

2014年8月25日

好利来 (002729.SZ)

公司新股定价

证券研究报告

电路保护元器件领军企业之一

■ **主营电路保护元器件，客户稳定产品丰富：**公司是国内产品线最齐全、销售规模最大的全球知名熔断器生产商。2010年好利来是全球第十大熔断器生产商，2013年度熔断器销售额占全球市场份额的比例约为1.86%，全球前七大熔断器生产商累计占比92%，第七大熔断器生产商占比3%。公司积累了丰富的客户资源，分布于下游家用电器及消费电子、计算机、汽车电子、电力及工业等多个领域。

■ **行业增速稳定，国内发展机会突出：**电路保护元器件市场需求受益于数字技术、通讯技术、新能源等新技术的发展，近几年呈快速增长趋势。全球电子电力行业有望进入新一轮高速发展的时期，将拉动电路保护元器件的市场需求。虽然欧美公司是电路保护元器件重要供应商，但是亚太地区电子行业需求旺盛，作为全球电子产品主要的生产基地，大陆、台湾等地成为电路保护元器件的重要消费地区。好利来作为前身系宁利电子整体变更设立的外商投资股份公司，在技术引进吸收的基础上，不断创新，已经成为全球电路保护元器件的重要供应商。

■ **募投项目用于扩大产能与建立研发中心：**本次发行完成后，公司募集资金将全部用于扩大主营业务电路保护元器件产品产量，优化产品结构，加强产品和技术创新研发等。电路保护元器件扩产建设项目完全达产后每年新增销售收入32,774万元(不含税)，平均年利润总额7,358万元，年均新增净利润6,255万元。

■ **投资建议：**我们预测公司2014到2016年营业收入增速分别为9.8%、30.1%、42.3%，净利润增速分别为14.3%、23.5%、35.2%，2014、15年以上市发行1668万股后EPS为0.71元和0.88元，2016年募投项目建设完成后EPS预计达到1.19元。考虑公司行业在A股市场独特性和募投项目溢价，预测对应2015年市盈率在30-35倍，新股定价为26.4-30.8元。

■ **风险提示：**出口退税政策改变及高新技术企业税率改变的风险、下游需求波动风险、研发项目进展不达预期风险、与国外企业竞争风险

摘要(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	171.9	206.4	226.6	294.8	419.5
净利润	38.5	41.6	47.6	58.7	79.4
每股收益(元)	0.77	0.83	0.71	0.88	1.19
每股净资产(元)	3.12	3.65	8.04	8.92	10.11

盈利和估值	2012	2013	2014E	2015E	2016E
毛利率	47.3%	44.9%	44.0%	43.1%	42.2%
净利润率	22.4%	20.2%	21.0%	19.9%	18.9%
净资产收益率	24.6%	22.8%	8.9%	9.9%	11.8%
ROIC	40.4%	41.7%	28.4%	27.3%	20.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

定价区间： 26.4—30.8 元

发行数据

总股本(万股)	5,000
发行数量(万股)	1,668
网下发行(万股)	1,001
网上发行(万股)	667
保荐机构	
发行日期	2014/8/28
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

好利来控股有限公司	63.00%
旭昇亚洲投资有限公司	35.00%
厦门衡明企业管理咨询有限公司	1.00%
厦门乔彰投资咨询有限公司	1.00%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

赵晓光 分析师
SAC 执业证书编号: S1450514030002
zhaoxg@essence.com.cn
021-68766193

郑震湘 分析师
SAC 执业证书编号: S1450514060005
zhengzx@essence.com.cn
021-68763580

报告联系人

邵洁
shaojie@essence.com.cn

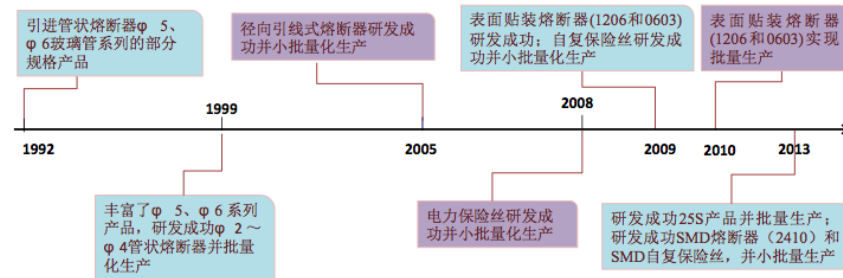
相关报告

1. 中国电路保护元器件领军企业之一

1.1. 主营电路保护元器件，国内销售规模最大

公司是国内产品线最齐全、销售规模最大的全球知名熔断器生产商，长期从事熔断器、自复保险丝等过电流、过热电路保护元器件的研发、生产和销售,并积极向过电压电路保护领域发展。公司已具备管状熔断器、径向引线式熔断器、SMD 熔断器、电力熔断器及自复保险丝五大类产品，是中国电路保护元器件行业的领军企业之一。2010 年好利来是全球第十大熔断器生产商，2013 年度熔断器销售额占全球市场份额的比例约为 1.86%，全球前七大熔断器生产商累计占比 92%，第七大熔断器生产商占比 3%。

图 1：公司产品发展历程



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

表 1：公司主要五类产品特性及用途

类别	产品结构及特性	用途
管状熔断器	由金属熔体加管状外壳组成,有带引线和 不带引线两种结构, 不带引线的结构需要用熔断器夹/座/盒/套 等连接到电路中。	应用领域广泛,主要 应用于空调、电视、冰箱、洗衣机、微波炉、电饭煲等家用电器;音响、游戏机等 电子产品;以及控制 板、UPS、电子镇流器、 PC 电源、适配器等电子电器配套产品等。
径向引线式熔断器	以塑料壳和金属可熔 体作为主体,径向引 线作为导出连接端, 可自动和手动插接在 PCB 板上,具有体积 较小、分断能力高等 优点。	插件式易于下游客户的生产安装,广泛应 用在各种紧凑型电源、充电器及电源变 换器等领域,特别是 面对消费类电子产品的电源适配器上。
表面贴装熔断器	表面贴装熔断器可直 接通过回流焊接到 PCB 板上,有两种结 构: 1、陶瓷或树脂基体上 印刷金属可熔体、保 护层和电极。 2、超微型方形管状, 端电极表面镀有良好 可焊性、高可靠性的 贵金属。	顺应表面贴装技术而 创新开发的熔断器, 作为一种轻、薄、小 的新型元件,适用于 结构紧凑,体积微小 的各类精细类电子产 品的电路保护。
电力熔断器	由金属熔体加管状或其它形状外壳组成,分断能力高,适用于 更高电压、更大电流领域。	光伏发电、输配电、 逆变器、变频器、UPS、 通讯设备、电动 汽车、 电机等的电路保护。
自复保险丝	采用电阻率随温度升 高而变大的功能性材 料 PPTC 制成, 具有 可复性、多次使用的 特点。	各类电子产品,如: 家用电器、汽车电子 电器、电动玩具、电 源、 通讯系统、锂离子 电池等的电路保 护。

数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

公司积累了丰富的客户资源，分布于下游家用电器及消费电子、计算机、汽车电子、电力及工业等多个领域。良好的供应商关系能有力加强上下游合作，满足国内外知名整机企业技术和产品升级的需要，不断提升技术工艺水平，形成稳定长期合作。国内著名企业格力、美的、TCL、长虹以及国外三星等都是公司重要客户。

表2: 公司终端客户资源及行业分类

下游行业	公司终端客户
家用电器及消费类电子	格力、美的、奥克斯、漫步者、TCL、康佳、长虹、索尼、佳能、尼康、松下、夏普、日立、大金、三菱、任天堂、万代、健伍、奥林巴斯、柯尼卡、美上美、三星、LG、爱普生、台达、莱克、苏泊尔、AO 史密斯、格兰仕、志高
计算机、手表及其周边	长城、NEC、东芝、富士通、三星、康舒、BROTHER、Astec、航嘉驰源、赛尔康、比亚迪、TDK、亚元科技
汽车电子	比亚迪、金龙、江淮
电力及工业领域	ABB、中兴、优利德、漳州东方、深圳华仪、雷士光电、雅马哈、京瓷、亚源科技、智邦、山特、广东易事特、深圳金霆、珠海兴业、珠海航粤、新疆特变电工、深圳大族逆变

数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

1.2. 公司业绩稳步上升, 下游需求决定产品销量

公司五类产品平均销售价格稳定, 下游需求是销售情况的主要影响因素。公司利润主要来源于管状熔断器和径向引线式熔断器的生产、销售。各报告期这两类产品实现的毛利合计占公司毛利总额分别为 73.80%、67.42%、74.62% 和 85.43%。2012 年受国内整体经济增长放缓, 原有“家电下乡”、“家电以旧换新”等家电推动政策退出, 持续房产调控及海外经济复苏缓慢, 欧债危机未有效改善等多种因素影响, 家电市场出现下滑趋势, 管状熔断器销售下滑导致毛利也有所下降。2013 年新品 25S 管状熔断器进入三星数码产品充电器, 带动单价上升, 同时对主要客户 Pico、格力及美的的销售收入有所上升。

表3: 公司主要产品产能、产量、销量及收入成本单价

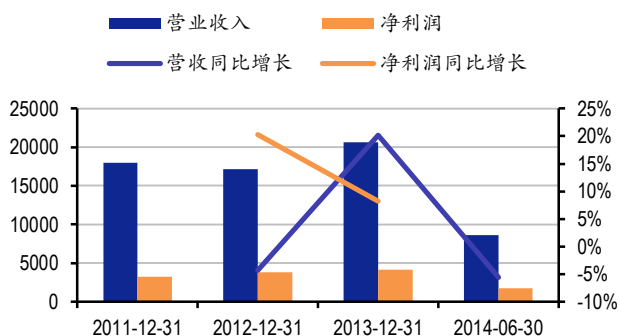
期间	产品	产能 (万只)	产量 (万只)	产能利用率	销量 (万只)	产销率	营业收入 (万元)	成本 (万元)	毛利率	平均售价 (元)
2014 年 1-6 月	管状熔断器	35531.00	18210.83	51.25%	19164.76	105.24%	5715.49	3257.19	43.01%	0.30
	径向引线式熔断器	9232.00	11787.40	127.68%	10693.13	90.72%	1825.63	1072.12	41.27%	0.17
	表面贴装熔断器	2100.00	289.71	13.80%	469.62	162.10%	139.13	81.45	41.46%	0.30
	电力熔断器	74.00	40.83	55.18%	30.20	73.97%	228.57	84.40	63.07%	7.57
	自复保险丝	1782.00	545.48	30.61%	800.18	146.69%	240.51	37.56	84.38%	0.30
2013 年	管状熔断器	58704.00	45940.18	78.26%	45593.73	99.25%	13307.56	7852.60	40.99%	0.29
	径向引线式熔断器	16800.00	20131.79	119.83%	20039.70	99.54%	3486.84	2147.43	38.41%	0.17
	表面贴装熔断器	4200.00	501.21	11.93%	1090.22	217.52%	319.80	188.16	41.16%	0.29
	电力熔断器	147.84	158.83	107.43%	150.69	94.88%	1005.29	260.05	74.13%	6.67
	自复保险丝	3564.00	3804.87	106.76%	3737.90	98.24%	1191.97	179.43	84.95%	0.32
2012 年	管状熔断器	51267.00	36736.42	71.66%	36593.12	99.61%	9385.66	5522.61	41.16%	0.26
	径向引线式熔断器	16800.00	20465.73	121.82%	20097.66	98.20%	3527.05	2002.19	43.23%	0.18
	表面贴装熔断器	4200.00	706.11	16.81%	1232.69	174.57%	367.71	222.27	39.55%	0.30
	电力熔断器	144.00	176.40	122.50%	140.73	79.78%	1117.95	201.36	81.99%	7.94
	自复保险丝	3564.00	4992.17	140.07%	4765.95	95.47%	1573.45	402.23	74.44%	0.33
2011 年	管状熔断器	47340.00	41907.50	88.52%	43846.21	104.63%	11129.30	6790.19	38.99%	0.25
	径向引线式熔断器	16800.00	16096.65	95.81%	16370.20	101.70%	3026.08	1933.54	36.10%	0.18
	表面贴装熔断器	4200.00	397.35	9.46%	1131.55	284.77%	355.19	245.32	30.93%	0.31
	电力熔断器	144.00	88.86	61.71%	85.51	96.23%	792.93	126.27	84.08%	9.27
	自复保险丝	3564.00	4183.62	117.39%	4556.27	108.91%	1467.45	605.69	58.72%	0.32

数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

2014 年 1-6 月公司主营业务收入较 2013 年同期减少 511.89 万元。2013 年公司实现主营业务收入 20,431.04 万元, 相比 2012 年增长 20.24%。2012 年公司仍实现主营业务收入 16,991.46 万元, 较 2011 年略有下降。公司长期保持毛利较高水平, 公司 2011 年、2012 年、2013 年和 2014 年 1-6 月主营业务毛利率分别为 41.48%、47.03%、44.56% 和 44.22%。预计公司将继续不断改造自动化设备, 并对自复保险丝和电力熔断器等较高毛利率新品加大生产,

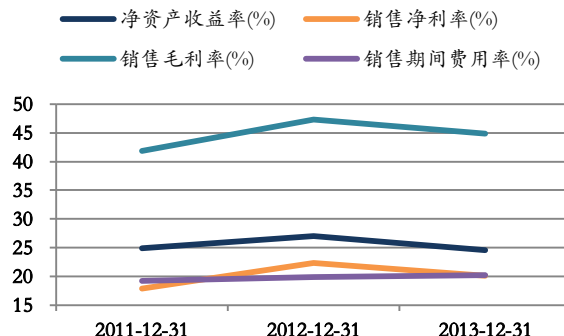
优化产品结构。

图 2: 公司近三年业绩变动 (单位: 万元)



数据来源: Wind、安信证券研究中心

图 3: 公司近年盈利能力



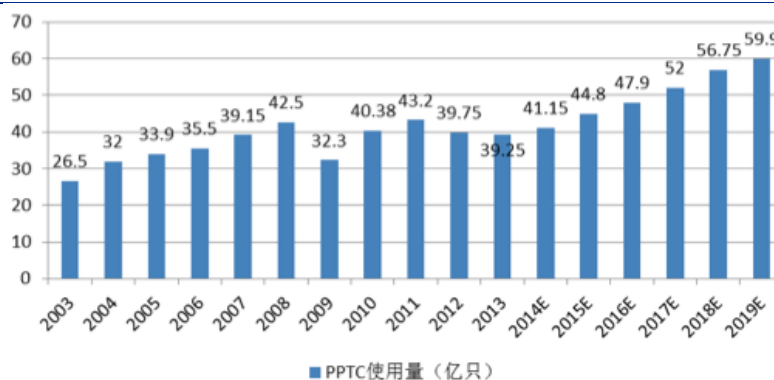
数据来源: 安信证券研究中心

1.3. 公司开拓细分市场，产品类别覆盖广

公司的管状熔断器和径向引线式熔断器在很多性能指标上已达到或超过国际同业标准，但价格比国际同业产品具有优势，因此在全球市场中具有很强的市场竞争优势，与国内领先的电子产品制造商都建立了长期稳定的合作伙伴关系。未来将借助原有关系加深合作，向其推广公司产品在其它电子产品尤其是电冰箱、洗衣机、汽车电子中的应用。

自复保险丝被广泛应用于以太网交换机、数字基站等光通信基础设施以及手机、笔记本电脑、平板电脑、电动玩具、小家电、数码相机、游戏机、电动工具、个人护理等电子产品中，主要是应用于这些电子产品中的主板及电池的过电流保护；其中，锂电池已成为自复保险丝应用量最大的一个领域。2014-2019 年,预计全球自复保险丝使用量年复合增长率为 7.8%,到 2019 年达到 59.9 亿只;全球自复保险丝的市场容量年复合增长率为 6.36%,到 2019 年达到 4.37 亿美元。

图 4: 自复保险丝全球使用量估计



数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

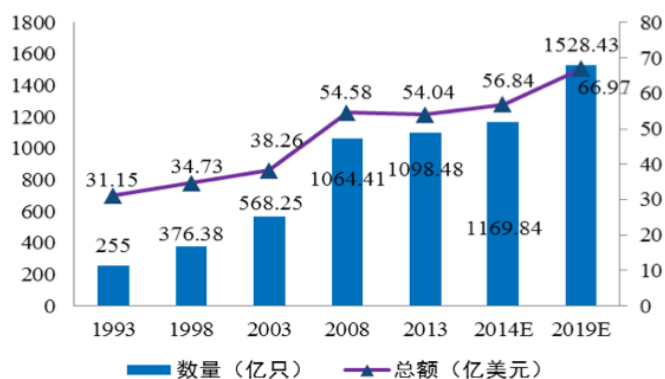
公司本次募投扩产的另一重要产品电力熔断器，应用市场在于 UPS、变频器、光伏发电、风力发电以及电动汽车等市场。目前,山特、施耐德 APC、科华恒盛、爱维 达等大型 UPS 生产商采用公司产品。国内光伏逆变器汇流箱生产商阳光电源、国电龙源、正泰电气、国电南自、特变电工、许继风电、科华恒盛、科诺伟业、北京能高等是公司客户；公司已经成为了中国英利的熔断器供应商，并已经与国际排名第一的逆变器生产商 SMA 开展合作。电动汽车方面公司正积极地与比亚迪、一汽、金龙等国内领先新能源汽车生产商进行接触。募集资金投入后，公司有望与以后客户和在谈客户展开合作。

2. 电路保护元器件需求广泛，产能向中国转移趋势明显

2.1. 电路保护元器件需求旺盛，产品分类繁多

电路保护元器件市场需求受益于数字技术、通讯技术、新能源等新技术的发展，近几年呈快速增长趋势。根据市场调研机构 Paumanok Publications Inc.的报告预测，2014 年到 2019 年间，全球电路保护元器件市场的需求量的年复合增长率将达 5.5%，到 2019 年全球电路保护元器件总需求量将达到 1528.43 亿只；销售金额年复合增长率为 3.3%，到 2019 年市场总额将达到 66.97 亿美元。

图 5：1993-2019 年全球电路保护元器件市场增长情况



数据来源：Paumanok Publications Inc.、安信证券研究中心

电路保护元器件在下游各行业应用广泛，下游产品涉及各类家用电器、家庭视听及数码产品、个人护理等消费类电子产品、计算机及其周边、手机及其周边、照明、医疗电子、汽车电子、电力、工业设备等。作为保护电路系统的安全性元器件，受益于通讯技术、数字技术、新能源、智能电网、高速铁路等新技术的发展，全球电子电力行业有望进入新一轮高速发展的时期，将拉动电路保护元器件的市场需求。根据 Paumanok Publications Inc.的研究报告,预计 2014 年全球共消费电路保护元器件 56.84 亿美元,其中电子产品领域消费 29.46 亿美元,约占总消费额的 51%;工业领域和汽车电子领域分别消费 15.13 亿美元和 12.25 亿美元,占总消费额的 27%和 22%。

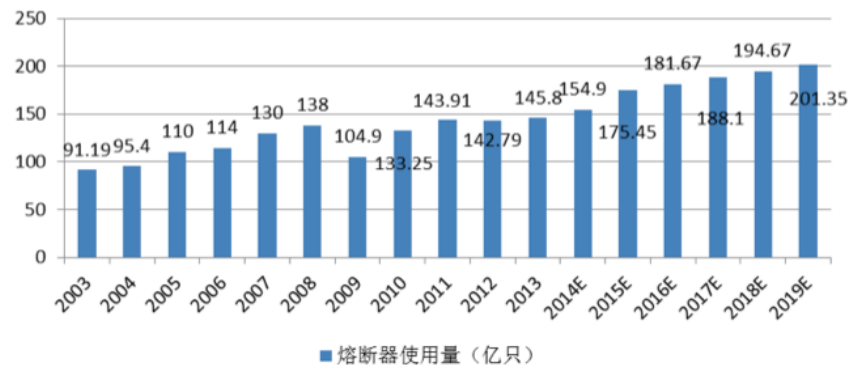
图 6：电路保护元器件下游需求广泛



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

公司主要产品熔断器 2003-2013 年使用量分别为 91.19 亿只和 145.8 亿只，年复合增长率为 4.8%，2014 年-2019 年预计年复合增长率为 5.39%，到 2019 年达到 201.35 亿只。特别是在新能源汽车、工业领域有望实现更高增长。根据市场调研机构 Paumanok Publications Inc. 统计，平均每辆车使用的电路保护元器件超过 100 只，其中熔断器约 56 只，自复保险丝约 20 只。工业领域中，发电系统最需要电路保护以免产生不可估量的损失，根据发行人的市场调研，发电设施中每千瓦发电电能设施约使用 2 只熔断器。

图 7：熔断器全球使用量估计



数据来源：招股意向书、安信证券研究中心

2.2. 技术壁垒较高，国外厂商市场占有率大

好利来所处行业技术壁垒较高，欧美日企业掌握了行业标准指定权和多数专利技术，公司是国内少数能进入该行业的企业之一。美国的 Littelfuse、Eaton Electronics、TE Connectivity、德国的 EPCOS、法国的 Mersen(GCL)、ST Microelectronics、日本的 Toshiba Semiconductor 等在电路保护元器件行业知名度最高，占有绝大多数市场份额。好利来、上海维安、中国台湾的功得电子、华德电子等在细分领域建立优势，利用人力成本、产品性价比等更快速、更贴切地适应市场变化，在细分产品中研发一批自主知识产权的工艺技术，做到细分市场龙头，公司就是全球知名熔断器生产商。

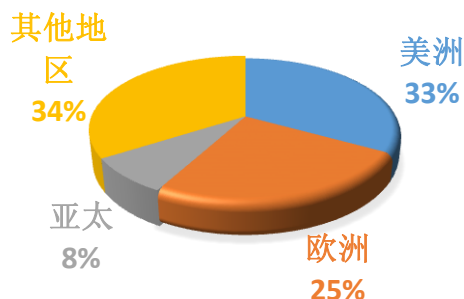
表 4: 公司主要竞争对手

公司名称	主要产品	基本情况
Littelfuse	管状熔断器、 电力熔断器	全球最大的电路保护元器件生产企业,品种齐全,种类繁多,占有 10%的全球电路保护元器件 市场份额;目前在苏州、无锡和东莞都设有生产工厂。
功得电子	管状熔断器、 径向引线式 熔断器	功得电子工业股份有限公司,是台湾最大规模之 专业保险丝制造服务品牌公司,主要专注于自有 品牌及代工生产、整合保险丝相关零配件商等产 品之研发、设计、生产、营销与服务。
华德电子	管状熔断器、 径向引线式 熔断器	成立于 1968 年,是台湾第一家专业熔断器生产商,在东莞和苏州设有工厂,月产能约为 8,000万只。
良胜电子	管状熔断器、 径向引线式 熔断器	深圳市良胜电子有限公司,成立于 1997 年,是一家专业生产各种电流保险丝,温度保险丝,气 体放电管,静电抑制器及其它电路保护元器件的 企业。
贝特电子	管状熔断器、 径向引线式 熔断器	东莞市贝特电子科技股份有限公司,成立于 2003 年 8 月,全面电路保护元件制造商和方案供应 商,重点领域为 3C 行业(消费电子,电脑,通 讯)
旭程电子	管状熔断器、 径向引线式 熔断器	旭程电子(深圳)有限公司,香港旭光晖电子公 司的独资企业,成立于 1996 年,主要生产、销售全系列保险丝管、插片式保险丝、保险丝座、KSD 系列温控开关、FSD 系列微型温控器开关、汽车温控器等电子元器件。
Eaton Electronics	电力熔断器	全球熔断器及相关配件的最知名生产商之一,产 品多达 75,000 多种,占有 32%的全球熔断器市 场份额;2006 年通过收购西安熔断器有限公司 进入中国。
西安中熔	电力熔断器	西安中熔电气有限公司,成立于 2007 年,产品 应用于通讯电源、变频器、UPS、新能源-光伏- 风能、输配电、轨道交通-高铁动车&地铁轻轨、 冶炼、化工、船舶等行业。
银河熔断器	电力熔断器	浙江银河熔断器有限公司,成立于 1980 年,产 银河熔断器品应用于电力、建筑、石化、机械、冶金、通讯等行业。
上海维安	自复保险丝	长园集团(600525SH)的子公司,其主要业务 是向三星和 LG 等手机生产厂商提供自复保险丝。上海维安是国内最大的自复保险丝电路保护 元器件生产企业。
富致科技	自复保险丝	富致科技股份有限公司,成立于 1997 年,台湾 PPTC 自复式保险丝之研发、设计及生产之主导 厂商。

数据来源:招股意向书、安信证券研究中心

全球电路保护元器件的市场份额主要被欧美厂商瓜分,美洲的 Littelfuse、Eaton/Cooper Bussman 具有绝对竞争优势,2013 年占全球销售额分别为 14%和 9%。德国的 EPCOS、法国的 Mersen(GCL)、瑞士的 Schurter、荷兰的 NXP、以及 ST Microelectronics(法国 Thomson Semiconductors 和意大利 SGS Microelectronics 合并而成)等传统电路保护元器件生产商 2013 总销售额占全球总销售额的 25%。

图 8: 2013 年电路保护元器件全球市场份额占比



数据来源:招股意向书、安信证券研究中心

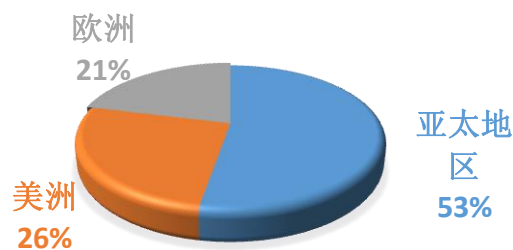
国外一流厂商不断通过并购整合做大做强,好利来上市后预计能通过资本运作,参与全球竞争。全球最大电路保护元器件供应商 Littelfuse 收购了欧洲数码电子产品用熔断器的

主要供应商 Wickmann,提高了其熔断器市场占有率,还通过收购 Semitror 和 Teccor 进入过电压保护元器件市场。全球最大熔断器供应商 Cooper Bussmann 先后收购 Save Fusetech、Sure Power 和 Omnex,不断强化其在熔断器领域的龙头地位,并在 2006 年收购了西安熔断器制造公司,从而进入中国市场,Eaton 2012 年底收购了 Cooper Bussmann。其它电路保护元器件生产商,比如 Mersen(GCL)、AVX 等也都曾进行过一次或多次的兼并重组。

2.3. 产能向中国转移, 中国电子行业崛起有望带动行业发展

虽然欧美公司是电路保护元器件重要供应商,但是亚太地区电子行业需求旺盛,作为全球电子产品主要的生产基地,大陆、台湾等地成为电路保护元器件的重要消费地区。Paumanok Publications Inc.的研究报告指出,2014 年亚洲电路保护元器件的预计消费额达到 29.97 亿美元,约占全球总消费额的 53%。

图 9: 2014 年全球电路保护元器件地区需求



数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

欧美、日本等掌握电路保护元器件的核心技术,但是中国大陆、印度、台湾地区等亚洲国家和地区是主要销售国家,同时亚洲劳动力成本低,Littelfuse、Cooper Bussmann(现更名为 Eaton Electronics)、TE Connectivity、ST Microelectronics 等国际领先的电路保护元器件生产商都在中国、印度等亚洲国家设立生产基地,将生产重心转移到亚洲。好利来作为前身系宁利电子整体变更设立的外商投资股份公司,在技术引进吸收的基础上,不断创新,已经成为全球电路保护元器件的重要供应商。

3. 募投项目用于扩产与研发中心建设

本次发行完成后,公司募集资金将全部用于扩大主营业务电路保护元器件产品产量,优化产品结构,加强产品和技术创新研发等,投资以下项目。

表 5: 募集资金投资项目

序号	项目名称	投资总额 (万元)	募集资金投 资额 (万元)	核准情况	环保批复
1	电路保护元器件扩产建设项目	22,733	15,693	厦发改高技 [2011]43 号	厦环翔审 [2011]环 074 号
2	研发中心建设项目	6,129	1,307	厦发改高技 [2011]44 号	厦环翔审 [2011]环 074 号
总计		28,862	17,000		

数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

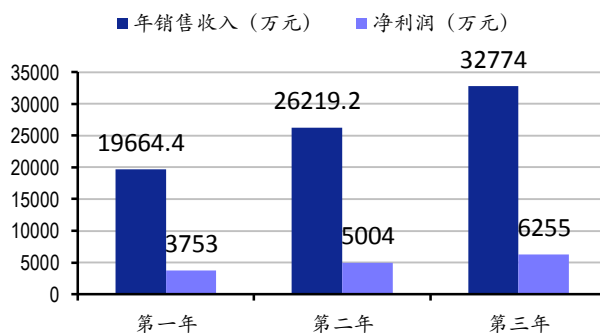
(1) 电路保护元器件扩产建设项目, 在项目所在地实施建设 27,000 平方米电路保护元器件生产厂房(车间 21,000 平方米、仓库 6,000 平方米), 并购置电路保护元器件生产及配套设备。项目建设期 24 个月, 项目建成后, 新增电路保护元器件年产能 9.6 亿只。本项目建设期 2 年; 产品投产期 3 年, 第一年投产 60%, 第二年投产 80%, 第三年达产 100%。在未来产品价格水平保持不变、单位原材料成本年增长率为 3%、工资年增长率为 5%、产销率达到 100% 等假设前提下, 项目完全达产后每年新增销售收入 32,774 万元(不含税), 平均年利润总额 7,358 万元, 年均新增净利润 6,255 万元; 投资利润率 30.87%, 项目财务内部收益率(税后) 21.25%, 财务净现值 11,849 万元(税后, 基准折现率为 12%), 静态投资回收期 6.74 年(税后, 含建设期)。

表 6: 公司预计扩建规模

序号	产品系列	拟建规模 (亿只/年)	2014H1 对应单价 (元)
1	管状熔断器	5.55	0.30
2	径向引线式熔断器	1.68	0.17
3	电力熔断器	0.24	7.57
4	自复保险丝	1.63	0.30
5	管座管夹	0.50	0.24 (以 2013 年数据计算)
合计		9.60	4.36 亿元 (若不考虑成本上升等因素, 拟建规模全售出收入)

数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心测算

图 10: 项目达产后预计增利 6,255 万元



数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心推算

(2) 研发中心建设项目, 大研发实验室和检测实验室的规模, 进行技术改造升级, 拓宽实验室的检测范围, 提升实验室的检测水平和检测能力, 进一步增强公司的科研开发能力。项目将购置自动测试系统、循环试验设备、分断测试系统、频谱测试仪、高低温冲击试验机、全自动流延机、容量损耗测试分选机、超声波无损探伤仪、SUSS Micro Tec 探针台、微米纳米扫描电导分析仪、X 荧光光谱仪等高性能检测设备和新产品开发试验设备。

表 7: 公司未来研发计划

项目名称	研发目的	研发重点/关键技术	已有的技术储备
高电压的表面贴装式自复保险丝及组件	用于通讯系统等防雷击防护用的自复保险丝及与压敏等器件组成的复合一体的保护器件	1、高抗冲击的PPTC高聚物半 导电热敏材料的研发; 2、新的高分子改性和导电填 料与处理技术的开发; 3、表面贴装元件的结构设计 与装配工艺技术的开发。	已具有相当的导电高分子研究的理论与实践基础,具有元件的设计与生产技术基础。
复合保护器件	基于功能陶瓷和PPTC的研究基础开发具有三功能的组合器件	功能陶瓷和PPTC的元件组合 设计与组合工艺技术的开发	两种材料及分立元器件已有较好研究及生产经验
光伏熔断体	太阳能光伏发电对熔断器有 特殊的要求,IEC近年来制定了光伏熔断体的标准 IEC60269-6,美国UL也推出了 对应的技术规范 UL SUBJECT:2579。本项目将 开发符合标准要求的各种光 伏熔断器,满足国内外光伏 发电项目保护需要。主要是 覆盖250V DC-1, 500V DC电 压范围,额定电流拓展到 630A。	高压直流条件下的高分断能 力。实际使用要求约定熔断 电流和约定不熔断电流非 常接近,且耐波动负载能力 要很强。	对1,000V 直流分 断有一定研究。
NH 电力配 电熔断器	国家太阳能和风力发电的快 速发展,国内电力线路改造 和坚强的智能电网的建设导 致对配电线路和各专用设 备的线路保护用的 gG 型熔 断器需求量的上升,本项目 将 开发适应该领域的熔断 器。	由于不同电压电流其熔断体 尺寸各不相同,开发重点是 许 多方形陶瓷管体的开发和 对 应的触刀刀头、盖板等许 多金 属件的开发。对可熔体冲 压模具的开发。需要开发石 英砂振动灌砂设 备。高电压 (1,000V及以上)产品需 要 固化设备和技术	产品原材料和各工艺已初 部 开发,NH电力配 电 并具备 500-630V 熔断器 AC,额 定 电 流 小 于 630A 小 批 量 生 产 能 力。

数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

4. 投资建议

目前不存在与好利来可比的电路保护元器件上市公司,仅长园集团下属子公司上海维安有部分相同产品,上海维安 2012 年、2013 年的营业收入占长园集团营业收入的比例分别为 13.48%、12.44%,主要产品系应用于智能手机电池保护的自复保险丝,好利来这部分收入占比在 10%以下,且上海维安盈利能力低于好利来,因此看好公司上市后表现。

预测公司 2014 到 2016 年营业收入增速分别为 9.8%、30.1%、42.3%,净利润增速分别为 14.3%、23.5%、35.2%,预计 2014、15 年上市发行 1668 万股后 EPS 为 0.71 元和 0.88 元,2016 年募投项目建设完成后 EPS 预计达到 1.19 元。考虑公司行业在 A 股市场独特性和募投项目溢价,预测对应 2015 年市盈率在 30-35 倍,新股定价为 26.4—30.8 元。

表 8: 公司与上海维安盈利对比

公司	年度	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	销售净利润率
上海维安	2011	30,911.15	5,030.50	16.27%
	2012	32,527.80	5,261.30	16.17%
	2013	30,008.83	4,443.39	14.81%
好利来	2011	17,952.25	3,199.89	17.82%
	2012	17,186.10	3,847.41	22.39%
	2013	20,643.26	4,162.56	20.16%

数据来源: 招股意向书、安信证券研究中心

5. 风险提示

- 1、出口退税政策改变及高新企业税率改变的风险
- 2、下游需求波动风险
- 3、研发项目进展不达预期风险
- 4、与国外企业竞争风险

财务报表预测和估值数据汇总(2014年08月25日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E	(百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	171.9	206.4	226.6	294.8	419.5	成长性					
减:营业成本	90.6	113.8	127.0	167.8	242.3	营业收入增长率	-4.3%	20.1%	9.8%	30.1%	42.3%
营业税费	1.9	2.1	2.3	3.0	4.2	营业利润增长率	18.6%	7.3%	13.9%	24.7%	35.3%
销售费用	10.4	15.1	14.4	19.3	28.3	净利润增长率	20.2%	8.2%	14.3%	23.5%	35.2%
管理费用	23.4	25.8	29.3	38.4	53.8	EBITDA 增长率	15.7%	8.5%	10.0%	36.6%	37.1%
财务费用	0.3	0.8	-1.9	-2.7	-2.4	EBIT 增长率	15.0%	8.3%	8.1%	24.1%	37.3%
资产减值损失	0.4	0.6	0.5	0.5	0.5	NOPLAT 增长率	23.6%	8.2%	7.8%	24.1%	37.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.8%	58.4%	28.9%	86.0%	8.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	21.8%	16.8%	193.8%	11.0%	13.4%
营业利润	44.9	48.2	54.9	68.5	92.7	利润率					
加:营业外净收支	0.1	0.6	1.0	0.6	0.7	毛利率	47.3%	44.9%	44.0%	43.1%	42.2%
利润总额	45.1	48.8	56.0	69.1	93.4	营业利润率	26.2%	23.4%	24.2%	23.2%	22.1%
减:所得税	6.6	7.2	8.4	10.4	14.0	净利润率	22.4%	20.2%	21.0%	19.9%	18.9%
净利润	38.5	41.6	47.6	58.7	79.4	EBITDA/营业收入	29.4%	26.5%	26.6%	27.9%	26.9%
						EBIT/营业收入	26.3%	23.8%	23.4%	22.3%	21.5%
资产负债表						运营效率					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E	固定资产周转天数	67	60	90	165	193
货币资金	48.3	51.6	324.3	207.0	253.5	流动营业资本周转天数	135	107	97	122	119
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	278	248	449	495	360
应收帐款	38.0	48.0	39.8	87.3	85.4	应收帐款周转天数	88	75	70	78	74
应收票据	5.5	11.2	4.2	18.1	13.3	存货周转天数	51	49	41	49	48
预付帐款	19.0	6.0	27.5	22.2	40.9	总资产周转天数	365	379	652	739	588
存货	26.9	29.2	23.0	57.5	54.3	投资资本周转天数	205	226	289	358	341
其他流动资产	-	-	0.1	-	-	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	24.6%	22.8%	8.9%	9.9%	11.8%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	21.3%	16.4%	8.4%	9.1%	10.9%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	40.4%	41.7%	28.4%	27.3%	20.2%
投资性房地产	7.1	6.5	6.5	6.5	6.5	费用率					
固定资产	33.2	35.8	76.9	193.6	257.2	销售费用率	6.0%	7.3%	6.4%	6.6%	6.7%
在建工程	1.2	49.8	48.1	37.3	-	管理费用率	13.6%	12.5%	12.9%	13.0%	12.8%
无形资产	0.5	15.6	15.0	14.4	13.9	财务费用率	0.2%	0.4%	-0.8%	-0.9%	-0.6%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	19.9%	20.2%	18.5%	18.7%	19.0%
资产总额	180.2	254.3	565.8	644.6	725.4	偿债能力					
短期债务	-	35.0	-	-	-	资产负债率	13.3%	28.3%	5.2%	7.7%	7.1%
应付帐款	14.6	18.3	14.9	34.9	33.6	负债权益比	15.4%	39.4%	5.5%	8.4%	7.6%
应付票据	-	-	1.2	0.2	1.3	流动比率	5.73	2.03	14.11	7.89	8.74
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	4.61	1.63	13.33	6.73	7.68
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	134.87	58.38	-27.82	-24.26	-38.43
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	24.0	71.8	29.7	49.7	51.2	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	50.0	50.0	66.7	66.7	66.7	股息收益率	-	-	-	-	-
留存收益	106.6	133.3	469.5	528.2	607.6						
股东权益	156.2	182.5	536.1	594.9	674.3						

现金流量表

	2012	2013	2014E	2015E	2016E	业绩和估值指标					
	2012	2013	2014E	2015E	2016E		2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	38.5	41.6	47.6	58.7	79.4	EPS(元)	0.77	0.83	0.71	0.88	1.19
加:折旧和摊销	5.2	5.7	7.2	16.5	22.5	BVPS(元)	3.12	3.65	8.04	8.92	10.11
资产减值准备	0.4	0.6	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	0.1	-	-1.9	-2.7	-2.4	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-2.3	-4.5	-4.1	-71.1	-7.9	CAGR(%)	15.1%	24.0%	14.1%	15.1%	24.0%
经营活动产生现金流量	44.7	39.3	48.8	1.4	91.7	PAG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-9.8	-59.5	-45.9	-122.0	-48.2	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	-20.7	24.6	269.9	3.2	3.0	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

赵晓光、郑震湘分别声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

