

铝

署名人: 杨国萍

S0960511020011

0755-82026714

yangguoping@cjis.cn

6-12 个月目标价: 18.00 元

当前股价: 15.87 元

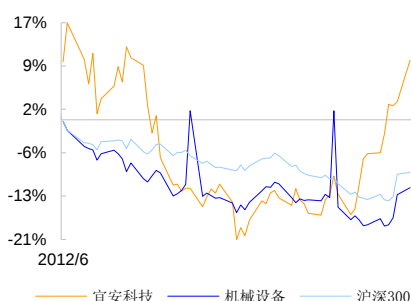
评级调整: 首次评级

基本资料

上证综合指数	2134.89
总股本(百万)	112
流通股本(百万)	28
流通市值(亿)	4
EPS	0.66
每股净资产(元)	2.72
资产负债率	24.65%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
宜安科技	26.24	23.67	23.67
交运设备	-1.04	-10.00	-20.01
沪深 300 指数	-3.53	-7.83	-12.67


相关报告
宜安科技
300328
推荐
具有核心技术和完整产业链的轻合金精密压铸生产商
投资要点:

- 宜安科技主要从事铝合金、镁合金等轻合金精密压铸件的研发、设计、生产和销售，产品主要用于高端电器、3C 产品、电动工具、工业配件、LED 产品、汽车零部件等多个领域。目前拥有镁铝轻合金产能合计 4800 吨左右。
- 公司拥有轻合金生产的一体化产业链、同时在各关键环节拥有核心技术。公司拥有产品设计、开发、生产以及废铝回收等一体化的产业链、覆盖了精密压铸行业的整条工序流程、具备从模具设计、制造到压铸成型、精加工、表面处理、喷涂、检测、包装等完整的生产能力，并在各个环节拥有核心技术，能够为客户提供一站式采购服务，满足客户需求并且保证产品质量，使公司具备充分挑选优质订单的能力。
- 公司拥有多元化、稳定的高端国际客户群体，经营风险比较分散。公司一直专注产品质量及技术发展，在各个领域已拥有较多的国际知名客户，下游客户领域分布广泛、并且各领域客户群体比较稳定。
- 公司产品毛利率显著高于同行业、且维持高毛利的能力较强。正是由于公司拥有核心技术与一站式服务方式，使公司产品维持了显著高于市场平均的毛利率水平。最近 3 年主要铝加工企业平均毛利率在 16% 左右，宜安科技近 3 年毛利率 32% 左右，显著高于行业平均水平。这种高毛利的维持主要来自两个方面：①一体化的产业链、产品非标准化、小批量、多批次的订单生产模式，使得核心客户对公司形成了一定的依赖关系；②这种长期依赖关系加上公司较强后续研发能力使公司维持高毛利的状态可能性高。
- 公司 IPO 募集资金项目将显著缓解公司产能瓶颈、进一步优化公司产品结构。公司计划优先使用募集资金建设“轻合金精密压铸件产业化项目”，该项目建成后，公司轻合金产能将由目前的 4800 吨扩张到未来的 12800 吨，产能瓶颈显著缓解；另外，募投项目主要是在公司现有产品基础上进一步提高产品的质量和精度，也将进一步优化公司产品结构和提升公司整体盈利能力。
- 公司可见的未来订单饱满，考虑募投项目按照预定进度建设和产能释放，我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.61 元、0.84 元和 1.09 元，公司未来 3 年业绩复合增长率 30%，参考目前可比板块的市盈率，我们给予公司推荐的投资评级，目标价 18 元。
- **风险提示:** 公司募投项目进度低于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	322	453	608	771
收入同比(%)	18%	41%	34%	27%
归属母公司净利润	55	69	95	123
净利润同比(%)	14%	24%	38%	30%
毛利率(%)	31.4%	32.0%	31.8%	31.8%
ROE(%)	24.3%	10.8%	12.9%	14.3%
每股收益(元)	0.50	0.61	0.84	1.09
P/E	32.09	25.87	18.82	14.52
P/B	7.80	2.79	2.43	2.08
EV/EBITDA	32	20	14	10

资料来源: 中投证券研究所

目 录

1、具有核心技术和完整产业链的精密压铸件制造商	3
2、稳定的、多领域的高端国际知名客户群体	4
3、收入稳定增长、高毛利率有望继续	6
4、募投项目的建设将明显缓解公司产能瓶颈、强化公司竞争优势	8
5、盈利预测与投资评级	9

图表目录

表 1 宜安科技发行前后股本结构	3
表 2 宜安科技主要子公司基本情况	4
表 3 宜安科技目前轻合金产能产量情况（吨）	4
表 4 公司拥有稳定、高端的客户群体	5
表 5 近三年五大客户销售情况	5
表 6 公司主营构成按地区分类	7
表 7 宜安科技 IPO 基本情况	8
表 8 公司现有经营状况与 IPO 募投资金项目规划	8
表 9 募投项目产能释放规划	8
表 10 可比公司目前估值水平	错误!未定义书签。
图 1 发行前宜安科技股权结构	3
图 2 宜安科技产品产业链状况	4
图 3 多元化多领域的客户群体	4
图 5 宜安科技今年来收入稳定增长（万元）	6
图 6 铝制品依旧是公司收入的主要构成部分	6
图 4 产品毛利来源分解	7
图 7 宜安科技毛利率与可比公司毛利率对比（%）	7
图 7 宜安科技毛利率构成	7
图 8 宜安科技毛利润构成	7

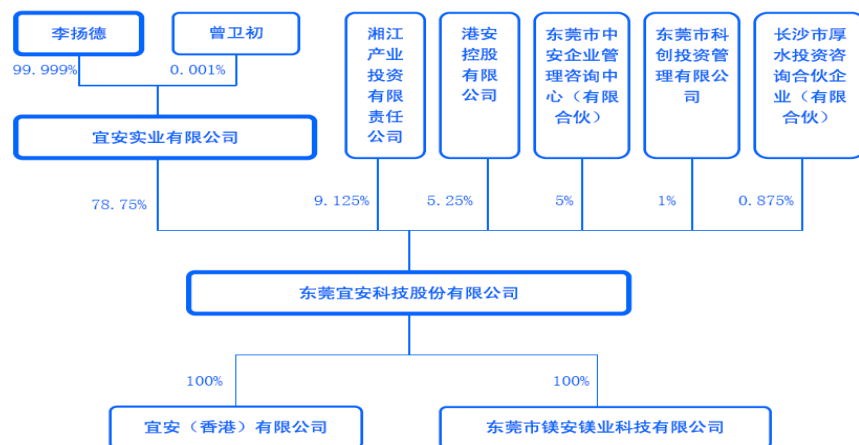
1、具有核心技术和完整产业链的精密压铸件制造商

东莞宜安科技股份有限公司前身为东莞宜安电器制品有限公司，成立于 1993 年 5 月 27 日，2010 年 11 月 29 日整体变更为股份有限公司。公司主要从事铝合金、镁合金等轻合金精密压铸件的研发、设计、生产和销售，产品基本为中间产品，主要用于高端电器、3C 产品、电动工具、工业配件、LED 产品、汽车零部件等多个领域。

宜安科技是具有核心技术和完整产业链的精密压铸件产业链制造商。其具有产品设计、模具设计与制作、压铸、精加工、表面处理、喷涂等完整的产业链条。通过提供产品设计、制造、装配和售后服务在内的全方位制造服务，拓展产业价值链，提升企业增值能力。

公司本次 IPO 拟发行 2800 万股，发行后公司总股本 11200 万股。公司实际控制人为李杨德，股票成功发行后实际控制人合计持有公司股份 56.25%，处于绝对控股地位。

图 1 发行前宜安科技股权结构



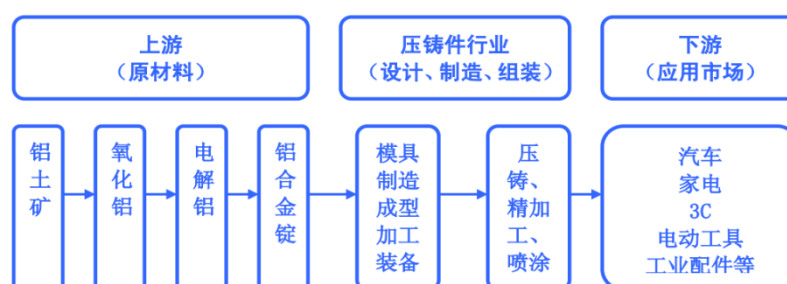
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 宜安科技发行前后股本结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	数量（万股）	比例（%）	数量（万股）	比例（%）
有限售条件的股份				
宜安实业有限公司	66,15.00	78.75	66,15.00	59.06
湘江产业投资有限责任公司	7,66.50	9.125	7,66.50	6.84
港安控股有限公司	4,41.00	5.25	4,41.00	3.94
东莞市中安企业管理咨询中心	4,20.00	5.00	4,20.00	3.75
东莞市科创投资管理有限公司	84.00	1.00	84.00	0.75
长沙市厚水投资咨询合伙企业	73.50	0.875	73.50	0.66
社会公众股	-	-	2800.00	25.00
合计	8400.00	100.00	11200.00	100.00

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图2 宜安科技产品产业链状况



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表2 宜安科技主要子公司基本情况

公司名称	注册资本	控制比例	主营业务
宜安香港	200 万元		母公司压铸件产品出口及部分原材料采购
东莞镁安镁业	100 万元	100%	研发、销售镁铝合金材料，稀土合金材料，镁合金生物材料

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表3 宜安科技目前轻合金产能产量情况（吨）

	2009年	2010年	2011年
产能	4188	4500	4800
产量	4040	4348	4739

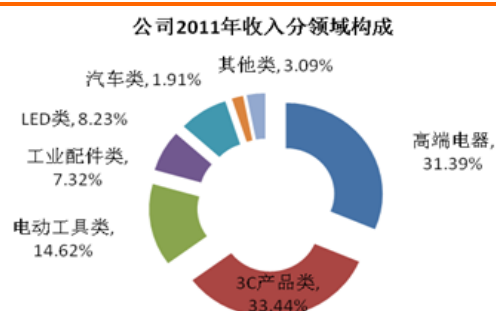
资料来源：公司公告、中投证券研究所

2、稳定的、多领域的高端国际知名客户群体

公司一直专注产品质量及技术发展，在各个领域已拥有较多的国际知名客户，下游客户领域分布广泛、且各个领域客户群体比较稳定。

目前，公司已与三钢、创科集团、至尚敏、喜恩碧、万金、伟易达、鸿通、飞利浦、西门子、技研新阳、安镁、黑田电子、哈金森集团、富士康、艾利、日塑、思捷利等多个国际知名客户保持了长期的合作关系。此外，2011 年开始，公司已经开发了亚马逊公司（Amazon）（平板电脑）、创科集团旗下米沃奇（Milwaukee）（电动工具）、飞利浦（LED）、松下等领域的国际知名客户，进一步增强了公司在铝合金、镁合金精密压铸件竞争优势。

图3 多元化多领域的客户群体



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 4 公司拥有稳定、高端的客户群体

三钢	全球知名的意大利 De'Longhi（德龙）集团旗下小家电生产企业
创科集团	总部位于香港的全球知名电动工具制造商
至尚敏	全球最大的电视机专业安装架及相关产品设计制造商
喜恩碧	总部位于韩国的知名安防设备制造商
万金	香港茂森集团旗下知名电子产品制造商
伟易达	全球最大的无线电话生产商，亦是主要电子学习产品生产商之一
鸿通	总部设于香港的知名电子设备制造商
飞利浦	总部位于荷兰全球知名的电子公司
西门子	全球最大的电气工程和电子公司之一
技研新阳	隶属于日本爱电集团的知名电器制造商
安镁	总部位于美国的知名镁合金压铸件制造商
日塑	知名日资电子产品制造商
黑田电子	日本黑田电气株式会社旗下企业，日本知名高科技电子产品的制造商
哈金森集团	美国知名的汽车零配件供应商
富士康	全球知名专业从事电脑、通讯、消费电子、汽车零部件等产品制造商
迈瑞	国内知名的医疗设备制造商
艾利	德国知名的工业打印机及包装系统制造商
德皇	以色列知名电子产品制造商
思捷利	欧洲独资公司，主要生产高品质的厨卫家电用品，产品全部销往欧洲各地

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 5 近三年五大客户销售情况

时间	单位名称	销售金额(万元)	销售比例
2009	东莞清溪三钢电器厂	6,222.65	27.84%
	东莞创机电业制品有限公司	3,909.42	17.49%
	喜恩碧电子深圳有限公司	1,462.39	6.54%
	至尚敏	1,193.17	5.34%
	东莞伟易达电子元器件制造厂	1,103.73	4.94%
	合计	13,891.36	62.15%
2010	东莞清溪三钢电器厂	7,347.16	26.92%
	东莞创机电业制品有限公司	2,950.45	10.81%
	至尚敏	2,214.79	8.11%
	喜恩碧电子深圳有限公司	1,705.62	6.25%
	万金机械配件（东莞）有限公司	1,503.73	5.51%
	合计	15,721.75	57.60%
2011	三钢实业有限公司	7,040.24	21.87%
	MacaoCommercialOffshoreLimited	4,497.55	13.97%
	喜恩碧电子深圳有限公司	2,156.07	6.70%
	至尚敏	2,063.98	6.41%
	ShinTechEngineeringLimited	1,942.42	6.03%
	合计	17,700.26	54.98%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

3、收入稳定增长、高毛利率有望继续

铝加工依然是公司目前收入的主要构成部分，近三年，铝制品占公司收入和毛利率的 8 成以上，根据公司发展规划，未来镁合金制品有望发展成为公司收入、利润贡献的另一主力。

图 4 宜安科技今年来收入稳定增长（万元）

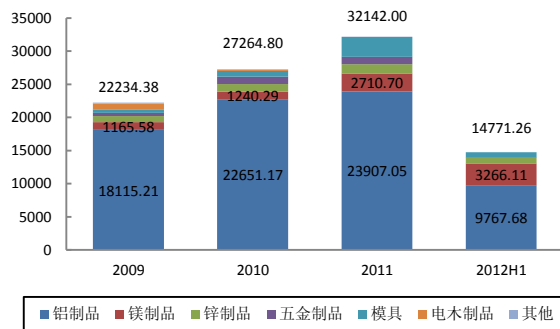
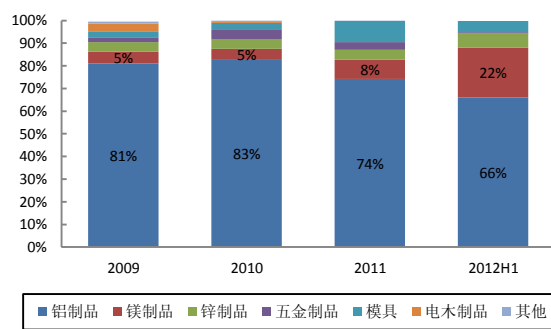


图 5 铝制品依旧是公司收入的主要构成部分



资料来源：公司公告、中投证券研究所

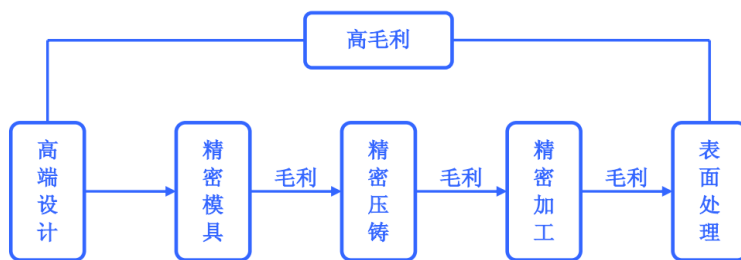
公司今年来综合毛利率显著高于市场平均水平。从最近 3 年的数据来看，近 3 年有色板块主要铝加工企业平均毛利率在 16% 左右，宜安科技近 3 年毛利率 32% 左右，显著高于行业平均水平。我们认为，公司这种高毛利的状态主要除了与公司产业链完整、独特的订单模式外，还与公司产品下游领域分布广泛、产品本身定位高端以及技术门槛更高有关。

公司拥有轻合金生产的一体化产业链、同时在各关键环节拥有核心技术。公司拥有产品设计、开发、生产以及废铝回收等一体化的产业链、覆盖了精密压铸行业的整条工序流程、具备从模具设计、制造到压铸成型、精加工、表面处理、喷涂、检测、包装等完整的生产能力，并在各个环节拥有核心技术，能够为客户提供一站式采购服务，满足客户需求并且保证产品质量，使公司具备充分挑选优质订单的能力，也正是这种技术优势+完整产业链的模式，使公司高毛利率状况长期得以维持。

①完整产业链、产品非标准化、小批量、多批次的订单生产模式是维持公司高毛利的原因之一。公司具有产品研发、模具设计与制作、压铸、精加工、表面处理等完整的产业链条，所生产产品均是非标准化、小批量、多批次定制产品，产品通用性不强，周期较短。公司这种生产模式，特别是 CNC 精加工、表面处理等后续工艺的应用，是的核心客户对公司形成了一定的依赖关系，从而保证了公司拥有较强的议价能力，使得高毛利率的状态能够持续。

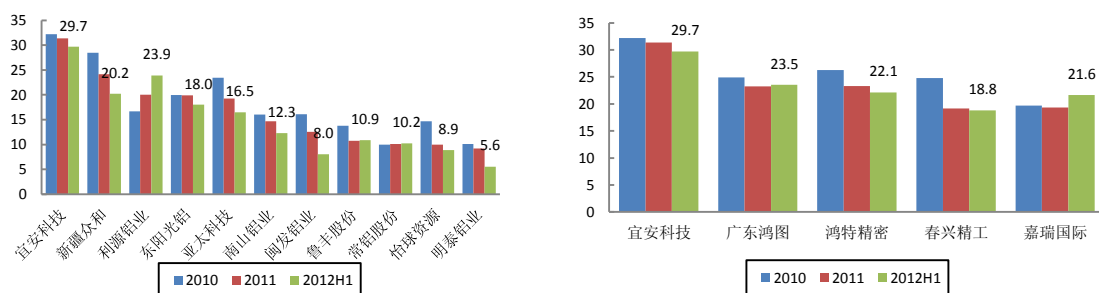
②技术优势和后续研发能力是维持高毛利的另一主要原因。公司在目前产品加工的各个环节拥有关键技术，公司具备铝合金、镁合金和锌合金精密压铸件制造能力，掌握了主要有色金属压铸件的压铸技术，是行业内少有的具有上述完整有色金属压铸件产业链条企业之一。同时，为保持这种技术优势，公司已建立了广东省轻合金工程技术研究开发中心、广东省院士专家企业工作站、广东省博士后创新实践基地、东莞市镁铝轻质合金工程技术研究开发中心；还通过与众多知名科研院校的“产学研”合作，开发新产品、运用新技术。

图6 产品毛利来源分解



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图7 宜安科技毛利率与可比公司毛利率对比（%）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图8 宜安科技毛利率构成

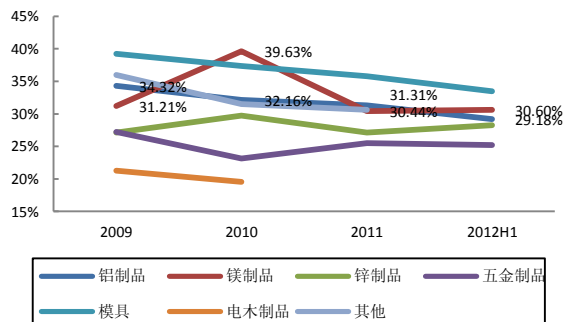
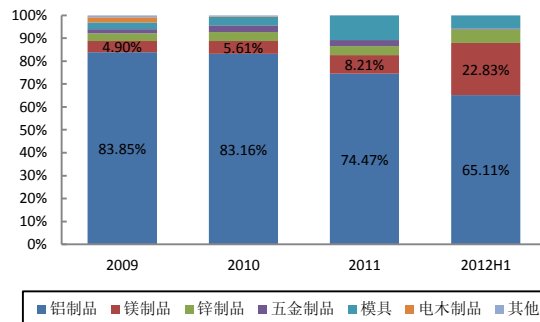


图9 宜安科技毛利润构成



资料来源：公司公告、中投证券研究所

表6 公司主营构成按地区分类

		营业收入（万元）	占比%	毛利率%
2009年	出口	19,049	85.22	31.25
	内销	3,184	14.25	45.90
2010年	出口	22,632	82.92	32.29
	内销	4,632	16.97	31.30
2011年	出口	24,124	74.93	30.85
	内销	8,018	24.90	32.56

资料来源：公司公告、中投证券研究所

4、募投项目的建设将明显缓解公司产能瓶颈、强化公司竞争优势

公司计划优先使用本次募集资金在东莞市清溪镇罗马村建设“轻合金精密压铸件产业化项目”，该项目计划投资总额 2.25 亿元，建设 10 条新兴合金材料压铸生产线以及相应的配套回收和后处理等生产设备和设施、新增 8000 吨/年的轻合金精密压铸件产能。项目建成后，将显著缓解公司现有产能不足的状况。

该项目建设期 2 年，已于 2011 年 7 月开始启动，预计 2013 年 6 月建成、项目在建设过程中将逐步产生收入，并预计 2016 年达产。

公司本次募投项目主要生产 3C 产品、LED 产品、通讯设备、电动工具、汽车零部件、医疗器械等，是在公司现有产品基础上进一步提高产品的质量和精度，使产品上档次、上水平、上规模，并拓展产品系列，并在现有客户群基础上，充分挖掘其他潜在客户，扩大销售规模，从而提高企业的市场占有率和整体竞争力。

表 7 宜安科技 IPO 基本情况

发行量	1960 万股
发行价格	12.80 元
募集资金净额	3.24 亿元
募集资金运用	轻合金精密压铸件产业化项目；根据业务合理安排超募资金

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 8 公司现有经营状况与 IPO 募投资金项目规划

项目	公司现有状况分析 (截至 2011 年底)	IPO 募投资金规划 (2016 年完全达产)
固定资产投资 (万元)	13,226.45	22,533
厂房面积 (平方米)	32,082	8,900
产能 (吨)	4,800	8,000
产量 (吨)	4,739	7,800
产能利用率 (%)	98.73	97.5
毛利率 (%、报告期内平均)	32	30
销售收入 (万元)	32,195.33	50,000.00
年净利润 (万元)	5,546.41	8,209.30

资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 9 募投项目产能释放规划

	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
营业收入 (万元)	10000.0	20000.0	30000.0	40000.0	50000.0
利润总额 (万元)	880.0	3345.0	5241.5	7435.5	9658.0
净利润 (万元)	748.0	2843.3	4455.3	6320.2	8209.3

资料来源：公司公告、中投证券研究所

5. 盈利预测与投资评级

在公司订单饱满、现有产能不足的情况下，考虑募投项目按预定进度释放，我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.61 元、0.84 元和 1.09 元，公司未来 3 年业绩复合增长率 30%，参考目前可比板块的市盈率，我们给予公司推荐的投资评级，目标价 18 元，对应 12 年 30 倍的估值水平。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	177	384	333	425	营业收入	322	453	608	771
现金	62	224	122	154	营业成本	221	308	414	526
应收账款	56	78	104	133	营业税金及附加	2	2	3	4
其他应收款	3	17	14	20	营业费用	6	9	12	15
预付账款	7	17	23	27	管理费用	37	59	73	85
存货	35	39	56	72	财务费用	1	-3	-2	3
其他流动资产	14	9	14	19	资产减值损失	2	0	0	0
非流动资产	126	429	678	799	公允价值变动收益	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	98	294	506	652	营业利润	53	78	107	139
无形资产	7	7	7	7	营业外收入	11	0	0	0
其他非流动资产	21	127	165	140	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	303	812	1011	1224	利润总额	64	78	107	139
流动负债	65	110	215	304	所得税	8	9	13	17
短期借款	13	0	114	178	净利润	55	69	95	123
应付账款	39	53	70	90	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	13	58	30	36	归属母公司净利润	55.46	68.79	94.59	122.58
非流动负债	10	64	64	64	EBITDA	54	85	127	173
长期借款	1	1	1	1	EPS (元)	0.50	0.61	0.84	1.09
其他非流动负债	9	63	63	63	主要财务比率				
负债合计	75	175	279	369	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	84	112	112	112	营业收入	17.9%	40.6%	34.2%	26.9%
资本公积	75	387	387	387	营业利润	6.5%	47.6%	37.5%	29.6%
留存收益	70	139	233	356	归属于母公司净利润	13.6%	24.0%	37.5%	29.6%
归属母公司股东权益	228	638	732	855	获利能力				
负债和股东权益	303	812	1011	1224	毛利率(%)	31.4%	32.0%	31.8%	31.8%
现金流量表					净利率(%)	17.2%	15.2%	15.6%	15.9%
单位:百万元					ROE(%)	24.3%	10.8%	12.9%	14.3%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	24.8%	14.2%	11.9%	13.3%
经营活动现金流	45	132	62	122	偿债能力				
净利润	55	69	95	123	资产负债率(%)	24.6%	21.5%	27.6%	30.1%
折旧摊销	0	10	21	31	净负债比率(%)	20.34	0.76%	41.26	48.59%
财务费用	1	-3	-2	3	流动比率	2.74	3.48	1.55	1.40
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.19	3.12	1.29	1.16
营运资金变动	0	15	-61	-34	营运能力				
其他经营现金流	-12	41	10	-2	总资产周转率	1.18	0.81	0.67	0.69
投资活动现金流	-44	-299	-280	-150	应收账款周转率	6	7	7	7
资本支出	48	300	280	150	应付账款周转率	6.55	6.73	6.72	6.55
长期投资	0	-1	0	-0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	4	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.50	0.61	0.84	1.09
筹资活动现金流	-13	330	115	61	每股经营现金流(最新摊薄)	0.40	1.18	0.56	1.08
短期借款	-10	-13	114	64	每股净资产(最新摊薄)	2.04	5.69	6.54	7.63
长期借款	-1	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	28	0	0	P/E	32.09	25.87	18.82	14.52
资本公积增加	0	312	0	0	P/B	7.80	2.79	2.43	2.08
其他筹资现金流	-2	2	2	-3	EV/EBITDA	32	20	14	10
现金净增加额	-12	162	-102	33					

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
------	------

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上

推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%

中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内

回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上

中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平

看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

杨国萍，中投证券有色金属行业研究员。

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所 公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518000	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434