

把握智能手机高景气, 进军金属结构件新蓝海

研究结论

- **模具开发能力是公司的核心竞争优势。**公司是国内最大的通讯产品用精密结构件和连接器制造厂商,同时也是少数模具开发精度达到国际先进水平的厂商。2007-2010 年间营业收入和净利润分别保持了 37.94%和 33.83%的复合增长率。由于连接器行业定制化产品比例高,因此连接器厂商往往需要开发储备大量新产品以应对市场需要,从中寻找新的市场机会和增长点。由于并不能保证所有开发出来的新产品都能得到市场认可,绝大多数产品不会面向市场销售,因此新品开发中成本最高的就是模具开发成本,一般模具外包的话一套模具需要 50 万元甚至上百万元,而自行开发模具的成本只有 6 万元-20 万元,因此没有自主模具开发能力的企业承担不起产品开发失败的成本,无法大量开发产品。而长盈精密则凭借模具开发能力具有了相应速度和成本优势。
- **增长动力一: 屏蔽件和连接器业务长期受益于智能移动终端的兴起。**根据 Prismark 的预测,2015 年前智能手机和平板电脑的复合增速分别为 27%和 53%,是消费电子中增长最快的领域,而复合屏蔽件和连接器的增速将数倍于智能移动终端的增速,是最受益于智能移动终端放量的产业链环节之一。公司主要客户三星、华为、中兴通讯、联想等近年来均保持了快速增长的势头,而募投项目建成将解决公司目前的产能瓶颈。
- **增长动力二: 进军金属结构件新蓝海。**智能移动终端轻薄化和大屏化的发展趋势导致对金属外观件和结构件的需求大增,而目前主要供应商可成和富士康都已达到产能扩张的天花板,公司切入金属结构件领域恰逢其时。公司已经组建了一个以曾供职于苹果和诺基亚等公司的技术人才为核心的团队,初步具有了前后一体化生产(从模具开始,到锻压、CNC 加工、组装等),预计年底前公司将具有 80 台以上的 CNC 机台,未来两年公司金属结构件业务将保持超过 100%的增速,2012 年和 2013 的收入分别达到 1.95 和 3.95 亿元。
- **增长动力三: 贴片式 LED 精密封装支架放量。**公司年产 30 亿只贴片式 LED 精密封装支架的募投项目将于 2012 年完成,从公司已合作和有合作意向的客户的产能情况来看,消化公司募投项目新释放的产能问题不大。而公司电镀自加工比例的提高也将提升 LED 封装支架业务的毛利率。
- **首次给予公司买入评级。**我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.93、1.47、2.04 元,未来三年复合增长率超过 50%,给予 2012 年 30 倍 PE,对应目标价 44.1 元。
- **风险因素:**手机行业波动风险、新产品和客户拓展低于预期的风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

周军

执业证书编号: S0860210060004

联系人

张乐

8621-63325888-6098

zhangle@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (首次)

股价(2012 年 2 月 17 日)

33.80 元

目标价格

44.10 元

总股本/A 股(百万股)

172/ 172

A 股市值(亿元)

58.81

国家/地区

中国

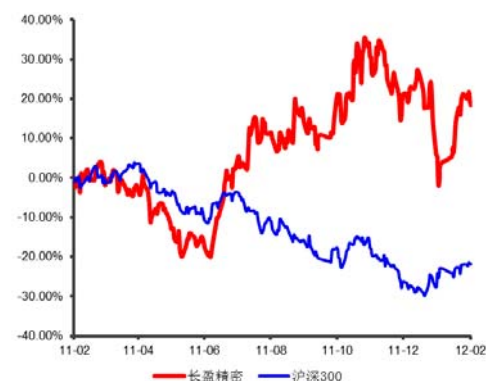
行业

电子

报告发布日期

2012 年 2 月 20 日

股价表现



财务预测

单位: 百万元

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	476	801	1,201	1,644
同比(%)	73%	68%	50%	37%
归属母公司净利润	91	161	254	351
同比(%)	67%	77%	58%	39%
毛利率(%)	37.3%	36.5%	38.2%	38.4%
ROE(%)	7.5%	12.2%	16.1%	18.2%
每股收益(元)	1.06	0.93	1.47	2.04
P/E (倍)	68.60	35.97	22.80	16.45
P/B (倍)	5.13	4.37	3.67	3.00
EV/EBITDA (倍)	42	20	11	8

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为做出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

目录

一、模具开发能力是公司的核心竞争优势.....	4
1、公司是国内最大的通讯产品精密连接器厂商.....	4
2、精密模具开发能力是公司的核心竞争优势	4
二、增长动力一：屏蔽件和连接器业务将长期受益于智能移动终端的兴起	5
1、智能手机和平板电脑高增长趋势已经确立	5
2、复合屏蔽件和连接器是最受益于智能手机放量的产业链环节之一	6
3、公司主要客户保持快速增长态势	7
3、募投项目建成将解决公司产能瓶颈	8
三、增长动力二：进军金属结构件新蓝海.....	9
1、金属结构件和外观件未来将是移动终端的标配	9
2、金属结构件市场广阔，但目前供给不足	12
3、预计金属结构件将从 2012 年起成为公司新增长点	12
四、增长动力三：贴片式 LED 精密封装支架业务放量.....	13
1、下游应用增长和市场份额提升将促使贴片式 LED 封装支架保持快速增长	13
2、募投项目释放产能，电镀自加工提升毛利率.....	14
五、盈利预测和估值	16
1、盈利预测	16
2、可比公司估值	17
六、风险因素.....	18

图表目录

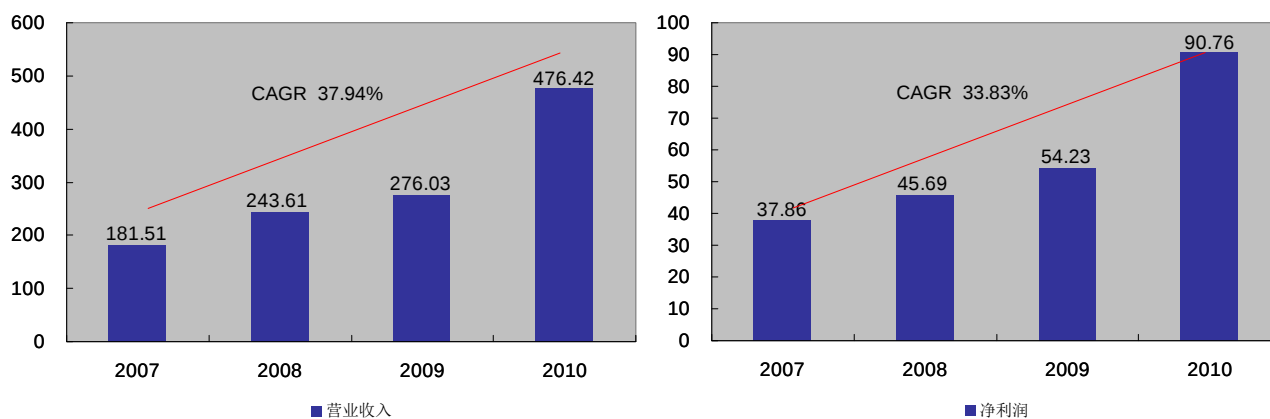
表 1：智能手机和平板电脑是未来几年消费电子中成长最高的领域	6
表 2 公司前 5 大客户营收情况	8
表 3：公司屏蔽件和连接器业务发展预测	8
表 4：工程塑料、金属、碳纤维材质对比	11
表 5：金属结构件市场预测	12
表 6：公司金属结构件业务发展预测	13
表 7：公司已合作或有需求意向客户总需求量预测	15
表 8：公司贴片式 LED 封装支架业务发展预测	15
表 9：公司分业务发展预测	16
表 10：可比公司估值表	17
附表：财务报表预测与比率分析	19
图 1 长盈精密 2007-2010 年收入和净利润情况	4
图 2：精密电磁屏蔽件生产流程	5
图 3：精密连接器生产流程	5
图 4：普通手机常用连接器	7
图 5：中兴手机销售情况	7
图 6：三星手机销售和市场份额情况	7
图 7：移动终端轻薄化和大屏幕的发展趋势使得金属件渗透率提升	10
图 8：夏普推出的具备无线充电功能的智能手机	11
图 9：戴尔推出的具备无线充电功能笔记本电脑及充电平台	11
图 10：2009-2014 年中国 LED 封装产业规模预测	14
图 11：2009-2014 年中国贴片式 LED 精密封装支架市场规模预测	14
图 12：银价半年走势图	14

一、模具开发能力是公司的核心竞争优势

1、公司是国内最大的通讯产品精密连接器厂商

长盈精密是国内最大的通讯产品用精密结构件和连接器制造厂商，主要产品包括各类通讯产品用电磁屏蔽件、连接器、手机滑轨、LED 精密支架等。公司近几年来收入和利润始终保持了快速的增长，2007-2010 年间营业收入和净利润分别保持了 37.94%和 33.83%的复合增长率。

图 1 长盈精密 2007-2010 年收入和净利润情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

2、精密模具开发能力是公司的核心竞争优势

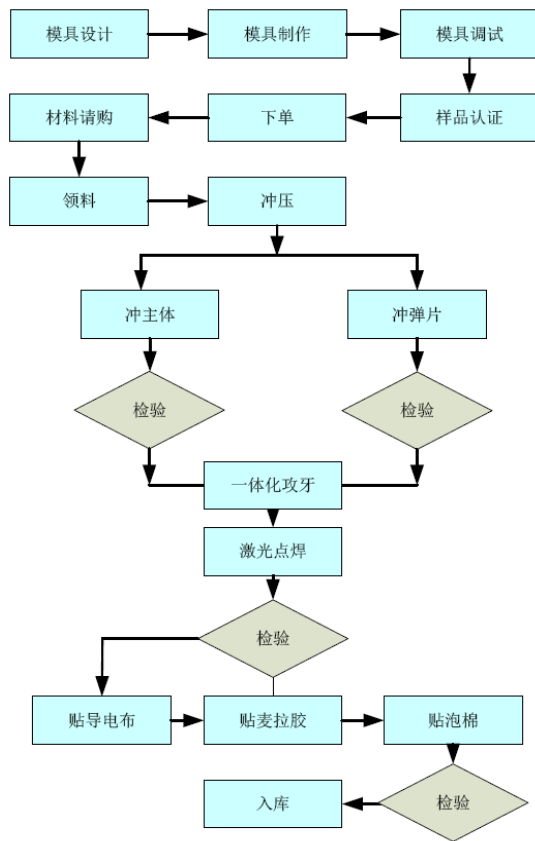
对于连接器和金属结构件来说，模具设计和开发是其生产流程的第一步，模具工艺也是决定整个产品性能的基础。目前我国专业模具企业约有 2 万多件，但精密模具企业只占 5%，而真正能够达到微米级技术水平精密模具的企业不足千分之一。

长盈精密拥有 169 台套的进口模具加工设备，100 多台精密测量设备，从事模具零件加工和模具组立等的技工技师达到 700 多人，均处于国内领先地位，同时公司的模具加工精度也在不断进步，由 5 微米提升到了 2 微米，成为少数达到国际先进水平的国内企业。

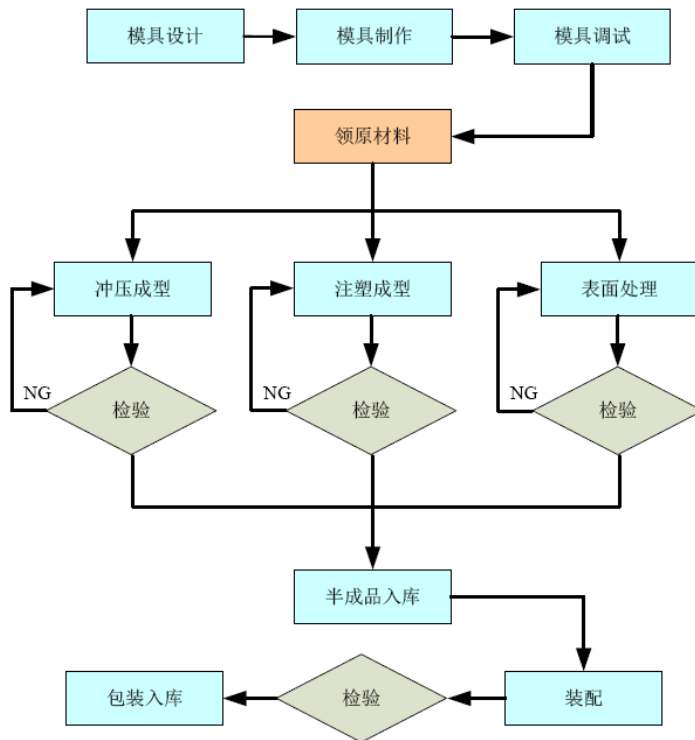
精密模具开发能力给长盈精密带来了以下几个方面的优势：

- (1) 新品开发优势。**连接器和金属结构件新品涌现速度快，定制化产品比例高，因此连接器厂商往往需要开发储备大量新产品以应对市场需要，从中寻找新的市场机会和增长点。由于并不能保证所有开发出来的新产品都能得到市场认可，绝大多数产品不会面向市场销售，以业内领先的 Tyco 为例，公司共开发了 54 万种产品，目前在市场上销售的也只有 1 万多种。新品开发中成本最高的就是模具开发成本，一般模具外包的话一套模具需要 50 万元甚至上百万元，而自行开发模具的成本只有 6 万元-20 万元，因此没有自主模具开发能力的企业承担不起产品开发失败的成本，只有具有自主模具开发能力的企业才能大量开发新品。长盈精密 2009 年共开发小型精密五金高速连续冲压模具 1830 套，数量上位居全球第三。2007、2008 和 2009 年分别开发新产品 459、683 和 1092 种，年复合增长率达到 50%以上。新产品的不断推出使得公司能够始终满足市场的需求，不断有新的增长点涌现，同时也可以稳定公司的毛利率。

- (2) **响应速度优势。**由于连接器产品中定制化产品比例较高，很多产品需要单独开模生产。从模具的设计开发周期上来说，行业平均的开发周期约为 30-40 天，而领先的厂商可以达到 20 天的周期，但是如果连接器和结构件厂商没有自主的模具开发能力采用外部的模具厂开发，从提出需求到最后交货所用的时间可能会达到 40-50 天。所以，具备较强模具开发能力的连接器和结构件厂商将在交货周期和定制化能力等方面具备较多优势。
- (3) **成本优势。**由于自主开模的成本远远低于模具外发，一般模具外包的话一套模具需要 50 万元甚至上百万元，而自行开发模具的成本只有 6 万元-20 万元。同时连接器成本中接近 50% 是电镀工艺，长盈有电镀牌照，可以自行进行表面电镀工艺处理，成本也大大低于其他厂商。最重要的是，长盈精密的主要竞争对手是泰科、安费诺、莱尔德等国外厂商，长盈精密在管理成本和研发成本上要远远低于这些国外对手，成本优势更加明显。

图 2：精密电磁屏蔽件生产流程


资料来源：公司资料，东方证券研究所

图 3：精密连接器生产流程


资料来源：公司资料，东方证券研究所

二、增长动力一：屏蔽件和连接器业务将长期受益于智能移动终端的兴起

1、智能手机和平板电脑高增长趋势已经确立

当前正在进入计算技术的第五个发展周期——移动互联网周期的早期阶段。每个发展周期内计算产品的数量都会出现十倍以上的增长，如小型机时代的计算终端数量为 1000 万台，进入个人电脑时代，PC 大大普及，数量超过 1 亿台；而到了桌面互联网时代，联网终端的数量已经超过 10 亿台；按照这一趋势，预计包括智能手机、平板电脑、无线家电、汽车电子在内的移动终端的数量将超过 100 亿台。

市场情况显示，移动终端高增长的趋势已经确立。从今年 1-4 月电子信息产品进出口数据看，手机出口 175 亿美元，同比增长 42.4%，高于全行业平均水平 22.8 个百分点，主要增长动力来自智能手机，如中兴通讯推出 3 款智能手机，华为也提出全年 6000 万台的出货目标，其中 30% 是智能手机。

机构 Prismark 则预测智能手机和平板电脑 2010-2015 年间的复合增长率分别为 27% 和 53%，是整个消费电子产业中增长最快的领域。

表 1：智能手机和平板电脑是未来几年消费电子中成长最高的领域

(百万片)	2009	2010	2011 (E)	2015 (E)	CAAGR 2010-2015
手机 (其中: 智能手机)	1385 (175)	1570 (300)	1720 (420)	2150 (1000)	6.5% (27%)
MP3/PMP (Video Capable)	110 (40)	105 (45)	100 (50)	90 (55)	-3% (4%)
笔记本	169	205	230	350	12%
平板电脑 Tablet	1.4	18	55	150	53%
桌面电脑 (服务器)	133 (8)	145 (10)	150 (11)	160 (14)	2% (7%)
数码相机	110	120	130	145	4%
摄像头	22	23	24	25	2%
机顶盒/ PVR	200	205	215	250	4%
平板电视	145	210	225	300	7%
LCD 显示器	140	152	158	168	2%
便携 GPS	35	35	33	30	-3%
游戏主机	50	48	45	61	5%
便携式游戏机	50	40	50	54	6%

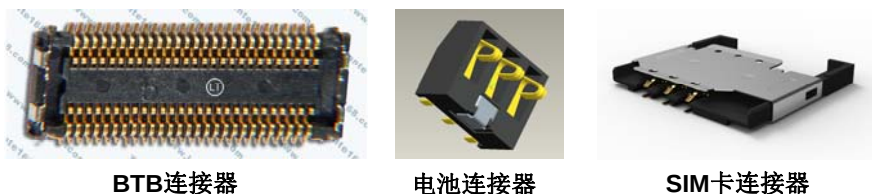
资料来源：Prismark，东方证券研究所

2、复合屏蔽件和连接器是最受益于智能手机放量的产业链环节之一

和普通功能手机 (Feature Phone) 相比，智能手机对复合屏蔽件和连接器的数量要求更多、精密度要求更高。功能手机一般只需要 3-4 个连接器 (板对板连接器、SIM 卡连接器、电池连接器、天线连接器等)，而智能手机则需要 8-12 个连接器 (新增各种 I/O 连接器、T-flash 连接器、更多的天线连接器、Camera Socket 连接器等)，同时普通手机上使用的屏蔽件多是附加值较低的单体屏蔽件，而随着智能手机功能

的复杂和体积的轻薄化要求，智能手机上采用的多是毛利率较高的复合屏蔽件。从这两点来看，随着智能手机渗透率的提高，屏蔽件和连接器将随之出现量价齐升的局面，产值的增速将数倍于智能手机的增速，因此屏蔽件和连接器将是最受益于智能手机放量的产业链环节之一。

图 4：普通手机常用连接器



资料来源：东方证券研究所

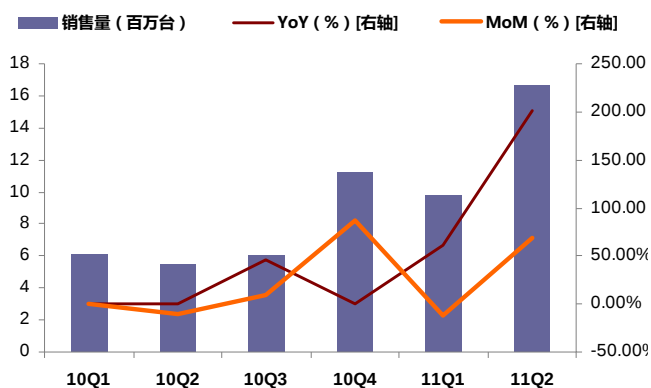
3、公司主要客户保持快速增长态势

公司目前的主要客户包括三星、中兴通讯、华为、联想、宇龙酷派等手机厂商。

根据市场调查公司 Strategy Analytics 近日发布的 2011 年第三季度主要手机厂商销量情况，公司主要客户之一的三星在智能手机出货量上已经超过苹果，成为第一大智能手机厂商；三星智能手机第三季度出货量 2780 万部，超过苹果，市场份额 23.8%，苹果出货 1710 万部，市场份额 14.6%，诺基亚位居第三，智能手机出货 1680 万部，市场份额 14.4%。

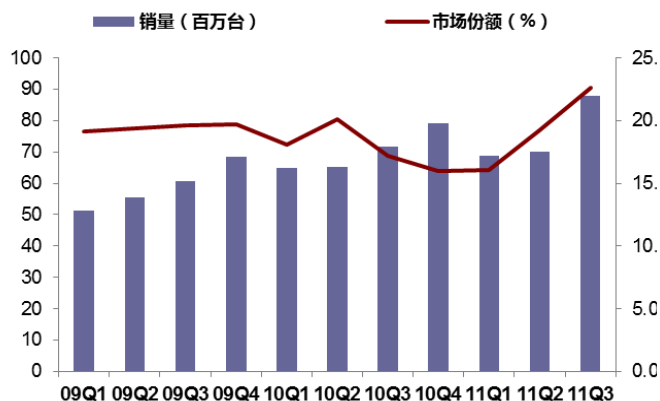
以手机总出货计算，诺基亚第三季度出货 1.06 亿部，市场份额 27.3%，仍是第一厂商；三星紧随其后，出货 8800 万部，市场份额 22.6%。LG 电子第三季度出货 2110 万部，市场份额 5.4%，中兴通讯出货 1850 万部，超过苹果排行第四，市场份额 4.7%，苹果第三季度出货 1710 万部，市场份额 4.4%。

图 5：中兴手机销售情况



资料来源：IDC，东方证券研究所

图 6：三星手机销售和市场份额情况



资料来源：Gartner，东方证券研究所

正是由于公司目前的主要客户均处于快速增长阶段，今年上半年来自前五大客户的营业收入同比增速超过了 100%，公司营收也随之保持了快速增长的态势。

表 2 公司前 5 大客户营收情况

三星等前 5 大客户	2009 年	2010 年	2011 年 H1
营业收入（百万元）	158.04	205.27	199.91
占公司营业收入比例（%）	57.25%	43.09%	55.38%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

另一方面，在国际手机制造产能转移的过程中，一批中国本土手机品牌厂商在崛起，如中兴通讯、华为、TCL、联想等厂商的出货量和市场占有率都逐年上升，除了中兴通讯已经成为全球第四大手机生产商外，华为和 TCL 全年的手机出货量预计都在 5000 万台以上。明年起三大运营商计划将 3G 用户数量提升到 3 亿以上，定制机数量的上升将进一步促使国产手机厂商放量，国内手机产业链中上游的供应商必然也将从中受益。

除了已有的客户保持快速增长外，公司正在积极开发 LG，Motorola，Amazon 等国际大厂客户，力争成为国际移动电子产品品牌厂商的主要供货商之一。

3、募投项目建成将解决公司产能瓶颈

目前限制公司业绩的主要因素是产能不足，由于主要客户需求快速上升，公司已来不及等待募投项目的产能释放，于今年在深圳租赁宝安区福永街道富桥工业三区 12 栋 6800 平方米厂房，实施年产 5 亿只手机及移动通信终端精密连接器产能扩充项目，预期明年募投项目的投产将有效缓解公司目前的产能紧张状况，并促进公司业绩的快速增长。

表 3：公司屏蔽件和连接器业务发展预测

		2011	2012	2013
屏蔽件	销量（百万只）	881.59	1180	1610
	单价（元）	0.32	0.30	0.27
	收入（百万元）	282.11	359.3	442
	收入增速	36.35%	23.74%	23.02%
	毛利	120.75	161.69	198.90
	毛利率	42.801%	45%	45%
连接器	销量（百万只）	1649.68	2400	3200
	单价（元）	0.24	0.22	0.2
	收入（百万元）	403.11	528	640
	收入增速	113.99%	16.49%	21.21%
	毛利	136.28	170.02	206.08

	毛利率	33.81%	32.2%	32.2%
--	-----	--------	-------	-------

资料来源：东方证券研究所

三、增长动力二：进军金属结构件新蓝海

1、金属结构件和外观件未来将是移动终端的标配

从未来移动终端的发展趋势来看，三个方面的原因会使得金属结构件和外观件在移动终端中的渗透率快速提高：

1) 解决移动终端轻薄化和大屏幕之间的矛盾：

移动终端一个最重要的指标就是便携性，这就要求移动终端尽可能设计的轻和薄，目前越来越多的手机甚至笔记本都把机身厚度控制在 10 毫米以下；同时为了获得良好的用户体验，越来越多的智能手机采用了 4 寸甚至 5 寸以上的大屏幕。这就导致机身上结构件的面积占比越来越小，进而造成了一个矛盾：传统的塑料结构件的拉力强度不符合大屏幕机身发展的要求，而在拉力强度和体积比重上等指标上优于金属的新型材料如碳纤维等在性价比和加工难度上又不如金属。因此综合来看，金属结构件仍然是目前最适合于解决移动终端轻薄化和大屏幕化之间矛盾的解决方案。

图 7：移动终端轻薄化和大屏幕的发展趋势使得金属件渗透率提升



Macbook Air



Dell Adamo 笔记本



iPhone 4 手机



摩托罗拉 ME811



诺基亚 E7

资料来源：东方证券研究所

表 4：工程塑料、金属、碳纤维材质对比

指标	工程塑料	金属	碳纤维
拉力强度 (mPA)	43	295	3430
价格 (元/Kg)	8	16	128
表面处理难度	低	低	高
良率	高	高	低

资料来源：东方证券研究所

2) 美观和质感的要求：

从美观和质感的角度，金属材质要远远胜于工程塑料材质，这也是当前众多高端手机纷纷采用金属材质的重要原因。未来随着智能手机的普及，会有越来越多的中端智能手机也采用金属材质的外壳和结构件。

3) 充电技术的发展：

目前续航时间已经成为智能手机的最大短板。要在移动终端轻薄化的前提下解决这一问题的途径只有两个：第一是在电池储能密度上实现突破，这一点从目前的技术发展情况来看很难；第二是开发随时随地充电的技术，如太阳能、无线充电等，这一途径的实现难度要小于第一种途径，可能成为未来的重要续航解决方案。目前已经有众多厂商推出无线充电产品。目前无线充电的几种主要技术解决方案如电磁感应或者磁共振技术都会产生电磁场，这提高了对金属结构件及屏蔽件，尤其是磁屏蔽件的需求。磁屏蔽件是通过由金属制成的壳、盒、板等屏蔽体，将电磁波局限于某一区域内的一种方法。电磁屏蔽件除了要防电磁辐射和干扰以外，还要能够在结构上起到固定，支撑和保护零件的作用。因此无线充电技术的发展也会带动金属结构件和屏蔽件的发展。

图 8：夏普推出的具备无线充电功能的智能手机


资料来源：公开资料，东方证券研究所

图 9：戴尔推出的具备无线充电功能笔记本电脑及充电平台


资料来源：公开资料，东方证券研究所

2、金属结构件市场广阔，但目前供给不足

以智能手机、平板电脑和笔记本的出货量计算，金属结构件的市场非常广阔，预计到 2015 年，仅智能移动终端市场的金属结构件需求量就将达到 429.875 亿美元。

表5：金属结构件市场预测

终端	2015 年出货量 (亿台)	可采用金属件数 (件)	渗透率	金属件需求 (亿件)	平均单价 (美元)	市场规模 (亿美元)
智能手机	10	3	60%	18	10	180
平板电脑	1.5	3	85%	3.825	15	57.375
笔记本 (含 UltraBook)	3.5	5	50%	8.75	22	192.5
合计				30.575		429.875

资料来源：Prismark，东方证券研究所

与广阔的市场需求相比，目前金属结构件的供给相对有限。以 iPhone 的金属边框为例，操作工序包括前端的开模、锻压、CNC 加工、组装等。目前 iPhone 的金属边框主要供应商是可成、富士康和捷普 (Jabil)，但是捷普几乎没有锻压生产能力，主要做后端的 CNC 加工，而富士康的锻压模具也属于行业中的一般水平，只有可成的工艺水平最高，目前可成和富士康的产能基本上被苹果垄断。

另一方面，由于手机金属边框的需求量爆发，CNC 设备产能一度也成为瓶颈，领先厂商法兰克的设备供应一度无法满足富士康一个客户的需求。而且富士康等厂商目前拥有的 CNC 台数已经超过 2 万台，继续扩张采购 CNC 设备的风险非常大，昂贵的原材料（铝）运输和存储成本也会限制富士康和可成等厂商进一步扩张产能。因此出现了苹果自己采购 CNC 设备，放在代工厂使用的现象。根据苹果 2010 年年报显示，截至 2011 年 9 月 24 日为止，苹果在中国拥有 26.13 亿美元的“长期资产”，比起 2010 年的 12.45 亿美元大幅增加一倍以上。这些长期资产包括“生产设备、制程设备以及零售渠道”，主要就是鸿海等代工厂中贴上“苹果财产条”的 CNC 机台，以及某些特殊制程用的加工机台。

3、预计金属结构件将从 2012 年起成为公司新增长点

在当前主要金属结构件供应商产能扩张遇到天花板的情况下，苹果和其他厂商拓展新的供应商势在必行。长盈精密在这个时点介入金属结构件领域可谓恰逢其时。

公司目前已经组建了一个以曾供职于苹果和诺基亚等公司的技术人才为核心的团队，初步解决了模具和射频的问题，具有了前后一体化生产（从模具开始，到锻压、CNC 加工、组装等），预计年底前公司将具有 80 台以上的 CNC 机台，公司将在初期以代工间接供货的模式为主，完成设备与客户的磨合后，后续再陆续拓展苹果其他手机大厂的高端产品边框需求，采用毛利率更高的直供模式。我们预计从 2012 年起公司将持续扩大 CNC 设备的采购规模，未来两年公司金属结构件业务将保持超过 100% 的增速，2012 年和 2013 的收入分别达到 1.95 和 3.95 亿元。

表 6：公司金属结构件业务发展预测

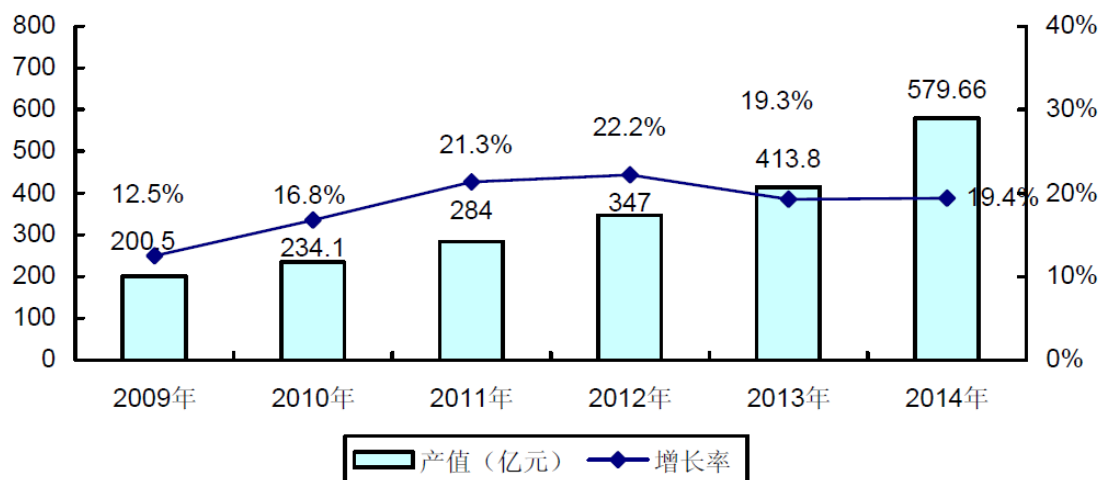
	2011	2012	2013
存量 CNC 设备数	80	220	400
收入（百万元）	24.99	195.38	394.95
收入增长率		681.77%	102.15%
毛利	11.32	94.60	183.36

资料来源：东方证券研究所

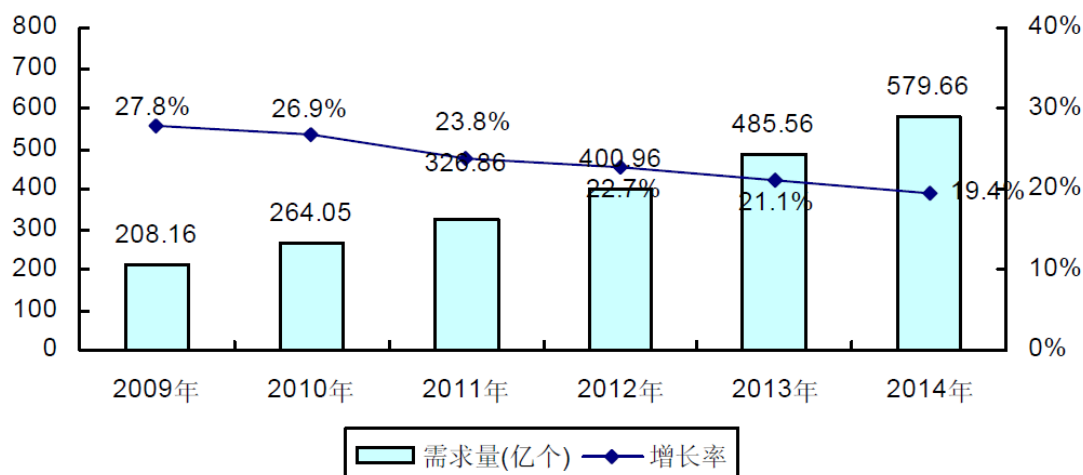
四、增长动力三：贴片式 LED 精密封装支架业务放量

1、下游应用增长和市场份额提升将促使贴片式 LED 封装支架保持快速增长

随着我国《“十二五”节能环保产业发展规划》将 LED 照明列入补贴范围，初步金额约为 80 亿元，以及《白炽灯淘汰路线图》的发布，确定我国从 2016 年 10 月 1 日起将禁止进口和销售 15 瓦及以上普通照明白炽灯。LED 照明市场将会成为继显示屏和背光源后，LED 行业另一个应用爆发点。而下游应用市场的爆发将带动上游封装市场的增速，封装支架市场也将从中受益。目前在 LED 封装市场中引脚式封装支架仍然占主流，超过 60% 的市场份额，而贴片式封装支架只占到不到 40% 的市场份额。从技术的更替来看，引脚式封装支架将在未来几年内逐步被贴片式封装支架替代，从 2006 年起，国内贴片式封装支架的增速始终保持在 30% 以上。预计未来三年也将保持 20% 以上的复合增速。

图 10：2009-2014 年中国 LED 封装产业规模预测


资料来源：赛迪顾问，东方证券研究所

图 11：2009-2014 年中国贴片式 LED 精密封装支架市场规模预测


资料来源：赛迪顾问，东方证券研究所

同时，目前我国贴片式 LED 封装支架的市场集中度非常低，且排名靠前的企业多是台湾企业，未来产能的转移和市场集中度的提升也对长盈精密这样的国内企业有利。

2、募投项目释放产能，电镀自加工与银价下跌提升毛利率

公司年产 30 亿只贴片式 LED 精密封装支架的募投项目将于 2012 年完成，从公司在招股书中披露的已合作和有合作意向的客户名单，已经这些客户的产能情况来看，这些客户在 2011 年的需求量就超过 150 亿只，消化公司募投项目新释放的产能没有任何问题。

表 7：公司已合作或有需求意向客户总需求量预测

	2011 年月产能	2011 年总需求量 (亿只)
国星光电	20KK	2.4
鸿利光电	20KK	2.4
瑞丰光电	30KK	3.6
惠州 Cree	700KK	84
公司招股书中披露已合作客户	—	61.69
合计	—	154.09

资料来源：东方证券研究所

另外，从公司招股书披露的情况来看，目前电镀成本在公司 LED 精密支架总收入中的成本占比约为 36% 左右。公司具有电镀牌照，只是由于目前在深圳的厂房受到生产场地和用水量的限制，无法实现电镀自加工，公司已经在着手拓展新的厂房，希望集中解决手机连接器、LED 精密支架和金属结构件的表面处理工艺问题，如果能在明年完成，按照电镀加工工艺毛利率 50% 计算，有望提升 LED 精密支架的毛利率到 30% 的水平，即使考虑未来 LED 精密支架的单价降价 15%，毛利率也有 19% 左右，加上近期银价也在持续下跌，会进一步提升公司的毛利率。我们预计公司 2012 和 2013 年贴片式 LED 精密封装支架的销售收入分别是 1.70 亿元和 2.88 亿元，毛利率分别为 16% 和 17%。

图 12：白银价格半年走势图


资料来源：kitco，东方证券研究所

表 8：公司贴片式 LED 封装支架业务发展预测

	2010	2011	2012	2013
销量（百万只）	680.05	844.22	1690	3000
单价（元）	0.05	0.045	0.041	0.038
收入（百万元）	35.47	37.99	69.31	115.00
同比增速		7.10%	82.44%	69.41%
毛利（百万元）	4.69	5.18	11.09	19.55
毛利率	13.23%	13.64%	16%	17%

资料来源：东方证券研究所

五、盈利预测和估值

1、盈利预测

公司分业务增长预测如下表：

表 9：公司分业务发展预测

		2011	2012	2013
电磁屏蔽件	收入（百万元）	282.11	359.3	442
	收入增速	36.35%	27.36%	23.02%
	毛利	120.75	161.69	198.90
连接器	收入（百万元）	403.11	528	640
	收入增速	113.99%	30.98%	21.21%
	毛利	136.28	170.02	206.08
LED 精密封装支架	收入（百万元）	37.99	69.31	115.00
	收入增速	7.10%	82.44%	69.41%
	毛利	5.18	11.09	19.55
手机滑轨	收入（百万元）	40.96	33.00	36.30
	收入增速	33.38%	-19.43%	10.00%

	毛利	18.82	18.81	20.69
	收入（百万元）	17.32	15.60	15.60
	其他			
	收入增速	15.85%	-9.93%	0.00%
	毛利	2.60	2.34	2.34
金属结构件	合计收入（百万元）	19.71	195.38	394.95
	收入增长率		891.17%	102.15%
	毛利	9.07	94.60	183.36
	收入（百万元）	801.20	1200.59	1643.85
合计	收入增速	68.17%	49.85%	36.92%
	毛利	292.71	458.54	630.92
	毛利率	36.53%	38.19%	38.38%

资料来源：东方证券研究所

其他假设：

- 1、考虑到公司不断推出新品维持定价、以及高毛利率产品在收入中占比提升，我们假设公司未来三年的整体毛利率稳中有升；
- 2、考虑到未来两年公司产品对客户大量扩张带来的管理费用和销售费用的增加，我们适当调高 2011 和 2012 年的三费率；
- 3、假设公司从 2011 年开始所得税率基本稳定在 14.5% 的水平。

根据我们的预测公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.93、1.47、2.04 元，未来三年复合增长率 50% 以上。

2、可比公司估值

可比公司估值如下表：

表 10：可比公司估值表

	2010-2013 净利润复合增速	2010PE	2011PE	2012PE
立讯精密	73.14%	41.46	30.66	19.79
歌尔声学	63.39%	33.29	36.61	23.42
中航光电	33.40%	40.63	30.37	21.89

得润电子	65.19%	53.81	31.71	20.68
平均		42.30	32.34	21.45

资料来源：Wind，东方证券研究所

我们给予 2012 年 30 倍的 PE 估值，对应目标价 44.1 元，首次给予公司买入评级。

六、风险因素

1、手机行业波动的风险：

由于公司目前的产品主要应用于手机，手机行业市场需求的变化会直接影响公司业务，从而给公司的盈利能力带来一定的不确定性。

2、新客户和新产品拓展速度低于预期的风险：

如果分公司新产品、新客户拓展速度低于预期，会造成公司业绩较大的波动。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1,199	813	846	1,476	营业收入	476	801	1,201	1,644
现金	824	385	165	550	营业成本	299	509	742	1,013
应收账款	105	183	280	374	营业税金及附加	1	2	3	4
其它应收款	2	5	5	8	营业费用	4	6	9	12
预付账款	20	26	40	58	管理费用	61	102	151	205
存货	161	214	356	486	财务费用	3	(7)	(4)	(5)
其他	87	-	-	-	资产减值损失	6	3	3	3
非流动资产	144	595	867	654	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	-	-	-	-	投资净收益	-	-	-	-
固定资产	97	502	827	616	营业利润	103	187	296	411
无形资产	35	34	33	33	营业外收入	1	1	1	1
其他	11	58	7	5	营业外支出	0	0	0	1
资产总计	1,343	1,408	1,713	2,130	利润总额	105	187	297	411
流动负债	127	84	135	200	所得税	14	27	43	60
短期借款	55	-	-	20	净利润	91	161	254	351
应付账款	56	81	131	176	少数股东损益	-	-	-	-
其他	17	3	4	4	归属于母公司净利润	91	161	254	351
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	131	252	461	624
长期借款	2	2	2	2	EPS (元)	1.06	0.93	1.47	2.04
其他	-	-	-	-	主要财务比率				
负债合计	129	86	137	202	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	-	-	-	-	成长能力				
股本	86	172	172	172	营业收入	72.6%	68.2%	49.8%	36.9%
资本公积	947	861	861	861	营业利润	68.6%	81.0%	58.5%	38.7%
留存收益	180	289	543	894	净利润	67.4%	77.0%	57.8%	38.6%
归属母公司股东权益合计	1,213	1,322	1,576	1,927	获利能力				
负债和股东权益	1,343	1,408	1,713	2,130	毛利率	37.3%	36.5%	38.2%	38.4%
现金流量表					净利率	14.0%	19.1%	20.1%	21.1%
单位:百万元					ROE	7.5%	12.2%	16.1%	18.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	7.2%	11.6%	15.8%	17.8%
经营活动现金流	(28)	188	219	365	偿债能力				
净利润	91	161	254	351	资产负债率	9.6%	6.1%	8.0%	9.5%
折旧摊销	25	73	169	218	流动比率	9.41	9.67	6.26	7.37
财务费用	3	(7)	(4)	(5)	速动比率	8.14	7.13	3.63	4.94
投资损失	-	-	-	-	营运能力				
营运资金变动	(152)	(40)	(199)	(199)	总资产周转率	0.55	0.58	0.77	0.86
其它	5	2	-	-	应收账款周转率	5.47	5.56	5.19	5.03
投资活动现金流	(74)	(527)	(443)	(6)	应付账款周转率	6.81	7.46	7.00	6.59
资本支出	(74)	(527)	(443)	(6)	每股指标 (元)				
长期投资	-	-	-	-	每股收益	0.53	0.93	1.47	2.04
其他	-	-	-	-	每股经营现金流	-0.16	1.09	1.28	2.12
筹资活动现金流	806	(99)	4	25	每股净资产	7.05	7.69	9.16	11.20
短期借款	(15)	(55)	-	20	估值比率				
长期借款	2	-	-	-	P/E	68.6	36.0	22.8	16.4
普通股增加	22	86	-	-	P/B	5.1	4.4	3.7	3.0
资本公积增加	830	(86)	-	-	EV/EBITDA	41.8	19.9	10.9	8.0
其他	(33)	(44)	4	5					
现金净增加额	703	(439)	(220)	384					

资料来源：东方证券研究所整理

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn