

2010年03月24日



公司研究

新股研究

建议询价区间: 14.8-18.5 元

受益于通讯和新能源行业高速增长

——东山精密(002384)新股研究

核心观点

定价结论

根据我们的盈利预测,公司 2009-2012 年业绩按发行后股本计算为 0.74、0.91、1.46 元/股。公司下游客户主要为通讯和新能源行业领先企业,行业成长性好。我们按照 2010 年 25 倍 PE 估值,其价值中枢为 18.5 元,建议询价区间为 14.8-18.5 元。

未来成长性

下游行业具有良好成长性。公司下游主要是通讯和新能源领域。全球新一代通讯技术升级将产生通讯天线的持续需求。公司在通讯设备制造领域主要客户如爱立信、华为,在无线通讯天线制造领域主要客户如 安德鲁、安弗施、波尔威均保持高速增长势头。

聚光式太阳能光伏发电行业高速发展。公司是全球聚光式太阳能光伏发电 (CPV) 领先企业——美国 Solfocus 的全球唯一精密钣金件及太阳能系统组装提供商。公司目前主要业务以通讯天线为主,占精密钣金业务的 60% 以上。主营业务的未来太阳能钣金业务有望快速成长。

有望向上下游延伸。公司是国内最大的专业精密钣金制造企业,在通讯、半导体、太阳能精密设备领域具有明显的优势。在此三大板块的框架内,公司有望从精密钣金零部件向成套产品发展,延伸价值链。

风险因素

毛利率下滑风险。公司聚光式太阳能光伏发电 (CPV) 业务毛利率低于公司原有业务。该项业务比例不断扩大将导致公司总体毛利率水平下滑。

原材料价格风险。公司主要原材料为铝板、不锈钢板、铜板等。铝价格波动较大。公司并不具有较强的议价能力,若原材料价格上涨必然影响公司盈利能力。

主要客户的风险。公司前五大客户占全部收入的近 80%,且公司客户均为各领域国际领先企业,对质量标准要求异常严格。一旦公司产品出现问题,将有可能失去大客户或者降低大客户的配套份额。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	589	972	1361	1908
同比增速(%)	16%	65%	40%	40%
净利润(百万)	72	118	134	226
同比增速(%)	11%	63%	14%	68%
EPS(元)	0.60	0.98	1.12	1.88
摊薄 EPS(元)	0.45	0.74	0.84	1.41

基础数据

总股本(万股)	12000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	6.83
每股净资产(元)	3.01
建议询价区间(元)	14.8-18.5

研究员:徐才华

电话: 010-84183262

Email: xucaihua@guodu.com

执业证书编号: S0940209080161

联系人:周红军

电话: 010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明:本报告中的信息均来源于公开可获得资料,国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

本次发行一般情况

表1: 公司发行基本情况

公司	苏州东山精密制造股份有限公司
公司简称	东山精密
发行地	深圳
发行日期	
申购代码	002384
发行股数	4000万
每股发行价	
发行方式	网下与网上
发行后总股本	16000万
发行市盈率(2009年全面摊薄计算)	
每股盈利(2009年)	0.60
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.45
发行前每股净资产	4.39
发行后每股净资产	

资料来源: 国都证券、上市公司招股意向书

2 公司基本情况

2.1 公司概况

公司专业从事精密钣金和精密铸件的制造与服务, 目前已形成了包括: 产品结构设计、精密钣金制造、精密铸件制造、表面处理、精密组装、及时配送等在内的完整精密金属制造服务体系, 主要面向包括通讯设备、新能源、机床制造等行业的客户提供精密钣金和精密铸件的制造与服务, 并为核心客户提供前瞻性的产品结构解决方案。

2.2 股权结构

表 2: 公司主要股东

股东名称及股份类别	本次发行前		本次发行后	
	股数(万股)	比率(%)	股数(万股)	比率(%)
一、有限售条件流通股	12,000.00	100.00	12,000.00	75.00
袁永刚	4,357.00	36.31	4,357.00	27.23
袁永峰	4,357.00	36.31	4,357.00	27.23
袁富根	1,549.00	12.91	1,549.00	9.68
苏州国发	810.00	6.75	810.00	5.06
上海恒锐	300.00	2.50	300.00	1.88
张跃春等自然人股东	627.00	5.22	627.00	3.92

二、本次发行流通股	-	-	4,000.00	25.00
合计	12,000.00	100.00	16,000.00	100.00

资料来源：公司招股意向书

3 经营分析

3.1 公司收入构成

表：公司主要收入机构

产品	2009		2008		2007	
	销售收入	占比 (%)	销售收入	占比 (%)	销售收入	占比 (%)
精密钣金产品	46,383.40	80.05	41,614.74	82.69	31,075.16	82.98
精密压铸产品	11,560.62	19.95	8,710.44	17.31	6,375.51	17.02

资料来源：公司招股意向书

3.2 募集资金投入

表：募集资金投入

序号	项目名称	总投资 (万元)	本次募集资金投入 (万元)
1	扩大精密钣金制造能力工程建设项目	29,289.50	25,989.50
2	技术中心能力提升项目	2,980.50	2,980.50
	合计	32,270.00	28,970.00

资料来源：公司招股书

3.3 未来公司成长性

下游行业具有良好成长性。公司下游主要是通讯和太阳能领域。全球新一代通讯技术升级将产生通讯天线的持续需求。公司在通讯设备制造领域主要客户如爱立信、华为，在无线通讯天线制造领域主要客户如安德鲁、安弗施、波尔威均保持高速增长势头。

聚光式太阳能光伏发电行业高速发展。公司是全球聚光式太阳能光伏发电 (CPV) 领先企业——美国 Solfocus 的全球唯一精密钣金件及太阳能系统组装提供商。用钣金的唯一提供商。公司目前主要业务以通讯天线为主，未来太阳能钣金业务有望快速成长。

有望向上下游伸延。公司是国内最大的专业精密钣金制造企业，在通讯、半导体、太阳能精密设备领域具有明显的优势。在此三大板块的框架内，公司有望从精密钣金零部件向成套产品发展，延伸价值链。

4 风险因素

毛利率下滑风险。公司聚光式太阳能光伏发电 (CPV) 业务毛利率低于公司原有业务。该项业务比例不断扩大将导致公司总体毛利率水平下滑。

原材料价格风险。公司主要原材料为铝板、不锈钢板、铜板等。铝价格波动较大。公司并不具有较强的议价能力，若原材料价格上涨必然影响公司盈利能力。

主要客户的风险。公司前五大客户占全部收入的近 80%，且公司客户均为各领域国际领先企业，对质量标准要求异常严格。一旦公司产品出现问题，失去大客户或者降低大客户的配套份额。

5 估值定价以及投资建议

根据我们的盈利预测，公司2009-2012年业绩按发行后股本计算为0.74、0.91、1.46元/股。公司下游客户主要为通讯和新能源行业领先企业，行业成长性好。我们按照2010年25倍PE估值，其价值中枢为18.5元，建议询价区间为14.8-18.5元。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	389	421	935	1019	营业收入	589	972	1458	1968
现金	54	81	131	285	营业成本	425	714	1076	1440
应收账款	205	227	520	483	营业税金及附加	2	3	44	24
其它应收款	1	3	4	5	营业费用	14	29	40	53
预付账款	11	25	31	23	管理费用	46	58	96	134
存货	84	44	190	130	财务费用	7	4	6	5
其他	34	42	59	92	资产减值损失	4	2	2	3
非流动资产	294	355	378	402	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	279	341	364	389	营业利润	92	161	194	310
无形资产	11	11	10	10	营业外收入	1	1	1	1
其他	4	3	3	4	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	683	776	1313	1421	利润总额	93	162	194	311
流动负债	317	295	686	559	所得税	21	44	48	77
短期借款	100	95	209	97	净利润	72	118	146	234
应付账款	149	109	313	272	少数股东损益	0	0	0	0
其他	68	91	163	190	归属母公司净利润	72	118	146	234
非流动负债	4	1	2	2	EBITDA	128	196	238	360
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.60	0.98	1.22	1.95
其他	4	1	2	2	摊薄后每股收益	0.45	0.74	0.91	1.46
负债合计	321	297	687	562	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0		2009	2010E	2011E	2012E
股本	120	120	120	120	成长能力				
资本公积金	82	82	82	82	营业收入	15.8%	65.0%	50.0%	35.0%
留存收益	160	277	423	657	营业利润	6.9%	75.0%	20.3%	60.4%
归属母公司股东权益	362	479	625	859	归属母公司净利润	11.4%	62.6%	24.2%	60.3%
负债和股东权益	683	776	1313	1421	获利能力				
现金流量表					毛利率	27.8%	26.5%	26.2%	26.8%
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	净利率	12.3%	12.1%	10.0%	11.9%
经营活动现金流	84	129	4	341	ROE	20.0%	24.5%	23.4%	27.2%
净利润	72	118	146	234	ROIC	18.8%	24.4%	21.4%	35.4%
折旧摊销	29	31	39	45	偿债能力				
财务费用	7	4	6	5	资产负债率	47.0%	38.2%	52.4%	39.5%
投资损失	-0	-0	-0	-0	净负债比率	31.15%	32.04%	30.46%	17.22%
营运资金变动	-26	-22	-188	57	流动比率	1.23	1.43	1.36	1.82
其它	2	-2	0	0	速动比率	0.96	1.28	1.09	1.59
投资活动现金流	-63	-93	-61	-69	营运能力				
资本支出	63	93	60	69	总资产周转率	0.98	1.33	1.40	1.44
长期投资	0	0	0	0	应收账款周转率	3	4	4	4
其他	0	-0	-0	-0	应付账款周转率	4.14	5.52	5.09	4.92
筹资活动现金流	1	-9	108	-117	每股指标(元)				
短期借款	7	-5	114	-113	每股收益	0.60	0.98	1.22	1.95
长期借款	0	0	0	0	每股经营现金	0.70	1.07	0.03	2.84
普通股增加	0	0	0	0	每股净资产	3.01	3.99	5.21	7.16
资本公积增加	0	0	0	0	估值比率				
其他	-5	-4	-6	-5	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	22	26	51	154	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	0.36	0.23	0.19	0.13

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械-电气设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiaomaosheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			