

新股报告

产业链整合铸造铜加工业新星

有色金属

2009 年 9 月 15 日

精艺股份（002295.SZ）新股报告

所在行业最近 52 周走势：



发行相关数据：

网上发行数量：不超过 2880 万股
 网上发行价格：13.00 元
 网上发行时间：9 月 15 日
 网上申购简称：精艺股份
 网上申购代码：002295

报告作者：

行业研究员：曾 海

联系方式

电话：021-58766036-211

Email: zengh@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

摘要：

- 加工领域产业链整合提升竞争力。精密铜管生产、铜深加工和铜加工设备三大业务占营业收入的比重超过96%，并形成铜加工领域完整产业链，即“铜加工设备—精密铜管—铜管深加工产品”。公司利用完整的产业链，形成了以铜管加工业务为中心，上下游业务之间的良性互动。
- “电解铜价格+加工费”模式锁定利润空间。公司定价采用“铜管销售价格=电解铜价格+约定加工费”模式。该模式首先能够使公司规避电解铜价格的波动；以框架协议确定的加工费有能够确保公司的利润水平，降低由于商务谈判而导致的销售费用。
- 区域优势降低公司营运成本。公司约50%的精密铜管销往美的、格力。由于公司与客户距离较近，因此可以采取更为灵活的采购、库存、销售策略，以规避原材料价格波动的风险。由于距离近，公司可以采取低库存策略，以降低库存成本，目前公司保持100万吨左右的电解铜战略储备，其余根据客户订单采购。
- 技术和研发优势帮助开拓市场。公司有6项新产品为广东省重点新产品，取得27项国家专利，其中大盘重铜管连铸连轧设备、七斜辊矫直机、高纯度无氧磁控铜管等产品填补国内空白。
- 预计公司09-11年每股收益摊薄后分别为0.44元、0.62和0.75元。参考公司在A股上市的同行业公司估值情况，我们认为公司的合理价格区间为13.2~15.4元，对应市盈率为30-35倍。
- 51万即可全部申购两只新股。通过对精艺股份、辉煌科技情况分析，我们认为辉煌科技概念性更强，精艺股份、辉煌科技的年化收益率预计为13%和17%。虽然辉煌科技发行价格较高，但有信立泰表现在前，我们认为股价压力并不大，我们建议资金量不够全部申购两只新股的投资者首先选择辉煌科技。

一、发行简介

精艺股份是广东省唯一一家集设备开发至铜配件的生产厂家，专业从事空调光身直条铜管、空调铜配管、空调连接管、空调铜配件的生产加工企业。公司设备精良、测试手段齐全、技术力量雄厚，是国内连铸连轧铜管加工设备的主要生产厂家，自主研发的铜管连铸连轧生产线关键设备的技术水平处于国内领先地位。与美的、华凌、TCL 等各大空调厂家建立起互惠互利的友好合作关系。2007 年度本公司内螺纹铜管产量居国内同行业第三位，精密铜管产销量居国内第四，铜管深加工产品的规模、效益居国内同行业前列。

表 1：公司股权结构

股东名称	发行前		A 股发行后	
	股份数量 (万股)	持股比例	股份数量 (万股)	持股比例
自然人股东	9320	88.59%	9320	66.01%
法人股东	1200	11.41%	840	5.95%
全国社会保障基金理事会	-	-	360	2.55%
本次发行 A 股社会公众股	-	-	3600	25.49%
合计	10520	100.00%	14120	100.00%

二、申购简况

表 2：本次 A 股发行基本情况

股票简称	精艺股份	发行数量（A 股）	3600 万股
发行价格	13.00 元/股	发行市盈率	39.39 倍（发行后总股本）
网下配售数量	720 万股	占本次发行比例	20%
网上发行	2880 万股	占本次发行比例	80%
网上申购时间	2009 年 9 月 15 日	申购代码	002295
发行方式	网下配售+网上定价发行		
最近三年	2008	2007	2006
每股收益（摊薄）	0.39 元	0.40 元	0.39 元

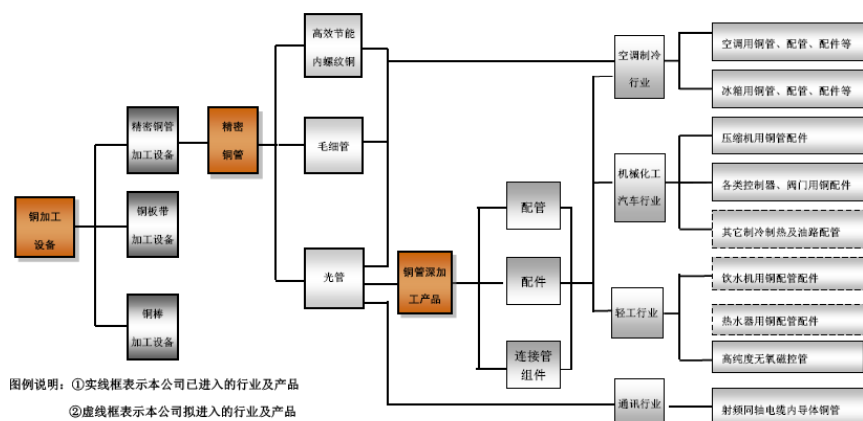
注：每股收益按 A 股最大发行数量摊薄

三、行业及公司简介

3.1 行业分析

精艺股份主营业务是铜加工设备、精密铜管和铜深加工产品的生产与销售，所处行业为铜加工行业。公司的主要原材料是电解铜，下游产业主要是各类家电行业。

图 1：公司主要业务与产业链图

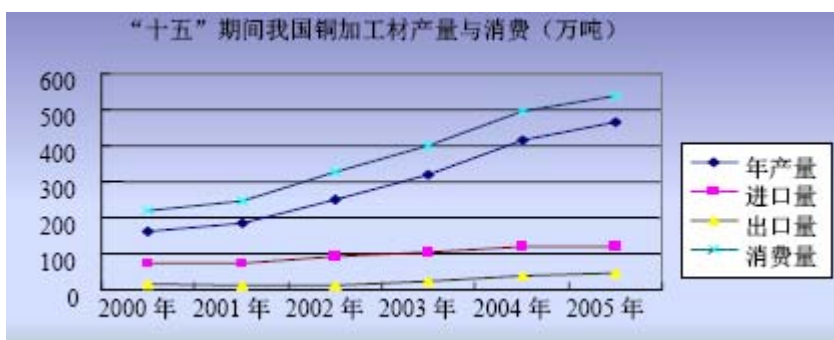


数据来源：公司招股说明书

(1) 国内铜加工行业处于高速增长期

改革开放以来，我国国民经济大幅增长，各行业均取得爆发式的增长。有色金属行业在内需和外需双重力量的推动下，实现了持续、快速的发展。目前，中国已成为全球最大的铜消费国、铜加工业制造基地和铜基础产品输出国。在国内，铜主要用于电力、电子电气、机械制造、建筑、交通运输等行业，其中电力行业是主要消费行业，约占国内铜消费量的 58% 左右。

图 2：“十五”期间我国铜加工材产量与消费（万吨）



数据来源：公司招股说明书

铜板带、铜管、铜棒与条杆是中国铜加工材的三大主导产品。据统计近六年三大主导产品产量的平均增长率分别达到 27.4%、39.8% 和 38.3%。随着下有家电产业的发展以及国外产业的转移，国内铜加工行业仍具有高速增长的潜力。

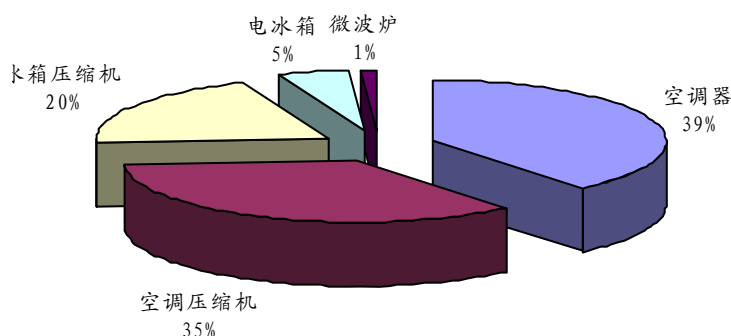
(2) 国内铜加工行业市场集中度低

铜加工行业中既有技术密集型、进入壁垒高的深加工行业，也有技术壁垒低的初级加工行业。目前国内的铜加工企业主要集中初级加工领域，而且生产企业众多，但是规模普遍偏小，加工产能基本上都在 1-2 吨左右，与国际先进铜加工企业年产量基本都在 20 万吨以上相比，缺少规模优势和技术优势。根据安泰科统计，2005 年中国 721 多家规模以上铜加工企业中，规模达到 20 万吨/年的只有 2 家，达到 10 万吨/年的也只有 6 家，总体上国内铜加工行业的市场集中度偏低。

（3）下游产业发展拉动国内铜管需求的增长

铜加工产品应用领域广阔，国内近 58% 的铜材料应用在电力设备产业，而铜管产品的主要应用领域是家电产业，特别是空调制造业，约占国内家电产品铜耗量的 70%。空调产业的发展是拉动国内铜管需求的主要动力。

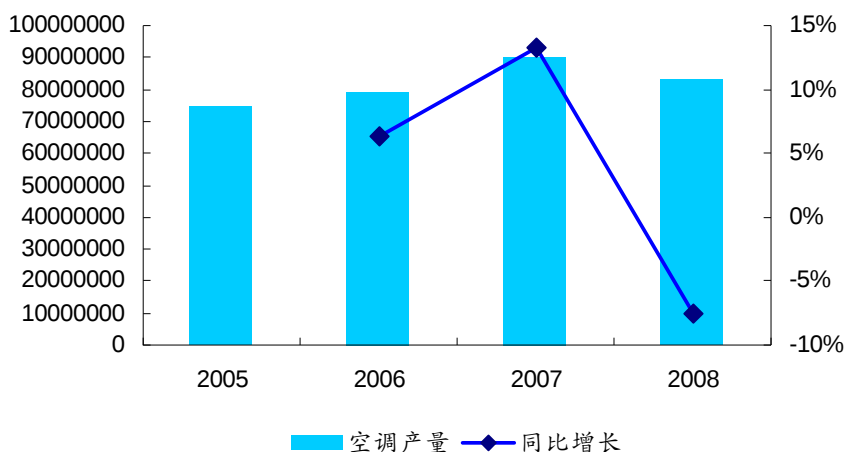
图 3：国内大家电产品铜材耗量比重



数据来源：公司招股说明书

由于居民可支配收入随着经济发展取得实质性突破，空调已经不再是奢侈品，国内一、二线城市的空调已经普及，而随着政府“家电下乡”、“以旧换新”等补贴政策的出台，三、四线城市的消费市场已经开始启动。另由于我国产品具有价格优势，市场竞争力较强，吸引众多国际客户到我国采购。多重因素导致国内空调产业快速发展，从 2004 年以来，我国空调产量均保持了每年 6% 左右的增长速度。2008 年因经济危机导致空调需求锐减，产量同比出现下降，但仍然处于高位，随着经济的恢复，下有需求有望得到进一步改善，未来仍有较大的增长空间。

图 4：2005-2008 国内空调产量



数据来源：公司招股说明书

以空调为代表的家电产业快速发展，同样刺激上游铜管的生产和消费。我国已经成为全球最大的铜管生产国和消费国，产品不仅满足国内消费需求，也满足国外需求，从 2003 年开始我国从铜管净进口国转变成净出口国。根据安泰科统计，从 1998 年到 2006 年，国内铜管消费量从 30 万吨增长至 95.5 万吨，复合增长率达到 15.4%。

表 3: 1998-2006 年我国铜管消费量 (单位: 万吨)

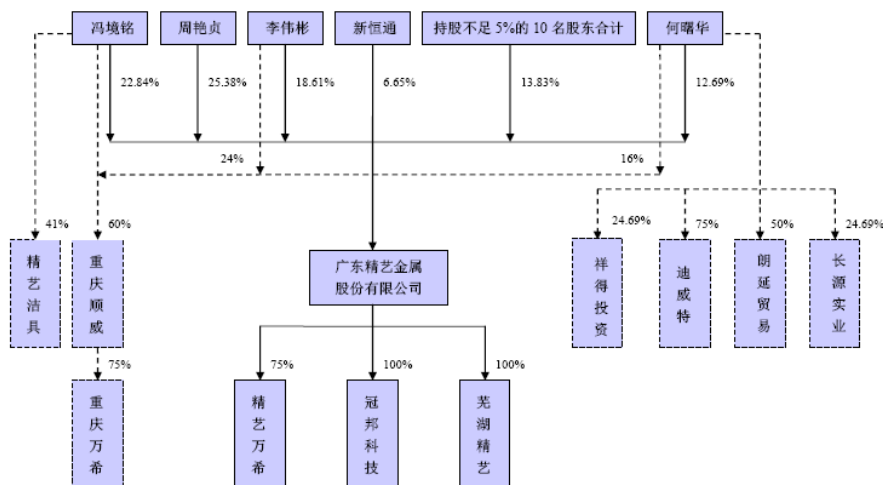
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
铜管产量	28.15	29.76	35.12	39.82	46.00	57.50	76.00	105.00	110.00
铜管净进口量	2.20	3.10	3.27	2.8	2.10	-3.43	-6.5	-9.86	-14.50
铜管消费量	30.35	32.86	38.39	42.62	48.10	54.07	69.50	95.14	95.50

注：安泰科、公司招股说明书

3.2 公司情况简介

精艺股份是经广东省人民政府办公厅粤办函[2005]109 号文批准，由佛山市顺德区北滘镇精艺金属有限公司整体变更，于 2005 年 5 月 19 日发起设立的股份有限公司。本公司设立时注册资本 4,610 万元。发起人为周艳贞、冯境铭、李伟彬、何曙华、朱焯荣、羊林章、王云夫、张军等八位自然人，其中冯境铭、周艳贞夫妇为公司的控股股东、实际控制人。发行前公司的总股本为 10520 万股，其中自然人股份占 88.59%，公司下属三家子公司，分别是精艺万希、冠邦科技、芜湖精艺。

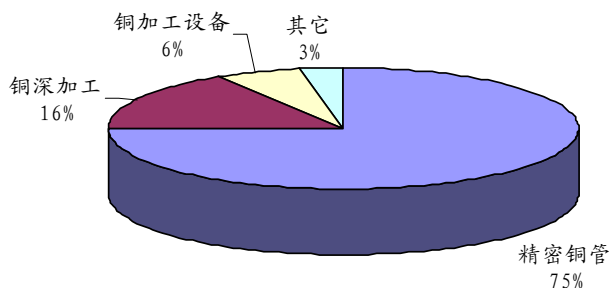
图 5: 公司股权结构图



数据来源：公司招股说明书

精艺股份主营精密铜管、铜深加工和铜加工设备业务，其中精密铜管是公司的基础和增长点，其销售收入一度占据公司主营业务收入的 80% 以上。虽然最近几年管理层开始考虑向高利润、高技术含量的深加工领域拓展，收入结构有所改变，但精密铜管仍将是公司的主要产品。

图 6：2009 年中期公司主营业务收入构成



数据来源：公司招股说明书

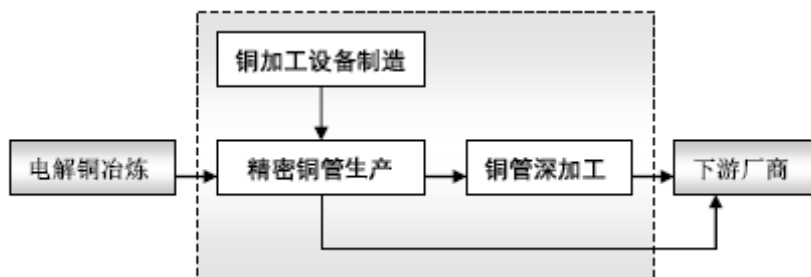
四、精艺股份的经营优势

4.1 加工领域产业链整合提升竞争力

精艺股份的精密铜管生产、铜深加工和铜加工设备三大主营业务占公司营业收入的比重超过 96%，并且三大主营业务形成铜加工领域的完整产业链，即“铜加工设备—精密铜管—铜管深加工产品”。公司利用完整的产业链，形成了以铜管加工业务为中心，上下游业务之间的良性互动。铜加工设备可以通过铜加工生产线进行实验，获取设备运行过程中产生的数据和问题，完善

后再推向市场。并在公司内部建立了持续的技术创新机制，增强了客户对铜加工设备研发实力和产品质量的信赖，无形中提升了公司的竞争力。

图 7：公司上下游产业链图



数据来源：公司招股说明书

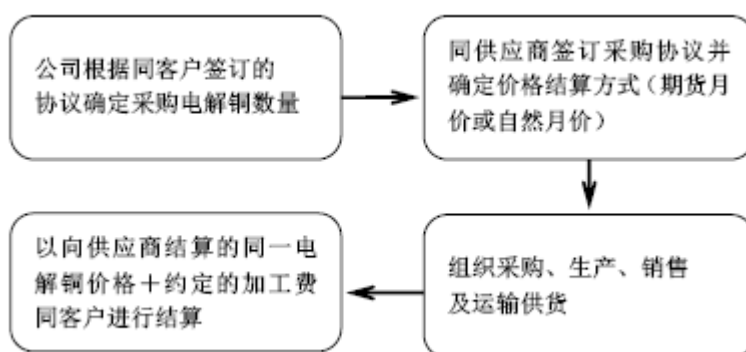
合理的业务链和丰富的产品结构增强了公司抵御市场风险的能力，有利于加深与下游客户的长期合作关系，有利于在公司内部实现资源一体化整合效应与管理协同效应，进一步确立公司整体的竞争优势。

4.2 “电解铜价格+加工费”模式锁定利润空间

精艺股份的主要原材料是电解铜，电解铜成本占单位销售成本的比重约在 95%左右。公司根据订单及生产经营计划，采用持续分批量的形式向电解铜专营商进行采购，采购模式有：期货长单和点价采购。

公司精密铜管及铜管深加工产品的定价模式采用：铜管销售价格 = 电解铜价格 + 约定加工费，加工费在一段时期内基本保持稳定。

图 8：公司产品定价流程



数据来源：公司招股说明书

公司采取“以销定产，以产定购”的策略，电解铜销售价格与采购价格基本锁定，有效地控制了电解铜价格波动对公司经营业绩的影响。根据历年的业务数据，公司销售定价中的平均铜价与电解铜平均采购成本基本一致。

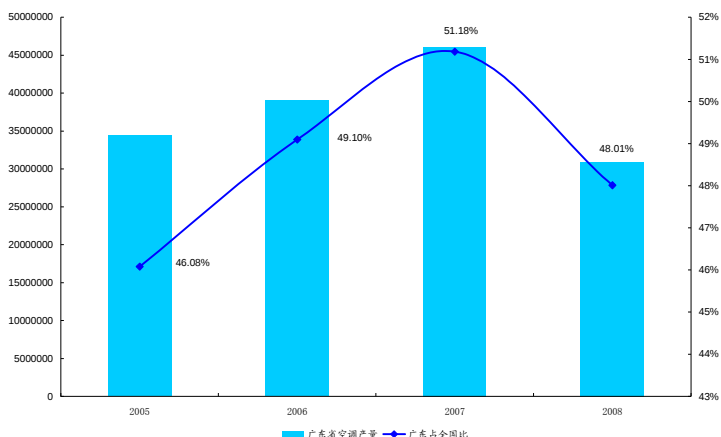
铜管加工费通常在每年年初由公司根据同行业供给情况、加工复杂程度、合理的产品毛利等综合因素与客户谈判而定，一般年初签订全年的合作框架协议，并确定产品的加工费，不同产品之间、同一产品的不同规格之间加工费不同，加工费约定后在年度内将基本保持不变。

“电解铜价格+加工费”的定价模式首先能够使公司规避电解铜价格的波动，避免因外部因素变化导致公司亏损；而框架协议确定的加工费有能够确保公司的利润水平，降低由于商务谈判而导致的销售费用。

4.3 区域优势降低公司营运成本

精艺股份位于广东省顺德市，广东省是全国最大的空调生产基地，其空调产量约占全国总产量的 50% 左右。特别是广东省珠江三角洲地区，为全国三大家电生产集群之一。全国几家规模较大的空调生产企业如美的、格力均与公司临近。由于公司是该区域内规模最大的精密铜管生产加工企业，具有品牌和质量优势，因此区域内的空调制造企业均优先向公司采购。公司近 50% 的精密铜管均销往美的、格力两家客户，公司的客户集中度比较高。

图 9：广东省空调产量及全国占比（单位：台）



数据来源：公司招股说明书

由于公司与客户距离较近，因此可以采取更为灵活的采购、库存、销售策略。通常客户是提前一个月下达订单，由于生产周期较短，公司可以分批采购原材料，以规避原材料价格下降波动的风险；由于距离近，公司才可以采取低库存策略，以降低库存成本，目前公司保持 100 万吨左右的电解铜战略储备，其余都是根据客户订单采购，有利于降低公司的运营成本。

4.4 技术和研发优势帮助开拓市场

精艺股份的产品多次获得省、市级科技进步奖和全国发明展览会等组织颁发的奖项，2004 年以来子公司冠邦科技、精艺万希先后被评为广东省高新

技术企业，2006 年公司组建了广东省铜管加工工程技术研究开发中心，2008 年公司及子公司冠邦科技、精艺万希被认定为广东省高新技术企业。公司的技术优势主要体现在以下方面：

（1）核心技术优势。公司拥有大盘重铜管连铸连轧设备、精密铜管加工工艺和铜管深加工工艺等专利和专有技术上。公司主导产品的核心技术优势，一方面保持和提高了产品的技术性能和质量，另一方面还较大幅度地降低了原材料、能源消耗，使得公司产品在市场上始终保持较强的竞争力。

（2）研发和产业化能力优势。近年来公司加大研发费用投入，按照“开发一代、设计一代、生产一代”的要求不断强化创新能力。截至 2009 年 6 月 30 日，公司有 6 项新产品为广东省重点新产品，取得 27 项国家专利，另有 13 项专利申请已被受理，10 项产品荣获部、省、市级科技进步奖，其中大盘重铜管连铸连轧设备、七斜辊矫直机、高纯度无氧磁控铜管等产品填补国内空白。“高效节能与精密机械装备关键技术”被列入 2006 年粤港关键领域重点突破项目。

五、 公司募集资金用途

本次募集资金拟用于以下项目：

- 1、投资25,845万元，用于“节能高效精密铜管生产线技术改造项目”。
- 2、投资7,372万元，用于“铜管深加工生产线技术改造项目”。
- 3、投资6,728万元，增资本公司全资子公司冠邦科技，并由冠邦科技具体实施“金属加工装备研发、制造能力提升技术改造项目”。

上述项目共需投入资金39,945万元。若本次发行募集资金不足，则不足部分由公司自筹解决；若本次发行募集资金超过项目所需资金，则超过部分补充公司流动资金。

六、 盈利预测

主要假设条件：

- 1、募投项目投产之前，公司产能利用率保持高位。
- 2、公司成功募集规划项目所需资金，项目建设和投产情况按计划实现。根据1-2年的建设期，预计2010年项目部分投产，2011年项目全部达产。公司主营业务收入2010年出现爆发式增长。
- 3、假定公司所得税按15%的税率计算。
- 4、公司经营稳健，不发生影响重大的破坏性事件，如核心技术人员流失等。

表 6: 盈利预测表
 利润表 (单位: 百万元)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,054.3	1,856.8	1,486.5	2,758.9	3,054.3
主营业务成本	1,897.8	1,714.9	1,344.2	2,533.5	2,795.9
主营业务税金及附加	1.2	1.2	0.9	1.7	1.9
主营业务利润	155.3	140.8	141.4	223.7	256.5
销售费用	11.7	12.6	10.1	18.7	20.8
管理费用	29.1	26.3	20.3	36.4	38.7
财务费用	45.7	40.9	29.8	52.5	55.0
其他费用	0.8	0.6	0.0	0.0	0.0
营业利润	68.0	60.4	81.2	116.1	142.0
营业外收支净额	6.0	9.6	6.7	6.7	6.7
利润总额	74.0	70.0	88.0	122.9	148.7
所得税	7.7	9.7	13.2	18.4	22.3
净利润	66.3	60.3	74.8	104.4	126.4
减: 少数股东权益	10.3	5.7	12.2	17.1	20.7
归公司股东净利润	56.0	54.6	62.6	87.3	105.7
EPS (元)	0.40	0.39	0.44	0.62	0.75

注: 每股收益按 A 股最大发行数量摊薄

数据来源: 招股说明书、国联证券研究所

七、估值

A 股可比公司估值: 13.20—15.40 元。

精艺股份主要从事铜加工业务, 公司主要产品为精密铜管 (占总收入的 80% 左右), 因此我们选取 A 股上市公司中主营业务与公司相近的三家上市公司 (如表 7)。这些公司均是从事铜材料加工业务, 其中海亮股份的商业模式与公司一样, 是公司的主要竞争对手。根据 2009 年 9 月 9 日收盘价计算的可比公司平均静态市盈率为 85.89 倍, 09 年平均动态市盈率为 50.90 倍, 市净率为 3.59 倍。鉴于公司在铜材加工领域具备产业链整合的优势, 能够在精密铜管的生产过程中获得超额利润, 因此公司相较于其他铜管企业能够享受估值溢价。参照最近几只中小板新股发行市盈率普遍超过 35 倍, 而且目前的资本市场正逐步好转, 我们给与精艺股份 30-35 倍市盈率, 得出公司的合理估值区间在 13.2-15.4 元。

表 7: A 股可比公司估值

证券代码	公司简称	最新价 2009-9-9	08EPS	08PE 2009-9-9	09PE 2009-9-9	PB 最新
002171.SZ	精诚铜业	15.13	-0.26	-57.75	67.36	4.30

002203.SZ	海亮股份	12.81	0.44	29.25	25.58	3.72
600255.SH	鑫科材料	6.44	0.02	286.17	59.74	2.74
算数平均值				85.89	50.90	3.59

数据来源: Wind, 国联证券研究所

八、申购策略

根据已经公告及我们预测的情况, 我们对新股的发行及收益情况做以下的预测。

表 8: 新股收益预测

名称	发行价格	网上发行 (万股)	网上申购 上限(股)	网上冻结资金 (亿元)	预测中签率	预测首日涨幅	预测年化收益率
精艺股份	13.00	2880	20000	1400	0.27%	40%	13%
辉煌科技	25.00	1240	10000	1300	0.24%	60%	17%

数据来源: 国联证券研究所

本周新股两个一组发行, 前后申购资金互不影响, 投资者选择压力减少。51万即可全部申购两只新股。通过对精艺股份、辉煌科技情况分析, 我们认为辉煌科技概念性更强, 虽然发行价格较高, 但有信立泰表现在前, 我们认为股价压力并不大, 我们建议资金量不够全部申购两只新股的投资者首先选择辉煌科技。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。