

海立美达 (002537)
合理价值区间: 32~39 元

家电领域钢延加工龙头

分析师

黄静
SAC 执业证书编号: S1000510120004
(0755)8249 2060
huangjing@mail.htlhsc.com.cn

联系人

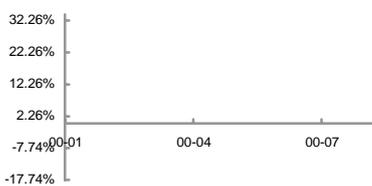
陈雳
(0755)8212 5092
chenliyjs@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	75
流通 A 股 (百万股)	25
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	0
流通 A 股市值 (百万元)	

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- 青岛海立美达股份有限公司本次发行前的总股本为 7,500 万股, 本次拟公开发行的股份数量为 2,500 万股, 占发行后公司总股本的 25%。
- 公司主营业务为家用电器零部件、汽车零部件和微特电机、电机元件及电机零部件的开发、生产及配送; 精密模具的开发、设计与制造等, 是国内较大、综合实力较强的家电零部件供应商, 连续三年在家用电器零部件钣金生产领域排名第一位。
- 公司主要原材料以薄钢板为主, 热轧卷、冷轧卷和热镀锌卷的消耗量占营业成本的 80%以上, 主要产品的定价模式为: 销售价格=原材料采购基价(客户确认)+各项运杂费+材料损耗费+加工费(含模具费)+合理利润, 期货采购为其主要模式。
- 公司积极进一步纵深拓宽业务领域, 拟通过募投项目建设精密冲压生产线、防干扰高效直流变频电动机产线, 2011 年 12 月建成投产, 分别将新增产能 1103 万台/套和 300 万台。
- 公司已分别与 LG、海信等客户签订了 2011 年的供货协议, 为变频电机投产后的订单打下了稳固的基础; 未来的三到五年公司将以调整产品结构为中心, 不断加大毛利率较高的精密冲压件产品在整体销售中的比重, 使精密冲压产品的年销售收入达到 6 亿元以上, 销售占比达到 30%以上, 预计 2012 年主营业务收入将由 2010 年的 20 亿元大幅提高到 30 亿元左右, 综合毛利率也将由 9%左右的现有水平提高到 12%左右。
- 基于对公司产品产量、价格及毛利率的分析与预测, 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.92 元、1.19 元、2.25 元。通过可比公司相对估值法及 DCF 估值法敏感性比较分析, 我们预计当前公司合理价值区间在 32~39 元之间, 对应 2010 年市盈率 35 倍左右。
- **风险提示:** 1、销售客户集中风险; 2、钢材价格波动风险; 3、管理风险; 4、募集资金投向风险; 5、短期偿债能力不足风险。

经营预测与估值	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1369	2013	2425	2965
(+/-%)	17	47	20	22
归属母公司净利润(百万元)	62	92	119	225
(+/-%)	41	48	29	90
EPS(元)	0.62	0.92	1.19	2.25
P/E(倍)	64.06	43.40	33.75	17.78

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

公司基本情况	4
历史沿革.....	4
股权结构.....	4
主营业务.....	5
公司主要生产冲压钣金零部件	8
冲压钣金行业处于高速发展阶段.....	8
薄钢板采购为其主要成本支出.....	9
家电配件为公司主要营业收入源泉.....	10
微特电机增强企业的发展后劲.....	11
募投项目促进公司未来发展	12
纵向发展进一步拓宽精密冲压生产线.....	12
变频电机项目将成为公司新的利润增长点.....	13
盈利预测	15
特殊定价模式保障毛利率相对稳定.....	15
相对估值法：32.2~36.8 元.....	16
绝对估值法：38.93 元.....	17
风险提示	17

图表目录

图 1: 海立美达发行前主要股东持股情况	4
图 2: 海立美达发行后主要股东持股情况	4
图 3: 发行人、控股股东及实际控制人的股权结构	5
图 4: 冲压钣金零部件	6
图 5: 变频电机零部件	6
图 6: 公司区位优势较为明显	7
图 7: 冲压钣金行业对产品制造的特殊要求	8
图 8: 家电产量增长情况	8
图 9: 汽车产量增长情况	8
图 10: 公司产销模式示意图	9
图 11: 主要钢铁薄板价格变动情况	9
图 12: 公司原材料采购以期货为主	9
图 13: 公司精密冲压件生产项目构成	13
图 14: 可比公司毛利率情况	15
表格 1: 公司现有产品收入及占比	5
表格 2: 公司主要两大募投项目	6
表格 3: 主要客户产品供应渠道	7
表格 4: 公司主要业务及采购情况	10
表格 5: 公司冲压钣金零部件产品销售情况	10
表格 6: 公司电机及配件产品销售情况	11
表格 7: 公司新增精密冲压钣金产能统计	12
表格 8: 公司主要客户对变频电机需求统计	13
表格 9: 变频电机收益率预测	14
表格 10: 公司主要客户 2011 年变频电机订单情况	14
表格 11: 公司主营业务收入及成本情况	15
表格 12: 公司产量、价格及毛利率预测关键假设	16
表格 13: 可比公司估值情况	16
表格 14: DCF 估值敏感性分析	17

公司基本情况

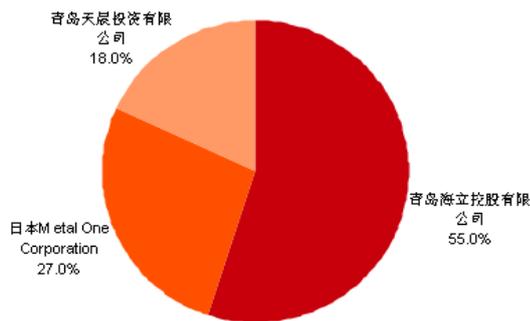
历史沿革

青岛海立美达钢制品有限公司成立于 2004 年 12 月 3 日，由主要发起人海立控股与日本美达王共同投资设立的中外合资经营企业，主要从事钢板的纵切、横切、剪切加工以及有关钢制品零部件的生产及销售。

青岛海立美达股份有限公司是由海立控股、日本美达王、天晨投资共同作为发起人，以青岛海立美达钢制品有限公司 2008 年 12 月 31 日经审计的净资产值 128,841,585.88 元为依据，按照 1.7178:1 的比例折股整体变更设立的外商投资股份有限公司。

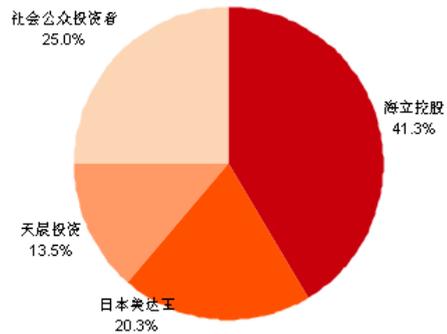
公司主要发起人为海立控股，在改制设立发行人之前，海立控股除持有海立美达有限 75% 的股权外，没有其他重大对外投资。原海立美达有限所拥有的从事钢板的剪切、冲压、焊接、成套组装和一体发泡、精密模具研发制造及电机制造服务、物流配送等业务所需的各项资产和资质整体进入股份公司，公司承继了海立美达有限的所有资产和负债。

图 1： 海立美达发行前主要股东持股情况



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

图 2： 海立美达发行后主要股东持股情况



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

公司本次发行前的总股本为 7,500 万股，本次拟公开发行的股份数量为 2,500 万股，占发行后公司总股本的 25%。

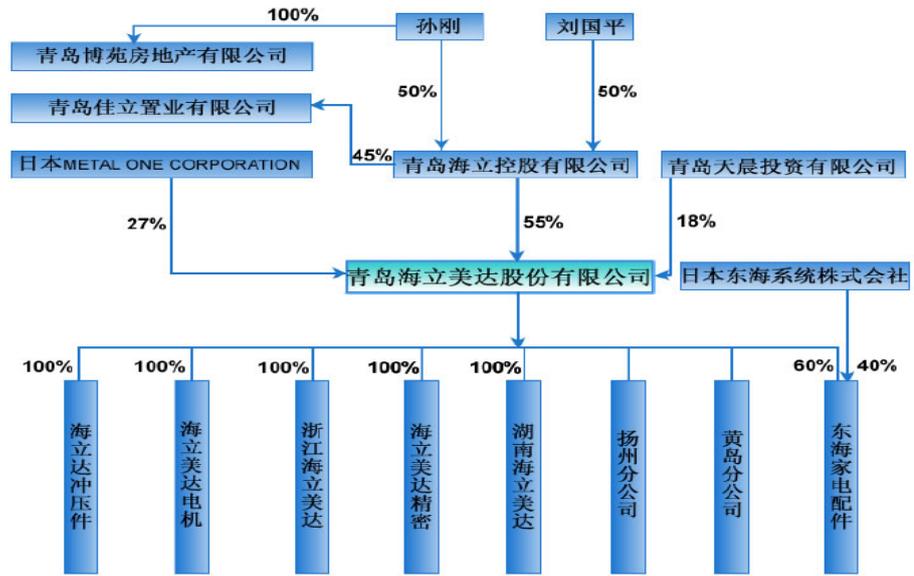
股权结构

公司的实际控制人为孙刚和刘国平，二人为夫妻关系；孙刚、刘国平分别直接持有海立控股 50% 和 50% 的股权。自公司成立以来，孙刚、刘国平一直担任公司的董事并参与公司的决策或经营管理。

变更设立前，主要发起人海立控股将其持有海立美达有限 18% 和 2% 的股权分别转让给天晨投资和日本美达王，海立控股持有发行人的股权比例由 75% 降为 55%；另外，海立控股于 2009 年 5 月投资参股了佳立置业，持有其 45% 的股权。除上述情形外，主要发起人的资产状况没有发生重大变化。

2008 年 11 月，海立控股将其持有海立达冲压件 100% 的股权、海立美达电机 100% 的股权和东海家电 60% 的股权全部转让给有限公司。至此以后，海立控股不再从事具体的经营业务，主要以自有资金对外投资。

图 3： 发行人、控股股东及实际控制人的股权结构



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

需补充说明的是，天晨投资的控股股东为孙震，孙震系公司实际控制人孙刚、刘国平之子，因此，海立控股与天晨投资存在关联关系。

主营业务

公司主营业务为家用电器零部件、汽车零部件和微特电机、电机元件及电机零部件的开发、生产及配送；精密模具的开发、设计与制造等，是国内较大、综合实力较强的家电零部件供应商。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。

公司从 2007 年起开始涉足电机及配件领域，从 2008 年起开始涉足汽车配件领域，各类产品产能均有较大幅度增长，其中家电配件类产品产能从 2007 年的 3,784 万件提高至 2009 年的 4,908 万件，增长了 29.7%，产能利用率从 91.96% 提高至 97.37%；汽车配件从无到有，2009 年产能比 2008 年大幅增长 55%，产能利用率从 12.09% 提高至 81.68%；电机产能 2009 年比 2007 年增长 350%，产能利用率从 67.1% 提高至 80.35%；电机配件亦从无到有，2009 年产能比 2008 年大幅增长 218%，产能利用率达到 91.65%。随着公司产能增加和产能利用率的提高，公司各类产品销售收入也稳步增长，2009 年各类产品销售收入合计比 2007 年增长 87.84%。

表格 1：公司现有产品收入及占比

	2010 年 1—6 月		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	(元/吨)	销售额 比重	销售额	比重	销售额	比重	销售额	比重
钣金产品	1047211631	94.17%	1306475576	95.42%	1095874494	94.04%	711065534.4	97.70%
微特电机	30446796.4	2.74%	24453042.82	1.79%	21796772.14	1.87%	4691127.67	0.64%
一体发泡	19785930.22	1.78%	38048112.32	2.78%	46461947.97	3.99%	11169429.76	1.53%

合计 1097444357 98.69% 1368976731 99.99% 1164133214 99.90% 726926091.8 99.87%

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

公司目前的主要产品分为钣金产品（剪切件、冲压件）、微特电机产品和一体发泡产品三类，从收入构成占比来看，公司营业收入中的 95%左右是由销售钣金产品实现的，电机产品的收入占比为 2%左右。

图 4： 冲压钣金零部件



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

图 5： 变频电机零部件



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

公司拟募集资金建设精密冲压件、变频电动机生产，分别增加产能 1103 万台/套和 300 万台，若本次募投项目顺利实施并达产，假定公司原有钣金产品的销售零增长，则募投项目达产后电机产品的收入占比也不超过 17%，募投项目实施前后的产品结构也不会发生不利变化。

表格 2：公司主要两大募投项目

项目名称	项目总投资额	固定资产投资额	铺底 流动资金	批准机关及文号
精密冲压件生产	16394.2	13038.5	3355.7	即墨市发展和改革委员会 即发改投资【2010】162号
防干扰高效直流变频电动机生产	10366.1	8280.6	2085.5	即墨市发展和改革委员会 即发改投资【2010】161号
总计	26760.3	21319.1	5441.2	

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

公司主营业务具备一定的稳定性。其主要客户为海尔、海信、日立、LG、惠而浦、海立股份（SH600619）、格兰仕、扎努西等知名家电企业，这类客户对进入其全球采购链的供应商的认证极为严格，会全面考察产品质量、公司信誉、供应能力、财务状况、产品价格和社会责任等各重要方面，供应商选定一般会经过寻找供应商→供应商调查→商业评估→工厂评估→合同谈判→产品推荐→跟单等程序，平均花费时间 1 年以上。因此，供应商转换成本较高，除非供应商基本面发生重大不利变化，一般不会考虑更换，公司客户以著名企业为主的特征决定了公司的终端需求具有很强稳定性。

表格 3：主要客户产品供应渠道

客户名称	配套供应产品	客户关系
海尔	空调内机、外机的系列剪切件、冲压件、洗衣机外壳、冰箱、冷柜配件、热水器内胆封头、内胆、外桶、洗碗机配件等	公司被海信电器（北京）授予 2007 年度、2008 年度和 2009 年度战略供应商；被海信空调（山东）评为 2009 年度优秀供应商；被海信日立空调系统评为 2007 年度、2008 年度和 2009 年度优秀协作厂家；被海尔零部件公司评为 2008 年度优秀供应商；被台湾瑞智（青岛）评为 2009 年度优秀供应商。 公司依托本钢、宝钢、武钢、新日铁、浦项等国际知名的钢铁企业建立了良好关系，获得了强大的上游资源保障和规模成本优势。2006 年，公司与青岛宝井（宝钢与日本三井合资）签定了 5 年的战略供货协议；2009 年度公司被武钢华北销售青岛分公司授予“战略用户”；2007 年度-2009 年度公司被本钢集团国际贸易公司授予“战略用户”。
海信	空调内机、外机的系列剪切件、冲压件、风扇电机等；冰箱系列产品的侧板、面板、后背板等；电视机系列的后背板、支架组件等；洗衣机系列围板、后板、底板、电机等	
科龙	冰箱系列产品的侧板、面板、后背板等；空调内机、外机的系列冲压件、风扇电机等；	
海信日立	空调内机、外机的系列剪切件、冲压件、一体发泡产品	
台湾瑞智	压缩机上下壳及配件	
海立股份	压缩机上下壳及配件	
惠而浦	洗衣机电机、箱体、侧板、前板等	
LG	空调风扇电机、压缩机电机配件	
格兰仕	空调内机、外机系列侧板	
扎努西	压缩机上下壳及配件	
上汽通用五菱	汽车加油口门焊合件、中门槛外板焊合件等	
柳州五菱联发	隔板、后车架连接梁等	

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

除了受益下游行业发展外，公司具备一定的地理优势，位于环渤海经济发展区域内，是中国北部家用电器生产集聚地之一，青岛海尔、青岛海信、青岛澳柯玛、天津 LG、天津三星都集中在该区域，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。

图 6： 公司区位优势较为明显



资料来源：华泰联合证券研究所整理

公司主要生产冲压钣金零部件

冲压钣金行业处于高速发展阶段

冲压钣金行业是金属成形加工行业中重要的分行业，金属材料需要经过加工成一定形状后方能实现其应用，其产品涉及家电制造业、汽车制造业、电子电器业、仪器仪表业、装备制造业等诸多方面。

图 7： 冲压钣金行业对产品制造的特殊要求

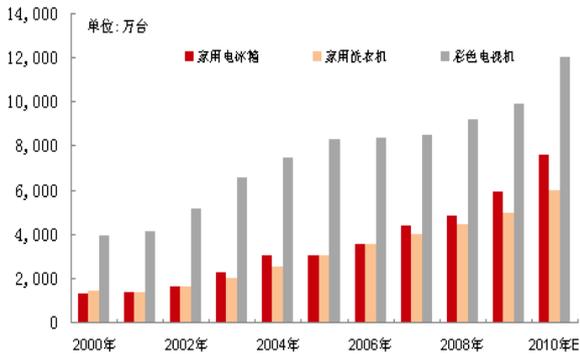
冲压钣金行业
对产品制造的
特殊要求

- 1、**要求产品质量的一致性**，即所有同型号产品质量高度一致，所有同型号产品实现完全互换；
- 2、**装配适合性**，即所有零件必须达到与其他各种零件在装配方面的完美配合，特别是高精度机电设备的精密零部件，要求的尺寸误差非常苛刻；
- 3、**生产的高效性**，即与其他金属成形工艺如铸造、锻造等相比，冲压工艺在生产效率方面具有明显的优势。

资料来源：华泰联合证券研究所整理

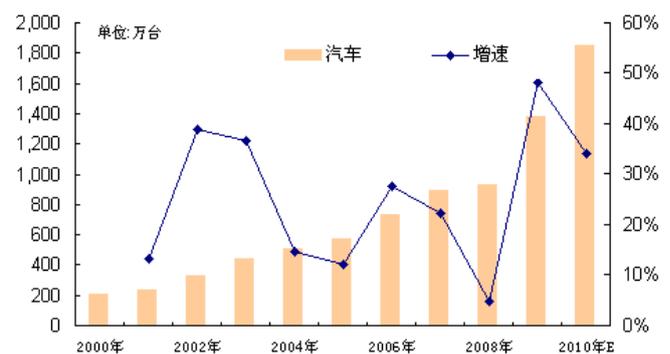
中国是世界制造业中心和消费大国，特别是家用电器、汽车和电机等行业的快速发展，与金属冲压、钣金等零部件的需求迅速增长成正比关系，由于冲压钣金件存在着一定的特殊制造要求，不少跨国企业在将整机制造转移至中国的同时，也将配套工厂转移至中国，对国内配件的采购量也逐年快速增加，带动了国内相关行业快速发展。

图 8： 家电产量增长情况



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所整理

图 9： 汽车产量增长情况



资料来源：国家统计局，华泰联合证券研究所整理

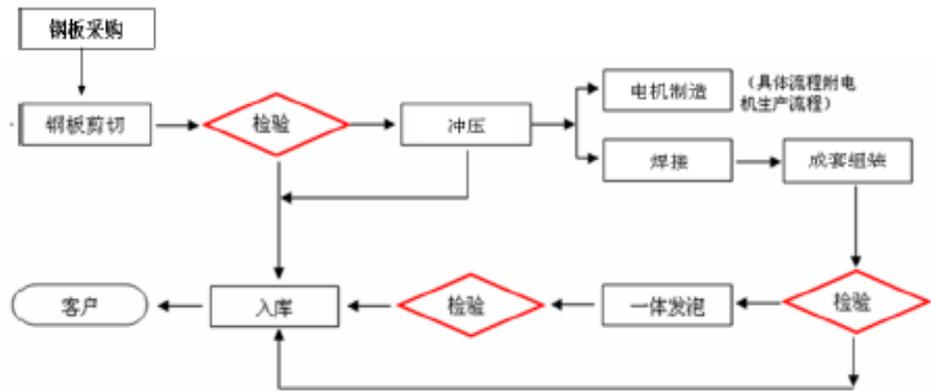
预计 2010 年主要家电产品冰箱、洗衣机、电视的产量将分别超过 7600 台、6000 台、12000 台，年增长率均超过 20%。家电作为家庭必需品需求稳定，全球市场稳定增长，跨国公司原产地转移，中国产业规模扩张；质量和价格优势为中国产品带来了良好的发展机遇，国家推行城镇化战略有利于家电产品增长；而富民政策逐步推行，农村市场开始启动，可持续发展战略实施节能产品标准，促进了家电产品的更新换代步伐。

根据汽车工业协会统计，近年我国的汽车工业发展迅速，2000年-2010年的平均年增长率超过20%，预计2010年汽车产量将接近1900万辆，增幅仍超过30%，目前已经成为世界第一大汽车消费国和生产国。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。在汽车工业较发达的日本，其汽车冲压钣金零部件的销售额占冲压钣金行业总销售额的68%以上。

薄钢板采购为其主要成本支出

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。钢板剪切、冲压的发展使电机、一体发泡的原材料成本大大降低，从而带动了电机、一体发泡的发展，而电机、一体发泡的发展为钢板剪切和冲压提供了大量的业务，可相互促进、共同发展。

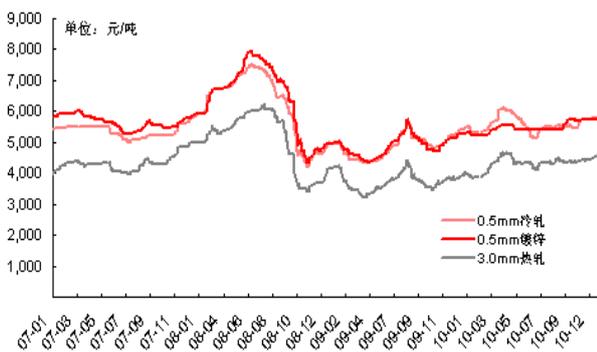
图 10： 公司产销模式示意图



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

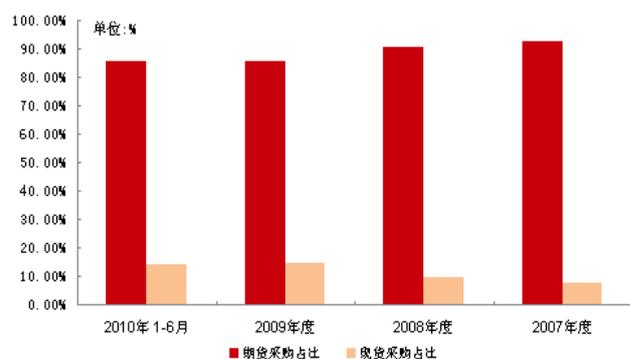
公司产品所需的主要原材料为各种规格的薄钢板（厚度 0.35-4.00 毫米），其次为铜线和铝锭。2007 年度、2008 年度、2009 年度和 2010 年 1-6 月，公司主要原材料成本占营业成本的比重分别为 94.74%、95.21%、95.55%和 95.16%，其中热轧卷、冷轧卷和热镀锌卷的消耗量占营业成本的 80%以上，近三年的平均价格基本在 ±20% 的区间内波动。

图 11： 主要钢铁薄板价格变动情况



资料来源：华泰联合证券研究所整理

图 12： 公司原材料采购以期货为主



资料来源：华泰联合证券研究所整理

公司一般于每年年初与客户就产品价格进行确认，原则上一年有效。2010 年上半年公司主要产品所需原材料钢板的采购基价上涨约 26%，从而导致公司的主要产品售价提高，使得营业收入也相应增加。因钢材的市场价格波动较大，公司开发的客户大都是按锁定资源量及价格的定价模式。

公司自成立伊始即确定成本控制为先的战略，与原材料供应商本钢、宝钢和武钢等大钢厂建立了战略合作关系，享有钢厂的最佳优惠政策，主材的采购由公司同客户共同确定供货厂家，公司的主要原材料钢材卷料大都来自国内外知名钢厂：宝钢、武钢、本钢、新日铁、浦项等，并与宝钢、武钢、本钢建立了战略合作伙伴关系，与新日铁和浦项建立了稳定的合作关系。辅料按照货比三家的模式进行市场采购。

表格 4：公司主要业务及采购情况

产品类别	收入分类	所需主要原材料	产品定价方式	原材料价格波动对盈利能力影响
钣金产品	家电配件类产品、汽车配件类产品和电机配件类产品	热锌、电锌、冷轧、热轧、镀锌、硅钢	钢材采购基价+材料损耗费+各项运杂费+加工费（含模具费）+合理利润	基本没有影响（注）
微特电机产品	电机	硅钢、铜线、铝锭	通过招标确定或协议价格	有
一体发泡产品	原包含在家电配件类中	热锌、聚苯乙烯 EPS(S-A)、聚苯乙烯 PS(466S)	通过招标确定或协议价格	有

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

注：公司营业收入中的 95%左右是由销售钣金产品实现的，而钣金产品的主营业务成本、毛利基本不受原材料价格波动的影响，从而使公司盈利能力受原材料价格波动的影响仅来自于营业收入中占比不高的微特电机产品和一体发泡产品。

家电配件为公司主要营业收入源泉

海立美达冷冲压钣金模具业务规模和设计制作水平在本地区同行业中处于领先地位，截至 2010 年 6 月底公司供货份额已占海信空调、海信日立钣金冲压产品总采购额的 70%以上，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、海信日立等大客户的新品开发首选单位。

从公司近年家电配件的产品销售情况来看，公司不断调整产品结构，市场前景较好、产品附加值较高的冲压产品、微特电机产品的销售比重不断增加，保证了公司综合毛利率处于稳步上升的趋势，盈利能力持续增强，同时公司还与海尔、海信、科龙、海信日立签订了 5-10 年的战略合作协议。

表格 5：公司冲压钣金零部件产品销售情况

年度	客户	产品	销售量(万件)	销售金额(万元)	均价(元/件)
2010 年	上海中钢投资集团有限公司	家电配件	639.21	17346.82	27.14
1-6 月	青岛海尔零部件采购有限公司	家电配件	275.01	13096.72	47.62
	海信(山东)空调有限公司	家电配件	156.75	5609.05	35.78
	青岛海信日立空调系统有限公司	家电配件	427.42	5297.86	12.39
	海信容声(扬州)冰箱有限公司	家电配件	85.42	4568.62	53.48

	合计		1583.81	45919.07	28.99
2009 年	青岛海尔零部件采购有限公司	家电配件	574.75	18346.11	31.92
	上海文佳金属材料有限公司	家电配件	788.97	16860.22	21.37
	青岛海信日立空调系统有限公司	家电配件	577.84	8973.93	15.53
	海信(山东)空调有限公司	家电配件	222.82	8137.42	36.52
	佛山市精钢贸易有限公司	家电配件	249.31	8035.37	32.23
	合计		2413.69	60353.05	25.00

资料来源: 公司招股说明书, 华泰联合证券研究所整理

2010 年上半年, 公司加强了新客户的开发力度, 使得客户数量由 2009 年度的 277 家上升至 2010 年上半年的 376 家。2010 年上半年新开发的广州万宝、天津扎努西、靖江新城汽车、天津 LG 等新客户实现营业收入为 20,649 万元, 占上半年营业收入的 18.57%。

根据战略合作协议, 未来 5 年内, 公司将继续保持与海信等大客户的密切合作, 在现有产品销售份额的基础上进一步扩大产品供给种类和供应量。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, 将给公司带来新的利润增长点。

微特电机增强企业的发展后劲

海立美达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, 通过不断加大科技研发投入, 开发高端的高新技术系列产品, 抢占技术制高点, 增强企业的发展后劲。

公司自 2005 年开始筹建防干扰高效直流变频电机生产项目, 该项目属于国家重点支持的节能项目, 符合国家扶持的产业政策。目前公司已经自主开发出多种产品及多项专有技术, 其中高效直流变频电机、部分电机核心部件已获多项国家专利。海尔、海信、惠而浦、海信日立等客户派员参与永磁直流无刷电机的联合开发、测试、匹配等全过程, 提高了产品的推进速度, 同时利用客户资源, 使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。

表格 6: 公司电机及配件产品销售情况

年度	客户	产品	销售量(万件)	销售金额(万元)	均价(元/件)	
2010 年	海信相关企业	电机类	46.3	1641.49	35.45	
	1-6 月	瑞智(青岛)精密机电有限公司	电机配件类	78.91	1455.26	18.44
		乐金电子(天津)电器有限公司	电机类	7.38	706.54	95.74
		中山东菱威力电器有限公司	电机类	6.22	375.55	60.38
		青岛华兴大制冷电器有限公司	电机类	7.42	298.18	40.19
	合计		146.23	4477.02	30.62	
2009 年	瑞智(青岛)精密机电有限公司	电机配件	123	1479.7	12.03	
	海信相关企业	电机	26.41	1004.96	38.05	
	淮安威灵电机制造有限公司	电机及配件	57.48	901.24	15.68	
	青岛海立电机有限公司	电机配件	57.99	858.93	14.81	

青岛华兴大制冷电器有限公司	电机	18.47	669.48	36.25
合计		283.35	4914.31	17.34

资料来源: 公司招股说明书, 华泰联合证券研究所整理

目前国际市场微型电机年需求量约在 100 亿台左右。通常家庭微电机的数量用来衡量一个地区经济的发达程度, 美国家庭平均在 58 台左右, 我国家庭平均约为 14 台(城市家庭约为 20-30 台), 与发达国家差距还非常大, 近年国内电机市场增速保持在 20% 左右, 远高于发达国家年增速约 5% 左右的水平。随着我国经济的发展和人民生活水平的提高, 国内微型电机市场发展潜力巨大。

公司目前在微特电机制造方面拥有 10 项专利(实用新型), 在模具、冲压方面拥有 7 项专利(实用新型), 在剪切方面拥有 7 项专利(实用新型)。公司开发设计的冰箱用直流无刷电机, 与进口样机比较, 在噪音及其它性能满足客户要求的情况下, 额定效率提高 3 个百分点, 完全能够替代进口。

募投项目促进公司未来发展

纵向发展进一步拓宽精密冲压生产线

未来几年内, 家电零部件的生产服务仍然是公司最主要的收入和利润来源, 微特电机产品、汽车零部件产品的生产和销售将是公司新的利润增长点。随着国家对家电、汽车行业的扶持, 该类产品的更新换代步伐加快, 再加上国内居民收入消费水平的逐步提高, 对家电、汽车的消费需求量快速上升, 公司主营业务将得到持续稳定的发展机遇。

公司积极进一步拓宽精密冲压生产线产能, 项目建设期为 2 年, 计划从 2010 年 1 月开始, 至 2011 年 12 月建成投产, 新增产能 1103 万台/套。

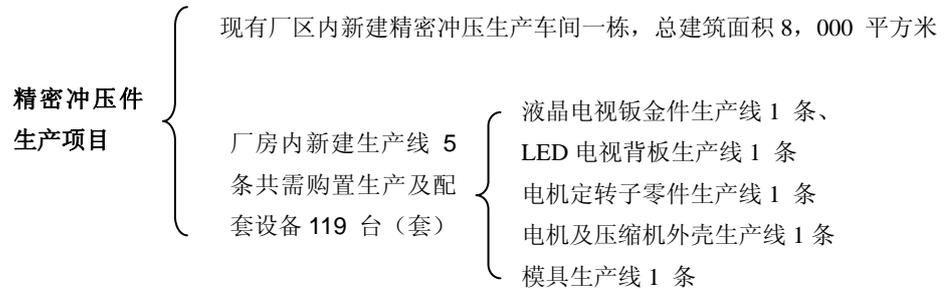
表格 7: 公司新增精密冲压钣金产能统计

序号	产品型号	年产量(万台/套)
1	液晶电视面、背板冲压件	433
1.1	19 寸模组钣金件	73
1.2	26 寸模组钣金件	180
1.3	32 寸模组钣金件	180
2	LED 电视背板冲压件	150
2.1	26 寸钣金件	40
2.2	32 寸钣金件	80
2.3	37 寸钣金件	30
3	高效电机定转子铁芯冲压件	210
4	高效电机外壳冲压件	210
5	压缩机外壳冲压件	100
6	小计	1103

资料来源: 公司招股说明书, 华泰联合证券研究所整理

通过进一步拓宽精密冲压件产能，未来的三到五年公司将以调整产品结构为中心，不断加大毛利率较高的精密冲压件产品在整体销售中的比重，使精密冲压产品的年销售收入达到 6 亿元以上，不断提高精密冲压件产品的市场份额，使精密冲压产品的销售占比达到 30%以上，保持公司利润的两位数增长。

图 13： 公司精密冲压件生产项目构成



资料来源：华泰联合证券研究所整理

除了家电配件外，公司还将加大汽车零部件产品的研发力度，重点开发吉利汽车、烟台通用和众泰汽车等客户，拟在湘潭、烟台等地建立当地化加工中心，来满足客户对成套服务不断增长的需求，使汽车零部件业务保持 30%以上的增长。

变频电机项目将成为公司新的利润增长点

目前我国微特电机生产企业 1,000 家以上，其中绝大部分企业产品开发能力不强，自主创新能力较弱，产品多是仿制产品，以低端伺服电机和有刷电机为主。

电机设计能力集中在少数龙头企业，根据行业调研结果，我国目前具有电机自主设计能力的企业只有 30 家左右。大部分微特电机属于劳动密集型产品，毛利率较低，企业需要具备一定生产规模，才能降低成本进而产生效益，专注于微特电机行业、具有规模化优势的企业将最终胜出。

公司目前已经与海信空调（山东）、海信电器（北京）、海信惠而浦（浙江）、海信日立等客户签订了委托开发协议，预计该项目达产后，可达年产 300 万台电机的能力。

表格 8： 公司主要客户对变频电机需求统计

序号	产品型号	规划需求量（万台）	客户
1	冰箱蒸发器冷凝器风机电机	200	海尔
2	分体空调室外电机	70	海尔
3	分体空调室内（柜机）电机	50	海信
4	多联机空调室外电机	25	三菱海尔
5	吊顶空调室内电机	30	海信日立
6	冰箱压缩机直流电机	30	海信惠而浦
	合计	405	

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

项目财务内部收益率为 36.3%（全部投资），当产品售价、成本、产量及投资发生变化时项目的财务内部收益率（IRR）变化如下：

表格 9：变频电机收益率预测

变化因素/ 变化范围	价格	成本	产量	固定投资
		内部收益率（税后）		
-10%	15.30%	59.60%	15.30%	38.90%
-5%	26.40%	48.20%	26.40%	37.60%
0%	36.30%	36.30%	36.30%	36.30%
5%	45.70%	24.10%	45.70%	35.30%
10%	54.40%	11.00%	54.40%	34.20%

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

项目正常年份盈亏平衡点时的生产能力利用率为：

$$\text{生产能力利用率 (BEP)} = \frac{\text{固定成本}}{\frac{\text{销售收入} - \text{销售税金} - \text{可变成本}}{\text{产量}}} \times 100\% = 52.70\%$$

$$\text{盈亏平衡点的产量} = 300 \text{ 万台} \times 52.70\% = 158 \text{ 万台}$$

从盈亏平衡分析看，本项目的产量只要达到158万台即可保本，公司已分别与LG、海信、扎努西、青岛海立电机、宝兰格等客户签订了2011年的供货协议，为变频电机投产后的订单打下了稳固的基础。具体情况如下：

表格 10：公司主要客户 2011 年变频电机订单情况

序号	客户名称	产品名称	协议需求量（万台）
1	海信惠而浦	冰箱用变频电机	20
2	海信空调（山东）	空调用变频电机	10
3	海信电器（北京）	冰箱用变频电机	15
4	海信日立	空调用变频电机	20
5	天津扎努西	冰箱压缩机变频电机	50
6	青岛海立电机	冰箱压缩机变频电机	30
7	青岛宝兰格	冰箱压缩机变频电机	50
		合计	195

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所

防干扰高效直流变频电动机产品是公司的重点拓展方向，公司计划以募集资金投入，以自有专利技术为主，重点开发防干扰高效直流变频电动机，提升公司电机产品的档次、品质和技术含量。目前国内此类电机技术尚不成熟，产品主要依赖进口，随着家电产品对静音、高效、节能要求的不断提高，该类产品的市场需求前景广阔。

盈利预测

特殊定价模式保障毛利率相对稳定

公司主要产品的定价模式为：销售价格=原材料采购基价（客户确认）+各项运杂费+材料损耗费+加工费（含模具费）+合理利润，期货采购为其主要模式，由公司组织现货采购，采购数量、价格和利用率损失等都由双方共同确认并在结算时执行。

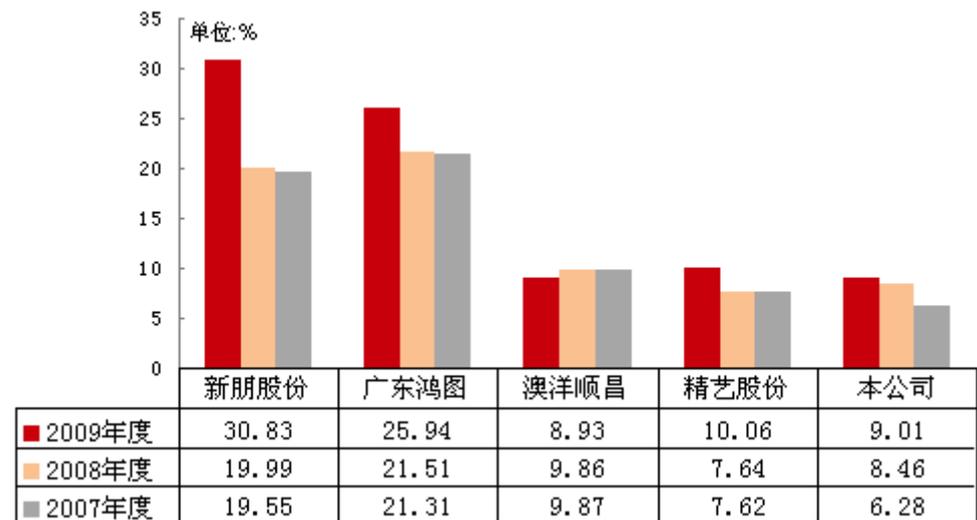
表格 11：公司主营业务收入及成本情况

万元，%	2008 年度		2009 年度		2010 年 1-6 月
	金额	增长率	金额	增长率	金额
主营业务收入	116, 258.42	60.10%	136, 401.16	17.33%	109, 744.44
其他业务收入	279.43	74.69%	508.68	82.04%	1, 460.93
合计	116, 537.85	60.13%	136, 909.84	17.48%	111, 205.37
主营业务成本	106, 533.54	56.40%	124, 185.24	16.57%	99, 857.08
其他业务成本	151.2	68.86%	391.11	158.67%	1, 320.61
合计	106, 684.74	56.42%	124, 576.35	16.77%	101, 177.69

资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

2007~2009 年公司主营业务收入复合增长率为 37.04%；公司主营业务成本随着收入的增长而增长，近三年复合增长率为 35.02%，公司综合毛利率分别为 9.02%、9.01%、8.46%和 6.28%，各期的毛利率水平波动较小，呈现平稳增长的态势。

图 14： 可比公司毛利率情况



资料来源：公司招股说明书，华泰联合证券研究所整理

从可比公司盈利情况来看，公司 2008 年才进入汽车用金属配件市场，在该细分市场的知名度不高，产品议价能力不强。公司的毛利率略低于为汽车、通讯行业配套的新朋股份和广东鸿图；澳洋顺昌和精艺股份所服务的主要对象为家电行业，与公司相同，其中澳洋顺昌的主营业务是以镀锌薄板为主的钢铁薄板套裁和物流配送，与公司的钢板剪切业务最为接近。

相对估值法：32.2~36.8 元

基于对公司未来产品产量、价格及毛利率的分析与预测，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.92 元、1.19 元、2.25 元。

表格 12：公司产量、价格及毛利率预测关键假设

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年上半年	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
主营业务收入 (百万元)	726.17	1162.58	1364.01	1097.44	2013.18	2425.01	2965.05
主营业务成本 (百万元)	721.48	1126.47	1288.84	1005.78	1859.63	2238.24	2639.30
综合毛利率		3.21%	5.83%	9.11%	8.26%	8.34%	12.34%
产量 (万件)							
家电配件类 (万件)	3480	4161	4779	3813	6937	7591	8137
汽车配件类	-	27	278	411	740	814	1150
电机 (万台)	13	61	72	72	130	143	353
电机配件类 (万件)	-	105	321	291	509	568	568
销售单价 (元/件)							
家电配件类	20.7	27.1	27.0	26.4	26.8	29.5	32.4
汽车配件类		7.0	4.9	7.1	6.3	6.9	7.6
电机	35.0	35.7	33.8	42.3	37.3	41.0	45.1
电机配件类		11.9	11.6	11.0	11.5	12.7	13.9
综合毛利率 (万元)							
家电配件类	6%	8%	9%	9%	8%	8%	8%
汽车配件类	-	15%	22%	16%	17%	18%	17%
电机及配件类	-17%	15%	15%	14%	15%	15%	14%
综合毛利率	6%	8%	9%	9%	9%	9%	9%

资料来源：华泰联合证券研究所整理

我们采用相对估值确定公司合理价值，选取向家电、汽车等行业提供冲压钣金零部件的新朋股份、精艺股份、广东鸿图作为可比公司，以 2010 年 12 月 28 日收盘价计算，可比公司 2010 年平均市盈率为 35 倍左右，澳洋顺昌 PE 为 38.9；同时考虑到公司盈利模式与澳洋顺昌最为接近，按 2010 年 35~40 倍市盈率、EPS 为 0.92 元计算，公司当前对应的合理价值区间在 32.2~36.8 元。

表格 13：可比公司估值情况

代码	简称	最新价 格 (元)	每股收益 (元)			市盈率			市净率
			09A	10E	11E	09A	10E	11E	
2010-12-28									
002328	新朋股份	19.53	0.67	0.70	0.97	38.7	28.0	20.2	2.8
002101	广东鸿图	32.71	0.68	0.76	0.95	58.5	43.1	34.4	5.95
002245	澳洋顺昌	17.44	0.31	0.45	0.58	85.2	38.9	30.3	6.87
002295	精艺股份	16.99	0.54	0.60	0.84	39.1	28.3	20.3	2.84
	均值		0.55	0.63	0.83	55.4	34.6	26.3	

资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

绝对估值法：38.93 元

根据对行业及公司前景预测，未来公司三年全面摊薄的每股收益分别为 0.92 元、1.19 元、2.25 元。在无风险利率 3%，β 系数 1，WACC 为 7.9%，所得税 25%，永续增长率 2% 的假设下，公司每股现金流折现核心价值为 38.93 元左右。

表格 14：DCF 估值敏感性分析

WACC (%)	0	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	
5.90%	40.42		48.78	61.44	82.80	126.63
6.90%	33.83		39.66	47.87	60.29	81.26
7.90%	28.93		33.20	38.93	46.99	59.17
8.90%	25.14		28.40	32.60	38.21	46.12
9.90%	22.14		24.69	27.88	32.00	37.52

资料来源：wind，华泰联合证券研究所整理

综合上述，我们预计当前公司合理价值区间在 32~39 元之间，对应 2010 市盈率 35 倍左右。

风险提示

1、销售客户集中风险

公司对海信等战略客户依赖较重，如重点家电客户减少订单或其生产经营发生重大不利变化，可能会给公司的生产和销售带来不利影响。

2、钢材价格波动风险

主要原材料价格出现大幅波动，将对公司营运资金的安排和生产成本的控制带来不确定性，公司在生产经营过程中必须面对主要原材料价格大幅波动引致的风险。

3、管理风险

公司实际控制人为孙刚、刘国平夫妇及关联企业天晨投资，管理层的业务素质及管理水平不能适应公司经营规模迅速扩张的需要，以及公司组织模式和管理制度未能随着公司经营规模的扩大而及时调整与完善，将给公司带来一定的管理风险。

4、募集资金投向风险

募投项目在实施过程中仍存在技术风险、市场拓展风险、原材料成本风险以及固定资产折旧费增加的风险。

5、短期偿债能力不足风险

公司的负债结构不尽合理，全部为流动负债，没有长期负债。随着公司经营规模的不断扩大，资产负债率一直处于较高水平，且公司在银行的信用评级较高、综合授信额度大，一旦银行信贷政策发生重大变化，短期内将增加公司的偿债风险。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	497	1480	1621	1956	营业收入	1369	2013	2425	2965
现金	132	969	1004	1222	营业成本	1246	1860	2238	2639
应收账款	105	151	183	223	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收款	5	6	7	9	营业费用	12	17	21	26
预付账款	45	53	70	80	管理费用	21	26	34	40
存货	192	301	356	422	财务费用	12	-8	-17	-20
其他流动资产	19	0	0	0	资产减值损失	3	7	6	6
非流动资产	140	307	394	372	公允价值变动收	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	102	225	320	298	营业利润	74	110	142	273
无形资产	36	46	57	65	营业外收入	4	3	3	3
其他非流动	2	35	18	9	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	638	1786	2015	2328	利润总额	77	112	145	275
流动负债	443	545	650	728	所得税	13	16	21	40
短期借款	74	104	94	98	净利润	65	97	124	235
应付账款	85	123	150	176	少数股东损益	2	4	5	10
其他流动负	284	317	406	454	归属母公司净利	62	92	119	225
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	98	117	151	284
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.83	0.92	1.19	2.25
其他非流动	0	0	0	0					
负债合计	443	545	650	728	主要财务比率				
少数股东权	4	8	14	24	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	75	100	100	100	成长能力				
资本公积	54	979	979	979	营业收入	17.5%	47.0%	20.5%	22.3%
留存收益	62	154	272	497	营业利润	39.6%	49.4%	29.4%	91.3%
归属母公司	191	1233	1351	1576	归属母公司净利	40.9%	47.6%	28.6%	89.8%
负债和股东	638	1786	2015	2328	获利能力				
					毛利率(%)	9.0%	7.6%	7.7%	11.0%
					净利率(%)				4.6%
					ROE(%)	32.8%	7.5%	8.8%	14.3%
					ROIC(%)	53.1%	23.4%	23.5%	45.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	69.5%	30.5%	32.3%	31.3%
					净负债比率(%)	16.79%	19.15%	14.53	13.43
					流动比率	1.12	2.71	2.49	2.69
					速动比率	0.69	2.16	1.95	2.11
					营运能力				
					总资产周转率	2.37	1.66	1.28	1.37
					应收账款周转率	15	16	15	15
					应付账款周转率	16.41	17.84	16.38	16.18
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.62	0.92	1.19	2.25
					每股经营现金流	1.26	0.31	1.41	2.03
					每股净资产(最	1.91	12.33	13.51	15.76
					估值比率				
					P/E	64.06	43.40	33.75	17.78
					P/B	20.99	3.24	2.96	2.54
					EV/EBITDA	30	25.13	20	10

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们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。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn