

日期: 2010年5月14日

行业: 塑料零件制造业

电视机外观结构件行业领先者



邓永康

021-53519888-1919

ykdeng@126.com

执业证书编号: S0870200010011

IPO 报价区间 RMB 12.60~15.12 元
上市合理定价 RMB 16.00~19.20 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	63.00
发行后总股本 (百万股)	401.00
发行数量占发行后总股本	15.71%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	国金证券

主要股东 (IPO 前)

广州高金技术产业集团有限公司	51.00%
广东毅昌投资有限公司	20.00%
董风	8.31%

收入结构 (09Y)

平板电视机外观结构件	73.62%
CRT 电视机结构件	11.34%
其它注塑件	9.29%

报告编号: DYK10-NSP03

首次报告日期: 2010年5月14日

■ 投资要点:

公司是国内规模最大的电视机外观结构件供应商

公司的电视机外观结构件产量为 654 万套, 占国内电视机外观结构件总需求量的 6.25%, 占电视机外观结构件供应商总产量的 17.21%, 在电视机外观结构件供应商中排名第一。

平板电视外观结构件比例提高提升公司利润盈利能力

平板产品销量占电视机结构件销售数量的比例从 2007 年的 48.92% 增加到 2009 年的 84.01%, 平板产品销售收入占电视机结构件销售收入的比重从 2007 年的 49.05% 增加到 2009 年的 86.65%。平板电视机外观结构件的毛利率从 2007 年到 2009 年分别为 23.89%、20.59%、21.06%, 毛利率保持稳定。

募集资金项目将进一步提高中高端产品比例

公司拟通过此次募集资金引进建设合肥海毅年产 200 万套高端电视机结构件二期建设项目、江苏毅昌年产 300 万套高端电视结构件建设项目和高速精密模具厂建设项目, 这些项目的投产将提高公司中高端产品的比例, 提升盈利能力。

盈利预测

我们初步预计公司 10-12 年归属于母公司的净利润将实现年递增 30.58%、12.10% 和 14.20%, 相应的稀释后每股收益为 0.40 元、0.45 元和 0.51 元。

定价结论

综合考虑公司的盈利能力、成长性以及最近上市的中小板上市公司的估值情况, 我们认为给予毅昌股份 10 年 40-48 倍市盈率较为合理, 公司合理估值区间为 16.00-19.20 元。我们建议询价区间为 12.60-15.12 元, 对应 10 年动态市盈率区间为 32 倍-38 倍, 对应 09 年动态市盈率区间为 35 倍~42 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,278.18	1,486.32	1,630.00	1,860.00	2,190.00
年增长率 (%)	22.60	16.28	9.67	14.11	17.74
归属于母公司的净利润	71.09	122.04	159.36	178.65	204.02
年增长率 (%)	6.63	71.67	30.58	12.10	14.20
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.18	0.30	0.40	0.45	0.51

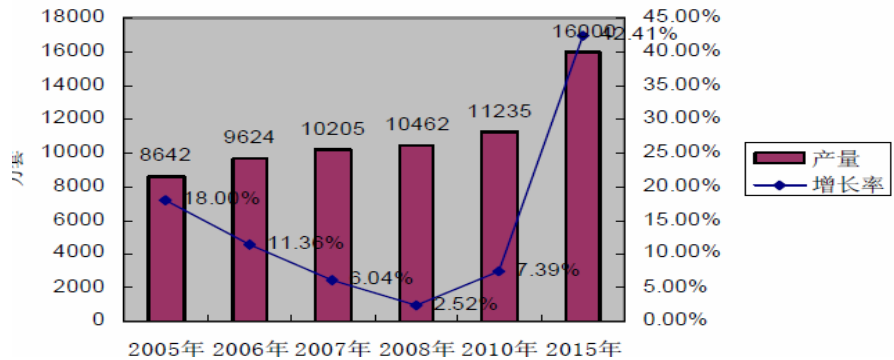
数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

一、行业背景

● 电视机外观结构件需求旺盛

国内电视机外观结构件行业几乎是伴随着电视机产业的发展而壮大的。我国是世界第一大电视机生产基地，电视机外观结构件的需求非常巨大。由于运输及生产过程中电视机外观结构件的损耗，2008年我国电视机外观结构件的实际需求量约为10,462万套。另外，科技快速发展导致电视机的不断升级换代，促进电视机的需求量明显上升；而且国家从2015年起正式实施全面的数字化电视，电视机的更新将成为最新的增长亮点，从而带动电视机外观结构件行业进入一个新的发展时期。根据家电协会及中国产业竞争情报网长时间对家电产业的关注发现，未来一段时间内，随着80后等新一代青年成为具有消费实力的社会主导，对电视机个性化及多样化要求会增加，由此加大了对电视机外观结构件的需求，同时要求电视机质量更高，外观更多样化，基于其消费习惯，电视机组装及个性化设计是未来电视机产业及电视机结构件产业发展的潮流。2015年，电视机产量预计将达到12,793万台，电视机外观结构件需求量将达到16,000万套。

图 1 毅昌股份公司组织结构图



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 电视机外观结构件行业竞争结构及公司的地位

电视机外观结构件供应商主要集中在华南、华东等沿海地区，数量众多，产销规模普遍较小，年销量超过60万套的主要企业共13家，大部分企业原本是模具制造商或注塑生产商，工业设计和结构设计能力较弱。

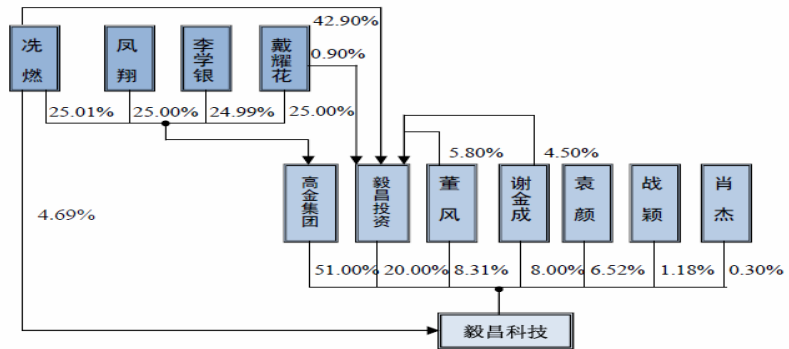
公司通过强化以工业设计为核心的综合设计能力，使外观结构件产品具有较强的市场竞争力，并获得多项工业设计大奖，在国内同行业中享有较高的声誉。2008年，中国电视机外观结构件的总需求量约为10,462万套，其中，电视机外观结构件供应商的总产量约为3,800万套，公司产量为654万套，占国内电视机外观结构件总需求量的6.25%，占电视机外观结构件供应商总产量的17.21%，在电视机外观结构件供应商中排名第一。

二、公司及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司前身系广州毅昌科技集团有限公司，成立于1997年9月12日。2007年8月27日，公司召开2007年第5次临时股东会，会议决定将广州毅昌科技集团有限公司由有限公司整体变更为股份有限公司，并更名为广州毅昌科技股份有限公司。公司控股股东为高金集团，主要从事实业投资、资产管理等业务。高金集团持本公司172,377,240股，占发行前股本总额的51%。公司实际控制人为冼燃、凤翔、戴耀花和李学银4位自然人，合计持有高金集团100%的股权。

图 2 毅昌股份公司组织结构图



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

2007年-2009年，公司的主营业务收入主要来源于CRT电视机外观结构件和平板电视机外观结构件销售收入。其中，CRT电视机外观结构件的销售收入占营业收入的比重呈逐年下降的趋势，由2007年的39.85%下降到2009年的11.34%；平板电视机外观结构件的销售收入占营业收入的比重不断增加，由2007年的38.36%上升到2009年的73.62%。其他注塑件主要包括汽车仪表台注塑件、洗衣机滚筒注塑件、电脑结构件、制水机结构件、ABS标牌、空调及冰箱结构件等，是公司利用以工业设计为核心的综合设计能力优势开发的新产品，收入规模呈总体上升的趋势。

CRT电视机外观结构件毛利率较低，在7% - 10%之间波动，而平板电视机外观结构件的毛利率保持在20%以上，明显比CRT产品高。公司抓住平板电视逐步取代CRT电视的机遇，加大对平板电视机外观结构件的开发力度，成功将平板产品的销售占比不断提高。平板产品销量占电视机结构件销售数量的比例从2007年的48.92%增加到2009年的84.01%，平板产品销售收入占电视机结构件销售收入的比例从2007年的49.05%增加到

2009 年的 86.65%。平板电视机外观结构件的毛利率从 2007 年到 2009 年分别为 23.89%、20.59%、21.06%，毛利率保持稳定。

图 3 毅昌股份营业收入结构

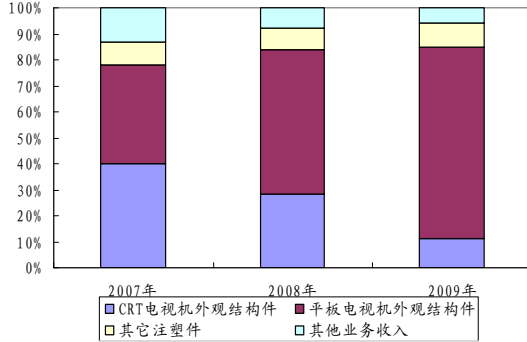
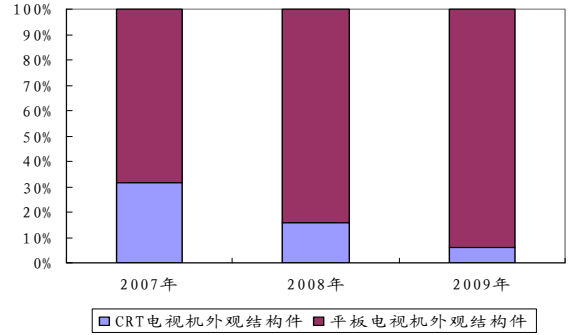


图 4 毅昌股份毛利结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 募资项目

经公司 2008 年第二次临时股东大会授权，经公司第一届董事会第十三次会议决议通过，公司拟公开发行人 6,300 万股 A 股，拟募集资金扣除发行费用后，将按轻重缓急顺序投资于下述项目：

表 1 公司 IPO 募集资金项目概况

项目名称	项目投资 (万元)	建设期 (年)
合肥海毅年产 200 万套高端电视机外观结构件二期建设项目	14,307.00	1
江苏毅昌年产 300 万套高端电视结构件建设项目	17,106.00	2
模具项目 高速精密模具厂建设项目	13,943.00	1
合计	45,356.00	--

资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

电视机外观结构件项目

电视机外观结构件项目包括合肥海毅年产 200 万套高端电视机结构件二期建设项目以及江苏毅昌年产 300 万套高端电视结构件建设项目等 2 个项目。合肥海毅年产 200 万套高端电视机结构件二期建设项目总投资额 14,307 万元，其中：固定资产投资额 10,288 万元，占总投资额 71.91%；流动资金投资额 4,019 万元，占总投资额 28.09%。项目计算期 12 年，其中建设期 1 年，经营期 11 年，投产后第 1 年生产负荷 60%，第 2 年生产负荷 100%，预计正常年均销售收入 30,582 万元。项目所得税前内部收益率为 33.4%，税后内部收益率为 26.4%，所得税后投资回收期为 5 年（含建设期）。江苏毅昌年产 300 万套高端电视结构件建设项目本项目总投资额

17,106 万元，其中：固定资产投资额 10,908 万元，占总投资额 63.77%；流动资金投资额 6,198 万元，占总投资额 36.23%。项目计算期 12 年，其中建设期 2 年，经营期 10 年，投产后第 1 年生产负荷 70%，第 2 年生产负荷 100%，预计正常年均销售收入 44,205 万元。项目所得税前内部收益率为 27.2%，税后内部收益率为 21.3%，税后投资回收期为 6.3 年（含建设期）。

高速精密模具厂建设项目

该项目总投资额 13,943 万元，其中：固定资产投资额 12,320 万元，占总投资额 88.36%；流动资金投资额 1,623 万元，占总投资额 11.64%。项目虽不直接产生效益，但将对公司进一步扩大业务规模和加快产品的开发周期、产品的技术水平起到强大的支撑和推动作用，极大增强公司竞争力，为公司新的利润增长建立必要的储备。

三、公司财务状况及盈利预测

● 毛利率稳中有升

2007 年、2008 年和 2009 年，公司的主营业务毛利率分别为 16.94%、16.08% 和 18.96%。公司主营业务毛利率稳中有升主要是由于精细化管理导致模具产出率提高、高毛利率的平板产品销量占外观结构件销量的比例上升和外协加工比重略有下降导致毛利率略有上升。

● 09 年净利润增速加快

2007 年 - 2009 年，公司营业收入及净利润呈现快速增长的趋势，2008 年营业收入同比增长 22.60%，2009 年营业收入同比增长 16.28%，2008 年净利润同比增长 23.33%，2009 年净利润同比增长 77.95%。净利润增速较快的主要原因是销售结构的变化，模具费用和外协费用的减少，导致公司主营业务毛利率提高。

图 5 毅昌股份毛利率变化趋势

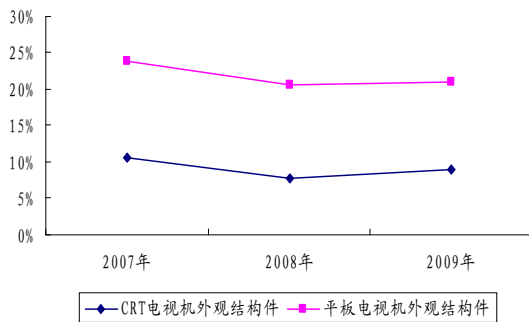
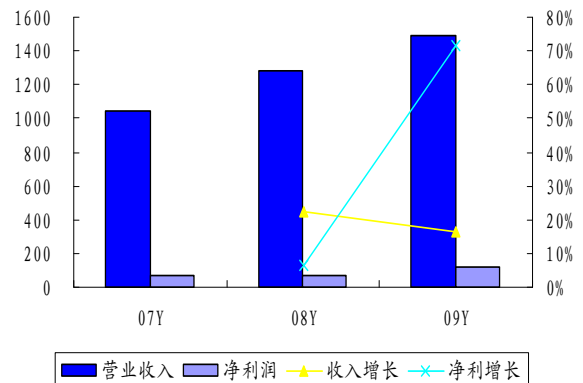


图 6 毅昌股份近年来收入及净利润增长率

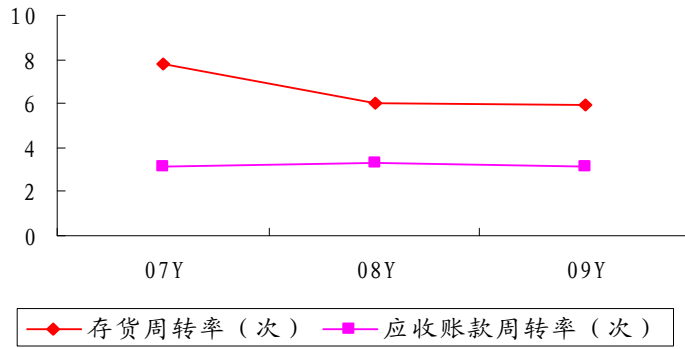


资料来源：公司招股意向书；Wind；上海证券研究所整理

● 应收账款周转率和存货周转率呈上升趋势

2007年-2009年，公司应收账款周转率呈上升趋势，主要原因为公司大客户信誉良好，回款及时，2008年以来针对广大中小客户，为规避销售风险，一般采用现款现货或预收货款的方式结算。随着销售规模的不断增长，公司的存货周转率逐年提高，公司的存货管理能力也逐步提升，主要原因是公司与主要客户结成战略合作伙伴关系，公司生产模式主要为以销定产，且公司采取就近生产、就近供应的策略，信息沟通及时，导致库存商品余额较低。公司加强订单管理制度和计划采购制度等存货管理制度，使材料采购和生产用料趋于同步，降低了对存货库存的压力。

图 7 毅昌股份存货和应收账款周转率变化趋势



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 业绩预测

1) 合肥海毅年产 200 万套高端电视机结构件二期建设项目在 2011 年中建成投产，投产后第一年生产负荷 60%，第二年生产负荷 100%；江苏毅昌年产 300 万套高端电视结构件建设项目在 2012 年中建成投产，投产后第一年生产负荷 70%，第二年生产负荷 100%。

2) CRT 电视机外观结构件业务在 10 年、11 年和 12 年的毛利率分别为 9.00%、9.00% 和 9.00%。平板电视外观结构件业务在 10 年、11 年和 12 年的毛利率分别为 21.00%、20.60% 和 20.00%。其它注塑件业务在 10 年、11 年和 12 年的毛利率分别为 14.50%、14.500% 和 14.50%。

表 2 公司未来三年分业务收入及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
CRT 电视机外观结构件					
收入	415.43	358.88	168.59	180.00	190.00
毛利率	10.57%	7.78%	9.02%	9.00%	9.00%
平板电视机外观结构件					

收入	399.90	715.09	1094.27	1,300.00	1,500.00
毛利率	23.89%	20.59%	21.06%	21.00%	20.60%
其它注塑件					
收入	88.77	105.30	138.05	150.00	170.00
毛利率	15.40%	13.70%	14.50%	14.50%	14.50%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

我们初步预计公司 10-12 年归属于母公司的净利润将实现年递增 30.58%、12.10% 和 14.20%，相应的稀释后每股收益为 0.40 元、0.45 元和 0.51 元。

表 3 长信科技损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	1,278.18	1,486.32	1,630.00	1,860.00	2,190.00
营业成本	1,078.90	1,213.36	1,319.05	1,509.25	1,784.45
营业税金及附加	3.77	4.96	5.38	5.58	6.57
销售费用	26.72	34.93	37.49	42.78	50.37
管理费用	62.4	77.14	84.76	96.72	113.88
财务费用	19.6	15.23	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	3.32	4.89	0.00		0.00
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	83.46	135.81	183.32	205.67	234.73
营业外收入	4.91	10.8	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.77	0.60	0.00	0.00	0.00
利润总额	85.6	146.01	183.32	205.67	234.73
所得税费用	10.97	13.51	16.96	19.02	21.71
净利润	74.64	132.51	166.36	186.65	213.02
少数股东损益	3.55	10.47	7.00	8.00	9.00
归属于母公司所有者的净利润	71.09	122.04	159.36	178.65	204.02
摊薄 EPS（元）	0.31	0.36	0.40	0.45	0.51

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

客户较为集中的风险

公司主要客户中，合肥海尔物流有限公司、青岛海尔零部件采购有限公司受同一控制人海尔集团控制，2007 年、2008 年及 2009 年公司对于海尔集团的销售额分别占营业收入 50.78%、40.99% 和 31.43%，若海尔集团因经营状况发生变化导致其对公司产品的需求量下降，将对公司的生产经营带来一定负面影响。

产品种类单一风险

公司的主要产品为电视机外观结构件，产品种类较为单一，主要客户集中在电视机行业。如果电视机行业景气状况出现较大波动，公司发展也将会受到一定的影响。

经验丰富的技术（设计）人才流失的风险

以工业设计为核心的综合设计能力是公司的核心竞争力之一，如果技术（设计）人才，尤其是经验丰富的技术（设计）人才流失，将对公司经营造成严重影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

目前在 A 股公司中，尚无电视机外观结构件供应商企业，由于电视机整机厂是本行业企业的客户，因此，电视机行业的利润变动趋势将直接影响本行业的利润水平，我们采用国内电视机行业上市公司的估值水平作为估值参考。目前我国电视机行业在 10、11 年的动态市盈率为 24.53 倍、20.23 倍。

表 4 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）			
			2008	2009	2010E	2011E	2007	2008	2009E	2010E
600839.SH	四川长虹	6.08	0.02	0.06	0.22	0.23	370.73	99.67	27.94	26.96
000016.SZ	深康佳 A	5.86	0.22	0.13	0.27	0.36	26.36	46.69	21.37	16.17
000100.SZ	TCL 集团	4.33	0.17	0.16	0.20	0.26	25.38	27.05	21.30	16.78
600060.SH	海信电器	21.05	0.26	0.57	0.79	1.00	81.09	36.62	26.79	21.04
平均值							125.89	52.51	24.35	20.23

数据来源：WIND 资讯；股价以 5 月 13 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑公司的盈利能力、成长性以及最近上市的中小板上市公司的估值情况，我们认为给予毅昌股份 10 年 40-48 倍市盈率较为合理，公司合理估值区间为 16.00-19.20 元。我们建议询价区间为 12.60-15.12 元，对应 10 年动态市盈率区间为 32 倍-38 倍，对应 09 年动态市盈率区间为 35 倍~42 倍。

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。

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
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	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
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	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。