

得润电子 (002055.SZ)

主营业务布局还未完成

惠毓伦 计算机/国防行业 首席研究员

电话: 020 - 87555888 - 323

eMail: hyl6@gf.com.cn

主营业务布局还未完成

公司准备进入连接器相对高端的汽车连接器和通讯连接器领域, 需要募集资金项目提供技术平台支持, 由于投向精密模具及精密成型加工技术产品建设项目等进展较慢, 将延缓公司主营布局的时间, 公司依托家电领域的格局近期不会发生太大变化, 家电领域仍将是主营收入的主要来源, 因此目前主营还不具备快速增长的条件。

IPO 募集资金项目进展缓慢

公司募集资金 4 个项目中, 只有合肥家电连接器生产技术改造项目在 2007 年 7 月完工, 精密电子连接器生产技术改造项目正在进行中, 而精密模具及精密成型加工技术产品建设项目和深圳家电连接器生产技术改造项目需要调整并变更实施地点。

维持持有的投资评级

公司目前股价对应 2007、2008 和 2009 年 PE 分别为 43.56、36.16 和 28.43 倍, 比较合理反应了公司的基本面情况。

公司 4 个募集资金项目中只有 1 个在 2007 年 7 月建成投产, 而对主营增长贡献更大的另外 3 个将在 2008 年才逐步建成, 公司进入高端连接器领域缺乏技术平台的支持, 盈利能力提高和快速增长尚无法实现, 因此维持持有的投资评级, 目标位 20.50 元。

预测及评估

	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营收入(百万元)	559.31	673.96	855.92	1,283.87	1,746.07
EBITDA(百万元)	42.16	51.89	64.37	92.53	120.28
净利润(百万元)	23.34	29.22	37.75	58.83	80.95
净利润增长率	9.49%	25.22%	29.18%	55.86%	37.58%
每股收益(元)	0.526	0.478	0.475	0.740	1.019
市盈率	0.00	29.31	43.56	36.16	28.43
市净率	0.00	3.34	5.77	5.34	5.16
EV/EBITDA	0.00	23.60	21.02	17.49	15.78
每股红利(元)	0.00	0.20	0.00	0.00	0.00
股息率(%)	0.00	1.43	0.00	0.00	0.00

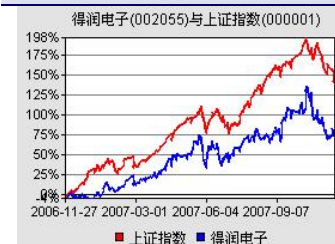
来源: 深圳市得润电子股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格(元)	19.56
目标价格(元)	20.60
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-7.99%	1.07%	81.29%
上证综指	-7.69%	-11.12%	171.38%

股票数据

总股本(万股)	7,946.62
流通 A 股(万股)	3,722.62
主要股东:	
深圳市宝安得胜电子器件有限公司	
主要股东持股比例	40.03%
流通 A 股比例	46.85%

财务比率

ROE	11.42%
ROA	4.75%
资产负债率	51.57%
每股净资产(元)	4.19

2006 年报数据

目录索引

一、公司综述	4
(一) 主营业务	4
(二) 股权结构	4
(三) 发展战略	4
(四) 主要优势	5
二、连接器需求稳步增长	5
(一) 全球电子元器件市场保持稳定增长	5
(二) 中国电子元器件市场增幅远超世界平均水平	7
(三) 连接器需求保持稳步增长	8
(四) 公司的行业地位	10
三、主营业务布局还未完成	11
(一) 家电领域仍是主要收入来源	11
(二) 结盟大客户战略	12
(三) 逐步进入新的电子消费领域	12
(四) 产品向高端领域产品拓展	12
(五) 募集资金项目进展缓慢, 延缓主营布局的时间	13
四、公司财务状况分析	15
(一) 公司主要财务指标	15
(二) 盈利能力逐步下降	15
(三) 资产负债率明显高于行业平均水平	15
(四) 费用率不断下降	16
(五) 主要财务指标的同行业比较	16
五、风险分析	17
(一) 原材料价格波动的风险	17
(二) 客户过于集中的风险	17
(三) 汇率变动风险	17
六、盈利预测	18
(一) 盈利预测假设	18
(二) 盈利预测	18
七、估值分析与投资评级	19
(一) 与沪深50家电子元器件类公司比较	19
(二) 与国际370家同类或相近上市公司的比较	19
(三) 维持持有的投资评级	20

图表索引

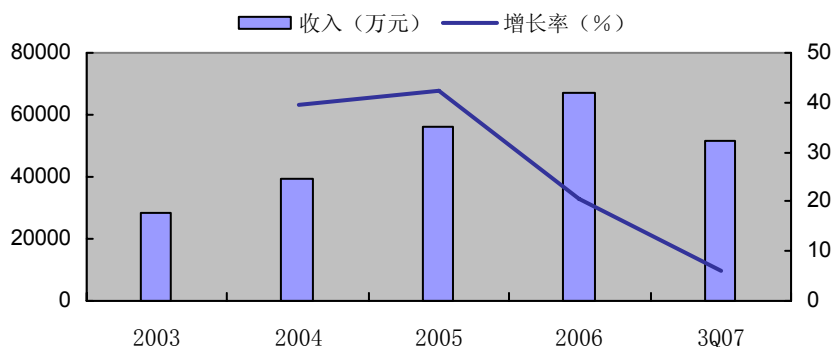
图1: 主营收入及增长情况.....	4
图2: 实际控制人产权和控制关系.....	4
图3: 世界电子元器件市场规模.....	6
图4: 中国电子元器件市场规模.....	8
图5: 2000 - 2005年全球连接器市场销售额及增长率.....	8
图6: 主营构成.....	11
图3: 毛利率.....	15
图4: 净资产收益率.....	15
图5: 资产负债率.....	16
图6: 费用率走势.....	16
表1: 2003 - 2008年全球连接器市场销售额与增长率预测.....	9
表2: 2005 - 2010年中国连接器市场预测.....	9
表3: 中国主要家电产品产量及其增长率.....	11
表4: 合肥家电连接器生产技术改造项目	13
表5: 精密模具及精密成型加工技术产品项目.....	14
表6: 深圳家电连接器生产技术改造项目.....	14
表7: 公司主要财务指标.....	15
表8: 得润电子与电子元器件行业部分财务数据比较.....	17
表9: 盈利预测.....	18
表10: 得润电子与沪深50家电子元器件类公司部分估值参数比较.....	19
表11: 国际370家电子元器件类上市公司部分估值参数.....	20

一、公司综述

（一）主营业务

公司主营家电连接器产品、精密电子接插件产品、精密模具及精密组件产品、汽车连接器产品等生产和销售。

图1：主营收入及增长情况



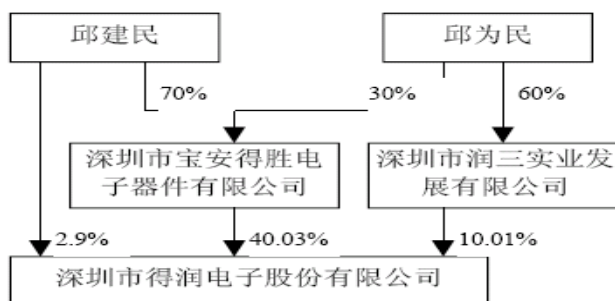
数据来源：公司报表

公司主要客户为海尔集团、康佳集团、四川长虹及创维集团等家电企业，产品以国内销售为主。

（二）股权结构

公司是一家自然人控股公司，邱建民持有深圳市宝安得胜电子70%的股权，并直接持有公司2.9%的股权；其兄弟邱为民持有深圳市宝安得胜电子30%的股权，并通过深圳市润三实业持有本公司13.8%的股权，邱氏兄弟合计持有得润电子52.94%的股份，共为公司的实际控制人。

图2：实际控制人产权和控制关系



数据来源：公司招股说明书

（三）发展战略

立足传统产业，面向连接器市场多元化，产品一体化设计。

（四）主要优势

1、规模优势和成本控制优势

国内的连接器制造商基本上以中低端产品的加工生产为主，原材料成本约占产品销售成本的80%，因此价格是主要的竞争手段。因此相比国内众多的连接器制造商，得润电子具有较强的成本控制能力，2005和2006年得润电子在四大家电的整体市场份额超过10%，公司在家电连接器领域的显著市场地位保证了其规模优势和成本优势。

2、客户网络优势

得润电子 1998 年凭借过硬的产品质量和及时的交货，成为康佳的稳定配套供应商，2000 年，凭借与康佳多年合作的良好声誉及实力，得润电子进入青岛国际工业园，顺利与海尔达成合作，成立青岛海润电子有限公司，2005 年，得润电子又与长虹达成协作，目前得润电子成为家电龙头企业康佳、海尔、长虹连接器的主要供应商。

3、品质优势和快速反应能力

尽管家电连接器中低端产品的生产工艺较成熟，但作为家电产品的“神经系统”，产品质量的稳定非常重要。另外，家电连接器的特点是多品种小批量，因此需要及时快速满足客户的个性化需求。

公司对产品质量实施全程监控，生产的每一关键环节上均有严格的质量检测手段，以确保产品品质，并建立了售前售后服务体系。

公司能够先后成为康佳、海尔、长虹和连接器主要的供应商，并维持了良好的合作关系，关键在于在保证价格优势的情况下，产品质量稳定，交货及时。

二、连接器需求稳步增长

（一）全球电子元器件市场保持稳定增长

1、产业规模

随着世界电子信息产业的快速发展，作为电子信息产业基础的电子元器件产业发展也异常迅速。1986 年世界电子信息产业的规模约为 1024 亿美元，1996 年达到 2580 亿美元，2000 年增加到 4077 亿美元，15 年间年均增长率高达 10%。2001 年随着网络经济的破灭，世界电子信息产业走入低谷，电子元器件产业也随之下滑，2001 年电子元器件产业的产值仅为 2938 亿美元，下降了 28%。2002 年以来，电子元器件产业持续低迷，当

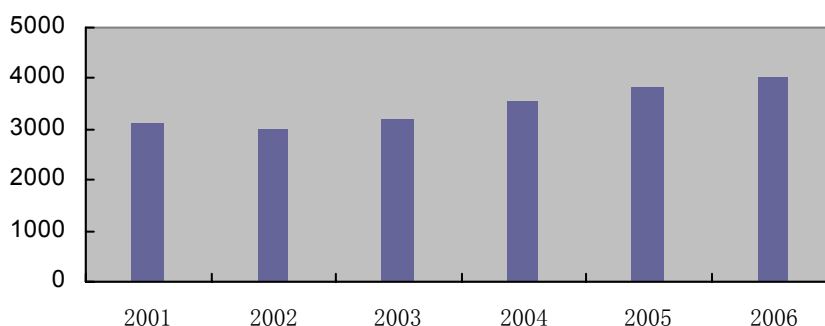
年产值约为 2923 亿美元。2003 年以来开始缓慢回升，产值达到 3161 亿美元，占世界电子信息产业总产值的 27.3%。

2、市场分析

世界电子元器件市场总体发展迅速。1986 年为 1024 亿美元，在以后的 10 年中，年均增长率为 9.7%；1996 年世界电子元器件市场出现了 2.6% 的负增长，约为 2580 亿美元；1996 年到 2000 年间，年均增长率为 12.2%，2000 年达到 4088 亿美元；2000-2001 年间市场大幅下滑，2002 年后开始缓慢回升，2003 年市场规模达到 3199 亿美元。预计 2007 年达到 4145 亿美元。

图3：世界电子元器件市场规模

单位：亿美元



数据来源：《世界电子数据年鉴2006》

3、技术发展趋势

电子元器件正进入以新型电子元器件为主体的新一代元器件时代，它将基本上取代传统元器件，电子元器件由原来只为适应整机的小型化及其新工艺要求为主的改进，变成以满足数字技术、微电子技术发展所提出的特性要求为主，而且是成套满足的产业化发展阶段。

新型电子元器件将向高频化、片式化、微型化、低功耗、高精度、多功能、组件化、模块化等方向发展。敏感器和传感器将从单一功能向多功能一体化方向发展，从小型化向微型化方向发展，并向智能化、模糊化、系统化方向发展。光电子器件将向提高亮度和寿命，提高输出功率，缩短波长，开发新型产品等方向发展。平板显示技术将继续朝彩色化、高分辨率、高亮度、高可靠性、高成品率和低成本等方向发展。集成电路正向着加工细微化、硅片大直径化方面发展。同时，产品的安全性和绿色化也是影响其发展前途和市场的重要因素。

为适应电子整机普及和规模生产，电子元器件的生产规模不断扩大，有的产品生产规模已达年产百亿。制作工艺精密化，流程自动化，对生产环境的要求也越来越高，投资力度越来越大。为适应电子整机的产品寿命不断缩短，以及个性化发展的趋势，要求电子元器件产品更新快、开发快、形成生产能力快。

4、世界元器件产业向我国转移进程不断加快

作为电子设备和系统基础的电子元器件，其发展强烈地受到电子整机的生产状况、性能变化、库存调整等的影响和左右。近几年，电子元器件生产中心的转移已成为该产业的重要特征之一。电子元器件在全球范围内的转移也是跟随主机的转移的趋势发生转移的。

总体看来，电子元器件的转移趋势是：美国最先发明并生产电子元器件产品，欧洲紧随其后；随后日本从美国和欧洲大量引进生产设备和技术，规模生产，在生产中不断提高元器件的水平，使其日臻成熟；到了 20 世纪 70 年代以后，美国、日本和欧洲逐渐开始把元器件的生产转移到韩国、台湾和新加坡等亚洲国家和地区；近年来，随着世界电子信息产业制造业向中国转移的趋势，元器件制造业也在向中国转移。时至今日，美国、日本和欧洲已将许多中低档的电子元器件生产转移到发展中国家，特别是亚洲的国家和地区。

目前，电子元器件产业正在向我国转移，而且进程在不断加快。

从元器件产品生产流程来说，首先转移到中国的是销售环节，大多采取在主要城市设立销售代表处的方式，但到目前为止，很少跨国公司已将其全球销售中心迁移到中国；其次是生产环节的转移，目前大部分跨国公司都在中国有生产基地，不少企业还在中国建立了不止一个生产基地；在设计研发方面的转移刚刚起步，目前为止，在中国设立元器件研发中心的跨国公司较少，而且不少公司对于是否将研发中心转移到中国举棋不定。从产业链角度来说，电子专用设备和仪器、电子材料的转移滞后于电子元器件产品生产的转移。从产品的层次来看，跨国公司转移到中国的多属于中低档产品，较少转移其高档、核心产品。从产品种类来看，外资几乎已经进入所有的电子元器件行业，并且主导着相应产业的发展，外资企业元器件的销售额占行业销售总额的 60% 以上，出口占行业出口总额的 80.6%。

电子元器件产品最先是转移到经济特区，如深圳、厦门、大连等沿海城市，随后逐渐向内地推移。从目前来看，外资主要集中在珠三角、长三角、环渤海地区三个信息产业制造集聚区，福厦沿海地区也有一定规模。从未来发展趋势来看，随着上述三个地区生产成本的增加以及内地省市投资环境的改善，电子元器件产业将进一步向中西部地区转移。

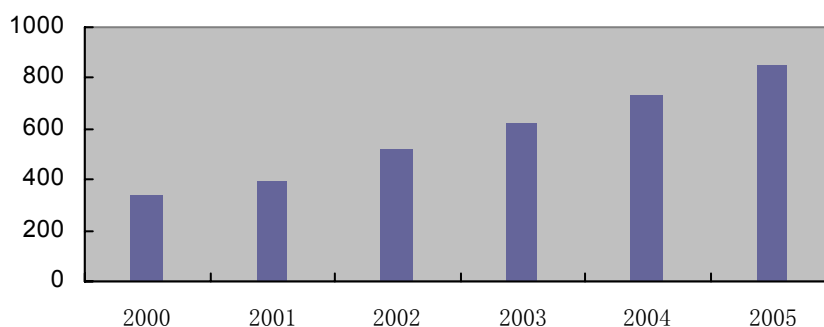
（二）中国电子元器件市场增幅远超世界平均水平

经过几十年的发展，我国已经成为在世界上举足轻重的电子元器件产品生产大国，电子元器件产业的企业数占电子信息产业企业总数 60% 以上；其从业人员约占电子信息产业总人数的一半。

2000 年以来，尽管世界电子元器件市场处于低谷，但我国电子元器件市场始终保持增长，市场销售量一直保持在 25 - 30% 左右的增速，市场销售额维持 20 - 25% 增长。根据《世界电子数据年鉴》，2002 年中国电子元器件市场为 519 亿美元，成为仅次于美国的世界第二大电子元器件市场；2003 年中国市场达到 619 亿美元，占世界电子元器件市场的 19.4%，已经超过美国和日本成为世界第一大电子元器件市场。

图4：中国电子元器件市场规模

单位：亿美元



数据来源：《世界电子数据年鉴2005》

根据《世界电子数据年鉴》预测，2007年中国电子元器件市场需求将达到1005亿美元，约占国内电子信息产品总市场的46.7%，占世界电子元器件市场的份额为24.2%，仍然保持世界第一大元器件市场的地位。其中，新型电子元器件市场需求超过约为500亿美元(约6500亿只)，占国内电子元器件市场总额的50%—60%。

尽管我国关键元器件和电子材料产业发展迅速，但是仍存在亟待解决的问题：产品结构性矛盾突出，存在低端产品过剩、高端产品短缺的现象；自主创新能力不足，产品技术水平较低；以外资企业为主，外资企业销售额占50%以上；企业规模较小，竞争力有待于进一步提高等问题。

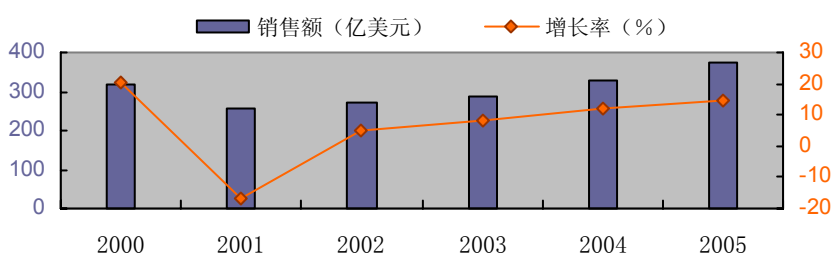
(三) 连接器需求保持稳步增长

电子连接器是连接电气线路的常用元件，主要在器件与组件、组件与机柜、系统与子系统之间起电连接和信号传递的作用，并且尽量保持系统与系统之间不发生信号失真和能量损失的变化。

目前连接器通常指由铜材等冲制而成的接触件端子，而广义的连接器包括端子及线束产品。线束是指由铜材冲制而成的接触件端子（狭义连接器）与电线电缆压接后，外面再塑压绝缘体或外加金属壳体等，以线束捆扎形成连接电路的组件。除板对板等连接器无需电线电缆连接外，其余狭义上的连接器均需与电线电缆压接成组件，以组件的方式发挥连接作用。

电子连接器有不同的分类方法，按频率分有高频连接器和低频连接器；按外形分有条形、圆形、矩形连接器等；按照用途分有印刷板用连接器、电源连接器等。

图5：2000 - 2005年全球连接器市场销售额及增长率



数据来源：FLERK RESEARCH

电子连接器是用途最广泛电子元件之一，广泛运用于计算机、电信、网络通讯、工业电子、交通运输、航空航天、医疗器材及汽车工业等领域。当今电子化、信息化的发展趋势，更为连接器行业的发展营造了广阔的空间。

表1：2003 - 2008年全球连接器市场销售额与增长率预测

地区	2003 年销售额 (亿美元)	2008 年销售额 (亿美元)	03-08 年均增长率%
北美	82. 390	110. 113	6. 0
欧洲	72. 397	104. 509	7. 6
日本	49. 133	68. 902	7. 0
中国	30. 553	75. 531	19. 8
亚太	33. 217	51. 637	9. 3
其它	15. 919	25. 298	9. 7
总计	283. 519	435. 890	9. 0

数据来源：BISHOP ASSOCIATES

根据BISHOP ASSOCIATES的预测，2003-2008全球连接器的复合增长率将达到9%，其中而全球最大的市场北美增长依然缓慢，中国的增长率最高，将达到19.8%。

表2：2005 - 2010年中国连接器市场预测

类型/年度	2005	2010	平均增长率 %
产量 (亿只)	215	468	17
规模 (亿元)	258	515	15

数据来源：中国电子元件行业协会信息中心

由于家电、电子信息产品、汽车、手机等制造业不断向中国转移，中国已成为全球最大的家电、信息产品制造中心，消费电子、网络设计、通信终端产品产量增长迅速，因此电子元器件等中间产品的需求增长迅猛，目前中国成为全球连接器增长最快的市场，根据中国电子元件行业协会信息中心的数据，2005年全国电接插元件（以连接器为主，也包含开关产品）的产量约为390亿只，实现销售收入362亿元，其中连接器的产量为215亿只，销售收入258亿元，出口12.8亿美元。

根据中国电子元件行业协会信息中心对我国连接器市场的分析预测，到2010年连接器产量将达到468亿只，市场规模将达到515亿元，即未来5年的平均增幅将达到15%左右。

赛迪顾问预测到 2010 年中国电接插元件市场需求 1200 亿只。

（四）公司的行业地位

1、国内连接器行业现状

目前中国连接器制造商超过1000家，其中外商投资及港台厂商约300家，本土制造商700余家，主要分布在长江三角洲和珠江三角洲。

Molex、Tyco、FCI等国际厂商占据着高端市场，主要产品面向通讯和汽车应用领域，台湾厂商占据了个人电脑及其周边设备应用领域，大陆本土连接器行业的总体水平相对较低，主要面向低端市场，如家电应用市场。

随着本土连接器厂商的制造能力在日益增强，特别是以模具开发或制造起家后逐渐渗透到连接器领域的企业的迅速发展，在成本控制和市场快速反应能力方面，都具有一定的竞争优势，因此本土厂商在逐步向中高端PC、汽车和通讯等市场渗透。但总体上，绝大多数本土厂商的研发能力不足，自主技术缺乏，采用的是多品种小批量的生产格局，规模小，抗风险能力较弱。

由于连接器应用范围广泛，因此具有一定规模的连接器厂商都有明显的分工特色和各自应用领域的针对性。由于国际大厂、台资企业和国内本土企业各自的优点和主要应用领域不同，因此目前三者之间并没有直接竞争。本土企业主要生产市场需求巨大的中低端连接器。

2、得润电子已经成为国内最大的家电连接器制造商

通过组建合资公司，得润电子成为康佳、海尔、长虹连接器的主要供应商，同时，得润电子是创维出口产品连接器的主要供应商。2005年公司在彩电、空调、冰箱、洗衣机四大家电连接器的市场份额分别为22.94%、6.43%、6.12%和10.16%，其中彩电连接器的市场占有率增长最快，份额最高，这主要得益于2005年与四川长虹的合作成功。

根据四大家电在整体家电市场的销售份额，可以估算出2004和2005年得润电子在四大家电连接器的整体的市场份额分别为9.6%和14.6%，因此得润电子已经成为最大的家电连接器制造商。

2006年公司被中国电子元件协会评为“第十九届电子元件百强企业”，综合排名第45位，如果按照销售额、利润总额和总资产排名，则分别名列第38、51和52位。2007年公司被中国电子元件协会评为“第二十届电子元件百强企业”，综合排名第50位。

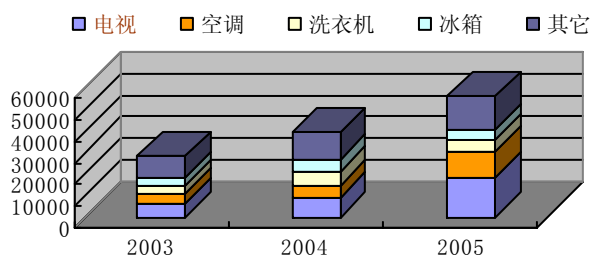
从连接器制造商的排名看，得润电子在上海飞乐股份和安普泰科之后，名列第三位。上海飞乐股份主要从事汽车电子的连接器的生产，而安普泰科主要从事中高端连接器的生产，目前与得润电子的家电连接器处于不同的应用领域。

三、主营业务布局还未完成

公司主营家电连接器，包括面向家电（彩电、空调、洗衣机、冰箱等）制造客户，另少量用于通讯、汽车等行业，并从事各种精密组件产品和精密模具的制造与销售，业务集中且专一。

图6：主营构成

单位：万元



数据来源：公司报表

（一）家电领域仍是主要收入来源

公司产品主要应用在家电领域，目前我国已经成为世界家电制造中心，目前国内一半左右的家电产量用于外销，近年来家电产量仍保持一定幅度的增长，根据国家统计局公布的数据，2001-2005年，彩电、冰箱、洗衣机和空调平均增长幅度分别为16.36%、18.64%、14.36%和32.38%。

表3：中国主要家电产品产量及其增长率

名称类别	彩电		冰箱		洗衣机		空调	
	产量 (万台)	增长率 (%)	产量 (万台)	增长率 (%)	产量 (万台)	增长率 (%)	产量 (万台)	增长率 (%)
2006	8375	1.1	3530	18.2	3491	13.9	6849	1.3
2005	8283	11.5	3106	2.6	2953	15.9	7469	13.2
2004	7329	12.0	3033	30.0	2349	19.2	7047	42.6
2003	6541	26.9	2208	37.2	1943	27.8	4813	47.4
2002	5155	25.9	1599	17.8	1587	17.6	3135	30.0
2001	4094	4.0	1349	5.6	1334	-8.7	2313	28.7

数据来源：国家统计局

从国内的消费市场看，家电行业是充分竞争的行业，其产品定价规则和价格水平比较稳定、成熟，总体趋势是成熟产品批量大、价格低，并呈现逐步下降趋势。

公司依托家电领域的格局近期不会发生太大变化，家电领域仍将是主

营收入的主要来源。

（二）结盟大客户战略

目前家电产业已经趋向于形成寡头竞争，少数几个大型企业垄断了大部分的市场份额，公司采取了结盟大客户战略。

依据大客户可以获得稳定的业务来源，并与大客户一起成长壮大；优质的客户保证了应收账款的质量，降低了公司的风险水平；大客户采购的计划性较强，便于公司及早期组织原材料采购、制定生产计划，公司根据大客户订单来采购、生产，降低了存货的跌价风险；优质的客户群提升了公司的品牌和声誉，有利于得到其他大客户的认可。

公司的“结盟大客户战略”成效明显，业务量呈现阶梯式的跨越增长。在公司前身1992年设立初期，公司业务规模较小，随着成为康佳集团的主要连接器供应商，公司业务规模迅速扩大，2000年以前对康佳集团的销售额占到公司业务量的50%以上。2000年起，公司开始进入海尔集团的供应链，所占供应配额逐渐提高，2004年度公司对海尔集团的销售额已突破2亿元，占公司销售额的51.84%。2004年底，公司与四川长虹合资设立绵阳虹润，2005年度对四川长虹实现销售收入达9,392.49万元，占公司销售总额的16.79%。

康佳集团、海尔集团、四川长虹及创维集团等公司主要客户均为国内知名企业，公司具有较为丰富的为大客户配套合作的经验，受到客户的信赖，并被康佳集团、海尔集团等知名企业评为最佳合作伙伴。今后公司国内客户的开发也将集中于知名企业。

公司还积极开拓大型跨国公司，目前公司已通过部分跨国公司的初步审核并进入小批量供货阶段。

（三）逐步进入新的电子消费领域

从增长幅度来看，新型电子消费品如个人数码、通讯产品及汽车电子等大大超过传统家电的增长，因此公司逐步介入新的电子消费领域能够获得超额利润，有助于维持较高的增长幅度。目前，公司已制定进入汽车连接器和手机连接器的业务规划，并开始逐步推进。

汽车连接器在我国连接器市场份额目前达19.2%，仅次于计算机及周边设备市场份额。为应对价格战，各汽车厂商积极推进本土采购计划，在汽车连接器和线束方面给公司提供了切入机会，公司通过前子公司襄樊东风得康公司积累了汽车线束生产技术，并通过子公司长春金科迪与长春一汽建立了合作关系，前期通过其他汽车配件的供应，为切入汽车连接器供应打下基础。

通讯连接器基本为国外企业垄断，公司通过子公司冠连通开始介入通讯连接器制造领域，目前已经成功开发出手机I/O接口连接器，并实现小批量为手机生产厂商供货。公司在未来几年将通过引进技术和策略联盟的方式积极推进手机连接器业务的发展。

（四）产品向高端领域产品拓展

高端连接器精密化、微型化的特点，决定了精密模具是生产高端连接器的关键因素。目前，国内冲模生产技术水平已达到能生产精度 $2\mu\text{m}$ 的精密多工位级进模，工位数量最多已达160个，寿命达到1-2亿次，与工业发达国家相比，我国模具制造精度还有一定差距，制造周期长，模具寿命短，表面质量差，标准化程度低，高精度、高性能的模具主要依赖进口。因此，公司已将生产精密模具、开发高端产品确定为公司中长期发展战略之中核心竞争力培育的重点。公司控股子公司深圳冠连通主要从事精密模具的生产，公司拟加大对精密模具制造和精密注塑成型产品的投入，加快开发高端连接器产品的步伐。

高端连接器需要相应的技术保证，公司方面已经采取了针对技术人员的激励机制、与国际技术领先的连接器厂商合作及在适当时机通过并购国内外技术先进的企业等措施来取得技术积累。

（五）募集资金项目进展缓慢，延缓主营布局的时间

公司IPO募集资金投资四个项目：1、精密电子连接器生产技术改造项目 2、深圳家电连接器生产技术改造项目 3、合肥家电连接器生产技术改造项目，4、精密模具及精密成型加工技术产品建设项目。

表4：合肥家电连接器生产技术改造项目			单位：万套
项目名称/产能	原产能	新增产能	实施后总产能
冰箱连接器	300	200	500
空调连接器	400	200	600
合 计	700	400	1100

数据来源：公司招股说明书

自公司2006年7月上市目前项目进展缓慢，只有合肥家电连接器生产技术改造项目在2007年7月完工，精密电子连接器生产技术改造项目正在进行中，而精密模具及精密成型加工技术产品建设项目和深圳家电连接器生产技术改造项目因实施地点位于深圳市宝安区光明高新技术产业园，由于用地审批等因素，致使募集资金不能按计划投入，项目不能按期开工。公司2007年10月26日公告，精密模具及精密成型加工技术产品建设项目拟进行部分调整，由得润电子以注册资本形式向控股子公司青岛恩利旺精密工业有限公司投入1030万元，并由恩利旺在青岛出口加工区同时实施；深圳家电连接器生产技术改造项目拟由得润电子以追加投资方式向全资子公司青岛得润电子有限公司投入2580万元，并由青岛得润在青岛胶州实施。

精密模具及精密成型加工技术产品建设项目总投资8980万元人民币，其中固定资产投资7535万元，铺底流动资金1445万元。项目建设期二年，达产后，预计可年产精密模具300套，形成年产精密成型产品1390KK的生产规模，每年可实现销售收入15,000万元，利润总额767.99

万元，税后利润（所得税率为15%）1502.79 万元，投资利润率为19.69%，投资利税率为30.60%，所得税后财务内部收益率为18.05%，静态投资回收期为4.47 年。

表5：精密模具及精密成型加工技术产品项目

项目名称/产能	原产能（K）	新增产能(K)	实施后总产能 (K)
家电类精密成型产品	420K	800K	1220K
通讯类精密成型产品	80K	500K	580K
汽车类精密成型产品		90K	90K
合 计	500K	1390K	1890K

数据来源：公司招股说明书

深圳家电连接器生产技术改造项目总投资2580 万元人民币，其中固定资产投资1730 万元，铺底流动资金850 万元。项目建设期二年，达产后，预计可形成年产家电线束500 万套的生产规模，每年可实现销售收入6000 万元，实现利润562.48 万元，税后利润（所得税率为15%）478.11 万元，投资利润率21.80%，投资利税率35.92%，所得税后财务内部收益率为18.92%，静态投资回收期4.25 年。

表6：深圳家电连接器生产技术改造项目

单位：万套

项目名称/产能	原产能	新增产能	实施后总产能
普通彩电连接器	100	350	1300
小家电连接器	300	120	420
音响设备连接器	50	30	80
合 计	1350	500	1830

数据来源：公司招股说明书

预计上述两个项目将在2008 年建成并开始产生收入。

根据上述分析，公司合肥家电连接器生产技术改造项目从2007年下半年开始产生收入，深圳家电连接器生产技术改造项目、精密模具及精密成型加工技术产品建设项目和精密电子连接器生产技术改造项目从2008年逐步投产，将对主营收入和净利润有较大的贡献。因此公司从2008年开始将可能摆脱近几年小幅增长的局面而进入快速增长阶段。

公司准备进入连接器相对高端的汽车连接器和通讯连接器领域，需要募集资金项目提供技术平台支持，由于投向精密模具及精密成型加工技术产品建设项目等进展较慢，将延缓公司主营布局的时间。

四、公司财务状况分析

（一）公司主要财务指标

表7：公司主要财务指标

	2004	2005	2006
主营毛利率（%）	14.12	11.95	10.29
销售净利率（%）	5.43	4.17	4.34
净资产收益率（%）	24.34	21.43	11.42
主营业务收入增长率（%）	39.47	42.46	20.50
应收帐款周转率（次）	4.39	4.97	5.21
存货周转率（次）	6.26	5.50	5.39
流动比率（倍）	1.39	1.27	1.69
速动比率（倍）	1.01	0.87	1.34
资产负债率（%）	60.34	67.49	51.57
总费用率（%）	7.40	7.10	6.15
每股经营性现金流（元）	0.80	0.73	0.118

数据来源：公司报表

（二）盈利能力逐步下降

2003年以来，公司主营毛利率逐步下降，从2003年的15.79%逐步下降到2006年的10.29%，2007上半年出现小幅回升，能否持续仍需观察。公司销售净利率也呈现同比下降的趋势，净资产收益率则出现振荡下降走势，但绝对值仍处于行业的较高水平。总之，近几年公司的盈利能力处于逐步下降的过程中。

图7：毛利率

单位：%

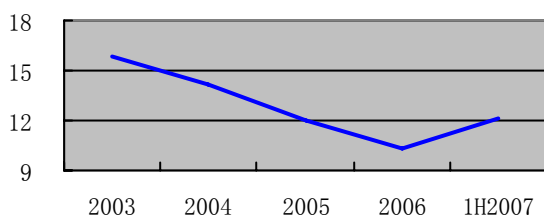
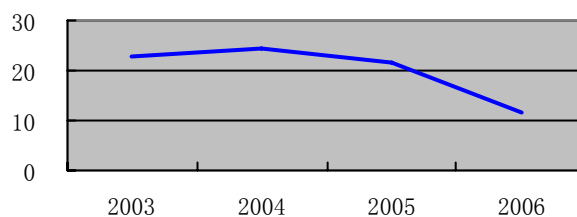


图8：净资产收益率

单位：%



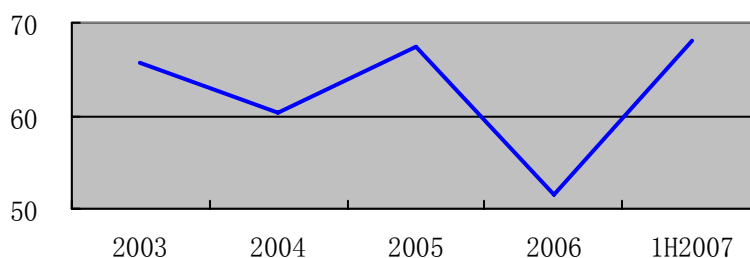
数据来源：公司报表

（三）资产负债率明显高于行业平均水平

2003年以来，公司资产负债率一直处于60%以上，明显高于电子元器件行业40%左右的平均水平，IPO后，2006年该项指标出现一定的下降，但2007上半年又出现明显的上升。

图9: 资产负债率

单位: %



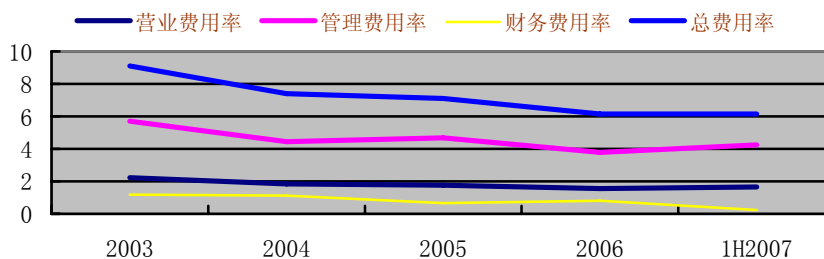
数据来源: 公司报表

(四) 费用率不断下降

2003 年以来, 公司三项费用均维持较低的水平, 大大低于行业整体水平, 并且总体呈逐步下降趋势, 在主营业务不断增长的情况下, 费用控制得如此出色, 体现了公司较高的管理水平。

图10: 费用率走势

单位: %



数据来源: 公司报表

(五) 主要财务指标的同行业比较

我们在沪深股市中筛选出 50 家电子元器件类同行业上市公司进行比较, 为了保证样本代表性, 我们在计算各行业平均指标时已经剔除了一些异常样本 (主要是亏损公司), 主要财务指标比较如表 8 所示。

与同行业平均指标相比, 公司主营毛利率和销售净利率均明显低于行业平均水平, 虽然净资产收益率明显高于行业平均水平, 但 2006 年出现快速下降; 存货周转率比行业平均水平略高; 总费用率明显低于行业平均水平, 且维持下降趋势, 这反映了公司具有较好的管理能力。

总体上看, 公司的盈利能力整体低于行业平均水平, 经营效率处于行业的平均水平, 仅总费用率大大低于行业平均水平。

表8: 得润电子与电子元器件行业部分财务数据比较

年 度	公 司 行 业	主营毛利率 (%)	销售净利率 (%)	净资产收益 率 (%)	资产负债率 (%)	存货周转 率 (次)	总费用率 (%)
2006	得润电子	10.29	4.34	11.42	51.57	5.39	6.15
	行业平均	20.59	6.4	6.47	46.46	5.06	18.14
2005	得润电子	14.12	5.43	24.34	60.34	6.26	7.40
	行业平均	21.03	3.01	7.33	46.83	4.81	21.03
2004	得润电子	15.79	5.52	22.70	65.78	5.82	9.10
	行业平均	24.39	7.36	11.94	46.24	5.06	24.39

数据来源: 广发证券发展研究中心

五、风险分析

(一) 原材料价格波动的风险

公司的主要原材料为线材、端子和胶壳,三种主要原材料占主营业务成本的比例约 80%,线材、端子的价格与铜价走势密切相关,胶壳的价格与石油价格联系紧密。

2003 年下半年以来铜、石油价格的快速上涨导致了公司采购成本的增加。原材料成本的上涨并不能通过调整产品销售价格来完全抵消,2003、2004、2005 和 2006 年度公司主营产品的毛利率分别为 15.84%、14.17% 及 12.05% 和 10.29%,毛利率呈不断下降趋势,因此重要原材料价格的波动对公司盈利造成较大的影响。

(二) 客户过于集中的风险

目前,公司的主要客户为国内大型家电企业,公司 2003 年度、2004 年度、2005 年度及 2006 年度前五大客户合计销售额占当年销售额的比例分别为 81.35%、75.80%、70.19% 及 70.76%,虽然公司与海尔集团、四川长虹和康佳集团等主要客户或其下属企业合资设立了控股子公司为其供货,加强了业务合作,但客户过于集中仍给公司经营带来一定风险,若主要客户经营出现波动或降低从本公司采购的份额,将对公司业务带来重大影响。

(三) 汇率变动风险

公司拥有自营进出口权,2003 年进出口业务开始出现较快增长。2003 年度、2004 年度及 2005 年度公司出口销售收入分别为 6,215.61 万元、

6,347.69 万元及9,712.37 万元，分别占同期主营业务收入的22.08%、16.17%及17.36%。海外市场是公司今后重点开发的市场之一，出口销售和进口采购都将随公司业务的发展而逐步增加，外汇汇率的波动将直接影响到公司出口产品的销售价格和进口原材料采购成本，从而影响到公司产品的价格竞争力，为公司的经营带来一定风险。

六、盈利预测

（一）盈利预测假设

2003年以来，公司主营业务毛利率逐步下降，主要是铜、石油价格快速上涨造成的，目前铜、石油价格在高位震荡，长期仍有继续上升的空间，因此未来毛利率仍有继续下降的可能。另一方面，公司已经开始介入高附加值产品，将有助于提高毛利率水平，但2008年之前贡献有限，随着公司募集资金项目的逐步建成，高端领域的产品比例将明显提高，综合毛利率将出现上升。综合考虑上述因素，我们认为公司的毛利率2007年将继续下降，2008或2009年出现拐点，盈利预测中，假设2007-2009年毛利率分别为：10.8%、10.5%和10.8%。

（二）盈利预测

表9：利润表					单位：万元
项目/年度	2005A	2006A	2007E	2008E	2009E
主营业务收入	55931	67395	85592	128387	174607
主营业务成本	49190	60382	76348	114907	155749
主营业务税金	59	75	95	143	194
主营业务利润	6682	6938	9149	13338	18663
其它业务利润	19	17	20	20	20
营业费用	985	1048	1284	1797	2270
管理费用	2616	2546	2996	4237	5937
财务费用	420	546	631	650	780
营业利润	2680	2813	4258	6674	9697
投资收益	18	331	300	300	360
补贴收入	139	398	230	450	200
营业外收支	-15	0	-5	-5	-5
利润总额	2823	3543	4783	7419	10252
所得税	60	295	478	890	1230
少数股东权益	428	325	530	645	927
净利润	2334	2922	3775	5883	8095
总股本（万股）	4432.78	6112.78	7946.62	7946.62	7946.62
每股收益摊薄	0.527元	0.478元	0.475元	0.740元	1.019元

数据来源：广发证券发展研究中心

七、估值分析与投资评级

（一）与沪深 50 家电子元器件类公司比较

我们在沪深股市中筛选出 50 家电子元器件类同行业上市公司进行比较，为了保证样本代表性，我们在计算各行业平均指标时已经剔除了一些异常样本，主要是亏损和微利公司。

与沪深同行业或相近行业的平均水平比较，得润电子 2007 和 2008 年的动态市盈率低于同行业平均水平，公司的近三年平均净资产收益率 (ROE) 明显高于行业平均水平，体现了公司较高的盈利能力。

公司的市净率 (P/B) 略高于行业的平均水平。

表10: 得润电子与沪深50家电子元器件类公司部分估值参数比较

类 别	07P/E	08P/E	P/B	近三年平均 ROE(%)
得润电子	43.56	36.16	5.77	19.06
电子元器件平均	65.97	43.18	5.37	8.58

数据来源：广发证券发展研究中心

（二）与国际 370 家同类或相近上市公司比较

我们选取了 370 家在全球不同国家上市的电子元器件类公司作为比较样本，为了保证样本的代表性，我们在计算各平均值时已经剔除了少数异常样本，下表列出了部分估值参数的比较结果。

与国际同行业公司比较，得润电子的动态市盈率方面明显高于国际平均水平，市净率也高于国际平均水平。

盈利能力方面，得润电子净资产收益率高于国际平均水平，与德国平均水平相近。

表11: 国际370家电子元器件类上市公司部分估值参数

名 称 类 别	07P/E	08P/E	P/B	近 3 年平均 ROE(%)
得润电子	43.56	36.16	5.77	19.06
国际 370 家平均	25.38	19.40	4.11	14.80
美国平均	27.24	22.78	5.07	11.38
德国平均	30.20	16.91	4.92	17.51
日本平均	16.01	15.11	2.09	12.15
韩国平均	26.40	21.43	8.42	13.33
中国台湾平均	17.79	14.21	3.97	14.67
中国香港平均	16.64	13.51	5.90	23.33
中国大陆平均	65.97	43.18	5.37	8.58

数据来源: Bloomberg, 广发证券发展研究中心

(三) 维持持有的投资评级

按照我们的盈利预测, 公司目前股价对应 2007、2008 和 2009 年 PE 分别为 43.56、36.16 和 28.43 倍, 比较合理反应了公司的基本面情况。

根据前面的分析, 公司 4 个募集资金项目中只有 1 个项目在 2007 年 7 月建成投产, 而对主营增长贡献更大的另外 3 个项目将在 2008 年才逐步建成, 在此之前公司不具备快速增长的条件, 因此维持持有的投资评级, 目标位 20.50 元。

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

得润电子(002055)行情走势



相关研究报告

得润电子 2007 年主营业务稳步增长	惠毓伦	2007-08-10
得润电子主营业务仍处于战略布局阶段	惠毓伦	2007-04-23
得润电子新股定价报告	惠毓伦	2006-07-24

广州

地址	广州天河北路 183 号大都会广场 36 楼
邮政编码	510075
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn
服务热线	020-87555888-390

上海

地址	上海浦东南路 528 号证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	200120

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。