

苏州恒久 300060

2010.03.08

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

专注于激光有机光导鼓的领先者 ——苏州恒久上市定价分析

投资要点：

- 专注于激光有机光导鼓的领先者** 公司是目前国内激光有机光导鼓生产制造行业内技术水平最高、自主创新能力最强的龙头企业。在国内售后配件通用耗材市场，公司的激光 OPC 鼓的市场占有率，位居市场第二。现在占有国内激光 OPC 鼓售后配件通用耗材市场 12%以上的市场份额。公司专注于激光有机光导鼓的生产研发，具有明显的竞争优势，在国内领先并具备国际竞争的潜力。
- 行业稳定快速增长** 据 Data Supply 统计，全球范围内能够生产激光 OPC 鼓的企业不过二十余家。近三年外资品牌占据了约 80%的市场份额，民族品牌的市场占有率仅有 20%左右。近年来全球 OPC 鼓的需求量保持稳定增长，一般在 10%左右。总体看来行业供给和需求稳定快速增长，公司作为民族品牌的领先者在国内市场占有率有望继续上升，同时需求的增长也为公司提供了良好的发展机遇。
- 产品单一，快速增长** 公司产品单一，公司的营业收入几乎全部来自于激光 OPC 鼓的销售收入。由于公司产品的良好的性价比，公司产品产销两旺。公司产品的毛利率和市场占有率连年上升，公司盈利能力得到保证。未来国内和国际市场的开拓将使公司收入和盈利的继续保持快速增长。
- 募投项目强化核心竞争力** 公司募投项目主要用于提高产能，强化公司的核心竞争力，同时公司在相关新兴领域的研发为公司的发展提供后续动力。
- 估值与投资建议** 我们初步预计公司 2009-2011 年 每股业绩分别为 0.41, 0.59、0.77 元。对应于发行价格 20.80 元，动态市盈率分别为 50.7、35.3、27.0 倍。我们认为公司以 10 年 EPS 的 43-47 倍估值较为合理，对公司上市定位区间在 25.37-27.73 元之间。考虑到目前市场情况，上市价格可能要远偏离于我们预计的价格，投资者要保持谨慎。

财务和估值数据摘要				
单位:百万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	79.08	103	135	200
增长率(%)	52.44	30.24	31.07	48.15
归属母公司股东净利润	24.69	33.08	46.2	61.8
增长率(%)	40.76	33.98	39.66	33.77
每股收益(EPS)元	0.31	0.41	0.59	0.77

电子元器件

评级： 不评级

合理价格区间 ￥25.37-27.73

发行价格： ￥ 20.80

2010.3.08

基础数据（发行前 2009q3）

发行股本（百万股）	2000
发行后总股本（百万股）	8000
每股收益（元）	0.34
每股净资产（元）	1.55
毛利率（%）	38.04
ROE（%）	22.05
资产负债率（%）	21.32

朱志勇

行业研究员

电话

021-32229888*3510

邮箱

zhuzhiyong@ajzq.com

相关报告

目 录

一、专注于激光有机光导鼓的领先者.....	4
二、行业稳定快速增长.....	4
1、国内市场占有率逐渐提高.....	4
2、产品需求稳定增长.....	5
3、小结.....	6
三、产品单一，快速增长.....	6
1、产销量两旺收入高速增长.....	6
2、毛利率和市场占有率逐年上升.....	7
3、小结.....	7
四、募投项目主要强化核心竞争力.....	8
1、激光有机光导鼓项目强化核心竞争力.....	8
2、工程技术中心项目提供后续动力.....	8
3、小结.....	8
五、盈利预测与估值.....	8
六、投资建议.....	10
七、风险提示.....	10

图表目录

图 1 2002-2008 国内配件通用耗材市场的供给情况	5
图 2 2004~2010 全球激光 OPC 鼓市场需求量 单位: 亿支	6
图 3 2006—2012 中国激光有机光导鼓市场需求量测算 单位: 万支	6
图 4 2006-2009Q3 公司产销情况	7
图 5 2006-2009Q3 年公司收入情况	7
图 6 2006-2009Q3 毛利率和产品价格情况	7
图 7 2006-2008 年市场占有率情况	7
表 1 本次发行前后股本情况	4
表 2 募集资金投资项目	8
表 3 公司分业务预测情况(单位:百万元)	9
表 4 盈利预测表(单位:百万元)	9
表 5 板块、行业、公司估值比较(截止 2009.1.29)	10

一、专注于激光有机光导鼓的领先者

公司是目前国内激光有机光导鼓生产制造行业内技术水平最高、自主创新能力最强的龙头企业。掌握了生产激光 OPC 鼓的整套核心技术，在国内首次成功研制并建成拥有自主知识产权的激光 OPC 鼓高度自动化生产线，并于 2003 年 8 月通过了国家信息产业部组织的部级技术鉴定。公司完全掌握了激光 OPC 鼓生产所需要的材料配方、生产工艺与技术、重大装备集成等整套核心技术。首次在国内先后建成了两条具有完全自主知识产权的、年产能分别为 200 万支和 400 万支激光 OPC 鼓的高度自动化的生产。在国内售后配件通用耗材市场，公司的激光 OPC 鼓的市场占有率，仅排在日本三菱影像之后，位居市场第二。现在占有国内激光 OPC 鼓售后配件通用耗材市场 12%以上的市场份额。

余荣清及兰山英夫妇持有并控制公司的股份为 4468.8 万股，占公司发行前总股本的 74.48%。发行前后股本情况见表 1。

公司专注于激光有机光导鼓的生产研发，具有明显的竞争优势，在国内领先并具备国际竞争的潜力。

表 1 本次发行前后股本情况

股东名称	发行前		发行后	
	股份数量 (股)	比例%	股份数量 (股)	比例%
一、有限售条件流通股	60,000,000	100	60,000,000	75
其中：余荣清	34,704,000	57.84	34,704,000	43.38
兰山英	6,400,000	10.67	6,400,000	8.00
江苏省苏高新风险投资股份有限公司(SS)*	5,514,667	9.19	3,514,667	3.56
苏州恒久荣盛科技投资有限公司	3,200,000	5.33	3,200,000	4.00
江苏昌盛阜创业投资有限公司	2,666,667	4.45	2,666,667	3.33
苏州工业园区辰融投资有限公司	1,333,333	2.22	1,333,333	1.67
其他自然人	6,181,333	10	6,181,333	8
全国社会保障基金理事会**	-	-	2,000,000	3.33
二、无限售条件流通股	-	-	20,000,000	25.00
三、股本总额	60,000,000	100.00	80,000,000	100

数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

二、行业稳定快速增长

1、国内市场占有率逐渐提高

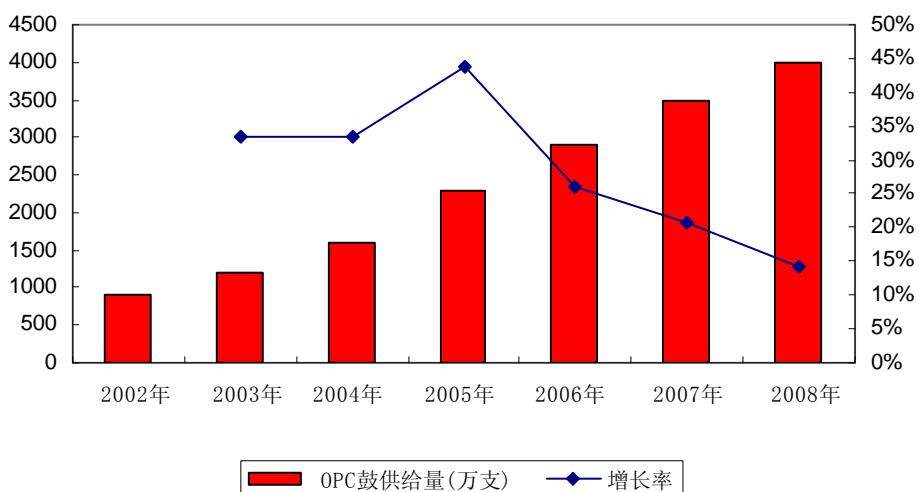
到目前为止，全球范围内掌握并拥有生产激光 OPC 鼓整套核心技术和整套装备集成能力的，只有利盟、施乐、佳能、三菱化学以及苏州恒久等少数几家企业。据 Data Supply 统计，全球范围内能够生产激光 OPC

公司研究

鼓的企业不过二十余家。近三年外资品牌占据了约 80%的市场份额，民族品牌的市场占有率仅有 20%左右。但从发展趋势来看，民族品牌的市场占有率呈逐年上升的态势。近三年内，国内厂家产能在逐步扩大，目前几家企业年综合生产能力在 1,000 万支左右，市场占有率也在逐年提高。

作为国内领先的品牌公司，在市场占有率上有继续上升的趋势。

图 1 2002-2008 国内配件通用耗材市场的供给情况



数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

2、产品需求稳定增长

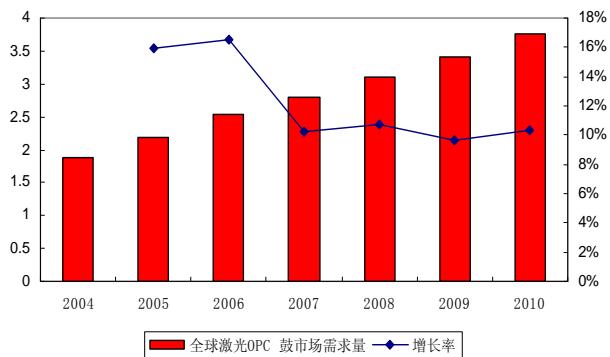
激光 OPC 鼓的需求量与激光打印机、数码复印机、激光传真机及多功能一体机的销售量和保有量有着较强的依存关系，其市场分布依使用客户的不同而分为品牌整机市场、售后配件通用耗材市场和配件维修市场等。目前苏州恒久的产品主要在售后配件通用耗材市场使用，部分进入配件维修市场，品牌整机市场尚未进入。近年来全球 OPC 鼓的需求量保持稳定增长，一般在 10%左右。随着黑白和彩色激光打印机、复印机、一体机销量的持续上升，及保有数量不同幅度的增加，全球激光 OPC 鼓市场仍将保持稳定增长。

随着我国经济和 IT 产业的快速增长，我国也已步入现代办公设备与耗材消费大国的行列，成为全球激光打印机、复印机和耗材消费增长最快的新兴市场之一，连续多年保持了高于全球平均水平的增长速度。有机光导鼓作为硒鼓及打印机、复印机的核心组件，也将在未来几年保持快速增长。

需求的稳定快速增长为公司提供了较大发展空间，同时激光打印机的日益平民化和国际市场的开发，为公司提供良好发展机遇。

公司研究

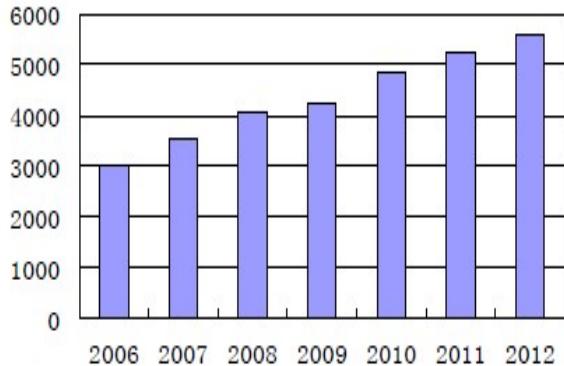
图 2 2004~2010 全球激光 OPC 鼓市场需求量 单位: 亿支



数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

图 3 2006—2012 中国激光有机光导鼓市场需求量测算

单位: 万支



数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

3、小结

总体看来行业供给和需求稳定快速增长，公司作为民族品牌的领先者在国内市场占有率有望继续上升，同时需求的增长也为公司提供了良好的发展机遇。

三、产品单一，快速增长

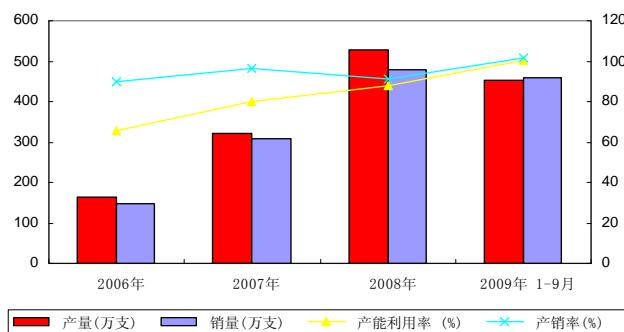
1、产销量两旺收入高速增长

公司产品单一，公司的营业收入几乎全部来自于激光 OPC 鼓的销售收入。公司近年来产销量和收入都快速增长，目前产销两旺，产能利用率和产销率都超过 100%，08 年收入是 06 年收入的 3 倍左右预计 09 年收入突破 1 亿。

由于公司产品的良好的性价比，公司产品渐渐被市场接受，虽然金融危机带来了一定的影响，但也带来了机会，国际采购的低价趋势使公司下游产品进入国际市场。公司产销两旺收入高速增长的趋势能够得到持续。

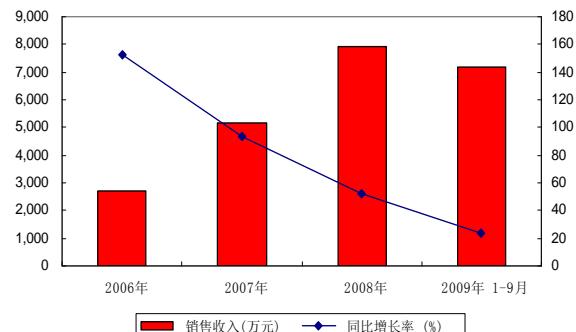
公司研究

图 4 2006-2009Q3 公司产销情况



数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

图 5 2006-2009Q3 年公司收入情况



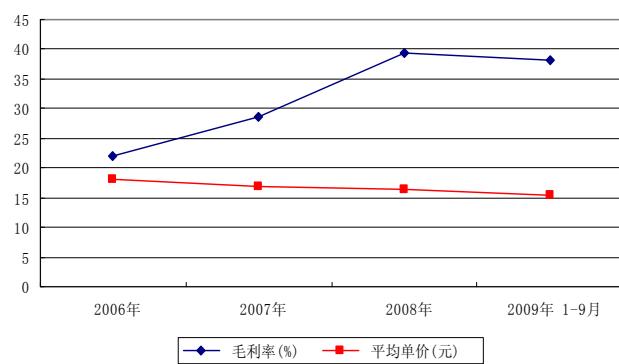
数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

2、毛利率和市场占有率达到上升

虽然公司产品价格逐年呈下降趋势，但是由于公司产品销售大幅增加。规模效应显现，公司销售毛利率保持上升趋势，2009年由于产能限制，规模效应有所减弱，毛利率有所下降。但随着未来产能的扩大以及公司产品结构的调整同时产品价格下降空间减小，公司产品的毛利率有望保持稳中有升。而公司产品的市场占有率达到连年上升的趋势。

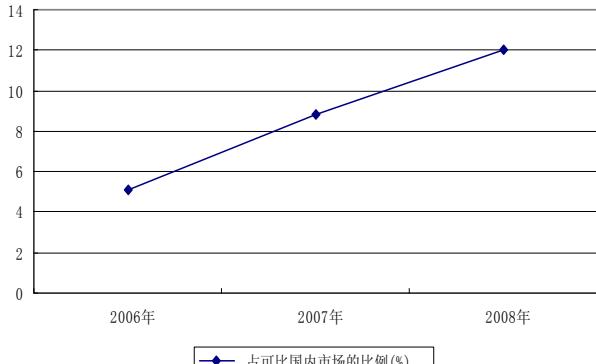
公司产品的毛利率和市场占有率达到连年上升表现出公司产品竞争能力强，公司盈利能力得到保证。

图 6 2006-2009Q3 毛利率和产品价格情况



数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

图 7 2006-2008 年市场占有率情况



数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

3、小结

公司产品单一，公司的营业收入几乎全部来自于激光 OPC 鼓的销售收入。由于公司产品的良好的性价比，公司产品产销两旺。公司产品的毛利率和市场占有率达到连年上升，公司盈利能力得到保证。未来国内和国际市场的开拓将使公司收入和盈利的继续保持快速增长。

四、募投项目主要强化核心竞争力

发行人本次公开发行不超过 2,000 万股人民币普通股，募投项目主要用于激光有机光导鼓建设以及工程技术中心建设。。

表 2 募集资金投资项目

项目名称	投资额度(万元)	拟投入募集资金(万元)
激光有机光导鼓建设项目	16,518	15,430.20
苏州恒久有机光电工程技术中心建设项目	4,000	4,000

数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

1、激光有机光导鼓项目强化核心竞争力

本项目建设期 2 年，全面达产后可实现 1,500 万支激光 OPC 鼓的年生产量，产品覆盖黑白、彩色、数码等激光有机光导鼓系列，能够广泛应用于世界各种品牌、各种型号的打印机、复印机、激光传真机及多功能一体机。项目达产后每年可实现销售收入 23,000 万元，实现税后净利润 3,774 万元，销售净利润率为 16.40%；投资利润率 23%，含建设期的投资回收期 5.21 年。

苏州恒久目前年产能 600 万支，产量及品种都受到很大限制，由于这些原因苏州恒久在国内的售后配件通用耗材市场占有率为 12%，而在全球市场占有率只有 2% 左右。目前公司产能利用率超过 100%，产能制约了公司的发展，公司急需扩大规模以满足市场需求。项目的建设将扩大公司的产能，强化公司的核心竞争力。

2、工程技术中心项目提供后续动力

本项目拟投资 4,000 万元，其中固定资产投资 3,200 万元，铺底流动资金 800 万元。工程技术中心专注于有机光电产业领域的工程技术课题及相关研发活动，初期主要集中于有机光导(OPC)、有机光伏(OPV)和有机电致发光及照明(OLED)三个关联研究领域。

研究有机光导体(OPC)、新型有机薄膜太阳能电池(OPV)和新型有机发光显示与照明(OLED)这三大有机光电领域的技术、产品和功能材料具有很强的行业共性、技术互补性和产业关联性。目前公司产品单一，存在一定的风险，公司在相关新兴领域的研发将为公司的发展提供后续动力。

3、小结

公司募投项目主要用于提高产能，强化公司的核心竞争力，同时公司在相关新兴领域的研发为公司的发展提供后续动力。

五、盈利预测与估值

我们盈利预测的假设前提如下：

- (1) 预计在 09-11 年收入年均复合增长率 35% 左右。
- (2) 募投项目顺利完成
- (3) 毛利率基本保持稳定并有所回升
- (4) 税率保持稳定。

综合前面分析，我们初步预计公司 2009-2011 年 每股业绩分别为 0.41, 0.59、0.77 元。对应于发行价格 20.80 元，动态市盈率分别为 50.7、35.3、27.0 倍。由于上市公司的电子元器件行业业绩普遍不高，目前估值水很高，同时创业板的估值水平也较高，苏州恒久发行价格具有一定的估值优势，公司的在激光有机光导鼓的国内市场领先，具有明显的竞争优势。我们看好公司未来的发展，我们认为公司以 10 年 EPS 的 43-47 倍估值较为合理，对公司上市定位区间在 25.37-27.73 元之间。

表 3 公司分业务预测情况(单位:百万元)

项目	2007	2008	2009E	2010E	2011E
激光有机光导鼓	51.88	79.08	103	135	200
YtoY	93.53%	52.44%	30%	31.07%	48.1%
整体毛利率	28.68%	39.41%	37%	38%	37.5%

数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

表 4 盈利预测表(单位:百万元)

报表预测					
利润表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	51.88	79.08	103	135	200
减：营业成本	37	47.92	64.89	83.7	125
营业税金及附加	0.3	0.52	0.7	1	1.5
营业费用	1.52	1.42	1.55	2	3
管理费用	4.59	5.51	5.48	10	15
财务费用	-0.18	-0.39	-0.6	-8	-8
资产减值损失	0.16	-0.12	0.1	0	0
加：投资收益	0	0	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
其他经营损益	0	0	0	0	0
营业利润	8.49	24.22	30.88	46.3	63.5
加：其他非经营损益	11.35	3.07	6	5	5
利润总额	19.84	27.29	36.88	51.3	68.5
减：所得税	2.3	2.61	3.8	5.1	6.7
净利润	17.54	24.69	33.08	46.2	61.8
减：少数股东损益	0	0	0	0	0

公司研究

归属母公司股东净利润	17.54	24.69	33.08	46.2	61.8
EPS (元) 发行后摊薄	0.22	0.31	0.41	0.59	0.77

数据来源：公司招股说明书 爱建证券研究发展总部

表 5 板块、行业、公司估值比较(截止 2009.1.29)

行业板块	静态 PE	动态 PE 2009	动态 PE 2010	动态 PE 2011	PEG 2009 (算术平均)	市净率
电子元器件(整体法调整)	74.5	66.3	46.6	33.6	0.4	4.8
创业板(整体法调整)	101.3	69.6	50.8	38.1	2.5	11.3
苏州恒久(发行价)	67.1	50.7	35.3	27.0	1.5	13.4

数据来源：WIND 爱建证券研究发展总部

六、投资建议

虽然目前公司发行市盈率较高，但是相对估值水平较为合理，股票价格仍有一定提升的空间。我们认为公司上市定位 25.37-27.73 元较为合理。考虑到目前市场情况，上市价格可能要远偏离于我们预计的价格，投资者要保持谨慎。

七、风险提示

- 1、产品单一的风险
- 2、技术研发的风险

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。