

日期: 2014年9月11日  
行业: 电子元器件制造业



邓永康  
021-53519888-1919  
dengyongkang@shzq.com  
执业证书编号: S0870510120004

## 国内电路保护元器件行业领导者

IPO 价格 RMB 11.90 元  
上市合理定价 RMB 21.00~25.20 元

### 基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 16.68  
发行后总股本 (百万股) 66.68  
发行数量占发行后总股本 25%  
发行方式 网上定价发行  
网下询价配售  
保荐机构 国金证券

### 主要股东 (IPO 前)

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

### 收入结构 (2014H1)

管状熔断器 68.69%  
径向引线式熔断器 22.61%  
管夹管座 4.02%  
电力熔断器 1.78%  
SMD 熔断器 1.72%

报告编号: DYK14-NSP04

首次报告日期:

### ■ 投资要点:

#### 公司是国内电路保护元器件行业领导者

公司具备管状熔断器、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,同时也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。

#### 募投项目提升生产能力,优化产品结构、巩固行业领先地位

公司募集资金所投项目建成投产有助于提升公司生产能力,提高自动化水平,优化产品结构,而且为公司抓住市场机遇,巩固和提高在行业内的领先地位创造条件。

#### 盈利预测

我们根据募投项目建设进度,预计 2014-2015 年归母公司的净利润的增速分别为 11%和 34%,相应的摊薄后每股收益分别为 0.70 元和 0.93 元。

#### 定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值及公司的成长性,我们认为公司的合理估值定价为 21.00 元~25.20 元,对应 2014 年每股收益的 30~36 倍市盈率。

### ■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.万元)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	17,952	17,186	20,643	22,929	32,850
年增长率 (%)	--	-4.27	20.12	11.07	43.27
归属于母公司的净利润	3,200	3,847	4,163	4,639	6,232
年增长率 (%)	--	8.19	11.44	34.35	20.24
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.48	0.58	0.62	0.70	0.93

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

## 一、行业背景

### ● 公司的行业分类及简况

公司自设立以来一直致力于熔断器、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。经过二十多年的发展，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，同时也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。

公司主要生产熔断器、自复保险丝等电路保护元器件，属于电子元器件制造行业，按照中国证监会制定的《上市公司行业分类指引》，公司属于“C39 计算机、通信和其他电子设备制造业”。工业和信息化部是行业的行政主管部门，

### ● 行业增长前景

自 2003 年起，受益于数字技术、通讯技术、新能源等新技术的发展，电路保护元器件市场需求呈快速增长趋势。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。

### ● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

目前，全球电路保护元器件主要由美洲、欧洲和亚太地区的生产商提供，2013 年三地区占全球总销售额的 66%。

我国虽已成为电路保护元器件的重要生产基地，但因为欧美日企业控制着行业标准的制定权及绝大多数专利技术，除公司及少数几家较大型企业外，很少有企业能够进入该行业与欧美日企业形成有效竞争。在全球范围内，电路保护元器件行业形成了欧美日企业为第一层次、以公司为代表的迅速发展的少数企业为第二层次、在低端产品领域激烈竞争的众多中小企业为第三层次的竞争格局。

公司熔断器产品线齐全，是我国熔断器销售规模最大的电路保护元器件生产商，是全球知名熔断器生产商。根据 Paumanok Publications Inc. 《Circuit Protection Components: World Markets, Technologies & Opportunities: 2011-2016》，2010 年公司为全球第十大熔断器生产商。根据 Paumanok Publications Inc. 《Circuit Protection Components: World Markets, Technologies & Opportunities: 2014-2019》，公司具有较强的市场竞争力，公司 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%。

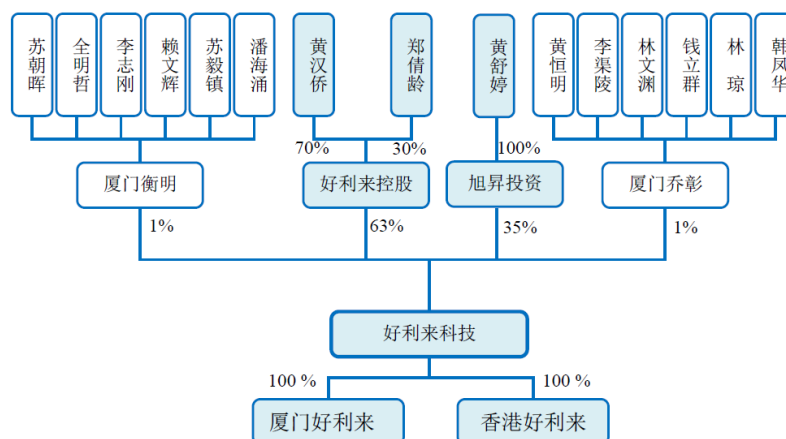
## 二、公司分析及募集资金投向

### ● 公司历史沿革及股权结构简况

公司系由前身宁利电子整体变更设立的外商投资股份公司。2010年7月6日，经宁利电子董事会批准，宁利电子原股东好利来控股、旭昇投资、厦门衡明、厦门乔彰作为发起人，整体变更为外商投资股份有限公司。

好利来控股持有公司63%股权，是公司的控股股东。公司的实际控制人是黄汉侨家族，成员包括黄汉侨、郑倩龄、黄舒婷，郑倩龄系黄汉侨的配偶，黄舒婷系黄汉侨夫妇的女儿。黄汉侨、郑倩龄夫妇通过持有100%股权的好利来控股间接持有公司63%股份，黄舒婷通过持有100%股权的旭昇投资间接持有公司35%股份，黄汉侨家族在公司发行前间接共持有公司98%股份。

图1 公司发行前股权结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

### ● 主业简况及收入利润结构

表 1：公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2014年1~6月		2013年		2012年		2011年	
	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)	金额	比例 (%)
管状熔断器	5,715.49	68.69	13,307.56	69.33	9,385.66	61.37	11,129.30	65.44
径向引线式熔断器	1,825.63	22.61	3,486.84	18.96	3,527.05	22.25	3,026.08	18.62
管夹管座	326.42	4.02	1,019.69	5.71	896.44	6.50	862.26	5.84
自复保险丝	240.51	0.79	1,191.97	1.58	1,573.45	4.47	1,467.45	5.83
电力熔断器	228.57	1.78	1,005.29	2.30	1,117.95	2.24	792.93	1.22
SMD 熔断器	139.13	1.72	319.80	1.66	367.71	2.47	355.19	2.37

其他	25.69	0.39	99.89	0.45	123.20	0.71	111.99	0.68
合计	8,501.44	100	20,431.04	100	16,991.46	100	17,745.19	100

资料来源：公司招股意向书

表 2：公司主要产品毛利率

项目	2014 年 1~6 月	2013 年	2012 年	2011 年
管状熔断器	43.01%	40.99%	41.16%	38.99%
径向引线式熔断器	41.27%	38.41%	43.23%	36.10%
SMD 熔断器	41.46%	41.16%	39.55%	30.93%
电力熔断器	63.07%	74.13%	81.99%	84.08%
自复保险丝	84.38%	84.95%	74.44%	58.72%
管夹管座	41.55%	36.54%	34.73%	29.63%
其他	28.44%	48.75%	48.22%	31.02%
<b>综合毛利率</b>	<b>44.22%</b>	<b>44.56%</b>	<b>47.03%</b>	<b>41.48%</b>

资料来源：公司招股意向书

### ● 募投项目

表 3 公司 IPO 募集资金项目概况 单位：万元

序号	项目名称	项目投资额	拟使用募集资金
1	电路保护元器件扩产建设项目	22,733	15,693
2	研发中心建设项目	6,129	1,307
<b>合计</b>		<b>28,862</b>	<b>17,000</b>

资料来源：公司招股意向书、上海证券研究所整理

### 电路保护元器件扩产建设项目

公司拟用部分募集资金投资到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。项目的建成不仅有助于提升公司生产能力，提高自动化水平，优化产品结构，而且为公司抓住市场机遇，巩固和提高在行业内的领先地位创造条件。项目施工建设期 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）。

### 研发中心建设项目

为了使研发中心研发实验室和检测实验室在研发设备、研发能力、检测能力和场地面积等方面的条件满足公司中长期发展的战略规划，公司拟用募集资金投资到研发中心建设项目，扩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。项目的建成将极大地改善公司研发的硬件设施，提升公司的研发设计能力，为公司继续保持核心竞争力，成为全球电路保护领域领军者创造条件。项目为非生产性项目，不直接创造利润。但项目建成后将全面提高研发能力，间接巩固并提高公司产品的品质水平，保障公司在行业中的领先优势，同时为公司的长远发展提供持续的技术保障。

## 三、公司财务状况及盈利预测

### ● 盈利能力、成长能力指标的分析

表 4：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年
	金额	变动率	金额	变动率	金额
营业收入	20,643.26	20.12	17,186.10	-4.27	17,952.25
营业利润	4,821.80	7.28	4,494.59	18.65	3,788.16
利润总额	4,882.43	8.36	4,505.85	11.88	4,027.33
净利润	4,162.56	8.19	3,847.41	20.24	3,199.89
扣除非经常性损益后净利润	4,113.23	7.18	3,837.81	27.13	3,018.82

资料来源：Wind，招股意向书

### ● 业绩预测

我们根据募投项目建设进度，预计 2014-2015 年归母公司的净利润的增速分别为 11% 和 34%，相应的摊薄后每股收益分别为 0.70 元和 0.93 元。

表 5 公司损益简表及预测（单位：万元人民币）

指标名称	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
营业收入	17,952	17,186	20,643	22,929	32,850
营业总成本	14,164	12,692	15,821	17,540	25,617
营业成本	10,441	9,055	11,382	12,565	18,423
营业税金及附加	196	187	213	229	329
销售费用	1,032	1,036	1,505	1,605	2,365
管理费用	2,277	2,344	2,578	2,981	4,271
财务费用	150	34	84	92	131
资产减值损失	68	35	60	69	99

其他经营收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	3,788	4,495	4,822	5,389	7,233
加：营业外收入	263	13	107	115	164
减：营业外支出	23	2	47	46	66
利润总额	4,027	4,506	4,882	5,458	7,332
减：所得税	827	658	720	819	1,100
净利润	3,200	3,847	4,163	4,639	6,232
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3,200	3,847	4,163	4,639	6,232
<b>摊薄 EPS</b>	<b>0.48</b>	<b>0.58</b>	<b>0.62</b>	<b>0.70</b>	<b>0.93</b>

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

## 四、风险因素

### 市场风险

电路保护元器件行业发展受宏观经济波动和电子电力技术及产品的整体发展状况制约。未来如果国内外宏观经济环境恶化导致电子产品、汽车电子、工业及电力设备等相关下游行业的市场需求下降，从而影响公司产品的市场需求，将对公司收入的增长产生不利影响，影响公司的业绩。

### 产品品质风险

应用范围涵盖各类家用电器、家庭视听及数码产品等消费类电子产品、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、工业设备等众多下游领域，电路保护元器件一旦出现故障，将影响下游终端产品的使用，检修成本高，且对终端产品的品牌造成损害。因此，下游客户对电路保护元器件的品质要求很高。若公司发生重大品质事故，将对公司的品牌和声誉造成损害，并因产品品质问题要求公司赔偿，导致公司出现重大赔偿支出，对公司的持续经营能力造成重大不利影响。

### 客户集中度较高的风险

公司在报告期内向前五大客户的销售金额占同期销售收入总额的比例分别为 48.45%、47.86%、51.13%和 50.90%；其中，来自日本电子元器件专业分销商 Pico 公司的销售收入占同期销售收入总额的比例分别为 17.34%、20.05%、13.52%和 16.48%，2011 年至 2014 年 1-6 月 Pico 公司为公司的第一大客户。除了 Pico 公司，报告期内公司前五大客户为格力、美的、TCL、三星等国内外知名企业及电子元器件专业分销商瑞珣公司、韩国电子元器件贸易商 ANT 公司。如果上述主要客户与公司的合作关系出现重大变化，或者其自身的经营情况发生重大变化，则可能对公司的经营业绩产生较大影响。

## 五、估值及定价分析

### ● 同类公司的比较

目前在 A 股上市的公司中，同行业上市公司的 2013 年的平均静态市盈率为 63.27 倍，2014 年平均动态市盈率为 38.19 倍。

表 6 国内可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益 (元/股)				市盈率 (倍)			
			2012A	2013A	2014E	2015E	2012A	2013A	2014E	2015E
300373	扬杰科技	29.38	1.04	1.44	0.78	0.96	28.25	20.40	37.53	30.45
002079	苏州固锴	7.99	0.03	0.06	0.08	0.14	285.36	137.76	103.90	55.41
002129	中环股份	23.54	-0.14	0.08	0.28	0.52	-173.60	288.83	82.86	45.36
002185	华天科技	12.40	0.19	0.31	0.43	0.58	66.56	40.46	28.80	21.55
平均							--	<b>121.86</b>	<b>63.27</b>	<b>38.19</b>

数据来源: WIND 资讯, 上海证券研究所; 股价以 2014 年 7 月 28 日收盘价计

### ● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑可比同行业公司的估值及公司的成长性，我们认为公司的合理估值定价为 21.00 元~25.20 元，对应 2014 年每股收益的 30~36 倍市盈率。



## 分析师承诺

分析师 邓永康

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。