

# 毅昌是一条好鲶鱼

## ——毅昌股份调研报告

### 增持首次

#### 投资要点:

- 📖 多元化战略初见成效: 向白电、汽车结构件领域拓展
- 📖 以工业设计为导向, 紧跟蓝海, 回避红海
- 📖 能保持较稳定的盈利水平

#### 报告摘要:

- **彩电业务增长有限, 白电、汽车业务快速增长。**发展思路: 彩电领域重点开发大客户。2010年彩电需求放缓, 2011年毅昌将争取战略型大客户为主, 不追求客户数量。毅昌将把彩电结构件的成功经验推广到汽车、白电领域。白电业务将加大设计比重, 汽车将增加制造环节, 均采用“先国内品牌后合资品牌”的客户合作顺序。我们预计白电2010年收入将达3亿元; 汽车2010年收入占比4-5%, 2011年占比近10%, 3年内占比15%。
- **毅昌造成鲶鱼效应。**毅昌与整机企业客户是竞合关系。毅昌能从整机企业拿到订单的原因: (1) 精细化分工协作有利于提高质量和效率。(2) 整机企业引进外部竞争以提高自身设计能力和反应速度, 造成了鲶鱼效应。
- **DMS 模式更关注新机会。**毅昌以工业设计为导向, 更多精力集中在新产品新工艺(蓝海)发展机会上, 回避了为现有产品代工的红海竞争中。
- **给予“增持”评级。**公司2010-2012年营业收入增速分别为28%、22%、20%, 归属母公司股东净利润分别增长28%、31%、22%, EPS分别为0.39、0.51、0.62。2011年PE为25倍, 未来3年复合增长率约为26.8%, 目前公司估值合理, 建议长期关注等待投资机会。
- **风险提示:** (1) 下游需求放缓; (2) 多元化进程慢于预期; (3) 应收账款较多。

#### 分析师

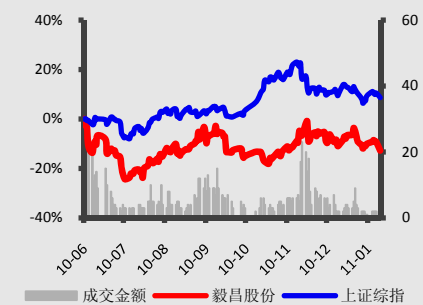
张泽京

电话: 010-88085053

Email: zhangzejing@hysec.com

执业证书: S1180511010003

#### 市场表现



#### 基本情况

总股本(亿)	4.01
流通股本(亿)	0.63
股价(元)	12.70
第一大股东	广州高金技术产业集团有限公司
第一大股东持股比例	43%

数据来源: 公司公告, 深交所

#### 相关研究

经营预测与估值	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1278.18	1486.32	1904.47	2323.75	2784.59
同比增长率	22.60%	16.28%	28.13%	22.02%	19.83%
归属母公司净利润(百万元)	71.09	122.04	156.30	204.49	248.88
同比增长率	6.62%	71.67%	28.08%	30.83%	21.71%
每股收益(元)	0.177	0.304	0.390	0.510	0.621
P/E(倍)	71.64	41.73	32.58	24.90	20.46

资料来源: 公司公告, 宏源证券预测

## 目录

一、多元化战略：向白电、汽车结构件拓展.....	4
（一）彩电：重点开发大客户 .....	5
（二）白电：加大设计比重 .....	6
（三）汽车：增加制造环节 .....	7
二、竞合关系：形成鲶鱼效应.....	8
三、内部激励：高管、设计人才需要兴奋剂.....	8
四、竞争优势 .....	8
五、风险提示 .....	9
六、盈利预测与估值 .....	9

## 插图

图 1: 08-10 年彩电行业产量(国内+出口).....	5
图 2: 08-10 年液晶电视城市零售(月度).....	5
图 3: 08-10 年 TCL 彩电(LCD+CRT)出货量(月度).....	5
图 4: 08-10 年中国彩电产量(月度).....	5
图 5: 08-10 年空调行业产量(国内+出口).....	6
图 6: 08-10 年中国家用空调产量(月度).....	6
图 7: 08-10 年冰箱行业产量(国内+出口).....	6
图 8: 08-10 年中国冰箱产量(月度).....	6
图 9: 08-10 年洗衣机行业产量(国内+出口).....	7
图 10: 08-10 年中国洗衣机产量(月度).....	7
图 11: 08-10 年中国汽车产量(月度).....	7

## 表格

表 1: 收入预测 (分产品) .....	4
表 2: 收入占比预测 (分产品) .....	4
表 3: 财务和估值数据摘要.....	9
表 4: 利润表预测.....	10
表 5: 资产负债表和现金流量表预测.....	10

## 一、多元化战略：向白电、汽车结构件拓展

由于 2010 年彩电行业增速放缓，毅昌收入在彩电结构件业务方面增长有限；同时白电和汽车结构件增速较快，一定程度缓解了彩电业务滞涨的业绩压力，**多元化战略初见成效**。

业务多元化主要向 DMS 模式可复制领域拓展，如白电、汽车、IT 等；毅昌的战略定位可规避彩电行业波动的影响，降低产品单一化的经营风险。

**结构件设计和制造的横向拓展空间很大**。毅昌目前主要在彩电行业积累了丰富的经验，未来 2 年定位向白电、汽车领域扩展，尝试把彩电 DMS 模式移植到新的行业。若移植成功，则可进一步把经验复制到其他相关行业的结构件领域，如家居（水壶、托盘、椅子）、医疗器械等，推广范围非常广阔。

**表 1: 收入预测（分产品）**

分产品	单位:亿元	2008A	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
彩电	收入	10.7	12.6	5.3	12.6	14.1	15.6
	收入增长率(%)		18%	9.24%	0%	12%	10%
	毛利率			19.98%	18.6%	18.6%	18.6%
白电	收入			1.1	3.0	4.2	5.5
	收入增长率(%)			337%		40%	30%
	毛利率			19.3%	19.4%	19.5%	19.6%
汽车	收入			0.2	0.9	2.0	3.5
	收入增长率			35.30%		122%	75%
	毛利率			21.04%	21.4%	21.6%	21.8%
其他结构件	收入	1.1	1.4	0.3	1.6	1.8	2.1
	收入增长率		31%	26.83%	15%	15%	15%
	毛利率			19.76%	19.3%	19.0%	19.0%
总计	收入	12.8	14.9	7.7	19.0	23.2	27.8
	收入增长率		16.3%		28.1%	22.0%	19.8%
	毛利率	15.6%	18.4%	18.6%	18.4%	18.5%	18.7%

资料来源：宏源证券

**表 2: 收入占比预测（分产品）**

收入占比	2008A	2009A	2010H1	2010E	2011E	2012E
彩电	84.0%	85.0%	68.8%	66.3%	60.9%	55.9%
白电			14.4%	15.8%	18.1%	19.6%
汽车			2.9%	4.7%	8.6%	12.6%
其他结构件	8.2%	9.3%	3.4%	8.3%	7.9%	7.5%
总计	92%	94%	89%	95%	95%	96%

资料来源：宏源证券

## (一) 彩电：重点开发大客户

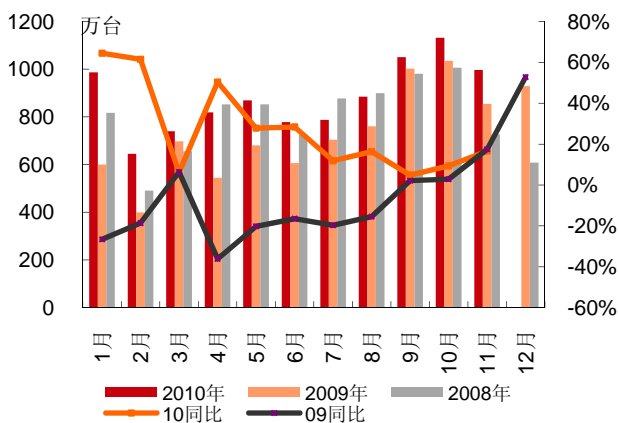
**与下游共苦：销量跟随下游趋势，结构跟随客户调整。**2010年彩电外观结构件业务增长较小，基本与下游增速同步。由于彩电业务是毅昌最主要的收入来源（占比超60%），因此2010年成长没有去年年中时预计那么乐观。产品结构方面2010年也随着下游需求变化而调整，大尺寸液晶电视、LED电视结构件占比上升。

**2011年客户定位策略：**彩电业务采取“傍大款”模式，选优选大，控制客户数量。毅昌将以争取战略型大客户为主，不追求客户数量，小客户中没有合作价值的将逐步退出。部分订单将绕开国内代工企业直接跟国外客户签约。“不是客户越多越好，应是越大越好”的思路将提高运营效率，有效发挥规模效应。

2011年将重点开发TCL、LG（清华同方）、海信等有外包意向的核心大客户。我们预计2011年彩电占比将下降，传统大客户海尔、康佳占比将有所减小，新的核心大客户订单会明显增加；直接出口比例将变大。

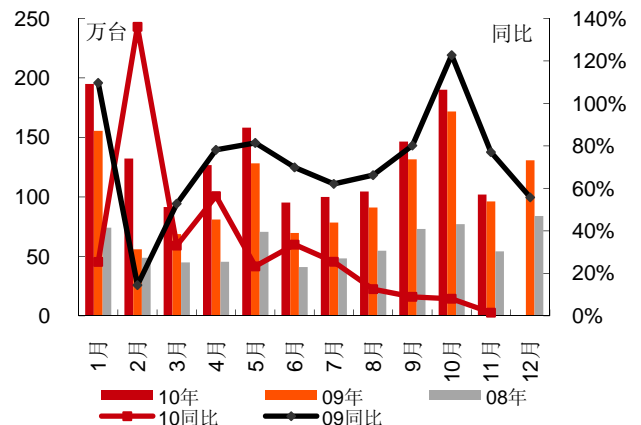
我国彩电产量2010年呈前高后低走势，下半年增速缓慢。产业在线数据显示彩电产量1-11月同比增长23%，内销增速相对更弱（同比增长13%）。国家统计局公布我国彩电产量1-11月同比下降1.7%；TCL彩电销量1-11月同比下降7%。

图 1：08-10 年彩电行业产量(国内+出口)



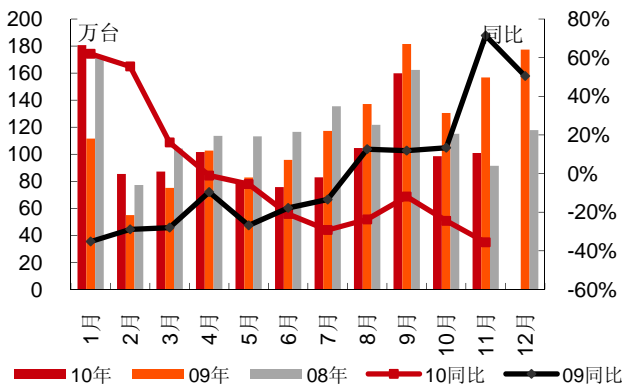
资料来源：产业在线，宏源证券

图 2：08-10 年液晶电视城市零售(月度)



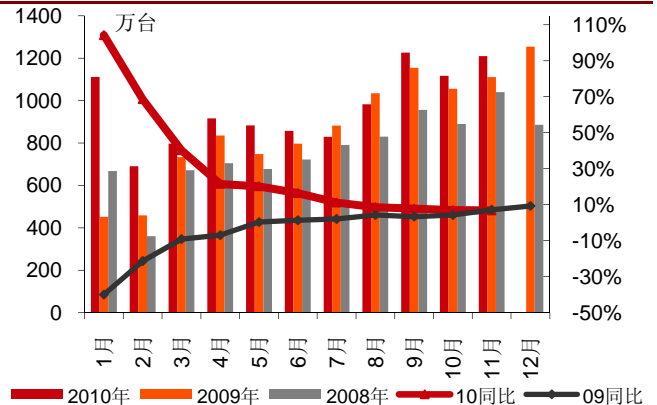
资料来源：中怡康，宏源证券

图 3：08-10 年 TCL 彩电(LCD+CRT)出货量(月度)



资料来源：公司公告，宏源证券

图 4：08-10 年中国彩电产量(月度)



资料来源：国家统计局，宏源证券

## (二) 白电：加大设计比重

毅昌将把彩电结构件的成功经验推广到汽车、白电领域。进入新领域将面临进入陌生竞争格局，由于毅昌有工业设计上的比较优势，所以**主要参与新产品新机型的设计和制造**的竞争。

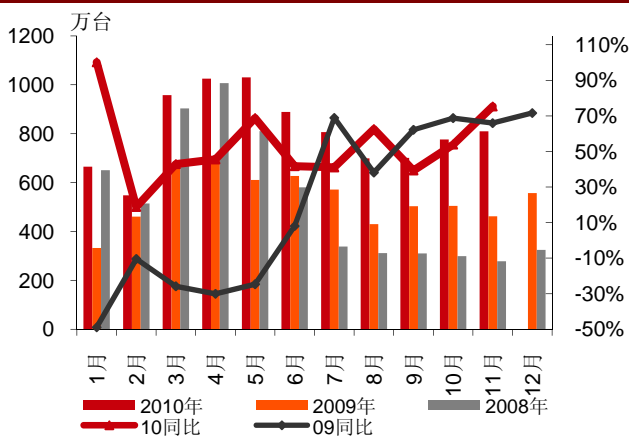
2010年白电行业产销旺盛，毅昌的白电业务是满产代工，我们预计2010年白电收入将达3亿元。

白电业务开展规划：(1)白电和汽车业务开展时间相对不长，有一个探索和尝试的渐进式过程，在客户选择上采取“先易后难”策略，**先国产企业后合资、独资企业**。(2)白电业务目前主要是代工，客户提供样本，毅昌为其注塑和制造。毅昌决定要从制造端切入，**参与白电结构件的设计**，发挥自己的优势以提高附加值。

白电业务将重点开发格力、美的、美菱、海信、三洋、索尼、海尔等大客户，其中部分客户已有合作。

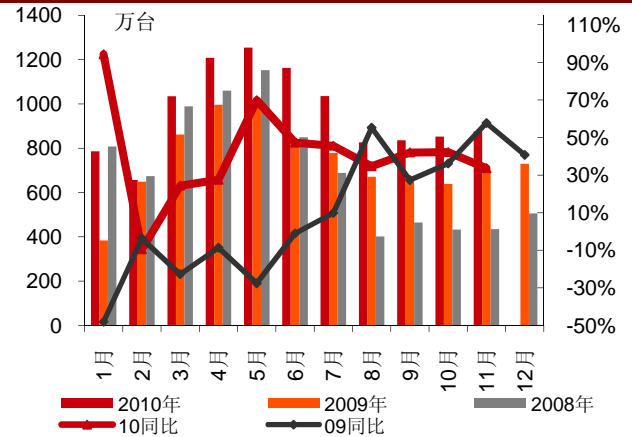
我国白电产量2010年一直保持高位增长态势。产业在线数据显示空调、冰箱、洗衣机产量1-11月同比增长52%、27%、24%。国家统计局公布我国空调、冰箱、洗衣机产量1-11月同比增长40%、28%、29%。

图 5: 08-10 年空调行业产量(国内+出口)



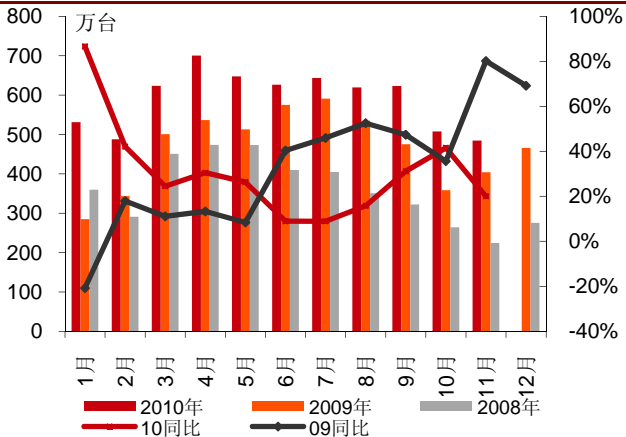
资料来源：产业在线，宏源证券

图 6: 08-10 年中国家用空调产量(月度)



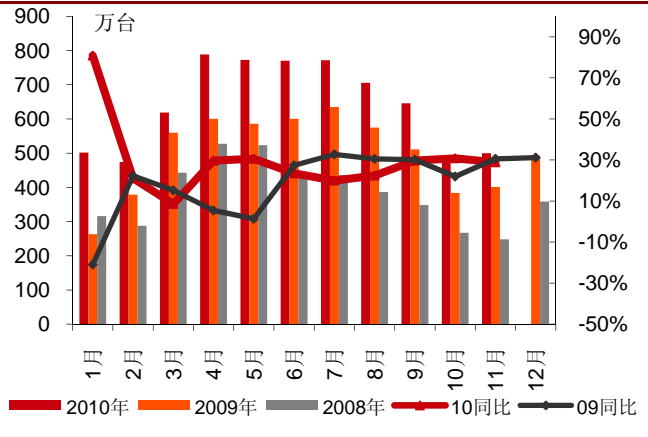
资料来源：国家统计局，宏源证券

图 7: 08-10 年冰箱行业产量(国内+出口)



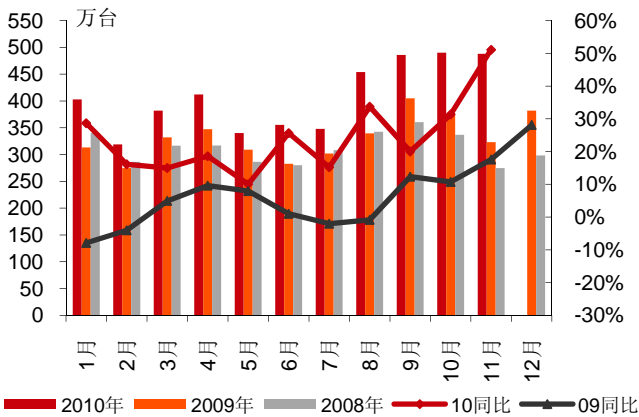
资料来源：产业在线，宏源证券

图 8: 08-10 年中国冰箱产量(月度)



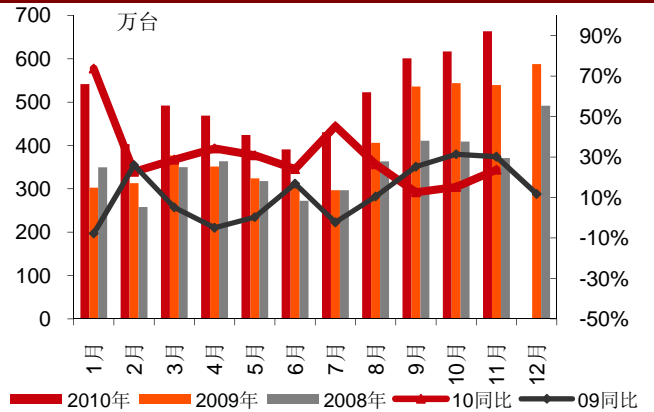
资料来源：国家统计局，宏源证券

图 9: 08-10 年洗衣机行业产量(国内+出口)



资料来源: 产业在线, 宏源证券

图 10: 08-10 年中国洗衣机产量(月度)



资料来源: 国家统计局, 宏源证券

### (三) 汽车: 增加制造环节

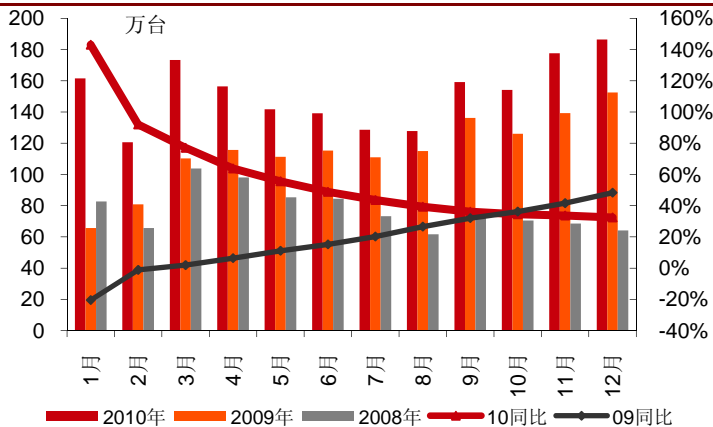
汽车业务目前只能提供设计和注塑, 不能制造代工。毅昌刚刚投资 5000 万元设立子公司大力拓展汽车业务, 以实现 DMS 模式在汽车产业的复制。

汽车业务发展规划: (1) 采取“先国内品牌后合资品牌”的客户合作顺序。(2) 投资建厂增加汽车结构件产能, 实现自己制造功能。(3) 发挥设计优势, 未来考虑参与整车设计。

我们估计 2010 年收入中汽车占比 4-5%, 乐观估计 2011 年占比近 10%, 3 年内占比 15%。毅昌已为力帆、奇瑞等国内几家汽车企业设计了几款车型结构件, 2011 年能批量供货。

汽车市场很大且未来需求保持旺盛, 国家统计局数据显示 2010 年中国汽车产量同比增长 32%, 稳居世界第一; 毅昌进入这个领域并不是在已有款式上争订单, 而是在新产品新款上提供设计技术、制造代工, 延续在彩电上的 DMS 模式。

图 11: 08-10 年中国汽车产量(月度)



资料来源: 国家统计局, 宏源证券

## 二、竞合关系：形成鲶鱼效应

毅昌的主营业务是设计、生产和销售电视机、白电、汽车的外观结构件，主要是为下游整机企业提供外观结构件配件。

毅昌与整机企业客户是**竞合关系**：毅昌为整机企业提供结构件，是上下游的合作关系；同时整机企业自己也能设立子公司来设计和生产外观结构件。由于有“工业设计”关键环节，整机企业一般不会放手把外观结构全部外包出去。从整机企业自行设计生产结构件来看，两者是竞争关系。

毅昌能从整机企业分到订单的原因：

(1) **精细化分工协作有利于提高质量和效率**。毅昌的工业设计能力和反应速度要好于整机企业，在充分竞争的家电行业需要卓越的外观设计能力和快速的市场反应速度。

(2) 整机企业**引进外部竞争**，提高自身设计能力和反应速度。毅昌作为独立第三方参与竞标，对整机企业的设计部门或子公司形成了竞争压力，**造成了鲶鱼效应**。

(3) 在整机企业销售旺盛产能不足时，需要外包来完成结构件的生产。

由于毅昌的规模相对较大，且在工业设计上有一定优势，其规模优势和设计优势使得毅昌在同类公司中有较大的竞争优势。毅昌所在子行业集中度较低，竞争比较激烈；电视机外观结构件供应商规模普遍较小，年销售额在10亿元以上的很少。

## 三、内部激励：高管、设计人才需要兴奋剂

毅昌与传统的制造型企业比，更需要内部激励机制的形成。

对内部激励的必要性分析：

(1) **高管激励正当时**。高管层除了董事长和总工程师有股权外，其他人都没有股份；公司公告披露的高管年薪在9-11万元之间（董事长有19万元），在广州地区不算很有吸引力。毅昌未来2年面对白电、汽车等新业务和新市场，需要有闯劲的中高层带领团队开拓新市场，有效的激励机制能加快新业务进度，保障新增长点顺利进行。

(2) **留住和激励核心设计人才**。设计归属创意活动，设计人才非常关键，怎么留住和吸引核心设计人才是毅昌加强设计优势、区别于同行的关键点。毅昌有工业设计师约40人，结构设计师100多人，在国内有相对较高的设计能力。

## 四、竞争优势

(1) 毅昌的外壳结构件DMS模式具有较大的**横向拓展空间**。

(2) **以工业设计为导向，紧跟蓝海，回避红海**。毅昌的DMS模式更多的是盯住新产品新款式，是设计出新系列并为客户认可后再开模制造生产。毅昌是以工业设计为导向，因此更多精力集中在新产品新工艺的蓝海发展机

会上，避免了为现有产品系列代工的红海竞争。

(3) 能保持较稳定的盈利水平。较强的设计能力能一定程度抵御盈利水平下降空间。公司有较强的独立设计能力，能通过高附加值维持或提升盈利水平。随着白电、汽车业务规模扩大，规模效应将提升盈利水平。

(4) 业绩向上弹性大。目前公司规模较小，在制造业中年营业收入不到 20 亿元，净利润不到 1.6 亿元，净资产在上市后不到 16 亿元，一旦新业务中出现大订单，将对公司业绩提升显著。

## 五、风险提示

(1) 下游需求放缓。公司专为彩电、白电、汽车企业提供结构件配件，若下游需求不足，则会影响公司成长和盈利。公司可通过下游产品多元化、客户多元化来规避。

(2) 多元化进程慢于预期。若认证时间过长等原因，汽车、白电业务将有可能遇阻。由于客户认证过程需要较长时间，因此新业务订单短期内难以快速释放。

(3) 应收账款较多。一般来说家电上游企业处于弱势，被压款时间较长。公司力图采取措施缩短周期，如把部分间接出口业务转成直接出口。毅昌的应收账款周转天数为 90 多天，公司希望将来缩短到约 2 个月。目前由于刚上市超募从而资金压力不大，但长远仍需解决。

## 六、盈利预测与估值

表 3: 财务和估值数据摘要

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1042.57	1278.18	1486.32	1904.47	2323.75	2784.59
增长率(%)		22.60%	16.28%	28.13%	22.02%	19.83%
归属母公司股东净利润	66.67	71.09	122.04	156.30	204.49	248.88
增长率(%)		6.62%	71.67%	28.08%	30.83%	21.71%
每股收益(EPS)	0.166	0.177	0.304	0.390	0.510	0.621
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.221	0.254	0.480	0.079	0.694	0.341
销售毛利率	15.66%	15.59%	18.36%	18.37%	18.54%	18.73%
销售净利率	5.80%	5.84%	8.92%	8.95%	9.60%	9.75%
净资产收益率(ROE)	15.11%	13.88%	19.24%	9.75%	11.31%	12.10%
投入资本回报率(ROIC)		19.95%	24.10%	25.21%	21.16%	22.56%
市盈率(P/E)	76.39	71.64	41.73	32.58	24.90	20.46
市净率(P/B)	11.54	9.94	8.03	3.18	2.82	2.48
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

资料来源: 宏源证券

**表 4: 利润表预测**

单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1042.57	1278.18	1486.32	1904.47	2323.75	2784.59
减: 营业成本	879.32	1078.90	1213.36	1554.64	1893.02	2262.96
营业税金及附加	2.28	3.77	4.96	5.38	6.56	7.86
营业费用	21.87	26.72	34.93	44.76	54.62	65.45
管理费用	34.94	62.40	77.14	98.84	120.61	144.52
财务费用	17.15	19.60	15.23	-3.08	-16.80	-18.89
资产减值损失	15.63	3.32	4.89	7.94	7.94	7.94
加: 投资收益	-1.74	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>69.63</b>	<b>83.46</b>	<b>135.81</b>	<b>195.98</b>	<b>257.81</b>	<b>314.75</b>
加: 其他非经营损益	1.28	2.14	10.21	4.54	4.54	4.54
<b>利润总额</b>	<b>70.92</b>	<b>85.60</b>	<b>146.01</b>	<b>200.53</b>	<b>262.35</b>	<b>319.30</b>
减: 所得税	10.40	10.97	13.51	30.08	39.35	47.89
<b>净利润</b>	<b>60.52</b>	<b>74.64</b>	<b>132.51</b>	<b>170.45</b>	<b>223.00</b>	<b>271.40</b>
减: 少数股东损益	-6.15	3.55	10.47	14.15	18.51	22.53
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>66.67</b>	<b>71.09</b>	<b>122.04</b>	<b>156.30</b>	<b>204.49</b>	<b>248.88</b>

资料来源: 宏源证券

**表 5: 资产负债表和现金流量表预测**

资产负债表 (单位:百万元)	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	125.51	168.55	294.79	708.33	791.02	915.28
应收和预付款项	506.48	604.43	663.69	720.42	968.28	1055.13
存货	163.02	168.93	153.94	222.12	235.79	311.60
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	123.71	241.16	272.51	406.31	562.11	515.91
无形资产和开发支出	23.08	49.57	83.09	74.46	65.83	57.20
其他非流动资产	1.07	0.63	0.20	0.10	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>942.87</b>	<b>1233.27</b>	<b>1468.23</b>	<b>2131.73</b>	<b>2623.03</b>	<b>2855.12</b>
短期借款	105.00	193.33	261.14	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	381.61	488.70	514.00	455.10	723.41	684.10
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	9.15	24.82	34.45	34.45	34.45	34.45
<b>负债合计</b>	<b>495.76</b>	<b>706.85</b>	<b>809.59</b>	<b>489.56</b>	<b>757.87</b>	<b>718.55</b>
股本	338.00	338.00	338.00	401.00	401.00	401.00
资本公积	44.32	44.32	44.31	794.40	794.40	794.40
留存收益	58.89	129.98	252.02	408.32	612.81	861.68
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>441.21</b>	<b>512.30</b>	<b>634.32</b>	<b>1603.72</b>	<b>1808.20</b>	<b>2057.08</b>
少数股东权益	5.90	14.13	24.31	38.46	56.96	79.49

股东权益合计	447.11	526.42	658.63	1642.17	1865.17	2136.57
负债和股东权益合计	942.87	1233.27	1468.23	2131.73	2623.03	2855.12
<b>现金流量表 (单位:百万元)</b>	<b>2007A</b>	<b>2008A</b>	<b>2009A</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
经营性现金净流量	88.68	101.98	192.54	31.52	278.21	136.94
投资性现金净流量	17.59	-155.30	-116.47	-176.14	-216.14	-36.14
筹资性现金净流量	-15.70	79.63	54.89	558.16	20.62	23.46
<b>现金流量净额</b>	<b>89.25</b>	<b>25.44</b>	<b>130.88</b>	<b>413.54</b>	<b>82.69</b>	<b>124.26</b>

资料来源: 宏源证券

**张泽京**：宏源证券研究所家电行业研究员；四年证券行业从业经验，2010年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司：美的电器、格力电器、青岛海尔、小天鹅 A、合肥三洋、海信电器、三花股份、苏泊尔、九阳股份、TCL 集团、毅昌股份。

### 机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
<b>曾利洁</b> 010-88085790 zenglijie@hysec.com	<b>郭振举</b> 010-88085798 guozhenju@hysec.com	<b>张珺</b> 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	<b>雷增明</b> 010-88085989 leizengming@hysec.com
<b>贾浩森</b> 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	<b>牟晓凤</b> 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	<b>王俊伟</b> 021-51782234 wangjunwei@hysec.com	<b>罗云</b> 010-88085760 luoyun@hysec.com
	<b>孙利群</b> 010-88085096 sunliqun@hysec.com	<b>赵佳</b> 010-88085511 zhaojia@hysec.com	

### 宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

### 免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。