

目 录

具有核心竞争优势的消费电子功能器件提供商	4
以笔记本电脑功能件产品为主 毛利率水平较高	4
行业内认可度高 大客户优势明显	5
提供方案设计等一站式服务 提升产品附加值	6
下游行业市场空间广阔 增长状况良好	6
下游为 NB 及手机等消费电子行业 市场容量巨大	6
NB 增长率将放缓 Tablet 将成为替代性新热点	6
智能手机渗透率不断提高 高景气将持续	7
契合消费电子产品轻薄化及小型化大趋势 未来前景广阔	8
募投项目将大幅扩张产能	9
盈利预测与估值定价	9
盈利预测	9
估值定价	10
风险因素	10
宏观经济环境变动的风险	10
客户集中度较高的风险	10
新增产能是否能被市场消化的风险	10

图表目录

图 1: 公司营收分产品占比	4
图 2: 公司综合毛利率变化情况	5
图 3: 公司主要下游品牌客户营收占比	6
图 4: 全球 NB 出货量及增长率预测	6
图 5: 全球平板电脑出货量及增长率预测	7
图 6: 全球手机及智能手机出货量	8
图 7: 电子产品轻薄化及小型化趋势日益明显	8
表格 1: 公司主要产品介绍	4
表格 2: 公司募投项目财务指标	9
表格 3: 盈利预测核心假设	9
表格 4: 行业及可比上市公司估值水平	10

具有核心竞争优势的消费电子功能器件提供商

以笔记本电脑功能件产品为主 毛利率水平较高

公司主要产品为笔记本电脑（以下简称 NB，Notebook）和手机功能件，目前生产类似产品的上市公司较少。功能件从使用部位的不同可以分为内部功能件和外部功能件两大类，主要完成粘帖、绝缘、屏蔽、缓冲等工作。另外，公司还有部分 Cover lens 产能，并且把 Cover lens 归类到视窗防护功能件中。

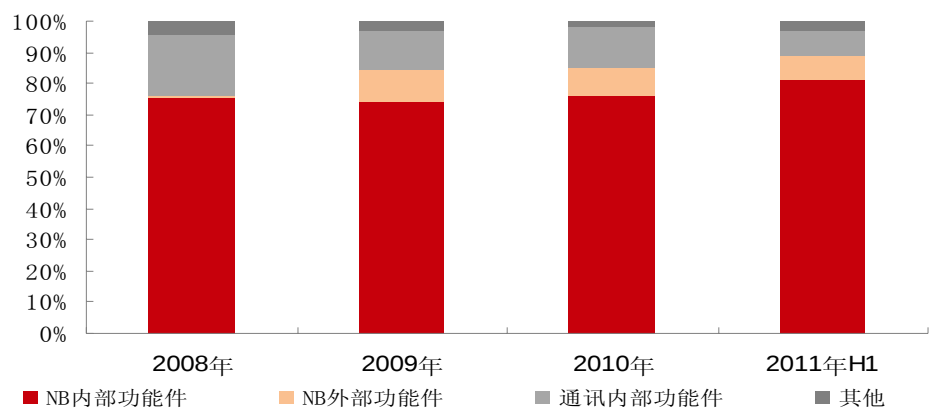
表格 1：公司主要产品介绍

大类	功能	主要产品
内部功能件	粘帖	双面胶
	绝缘	绝缘片
	屏蔽	金属箔片、导电泡棉、导电织布、吸波材、屏蔽材
	缓冲	缓冲条、缓冲垫、麦克风防尘垫
外部功能件	视窗防护	液晶显示屏防护盖板、图像传感器防护盖板
	背光	产品商标的背光铭牌
	触控	鼠标触控板

资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

公司较早从事笔记本电脑内部功能件的制造服务，报告期内，面向笔记本电脑行业实现的销售毛利额占全部毛利额的比重分别为 91.85%、88.61%、88.77%和 81.52%，其中内部功能器件占比均在 80%以上，为公司利润的主要来源。

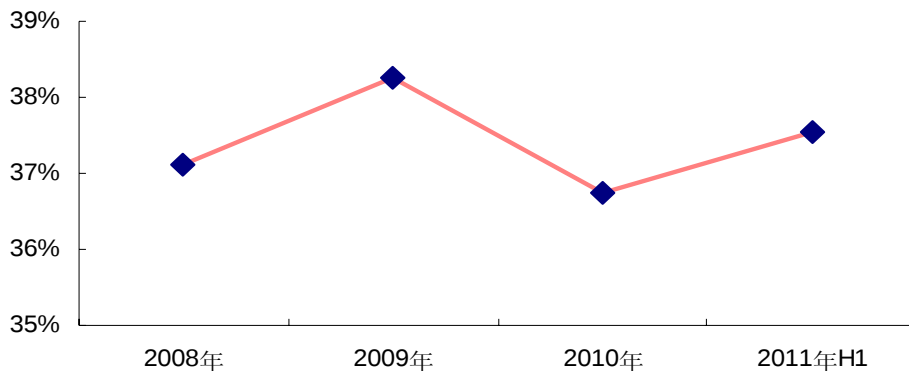
图 1： 公司营收分产品占比



资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

报告期内公司综合毛利率保持在 35%以上，占主导地位的 NB 内部功能件毛利率在 38%-40%之间，而通讯产品毛利率维持在 26%-28%之间。公司的毛利率在电子制造业中属于较高水平，这体现了公司的竞争优势及良好的议价能力。

图 2： 公司综合毛利率变化情况



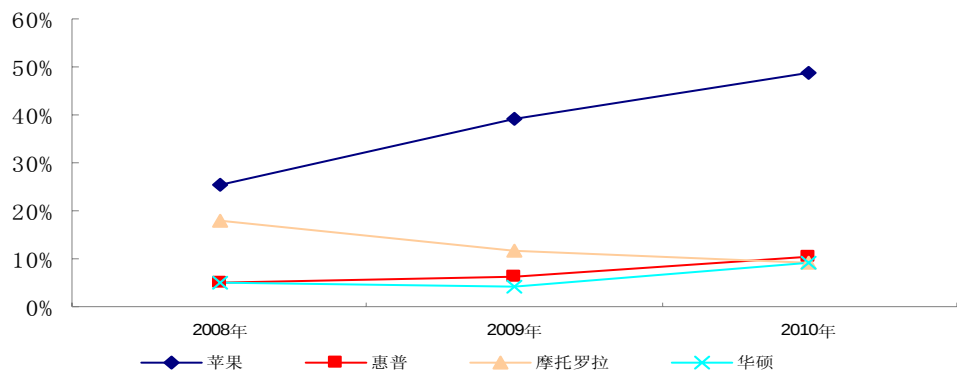
资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

公司毛利率较高有多方面的原因。首先，公司在报告期内牢牢抓住了苹果这个大客户，苹果营收占比不断扩大，提升了总体毛利率水平。另外，公司在生产过程中参与客户产品的前期设计，为客户提供功能性器件设计、测试、制造和服务等综合服务。因此，公司产品定价中不仅包含了原料及加工费，还包含了参与客户设计研发产品形成的附加值，这也是公司核心竞争优势所在。

行业内认可度高 大客户优势明显

公司经过多年的潜心耕耘，与一批领先的国际消费电子企业建立了稳固的合作关系，拥有一批稳定的核心客户群。公司终端及直接客户共约有 100 多家，其中著名的国际品牌客户包括苹果、惠普、摩托罗拉、索尼、戴尔、华硕、RIM、富士康等等。由于这些客户对上游供应商的考察及认证非常严格，我们认为这代表了公司在行业内的认可度及竞争实力。同时，高的客户认证难度也为行业提供了一定的壁垒，公司客户以著名品牌企业为主的特征决定了公司客户队伍有极强的稳定性。报告期内公司来源于苹果的营收占比迅速扩大，由 2008 年的 25.60%增长至 2010 年的 48.80%。

图 3： 公司主要下游品牌客户营收占比



资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

提供方案设计等一站式服务 提升产品附加值

公司在生产过程中会和品牌终端厂商共同开发，为其提供相关功能件的方案设计，并逐步完成包括性能测试、小量试制、批量生产等一站式服务。在这种业务模式下，公司充当了下游客户与上游材料供应商之间的沟通桥梁，形成了一定的原材料议价能力。此外，消费电子产品更新换代很快，如果只是单纯的接单制造，那么产品附加值有限，毛利率也难以提升。公司的业务模式使得其能够参与到功能性器件的研发设计中来，最终形成定制化和差异化的产品，也享受了参与客户设计研发产品形成的附加值。

下游行业市场空间广阔 增长状况良好

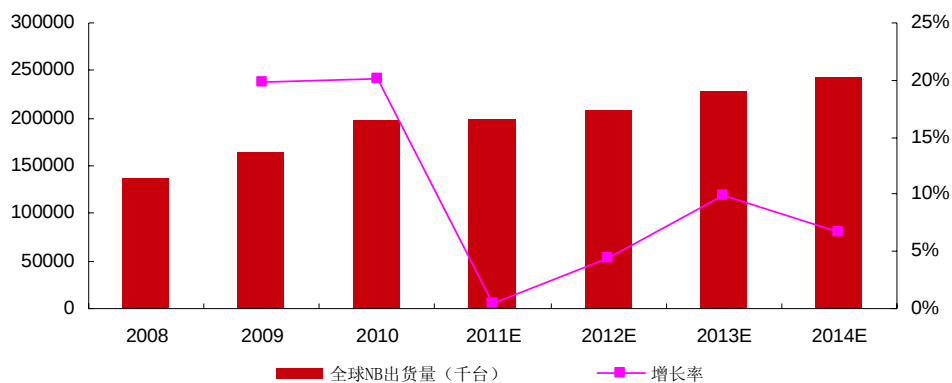
下游为 NB 及手机等消费电子行业 市场容量巨大

公司下游为笔记本电脑和手机等行业的大客户，需求近年来保持稳步增长。笔记本电脑和手机都是广泛使用的消费电子产品，其功能升级、款式翻新的速度很快，市场空间很大。根据公司招股书的资料，平均每台笔记本电脑需要内部功能器件 52 个，外部功能器件 3 个；每部手机需要内部功能器件 15 件，外部功能器件两个。根据 Digitimes 的预测，11 年全球笔记本出货量约为两亿台，这样所需功能器件大概为 110 亿件左右。手机方面，iSuppli 预计 11 年手机出货量将达到 15.3 亿部，这样手机功能器件年需求量在 260 亿件左右，市场空间非常巨大。

NB 增长率将放缓 Tablet 将成为替代性新热点

由于受到平板电脑的冲击，以及整体经济大环境低迷的影响，NB 市场 11 年基本上处于零增长态势。但我们预计 12 年开始这两大不利因素都将趋缓，加上 Ultrabook、Ivy Bridge 与 Windows 8 的带动，全球 NB 市场会恢复增长的态势，但增长率会放缓至 10% 以下。根据 Digitimes 的最新预测，12 年 NB 出货量增长率仅为 4.3%。

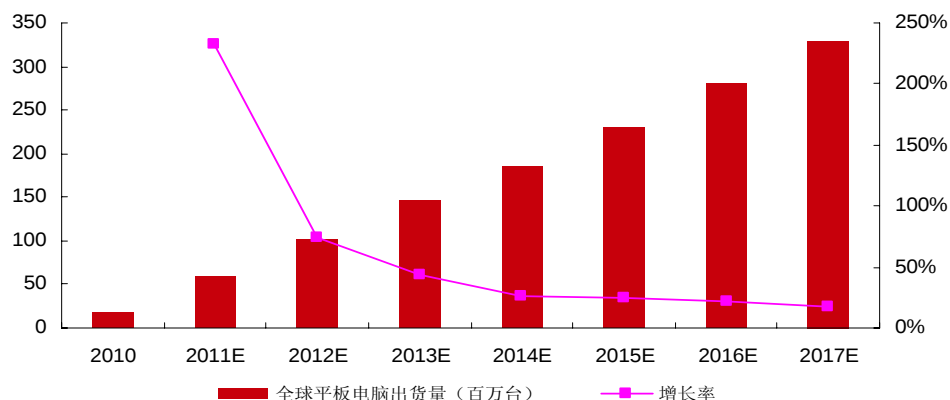
图 4： 全球 NB 出货量及增长率预测



资料来源: Digitimes, 华泰联合证券研究所

平板电脑方面, iPad 出现后无疑创造了一个新的市场, 并且已经深刻地改变了人们的消费习惯。根据 DisplaySearch11 年 10 月底的最新预测, 2011 年全球平板电脑出货量将略低于 6000 万台, 不过到了 2017 年有机会成长到 3 亿 3 千万台, 未来几年复合增速达到 34% 左右。

图 5: 全球平板电脑出货量及增长率预测



资料来源: DisplaySearch, 华泰联合证券研究所

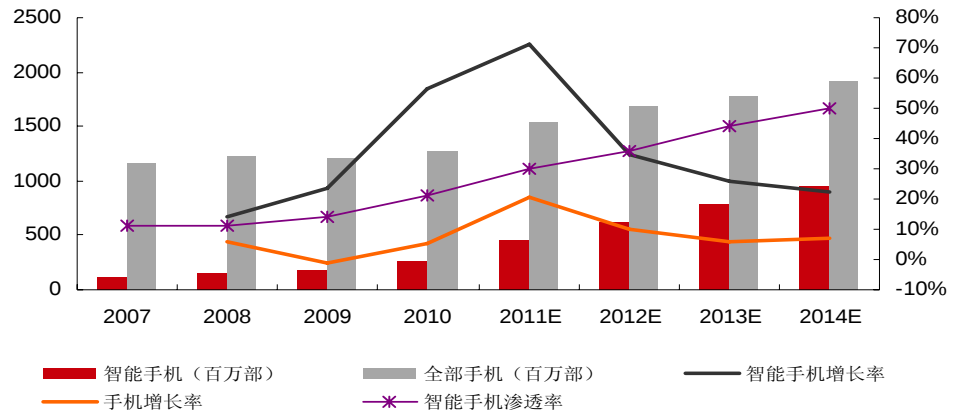
值得注意的是公司已成功进入苹果 iPad 产业链, 而目前 iPad 在平板电脑中的地位还没有其他厂商能够真正动摇, 牢牢占据 65% 以上的市场份额。我们对未来 iPad 在 Tablet 市场的表现持乐观态度, 主要由于苹果在 Tablet 市场已经构筑了自己完整的产业链, 在核心 CPU、终端及应用软件上都建立了自己的壁垒。11 年众多厂商推出的 Android 平板, 更多地是一种战略防御态势。当然未来 Windows 8 的平板也会挤占一部分的市场份额, 但基本不会对 iPad 的优势地位有重大影响。

智能手机渗透率不断提高 高景气将持续

公司手机终端客户主要包括苹果、RIM、索尼爱立信、摩托罗拉等, 基本为国际一线智能手机生厂商。而在整体手机增长率放缓的背景下, 智能手机渗透率的提升将成为

电子行业的一大亮点。根据 Gartner 的最新预测，2011 年全球智能出货量将达到 4.6 亿部，同比增长 70%以上。预计 2012 年智能手机出货量将达到 6.2 亿部，增长率依然有 35%左右。另一方面，今年智能手机渗透率仅为 30%左右，还有巨大的提升空间。Gartner 预计 2015 年智能手机渗透率达到 50%，全球将真正迎来智能手机时代。

图 6： 全球手机及智能手机出货量

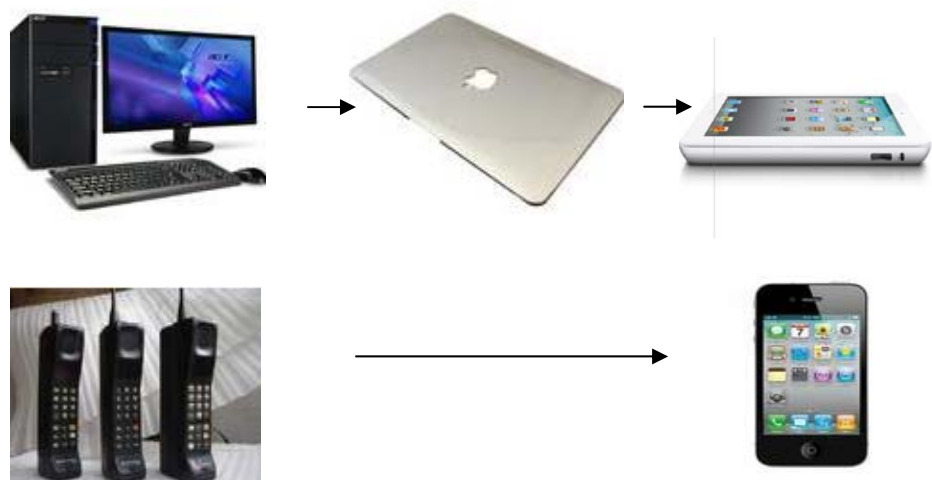


资料来源：Gartner，华泰联合证券研究所

契合消费电子产品轻薄化及小型化大趋势 未来前景广阔

从消费升级及电子产业变迁的角度来看，我们认为公司产品契合了消费电子产品轻薄化和小型化的大趋势，未来前景非常广阔。公司的主要下游终端从台式机发展到笔记本电脑再到目前流行的平板，移动性增强，抗振动抗冲击要求增强，因此使用的粘结缓冲件增多；体积减小，电路间距减小，因此电磁屏蔽件增多。例如，手机芯片需要屏蔽见，但台式机可能需要就比较少。另外，随着电子设备移动化趋势增强，和身体接触更多，绝缘标准更高，因此也就需要更多的绝缘件。

图 7： 电子产品轻薄化及小型化趋势日益明显



资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所整理

从台式机到 NB 再到 iPad，公司在每台设备上获得的 ASP 逐年提升，处于良性增长的态势。未来 iPad 3 推出后，我们预计公司 ASP 还有进一步提升的空间。

募投项目将大幅扩张产能

公司募投项目为个人计算机用内外部功能性器件扩能项目，主要在公司现有厂房内实施。其中内部功能器件主要为各类粘贴、绝缘、缓冲、屏蔽等内部器件；外部功能器件主要为触摸鼠标屏、背光铭牌、视窗防护屏等外部器件。通过项目的建设，公司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。我们看好公司本次募投项目的前景，下游消费电子的旺盛需求将消化公司的新增产能。

表格 2：公司募投项目财务指标

项目	指标值
项目总投资（万元）	28304.8
营业收入（万元）	56725.0
净利润（万元）	8586.9
所得税后项目内部投资收益率	22.2%

资料来源：招股书，华泰联合证券研究所

盈利预测与估值定价

盈利预测

表格 3：盈利预测核心假设

分类	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万）	280.05	407.54	595.74	810.54
YOY	33.8%	45.5%	46.2%	36.1%
综合毛利率	36.7%	37.4%	38.1%	38.0%
其中：NB 内部功能件（百万）	213.66	327.60	468.00	616.00
YOY	37.0%	53.3%	42.9%	31.6%
毛利率	38.9%	39.0%	40.0%	40.0%
其中：NB 外部功能件（百万）	25.46	39.00	86.80	153.60
YOY	17.8%	53.2%	122.6%	77.0%
毛利率	31.4%	32.0%	32.0%	32.0%
销售费用率	1.78%	1.80%	1.79%	1.79%
管理费用率	7.31%	6.47%	6.75%	6.66%

资料来源：公司公告、华泰联合证券研究所预测

估值定价

由于目前 A 股基本没有主营生产 NB 及手机功能件公司，我们主要选取了与公司业务接近的 6 家公司作为参照。目前行业可比公司 11 年平均 PE 为 33.2 倍。我们认为公司的合理的股价区间为 16.56-19.44 元，对应 2011 年的 PE 为 23-27 倍。

表格 4： 行业及可比上市公司估值水平

可比公司	收盘价	EPS			PE		
	2011-11-10	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
长盈精密	38.03	0.92	1.39	1.91	41.34	27.36	19.91
锦富新材	17.09	0.60	0.81	1.02	28.48	21.10	16.75
立讯精密	38.75	1.11	1.71	2.30	34.91	22.66	16.85
卓翼科技	18.80	0.74	0.53	0.80	25.41	35.47	23.50
星星科技	23.41	0.79	1.22	1.74	29.63	19.19	13.45
劲胜股份	16.18	0.41	0.68	0.88	39.46	23.79	18.39
可比公司平均					33.21	24.93	18.14
行业均值（申万二级分类）					23.87	18.67	12.78
行业中值（申万二级分类）					29.01	21.89	14.74

资料来源：Wind、华泰联合证券研究所预测

风险因素

宏观经济环境变动的风险

消费电子产品的市场需求受宏观经济和国民收入水平影响较大。国家宏观经济形势的变化、有关产业政策的调整都会影响到消费电子产品制造行业的景气度，进而影响到对消费电子产品功能性器件的需求。公司功能性器件主要用于 NB 及手机，这两种消费性电子产品销量受经济形势影响较大。

客户集中度较高的风险

接受同一实际控制人控制的客户合并计算，2008、2009、2010 和 2011 年 1-6 月公司前五大客户合计销售额占当期销售总额的比例分别为 54.86%、56.37%、65.73%和 78.75%，总体上呈现上升态势。如果前几位客户因其生产经营发生重大不利变化而减少订单，可能会给公司的生产和销售带来不利影响。

新增产能是否能被市场消化的风险

随着公司募投项目的实施，公司产能将显著放大。尽管公司董事会已对募投项目进行了认真细致的可行性研究，对市场、技术、财务等因素进行了充分的论证分析，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。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	190	314	396	534	营业收入	280	408	596	811
现金	45	38	40	40	营业成本	177	255	369	503
应收账款	109	164	239	325	营业税金及附	0	1	1	1
其他应收	0	3	3	4	营业费用	5	7	11	15
预付账款	6	7	10	15	管理费用	20	26	40	54
存货	28	102	104	151	财务费用	3	2	5	6
其他流动	0	0	0	0	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	127	122	263	298	公允价值变动	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	100	102	246	284	营业利润	74	115	169	231
无形资产	12	12	12	12	营业外收入	1	1	1	1
其他非流	16	9	5	3	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	317	436	659	833	利润总额	74	115	169	231
流动负债	101	135	231	231	所得税	18	29	43	58
短期借款	37	53	115	76	净利润	55	86	127	173
应付账款	56	71	105	145	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动	8	11	10	11	归属母公司净	55	86	127	173
非流动负	0	0	0	0	EBITDA	76	122	184	252
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.62	0.72	1.06	1.44
其他非流	0	0	0	0					
负债合计	102	135	231	231	主要财务比率				
少数股东	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	90	120	120	120	成长能力				
资本公积	80	50	50	50	营业收入	33.8%	45.5%	46.2%	36.1%
留存收益	45	131	258	431	营业利润	12.7%	56.2%	47.3%	36.6%
归属母公	215	301	428	601	归属母公司净	15.1%	55.1%	47.4%	36.6%
负债和股	317	436	659	833	获利能力				
					毛利率(%)	36.7%	37.4%	38.1%	38.0%
					净利率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	19.8%
					ROE(%)	25.8%	28.6%	29.6%	28.8%
					ROIC(%)	27.8%	27.9%	26.0%	28.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	32.1%	30.9%	35.0%	27.8%
					净负债比率(%)	36.47%	39.12%	49.90	32.74
					流动比率	1.87	2.33	1.72	2.31
					速动比率	1.59	1.57	1.27	1.66
					营运能力				
					总资产周转率	1.09	1.08	1.09	1.09
					应收账款周转	3	3	3	3
					应付账款周转	4.02	4.02	4.18	4.02
					每股指标(元)				
					每股收益(最新	0.46	0.72	1.06	1.44
					每股经营现金	0.21	-0.17	0.79	0.80
					每股净资产(最	1.79	2.51	3.57	5.01
					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

数据来源: 华泰联合证券研究所

华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。