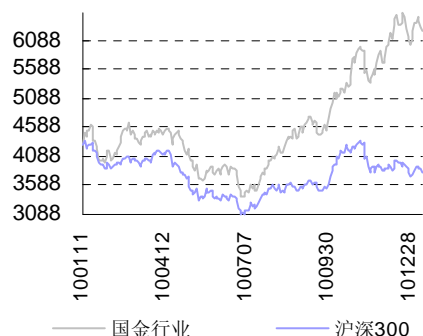


目标价格(人民币): 35.00-37.00元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

发行价(元)	40.00
发行A股数量(百万股)	25.00
总股本(百万股)	100.00
国金金属制品指数	6228.78
沪深300指数	3108.19
中小板指数	7242.10



家电钣金件龙头, 外延拓展直流变频电机

公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.891	0.833	0.865	1.160	1.436
每股净资产(元)	2.58	2.54	12.27	12.88	13.72
每股经营性现金流(元)	1.04	1.68	1.20	1.28	1.98
市盈率(倍)	0.00	0.00	45.51	33.92	27.41
行业优化市盈率(倍)	14.67	37.44			
净利润增长率(%)	86.03%	40.93%	38.52%	34.16%	23.73%
净资产收益率(%)	34.58%	32.77%	7.05%	9.01%	10.47%
总股本(百万股)	49.70	75.00	100.00	100.00	100.00

来源: 公司年报、国金证券研究所

基本结论、价值评估与投资建议

- 家电钣金件细分行业龙头: 公司是以家电钣金件为主的家电零部件、汽车零部件和微特电机制造商; 09年收入13.7亿, 其中90%为家电钣金件收入。07-09年公司连续在家用电器零部件钣金生产领域排名第一位。
- 公司的竞争力主要体现在 1) 专业化经营管理团队; 2) 积累的优质客户资源。钣金件行业经营主体大多为中小型企业, 他们无论在产品创新能力、质量控制还是一站式满足客户需求的服务能力上都不及专业化经营团队的竞争能力; 因此专业化零配件供应商更易稳固现有市场资源, 继而凭借上述竞争力去拓展更多的客户资源。同时, 对于优质客户资源的积累不仅成为继续开拓新客户资源的有效证明, 而且可使公司在经营多元化业务领域时享受客户资源的协同效益。
- 募集资金投向: 1) 精密冲压件业务; 2) 高效直流变频电机业务:
 - 精密冲压件业务符合“非核心配件的外包化”趋势, 且随着产品结构的改善, 家电钣金件业务的盈利能力也当有所改善。
 - 高效直流变频电机业务前景广阔, (据统计, 在国内, 市场上以中低端电机产品为主, 电机的平均能耗明显高于国外, 高效能电机的市场占有率仅为10%; 市场存在着约6000万台巨大缺口。
 - 公司凭借技术优势和客户资源协同优势, 2011年在签订单即有195万台。在“十二五”节能减排大环境下, 我们预计其高效直流变频电机业务未来两年收入增速均可达到150%以上。
- 预计2010-2012年收入分别为19.72亿、24.43亿和28.93亿, 同比增长44%、24%和18%; 未来三年净利润增速分别为39%、34%和24%, 对应的EPS分别为0.865元、1.16元和1.436元。
- 我们选取了业务属性、产品结构相一致的10家上市公司作为估值参考目标, 发现10家可比上市公司10年和11年平均动态市盈率分别为38X和28X。考虑到公司未来成长性以及当前规模情况, 我们认为公司合理的估值区间为40X10PE/32X11PE, 合理价值区间为35-37元。

风险提示

- 原材料上涨导致盈利能力低于预期的风险; 下游客户过于集中导致的经营风险。

王晓莹 分析师 SAC 执业编号: S1130210040006
(8621)61038318
wangxiaoying@gjqz.com.cn

苏青青 联系人
(8621)61357504
suqq@gjqz.com.cn

内容目录

海立美达：家电钣金件龙头供应商	4
主营业务以家电钣金件为主，目前综合毛利率较低.....	4
股权结构家族烙印较强	4
募投项目：做好主业的同时，顺势而为发展直流变频电机业务	5
精密冲压件项目符合“非核心配件外包化”增长逻辑，并能改善产品结构..	6
高效直流变频电机项目前景广阔，公司可享受先发优势带来的成长契机	6
行业分析：家电汽车销量增长将拉动钣金件业务发展	7
钣金件行业格局及竞争关键点分析.....	7
家电和汽车行业的持续增长还将带动钣金行业继续增长	7
专业化经营管理团队将使公司更易成功拓展新市场.....	8
公司成长性分析：规模扩张、结构调整及多元化共筑未来	9
规模扩张将使公司有余力服务更多客户	9
发展高端化家电零配件业务，提升整体盈利能力	10
进军汽车和电机领域，拓展更加广阔的发展空间	10
盈利水平较为稳定.....	11
盈利预测和估值.....	12
盈利预测	12
预测结论与估值.....	13
风险提示	15
附录：三张报表预测摘要	16

图表目录

图表 1：各项产品历史收入图	4
图表 2：各项产品历史毛利率变化图	4
图表 3：发行前后公司股权结构图	5
图表 4：本次募投项目	6
图表 5：精密冲压件规划项目明细表及对应产能	6
图表 6：主要客户对变频电机的规划需求	7
图表 7：2010-2012 年家电各子行业内需销量预测（万台）	8
图表 8：汽车各细分行业销量预测	8
图表 9：钣金件行业中主要厂商特点总结	9
图表 10：报告期内公司客户数量稳步增加（单位：个）	9
图表 11：主要客户及相应产品表	10
图表 12：与业务可比上市公司毛利率对比及差异分析	11

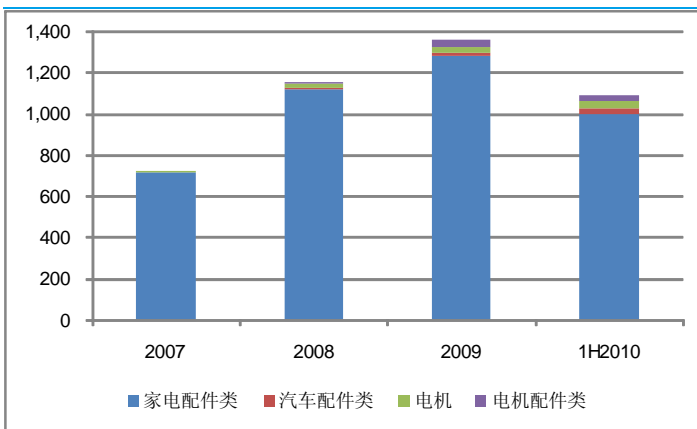
图表 13: 公司人均创造收益处于行业一般水平	12
图表 14: 历史产能及未来新增产能预测表	12
图表 15: 四种产品销量/产能预测及未来产品销量预测表.....	13
图表 16: 可比上市公司估值一览表.....	13
图表 17: 分产品销售预测表.....	14
图表 18: 原材料价格上涨对历史盈利能力的敏感性分析可见, 公司盈利情况受 原材料价格波动影响较大.....	15

海立美达：家电钣金件龙头供应商

主营业务以家电钣金件为主，目前综合毛利率较低

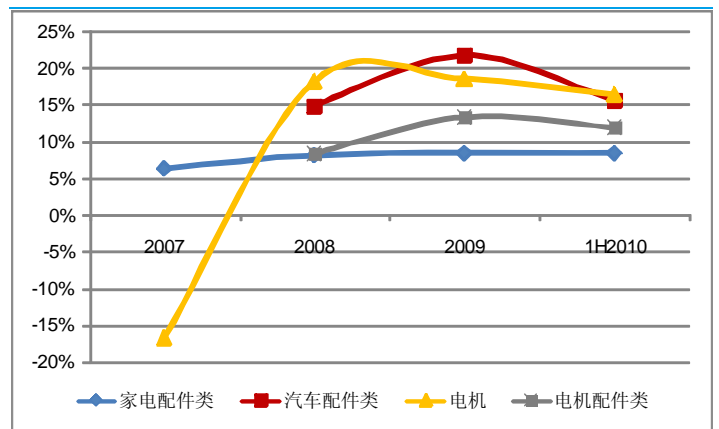
- 公司是专业的家电零部件、汽车零部件和微特电机制造商，主要从事各类金属冲压钣金件和微特电机的生产、销售与服务。主要产品有冰箱零部件、空调零部件、平板电视零部件、汽车零部件及微特电机；09年收入规模达13.7亿，家电配件类产品仍占据收入的90%以上，但汽车配件类、电机和电机配件类产品收入比重正在逐步加大（图表1）。
- 07-09年公司连续三年在家用电器零部件钣金生产领域排名第一位。从家电细分市场来看，公司家电钣金产品主要用于空调和彩电、比例分别为60%和30%，冰洗约10%左右。
- 公司属于家电上游配件商，钣金件产品的定价模式为：销售价格=原材料采购基价（客户确认）+各项运杂费+材料损耗费+加工费（含模具费）+合理利润，由于钣金件占比很大，且在产业链中话语权一般，因此毛利率水平较低，只能获得合理毛利水平（图表2）。
 - 家电配件类毛利率水平较低，近三年有小幅提升趋势，主要系精密冲压件产品占比提升所致；
 - 公司从08年开始涉足汽车配件领域，由于09年汽车行情火爆，且原材料价格整体处于低位，导致09年汽车配件类产品毛利率较高，而2010年上半年产品毛利率下滑主要系原材料价格上涨所致；
 - 公司从07年起开始涉足电机及配件领域，07年电机及配件毛利为负数，系因当年为试生产期，生产工艺尚未成熟所致，随着生产工艺逐步完善，毛利率也达到正常水平；

图表1：各项产品历史收入图



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表2：各项产品历史毛利率变化图



股权结构家族烙印较强

- 公司股权结构如图表3。海立控股股东是为孙刚、刘国平二人，而天晨投资控股股东为孙震，系孙刚和刘国平之子。上市前未进行管理层股权激励，因此海立美达股权结构中家族企业烙印较强。

图表4: 本次募投项目

项目名称	投资总额 (万元)	建设期投资金额(万元)		预计达产后年销售收入 (万 元)
		第一年	第二年	
精密冲压件生产项目	16394	6558	6481	40810.8
防干扰高效直流变频电动机生产项目	10366	3628	4652	53200
合计	26760	10186	11133	94010.8

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

精密冲压件项目符合“非核心配件外包化”增长逻辑, 并能改善产品结构

- 我们曾在《看好降低成本或锦上添花型的非核心配件公司》报告中曾梳理过配件类上市公司的成长逻辑, 其中很重要的一条是看好非核心配件的外包化趋势发展, 认为家电整机企业不可能再走大而全的发展路径, 将一些他们认为不太重要的零配件外包给专业制造商去生产。
- 精密钣金冲压件正是符合这一成长逻辑, 因此将受益于外包趋势。
- 由于这类公司在产业链中处于两头夹击的尴尬位置(上游是大型原材料供应商、下游是大白电旗舰企业), 话语权并不大, 往往在产业链景气度下滑时, 成为两头夹击的牺牲品, 盈利水平容易遭受成本转嫁或是下游压制的不良影响。而又由于本身产品技术含量不高, 只能享受行业合理利润率水平; 因此只能通过产品结构的提升来改善毛利水平。
- 该项目有利于改善公司现有产品结构, 对于抵抗毛利率下滑有一定的积极作用。

图表5: 精密冲压件规划项目明细表及对应产能

产品型号	年产量(万台/套)
液晶电视面、背板冲压件	433
LED电视背板冲压件	15
高效电机转子铁芯冲压件	210
高效电机外壳冲压件	210
压缩机外壳冲压件	100
合计	1103

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

高效直流变频电机项目前景广阔, 公司可享受先发优势带来的成长契机

- 高效直流变频电机顺应了时代发展的需要: 据统计, 电机用电量约占全世界用电量的 60%, 电机节能对于节约能源、环境保护等具有相当重要的作用。
- 发达国家 70%和我国 10%的占比差距: 目前在发达国家中, 70%家电产品采用了高效电机, 节能效果显著。但在国内, 市场上以中低端电机产品为主, 电机的平均能耗明显高于国外, 高效能电机的市场占有率仅为 10%; 国内企业的空调、洗衣机中电机产品技术含量较低, 生产高效能变频电机厂家很少, 因此市场格局方面存在着一个供给的巨大缺口。
- 此外, 2011 年内高效电机将开始强制推行(国家标准化委员会在 2006 年发布《中小型三相异步电动机能效限定值及节能评价》, 规定从 2011 年 7 月 1 日以后将禁止销售 3 级能效电机, 意味着 2012 年以后, 高效节能电机将全面取代传统高能耗电机), 普通电机将不能生产销售, 按目前高效电机市场份额比例算, 到 2011 年我国高效电机市场增量预计有 500 亿元以上, 市场前景十分广阔:
 - 目前, 国内生产高效直流变频电机的厂家主要有杭州松下、浙江平湖芝浦、东莞信浓等, 年产量约 1160 万台; 而预计到 2015 年我国对高

效直流变频电机需求可达 7170 万台，市场缺口为 6000 万台，因此未来几年将是变频电机替代传统耗能电机的快速发展期。

图表6: 主要客户对变频电机的规划需求

产品型号	规划需求量 (万台)	客户
冰箱蒸发器冷凝器风机电机	2 0	海尔
分体空调室外电机	70	海尔
分体空调室内 (柜机) 电机	50	海信
多联机空调室外电机	25	三菱海尔
吊顶空调室内电机	30	海信日立
冰箱压缩机直流电机	30	海信惠而浦

来源: 招股说明书, 国金证券研究所

行业分析: 家电汽车销量增长将拉动钣金件业务发展

钣金件行业格局及竞争关键点分析

- 冲压钣金行业属于金属成型加工的细分子行业，理论上来说，并不是一个新兴行业，我们不禁要问，对于这样一个相对成熟型行业而言，是否有投资价值？而这样的投资机会又有多大？
 - 过去 5 年，我国冲压钣金件的需求量以年均 20%-30% 以上的速度增长。
- 为了回答这个问题，我们认为有必要理解促使钣金行业成长的驱动因素是什么？经过研究分析，我们认为促使钣金行业成长的驱动力主要有两点：家电、汽车需求增长和消费升级是促使钣金行业成长的主要因素：
 - 钣金件主要用于家电制造、汽车制造、电子电器业、仪器仪表业以及装备制造业等。因此其市场的增长主要依靠下游需求的增长。而过去几年数据也表明，家电和汽车销量一直保持 10% 以上的增长，下游需求持续增长成为带动钣金行业一致增长的主要原因；
 - 此外，由于消费升级，人们对于家电和汽车外观要求也在不断提高，传统简单工艺条件下的产出品很难再满足市场需求，这时需要专业化生产团队专注于钣金件的设计开发以及生产活动，促使钣金件生产企业获得比下游更好的成长性。根据市场调研估计目前我国钣金模具标准件使用覆盖率为 30% 左右，而国外发达国家一般为 80% 左右。

家电和汽车行业的持续增长还将带动钣金行业继续增长

- 基于对各种刺激政策实施效果跟踪、以及多年来对国内家电消费的理解把握，我们对于家电各品种未来三年市场容量的测算结果如下表所示（图表 7）：
 - 预计 2010-2012 年空调内销量分别为 4850 万台、5378 万台和 5819 万台，同比增速分别为 29.2%、10.9% 和 8.2%；
 - 预计 2010-2012 年冰箱内销量分别为 4959 万台、5145 万台和 5226 万台，同比增速分别为 26.2%、3.7% 和 1.6%；
 - 预计 2010-2012 年洗衣机内销量分别为 3228 万台、3721 万台和 4246 万台，同比增速分别为 20.6%、15.3% 和 14.1%；
 - 预计 2010-2012 年电视机内销量分别为 4210 万台、5088 万台和 6067 万台，同比增速分别为 17.8%、20.9% 和 19.2%。
- 出口在海外需求增长和比较优势下也将继续增长，预计白电未来三年行业出口增长还将有 10-20%，详细分析见 2011 年行业策略报告。

- 有关汽车各细分行业的销量预测详见图表 8 所示。

图表7: 2010-2012 年家电各子行业内需销量预测 (万台)

	2010E	2011E	2012E
空调	4850	5378	5819
yoy	29%	11%	8%
冰箱	4959	5145	5226
yoy	26%	4%	2%
洗衣机	3228	3721	4246
yoy	21%	15%	14%
电视机	4210	5088	6067
yoy	18%	21%	19%

来源: 国金证券研究所

图表8: 汽车各细分行业销量预测

(万辆)	汽车	轿车	重卡	中卡	轻卡	微卡	大客	中客	轻客	微客	MPV	SUV
2008	938	505	54	21	118	36	4	8	21	10	20	45
2009	1364	747	64	25	155	51	5	9	22	195	25	66
2010E	1802	953	104	28	197	60	7	10	29	20	44	122
2011E	2005	1077	109	29	217	63	9	11	30	265	50	146
2012E	2306	1254	131	32	251	69	10	13	32	281	59	174

来源: 公开资料, 国金证券研究所

专业化经营管理团队将使公司更易成功拓展新市场

- 钣金件产品特点决定了企业成长的关键点是 1) 产品质量控制、2) 供货速度、3) 供货规模和 4) 公司信誉度:
 - 钣金件要求产品质量一致性以及装配的适合性, 因此在这种情况下, 钣金件企业的产品质量是其打开市场的第一步;
 - 其次, 由于其下游面对的是家电、汽车这样的大型企业, 要想获得持续稳健的增长, 必须与行业中较为优质的大型企业建立起长期供货关系。大型企业一般需求量比较大, 因此对于钣金件企业的供货速度和规模提出了要求;
 - 此外, 由于这种产品的销售方式是 B2B 方式, 因此获得市场的认可、梳理企业形象与供货口碑十分重要, 不仅可以继续挖掘现有客户资源, 还可以用于开发新客户体系。
- 由于钣金行业目前还是“大行业、小公司”的低集中度格局, 我们认为行业龙头更加符合以上成长逻辑 (图表 9)。

图表9: 钣金件行业中主要厂商特点总结

类型	主要配套客户类型	经营特点
封闭的单一配套型企业	大型汽车整机企业	①以外商投资企业为主，为整机产品配套生产零部件； ②设备先进、易吸引高素质人才，具有较强的模具设计制造能力，产品种类多； ③一般不参与目标整机厂之外的市场份额竞争，产能得不到充分利用，成本压力日渐加大。
小规模冲压钣金企业	主要为中小规模企业配套加工	①设备相对落后，模具开发能力弱或不具备模具开发能力，技术人才严重缺乏，产品质量等级低，主要为中小规模企业配套加工； ②随着专业化的冲压钣金零部件产品制造公司的快速成长，这类企业的目标客户将越来越局限于同区域内的对成本敏感但对产品质量要求不高的小规模企业。
专业化的零部件制造企业	主要集中在家电零部件制造、汽车零部件制造领域	①以规范的民营企业为主，这类企业的销售已经达到一定规模、设备先进、不断引进和培养高级人才（技术、管理、市场等）、具有自主的模具设计制造能力和生产工艺的改进、创新能力，具备成熟的产品质量保证体系，具备承接大规模订单的生产能力，能专门为客户定向开发制造具有个性化需求的高端产品； ②凭借着较强的产品开发能力、工艺设计能力、可靠的产品质量和较低的成本逐步扩大市场份额； ③目前，国内该类企业数量不多，所占市场份额在10%以内。

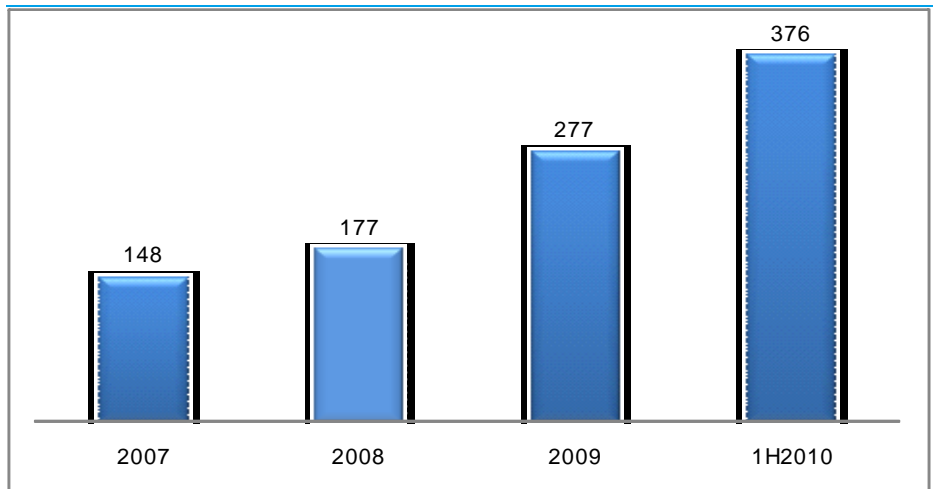
来源：招股说明书，国金证券研究所

公司成长性分析：规模扩张、结构调整及多元化共筑未来

规模扩张将使公司有余力服务更多客户

- 公司商业模式：通过参与客户产品的前期模具设计、新材料替代转换降成本、整合上下供应链资源增效益等增值服务，不仅获得了客户的信赖，而且与客户建立了稳定的合作关系。公司生产的产品均为客户专门定制的标准或非标准零部件产品，通过这样的商业模式，多年来积累了很多优质且稳定的客户资源（图表 11）。
- 这部分客户资源，一方面说明市场对于公司过去配套能力给予认可，公司有能力进入到这部分优质客户的供货体系中；另一方面，公司也可以凭借积累起来的较好的资质，去拓展更多客户资源。图表 10 可见，报告期内客户数量在稳步增加。随着新建产能的不断投产，还将继续扩大现有客户资源，开发更多的优质客户资源成为未来成长逻辑的主旋律之一。

图表10: 报告期内公司客户数量稳步增加（单位：个）



来源：招股说明书，国金证券研究所

图表11: 主要客户及相应产品表

客户所属领域	客户名称	服务及产品	在客户采购中的份额			
家电企业	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、外胆、外桶、洗碗机配件等	在青岛海尔零部件采购有限公司中的占比近三年约为 30%			
	海信集团	海信	<ul style="list-style-type: none"> ● 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 	客户	09 占比	1H10 占比
				海信（山东）	74%	83%
				海信（浙江）	100%	100%
				海信（北京）	74%	83%
				海信（南京）	85%	85%
				海信容声（扬州）	85%	90%
		海信电器母公司	74%	79%		
		科龙	<ul style="list-style-type: none"> ● 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			
	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	-----			
家电配件企业	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				
	扎努西	压缩机上下壳及配件				
汽车制造	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				

来源：招股说明书，国金证券研究所

发展高端化家电零配件业务，提升整体盈利能力

- 目前，公司产品已经涵盖了白电及小家电领域所用的钣金件，并与国内外知名家电厂商建立了长期战略合作关系，未来 3-5 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，保持利润的两位数增长：
 - 将加大 LED 电视背板冲压件、LED 电视模组钣金件、高效电机定转子铁芯及外壳冲压件、压缩机外壳冲压件等产品的生产力度；
 - 加大液晶电视后背板、热水器和太阳能内外封头等产品的开发和生产，使精密冲压产品年销售收入达 6 亿以上；
 - 综合目标是使得精密冲压件产品的市场份额达到 30% 以上。

进军汽车和电机领域，拓展更加广阔的发展空间

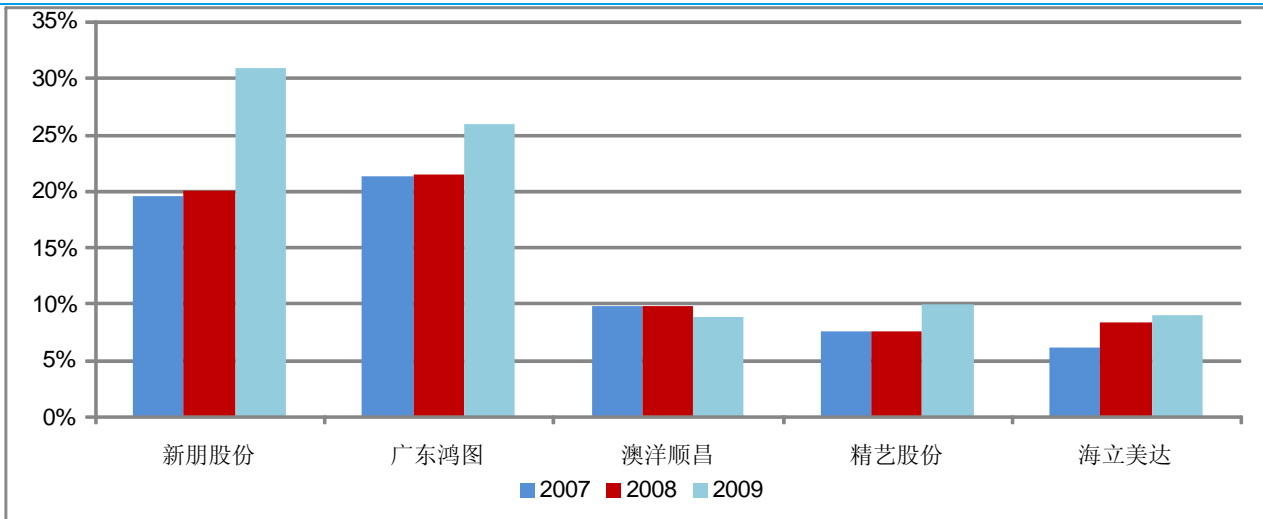
- 目前已经与上海通用五菱、柳州五菱联发等汽车企业建立了良好的合作关系，业务发展较快。对于汽车零部件业务的发展，公司计划通过“继续开发下游客户数量、提高研发力度以及重点地区设厂”的策略，达到使该业务保持 30% 以上增速的发展目标：
 - 待开发的客户是吉利汽车、烟台通用和众泰汽车等；
 - 拟在湘潭、烟台等地建立当地化加工中心，满足客户对成套服务不断增长的需求。
- 微特电机主要由全资子公司海立美达电机有限公司为经营主体。公司电机业务的未来竞争优势主要体现在三个方面：技术优势、研发人才优势以及客户资源优势；

- 技术优势：目前已经取得了 10 项电机专利技术，2009 年引进多名行业管理和技术人才，产品制造竞争力和服务水平有了大幅提升，获得 LG、ACC、惠而浦等多个大客户；
- 获取人才优势：先后引进 6 名直流变频电机方面专业人才，且自 2009 年开始，与青岛科技大学全面开展产学研合作，双方共享技术、人才优势，为今后电机研发进行有效的人才储备；
- 公司的直流变频电机主要用于家电领域，因此可与家电钣金件业务同向客户资源优势，且随着钣金件业务扩产继续新增客户数量的增多，电机业务也将顺带被有效发展。

盈利水平较为稳定

- 由于服务于家电行业，因此公司整体毛利水平不高，但由于具有剪切、冲压、焊接、成套组装、一体发泡、物流配送、精密模具研发制造、微特电机制造等一体化的制造服务体系，通过为客户提供产品结构研发、模具设计、成套组装、及时配送等完整的产业链服务，使得公司能够保持较为稳定的毛利率水平。

图表12：与业务可比上市公司毛利率对比及差异分析

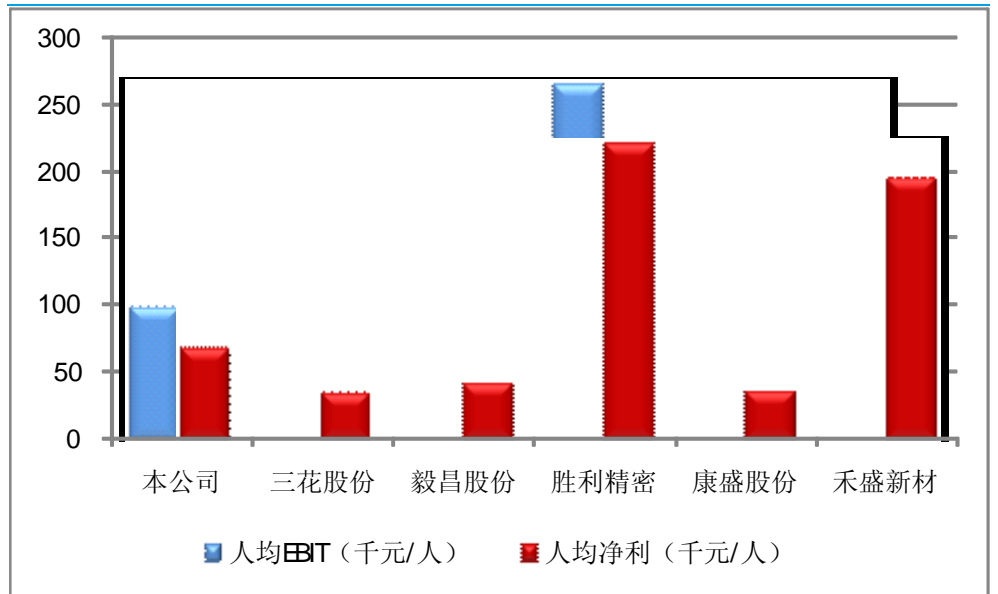


公司名称	说明
新朋股份	两家公司毛利率高于本公司，主要是由两家公司产品主要服务于通讯行业，而本公司产品服务于家电行业，因此总体毛利率水平差异较大；
广东鸿图	
澳洋顺昌	澳洋顺昌和精艺股份同样服务于家电行业，因此毛利率水平较低；
精艺股份	澳洋顺昌主营业务是镀锌薄板为主的钢铁薄板套载和物流配送，精艺股份主要产品是空调和压缩机用精密铜管；
海立美达	公司低毛利主要系大部分产品以家电用钣金件为主，服务于家电行业以及所作产品决定了其只能获得合理毛利水平

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 此外，我们对比了家电配件类上市公司的人均 EBIT 与人均净利润，得出公司人均创造收益的能力处于行业一般水平。

图表13: 公司人均创造收益处于行业一般水平



来源: 国金证券研究所

盈利预测和估值

盈利预测

- 募投资项目计划扩建家电配件类产品年产能 1103 万套，电机 300 万台，我们结合超募资金规模以及下游行业未来发展速度、公司竞争力以及市场拓展能力，认为家电配件类和电机扩产规模均有可能超原计划水平，有关各产品未来 2 年的新增产能及总体产能详见下表所示。

图表14: 历史产能及未来新增产能预测表

产品名称	2007		2008		2009		2010E		2011E		2012E
	产能	产能	产能	新增	产能	新增	产能	新增	产能	新增	产能
家电配件类 (万件)	3,784	4,609	4,908	1,400	6,308	1,200	7,508	1,000	8,508		
汽车配件类 (万件)		220	340	450	790	500	1,290	350	1,640		
电机 (万台)	20	80	90	80	170	350	520	100	620		
电机配件类 (万件)		110	350	200	550	50	600	30	630		
合计	3,804	5,019	5,688	2,050	7,738	1,350	9,088	1,280	10,368		

来源: 招股说明书 (历史数据), 国金证券研究所

- 通过以上对新增产量及投放速度的预测，我们预测出了 2010-2012 年四类产品的销量表：
 - 为了在销量与产能之间建立一种预测纽带，我们统计了公司历史上四种产品当年销量/当年产能，作为预测未来三年销量情况的重要参考依据；
 - 预测表及结论详见下表所示 (图表 15/17)。

图表15: 四种产品销量/产能预测及未来产品销量预测表

产品名称	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
家电配件类(万件)	92%	90%	97%	98%	95%	90%
汽车配件类(万件)		10%	79%	90%	88%	88%
电机(万台)	49%	61%	65%	90%	88%	90%
电机配件类(万件)		94%	89%	90%	90%	90%
家电配件类产量(万件)	3469	4129	4771	6182	7133	7657
汽车配件类产量(万件)	0	22	270	711	1135	1443
电机(万台)	10	48	58	153	458	558
电机配件类(万件)	0	104	310	469	514	541

来源: 国金证券研究所

预测结论与估值

- 预计 2010-2012 年收入分别为 19.72 亿、24.43 亿和 28.93 亿, 同比增长 44%、24%和 18%; 未来三年净利润增速分别为 39%、34%和 24%, 对应的 EPS 分别为 0.865 元、1.16 元和 1.436 元。
- 我们选取了业务属性、产品结构相一致的 10 家上市公司作为估值参考目标, 发现 10 家可比上市公司 10 年和 11 年平均动态市盈率分别为 38X 和 28X。考虑到公司未来成长性以及当前规模情况, 我们认为公司合理的估值区间为 40X10PE/32X11PE, 合理价值区间为 35-37 元。

图表16: 可比上市公司估值一览表

代码	可比上市公司	EPS		净利润 YOY		PE		收盘价 2011-1-7
		10E	11E	10YOY	11YOY	10PE	11PE	
002050	三花股份	1.15	1.5	44%	30%	29	22	33.09
002420	毅昌股份	0.31	0.43	3%	39%	43	31	13.4
002426	胜利精密	0.42	0.55	1%	31%	35	27	14.75
002418	康盛股份	0.59	0.79	21%	34%	37	28	21.9
002290	禾盛新材	0.74	1.29	44%	74%	47	27	34.79
002011	盾安环境*	0.57	0.87	33%	53%	44	29	24.88
002328	新朋股份*	0.63	0.87	24%	38%	32	23	20.19
002101	广东鸿图*	0.99	1.28	77%	29%	34	26	33.3
002245	澳洋顺昌*	0.43	0.57	112%	33%	45	34	19.4
002295	精艺股份*	0.52	0.62	20%	19%	35	29	18.25
平均估值						38	28	

注: 带*的公司的盈利预测来自于朝阳永续一致市场预期值

来源: 朝阳永续, 国金证券研究所

图表17: 分产品销售预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
家电配件类						
平均售价 (元/件)	20.80	27.28	27.01	29.00	28.50	30.00
增长率 (YOY)	-97.92%	31.16%	-0.98%	7.36%	-1.72%	5.26%
销售数量 (千件)	34,690.70	41,294.90	47,714.10	61,820.95	71,328.47	76,574.34
增长率 (YOY)	86626.75%	19.04%	15.54%	29.57%	15.38%	7.35%
销售收入 (百万元)	721.48	1,126.47	1,288.84	1,792.81	2,032.86	2,297.23
增长率 (YOY)	1703.70%	56.13%	14.41%	39.10%	13.39%	13.00%
毛利率	6.35%	8.16%	8.51%	7.80%	8.00%	8.10%
销售成本 (百万元)	675.67	1,034.55	1,179.16	1,652.97	1,870.23	2,111.15
增长率 (YOY)	2092.01%	53.12%	13.98%	40.18%	13.14%	12.88%
毛利 (百万元)	45.81	91.92	109.68	139.84	162.63	186.08
增长率 (YOY)	399.28%	100.64%	19.32%	27.50%	16.30%	14.42%
占总销售额比重	99.35%	96.89%	94.49%	90.93%	83.20%	79.42%
占主营业务利润比重	101.74%	94.56%	89.82%	85.15%	72.48%	66.66%
汽车配件类						
平均售价 (元/件)	0.00	8.45	5.00	8.00	12.00	18.00
增长率 (YOY)			-40.82%	60.00%	50.00%	50.00%
销售数量 (千件)	0.00	219.00	2,697.70	7,110.00	11,352.00	14,432.00
增长率 (YOY)			1131.83%	163.56%	59.66%	27.13%
销售收入 (百万元)	0.00	1.85	13.49	56.88	136.22	259.78
增长率 (YOY)			628.96%	321.69%	139.49%	90.70%
毛利率	0.00%	14.84%	21.72%	13.00%	13.50%	14.00%
销售成本 (百万元)	0.00	1.58	10.56	49.49	117.83	223.41
增长率 (YOY)			570.07%	368.66%	138.12%	89.60%
毛利 (百万元)	0.00	0.27	2.93	7.39	18.39	36.37
增长率 (YOY)			966.92%	152.39%	148.70%	97.76%
占总销售额比重	0.00%	0.16%	0.99%	2.88%	5.58%	8.98%
占主营业务利润比重	0.00%	0.28%	2.40%	4.50%	8.20%	13.03%
电机类						
平均售价 (元/件)	48.02	45.00	42.00	43.00	47.00	49.00
增长率 (YOY)	1820.61%	-6.29%	-6.66%	2.38%	9.30%	4.26%
销售数量 (千件)	97.70	484.40	582.20	1,530.00	4,576.00	5,580.00
增长率 (YOY)	28.55%	395.80%	20.19%	162.80%	199.08%	21.94%
销售收入 (百万元)	4.69	21.80	24.45	65.79	215.07	273.42
增长率 (YOY)	2369.00%	364.64%	12.19%	169.05%	226.91%	27.13%
毛利率	-16.72%	18.21%	18.57%	16.00%	17.00%	18.00%
销售成本 (百万元)	5.48	17.83	19.91	55.26	178.51	224.20
增长率 (YOY)	3760.95%	225.59%	11.69%	177.54%	223.02%	25.60%
毛利 (百万元)	-0.78	3.97	4.54	10.53	36.56	49.22
增长率 (YOY)	-1727.83%	-606.05%	14.40%	131.81%	247.34%	34.61%
占总销售额比重	0.65%	1.87%	1.79%	3.34%	8.80%	9.45%
占主营业务利润比重	-1.74%	4.08%	3.72%	6.41%	16.30%	17.63%
电机配件类						
平均售价 (元/件)	0.00	12.00	12.00	12.00	11.50	11.50
增长率 (YOY)			0.00%	0.00%	-4.17%	0.00%
销售数量 (千件)	0.00	1,039.20	3,102.70	4,687.02	5,137.02	5,407.02
增长率 (YOY)			198.57%	51.06%	9.60%	5.26%
销售收入 (百万元)	0.00	12.47	37.23	56.24	59.08	62.18
增长率 (YOY)			198.56%	51.06%	5.03%	5.26%
毛利率	0.00%	8.35%	13.32%	11.50%	11.50%	12.00%
销售成本 (百万元)	0.00	11.43	32.27	49.78	52.28	54.72
增长率 (YOY)			182.37%	54.24%	5.03%	4.66%
毛利 (百万元)	0.00	1.04	4.96	6.47	6.79	7.46

来源: 国金证券研究所

风险提示

- 原材料上涨导致盈利能力低于预期的风险：公司原材料成本占比在 80%以上，且历史财务情况证明毛利率受原材料价格波动影响较大。因此未来业绩主要风险来自于原材料价格上涨导致净利润增速低于预期的风险。

图表18：原材料价格上涨对历史盈利能力的敏感性分析可见，公司盈利情况受原材料价格波动影响较大

主要原材料	单价上升	盈利能力变化	2007	2008	2009	2010 1H
铜线	10%	主营业务成本上升	3%	3%	3%	3%
		毛利额下降	13%	12%	14%	16%
硅钢	10%	主营业务成本上升	3%	3%	3%	3%
		毛利额下降	13%	13%	12%	14%
铝锭	10%	主营业务成本上升	0%	0%	0%	0%
		毛利额下降	1%	1%	1%	1%

来源：招股说明书，国金证券研究所

- 下游客户过于集中导致的经营风险：虽然前五大客户占总收入的比重在逐渐减小，但目前前五大客户依然可以贡献 50%以上的收入占比，其中海信一家客户占到公司总收入比重为 20%左右。因此客户过于集中会带来经营风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	728	1,165	1,369	1,972	2,443	2,893
增长率		60.1%	17.5%	44.0%	23.9%	18.4%
主营业务成本	-682	-1,067	-1,246	-1,807	-2,219	-2,613
%销售收入	93.7%	91.5%	91.0%	91.7%	90.8%	90.4%
毛利	46	99	123	164	224	279
%销售收入	6.3%	8.5%	9.0%	8.3%	9.2%	9.6%
营业税金及附加	0	0	0	-1	-1	-1
%销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-6	-9	-12	-22	-27	-25
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	1.1%	1.1%	0.9%
管理费用	-8	-10	-21	-28	-34	-37
%销售收入	1.1%	0.8%	1.5%	1.4%	1.4%	1.3%
息税前利润 (EBIT)	31	79	90	114	163	215
%销售收入	4.3%	6.8%	6.5%	5.8%	6.7%	7.4%
财务费用	-5	-13	-12	2	-8	-24
%销售收入	0.7%	1.1%	0.9%	-0.1%	0.3%	0.8%
资产减值损失	0	-14	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	26	53	74	116	155	192
营业利润率	3.6%	4.5%	5.4%	5.9%	6.3%	6.6%
营业外收支	0	0	4	3	3	3
税前利润	27	52	77	119	158	195
利润率	3.7%	4.5%	5.6%	6.0%	6.5%	6.7%
所得税	-4	-5	-13	-30	-40	-49
所得税率	13.3%	9.8%	16.2%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	23	47	65	89	119	146
少数股东损益	-1	3	2	3	3	3
归属于母公司的净利润	24	44	62	86	116	144
净利率	3.3%	3.8%	4.6%	4.4%	4.7%	5.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	23	47	65	89	119	146
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	21	16	28	61	87
非经营收益	3	9	14	-1	10	25
营运资金变动	-41	-25	32	-121	-61	-60
经营活动现金净流	-12	51	126	-5	128	198
资本开支	-4	-15	-7	-800	-496	-197
投资	0	-90	-39	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-4	-105	-46	-801	-496	-197
股权募资	2	15	0	1,000	-5	0
债权募资	21	104	-90	-74	385	77
其他	-3	-11	-14	-2	-63	-78
筹资活动现金净流	20	108	-104	923	318	-1
现金净流量	5	54	-24	118	-50	0

资产负债表 (人民币百万元)						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	19	73	132	250	200	200
应收款项	85	98	128	175	231	294
存货	84	189	192	272	334	394
其他流动资产	41	15	45	56	113	185
流动资产	229	375	497	754	878	1,072
%总资产	86.4%	72.2%	78.0%	45.2%	39.4%	42.2%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	33	106	103	877	1,316	1,429
%总资产	12.5%	20.4%	16.2%	52.5%	59.0%	56.3%
无形资产	3	36	36	36	35	35
非流动资产	36	144	140	915	1,353	1,466
%总资产	13.6%	27.8%	22.0%	54.8%	60.6%	57.8%
资产总计	265	520	638	1,669	2,231	2,538
短期借款	61	165	74	0	385	462
应付款项	103	228	368	372	482	610
其他流动负债	1	-5	1	63	67	82
流动负债	165	388	443	436	934	1,154
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	165	388	443	436	934	1,155
普通股股东权益	99	128	191	1,227	1,288	1,372
少数股东权益	2	4	4	7	9	12
负债股东权益合计	265	520	638	1,669	2,231	2,538

比率分析						
	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.479	0.891	0.833	0.865	1.160	1.436
每股净资产	1.993	2.580	2.541	12.270	12.883	13.719
每股经营现金净流	-0.234	1.035	1.680	-0.046	1.281	1.975
每股股利	0.500	0.700	0.600	0.500	0.500	0.600
回报率						
净资产收益率	24.06%	34.58%	32.77%	7.05%	9.01%	10.47%
总资产收益率	8.98%	8.52%	9.79%	5.18%	5.20%	5.66%
投入资本收益率	16.90%	24.12%	27.88%	6.94%	7.27%	8.75%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	60.13%	17.48%	44.02%	23.91%	18.39%
EBIT增长率	N/A	152.20%	13.06%	27.50%	42.84%	32.16%
净利润增长率	N/A	86.03%	40.93%	38.52%	34.16%	23.73%
总资产增长率	N/A	95.90%	22.70%	161.76%	33.65%	13.77%
资产管理能力						
应收账款周转天数	11.9	20.4	25.1	26.0	28.0	30.0
存货周转天数	22.5	46.7	55.8	55.0	55.0	55.0
应付账款周转天数	5.7	15.1	22.2	16.0	16.0	18.0
固定资产周转天数	16.6	33.0	27.3	69.4	91.7	79.2
偿债能力						
净负债/股东权益	41.61%	69.44%	-29.82%	-20.27%	14.28%	18.98%
EBIT利息保障倍数	6.3	6.2	7.2	-75.3	20.4	9.1
资产负债率	62.12%	74.67%	69.48%	26.10%	41.85%	45.50%

来源：公司年报、国金证券研究所

定价区间的说明:

上市定价: 预期该股票上市当日均价区间;
目标价格: 预期未来 6 - 12 个月内该股票目标价格区间;
询价价格: 建议询价对象申报的询价价格区间。

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面, 评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中, 在扣除行业内所有亏损股票后, 过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除, 预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

强买: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上;
买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 20% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038311	电话: (8610)-66215599-8832	电话: (86755)-82805115
传真: (8621)-61038200	传真: (8610)-61038200	传真: (86755)-61038200
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 200011	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室