

## 宜安科技(300328.SZ)

## 化茧成蝶

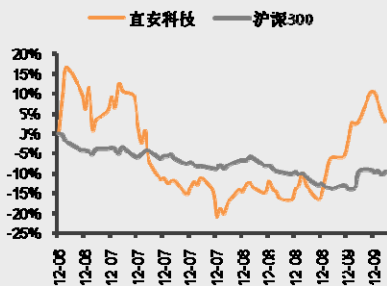
## 推荐(首次)

现价: 15.79元

## 主要数据

行业	金属制品
公司网址	www.e-ande.com
大股东/持股	宜安实业/59.06%
实际控制人/持股	李扬德/59.06%
总股本(百万股)	112
流通A股(百万股)	28
流通B/H股(百万股)	-
总市值(亿元)	17.68
流通A股市值(亿元)	4.42
每股净资产(元)	5.16
资产负债率(%)	13.3

## 行情走势图



## 相关研究报告

## 证券分析师

肖燕松 投资咨询资格编号 S1060110030234  
0755-22625910  
xiaoyansong288@pingan.com.cn

卢山 投资咨询资格编号 S1000511060001  
0755-22626227  
Lushan498@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 投资要点

## ■ 国内领先的镁、铝合金压铸件供应商

宜安科技(300328.SZ)是国内领先的铝合金、镁合金等轻合金精密压铸件供应商。产品广泛应用于消费电子、高端电器、LED,以及汽车摩托车等工业领域。2009-2011年公司收入由2.24亿元增长至3.22亿元,CAGR为20.0%;净利润由0.38亿元增长至0.55亿元,CAGR为20.1%。2012H1营收1.48亿元,同比增长2.5%;净利润2536万元,同比增加4.0%;EPS 0.23元。

## ■ 受益3C,业绩有望持续增长

公司在消费电子领域的收入有望大幅增长,主要受益:①以平板电脑、智能手机为代表的消费电子设备出货量快速增长,为公司发展营造良好的环境;②凭借良好的强度和散热,以及更好的外观,金属外壳在消费电子领域的应用越来越普及,增加了对金属压铸件的需求;③公司在该领域的客户拓展卓有成效。目前已经成为亚马逊电子书和平板电脑的金属支架供应商,后续有望开拓三星、华为等主要消费电子终端供应商。我们认为公司后续发展将与消费电子紧密相连。

## ■ 竞争优势突出,业绩有望快速增长

公司建立覆盖模具设计与制造、压铸技术与工艺、后处理技术的完整技术体系,并在镁合金精密压铸和薄壁产品加工技术上取得突破,有能力生产厚度仅为0.3mm且表面光泽度好的镁合金压铸产品。开拓亚马逊、飞利浦等国际知名客户,前五大客户收入占比55%。募投项目有助于解决产能瓶颈问题,达产后产能在现有产能基础上扩大约3倍,且主要集中在消费电子、LED等毛利高的领域,推动公司业绩加速发展。

## ■ 给予“推荐”评级

预计2012-2014年,公司实现收入分别为3.9亿元、5.3亿元、6.7亿元;净利润分别为0.61亿元、0.89亿元、1.16亿元;EPS分别为0.55元、0.80元、1.04元;最新动态PE分别为29倍、20倍和15倍,给予“推荐”的投资评级。

投资风险:原材料价格上涨风险、产能扩张低于预期。

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营收(百万元)	273	322	390	526	673
YoY(%)	22%	18%	21%	35%	28%
净利(百万元)	49	55	61	89	116
YoY(%)	27%	14%	10%	46%	30%
毛利率(%)	32.2%	31.4%	29.7%	30.1%	29.7%
净利率(%)	17.9%	17.2%	15.7%	17.0%	17.3%
ROE(%)	34.2	38.0	33.6	30.5	27.9
EPS(摊薄/元)	0.44	0.50	0.55	0.80	1.04
PE	36	32	29	20	15
PB	10	8	3	2	2

## 正文目录

<b>推荐逻辑：</b>	5
<b>一、公司简介</b>	6
1.1 公司业务和产品介绍	6
1.2 公司股权结构	7
1.3 公司竞争优势	7
<b>二、消费电子领域有望成为收入主要来源</b>	9
2.1 消费电子对公司的重要性日益增加	9
2.2 平板电脑和智能手机有望推动收入持续增长	10
2.3 分析竞争对手可知消费电子是压铸件企业业绩增长的强劲动力	12
<b>三、LED 领域有望快速发展，工业领域稳健发展</b>	14
3.1 LED 照明普及带动公司收入增长	14
3.2 电动工具平稳增长	15
<b>四、行业趋势向好，募投项目突破产能瓶颈</b>	16
4.1 行业趋势向好	16
4.2 募投项目突破产能瓶颈	17
<b>五、盈利预测和投资评级：</b>	17
5.1 收入、成本预测	17
5.2 盈利预测与估值	18
5.3 风险提示	18

## 图表目录

图表 1	未来三年收入预测 .....	5
图表 2	未来三年净利润预测 .....	5
图表 3	公司收入保持增长 .....	6
图表 4	公司净利润保持增长 .....	6
图表 5	公司收入中各产品占比 .....	6
图表 6	公司股权结构图 .....	7
图表 7	公司加大研发投入 .....	7
图表 8	公司在镁合金领域已获得及在审专利 .....	8
图表 9	前五大客户收入及占比情况 .....	9
图表 10	来自 3C 领域的收入占比快速增加 .....	9
图表 11	公司在 3C 领域的产品 .....	10
图表 12	平板电脑销量快速增长 .....	10
图表 13	亚马逊推出的新款电纸书和平板电脑 .....	11
图表 14	智能手机季度渗透率快速增加 .....	11
图表 15	预计 2014 年智能手机渗透率接近 50% .....	12
图表 16	国内主要品牌的智能手机出货量持续走高 .....	12
图表 17	12H1 嘉瑞收入增长 26% .....	13
图表 18	12H1 嘉瑞净利增长 113% .....	13
图表 19	嘉瑞国际的盈利能力提升 .....	13
图表 20	12H1 巨腾收入增长 18% .....	13
图表 21	12H1 巨腾净利增长 120% .....	13
图表 22	巨腾国际的盈利能力提升 .....	14
图表 23	嘉瑞国际和巨腾国际的股价大幅跑赢大盘 .....	14
图表 24	全球 LED 产值快速增长 .....	15
图表 25	国内 LED 产值增长迅速 .....	15
图表 26	全球电动工具出货量增长 .....	16
图表 27	公司生产的电动工具壳体 .....	16
图表 28	全球和国内压铸件产量持续增长 .....	16

---

图表 29	公司募投项目介绍 .....	17
图表 30	收入及成本预测 .....	17
图表 31	公司业绩预测表 .....	18
图表 32	金属结构件制造企业市盈率估值比较（2012 年 9 月 24 日） .....	18

## 推荐逻辑：

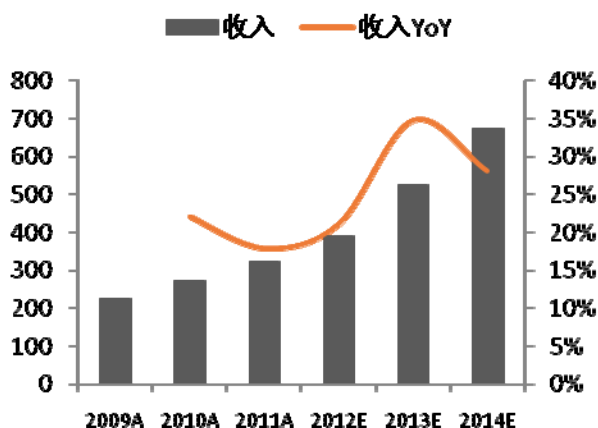
有别于市场，我们认为依托能将镁合金、铝合金加工成超薄的技术优势，宜安科技在 3C（电脑、通讯和消费电子的统称）领域大有可为，来自下游电子企业的收入将成为推动公司发展的主要动力，业绩增长的确定性高。当前公司的收入主要来自机械、电器、汽车等工业领域，随着电子领域的收入占比提高，公司的估值也有提升空间。我们的主要观点：

1) **公司业务基础扎实，3C 成为业绩增长的主要动力。**以平板电脑、智能手机为代表的 3C 产品向着更轻薄、更美观的方向发展。镁合金由于具有优异的薄壁铸造性能（铸件壁厚可达 0.3mm ~ 0.8mm），而且具备较高的强度和较好的散热性能，在 3C 产品中的应用越来越普及。公司积极开拓 3C 市场，已获得亚马逊的电纸书和平板电脑支架订单，和进入金立、华为等智能手机供应链。

2) **公司估值有提升空间。**公司主要从事镁、铝合金的压铸业务，从下游来看，现有的收入结构中以电器、工业配件等为主，因此上市后归为金属制品业，估值较低；但考虑到来自消费电子（如平板电脑、智能手机和摄像头等）的收入占比上升很快，11 年为 33%；而且公司致力于在消费电子、通讯等对精密铸件需求量大的领域发展，尤其是消费电子领域，由于其需求量大、单价高、盈利能力好等优势，更是发展的重中之重，整个募投项目的产能投放也将围绕消费电子展开。我们预计 13 年来自消费电子领域的收入将超过一半，把公司归为电子元器件更为合适，有望享受更高的估值。

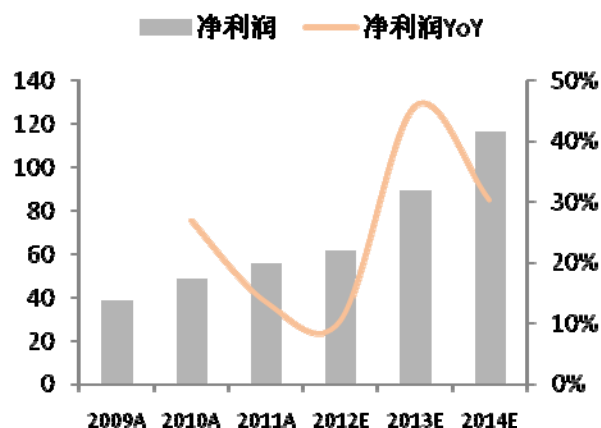
预计 2012-2014 年，公司实现收入分别为 3.9 亿元、5.3 亿元、6.7 亿元；净利润分别为 0.61 亿元、0.89 亿元、1.16 亿元；EPS 分别为 0.55 元、0.80 元、1.04 元；最新动态 PE 分别为 29 倍、20 倍和 15 倍，给予“推荐”的投资评级。

图表1 未来三年收入预测 单位：百万元，%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表2 未来三年净利润预测 单位：百万元，%



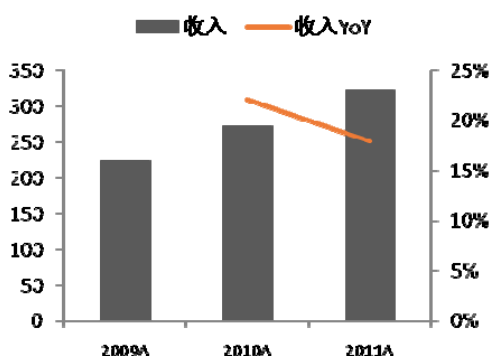
资料来源：公司资料、平安证券研究所

## 一、公司简介

### 1.1 公司业务和产品介绍

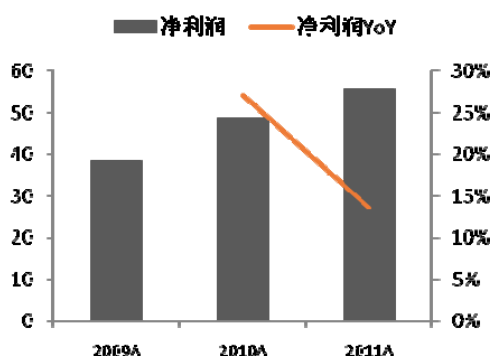
宜安科技（300328.SZ）是国内领先的铝合金、镁合金等轻合金精密压铸件供应商。公司通过自主开发和产学研结合，技术研发水平和产品的附加值不断提高，产品广泛应用于消费电子、高端电器、LED，以及汽车摩托车等工业领域。2009-2011 年公司收入由 2.24 亿元增长至 3.22 亿元，CAGR 为 20.0%；净利润由 0.38 亿元增长至 0.55 亿元，CAGR 为 20.1%。收入和净利润保持稳步增长。

图表3 公司收入保持增长 单位：百万元，%



资料来源：公司资料、平安证券研究所

图表4 公司净利润保持增长 单位：百万元，%



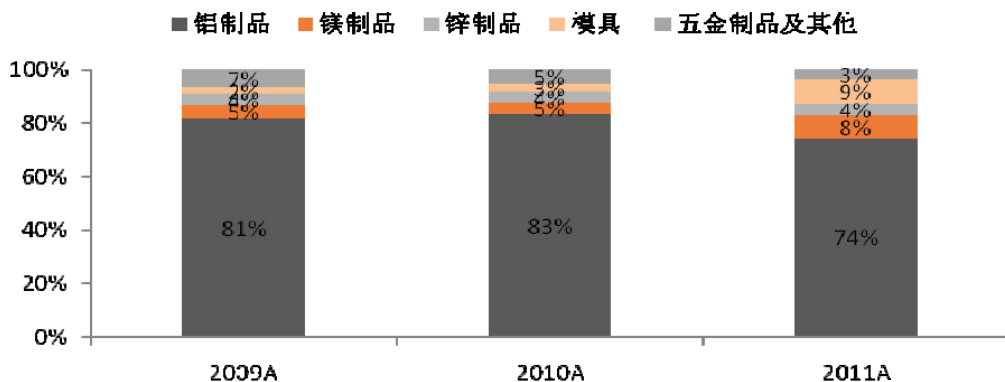
资料来源：公司资料、平安证券研究所

按使用的金属原材料不同，压铸可以分为铝合金压铸、镁合金压铸、锌合金压铸、铜合金压铸等。

- 铝合金压铸：轻巧耐磨，机械强度高，可承受高温，广泛应用于汽车、通讯基础设施、建筑等较重及体积较大的配件上，在有色金属压铸中占比最高。
- 镁合金压铸：镁是常用合金中最轻的金属，广泛应用于 3C 产品、汽车配件及电动工具。
- 锌合金压铸：高韧性、高冲击强度，易压铸、易电镀，常用于日常小型对象的零部件，如家居用品、3C 产品、建筑设备、玩具及若干汽车零部件等。

公司的产品包括铝合金压铸件、镁合金压铸件和锌合金压铸件，其中主要是铝合金为主。2011 年铝合金制品收入 2.39 亿元，占收入比重为 74%。

图表5 公司收入中各产品占比 单位：%

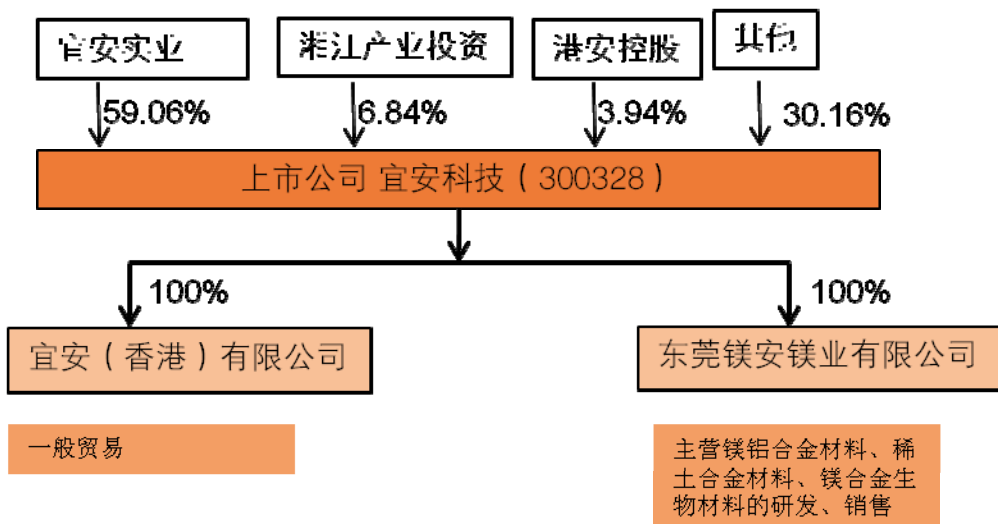


资料来源：公司资料、平安证券研究所

## 1.2 公司股权结构

公司总股本 1.12 亿，流通股本 0.28 亿。大股东为宜安实业有限公司，持股比例为 59.06%；实际控制人为董事长李扬德先生，持股比例为 59.06%。公司管理团队稳定、专业，凝聚力强，主要高管任职时间都在十年以上。管理层均间接持股，激励和约束机制较为完善。

图表6 公司股权结构图



资料来源：公司资料、平安证券研究所

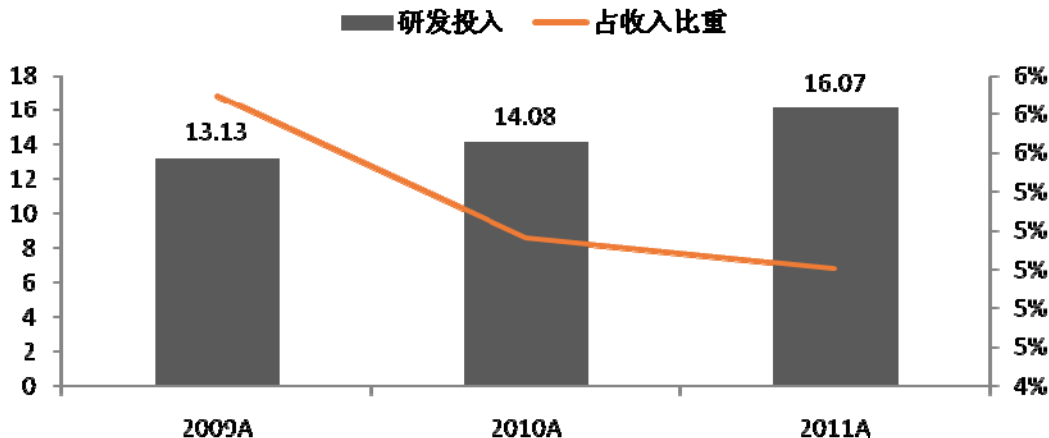
## 1.3 公司竞争优势

公司的竞争优势主要体现在：技术优势、优质大客户优势。

### ■ 技术优势

公司注重研发投入，不断进行技术革新和持续推出新产品，现已具备覆盖全生产工艺流程的自主创新技术，涵盖模具设计与制造、压铸技术与工艺、后处理技术和铝、镁合金回收技术。2009-2011 年，公司研发投入从 1313 万元增加到 1607 万元，占收入的比重保持在 5% 以上。研发投入带来领先的技术优势，截止 2011 年底，公司及所属企业共有各项授权专利 50 项，其中发明 2 项，实用新型 45 项，外观设计 3 项。

图表7 公司加大研发投入 单位：百万元，%



资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

公司在镁合金加工领域技术优势突出，为进军消费电子领域打下坚实基础。公司参与国内多项镁合金行业标准的起草工作，如《摩托车和电动自行车用镁合金车轮铸件》、《镁合金汽车车轮铸件》、《汽车车轮用铸造镁合金》等多项国家标准，以及《镁合金压铸废料回收工艺规范》、《镁合金压铸块状废料回收工艺规范》等多项镁合金行业标准。另外公司具有齐全的镁合金加工及后端处理技术和相应的设备，是国内少数具有完整镁合金生产链条的企业之一。公司在高性能稀土镁合金精密压铸及表面处理关键技术和镁合金薄壁产品加工技术的突破，使得公司有能力强生产厚度仅为 0.3mm，且表面光滑、光泽度好的镁合金压铸产品。

图表8 公司在镁合金领域已获得及在审专利

	专利名称	申请时间	专利类型	法律状态
已获授权专利	一种镁合金回收材料重熔精炼装置	2009.10.09起10年	实用新型	已获专利
	镁合金回收材料重熔精炼炉	2010.08.30起10年	实用新型	已获专利
	一种镁材铸造中用的镁液供给系统	2010.12.30起10年	实用新型	已获专利
正在审核的专利	一种镁合金微弧氧化处理方法	2010.10.09	发明	实质审查阶段
	一种镁合金无铬化成处理方法	2010.10.09	发明	实质审查阶段
	铝镁合金物理前处理与电泳涂装工艺	2010.10.21	发明	实质审查阶段
	一种稀土发光涂料	2009.09.01	发明	实质审查阶段
	一种外体粉碎医用可降解镁合金氧化膜系统	2010.07.13	发明	实质审查阶段
	一种合金骨钉及其制作工艺	2010.12.29	发明	实质审查阶段
	一种镁合金表面耐中性盐雾测试的表面处理及涂装工艺	2011.12.08	发明	初步审查阶段
	一种可延缓降解的镁合金医用植入物	2011.08.18	实用新型	初步审查阶段
	一种可偏心安装的骨板	2011.06.03	实用新型	初步审查阶段
	一种高纯度结晶镁真空重熔精炼炉	2011.03.14	实用新型	初步审查阶段
一种螺钉类医用植入物微弧氧化处理中用的夹具	2011.10.26	实用新型	初步审查阶段	

资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

### ■ 高端优质大客户优势

公司实力雄厚，坚持走高端客户路线。公司产品广泛应用于消费电子、高端电器、LED，以及汽车摩托车等工业领域，由于专注于产品质量及技术发展，在各个领域都有国际知名客户。

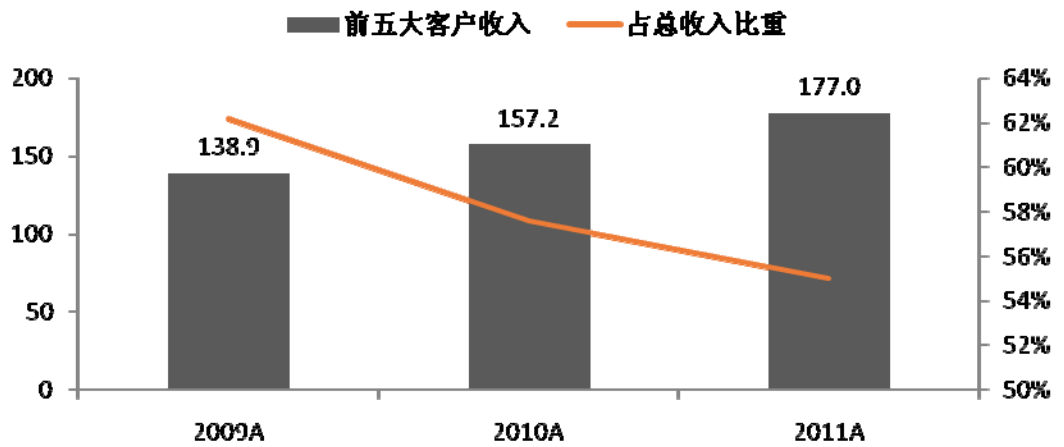
客户按下游领域划分：

- 消费电子：主要生产平板电脑、手机、笔记本电脑的壳体，客户包括亚马逊(平板电脑)、GOPRO、富士康、华为、酷派、金立、喜恩碧、万金、伟易达等；
- 高端电器：主要生产咖啡机外壳，客户包括三钢、至尚敏等；
- 工业配件：客户包括技研新阳、西门子、飞利浦等；
- 电动工具：主要生产电动工具的壳体，客户包括创科、永盛等；
- LED：主要生产LED灯的散热铝壳，客户包括鸿通、飞利浦等；
- 汽车摩托车：主要生产零部件，客户包括哈金森集团等；
- 其他：安镁、艾利、迈瑞等。

公司的大客户优势可以从前五大客户收入占比来看出，2009-2011年，前五大客户的收入不断增加，由1.39亿元增长至1.77亿元；占总收入的比重由62%下降到55%。



图表9 前五大客户收入及占比情况 单位：百万元，%



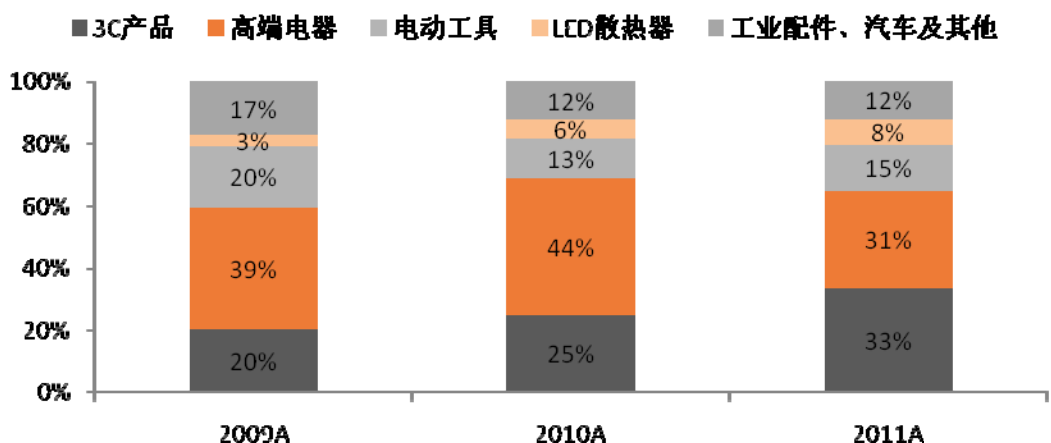
资料来源：公司资料，平安证券综合研究所

## 二、消费电子领域有望成为收入主要来源

### 2.1 消费电子对公司的重要性日益增加

来自 3C 领域的收入占比逐年提高。以平板电脑、智能手机为代表的 3C 产品向着更轻薄、更美观的方向发展。镁合金由于具有优异的薄壁铸造性能（压铸件壁厚可达 0.3mm~0.8mm），而且具备较高的强度和较好的散热性能，在 3C 产品中的应用越来越普及。公司积极开拓 3C 市场，尤其是获得亚马逊的平板电脑和电纸书的支架订单，意味着公司的竞争力获得下游大客户的认可。2009-2011 年，来自 3C 领域的收入占比持续提高，由 20% 提高到 33%，成为公司最大的收入来源。

图表10 来自3C领域的收入占比快速增加 单位：%



资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表11 公司在3C领域的产品



资料来源：公司招股书、平安证券研究所

随着iPhone5发布，其使用的铝合金一体化成型的背壳有望引领起一股潮流。我们预计随着加工工艺的进步和使用量的增长，金属外壳的成本将降低，并有助于更多的智能手机采用金属外壳。

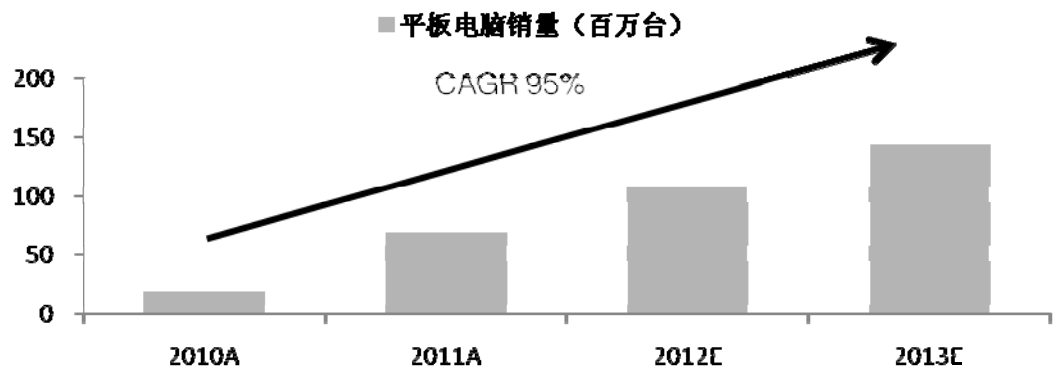
## 2.2 平板电脑和智能手机有望推动收入持续增长

公司在消费电子领域收入增长的动力来自：①平板电脑领域需求增加是该业务主要增长动力。亚马逊推出新一代平板电脑 kindle fire2 和 kindle fire HD，依托质优价廉，其销量有望持续增长。②智能手机渗透率提高以及越来越多的智能手机使用金属外壳，为公司发展提供新增长点。

### ■ 平板电脑

平板电脑出货量持续攀升为公司成长营造良好环境。2010-2011 年平板电脑销量由 1800 万部增加到 6500 万部，增长 261%。据 IDC 的预测，2012 年全球平板电脑出货量达到 1.1 亿部，同比增长 69%；2013 年出货量达到 1.7 亿部，同比增长 55%。2010-2013 年 4 年间平板电脑出货量的 CAGR 为 95%。

图表12 平板电脑销量快速增长 单位：百万台



资料来源：IDC，平安证券研究所

亚马逊新产品性价比优势更为突出，有助于销量增加。亚马逊 9 月份推出 4 款新产品，分别有 2 款新电子书和 2 款新平板电脑。其中新款电子书 Kindle Paperwhite 配备背光功能，使用时间 8 周，售价 119 美金；新款 Kindle Fire 2 平板电脑提升 40% 的性能和更长电池时间，价格反而下调为 159 美

元,性价比优势更加突出。推出的全新 Kindle Fire HD 为 8.9 寸产品,厚度仅 8.8mm,低于 New iPad 的 9.4mm,显示屏采用 1920×1200 分辨率的 IPS 屏幕,8.9 英寸 16GB 售价 299 美元。

图表13 亚马逊推出的新款电纸书和平板电脑

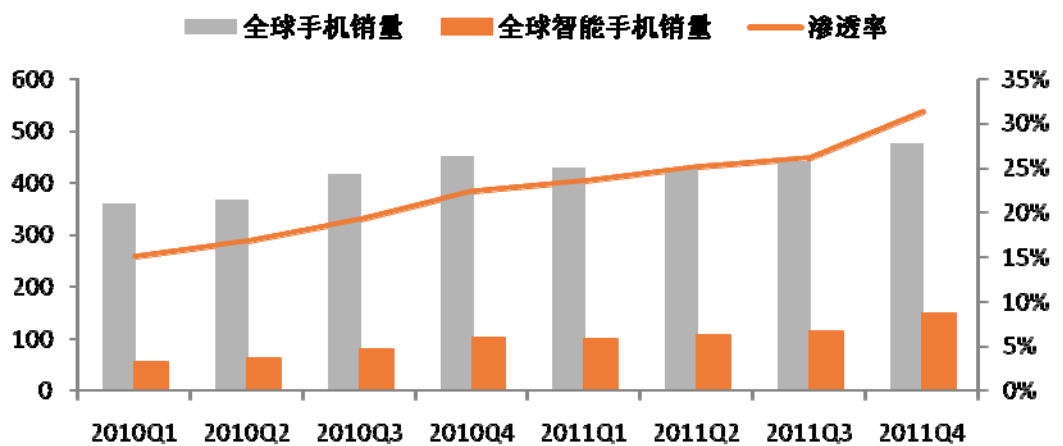
	Paper white	Kindle fire2	Kindle fire HD
			
重量	213	394	567
价格	119	159	299
显示屏	电子墨水屏	7英寸彩色IPS屏,分辨率1024*600	8.9英寸高清LCD,分辨率1920*1200

资料来源:亚马逊网站,平安证券研究所

■ 智能手机

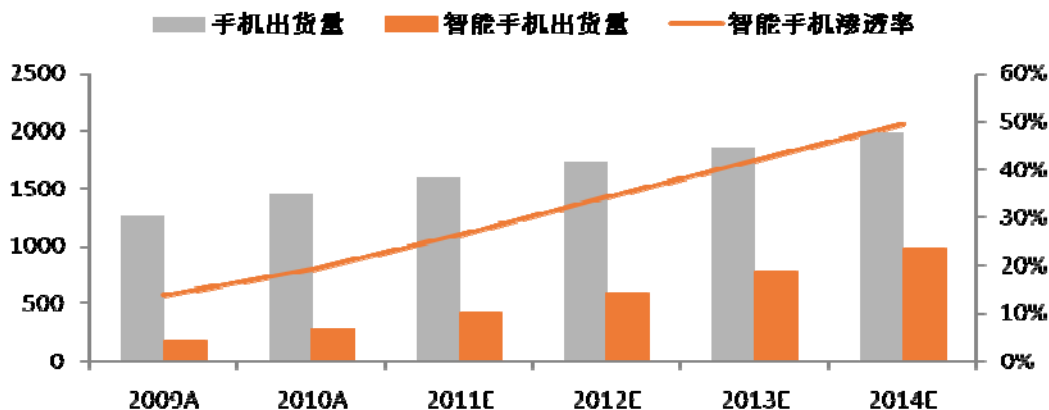
智能手机出货量持续攀升为公司成长营造良好环境。2010-2011 年智能手机快速普及,销量由 10Q1 的 5451 万部增加到 11Q4 的 1.49 亿部,增长 173%;渗透率由 10Q1 的 15.2%增加到 11Q4 的 31.3%,增加 16.1 个百分点。据 IDC 的预测,2014 年全球智能手机出货量达到 9.79 亿部,渗透率达到 49.6%;2012-2014 年 3 年间智能手机出货量的 CAGR 为 32.96%。

图表14 智能手机季度渗透率快速增加 单位:百万部,%



资料来源:Gartner,平安证券研究所

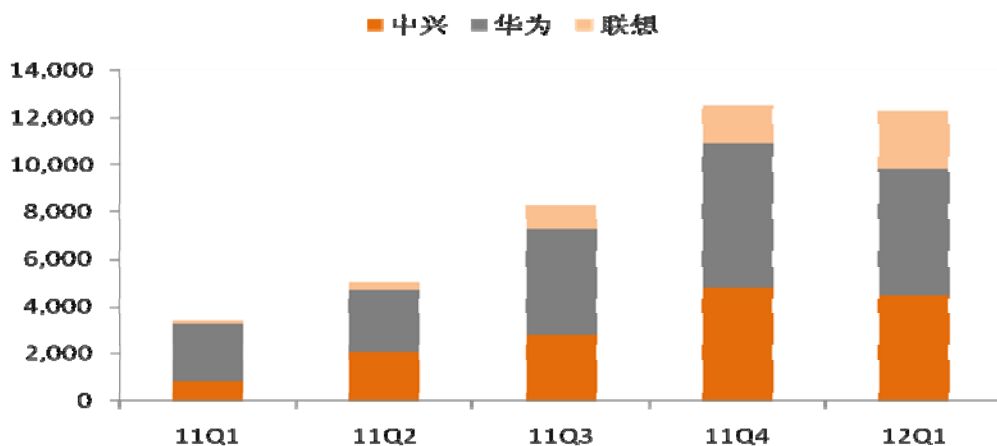
图表15 预计2014年智能手机渗透率接近50%



资料来源：IDC，平安证券研究所

国内智能手机厂商的出货量持续攀高。以华为、中兴和联想为例，3家公司12Q1合计销售智能手机1223万台，相比11Q1的344万台增长255%。12Q1，3家公司中华为的智能手机销量最大，为527万台。

图表16 国内主要品牌的智能手机出货量持续走高 单位：百万台



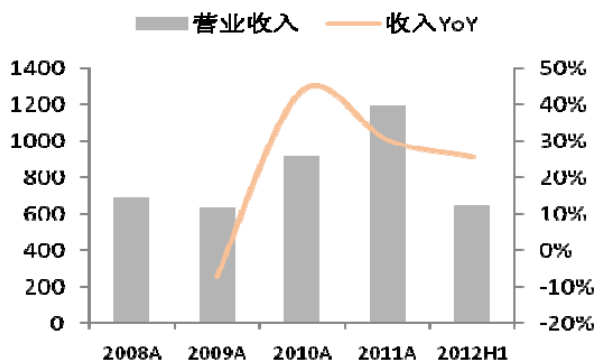
资料来源：IDC，平安证券研究所

### 2.3 分析竞争对手可知消费电子是压铸件企业业绩增长的强劲动力

我们按照公司的两个竞争对手来做分析。嘉瑞国际（0822.HK）和巨腾国际（3336.HK）两家企业均从事轻合金的压铸生产。近年来，受益金属外壳在3C产品中的使用越来越普及，两家公司的业绩均有大幅提升，相应的股价表现都很好。

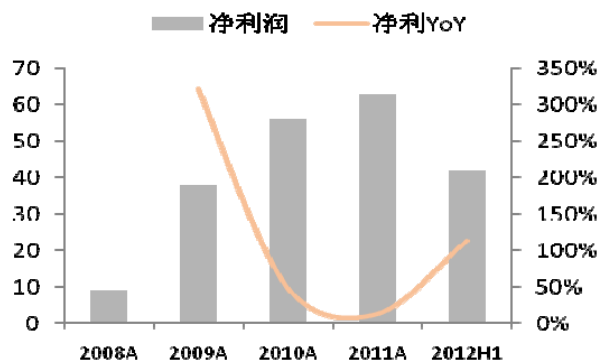
- 嘉瑞国际：超过25年的压铸生产经验，专业生产锌、镁、铝合金精密零部件产品，致力为客户提供全面的垂直综合服务。产品包括3C、汽车、家居等产品零部件。2012H1实现收入6.5亿港元，同比增长25.8%；净利润4126万港元，同比增长113.0%；主要得益于对联想的笔记本电脑外壳出货量增加，镁合金业务收入增长69.0%。
- 巨腾国际：主要从事制造及销售笔记本型计算机外壳以及LCD个人计算机、数码相机及游戏机的外壳。12H1实现收入43.2亿港元，同比增长18%；净利润2.4亿港元，同比增长120%；主要得益于金属机壳的产能提升，相应收入占比提高到20%，拉升整体毛利率至13.7%（11H1为9.4%）。

图表17 12H1嘉瑞收入增长26% 单位:百万元,%



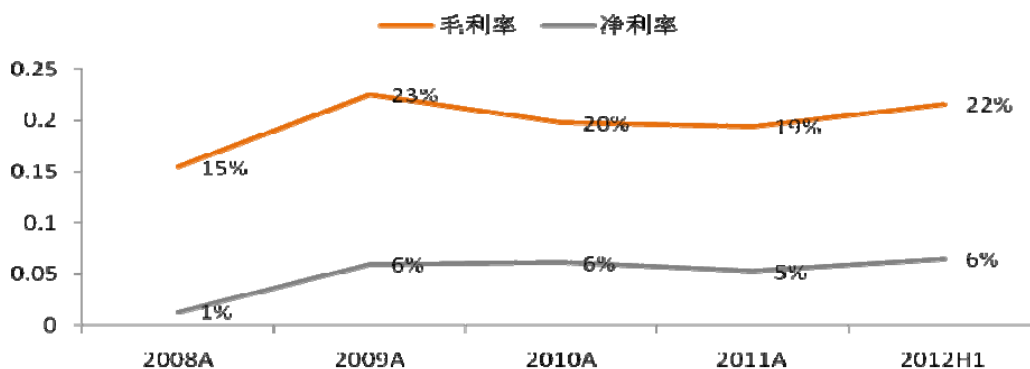
资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

图表18 12H1嘉瑞净利增长113% 单位:百万元,%



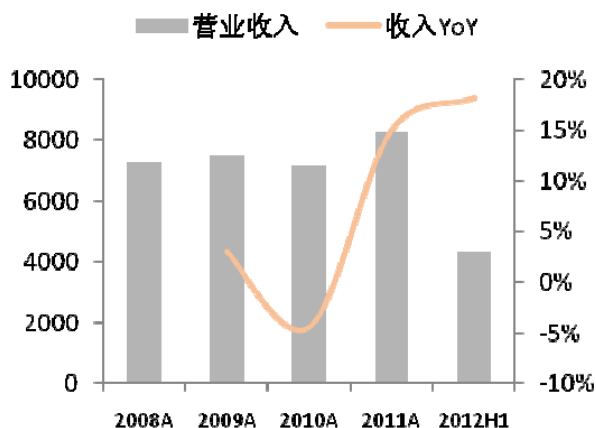
资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

图表19 嘉瑞国际的盈利能力提升 单位: %



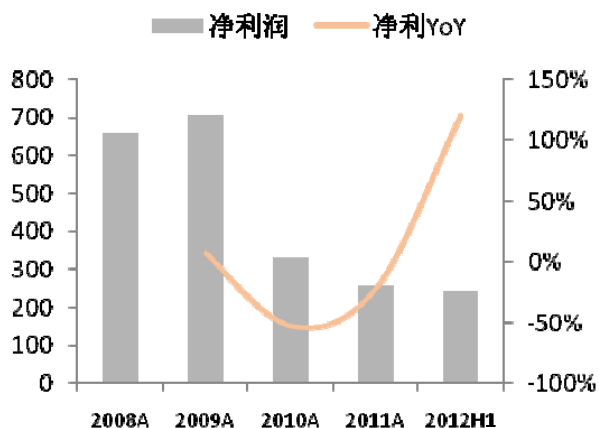
资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

图表20 12H1巨腾收入增长18% 单位:百万元,%



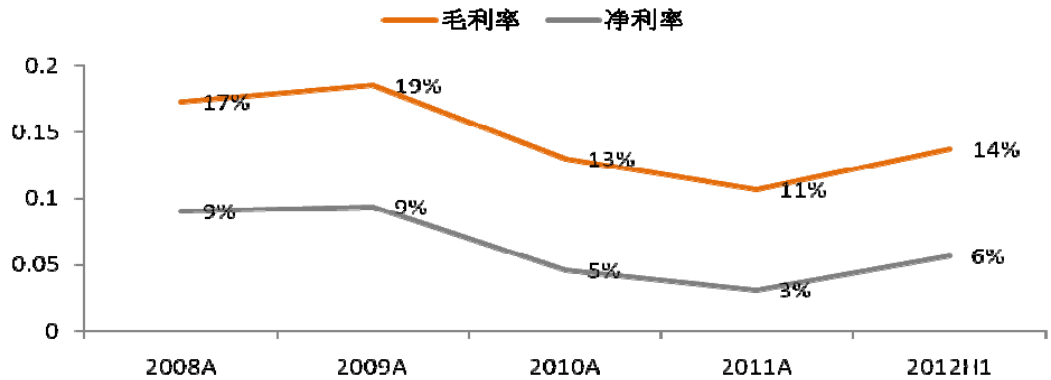
资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

图表21 12H1巨腾净利增长120% 单位:百万元,%



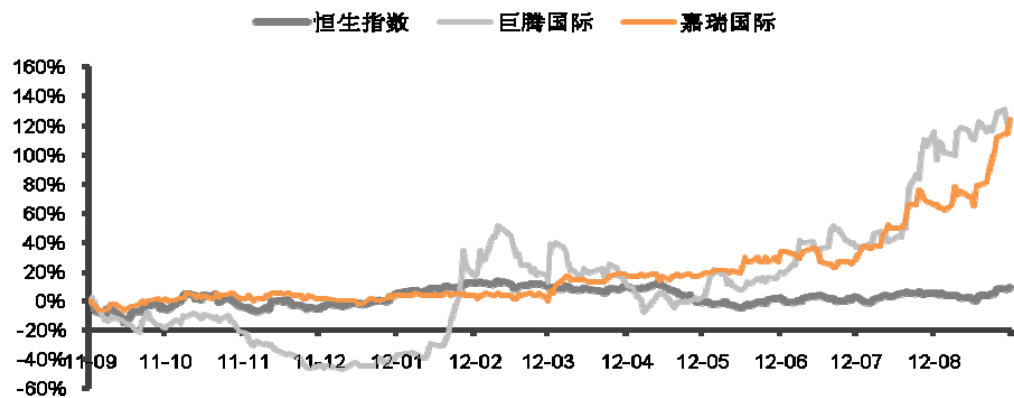
资料来源: Bloomberg、平安证券研究所

图表22 巨腾国际的盈利能力提升 单位：%



资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

图表23 嘉瑞国际和巨腾国际的股价大幅跑赢大盘 单位：%



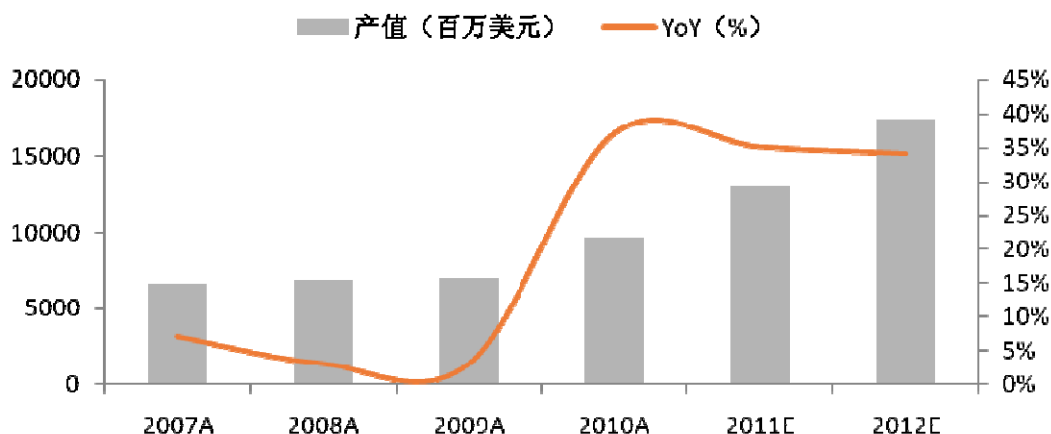
资料来源: Bloomberg, 平安证券研究所

## 三、LED 领域有望快速发展，工业领域稳健发展

### 3.1 LED 照明普及带动公司收入增长

全球 LED 产值规模增长迅速。与传统光源相比，LED 光源具有节能、环保、使用寿命长等诸多优势，是公认的 21 世纪最具发展前景的电光源。凭借在节能降耗等诸多方面的优异性能，全球 LED 产值规模增长迅速。2011 年全球 LED 产值达到 129.7 亿美元，增速达到 35%。

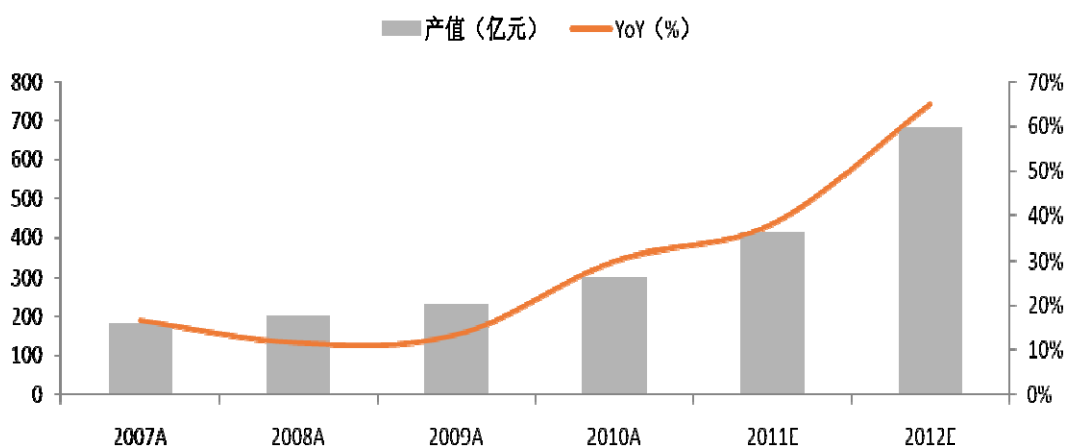
图表24 全球LED产值快速增长 单位：百万美元，%



资料来源：拓扑研究，平安证券研究所

**国内LED产业发展迅速。**目前国内LED已在显示屏、景观装饰、交通信号、街道照明、车用照明、家用电子消费及背光源领域获得了全面应用和推广，产值规模保持了快速增长的势头。2011年国内LED产业实现产值414亿元，增幅为38%，预计2012年国内LED产值为680亿元。

图表25 国内LED产值增长迅速 单位：亿元，%



资料来源：CSA，平安证券研究所

### 3.2 电动工具平稳增长

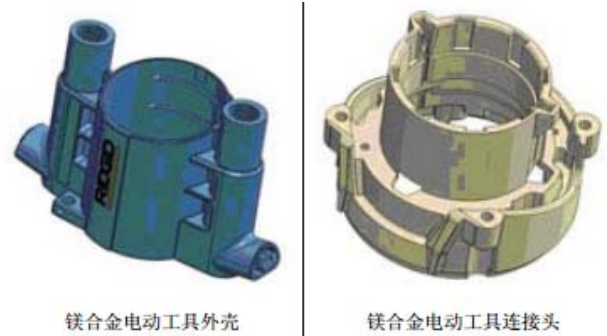
根据 Avicenne 公司的预测，全球充电式电动工具的出货量将从 2010 年的 6,000 万台增长至 2020 年的 8,500 万台，CAGR 为 3.54%；总体上保持平稳增长。从国内市场看，中国专业级电动工具需求增速保持在 8%左右。随着全球经济复苏和中国制造业转型升级，电动工具出货量有望持续增长。镁合金由于其质量轻、减震降噪等优点，使得镁合金电动工具操作舒适，防止因长期手持操作而产生的手腕综合症。目前美国百得、日本牧田、德国博世均已经在高档电动工具产品中使用镁合金压铸件。随着电动工具市场的回暖，公司镁合金压铸件的订单也将增长。

图表26 全球电动工具出货量增长 单位：百万台



资料来源：Avicenne，平安证券研究所

图表27 公司生产的电动工具壳体



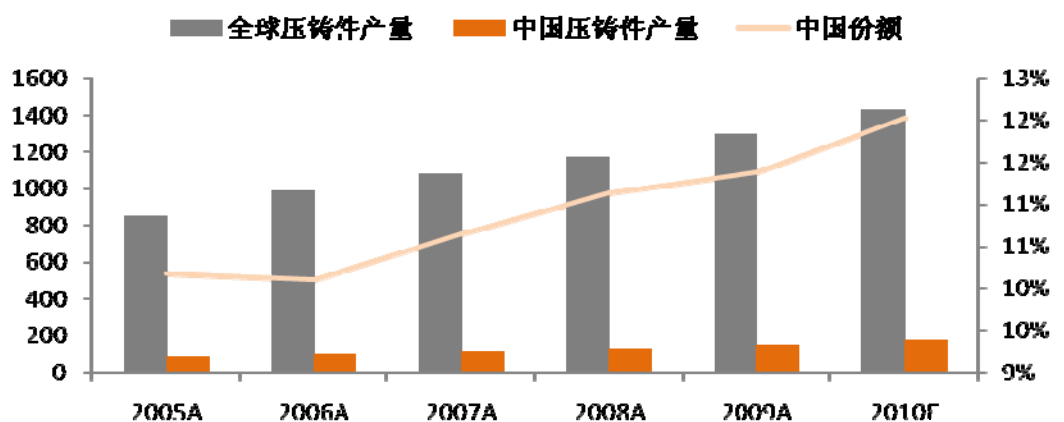
资料来源：公司资料、平安证券研究所

## 四、行业趋势向好，募投项目突破产能瓶颈

### 4.1 行业趋势向好

相比传统的黑色金属压铸件来说，镁、铝、锌等轻合金压铸件具有轻薄、强度高等优点。随着模具精度提高、压铸设备和压铸工艺技术的进步，轻合金压铸件成本不断降低，而金属结构件轻薄化趋势明显，使得传统的黑色金属铸件将逐步被铝合金、镁合金等金属压铸件所代替。2005 年全球轻金属压铸件的产量为 850 万吨，2010 年预计产量达到 1430 万吨，CAGR 为 11%；国内的产量增速高于全球水平，CAGR 为 15%。这也使得中国压铸件产量全球占比逐年小幅提高，由 2005 年的 10.2% 提高至 2010 年的 12.0%。

图表28 全球和国内压铸件产量持续增长 单位：百万吨，%



资料来源：招股说明书，平安证券研究所



## 4.2 募投项目突破产能瓶颈

由于受现有产能的限制以及现有机器设备小型化的约束，宜安科技现有的产品数量及结构无法满足客户要求。公司通过 IPO 发行 2800 万股，募集资金净额 3.24 亿元，根据规划，募集资金将被主要用于采购压铸机、CNC 加工中心以及扩建厂房。项目建成后，公司精密铝合金和镁合金结构件的产能达到年产 1.28 万吨，在现有基础上扩大大约 3 倍，产能瓶颈的问题将有效解决。

图表29 公司募投项目介绍

项 目	公司现有状况分析 (截至 2011 年 12 月 31 日)	建设项目规划 (完全达产)
固定资产投资 (原值、万元)	13,226.45	22,532.70
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
年净利润 (万元)	5,546.41	8,209.30

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

## 五、盈利预测和投资评级：

### 5.1 收入、成本预测

关键假设：

- 募投项目产能如期投放，产能瓶颈问题有效解决；
- 消费电子领域的订单增长较快，镁合金制品收入快速增长；
- 铝合金、锌合金制品收入稳步增长；

图表30 收入及成本预测

单位：百万元、%

	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>						
铝合金制品	181.15	226.51	239.07	251.02	313.78	376.54
镁合金制品	11.66	12.40	27.11	75.91	136.63	204.95
锌合金制品	9.41	11.35	14.16	17.70	22.13	26.55
模具	5.47	8.56	29.96	38.95	48.69	60.86
五金制品	4.72	11.33	10.83	6.50	4.55	4.55
<b>收入合计</b>	<b>212.41</b>	<b>270.15</b>	<b>321.13</b>	<b>390.08</b>	<b>525.77</b>	<b>673.44</b>
YOY		22.1%	17.9%	21.2%	34.8%	28.1%
<b>营业成本</b>						
铝合金制品	118.98	153.66	164.22	178.23	221.21	267.34
镁合金制品	8.02	7.49	18.86	52.53	94.28	142.44
锌合金制品	6.86	7.98	10.32	12.92	16.15	19.38
模具	3.32	5.36	19.24	25.71	32.38	40.77
五金制品	3.44	8.71	8.07	4.87	3.46	3.50
<b>成本合计</b>	<b>140.62</b>	<b>183.20</b>	<b>220.70</b>	<b>274.26</b>	<b>367.48</b>	<b>473.44</b>
YOY		27.0%	13.6%	10.5%	45.8%	30.3%
<b>综合毛利率</b>	<b>33.7%</b>	<b>32.2%</b>	<b>31.4%</b>	<b>29.7%</b>	<b>30.1%</b>	<b>29.7%</b>

资料来源：公司资料，平安证券研究所

## 5.2 盈利预测与估值

预计 2012-2014 年，公司实现收入分别为 3.9 亿元、5.3 亿元、6.7 亿元；净利润分别为 0.61 亿元、0.89 亿元、1.16 亿元；EPS 分别为 0.55 元、0.80 元、1.04 元；最新动态 PE 分别为 29 倍、20 倍和 15 倍，给予“推荐”的投资评级。

图表31 公司业绩预测表

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万元)	273	322	390	526	673
YoY(%)	22%	18%	21%	35%	28%
净利润(百万元)	49	55	61	89	116
YoY(%)	27%	14%	10%	46%	30%
毛利率(%)	32.2%	31.4%	29.7%	30.1%	29.7%
净利率(%)	17.9%	17.2%	15.7%	17.0%	17.3%
ROE(%)	34.2	38.0	33.6	30.5	27.9
EPS(摊薄/元)	0.44	0.50	0.55	0.80	1.04

资料来源：平安证券研究所

以 2012 年 9 月 24 日收盘价为基准，上市公司中金属结构件、外壳生产厂商的 2011、2102 年平均静态、动态 PE 分别为 52、32 倍，而宜安科技的静态、动态 PE 分别为 32、29 倍，公司当前的估值最低，安全边际高。

图表32 金属结构件制造企业市盈率估值比较（2012年9月24日） 单位：元/股、元、倍

简称	股价	每股收益			市盈率		
		2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
春兴精工	13.09	0.16	0.38	0.57	80	35	23
长盈精密	27.52	0.62	0.88	1.26	45	31	22
宜安科技	15.79	0.50	0.55	0.80	32	29	20
平均					52	32	21

资料来源：wind资讯、平安证券研究所

## 5.3 风险提示

- 原材料价格上涨的风险；
- 国际市场风险；
- 产能扩张低于预期的风险。

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	177	497	539	625
现金	62	282	268	276
应收账款	56	117	147	189
待摊费用	3	4	5	7
预付账款	7	22	22	28
存货	35	69	92	118
其它流动资产	14	4	5	7
<b>非流动资产</b>	126	216	271	313
长期投资	0	0	0	0
固定资产	98	190	252	297
无形资产	7	7	6	6
其它非流动资产	21	19	12	10
<b>资产总计</b>	303	713	810	937
<b>流动负债</b>	65	76	91	111
短期借款	13	10	10	10
应付账款	39	49	62	80
其它流动负债	13	17	19	20
<b>非流动负债</b>	10	6	6	6
长期借款	1	0	0	0
其它非流动负债	9	6	6	6
<b>负债合计</b>	75	83	97	117
少数股东 权益	0	0	0	0
股本	84	112	112	112
资本公积	75	387	387	387
留存收益	70	131	214	322
归属母公司股东权益	228	630	713	821
<b>负债和股东权益</b>	303	713	810	937

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	45	-16	56	70
净利润	55	61	89	116
折旧摊销	10	12	18	21
财务费用	1	-4	-11	-10
投资损失	0	0	0	0
<b>营运资金变动</b>	-23	-83	-40	-57
其它经营现金流	2	-3	-0	0
<b>投资活动现金流</b>	-44	-103	-75	-63
资本支出	48	102	73	63
长期投资	0	0	0	0
其它投资现金流	4	-1	-2	0
<b>筹资活动现金流</b>	-13	340	4	2
短期借款	-10	-3	0	0
长期借款	-1	-1	-0	0
普通股增加	0	28	0	0
资本公积增加	0	312	0	0
其它筹资现金流	-2	4	4	2
<b>现金净增加额</b>	-12	220	-14	8

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	322	390	526	673
营业成本	221	274	367	473
营业税金及附加	2	3	3	4
营业费用	6	8	9	10
管理费用	37	49	63	74
财务费用	1	-4	-11	-10
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	53	59	92	121
营业外收入	11	11	11	13
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	64	70	103	134
所得税	8	9	13	17
<b>净利润</b>	55	61	89	116
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	55	61	89	116
EBITDA	64	67	99	131
EPS (元)	0.50	0.55	0.80	1.04

**主要财务比率**

会计年度	2011A	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	17.9%	21.2%	34.8%	28.1%
营业利润	6.5%	12.2%	54.3%	31.7%
归属母公司股东权益	13.6%	10.5%	45.8%	30.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	31.4%	29.7%	30.1%	29.7%
净利率 (%)	17.2%	15.7%	17.0%	17.3%
ROE (%)	24.3%	9.7%	12.5%	14.2%
ROIC (%)	24.8%	13.3%	15.4%	17.2%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	24.6%	11.6%	12.0%	12.5%
净负债比率 (%)	20.34%	12.49%	10.31%	8.57%
流动比率	2.74	6.51	5.92	5.64
速动比率	2.19	5.61	4.92	4.57
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.18	0.77	0.69	0.77
应收账款周转率	6	5	4	4
应付账款周转率	6.55	6.23	6.57	6.62
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.50	0.55	0.80	1.04
每股经营现金流	0.40	-0.14	0.50	0.62
每股净资产	2.04	5.62	6.37	7.33
<b>估值比率 (估值均值, 倍)</b>				
P/E	32	29	20	15
P/B	8	3	2	2
EV/EBITDA	27	26	17	13

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其它专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257