

2010年12月25日

## 海立美达 (002537)

### 家电钣金行业龙头企业

#### 投资要点:

■ **公司基本情况。**公司是国内较大、综合实力较强的家电零部件供应商。本次发行前，公司股本为 7500 万股，共有 3 名股东，全部为法人股东。海立控股持有公司 55% 的股份，为公司的控股股东，公司的实际控制人为孙刚和刘国平夫妇，分别直接持有海立控股 50% 和 50% 的股权。公司目前有 5 家全资子公司，1 家控股子公司。本次拟公开发行人社会公众股 2500 万股，占发行后总股本的 25%。

■ **公司在行业中的地位。**公司冷冲压钣金模具业务规模和设计制作水平在同行业中处于领先地位，公司 2007 年-2009 年度连续三年销售收入在国内冲压、钣金行业排名第二位，连续三年在家用电器零部件钣金生产领域排名第一位。公司的全资子公司海立美达电机专门从事微特电机制造，是行业内的新起之秀，是国内目前掌握先进的防干扰高效直流无刷电机核心技术的厂商之一，在行业竞争中，公司具有明显的竞争优势。

■ **主营业务分析。**公司自设立以来，一直专注于金属零部件制造服务业务，市场份额稳步提升。报告期内，公司的营业收入主要来源于主营业务收入，占比均超 98%，营业收入呈逐年增长的态势。面向家电制造企业的产品销售是公司利润的主要来源，呈现逐年降低的趋势，这主要源于公司调整产品结构的原因。各期综合毛利率水平波动较小，呈现平稳增长的态势。

■ **募投项目分析。**精密冲压件生产项目由公司全资子公司海立达冲压件实施，防干扰高效直流变频电动机生产项目由公司全资子公司海立美达电机实施，项目总投资 26760.30 万元，建设期两年。

■ **投资建议。**按发行后的总股本计算，公司 10-11 年的 EPS 分别为 0.94 元和 1.32 元。我们选取新朋股份、广东鸿图、精艺股份、毅昌股份和胜利精密等作为可比对象，截至 12 月 24 日，可比公司对应 2010 年的平均动态 PE 约为 35 倍。鉴于公司在行业中的地位，且未来公司将着力打造成为具有国内先进水平的家电、汽车零部件产品配套生产企业及高效变频电机生产企业，我们认为公司对应 2010 年合理 PE 为 34-40 倍，建议询价区间为 31.96-37.6 元。

■ **风险提示。**主要关注销售客户集中风险、实际控制人控制的风险、募集资金投向风险以及税收政策变动的风险。

分析师:	李寅康
执业证书编号	S0600209100122
	葛帮亮
执业证书编号	S0600109090895
联系电话	0512-62938650
邮箱	<a href="mailto:gebl@gsjq.com.cn">gebl@gsjq.com.cn</a>

联系人	李雅娜
联系电话	021-63122950
邮箱	<a href="mailto:liyn@gsjq.com.cn">liyn@gsjq.com.cn</a>

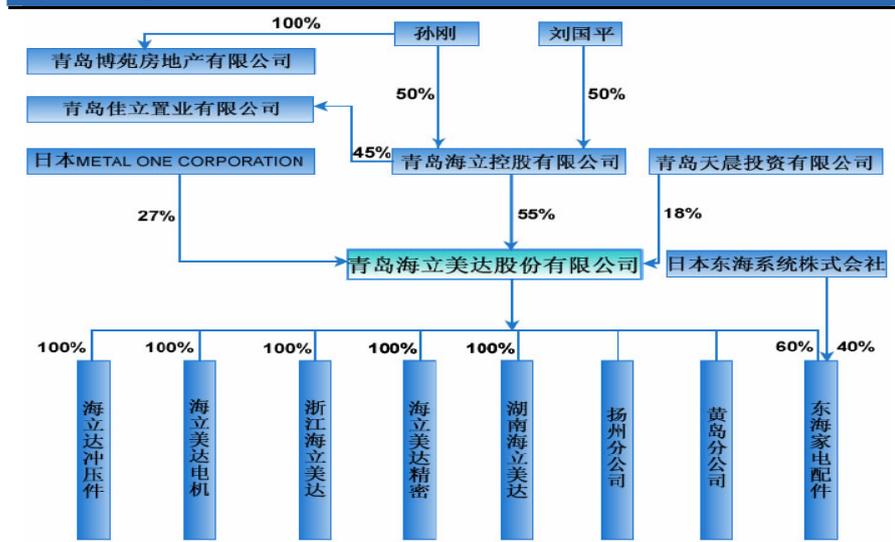
#### 发行概况

发行量 (万股)	2500	4000
总股本 (万股)	10000	16000
净资产收益率 (%)	33.2	13.6
资产负债率 (%)	69.5	48.5

## 1. 公司基本情况

公司是国内较大、综合实力较强的家电零部件供应商，2006年度和2008年度，公司被评为“家电电力器具专用配件制造行业排头兵企业”。根据中国锻压协会统计，公司2007年度、2008年度和2009年度连续三年销售收入在国内冲压、钣金行业排名第二，连续三年在家用电器零部件钣金生产领域排名第一位。

图 1: 发行人股权结构图



资料来源：招股意向书

本次发行前，公司股本为7500万股，共有3名股东（海立控股、日本美达王和天晨投资），全部为法人股东，均为公股份公司整体变更设立时的发起人股东。海立控股持有公司55%的股份，为公司的控股股东，目前除从事股权投资外，未从事具体经营业务。公司的实际控制人为孙刚和刘国平夫妇，分别直接持有海立控股50%和50%的股权。公司目前有5家全资子公司，1家控股子公司。

本次拟公开发行社会公众股2500万股，占发行后总股本的25%，预计本次发行后海立控股持有41%的股份，仍为公司的控股股东。

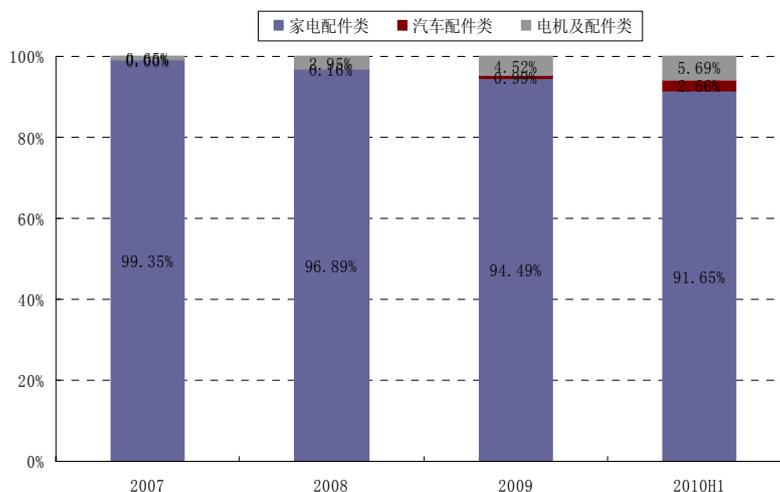
表 1: 公司股东结构

	股东名称	发行前		发行后	
		持股数量 (万股)	持股 比例	持股数量 (万股)	持股 比例
有限售条件的股份	海立控股	4125	55%	4125	41%
	日本美达王	2025	27%	2025	20%
	天晨投资	1350	18%	1350	14%
本次发行的股份	社会公众			2500	25%
合计		7500	100%	10000	100%

资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

公司是专业的家电零部件、汽车零部件和微特电机制造商, 主要从事各类金属冲压钣金件和微特电机的生产、销售与服务, 集精密模具研发制造、生产、销售、服务为一体。产品的服务对象主要为家电制造商和汽车制造商等领域, 公司根据不同客户的订单情况和不同需求, 既提供单件制造产品, 也提供成套组装件。产品主要可分为家电配件类、汽车配件类和电机及配件类等三大类, 具体包括冰箱零部件、空调零部件, 电视机零部件汽车零部件以及微特电机等。其中家电配件类产品收入占主营业务收入的比重均在 90% 以上, 为公司的主要收入来源, 2007 年、2008 年、2009 年及 2010 年 1-6 月, 分别为 99.35%、96.89%、94.49% 及 91.65%; 汽车配件业务和电机及配件类业务虽然目前规模不大, 但发展前景良好, 且该两项产品的收入占比逐年增加。

图 2: 公司主要产品营收占比



资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

## 2. 行业概况及公司的发展前景

公司主要为家电、汽车制造商及配套商提供钢板剪切件、冲压件、一体发泡产品和微型电机及配件，其中家电配件类产品为公司的主要业务收入来源，近年销售收入在报告期内占营业收入的比重均超 90%。根据采用的生产工艺不同，公司业务分属冲压钣金行业和微电机行业，其中收入占比较大的业务应属于冲压钣金行业。

### 2.1 冲压钣金行业分析

冲压钣金行业是金属成形加工行业中重要的分行业，是机械制造业的基础行业，其发展程度反映一个国家的制造工艺技术的竞争力。冲压钣金行业是充分竞争的行业，冲压钣金产品涉及家用电器、汽车、通信电子和新能源等多个领域。

近年来，中国因逐渐成为了世界制造业中心和消费大国而备受关注，特别是家用电器、汽车和电机等行业的快速发展，使得金属冲压、钣金等零部件的需求迅速增长，不少跨国企业在将整机制造转移至中国的同时，也将配套工厂转移至中国，对国内配件的采购量也逐年快速增加，带动了国内相关行业的快速发展。

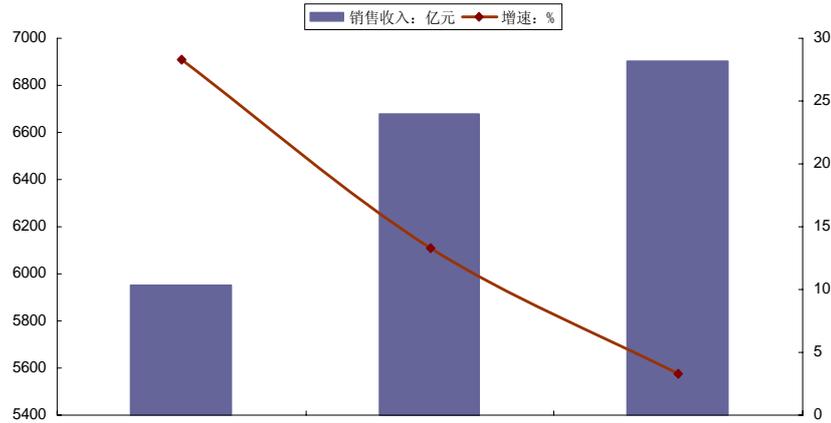
在这种背景下，作为制造业基础行业之一的冲压钣金行业也获得了快速发展。

#### 2.1.1 家用电器的增长是冲压钣金行业增长的重要原因

世界家用电器的生产主要集中在北美、亚洲和西欧，全球 83% 的家电产品由这三个地区的企业生产，而亚洲市场潜力巨大，当地劳动力成本较低，正成为最大的生产基地。

家电行业的快速发展，使得中国正以大国地位跻身家电市场，这得益于两方面因素：一方面，国内 GDP 的快速发展，有利于家用电器等耐用消费品市场的增长，城镇化战略和富民政策促进家电产品的更新换代步伐；另一方面，全球家电产品市场稳定增长，跨国公司原产地转移，质量和价格优势为中国产品带来发展契机，正成为世界家电生产和消费大国。国家工信部数据显示，2007 年-2009 年，我国家电制造业持续增长，分别实现销售收入 5,952.83 亿元、6,681.00 亿元和 6,900.34 亿元，同比增长 28.24%、13.27% 和 3.28%，而家用电器金属零部件都属于冲压钣金产品。

图 3: 中国家电制造业销售收入及同比增速



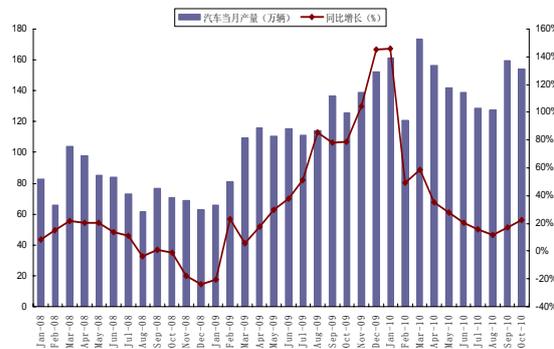
资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

### 2.1.2 汽车行业是冲压钣金产品的重要用户

汽车工业是许多工业发达国家和新兴工业化国家的支柱产业。冲压钣金加工是汽车工业发展的基础, 汽车中轿车的冲压钣金零件数占其零件总数的 75% 以上。进入 21 世纪, 我国的汽车工业发展迅速, 2000 年-2009 年的平均年增长率为 21%, 目前已经成为世界第一大汽车消费国, 第一大汽车生产国, 第一大汽车潜在市场。

2009 年我国通过了“汽车产业调整振兴规划”当年汽车产量 1379.10 万辆, 同比增长 47.57%; 销量 1364.48 万辆, 同比增长 45.46%。2010 年继续保持快速增长的势头, 1-10 月, 汽车累计产销 1462.38 万辆和 1467.70 万辆, 同比增长 34.49% 和 34.76%, 前十月累计销量已超 09 年全年水平, 预计 10 年全年销量有望达到 1700 万辆。中国汽车工业的蓬勃发展, 将带动汽车零部件市场的快速发展。

图 4: 10 月汽车产量同比增长 22.50%



资料来源: 中汽协, 东吴证券研究所

图 5: 前十月累计销量已超 09 年全年



资料来源: 中汽协, 东吴证券研究所

公司通过以持续技术创新体系建设为核心,以稳定的大客户资源为依托,其冷冲压钣金模具业务规模和设计制作水平在同行业中处于领先地位。根据中国锻压协会统计,公司 2007 年-2009 年度连续三年销售收入在国内冲压、钣金行业排名第二位,连续三年在家用电器零部件钣金生产领域排名第一位。

从 2005 年开始,公司就与海尔集团建立了战略合作伙伴关系,目前提供的产品占海尔系列冰箱、空调、热水器、冷柜等家电金属配件外购份额的 30%以上,位列海尔金属配件外协供应商的第一位。

公司在 2005 年与海信电器建立战略合作伙伴关系后,在液晶电视面板、冲压等领域获得了海信电器的充分认可,截至 2010 年 6 月底,公司供货份额已占海信平板电视后壳钣金冲压产品总采购额的 70%以上,并已成为海信空调、海信电视、海信日立、海立股份、上汽通用五菱等大客户的新品开发首选单位,未来 5 年内,公司将继续保持与海信等大客户的密切合作。目前,公司已经争取到海信电器 LED 液晶电视机金属后壳 90%的产品份额,给公司带来新的利润增长点,这也对巩固公司在海信电视机钣金件市场的地位产生举足轻重的影响。

在冲压钣金零部件领域,公司的主要竞争优势体现在:(1)稳定可靠的产品质量。公司致力于内部管理的科学化、规范化、信息化建设,严格按照 ISO9001、TS16949 质量管理体系运行,稳定可靠的产品质量得到了下游配套厂家的信赖。(2)技术优势。公司拥有一支由行业内技术专家率领的经验丰富的技术团队,技术资源充足,联合研发多款新技术产品,实现多项重大技术改进和突破,截至 2010 年 10 月底,公司已取得 24 项技术专利,技术优势明显。(3)资源优势。基于公司与本钢、宝钢、武钢长期稳定的战略合作关系,在原材料采购上可以得到其大力支持,在成本控制、资源保证、品质保证和交货及时率等方面优势明显。

## 2.2 微电机行业分析

微特电机在国民经济中占有重要地位,是重要的机械基础件和智能执行元器件,主要依赖于汽车、数控设备、仪器仪表、家用电器、办公自动化设备、计算机、家居自动化等几大行业发展。

电机作为机电能量转换的重要装置,是电气传动的基础部件,应用领域广泛、产品品种众多、规格繁杂,其产品特性决定该产业集中度不高、生产企业及涉及的细分行业较多,无明显的

周期性、区域性、季节性特征。

据中国电器工业协会统计，2008 年全球微型电机行业市场规模达到了 1,700 亿美元，国内市场规模也超过了 700 亿人民币。

图 6: 国际微型电机市场分布



资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

图 7: 国内微型电机市场分布



资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

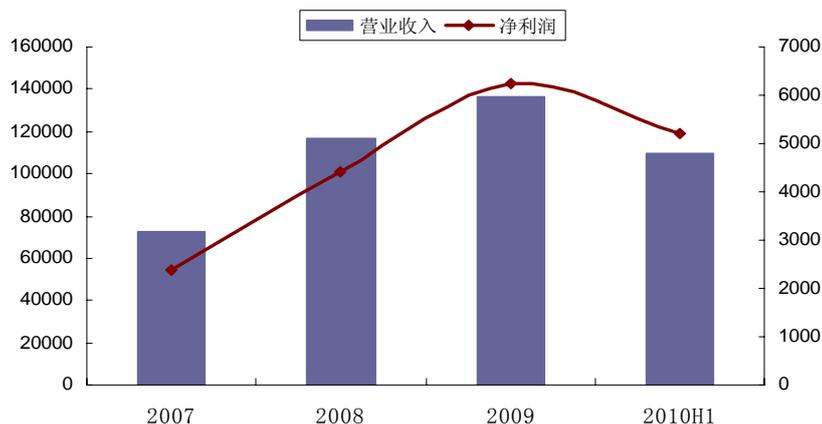
公司的全资子公司海立美达电机专门从事微特电机制造,是行业内的新起之秀,是国内目前掌握先进的防干扰高效直流无刷电机核心技术的厂商之一。公司生产的微特电机主要是空调风扇电机、洗衣机电机、油烟机电机、冰箱电机等,是家用电器散热、制冷的核心功能件之一。公司通过创新抢占技术制高点,增强企业发展后劲,同时充分发挥公司在家电零部件领域的一体化制造服务优势,全面整合上下游的要素资源配置,继续提高市场占有率和直接配送能力。

在行业竞争中,公司的竞争优势明显:(1)技术优势。公司自 2005 年开始筹建防干扰高效直流变频电机生产项目,符合国家扶持的产业政策,部分电机核心部件已获多项国家专利,公司走在直流无刷电机技术前沿,促进高端家用电机国产化、规模化。(2)稳定的战略客户优势。公司已和海信、海尔等家电生产厂家签订长期战略合作协议,市场优势明显。(3)产业链的优势。公司现有业务已经形成了一个完整的产业链,即:钢板剪切—冲压—焊接—成套组装—一体发泡,各环节可相互促进、共同发展。(4)地理位置优势。公司地处环渤海经济发展区域内,也是中国北部家用电器生产集聚地之一,在产品交货期,市场销售和售后服务上具有较强的区域优势。

### 3. 公司主营业务分析

公司自设立以来，一直专注于金属零部件制造服务业务，市场份额稳步提升。报告期内，公司的营业收入主要来源于主营业务收入，占比均超 98%，营业收入呈逐年增长的态势。主要是因为以下两个因素：一是公司在模具设计、前端研发、工艺创新、质量保证、物流配送和客户服务等方面的核心竞争优势使得公司客户群体稳定且不断增加；二是公司通过一系列业务整合，形成了产品结构多样化，构建了以电视机、空调、冰箱等家电零部件、汽车零部件和微特电机为核心的业务体系，这些产品均因行业的良好发展前景和国家政策扶持而具有较大的成长空间。

图 8: 公司营业收入与净利润水平



资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

面向家电制造企业的产品销售是公司利润的主要来源，但呈现逐年降低的趋势，这主要源于公司调整产品结构的原因，公司在利用家电配件产品市场份额优势的同时，不断开拓毛利率较高的汽车配件、微特电机及电机配件产品的生产与销售，为公司提供新的利润增长点。

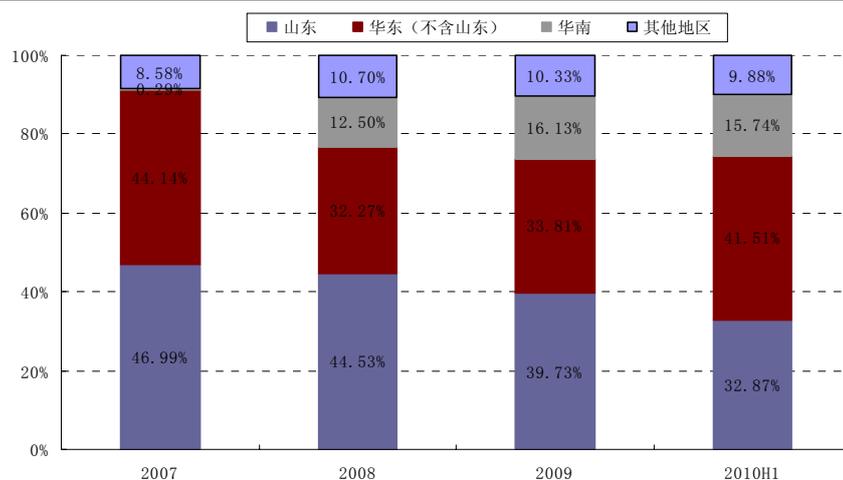
表 2: 公司的客户数量及结构分析

	2007	2008	2009	2010H1
客户数量	148	177	277	376
客户类型				
终端客户	109	134	202	249
代理商	39	43	75	127

资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

家电制造行业一直是公司服务的重点,公司的主要客户为国内知名的上市家电生产商,如海尔、海信、科龙、格力等家电企业,这些企业多设立在以山东青岛、上海、江苏扬州、浙江湖州代表的华东地区和广东为代表的华南地区,根据配送便利和节约成本需要就近采购零部件进行生产、组装和集成,因此,报告期内公司的产品销售 70%以上集中在华东地区。

图 9: 公司分地区收入构成

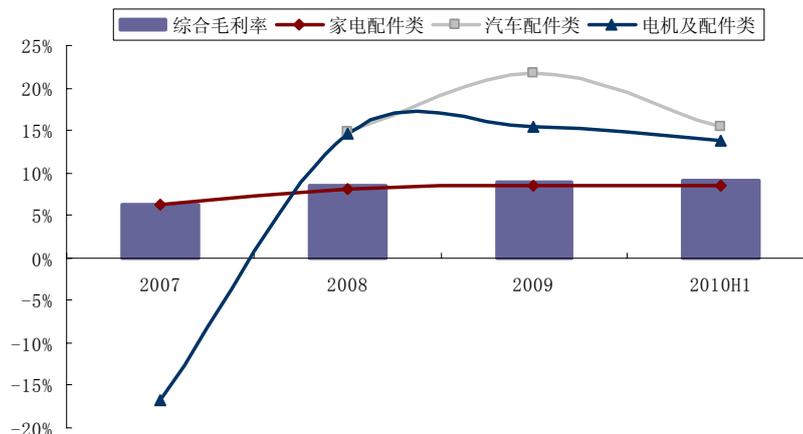


资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

报告期内公司营业收入中家电配件类销售占比较高,该类业务的毛利率较低;汽车配件类和微特电机销售实现的毛利率较高,但该两类产品的销售额占营业收入的比重较低。

从综合毛利率水平来看,各期的毛利率水平波动较小,呈现平稳增长的态势,2007年、2008年、2009年及2010年上半年公司综合毛利率分别为6.28%、8.46%、9.01%和9.02%,这主要取决于公司成本控制能力的提高以及加大了毛利率较高的家电冲压产品、汽车零配件和微电机的销售;公司在拓展业务规模的同时,一方面提高精密冲压产品的制造能力,另一方面通过加大研发投入与客户有机地实现产品结构、工艺流程的同步开发和设计,为核心客户制订个性化的整体解决方案,从而在下游优势行业和优势客户中获得了较高且较为稳定的市场份额,使得公司能够保持较为稳定的毛利率水平。

图 10: 公司综合毛利率水平



资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

#### 4. 募投项目分析

精密冲压件生产项目由公司全资子公司海立达冲压件实施, 防干扰高效直流变频电动机生产项目由公司全资子公司海立美达电机实施, 上述项目总投资 26,760.30 万元, 建设期两年。

表 3: 募投项目及资金投入计划

单位: 万元

序号	项目名称	投资总额	建设期资金投入		流动资金投入
			第一年	第二年	
1	精密冲压件生产项目	16394.20	6557.70	6480.80	3355.70
2	防干扰高效直流变频电动机生产项目	10366.10	3628.10	4652.40	2085.50
	合计	26760.30	10185.80	11133.20	5441.20

资料来源: 招股意向书, 东吴证券研究所

伴随着生活质量要求的提高和数字化时代的来临, 平板电视已成为电视技术发展的主流产品之一。海信电器作为海立达冲压件平板电视模组精冲件项目的核心客户, 也是国内最大的电视生产厂家, 据 CMM 的统计, 预计到 2010 年海信液晶电视年产量将达到 500 万台。按此目标及 LED 在液晶电视中的发展趋势, 2010 年海信 LED 液晶电视模组的需求量为 100 万台。随着 LED 液晶电视的发展不断加快, 其海信液晶电视中所占比重也在不断提高, 所以, LED 液晶电视模组的生产规模还会持续扩大, 也决定了海信电器对 LED 液晶电视模组钣金件的需求量也随之不断增加。预计到 2013 年, 海信 LED 液晶电视生产量

将超过 150 万台，对模组钣金冲压件需求量将超过 150 万件。目前公司的供货份额已占海信液晶电视钣金冲压产品总采购额的 70%，占海信 LED 液晶电视机金属后壳产品份额的 90%，这些都将给公司带来新的利润增长点，对巩固公司在海信电视机钣金件市场的地位产生举足轻重的影响。

在国外发达国家，70% 的家电产品采用了高效直流变频电机，节能效果显著。随着我国节能政策的全面推行，逐步要求淘汰能耗高、排放量大的产品。预计到 2015 年，我国 10% 的家电产品将采用高效直流变频电机，则每年需要 7170 万台。目前，国内生产高效直流变频电机的主要厂家有杭州松下、浙江平湖芝浦、东莞信浓等，年产量约 1160 万台；而 2015 年我国每年对高效直流变频电机的需求量约 7170 万台，市场缺口达 6000 万台。可见，高效直流变频电机未来缺口十分巨大，市场发展前景广阔。

## 5. 盈利预测与投资建议

根据我们的盈利预测，按发行后的总股本计算，公司 10-11 年的 EPS 分别为 0.94 元和 1.32 元。

我们选取新朋股份、广东鸿图、精艺股份、毅昌股份和胜利精密等 5 家与公司主营业务相近的公司作为可比对象，截至 12 月 24 日，可比公司对应 2010 年的平均动态 PE 约为 35 倍。鉴于公司在行业中的地位，且未来公司将着力打造成为具有国内先进水平的家电、汽车零部件产品配套生产企业及高效变频电机生产企业，我们认为公司对应 2010 年合理 PE 为 34-40 倍，建议询价区间为 31.96-37.6 元。

表 4: 利润表

科目 (百万元)	2009A	2010E	2011E
营业收入	1369.1	1998.9	2598.6
营业成本	1245.8	1805.0	2338.7
营业税金及附加	0.5	0.5	1.0
销售费用	12.3	20.0	26.0
管理费用	21.0	30.0	39.0
财务费用	12.5	13.0	12.0
资产减值损失	3.4	1.0	1.0

营业利润	73.6	129.4	180.9
营业外净收支	3.6	2.0	2.0
利润总额	77.2	131.4	182.9
减 所得税	12.5	32.9	45.7
净利润	64.7	98.6	137.2
减 少数股东损益	4.1	5.0	5.0
归母公司净利润	61	94	132
摊薄后 EPS	0.61	0.94	1.32

资料来源：招股意向书，东吴证券研究所

## 6. 风险提示

主要关注销售客户集中风险、实际控制人控制的风险、募集资金投向风险以及税收政策变动的风险。

## 免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

买入: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10% 以上;

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20% 以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间;

减持: 股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

东吴证券研究所  
 苏州工业园区翠园路 181 号  
 邮政编码: 215028  
 传真: (0512) 62938663  
 公司网址: <http://www.dwjq.com.cn>