

2010年11月17日

# 毅昌股份

## 家电结构件供应商龙头

**A**
**未有评级**

002420.SZ - 人民币 14.62

**刘会明**

(86)10 6622 9084

huiming.liu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300210030001

### 股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

### 股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	-	19.7	13.1	-
相对新华富时A50指数(%)	-	28.8	10.1	-

资料来源: 彭博及中银国际研究

### 重要数据

发行股数(百万)	401
流通股(%)	15.7
流通股市值(港币百万)	920.4
3个月日均交易额(港币百万)	68
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	
广州高金技术产业集团有限公司	43

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

### 中银国际证券有限责任公司

公司是一家运用 DMS 经营模式, 设计、生产和销售电视机、空调冰箱和汽车外观结构件的民营高科技企业。未来在立足黑电业务的基础上, 公司将大力开拓白电和汽车外观结构件领域。面对广阔的市场空间, 公司规划 2015 年销售收入达到 100 亿元, 其中黑电、白电和汽车结构件占比为 6:3:1。未来 5 年, 我们预计公司业绩增幅保持在 30% 以上, 产能不足成为制约公司发展的瓶颈。目前, 公司在黑电结构件市场占有率超过 6%, 该行业集中度较低。我们认为, 公司作为行业龙头, 未来有望受益于行业整合。

### 主要发现

- 公司将以黑电业务为基础, 大力开拓白电和汽车外观结构件领域。10 年上半年, 白电和汽车结构件产品增长迅猛, 增幅分别为 336.9% 和 35.3%。其在公司销售收入中的比重从去年同期的 7.7% 提高至 19.4%。我们预计, 未来这两块业务比重有望占公司收入的 40%。
- 公司综合毛利率在 19% 左右, 其中, 平板电视结构件毛利率为 20.7%, 而白电和汽车结构件的毛利率略低, 我们判断, 这主要是因为公司目前刚开始进入这两个市场, 生产和销售还没有形成规模效应。预计随着这两块业务的逐步发展, 其毛利率水平有望逐步改善。
- 目前, 公司与海尔、康佳、长虹等企业建立了较为稳定的长期合作关系, 通过开拓白电业务市场, 开始与美的、格力等企业合作。我们预计, 随着国际品牌对中国市场的投入力度的加大, 公司未来有望为 LG、三星等国际家电品牌建立合作关系。
- 09 年, 公司产能 650 万套, 募投项目投产后, 将新增 500 万套产能。预计明年募投项目投产率将达到 40%, 到 2012 年将全面投产。我们预计, 为解决产能不足的问题, 公司可能通过采取收购或者海外设厂的方式提高产能。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币百万)	1278	1486	1941	2450	3153
变动(%)	22	16	31	26	299
净利润(人民币百万)	71	122	173	227	295
全面摊薄每股收益(港币)	0.21	0.36	0.43	0.57	0.79
变动(%)	69.5	40.5	33.9	25.8	19.9
每股现金流(港币)	0.29	0.57	0.53	0.74	0.98

资料来源: 公司数据及万得资讯

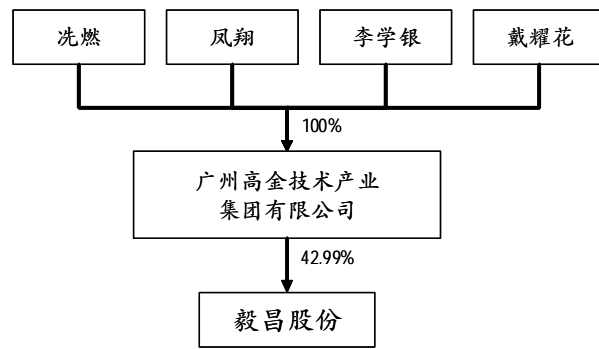
中银国际研究可在彭博 BOCR &lt;GO&gt;, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中股价相对有关基准指数的升幅多于 10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数的降幅多于 10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来 6 个月中的股价相对上述指数在上下 10% 区间内波动

## 公司概况

毅昌股份成立于 1997 年 9 月 12 日。其前身是广州毅昌科技集团有限公司，2007 年 8 月 27 日，公司更名为广州毅昌科技股份有限公司，并于 2010 年 6 月 1 日起在深圳证券交易所上市。公司目前总股本 4.01 亿股，其中流通股股份数为 6,300 万股。公司实际控制人为冼燃、凤翔、戴耀花和李学银 4 位自然人，其通过广州高金技术产业集团有限公司共计持有毅昌股份 42.99% 股权。

图表 2. 股权结构



资料来源：公司数据

公司是一家运用 DMS 经营模式，设计、生产和销售电视机、空调冰箱和汽车外观结构件的民营高科技企业。区别于传统制造业企业，公司以工业设计为核心，通过整合结构设计、模具设计、产品制造等环节，形成了设计与制造相结合的经营模式，缩短了外观结构件从设计到量产的周期，提升了产品竞争力。

## DMS 模式为客户提供一体化服务

公司采用 DMS 运营模式，集设计、制造和销售于一体，为家电和其他企业提供外观结构件的系统解决方案，使其区别于一般单纯依靠设计或加工制造的经营模式。通过为客户设计并制造定制产品，可以满足不同客户的需求，也有助于提高公司的议价能力，保持较高的利润率水平。目前，公司与海尔、康佳、长虹等企业建立了较为稳定的长期合作关系，通过开拓白电业务市场，开始与美的、格力等企业合作。我们预计，随着国际品牌对中国市场的投入力度的加大，公司未来有望为 LG、三星等国际家电品牌建立合作关系。

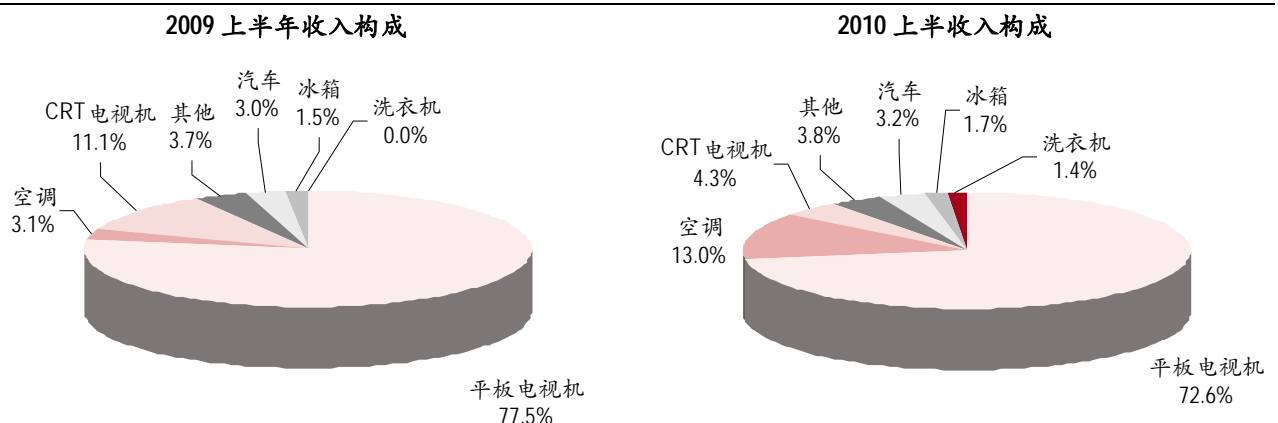
通过多年电视机外观结构设计，公司积累了较为丰富的经验和数据库，从而使其可以更好的缩短产品推出周期，而由于采用设计-制造一站式服务，公司的产品从概念到量产平均周期只需约55天，大大快于目前国内平均的3-6个月的水平。据了解，公司的生产周期未来有望减少到一个月左右的水平。

### 立足黑电、大力发展白电和汽车结构件业务

2009年，公司实现销售收入14.86亿元，同比增长16.3%，实现净利润1.33亿元，同比增长77.5%。今年前三季度，公司实现营业收入12.9亿元，同比增长25.8%；实现净利润0.96亿元，同比增长37.7%。从10年上半年公司业务数据来看，目前电视机外观结构件仍然是公司最主要的产品，其收入占比达到77%，其中平板电视机结构件占比为73%。

公司未来在立足黑电业务的基础上，将大力开拓白电和汽车外观结构件领域。10年上半年，白电和汽车结构件产品增长迅猛，增幅分别为336.9%和35.3%，其在公司销售收入中的比重从去年同期的7.7%提高至19.4%。我们预计，这两块业务仍将保持持续快速增长，尤其是白电业务，今年收入增幅有望达到400%。这两种产品的收入占比也将逐步提高，未来有望占到公司总收入的近40%。

图表3. 收入构成



资料来源：公司数据

## 毛利率水平有望提高

公司综合毛利率在 19%左右，其中，平板电视结构件毛利率为 20.7%，而白电和汽车结构件的毛利率略低，我们判断，这主要是因为公司目前刚开始进入这两个市场，生产和销售还没有形成规模效应。预计随着这两块业务的逐步发展，其毛利率水平有望逐步改善。

图表 4. 各业务毛利率水平

平板电视机外观结构件(%)	20.68
空调结构件(%)	19.45
CRT 电视机外观结构件(%)	8.22
其他结构件(%)	16.02
汽车结构件(%)	21.04
冰箱结构件(%)	18.8
洗衣机结构件(%)	18.96

资料来源：公司数据

## 产能瓶颈制约公司业绩

据统计，2003 年，电视机外观结构件供应商的市场份额约为 20%，2008 年上升到 36%左右，约为 3,800 万套。据估计，电视机外观结构件的总需求将从 09 年的 10,810 万套增长到 2012 年的 12,867 万套。按其中的 40%占比计算，到 2012 年，结构件供应商供应量将达到约 5,150 万套。而目前市场中，年产能超过 60 万台的企业只有 13 家，公司作为行业龙头，其市场占有率为 6.25%，行业集中度较低。截至 2009 年，公司结构件产能为 650 万套，募投项目投产后，将再增加 500 万套产能。我们预计，公司募投项目将在 2011 年释放约 40%左右的产能，并在 2012 年全面投产。面对巨大的市场空间，产能不足成为目前公司发展的主要瓶颈。

## 主要观点

我们认为，公司作为家电零部件供应商，有别于传统家电终端产品制造企业，其受宏观经济影响幅度较小。而目前，结构件供应商供应量占结构件需求比例相对较少，未来市场空间广阔。公司规划 2015 年销售收入达到 100 亿元，其中黑电、白电和汽车结构件占比为 6:3:1。我们预计，公司未来 5 年业绩平均增幅将保持在 30% 以上。面对产能不足的问题，我们判断，公司有可能通过收购或海外建厂等方式提高产能。同时，作为结构件行业龙头，公司未来有望受益于行业整合。

近期市场波动剧烈，但公司股价表现较为稳健，我们看好公司的长期发展，认为按目前市场预测的明年平均 0.6 元每股收益计算，目前 14.62 元的股价，对应 11 年 24 倍估值仍然具有吸引力。

## 披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

## **免责声明**

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论与否修改)之前咨询独立专业顾问。中银国际集团不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，而收件人不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2) 因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

## **中银国际证券有限责任公司**

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## **相关关联机构：**

### **中银国际研究有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065  
新加坡客户请拨打：800 852 3392  
传真:(852) 2147 9513

### **中银国际证券有限公司**

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852) 2867 6333  
传真:(852) 2147 9513

### **中银国际控股有限公司北京代表处**

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 15 层  
邮编:100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### **中银国际(英国)有限公司**

英国伦敦嘉能街 90 号  
EC4N 6HA  
电话: (4420) 7022 8888  
传真: (4420) 7022 8877

### **中银国际(美国)有限公司**

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### **中银国际(新加坡)有限公司**

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371