行订单式、非标准化生产,并通过将个性化的订单和规模生产有效结合,以最大限度地提高材料的综合利用率并缩短生产周期。

公司在生产的模具设计与制造、注塑成型和装饰处理等三个主要环节都有核心技术和生产工艺。

图表 6： 公司具有技术竞争实力

公司的核心技术表

主要环节	主要技术特点
模具设计与制造	出模快（10 个工作日）、精度高（ $\pm 0.003\text{mm}$ ）、产品全和技术新（流道水口、镀钛和涂层）
注塑成型	良率高（普通注塑的平均制程不良及物料损耗 1%以下）、精度高（成型 0.25mm 薄壁，塑胶制品尺寸精度 $\pm 0.01\text{mm}$ ）、测试广（流程可高达 1,000 多道）、技术多（气辅成型、气辅快速冷却、模内真空抽气、金属镶嵌注塑自动埋入）
装饰处理	表面涂装（普通喷涂件 98%+良品率，高光洁外观制品 90%+良品率，底漆/UV 一次性混合涂覆、裂纹漆、木纹漆、单组份油漆、双组份油漆、水性油漆、橡胶漆、UV 涂装、50%长玻纤材料涂装、铝镁合金涂装、不锈钢材料涂装）、IMR（90%+生产直通率、突破 3H/500g 表面硬度的瓶颈）、IML（拉伸高度达 10mm，量产表面拉丝、金属质感、NCVM、数位印刷等工艺）和镀膜技术（EMI 工艺、水性涂料、NCVM）

资料来源：公司公告、光大证券研究所

在模具设计与制造方面,公司具有出模快、精度高、产品全和技术新的特点。公司 1*2 主体外壳模具制作周期可以缩短到 10 个工作日内完成。公司拥有高速高精加工设备,综合模具制造精度可达 $\pm$

0.003mm，远超过目前同行业 $\pm 0.01\text{mm}$ 的一般水平。公司可以提供大面积透明与非透明材料组合的双色模具、1出4手机外壳热流道模具、IMR、IML、防水产品模具、加50%长玻纤制品模具、Insert Molding模具以及0.25mm薄壁制品模具等高难度模具。公司在流道水口的设计方面做出突破，节省了成型废料，使成型周期由21秒降为14—15秒，并减少了后续生产加工工序。公司在手机壳体模具的模芯部分和运动部件创新地采用镀钛工艺和DLC黑金钢纳米涂层工艺，确保了模具批量生产的稳定和寿命。

在注塑成型方面，公司具有良率高、精度高、测试广、技术多的特点。公司普通注塑的平均制程不良及物料损耗控制在1%以下，远优于业内3%-5%的水平。在薄壁制品成型及其外观变形质量控制方面，拥有成型0.25mm薄壁制品的技术，对塑胶制品尺寸精度可控制到 $\pm 0.01\text{mm}$ 。公司对产品实行抽样检测，某些产品的检测流程多达1,000道以上，在极寒、极热、重压等多个不同环境下测试；在对成型制品的残余应力控制、IM值控制等高要求制品生产上，采用应力分析仪和熔融指数测试仪等设备进行精确检测控制，针对透明制品注塑配置了千级、万级无尘恒温恒湿车间。公司也掌握了气辅成型、气辅快速冷却和模内真空抽气等技术，研发了金属镶嵌注塑自动埋入取件设备，获得了内植件装螺母治具、自动装螺母夹具、真空吸附式自动螺母植入治具等方面的多项实用新型专利。

图表 7：公司装饰处理技术丰富

PVD 产品图



资料来源：光大证券研究所整理

IML 产品图



IMD 产品图



在装饰处理方面，公司已掌握各种表面涂装、IMR、IML和镀膜(PVD)技术。公司拥有多条一涂一烤、二涂二烤、三涂五烤等恒温恒湿自动化进口涂装线和6,000平方米千级、万级无尘车间。公司普通喷涂件的良品率可达98%以上，高光洁外观制品的良品率可达90%以上。公司在底漆/UV一次性混合涂覆技术，以及裂纹漆、木纹漆等特殊喷涂工艺上拥有标准生产工艺，在单组份油漆、双组份油漆、水性油漆、橡胶漆、UV涂装、50%长玻纤材料涂装、铝镁合金涂装、不锈钢材料涂装等方面处于行业先进水平。IMR生产直通率高达90%以上，远超同行业70%的水平；已研究突破3H/500g行业内IMR产品表面硬度的技术瓶颈。公司IML高压成型工艺在行业内处于先进地位，能生产拉伸高度达10mm

的高难度产品，并已成功量产表面拉丝、金属质感、数位印刷等特殊 IML 表面工艺。公司采用真空电磁屏蔽镀膜（EMI）工艺替代传统喷导电漆工艺，使其屏蔽层比喷导电漆密度提高 1,000 倍，大大提升了其屏蔽性能，且电阻值稳定，底材与镀层之间的连接涂层采用水性涂料，完全符合环保要求，使这一技术处于行业内领先水平。在 NCVM 方面，公司解决了行业内 NCVM 彩色颜色稳定性难题，使彩色镀膜工艺稳定标准化；镀层不导电，品质稳定；在镀膜效率方面，通过对传统工艺的改进使镀膜周期从行业内每炉 20-30 分钟提升到每炉 10-13 分钟，并把行业内需要通过三涂四涂工艺方能达到实现的制品要求，用二涂工艺方法加以解决，使其成本降低 50%，效率提升 40%，公司 NCVM 制程良率 85%-90%，远高于行业内 75%左右的水平。特别值得关注的是，公司的不导电膜层真空镀膜工艺已获发明专利。我们认为，装饰处理技术对于公司获取高端产品订单尤其重要，在装饰处理技术方面的优势有利于公司维持较高的毛利率水平。

募集资金投资扩建研发中心后，公司的技术开发应用能力将获得进一步的大幅提升。未来一段时间，公司的研发分三个阶段在如下方面实施：

图表 8：公司的技术能力将进一步提升

公司的分阶段技术研发路线表

阶段	技术
第一阶段	模具精度（ $\pm 0.002\text{mm}$ ）、寿命（300 万模次以上寿命）、效能（成型生产全自动，手机外壳一般制品 12-13 秒成型周期）、涂装稳定性
第二阶段	模具制造自动化，涂装工艺全自动化，料管及模具真空抽气技术，动态注塑工艺，水性涂料、纳米涂料，高透光率透明制品及高光洁表面抗指纹镀膜技术、NCVM 与喷墨工艺结合
第三阶段	纳米金属镀膜材料，抗氧化防爆镁合金材料，高硬度耐划伤透明塑胶，耐高温、高抗老化蠕变高强度塑胶，生物降解塑胶，航天镀膜部分工艺

资料来源：公司公告、光大证券研究所

第一阶段：模具的高精度、高寿命、高效能——完成“疾迅”模具“T”模技术，整体热流道技术的研究验证或开发验收工作。使公司在模具制造精度上达到 $\pm 0.002\text{mm}$ 的水平，模具寿命达到 300 万模次以上，设计制造上满足成型生产全自动无人加工作业要求。将手机外壳一般制品成型周期控制在 12-13 秒，彻底解决成型制品中存在的外观缺陷。我们认为，成型周期的减少将提高公司的设备使用效率，增加产量 15%以上。

涂装稳定性——完成注塑工艺与塑胶分子结晶取向及应力对涂膜附着关系影响的研究，完成涂装工艺附着力测试稳定性关系的研究，完成油漆成分对涂装制品表面硬度及附着力影响关系的研究，彻底解决成型制品涂装后所产生的信赖性测试不稳定的潜在因素。

第二阶段：模具自动化——模具制造实现无人操作，将平均制造周期进一步缩短。

涂装工艺全自动——使涂装效率提升 5%-10%，涂料节约 5%-10%，彻底解决产品调试过程中人为不稳定因素给涂装环境带来的影响，稳定涂装制程品质。

料管及模具真空抽气技术，动态注塑工艺——以解决制品在密度上一致，分子取向均衡，高性能及高外观要求上的瓶颈，提升成型工艺技术，降低设备能耗。

水性涂料、纳米涂料——使涂装制程在工艺稳定性和遮盖能力方面得到大幅提升，使涂装制程及其制品在绿色环保、信赖性稳定方面达到行内领先水平。

完成消费电子产品高透光率透明制品及高光洁物体表面抗指纹镀膜技术实现，NCVM 与喷墨工艺结合的表面处理技术实现等。

第三阶段：完成纳米金属镀膜材料，抗氧化防爆镁合金材料，高硬度耐划伤透明塑胶，耐高温、高抗老化蠕变高强度塑胶，生物降解塑胶五个项目的开发应用及其验证验收工作，同时与科研院校合作尝试把航天镀膜部分工艺转化为民用。

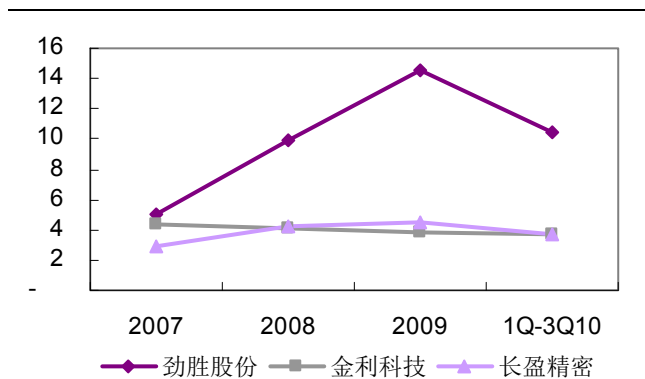
2.3 公司具有较好的运营能力

公司的运营能力首先体现在快速响应能力方面。公司建立了适合企业运营特点的客户服务体系，设立项目管理部专门负责与客户的日常沟通，确定项目经理负责制，快速响应客户需求，并建立了以项目管理为中心的弹性组织运作机制，反应能力快，模具的开发承认可在 10 天左右完成，远优于行业 15 天的平均水平。公司也可满足大客户三星的零库存要求，每天送货多次，到货时间可控制在正负 1 小时内。

公司具有业内领先的应收账款周转率，自 2008 年以来，公司的应收账款周转率一直维持在 10 以上，是同业公司的 2-3 倍。高的应收账款周转率使得劲胜股份具有远低于业内其它公司的现金周期，从而取得更高的资金利用效率。

图表 9：公司具有业内领先的应收账款周转率

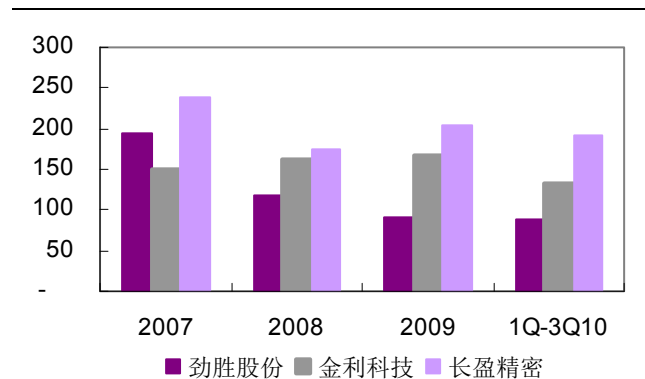
应收账款周转率对比图



资料来源：光大证券研究所

图表 10：公司具有业内领先的现金周期

现金周期对比图（天）



资料来源：光大证券研究所

2.4 产能扩张显现规模效应

在 2010 年 7 月 IPO 募投项目开始建设前，公司的年产能可为 5,500 万套，IPO 募投项目将新增 4,000 万套年产能；在 2010 年 10 月，公司宣布新增 3,600 万套产能，产能自 2010 年第四季度开始释放，到今年 3 月将完全达产；2011 年 1 月，公司再次宣布新增 5,500 万套产能，其中，手机及其它产品 4,000 万套，上网卡 1,000 万套，平板电脑 500 万套。三个项目总投资 6 亿元，总共将新增年产能 1.3 亿套。

图表 11：公司产能将快速增长

公司产能扩张计划

项目	开建时间	总投资	新增产能	建设期
IPO 募投项目	2010/7	2.1 亿元	4,000 万套	两年
超募项目二	2010/8	1.8 亿元	3,600 万套	6 个月
超募项目四	2011/1	2.1 亿元	5,500 万套	10 个月
合计		6.0 亿元	13,100 万套	

资料来源：公司公告、光大证券研究所

三个扩充产能项目达产后，公司产能将为原产能的近 3 倍多，将给予公司对供应商议价能力、生产管理能力和大批量供货能力等方面更大的规模优势。

公司的生产能力也具有一定的灵活性，各种不同产品的生产设备在必要时可以交换使用。例如：手机和平板电脑外壳的尺寸差别较大，当手机生产设备转换为平板电脑生产设备时，每模产品的数量将由 4 个手机外壳变为 2 个平板电脑外壳。

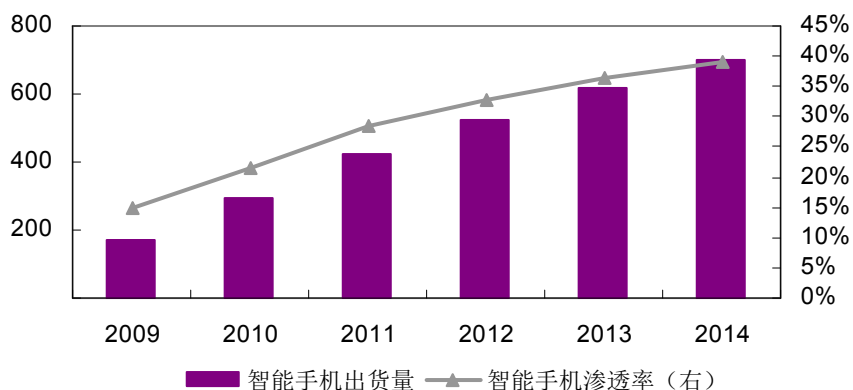
3、下游应用行业及主要客户增长迅速，行业具有向中国转移的动力

4.1 智能手机渗透率的提高将维持产品单价

2010 年，每卖出的五部手机中就有一部是智能手机，在 2014 年，接近一半的手机销售量将是智能手机。智能手机的出货量将以 24% 的年均增速从 2010 年的 2.9 亿部增加至 2014 年的 7 亿部。

图表 12： 智能手机市场增长迅速

全球智能手机出货量和渗透率图（百万部）



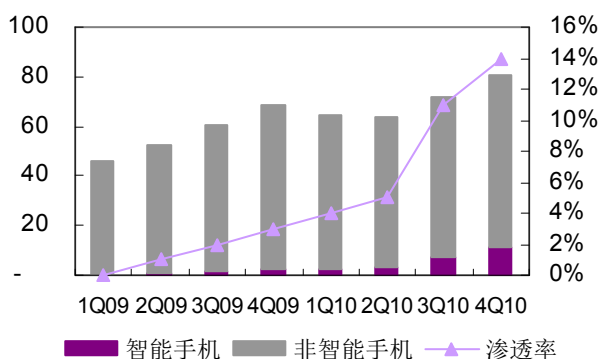
资料来源：IDC、光大证券研究所

智能手机的平均出厂单价在 2010 年末约为 1,400 元，是普通手机 400 元的 3 倍以上，智能手机的塑料结构件价格一般在 20 元以上，也远高于普通手机的 10 元左右，因而智能手机的普及也将大大减缓手机塑料结构件平均单价下跌的趋势。

公司主要客户三星的手机在 2010 年的出货量为 2.7 亿部，在 2011 年将有增长 26% 而达到 3.4 亿部。智能手机占三星手机业务的比重也在逐步上升，从 2009 年年初的几乎为零上升至 2010 年上半年的 4-5%，并迅速上升至 2010 年第四季度的 14%。三星在全球智能手机的市场份额也由 2009 年第三季度的 3% 上升至 2010 年第四季度的约 10%。我们认为，三星智能手机的增长空间巨大，假定 2011 年全年智能手机占三星全部手机的比重达到 20%，出货量将达到 6,800 万部，是 2010 年的近 3 倍。

图表 13： 三星手机智能手机业务增长迅速

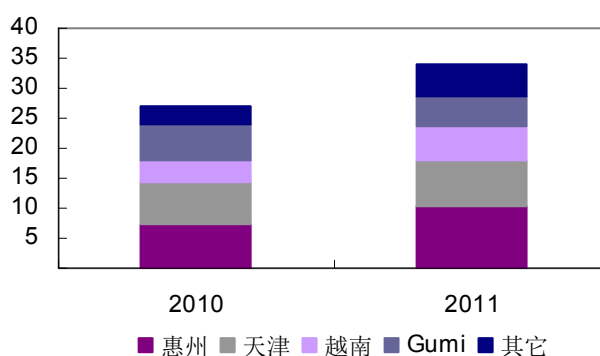
三星智能手机出货量及渗透率图（百万部）



资料来源：三星公司公告、光大证券研究所整理

图表 14： 三星惠州工厂增长迅速

三星各工厂出货量图（百万部）



资料来源：韩国时报、光大证券研究所整理

三星的主要手机工厂分布在惠州、天津、深圳、越南、韩国 Gumi、印度和巴西，其中，公司的主要客户惠州工厂在三星内部的地位日益重要，其产量在 2010 年超过 7,000 万部，在 2011 年将有望超过亿部大关，成为三星在全球最大的手机工厂，并遥遥领先于第二和第三大的天津和越南工厂。随着三星广州研发中心的建立，公司将能够加强与三星的前期研发合作，稳固核心供应商的地位。

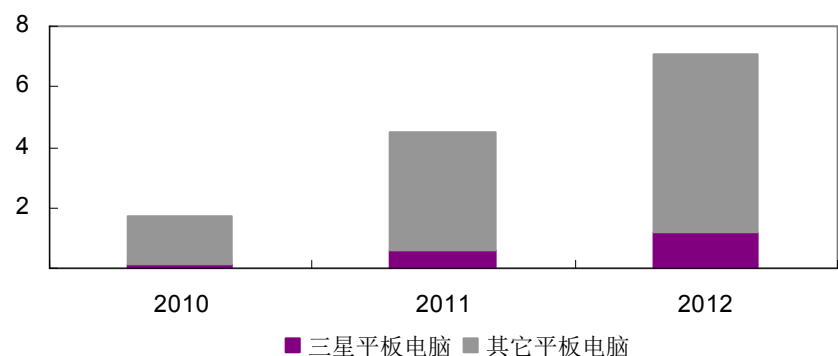
4.2 平板电脑出货量将出现爆发性增长

自苹果在 2010 年第二季度推出 iPad 平板电脑以来，市场开拓进展顺利，在 2010 年三个季度的出货量达到 1,500 万部，黑莓、摩托罗拉、惠普等公司也都推出了自己的平板电脑产品，平板电脑已成为性能介于手机和笔记本电脑之间的不可替代的新兴产品。IDC 预测，平板电脑在 2010 - 2012 年的出货量分别为 1,700 万、4,500 万和 7,100 万部，年均复合增长速度高达 100% 以上。iSuppli 也预测，平板电脑销量将从 2010 年的 1,970 万部增长到 2015 年的 2.4 亿部，年均复合增速更是高达 165%。

公司的主要客户三星的平板电脑产品 Galaxy Tab 也受到市场的热烈欢迎，自 2010 年 10 月底上市以来已销售了 200 万部，苹果 iPad 在 2010 年第四季度的销量为 733 万部，Galaxy Tab 已成为 iPad 的最有力竞争对手。三星打算在 2011 年销售 600 万部 Galaxy Tab，我们推算，三星 Galaxy Tab 在全球平板电脑市场的份额将超过 13%。

图表 15：平板电脑市场增长迅速

全球和三星平板电脑销量图（百万部）



资料来源：IDC、光大证券研究所估计

4.3 公司产品应用领域广泛

此外，公司的塑料精密结构件还可广泛应用于医疗器械、上网卡、LED 反光片等各种其它产品，向相关领域的奥迪康、西铁城、华为和欧司朗等国际一流公司供货，未来的增长空间巨大。

公司具有万级洁净车间的生产经验，应用于医疗器械生产领域具有洁净制造工艺的优势。

4.4 公司具有国际竞争实力，将受益于行业向中国的转移

消费电子塑料结构件市场具有全球整合的特点，各主要公司都与全球领先的消费电子客户达成长期战略合作关系。

图表 16：公司在客户关系上具有国际竞争力

全球消费电子塑料结构件主要供应商

公司	地区	主要客户
富士康	中国台湾	诺基亚、摩托罗拉、苹果、三星
捷普（绿点）	美国（台湾）	诺基亚
伟创力	美国	索爱、摩托罗拉、微软
光宝（Perlos）	台湾（芬兰）	诺基亚、黑莓
劲胜股份	中国	三星、华为
金利科技	中国	诺基亚、飞利浦、摩托罗拉、惠普、大陆集团
比亚迪	中国	诺基亚、华为
巨腾	中国台湾	广达、仁宝、纬创、和硕
通达	中国香港	诺基亚、索爱、华为、中兴、联想、华硕、宏基、广达、仁宝
赫比	新加坡	摩托罗拉、诺基亚、希捷
Nypro	美国	黑莓、HTC
Nolato	瑞典	索爱、诺基亚、三洋
Balda	德国	Palm、三星、索爱、佳能、罗氏、拜耳
Intops	韩国	三星

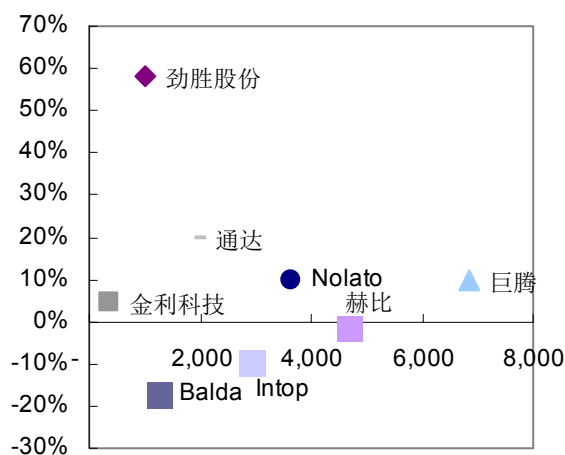
资料来源：光大证券研究所整理

我们认为，消费电子塑料结构件行业存在一定的行业壁垒，尤其是进入国际主流公司的供应链。在规模上，国际主流公司要求其供应商具有一定的生产能力，例如：诺基亚要求塑料结构件供应商的月产能在数百万套以上，较小的公司缺乏相应规模的资本和管理能力。在技术上，消费电子产品生命周期短，更新换代快，供应商也须拥有强大的研发能力，能够开发出外表美观和成本低廉的产品。在运营上，供应商也要具有快速响应的能力，能够协助客户迅速开发新产品，降低客户存货成本。

劲胜股份、比亚迪电子和金利科技是中国大陆少数进入国际主流塑料结构件供应商之列的公司。劲胜股份在过去三年的增长速度遥遥领先于其它公司。我们相信，劲胜股份等中国公司相对其它地区公司的成本优势和日益缩小的技术差距将带来产能向中国转移的趋势。

图表 17：劲胜股份的增长位居行业前列

全球主要塑料结构件公司收入 vs 增长对比图（百万人民币元）



注：纵轴是营业收入 2007 - 2010 的年均增长速度，横轴是各公司 2010 年的营业收入预测值。

资料来源：Bloomberg、Wind、光大证券研究所估计

4、 盈利预测与估值

4.1 前提假设

- 在未来 4 年，公司手机结构件产品的单价将以年均 5% 的速度下滑，平板电脑结构件产品的单价将以年均 4% 的速度下滑；
- 公司将通过产品结构升级等措施维持一定的毛利率，在 2011-2012 年将维持在 23% 以上；
- 公司在全球手机结构件市场占有率由当前的 4.3% 提高至 2013 年的 8.9%；
- 公司产能扩张计划将能够按预期实现。

4.2 预计 2011 和 2012 年将高速增长，毛利率将小幅下滑

我们预计，由于三个扩充产能项目将在 2011 年和 2012 年陆续达产，公司的营业收入将在这两年高速增长，分别为 62% 和 43%；在未来三年，公司的毛利率水平也将小幅下滑，在 2011 - 2013 年将分别为 23.4%，23.2% 和 23.0%。

图表 18：预计 2011 和 2012 年将是高速增长期，毛利率将小幅下滑

分产品营业收入和毛利预测表

万元	2010	2011	2012	2013
公司				
营业收入	97,614	158,351	226,886	254,117
增速	36%	62%	43%	12%
毛利率	23.8%	23.4%	23.2%	23.0%
精密模具				
营业收入	3,667	4,951	6,436	8,367
增速	40%	35%	30%	30%
毛利率	31.0%	30.2%	30.0%	29.5%
精密结构件				
营业收入	93,947	153,400	220,450	245,750
增速	37%	63%	44%	11%
毛利率	23.5%	23.2%	23.0%	22.8%

资料来源：光大证券研究所预测

4.3 公司相对价值低于同业

在 A 股市场中，与公司业务最相似的公司是金利科技，同属于消费电子产品塑料结构件厂商；此外，长盈精密、得润电子和立讯精密等公司生产金属精密结构件。公司当前的估值水平远低于金利科技和上述四家公司的平均值。

按 2011 年每股收益 1.59 元的 40 倍市盈率计算，公司的合理价值为 60.7 元，公司当前股价 42.78 元还有 50% 以上的上涨空间。

图表 19：公司市场估值低于同行业其它公司

同行业相对估值表

证券 代码	公司 名称	当前 股价	EPS(元)			P/E(x)		
			10E	11E	12E	10E	11E	12E
002464	金利科技	24.76	0.42	0.53	0.66	59.0	46.3	37.4
300115	长盈精密	54.98	1.12	1.85	2.83	49.1	29.8	19.4
002055	得润电子	25.58	0.34	0.66	0.97	75.3	38.7	26.4
002475	立讯精密	49.40	0.67	1.01	1.44	73.2	49.1	34.3
	平均值 (PE)	-	-	-	-	64.1	41.0	29.4
	本公司	42.78	0.95	1.59	2.16	45.3	26.9	19.8

资料来源：Wind、光大证券研究所

4.4 绝对价值评估

关键性假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.40%
β (β levered)	0.84
Rm-Rf	9.12%
Ke(levered)	11.06%
税率	12.20%
Kd	4.66%
Ve	1900.09
Vd	6.77
目标资本结构	40.00%
WACC	8.50%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值(百万元)	价值百分比
第一阶段	317.04	6.48%
第二阶段	1519.18	31.06%
第三阶段(终值)	3055.15	62.46%
企业价值 AEV	4891.37	100.00%
加：非经营性净资产	785.08	16.05%
价值		
减：少数股东权益(市	0.00	0.00%
值)		
减：债务价值	6.77	-0.14%
总股本价值	5669.68	115.91%
股本(百万股)	100.00	
每股价值(元)	56.70	
PE(隐含)	59.98	
PE(动态)	44.16	

资料来源：光大证券研究所

敏感性分析

WACC	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%
7.5%	61.31	64.30	67.84	72.09	77.28
8.0%	56.50	58.94	61.79	65.15	69.19
8.5%	52.37	54.38	56.70	59.40	62.60
9.0%	48.77	50.44	52.36	54.56	57.14
9.5%	45.62	47.02	48.62	50.44	52.53

资料来源：光大证券研究所

按绝对估值法，公司的合理价值为 56.70 元，对应 2011 年每股收益 1.59 元 36 倍的市盈率。

4.5 结论

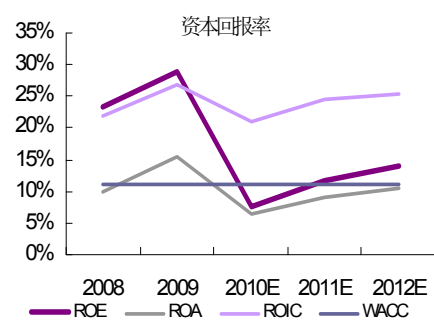
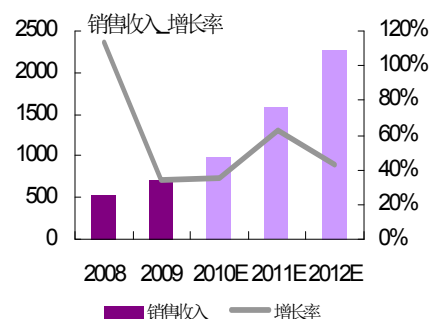
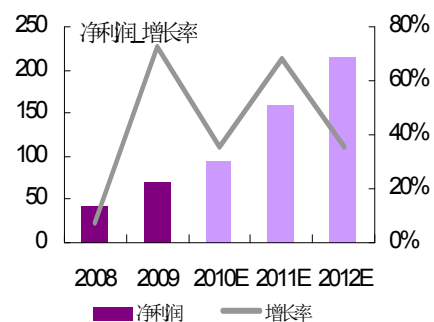
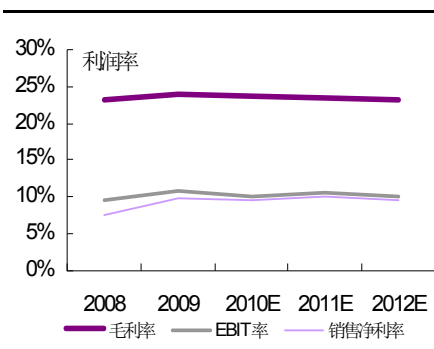
综合上述讨论，保守的考虑，取相对估值和绝对估值中较低的价格，我们认为公司的合理价值为 56.70 元，对应 2011 年每股收益 1.59 元 36 倍的市盈率，当前股价 42.78 还有 30%以上的上涨空间，给予买入评级。

劲胜股份原先划分在塑料制品业的塑料零件制造行业，在 2010 年 11 月中旬才采用新的行业分类：电子元器件制造业。我们认为市场对于公司的了解程度还远不如长盈精密、金利科技等其它电子精密结构件公司，因而给予公司较低的估值。

5、 客户集中是公司的主要风险

公司具有客户过于集中的风险。公司的主要营业收入来自三星、华为等几个大客户，一旦大客户的业绩表现较差或与公司关系恶化，公司将可能面临收入减少的风险。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	537	719	976	1,584	2,269
营业成本	412	548	744	1,213	1,743
折旧和摊销	14	21	21	30	39
营业税费	0	1	1	1	2
销售费用	16	16	21	32	45
管理费用	55	76	112	171	249
财务费用	6	1	-4	-11	-12
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	46	76	102	179	242
利润总额	46	79	108	181	246
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	40.54	69.88	94.53	159.19	216.34

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	412	455	1,469	1,758	2,060
流动资产	284	274	1,132	1,252	1,429
货币资金	62	101	897	877	894
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	58	41	57	92	132
应收票据	25	45	59	95	136
其他应收款	2	1	1	2	3
存货	125	73	103	162	230
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	111	129	254	392	499
无形资产	2	30	29	27	26
总负债	239	212	231	389	523
无息负债	181	148	231	389	523
有息负债	58	64	0	0	0
股东权益	173	243	1,238	1,368	1,537
股本	75	75	100	100	100
公积金	68	75	960	976	986
未分配利润	30	93	178	293	452
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	40	133	134	195	218
净利润	41	70	95	159	216
折旧摊销	14	21	21	30	39
净营运资金增加	10	-5	-3	25	73
其他	-25	47	22	-19	-111
投资活动产生现金流	-46	-73	-178	-199	-165
净资本支出	46	73	178	199	165
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-91	-145	-356	-398	-330
融资活动现金流	47	-21	840	-17	-36
股本变化	51	0	25	0	0
债务净变化	33	6	-64	0	0
无息负债变化	92	-33	84	158	134
净现金流	41	40	796	-21	17

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	112.85%	33.97%	35.72%	62.22%	43.28%
净利润增长率	7.47%	72.37%	35.29%	68.40%	35.89%
EBITDA 增长率	20.34%	50.50%	20.47%	66.43%	36.82%
EBIT 增长率	19.57%	50.54%	26.00%	71.10%	37.87%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	106	61	45	27	20
PB	25	18	3	3	3
EV/EBITDA	50	33	29	18	13
EV/EBIT	63	42	35	21	15
EV/NOPLAT	72	47	40	24	17
EV/Sales	6	4	4	2	2
EV/IC	16	13	8	6	4
盈利能力 (%)					
毛利率	23.31%	23.84%	23.78%	23.42%	23.20%
EBITDA 率	12.18%	13.68%	12.14%	12.46%	11.90%
EBIT 率	9.60%	10.79%	10.02%	10.56%	10.17%
税前净利润率	8.64%	11.00%	11.03%	11.44%	10.84%
税后净利润率 (归属母公司)	7.55%	9.72%	9.68%	10.05%	9.54%
ROA	9.83%	15.36%	6.44%	9.06%	10.50%
ROE (归属母公司) (摊薄)	23.40%	28.74%	7.64%	11.63%	14.07%
经营性 ROIC	21.76%	26.77%	21.01%	24.38%	25.31%
偿债能力					
流动比率	1.20	1.30	4.91	3.22	2.74
速动比率	67.05%	94.96%	446.41%	280.58%	229.50%
归属母公司权益/有息债务	2.98	3.80	-	-	-
有形资产/有息债务	6.82	6.38	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.41	0.70	0.95	1.59	2.16
每股红利	0.00	0.00	0.28	0.48	0.65
每股经营现金流	0.40	1.33	1.34	1.95	2.18
每股自由现金流(FCFF)	0.06	0.22	-0.68	-0.47	0.04
每股净资产	1.73	2.43	12.38	13.68	15.37
每股销售收入	5.37	7.19	9.76	15.84	22.69

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

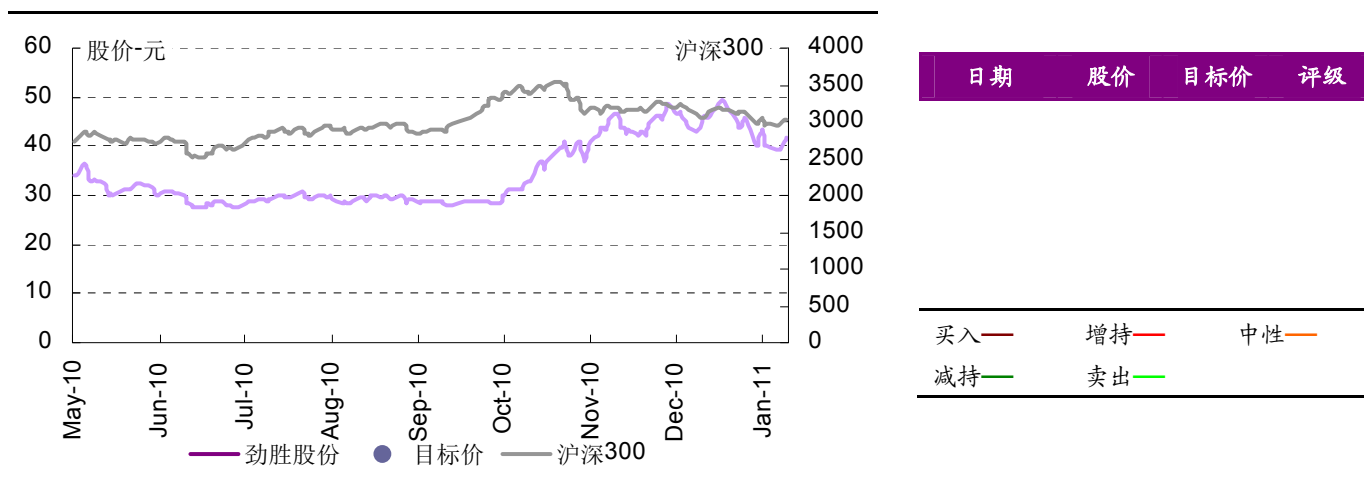
周励谦，北京理工大学，通信与信息系统专业硕士学位。2007 年加入光大证券研究所，现为 TMT 研究团队负责人，主要从事电信服务和通信设备制造行业的研究。2010 年获得新财富最佳分析师第一名，2009 年同时获得新财富及水晶球最佳分析师第一名，2008 年分别获得新财富及水晶球最佳分析师第三名、第一名。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

劲胜股份（300083）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，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。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。