

电子元器件制造业

宏盛科技 600817
增持

2006/11/21

首次评级

虚拟工厂的先行者

当前股价 2006/11/17
RMB 7.75

股权数据

总股本 (百万股)	129
流通 A 股 (百万股)	83
流通 B 股 (百万股)	N/A
可转债 (百万股)	N/A
流通 A 股市值 (亿元)	6.47

基本数据

市净率 06 Q3 (X)	4.3
资产负债率 06Q3 (%)	84.7
每股净资产 06Q3 (元)	2.1
股息率 05A (%)	0.50
TRACING P/E (X)*	19.61

*最近四季盈利计算。

相关研究

分析师
唐志
 (0755) 8249 2216
 tangzhi@lhzq.com

经营预测与估值

	2005A	2006E	2007E	2008E
主营收入 (百万元)	5103.7	6634.8	9620.5	11544.6
主营利润 (百万元)	252.0	335.2	478.9	575.8
净利润 (百万元)	49.3	61.8	123.4	153.0
EPS (元) (07 年考虑增发摊薄)	0.50	0.48	0.62	0.77
P/E (X)	15.6	16.1	12.4	10.0
每股经营现金流 (元)	0.05	-0.01	0.26	1.28
净资产收益率 (%)	25.9%	26.9%	15.7%	17.6%

■ 虚拟工厂模式使得公司将制造业务全部外包，专注于供应链各环节的管理与协调，从而获取低成本的竞争优势。

■ 公司具有准确的产品定位能力，其具备“产品新”、“质量好”、“价格低”三大特点的集成电路产品在美国中低端消费群体市场取得较好的销售业绩，其信息家电产品也面临快速增长的历史机遇。

■ 公司通过以销定产的模式规避了存货跌价的风险，实现了产品零库存。

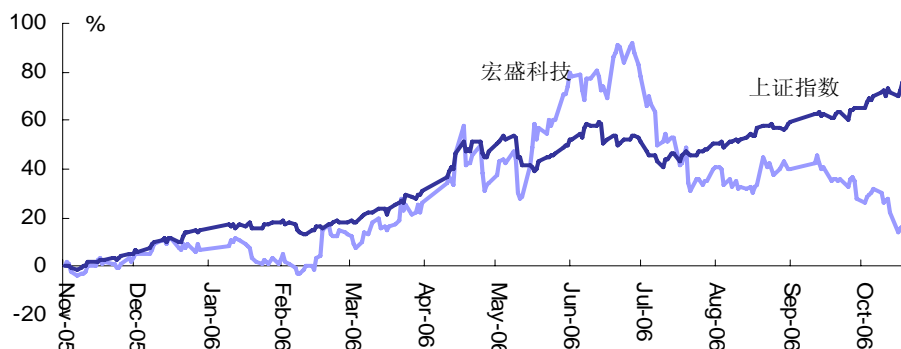
■ 公司通过买方信用传递及保险模式规避了应收账款回收风险，大大提高了应收账款的质量。

■ 此次定向增发新增 3.5 亿自有资金将用于开设信用证，之前制约公司发展的资金瓶颈将得以解决，新增销售收入可能在 30 亿元以上。

■ 公司的投资价值区间为 9.8-12.4 元，目前公司股价低于投资价值区间下限，给予增持的投资评级。

■ 风险提示：目前公司 1-2 年期的应收账款的回收有一定不确定性，此外人民币升值也会对公司的经营带来不利影响。

最近 52 周股价表现 - 2006/11/17



目 录

先进制造模式—虚拟工厂	3
虚拟工厂模式的意义及运行机理	3
虚拟工厂模式的种类及演化	3
三位一体的核心竞争优势	4
准确的产品定位	4
以销定产实现零库存	5
买方信用传递实现货款安全	6
定向增发消除资金瓶颈，业绩有望快速增长	8
盈利预测	8
核心假设分析	8
财务预测	9
估值分析及投资评级	10
风险提示	10

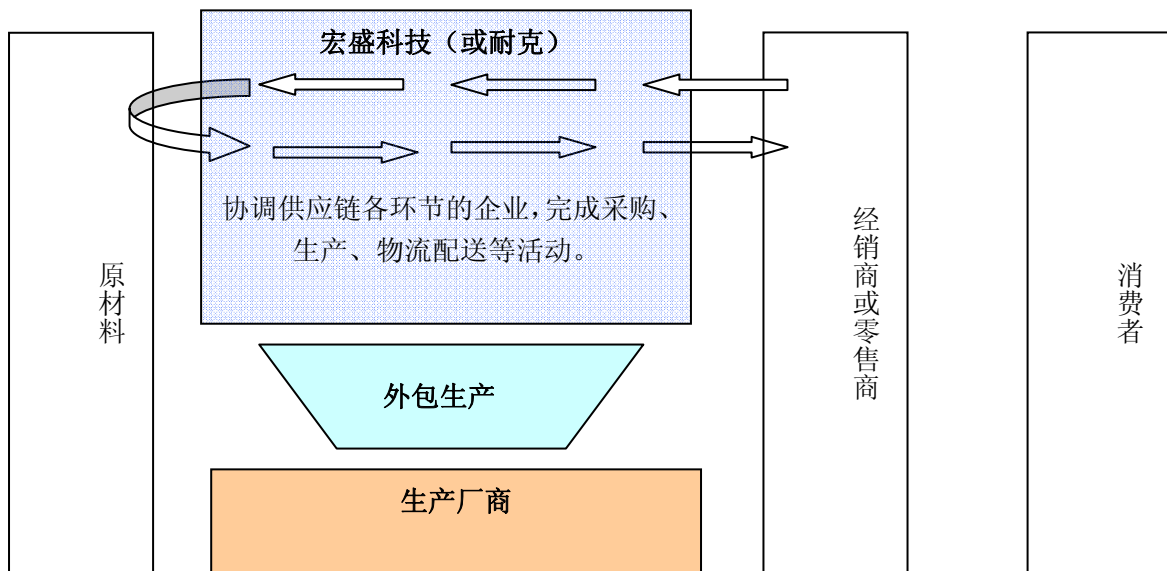
先进制造模式—虚拟工厂

虚拟工厂模式的意义及运行机理

制造外包是虚拟工厂模式的核心

所谓虚拟工厂是指产品全部外包给其它的生产厂家加工制造。通过虚拟工厂模式，不仅节约了大量的生产基建投资、设备购置费用以及工人人工费用，而且又充分发挥了其它生产能力强的厂家的能力。耐克(Nike)公司是虚拟工厂模式的先驱。耐克公司将产品的生产加工任务外包给东南亚等地的许多发展中国家，这些地方的劳动力成本极其低廉，从而使其获得较大的竞争优势。

图 1、虚拟工厂模式的运行示意图



资料来源：联合证券研究所

虚拟工厂模式的种类及演化

虚拟工厂模式按造外包程度从少到多可以分为三种类型。

第一类是工序外包制造，通常指核心企业把一些粗加工及技术含量低的工序扩散到周边人力成本低廉地区的企业代为加工，把关键工序如精加工、装配、检测等工序交由自己控制。空中客车将部分机身制造业务外包给中国的一些飞机制造公司就是这一类的典型例子。

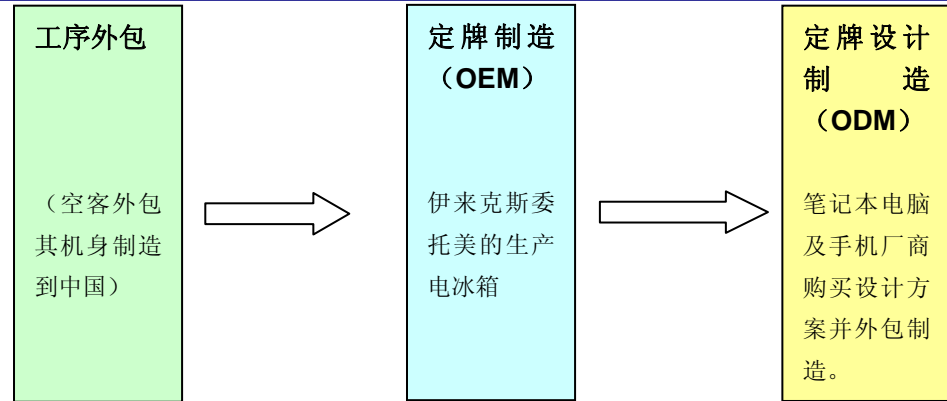
第二类是定牌制造，又称 OEM 制造。指核心企业把设计好的产品交由专业制造承包商生产，并在最终产品上打上核心企业的知名品牌。这一类的一些案例有之前 IBM 委托长城电脑制造笔记本电脑，伊来克斯委托美的制造电冰箱等等。

第三类是定牌设计制造，又称 ODM 制造。目前宏盛科技就是采用这种模式。

定牌设计制造指销售商购买制造商的设计资料（专利技术）让代工企业组织产品生产制造，打上自己品牌对外销售。目前许多品牌笔记本电脑厂商及部分手机厂商都采用这种模式，这使得许多专业的设计公司在台湾及韩国应运而生。

ODM ——
宏盛科技的模式

图 2、虚拟工厂模式的演化



数据来源：联合证券研究所

三位一体的核心竞争优势

准确的产品定位

“产品新”、“质量好”、“价格低”的准确定位

适销对路的产品是驱动虚拟工厂模式运行的根本原动力。

宏盛科技凭借公司管理团队在美国电子市场多年的经营经验，将其产品准确定位为“产品新”、“质量好”、“价格低”三大特点，从而在美国的中低消费市场上取得了迅速的突破。据介绍，与主流品牌相比，宏盛科技的“Norcent”品牌同规格产品要便宜 20%-30%，而产品质量及售后服务并无显著差异，因此对于中低端消费群体而言具有较大的吸引力。

在移动存储卡领域取得较好发展

宏盛科技过去几年的快速成长主要得益于移动存储卡（SD CARD、CF CARD）市场的高速增长。目前移动存储卡成为宏盛科技的最主要收入和利润来源。移动存储卡相对于原有的数据存储设备具有很多明显的优点，例如：容量大，体积小，耗电少，不怕潮湿，不怕振动，比光盘结构简单，可反复读写擦除等。近年来，随着手机、笔记本电脑、数码相机等消费类电子产品的普及，移动存储市场，特别是闪存卡市场发展势头很猛。2005 年全球的闪存卡出货量近 2 亿张。宏盛科技在 2003 年就介入该市场，通过不断发展，目前其在美国移动存储卡的市场份额接近 5%，具有一定的市场影响力。

图 3、宏盛科技目前主要的集成电路产品

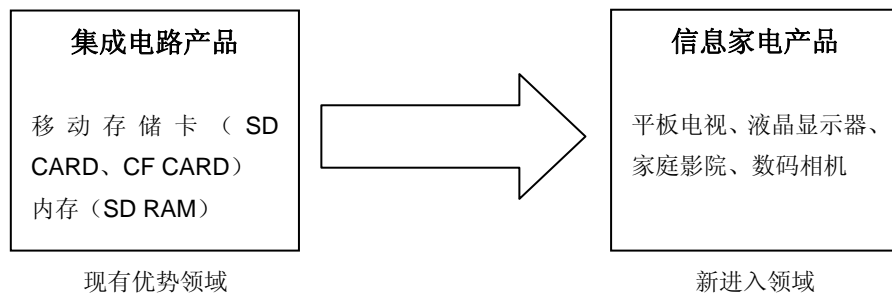


数据来源：联合证券研究所

开始涉足信息家电领域

目前宏盛科技开始积极进入信息家电领域，部分产品已经实现了销售。据公司之前的披露，截止 2006 年 5 月 10 日，公司已经接到了 2 亿美金左右的信息家电订单。

图 3、宏盛科技的产品定位与变迁



数据来源：联合证券研究所

以销定产实现零库存

电子产品最重要的趋势就是产品价格不断下跌，导致波导股份、厦新电子等手机厂商 2005 年度亏损的重要原因之一是不得不计提大量的存货跌价准备。宏盛科技通过以销定产及虚拟工厂的模式，实现了零库存，从而消除了产品跌价所可能带来的损失。

图 4、宏盛科技的以销定产模式



数据来源：联合证券研究所

由于电子产品跌价或价格波动是长期趋势，做为销售商而言将面临产品跌价的风险，而做为制造商将面临原材料和产成品跌价的风险，因此宏盛科技采用独有的经营模式有效地降低这两类风险，从而实现了产业链多赢。

趋势预测与步步推进降低销售商风险

从产品开发开始，宏盛科技即通过与终端零售商的反复沟通，与零售商逐步达成对全年市场预测的一致看法。宏盛科技将各个终端零售商的预测累计，形成了各个产品的全年销售预测。

一般情况下，零售商要求宏盛科技下订单预测后第一季度备货率为 80%以上（其中第一个月 100%），第二季度 60%以上，第三、第四季度作为参考。而宏盛科技也在充分贴近终端市场、了解市场趋势的情况下，根据上述销售预测制定产品的生产组织计划和销售计划。

“以单定产”降低制造商风险

在与经销商沟通的同时，宏盛科技对采购业务也以订单预测的形式下给上游生产厂家，让上游厂家有所准备。

直到交货前一至二个月零售商通过美国经销商确定对双方均有约束力的定单（P/O），公司按客户定单所明确的数量、型号，通知之前安排好的生产厂家组织生产，并向 ORIGON 等代理采购商下达采购定单，由其代理采购。在此过程中，公司严格执行“以单定采”方针，有效控制了存货规模和产品降价风险。

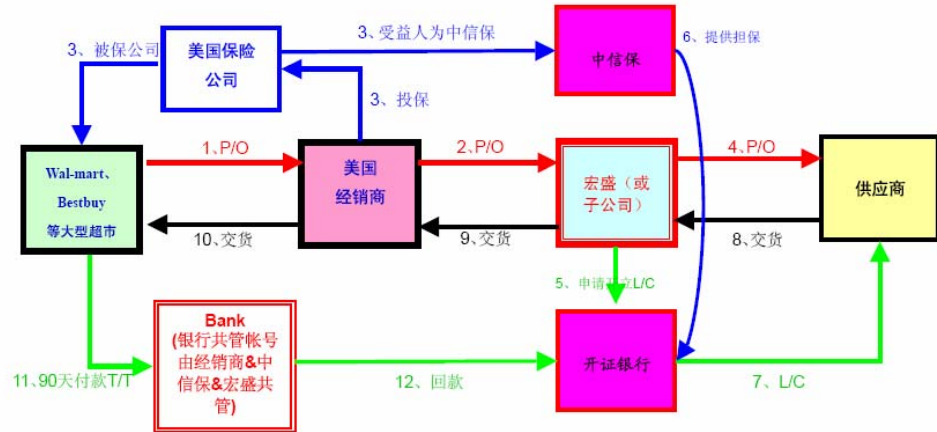
通过以销定产这种模式，宏盛科技 2006 年前三季度的存货周转率高达 188.58 次，基本上实现了零库存。

买方信用传递实现货款安全

国际贸易的最大风险是货款能否安全回收。导致四川长虹 2004 年巨亏的根本原因是其当年计提了 25.1 亿元的坏帐准备，其中大部分是对美国公司 APEX 的应

收账款所计提的。宏盛科技通过买方信用传递及保险的方式保证了应收账款的安全回收。

图 5、宏盛科技的买方信用传递模式



资料来源：宏盛科技 2005 年年报的补充公告

各步骤的具体说明如下：

- 1-2 ——美国经销商收到最终客户的订单后，下 P/O 给宏盛（或子公司）。
- 3 ——美国经销商向美国保险公司投保，购买应收保险，受益人为中国出口信用保险公司。
- 4-5 ——宏盛（或子公司）收到 P/O 后，向供应商下 P/O，并向开证银行申请开立 L/C。
- 6 ——中信保向开证银行为宏盛（或子公司）提供担保。
- 7 ——银行开出 L/C。
- 8-10 ——供应商向宏盛（或子公司）交货，宏盛（或子公司）验收货物后，将货物直发美国，交货给美国经销商，货物最终到达 Wal-mart、Bestbuy 等客户。
- 11 ——Wal-mart、Bestbuy 等客户付款（90 天的帐期）到中信保与经销商及宏盛的共管帐户。
- 12 ——共管帐户所在银行，根据双方协议，向宏盛（或子公司）、美国经销商等付款，贷款划拨到宏盛（或子公司）的开证银行。

宏盛科技 2005 年度保险、担保费高达 3900 万元。通过保险和担保的方式，宏盛科技的应收账款的质量得以大大提高。

定向增发消除资金瓶颈，业绩有望快速增长

自有资金不足，制约公司发展。

由于资金的瓶颈问题，公司也存在着一定的发展障碍。目前，公司与上游的采购均是通过信用证的方式进行结算的。而在开立信用证的过程中，银行需要一定比例的自有资金(一般为30%)或者金融机构担保。宏盛科技由于自有资金不足，2006年放弃了部分全年订单，而选择了资金需求较小、资金组织更为灵活的单笔订单进行交易。

定向增发可新增3.5亿自有营运资金。

宏盛科技前期披露的董事会决议公告显示，其此次非公开发行股票的数量拟为不超过6,000万股(含6,000万股)，如果相关法律法规允许，公司授予本次非公开发行股票的保荐机构以超额配售选择权，获此授权的保荐机构可以按同一发行价格超额发售不超过发行数量15%的股份。如果保荐机构实施超额配售选择权，则此次定向增发可到6900万股，筹资近5.1亿左右。扣除向大股东-上海宏普实业投资有限公司定向增发部分(在近年的经营过程中，上海宏普实业投资有限公司无偿地向宏盛科技提供了资金支持，本次增发只是将对上海宏普实业投资有限公司的债务(约1.5亿)转为股本。)，可获得新增营运资金3.5亿元左右。

销售收入有望增长30亿元以上。

募集资金一旦到位，将迅速用于开立信用证的自有保证金，从而大大提高公司的接单能力，实现销售收入的跨越式增长。按营运资金周转次数3计算，公司因新增自有资金将带来的销售收入增长为35亿元($3 \times 3.5/30\% = 35$ ，其中3为营运资金周转次数，3.5是新增自有资金，30%是开信用证需要的自有资金比率)。

盈利预测

核心假设分析

我们预测宏盛科技2006-2008年的年销售收入增长率分别为30%，45%和20%。预测宏盛科技2007年销售收入大幅度增长的主要是基于定向增发资金到位后所产生的放大作用。

表1、宏盛科技销售收入及成本费用比率历史及预测

	2003A	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
销售收入(万元)	248618	363316	510369	663480	960000	1152000
销售收入增长率	16.28%	46.13%	40.48%	30.00%	45.00%	20.00%
销货成本/销售收入	94.66%	94.87%	94.96%	94.86%	94.96%	94.96%
管理费用/销售收入	1.74%	1.40%	1.08%	1.30%	1.30%	1.30%
销售费用/销售收入	0.87%	1.16%	1.03%	0.70%	0.70%	0.70%

资料来源：联合证券研究所

财务预测

表 2、宏盛科技预期损益表

	百万元			
	2005A	2006E	2007E	2008E
主营业务收入	5103.7	6634.8	9620.5	11544.6
主营业务成本、税金	4851.7	6299.6	9141.6	10968.8
主营业务利润	252.0	335.2	478.9	575.8
其他业务利润	0.4	0.4	0.4	0.4
营业费用	52.5	46.4	67.3	80.8
管理费用	64.9	99.5	152.1	167.5
财务费用	44.6	67.1	15.8	25.4
营业利润	90.3	122.5	244.0	302.4
投资收益	0.7	0.5	0.5	0.5
补贴收入	2.6	2.0	2.0	2.0
营业外收支	(2.7)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
利润总额	90.9	122.0	243.5	301.9
减:所得税	14.9	24.4	48.7	60.4
减:少数股东损益	26.6	35.8	71.4	88.5
净利润	49.3	61.8	123.4	153.0

数据来源：联合证券研究所

表 3、宏盛科技预期资产负债表

	百万元			
	2005A	2006E	2007E	2008E
现金及现金等价物	135.0	392.3	370.3	461.2
应收帐款净额	1526.0	2124.6	3080.7	3696.8
存货净额	21.1	31.0	45.1	54.1
其他流动资产	6.6	0.0	0.0	0.0
流动资产合计	1688.7	2547.9	3496.0	4212.0
固定资产净额	148.4	145.5	142.5	139.4
无形资产	0.0	0.0	0.0	0.0
其它长期资产	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
资产总计	1836.8	2693.1	3638.3	4351.2
短期借款	163.2	0.0	0.0	0.0
应付帐款	1061.6	1379.5	2002.3	2402.8
其他流动负债	219.0	321.3	466.4	559.7
流动负债合计	1445.3	1702.8	2471.6	2965.9
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	1.6	1.6	1.6	1.6
长期负债合计	1.6	1.6	1.6	1.6
负债合计	1446.9	1704.3	2473.2	2967.5
少数股东权益	159.9	204.9	294.9	406.4
股东权益	230.0	783.9	870.2	977.3
负债和股东权益总计	1836.8	2693.1	3638.3	4351.2

数据来源：联合证券研究所

表 4、宏盛科技预期现金流量表

	2005A	2006E	2007E	2008E
经营活动产生的现金流				
净利润	49.3	61.8	123.4	153.0
少数股东权益	26.6	45.1	90.0	111.5
折旧及摊销	5.1	5.9	6.0	6.1
坏帐准备及跌价损失	9.8	13.2	27.1	17.4
财务费用	15.8	67.1	15.8	25.4
存货的减少/(增加)	118.6	(7.1)	(15.6)	(10.0)
待摊费用和其他流动资产的减少	(0.6)	6.6	0.0	0.0
应付帐款的增加/(减少)	(145.3)	317.8	622.9	400.5
应收帐款的减少/(增加)	(72.0)	(614.7)	(981.6)	(632.6)
预提费用的增加/(减少)	(0.3)	0.5	0.9	0.6
其它	(0.7)	102.3	145.1	93.3
经营活动产生的现金流净额	6.4	(1.5)	33.9	165.2
投资活动产生的现金流				
长期投资的增加/(减少)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
资本投资	2.7	3.0	3.0	3.0
其它	0.1	0.0	0.0	0.0
投资活动产生的现金流净额	(2.6)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
筹资活动产生的现金流				
股权融资	0.0	51060.0	0.0	0.0
财务费用	(15.8)	(67.1)	(15.8)	(25.4)
其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
支付股利	14.6	18.5	37.0	45.9
银行贷款的净增加	40.7	(163.2)	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流净额	22.4	261.8	(52.8)	(71.3)
现金的净流入/(净流出)	23.3	257.3	(22.0)	90.9
现金期初余额	39.5	135.0	392.3	370.3
现金期末余额	62.8	392.3	370.3	461.2

数据来源：联合证券研究所

估值分析及投资评级

相对估值显示投资价值区间为 9.8-12.4 元。

按照行业属性和公司的业务特征来看，公司可以归为电子元器件制造业。目前沪深两地主要电子元器件股票的平均市盈率在 20-25 之间。按照 20 倍市盈率及宏盛科技 2006 和 2007 年的每股收益分别为 0.48 和 0.62 元计算，其投资的价值区间在 9.8-12.4 元之间。

给予增持的投资评级。

目前公司股价低于其投资价值区间的下限，我们给予增持的投资评级。

风险提示

应收账款风险。公司 2006 年中报显示，其 1-2 年应收账款金额比 2005 年底大幅度增加，达到了 1.29 亿元，公司对此计提了 15%左右的坏帐准备。这些应收账款的能否尽快收回以及坏帐准备计提是否充分都具有一定的不确定性。

人民币升值风险。宏盛科技 2005 年度汇兑损失为 1275 万元，较上年增加了 1554%，主要为人民币汇率升值所致。由于目前人民币持续升值，公司将继续面临一定的风险。

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳深南东路 5047 深圳发展银行大厦 10 层 邮政编码: 518001

TEL: (86-755) 8249 2080 FAX: (86-755) 8249 3318

E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

上 海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层 邮政编码: 200121

TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254

E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

重要申明 — 本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性。本报告为联合证券研究所对研究对象一定时期的分析研究, 其中观点或陈述可能因时间的变化而变化或与事实不完全一致, 如欲了解对该对象最新情况的评述, 谨请参阅本公司最近期相关报告。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所述证券的买卖建议。© 联合证券有限责任公司研究所, 2006。版权所有, 未经授权不得复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容, 务必联络联合证券有限责任公司研究所。