

电子行业

署名人: 李超

S0960108082702

021-62178345

lichao@cjis.cn

合理估值区间: 25.5-27.0 元

基本资料

上证综合指数	2524.92
新发行股本(百万股)	30.00
发行后总股本(百万股)	120.00
发行前一年 EPS	0.62
发行后摊薄 EPS	0.46
发行前每股净资产(元)	2.61
计划募集资金总额(亿)	2.83

安洁科技

002635

推荐

聚焦电脑和手机领域、跻身一线终端品牌供应链

投资要点:

- 公司核心业务是电脑产品和手机的功能性器件。公司主要为电脑和手机等消费电子产品提供内部和外部功能性器件,目前公司收入和利润的 80-90%来自电脑业务,其中又以内部器件为主、占了电脑业务的 90%以上。终端品牌客户主要有苹果、惠普、摩托、华硕、索尼、戴尔、RIM、索爱等。
- 未来全球笔记本、平板及智能手机市场仍将保持较快增长。未来全球 PC 市场增量主要来自笔记本领域,根据 Gartner 的预测,2010-2015 年全球移动 PC 出货量年均增长 14.9%,成为拉动整个 PC 市场的主要力量;而同期全球平板电脑市场的出货量有望实现年均 80%左右的增长;预计 2011-2013 年全球智能手机出货量同比增长 73%、43%和 27%,有望突破 8 亿部。
- 行业集中度较为分散、公司具有一定竞争优势。功能性器件企业生产的基本都是非标准化定制产品,采用“按单生产”的配套制造经营模式,这种行业特征决定了很难有企业获得垄断地位,竞争格局较为分散。而参与客户前期设计、为客户提供综合服务是公司核心竞争优势所在。
- 募投项目主要用于大幅扩张计算机产品的产能。公司此次募投项目主要用于扩张个人计算机产品内、外部功能性器件产能。项目计划总投资 2.83 亿元,建设周期 2 年,建成后将新增计算机用内部功能件产能 4.93 亿片,外部功能件 0.59 亿片,产能的大幅提高为未来的发展奠定了坚实的基础。
- 公司合理估值区间 25.5-27.0 元/股。我们预测公司 11-13 年营业收入分别为 4.45、6.47 和 8.63 亿,年均增长 45.5%;净利润分别为 0.92、1.34 和 1.79 亿,年均增长 48.2%;摊薄每股收益分别为 0.77、1.11 和 1.49 元。公司估值区间在 25.5-27.0 元之间,对应 2011 年 35 倍、2012 年 23 倍 PE。

风险提示:

- 市场竞争风险、客户集中度风险、募投项目风险

主要财务指标

单位:百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	280	445	647	863
收入同比(%)	34%	59%	45%	33%
归属母公司净利润	55	92	134	179
净利润同比(%)	15%	66%	45%	34%
毛利率(%)	36.7%	37.3%	37.5%	37.7%
ROE(%)	25.8%	29.9%	32.7%	33.1%
每股收益(元)	0.46	0.77	1.11	1.49
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0	0	0	0

资料来源:中投证券研究所

相关报告

一、公司核心业务是电脑产品和手机的功能性器件

1.1 公司控股股东和实际控制人为吕莉、王春生夫妇

公司 IPO 前总股本为 9000 万股，本次拟公开发行 3000 万股。发行后公司总股本 1.2 亿股，第一大股东吕莉女士持有 38.12% 的股份，第二大股东王春生先生持有 27.00% 的股份，第三大股东君联创投持有 6.93% 的股份，4 名自然人股东和 6 名管理层股东合计持有 2.95% 的股份，社会公众股占 25%。

表 1: 公司 A 股 IPO 前后股权结构

股东名称	IPO 前		IPO 后	
	股份（股）	持股比例	股份（股）	持股比例
吕莉	45,742,725	50.83%	45,742,725	38.12%
王春生	32,400,000	36.00%	32,400,000	27.00%
君联创投	8,321,478	9.24%	8,321,478	6.93%
4 名自然人	3,198,431	3.55%	3,198,431	2.67%
6 名管理层	337,366	0.37%	337,366	0.28%
本次发行 A 股	--	--	30,000,000	25.00%
合计	90,000,000	100.00%	120,000,000	100.00%

资料来源：公司招股书

1.2 公司主要产品是电脑产品和手机等消费电子的功能性器件

公司主要为电脑产品和手机等消费电子产品提供内部和外部功能性器件，产品均属于为客户定制的非标准零部件。

目前，公司收入和利润的 80-90% 来自电脑业务，其中电脑产品业务又以内部功能性器件为主，占了电脑产品业务的 90% 以上，在整个公司的营业收入和利润中占比达到 80% 以上。

图 1: 公司主营收入结构

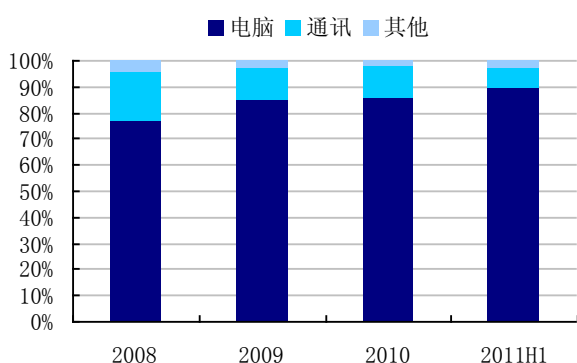
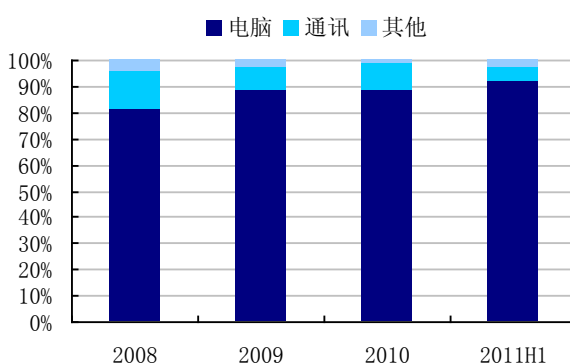


图 2: 公司主营毛利结构

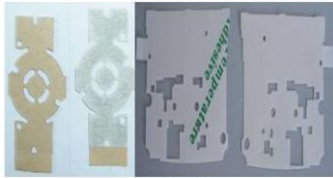
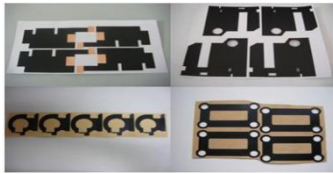
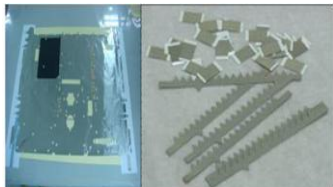


资料来源：公司招股书

公司下游的主要客户可分为组件生产商、代工商以及终端消费电子产品厂商，其中后者可以看作是前两者的下游终端商。公司产品的终端品牌客户主要有苹果、惠普、摩托、华硕、索尼、戴尔、RIM、索爱等。公司产品的终端客户较为集中，以 2010 年为例：苹果为公司贡献了 48.8% 的收入，第二位的惠普贡献了 10.5%，摩托和华硕各贡献了 9% 左右，前五大客户合计占比 80.5%。

此处我们对公司的内、外部功能性器件进行一个简单的介绍。内部功能性器件主要分为粘贴类、绝缘类、屏蔽类及缓冲类，外部功能性器件主要有背光铭牌、触摸鼠标板、视窗防护屏等。

表 2: 公司主要产品

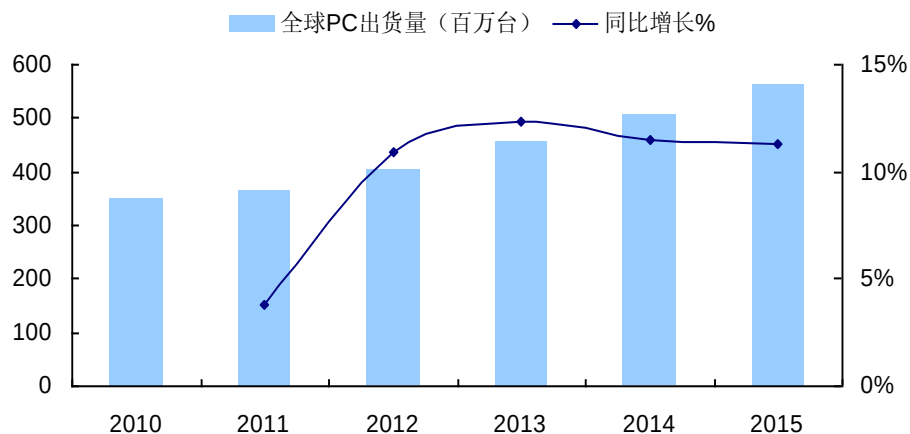
	功能	产品图示	产品功能	典型笔记本使用量	典型手机使用量
内部功能性器件	粘贴		替代传统的螺丝、卡簧等机械式紧固器件，如各类单面或双面胶带等。	12	5
	绝缘		避免紧邻其他部件发生短路现象，如各类高分子薄膜、绝缘纸等	11	2
	屏蔽		在内部用来完成电磁屏蔽功能的，如各类铜箔、铝箔、导电布等	12	2
	缓冲		有一定弹性，在受力时可产生适度形变，有时也起密闭、防尘作用，如各类海绵、橡胶、聚氨酯泡棉等	17	6
外部功能性器件	背光		通常为透光塑胶材质，利用 LED 背光源实现发光的视觉效果	1	0
	触控		当手指接触到板面时，板面上的静电场会发生改变，触摸板控制 IC 会检测出电容改变量，转换成坐标，实现光标的定位	1	0
	视窗防护		液晶显示屏或摄像头最外层，起防止灰尘进入、保护内部机件等作用、通常用硬质高分子薄膜类材料经裁剪等	1	2
合计				55	17

资料来源：公司招股书

二、未来全球笔记本、平板及智能手机市场仍将保持较快增长

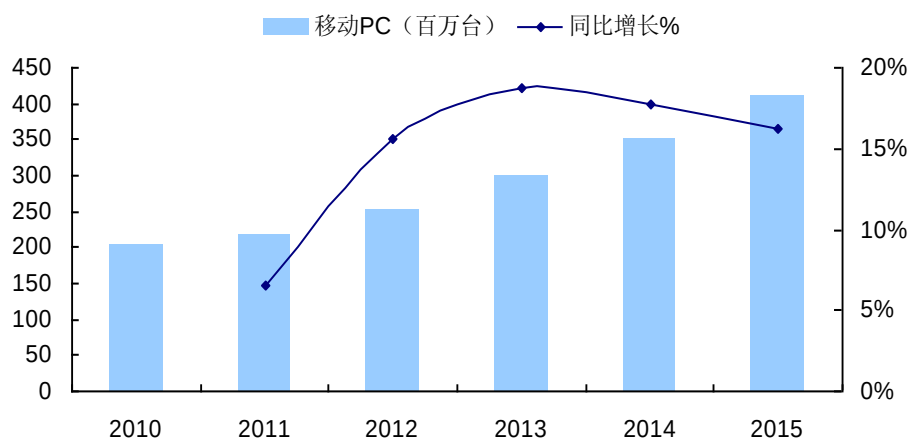
未来全球 PC 市场仍有望保持一个较快的持续增长，其中增量主要来自笔记本领域（此处不含平板）。根据 Gartner 的预测，全球 PC 出货量有望从 2010 年 3.5 亿台增长到 2015 年的 5.6 亿台、年均增速 9.9%；其中桌面 PC 出货量基本维持不变，出货量仅从 1.46 亿部增长到 1.54 亿部；移动 PC 出货量有望从 2 亿部增长到 4.1 亿部、年均增长 14.9%，成为拉动整个 PC 市场的主要力量。

图 3：全球 PC 出货量预测



资料来源：Gartner (September 2011)

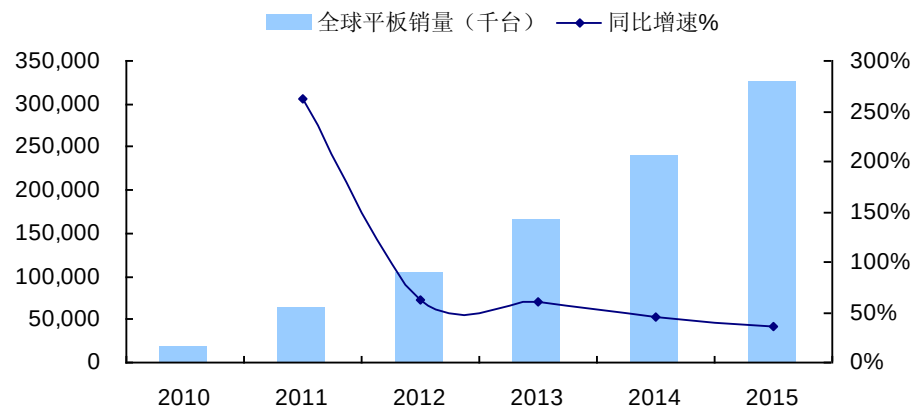
图 4：全球移动 PC 出货量预测



资料来源：Gartner (September 2011)

而以 Apple 的 IPAD 为代表的平板电脑领域则是去年以来消费电子领域最耀眼的产品。根据 Gartner 的预测，全球平板电脑的出货量有望从 2010 年 1760 万部增长到 2015 年的 3.2 亿部以上、年均增速 80% 左右，其中 Apple 公司的 IPAD 出货量有望从 1500 万部左右增长到 1.5 亿部左右、年均增长 60%。虽然随着 Android 系统的平板销售快速增长，IPAD 在整个平板的市场份额将从目前的 80% 下降到 50% 左右，但 Apple 仍将是出货量最大的单一厂商。

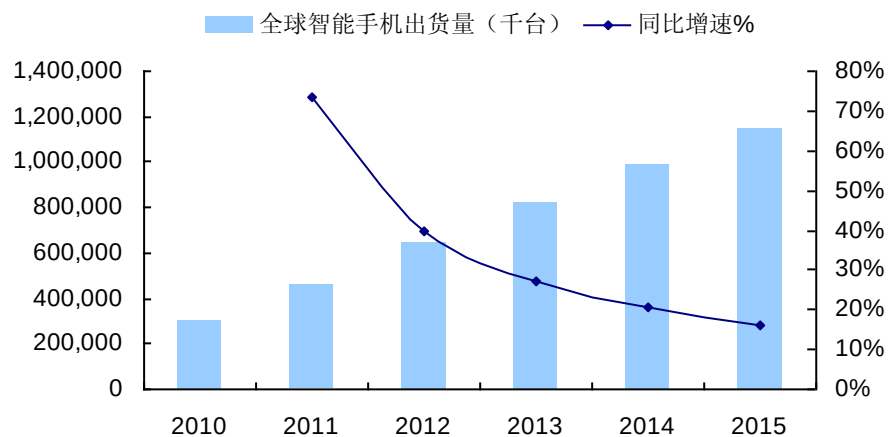
图 5：全球平板电脑出货量预测



资料来源：Gartner (September 2011)

未来两年全球智能手机市场仍将保持快速增长。根据 Gartner 的数据，2011 年全球智能手机出货量有望达到 4.6 亿部、同比增长 73%，其中 Android 系统的出货量增长约 190%、市场份额达到 42%，iOS 系统的出货量增长约 93%、市场份额 20% 左右。2012 年全球智能手机市场仍将保持较快增速，预计出货量可以达到 6.4 亿部、继续增长 40% 左右，其中 Android 系统的出货量增长约 67%、市场份额有望提高到 50%，iOS 系统的出货量增长约 43%、市场份额也稳中有升。2013 年全球智能手机市场出货量预计增长 27% 左右、有望突破 8 亿部。

图 6：全球智能手机出货量预测



资料来源：Gartner (October 2011)

三、行业集中度较为分散、公司具有一定竞争优势

3.1 配套定制、接单生产的行业特征决定了较为分散的竞争格局

消费电子产品功能性器件企业生产的基本都是非标准化定制产品，为终端消费电子产品厂家配套，产品质量满足所配套客户的标准。因此，专业的消费电子产品功能性器件企业均采用“接单生产”的配套制造经营模式，即在获得客户的认证后，根据客户的订单及相应产品的规格和质量参数要求，自主采购原材料或采购客户指定的原材料，设计生产工艺流程，组织批量生产，产品直接发送至用户。这种行业特征决定了很难有企业获得垄断市场地位。

近年来，中国已发展成为全球最大的消费电子产品制造基地，这也带动了消费电子产品功能性器件行业的快速发展。目前，在中国市场展开竞争的厂商大致可以分成定位高端需求的美资日资背景企业、随台湾电子产品代工厂一同进军大陆的台资背景企业、以及公司等为代表的新兴本土力量。

对于功能性器件行业集中度的详细分析，还缺乏相关支撑数据，我们希望能从安洁科技自身的市场占有率来一窥全貌。根据安洁公司业务部门专家估计以及国家统计局的数据，公司在国内笔记本市场的占有率 3%左右、在国内手机市场的占有率 1%左右。

表 3：公司产品市场占有率估计

单位（亿台、亿片）		2008	2009	2010
笔记本	中国笔记本产量	1.09	1.46	2.04
	功能性器件需求	59.95	80.30	112.20
	安洁科技产量	1.82	2.40	2.80
	市场占有率（%）	3.04	2.99	2.50
手机	中国手机产量	5.60	6.19	9.98
	功能性器件需求	95.20	105.23	169.66
	安洁科技产量	1.55	0.92	1.28
	市场占有率（%）	1.63	0.87	0.75

资料来源：公司招股书

3.2 参与客户前期设计、为客户提供综合服务是公司核心竞争优势

安洁科技走的是在世界制造业向中国转移过程中一个典型的本土企业的成长之路，从简单按图加工赚取微薄利润，到积累行业经验获得客户认可之后不断扩展产品领域，再发展到为客户提供设计、测试、制造和服务等综合服务。

我们分析，公司这种参与客户产品的前期设计，为客户提供设计、测试、制造和服务等综合的业务模式是公司当前的核心竞争优势所在。

在这种模式下，首先公司凭借对各材料商众多品种规格具有不同特性参数的材料的深入了解和实际运用经验，为下游客户产品设计及研发提供材料选择方案。此后，公司保持对产品应用的持续跟踪，收集客户的反馈意见，并在研究分析后及时向上游材料商提供有针对性的新产品设计方向建议和老产品技术改造方案。公司充当了下游客户和上游材料供应商之间的沟通桥梁，依靠公司对上下游行业的深入理解和认识，为双方都提供了增值服务。

其次，随着消费电子产品制造技术的不断进步和新材料、新解决方案不断涌现，越来越多的下游客户需要功能性器件的生产厂商不仅能提供合乎规格的产品，更能根据其要求提供新品开发和成本控制的方案。在与下游客户接洽初期，公司往往先不推销具体产品，而是会同下游客户一同分析终端产品的目标市场、价格定位和成本结构，然后才推荐既能符合客户设计需求，又具有最高性价比，同时供货量还能稳定保证的方案。根据公司参与设计研发功能性器件的最终方案，为各品牌终端商提供差异化的产品。

最后，公司通过多年的积累已建立了完善的功能性器件原材料供应商及其产品的数据库，目前该数据库已经收录了全球五百余家功能性器件原材料商近两千五百多种型号的产品信息。使得公司在和国内外供应商、客户交流时都能游刃有余，并能为他们提供有价值的业务技术信息，久而久之公司的高专业水准和公正立场逐渐获得了供应商和客户的认可，并成为广受业界了解和重视的资源与信息汇聚的枢纽，进而公司拥有了相当稳固的客户和渠道资源。

四、募投项目主要用于大幅扩张计算机产品的产能

公司此次募投项目主要用于扩张个人计算机产品内、外部功能性器件产能。项目计划总投资 2.83 亿元，建设周期 2 年。

表 4：募集资金投资项目及投资进度

项目（单位：万元）	总投资	第 1 年	第 2 年	流动资金
个人计算机用内、外部功能性器件扩产	28304.8	15932.9	12371.9	7010.0
总计	28304.8	15932.9	12371.9	7010.0

资料来源：公司招股书

根据 2011 年上半年数据，我们按简单倍乘推测目前公司电脑产品内部器件的产能为 4.4 亿片、外部器件的产能为 1050 万片，产能利用率基本饱和。根据公司招股书，募投项目建成后将新增计算机用内部功能件产能 4.93 亿片，外部功能件 0.59 亿片，产能的大幅提高为未来的发展奠定了坚实的基础。

表 5：产能变化情况

（亿片）	2011 年	项目新增产能	增加比例	达产后整体产能
内部器件	4.4	4.93	112%	9.33
外部器件	0.105	0.59	562%	0.695
合计	4.505	5.52	122.5%	10.025

资料来源：公司招股书

五、A 股可比公司估值对应 2012 年 23 倍 PE

目前 A 股市场可比公司主要是消费电子或移动终端产业链上的配套公司，我们选取了从事手机内部连接器业务的长盈精密、从事电脑连接器业务的立讯精密和得润电子、从事微电声器件业务的歌尔声学、从事镜头光学滤光片业务的水晶光电和手机保护屏生产的星星科技。根据 Wind 一致盈利预测数据，这 6 家企业的估值中枢对应 2011 年 35 倍、2012 年 23 倍 PE。

表 6：A 股可比电子类公司估值

股票代码	公司名称	股价 2011/11/9	EPS				P/E			
			09A	10A	11E	12E	09A	10A	11E	12E
300115.SZ	长盈精密	37.74	0.32	0.53	0.92	1.34	119.7	71.5	40.8	28.1
002475.SZ	立讯精密	38.69	0.32	0.50	1.09	1.69	119.2	77.9	35.5	22.9
002055.SZ	得润电子	21.81	0.15	0.29	0.61	0.94	146.2	75.7	35.5	23.2
002241.SZ	歌尔声学	26.79	0.14	0.39	0.69	1.10	185.1	68.2	38.8	24.3
002273.SZ	水晶光电	37.21	0.49	0.79	1.17	1.68	75.8	46.9	31.8	22.2
300256.SZ	星星科技	23.70	0.28	0.54	0.79	1.24	85.8	43.7	30.0	19.1
中值							119.5	69.8	35.5	23.0
均值							122.0	64.0	35.4	23.3

资料来源：Wind

六、风险提示

6.1 市场竞争风险

消费电子产品功能性器件市场已处于充分竞争状态，国内同行业企业在不同的细分市场、销售区域和终端客户拥有各自的竞争优势。由于该行业本质上属于配套加工行业，可能会有其它具有相关设备和类似生产经验的企业加入到该行业中来，以及现有竞争对手通过技术创新、经营模式创新等方式不断渗透到公司的主要业务领域、配套客户和销售区域。

6.2 客户集中度风险

2008-2010 年和 2011 年上半年，接受同一实际控制人控制的客户合并计算，本公司前五大客户的合计销售额占营业收入的比重分别为 54.86%、56.37%、65.73% 和 78.75%。

公司的主要客户相对集中，是由消费电子产品制造产业链的特征决定的。此外，近年来苹果公司的产品风靡全球，公司抓住机会，在保持和原有其他客户合作关系的前提下，尽量将产能向苹果相关产品倾斜，这也导致了公司客户集中度的提高、提升了公司对大客户依赖的风险。

6.3 募投项目风险

随着本次募投项目的顺利实施，公司主营产品消费电子产品功能性器件的产能将显著扩大。尽管公司已对本次募集资金投资项目进行了认真细致的可行性研究，公司与众多消费电子产品制造商有着长期合作的历史，可在较大程度上保证产品的市场销售，但未来不能排除客户会根据其面临的市场销售情况而调整对公司部分产品的采购意向，公司在拓展新客户的过程中也会面临一定的不确定因素，可能导致本次募集资金拟投资项目投产后面临一定的市场拓展和产能消化风险。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	190	275	376	485
现金	45	50	50	50
应收账款	109	169	246	328
其他应收款	0	1	2	2
预付账款	6	10	14	19
存货	28	45	65	86
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	127	208	286	359
长期投资	0	0	0	0
固定资产	100	189	273	348
无形资产	12	12	12	12
其他非流动资产	16	7	1	0
资产总计	317	483	662	844
流动负债	101	176	254	303
短期借款	37	106	153	168
应付账款	56	70	101	134
其他流动负债	8	0	0	0
非流动负债	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	102	176	254	303
少数股东权益	0	0	0	0
股本	90	120	120	120
资本公积	80	50	50	50
留存收益	45	137	238	371
归属母公司股东权益	215	307	409	541
负债和股东权益	317	483	662	844

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	26	29	81	128
净利润	55	92	134	179
折旧摊销	0	7	12	17
财务费用	3	3	5	7
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-78	-74	-80
其他经营现金流	-33	4	4	4
投资活动现金流	-62	-90	-90	-90
资本支出	71	90	90	90
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	10	0	0	0
筹资活动现金流	48	66	9	-38
短期借款	37	69	47	16
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	50	30	0	0
资本公积增加	80	-30	0	0
其他筹资现金流	-120	-3	-38	-54
现金净增加额	9	5	0	0

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	280	445	647	863
营业成本	177	279	404	538
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	5	8	12	16
管理费用	20	32	47	63
财务费用	3	3	5	7
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	74	123	178	239
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	74	123	178	239
所得税	18	31	45	60
净利润	55	92	134	179
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	55	92	134	179
EBITDA	76	133	196	263
EPS (元)	0.46	0.77	1.11	1.49

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	33.8%	58.9%	45.3%	33.5%
营业利润	12.7%	66.7%	45.4%	34.2%
归属于母公司净利润	15.1%	65.7%	45.4%	34.2%
获利能力				
毛利率	36.7%	37.3%	37.5%	37.7%
净利率	19.8%	20.7%	20.7%	20.8%
ROE	25.8%	29.9%	32.7%	33.1%
ROIC	27.8%	25.9%	26.9%	28.0%
偿债能力				
资产负债率	32.1%	36.4%	38.3%	35.9%
净负债比率	36.47	60.31%	60.18	55.61%
流动比率	1.87	1.56	1.48	1.60
速动比率	1.59	1.31	1.23	1.32
营运能力				
总资产周转率	1.09	1.11	1.13	1.15
应收账款周转率	3	3	3	3
应付账款周转率	4.02	4.44	4.73	4.57
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.46	0.77	1.11	1.49
每股经营现金流(最新摊薄)	0.21	0.24	0.68	1.07
每股净资产(最新摊薄)	1.79	2.56	3.40	4.51
估值比率				
P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	0	0	0	0

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

李超, 电子行业分析师, 南京大学管理学硕士, 拥有大型合资通信设备公司多年实业经验。

2008.7-2010.10 任中投证券研究所交通运输行业分析师, 先后挖掘了铁龙物流、现代投资、楚天高速、澳洋顺昌等个股的投资机会, 获今日投资 2009 年“交通运输行业最佳分析师入围奖”

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434