

证券研究报告

电子零部件制造



分析师 刘亮  
021-3856 5917  
liuliang@xyzq.com.cn  
SAC:S0190510110014

推荐

安洁科技 (002635)

联系人: 韩林  
021-38565605  
hanlin@xyzq.com.cn

轻薄化趋势催生功能件需求, 有望伴随品牌厂商成长

2011 年 12 月 7 日

近期我们调研了安洁科技, 与公司董秘李棱先生进行了交流。我们的主要观点如下:

- **公司简介:** 苏州安洁科技股份有限公司位于苏州市吴中区, 成立于 1999 年 12 月, 是一家专业为笔记本电脑和手机等消费电子产品提供功能性器件生产及相关服务的企业。公司 2010 年主营业务收入 2.8 亿, 净利润 5549 万元, 预计 2011 年营收约 4.5 亿, 净利润约 9200 万, 实现了高速成长。公司发行前总股本 9000 万股, 本次 IPO 发行 3000 万股, 发行后总股本 1.2 亿股, 发行价格为 23 元/股, 董事长王春生、总经理吕莉为夫妻关系, 为公司实际控制人, 合计持股比例为 65%。
- **消费电子轻薄化趋势催生功能性器件需求:** 公司主要产品为笔记本电脑 (含平板电脑) 和手机等消费电子产品中使用的内部和外部功能性器件。具体来说, 内部功能件包括粘贴功能器件 (替代传统螺丝、卡簧, 完成器件连接和固定, 如单双面胶带)、绝缘功能器件 (起隔离和绝缘作用, 如高分子薄膜、绝缘纸)、屏蔽功能器件 (防止电磁干扰, 如铜箔、铝箔、导电布) 和缓冲功能器件 (减轻震动, 同时密封防尘, 如海绵、橡胶、聚氨酯泡沫); 外部功能性器件包括背光铭牌、触摸鼠标板、视窗防护屏等。消费电子中平板电脑的异军突起及笔记本电脑、智能手机的轻薄化趋势对其内部结构提出了更为苛刻的要求, 在更小的空间集中大量的电子元器件, 而原有的性能不能有所牺牲, 这就催生了对内部功能性器件产品的需求增长。根据公司招股书, 单台笔记本电脑需要内部功能件 52 个, 外部功能件 3 个, 单部手机需要内部功能件 15 个, 外部功能件 2 个, 全球每年笔记本电脑出货量约 2 亿台, 手机出货量约 15 亿只, 功能器件市场空间巨大。
- **产业链封闭化趋势有利于利润向零件商转移:** 消费电子制造产业链可以简单分为 5 层: 第一层为终端品牌厂, 如苹果、三星, 第二层为整机代工厂, 如广达、仁宝; 第三层为模组厂, 如 TDK、Wintek; 第四层为大结构件厂, 如可成、大昶; 第五层为零件商, 如公司。过去公司这样的零件厂商主要服务于代工厂、组件厂, 代工厂自主选择功能件供应商, 功能件厂商靠低价竞标, 利润率较低, 05-08 年苹果也是采用这种模式, 没有控制结构件供应商。08 年后苹果带动了产业链的变革, 苹果将其功能件供应商封闭, 在功能器件端只选择了 5 家供应商, 料件、出货量、价格都有苹果指定, 功能件厂商对苹果的配合度更好, 产业链封闭使得产业链上一部分利润从代工厂逐步向零件商转移, 这是公司作为功能性器件厂商具有较高利润率的核心原因之一。在苹果的示范下, 现在整个供应链都有封闭化的趋势, 不光传统的 IT 厂商效仿, 新进入消费电子领域的 Barnes & Noble 和 Amazon 也采用了这种模式。行业的这种趋势对公司维持盈利能力有利。
- **苹果“御用”供应商之一, 充分受益于苹果成长:** 公司是苹果的 5 家功能性器件供应商之一, 针对苹果

产品（包括 iPad、iPhone 和 Macbook）的销售占公司整体营收比例较高。2010 年公司对苹果产品销售占总收入的 48%，2011 年这一比例可能将上升至 60%，其中 iPad 产品占据了公司对苹果销售的 75%，公司占苹果 iPad 功能件供应比例约为 25%-30%。2011 年苹果 iPad 出货量有望达到 3800 万部，占据全球平板电脑市场 76% 的市场份额，2012 年 iPad 出货量有望达到 6000 万台，而 iPhone 出货量有望从 2011 年的 8400 万成长值 2012 年的 1.05 亿。公司是 iPad 和 iPhone 现有供应商，同时也配合苹果进行新一代产品（iPad 和 iPhone）包括的功能件研发，将成为新一代苹果产品的功能器件供应商，充分受益于苹果的销售成长。

- **品牌厂商各领风骚，苹果不是唯一：**苹果是公司的重要客户，但不是唯一，目前全球消费电子主流品牌厂商很多都成为公司的重要客户，并保持了良好的合作关系。以 2010 年为例，公司来自苹果、惠普、摩托罗拉、华硕及索尼的收入分别为 4880 万、1046 万、937 万、910 万和 275 万。应该说，目前苹果占公司营收比重较高是苹果近年在消费电子一枝独秀的结果，并非公司刻意为之。历史上，消费电子产品更新速度快，创新层出不穷，各个品牌厂商是各领风骚数年，公司和主流品牌厂商保持紧密合作，有望伴随品牌厂商的发展而成长。公司也关注到苹果产品占比较高的风险，积极开拓新的品牌客户。2011 年公司引进 Barnes & Noble（帮诺）公司作为客户，针对帮诺营收有望达到 4500 万左右，2012 年收入预计可达 9000 万至 1 亿人民币，占公司总收入的 15%。帮诺的 Nook 平板电脑产品在美国畅销，目前其 70% 的功能器件采购量都来自公司。而 2012 年公司有望进入亚马逊 Kindle 产品的供应体系。
- **针对 Ultrabook 提出功能器件解决方案：**Ultrabook 是消费电子领域明年的亮点之一，公司参与到 Intel 对 Ultrabook 体系架构的设计之中，针对其中的功能器件部分提供了 12 套解决方案，单台 Ultrabook 中公司产品的价值量在 12 美元左右。一旦 UltraBook 量产，这 12 套方案将得到 Intel 的推荐应用，公司预计将在 12 年底启动，有望在 13 年起对公司业绩产生贡献。我们认为，不能忽视的是苹果 Macbook Air 和 Ultrabook 所引导的笔电设计趋势，类 Air 或类 Ultrabook 产品也将追随极致轻薄的设计思想，带动公司产品应用的拓展。
- **参与解决方案设计、以稳定品质出货是核心能力：**应该说，功能器件产品的不属于技术密集型的产品，公司不属于技术领先型企业。同时在品牌厂商供应链封闭化的趋势下，价格领先也不是最主要的竞争优势。能够参与下游新产品设计，提出创新性解决方案，解决品牌厂商遇到的工程性技术问题，提升产品附加值，同时能够维持较高品质稳定出货，是品牌厂商最为看重的，公司也是通过这样的竞争优势，获得了品牌厂商的认可与订单份额。公司掌握了 2000 多种原材料产品的特性，有针对性的向客户推荐使用的原材料，事实上成为了原材料厂商和应用厂商之间的终结桥梁，因此公司在原材料采购中能够得到低于市场均价的报价，使得公司在成本上也具备了一定优势。
- **成长还看新客户、新产品的开拓：**公司 2010 年搬迁至目前的新厂区，厂区总面积约为 3.4 万平米，目前厂区空置率较高，还有较大的扩产空间。公司本次 IPO 募投项目也主要为新增设备和人员形式的扩产，扩产难度不高，我们预计产能不会是成为公司营收规模成长的主要障碍。我们认为除了伴随现有客户产品销量增长外，公司未来的成长主要看新客户、新产品的开拓，包括三种形式，一是公司产品在客户现有产品上进行延伸，如从内部结构件拓展至外部结构件；二是现有客户产品线的延伸，如从笔记本电脑拓展至平板电脑、手机；三是以公司目前在行业中的良好表现进入新客户的供应链，如帮诺、亚马逊等。
- **盈利预期与投资建议：**公司从事的内外功能件产品业务顺应了消费电子轻薄化的发展趋势，产品可以广泛应用于平板电脑、Ultrabook 等新兴电子产品之中。公司目前进入国际品牌大厂的供应链体系，参与新产品功能件解决方案设计，有望伴随品牌大厂有机成长，同时新客户的开拓也取得了实质进展。公司目前正在申请高新技术企业资格，一旦申请成功，2012 年起所得税率可由现有的 25% 下调至 15%，进一

步增厚利润。如按照 25%所得税率计算，我们预计 2011 年至 2013 年每股收益为 0.77、1.20、1.64 元，如按 2012-2013 年 15%所得税率计算，预计 2012-2013 年每股收益为 1.36 和 1.85，给予公司“推荐”评级。

## 附表

### 资产负债表

| 单位: 百万元        | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 190  | 958   | 1040  | 1216  |
| 货币资金           | 45   | 636   | 556   | 597   |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 109  | 217   | 313   | 382   |
| 其他应收款          | 0    | 0     | 1     | 1     |
| 存货             | 28   | 102   | 166   | 229   |
| <b>非流动资产</b>   | 127  | 185   | 236   | 281   |
| 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           | 100  | 153   | 201   | 246   |
| 在建工程           | 15   | 15    | 12    | 10    |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 12   | 15    | 21    | 23    |
| <b>资产总计</b>    | 317  | 1143  | 1275  | 1497  |
| <b>流动负债</b>    | 101  | 180   | 196   | 265   |
| 短期借款           | 37   | 52    | 0     | 0     |
| 应付票据           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 56   | 114   | 183   | 252   |
| 其他             | 8    | 14    | 13    | 13    |
| <b>非流动负债</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>负债合计</b>    | 102  | 180   | 196   | 265   |
| 股本             | 90   | 120   | 120   | 120   |
| 资本公积           | 80   | 706   | 706   | 706   |
| 未分配利润          | 39   | 122   | 224   | 358   |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>股东权益合计</b>  | 215  | 963   | 1079  | 1232  |
| <b>负债及权益合计</b> | 317  | 1143  | 1275  | 1497  |

### 现金流量表

| 单位: 百万元           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 55   | 92    | 144   | 196   |
| 折旧和摊销             | 0    | 6     | 9     | 12    |
| 资产减值准备            | 1    | 6     | 5     | 4     |
| 无形资产摊销            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 3    | 0     | 1     | 0     |
| 投资损失              | -0   | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金的变动           | 18   | 119   | 99    | 71    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 41   | -15   | 60    | 142   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -78  | -64   | -60   | -58   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | 165  | 670   | -81   | -43   |
| 现金净变动             | 128  | 591   | -80   | 41    |
| 现金的期初余额           | 35   | 45    | 636   | 556   |
| 现金的期末余额           | 164  | 636   | 556   | 597   |

### 利润表

| 单位: 百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 280  | 457   | 732   | 1006  |
| 营业成本            | 177  | 290   | 473   | 656   |
| 营业税金及附加         | 0    | 0     | 0     | 1     |
| 销售费用            | 5    | 7     | 11    | 15    |
| 管理费用            | 20   | 33    | 51    | 70    |
| 财务费用            | 3    | 0     | 1     | 0     |
| 资产减值损失          | 1    | 4     | 4     | 4     |
| 公允价值变动          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 74   | 122   | 191   | 261   |
| 营业外收入           | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 营业外支出           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>利润总额</b>     | 74   | 123   | 192   | 262   |
| 所得税             | 18   | 31    | 48    | 65    |
| 净利润             | 55   | 92    | 144   | 196   |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 55   | 92    | 144   | 196   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.46 | 0.77  | 1.20  | 1.64  |

### 主要财务比率

|                | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入增长率        | 33.8% | 63.2% | 60.1% | 37.6% |
| 营业利润增长率        | 12.7% | 66.4% | 56.0% | 36.7% |
| 净利润增长率         | 15.1% | 66.5% | 55.6% | 36.5% |
| <b>盈利能力(%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率            | 36.7% | 36.5% | 35.3% | 34.9% |
| 净利率            | 19.8% | 20.2% | 19.7% | 19.5% |
| ROE            | 25.8% | 9.6%  | 13.3% | 15.9% |

### 偿债能力(%)

|       |       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|-------|
| 资产负债率 | 32.1% | 15.8% | 15.4% | 17.7% |
| 流动比率  | 1.87  | 5.32  | 5.30  | 4.59  |
| 速动比率  | 1.59  | 4.76  | 4.46  | 3.73  |

### 营运能力(次)

|         |      |      |      |      |
|---------|------|------|------|------|
| 资产周转率   | 1.09 | 0.63 | 0.60 | 0.73 |
| 应收帐款周转率 | 2.70 | 2.66 | 2.62 | 2.75 |

### 每股资料(元)

|        |      |       |      |       |
|--------|------|-------|------|-------|
| 每股收益   | 0.46 | 0.77  | 1.20 | 1.64  |
| 每股经营现金 | 0.21 | -0.13 | 0.50 | 1.18  |
| 每股净资产  | 1.79 | 8.03  | 8.99 | 10.27 |

### 估值比率(倍)

|    |       |       |       |       |
|----|-------|-------|-------|-------|
| PE | 68.98 | 41.42 | 26.62 | 19.50 |
| PB | 17.79 | 3.97  | 3.55  | 3.11  |

## 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% ~ 5% 之间  
回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

## 机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com](http://www.xyzq.com) 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。