

2011-03-29

电子行业

劲胜股份 300083-SZ

毛利率基本稳定，短期调整提供买入机会

◇ 事件：公司公布年报

◆ 收入增长快于净利润

2010 年，公司实现营业收入 9.6 亿元，增长 33%；实现归属于上市公司股东的净利润 7,526 万元，增长 8%；每股收益 0.75 元。

利润分配方案为：每 10 股送 5 股并派现 2 元。

◆ 毛利润无显著下滑

2010 年，公司的毛利率为 23.1%，相比 2009 年的 23.8% 基本维持稳定，没有出现部分市场人士所担忧的大幅下滑。

毛利率略微下滑的主要原因在于：1) 报告期内员工人数有所增加，人均工资也有上升，人工总成本由 2009 年的 7,590 万元上升至 2010 年的 1.3 亿元，占总成本比例由 14% 上升到 18%；2) 上沙博业工厂扩产项目的试产费用 710 万元计入成本，影响毛利率 0.7 个百分点；3) 主要原材料塑胶原料、油漆占生产成本的比重分别为 30.6% 和 24.7%，报告期内其采购单价同比分别上升了 4.6% 和 1.6%，在其它条件不变的情况下，可影响毛利率约 1.8 个百分点。但公司通过调价方式向下游做了部分转嫁。

我们认为，一次性的试产费用对于公司的影响是短期的；原材料成本上升和人力成本上涨是制造业在通货膨胀的大背景下面临的共同挑战，向下游转嫁是必然趋势。公司已经在通过生产的自动化和流程的改进等手段以尽可能减少对劳动力的依赖，如：自动化机械手的使用，使得公司注塑机对人力的需求量减少到以前的四分之一；模具设计制造和涂装工艺全自动生产调试等方面的研发也正在进行中。

第四季度，公司的毛利率为 22.5%，高于第二季度的 21.7%、2009 年第一季度的 18.6% 和第二季度的 21.9%，我们相信，公司具有优化产品结构和提高产品单价而保持毛利率水平的能力。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	719	960	1,573	2,255	2,523
营业收入增长率	33.97%	33.47%	63.82%	43.37%	11.89%
净利润（百万元）	70	75	147	202	215
净利润增长率	72.37%	7.71%	95.10%	37.83%	6.39%
EPS（元）	0.70	0.75	1.47	2.02	2.15
ROE（归属母公司）	28.74%	6.44%	11.16%	13.73%	13.23%
P/E	59	54	28	20	19

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。

维持

买入

当前价格	41.00 元
目标价格	55.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

赵磊(执业证书编号：S0930510120025)

联系人：

蒯剑

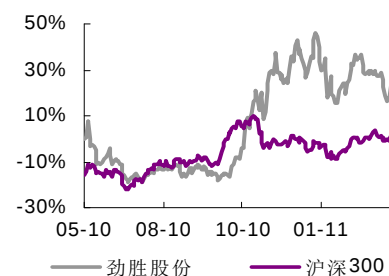
021-22169311

kuaijian@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	100
总市值(百万元)	4,100
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)	0.46
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	-8.98	-10.81	0.00
绝对收益	-6.07	-4.65	0.00

相关报告：

围绕大客户，提供牛产品

..... 2011-02-14

◆管理费用率小幅上升

三项费用率之和由 2009 年的 13.0% 上升至 2010 年的 14.2%，其中管理费用率上升了 1.7 个百分点，销售费用率和财务费用率均小幅下滑。

管理费用率上升的主要原因有：1) IPO 产生的 574 万元一次性费用计入管理费用；2) 增加管理人员工资 609 万元，伙食费、劳动保险费、住房公积金等福利性开支同比增长 1,194 万元。

◆产能和客户需求将大幅增长，研发确保长期竞争力

公司的主要下游应用手机行业增长强劲，尤其是智能手机领域。当前，三星和华为是公司的前两大客户，公司也与中兴、TCL、京瓷、莱尔德等客户建立了良好的关系，但受制于产能的约束，业务量还没有大幅增长。

在 2010 年年中，公司的年产能为 5,500 万套。超募资金项目长沙博业工厂的 3,600 万套年产能自去年第四季度开始释放，现已基本完全达产；上角和长实的超募资金项目有望在今年达产，将新增 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；IPO 募投项目将从 2012 年开始释放产能，逐步新增 4,000 万套年产能，三个项目共将新增年产能 1.3 亿套。

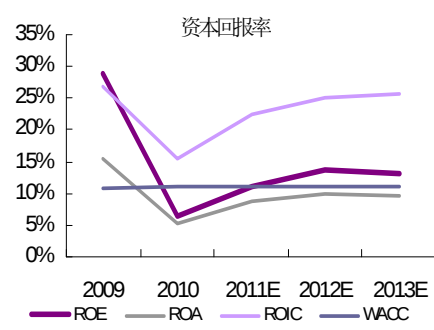
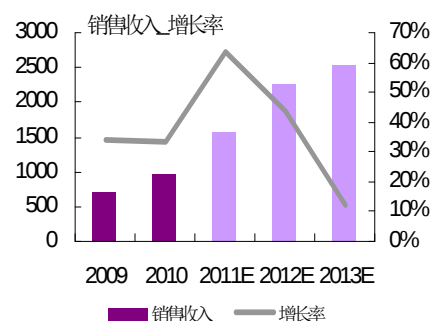
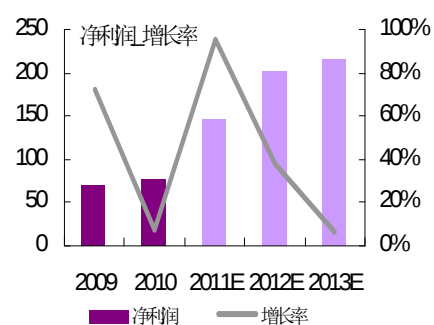
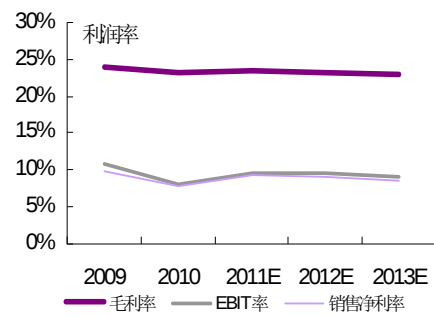
由于产品的时尚特性，外壳在手机等消费电子产品的重要性日益显著，各厂家都在高端机型中不断采用新的外壳产品，研发和技术优势对于精密结构件厂商至关重要。公司重视新产品研发投入，正在开发碳纤维等材质的结构件产品，从而保持精密结构件领域的领先地位。在下游应用方面，公司积极拓展新产品，已实现向奥迪康供应医疗器械结构件和向欧司朗公司 LED 反光片等，并打算开发微机电系统 (MEMS) 等更多领域。

◆市场过分担忧毛利率风险，股份的下调提纲买入机会

公司股价自 1 月 24 日发布业绩快报以来已下调 12%，我们认为，这是因为市场过分担忧毛利率的大幅下滑导致净利率的下滑。年报显示，净利率的下滑主要是由于管理费用率的上升，毛利率并未明显下滑。随着公司规模进一步扩大，管理费用的影响将会降低。

我们预计公司 2011 年 EPS 为 1.47 元，2012 年 EPS 有望达到 2.02 元，动态市盈率分别为 28 倍和 20 倍。维持对公司的买入评级。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	719	960	1,573	2,255	2,523
营业成本	548	738	1,205	1,733	1,943
折旧和摊销	21	26	34	43	48
营业税费	1	1	1	2	2
销售费用	16	21	35	45	50
管理费用	76	118	181	258	296
财务费用	1	-3	-10	-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	76	81	162	228	243
利润总额	79	87	167	231	246
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	69.88	75.26	146.84	202.39	215.32

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	455	1,430	1,688	2,027	2,210
流动资产	274	1,092	1,198	1,416	1,637
货币资金	101	798	837	876	1,014
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	41	81	110	169	146
应收票据	45	16	47	90	151
其他应收款	1	2	2	3	4
存货	73	152	167	232	257
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	129	260	386	488	465
无形资产	30	30	29	27	26
总负债	212	262	372	553	582
无息负债	148	259	372	553	582
有息负债	64	3	0	0	0
股东权益	243	1,168	1,315	1,474	1,628
股本	75	100	100	100	100
公积金	75	908	923	936	936
未分配利润	93	161	293	438	593
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	133	87	221	238	196
净利润	70	75	147	202	215
折旧摊销	21	26	34	43	48
净营运资金增加	-5	28	-4	44	74
其他	47	-42	44	-52	-141
投资活动产生现金流	-73	-217	-189	-165	-10
净资本支出	73	217	189	165	10
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-145	-434	-378	-330	-20
融资活动现金流	-21	827	7	-33	-49
股本变化	0	25	0	0	0
债务净变化	6	-61	-3	0	0
无息负债变化	-33	111	114	181	28
净现金流	40	696	39	40	138

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	33.97%	33.47%	63.82%	43.37%	11.89%
净利润增长率	72.37%	7.71%	95.10%	37.83%	6.39%
EBITDA 增长率	50.50%	5.20%	79.21%	40.21%	7.29%
EBIT 增长率	50.54%	0.29%	94.40%	43.35%	6.46%
估值指标					
PE	59	54	28	20	19
PB	17	4	3	3	3
EV/EBITDA	31	33	18	13	12
EV/EBIT	40	43	22	16	14
EV/NOPLAT	45	50	25	18	16
EV/Sales	4	4	2	1	1
EV/IC	12	8	6	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	23.84%	23.08%	23.37%	23.16%	22.97%
EBITDA 率	13.68%	10.78%	11.80%	11.54%	11.06%
EBIT 率	10.79%	8.11%	9.62%	9.62%	9.15%
税前净利润率	11.00%	9.02%	10.64%	10.24%	9.76%
税后净利润率 (归属母公司)	9.72%	7.84%	9.34%	8.98%	8.54%
ROA	15.36%	5.26%	8.70%	9.98%	9.74%
ROE (归属母公司) (摊薄)	28.74%	6.44%	11.16%	13.73%	13.23%
经营性 ROIC	26.77%	15.33%	22.56%	25.19%	25.54%
偿债能力					
流动比率	1.30	4.17	3.22	2.56	2.81
速动比率	94.96%	359.34%	276.89%	213.85%	237.24%
归属母公司权益/有息债务	3.80	359.78	-	-	-
有形资产/有息债务	6.38	425.18	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.70	0.75	1.47	2.02	2.15
每股红利	0.00	0.00	0.44	0.61	0.65
每股经营现金流	1.33	0.87	2.21	2.38	1.96
每股自由现金流(FCFF)	0.22	-1.47	-0.18	0.24	1.66
每股净资产	2.43	11.68	13.15	14.74	16.28
每股销售收入	7.19	9.60	15.73	22.55	25.23

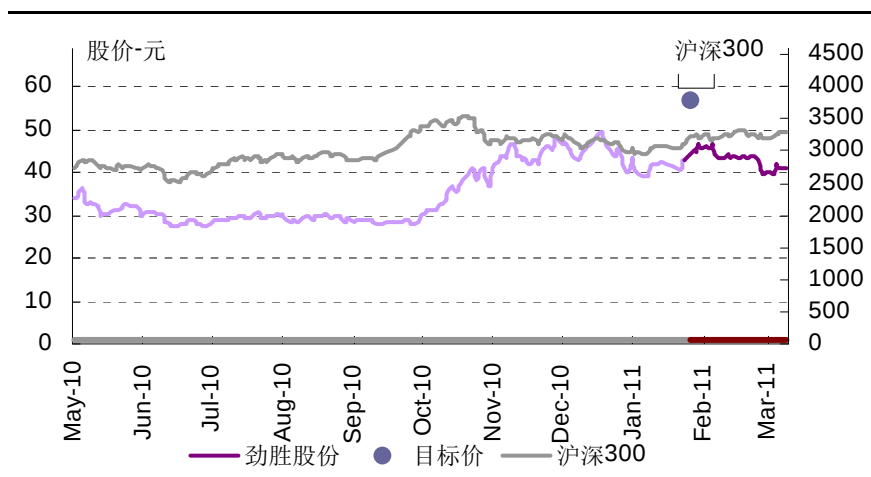
资料来源：光大证券、上市公司

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）



日期	股价	目标价	评级
2011-02-14	42.78	56.70	买入
2011-03-01	42.78	56.70	买入

买入 — 增持 — 中性 —
 减持 — 卖出 —

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	lixy1@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
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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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（以下简称“本公司”）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。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：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，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容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。