

2009年9月9日

有色金属行业

精艺股份(002295)

行业研究员

汪华春

010-88086830-678

wanghc@rxzq.com.cn

精艺股份财务指标及发行数据

发行前总股本(万股): 10520

发行股数(万股): 3600

网上发行: 不超过 720 万股

网下发行: 不超过 2880 万股

发行日期 2009-9-12

承销商 国信证券

发行前每股净资产: 3.26 元

发行前净资产收益率: 9.82%

发行前资产负债率: 46.43%

精艺股份(002295)新股询价报告:

铜加工产业链价值整合者, 发展即将上新台阶 投资要点

- **拥有专业产业链一体化的铜加工企业。**精艺股份是一家集“铜加工设备-精密铜管-铜管深加工产品”专业产业链为一体的高新技术企业, 公司依托完整的产业链, 拥有较快的市场信息反应速度和较高的盈利能力。2007 年度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。
- **珠三角的地域优势明显。**公司所在的珠三角地区是全球重要的家电和电子产品生产基地, 汇集了格力、美的、松下、TCL、三菱电机、科龙、志高、格兰仕等一大批家电行业龙头企业, 由于贴近市场, 运输成本得到节约, 且地域上的优势保证了公司能对客户需求变化做出快速反应, 存货管理也要好于同行。
- **定价方式决定经营风险波动小。**公司主要根据客户订单组织生产, 产品定价方式为“电解铜价格+约定加工费”, 因为公司电解铜销售价格与采购价格基本锁定, 总体而言, 公司不需要承担电解铜价格波动的风险。
- **募集资金项目突破产能瓶颈。**公司此次拟向发行不超过 3,600 万股, 募集资金约 40,000 万元, 用于精密铜管技改项目、铜管深加工技改项目和金属加工设备技改项目。如果募集资金今年能够顺利到位, 则预计 2011 年, 公司将形成 6 万吨精密铜管和 8000 吨铜管深加工产能, 分别比目前产能增加 1 倍和 1.7 倍, 从而成为国内有色金属加工及相关金属加工机械设备制造的龙头企业之一。
- **盈利预测和估值。**我们预计 2009-2010 年分别实现每股收益 0.51 元、0.64 元和 0.87 元, 与业务类似的海亮股份比较估值来看, 我们认为公司合理价值在 11.0-13.3 元之间, 对应 2009 年的 PE 为 21.6-26 倍。

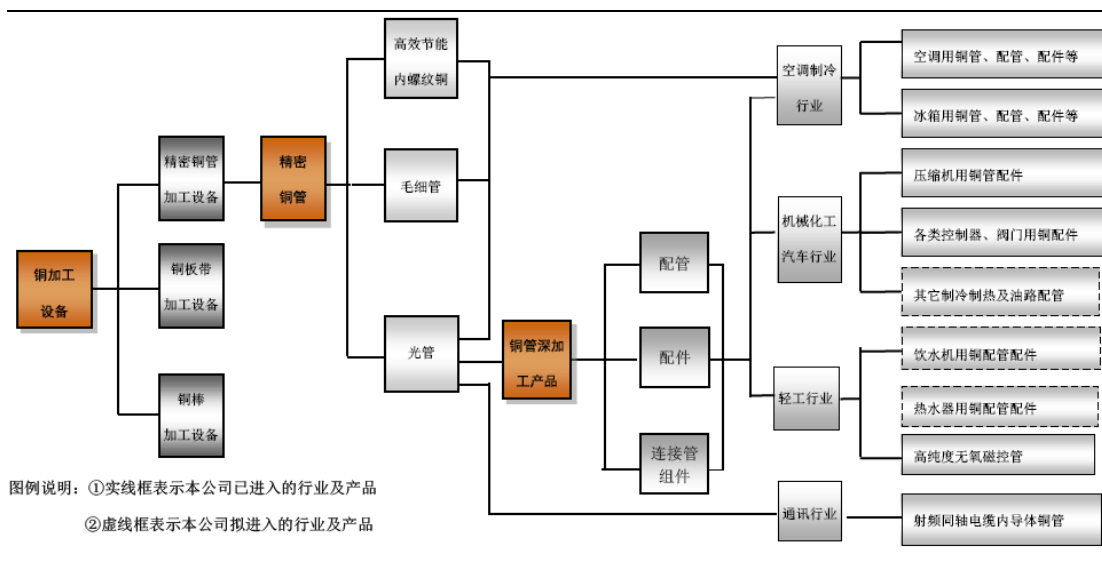
万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	205,432.25	185,684.10	139,263.08	188,005.15	253,806.95
增长率	37.93%	-9.61%	-25%	35%	35%
毛利率	7.62%	7.64%	11.00%	10.50%	10.80%
净利润	6,632.13	6,028.74	8,441.92	9,923.50	13,428.01
增长率	-8.57%	-9.10%	40.03%	150.17%	59.06%
每股收益	0.61	0.52	0.51	0.64	0.87

1、公司是专业的铜加工企业

1.1 公司是专业产业链一体化的铜加工企业

- 精艺股份位于广东佛山，是一家集“铜加工设备-精密铜管-铜管深加工产品”专业产业链为一体的高新技术企业，目前已形成以精密铜管为主导产品，向上游铜加工设备和下游铜管深加工产品延伸的合理产业结构。

图 公司主要业务与产品产业链



来源：公司公告，日信研究

- 目前公司主要业务由铜加工设备、精密铜管和铜管深加工产品三部分组成，其中，精密铜管业务占营业收入比重达 74%，贡献 50% 以上的利润。公司业务主要通过旗下三家控股子公司进行，其中，冠邦科技主营铜管加工设备，精艺万希主营精密铜管，母公司和芜湖精艺（为美的空调芜湖生产基地供货而设立的配套企业）主营铜管深加工产品。

图 2009 年中期营业收入构成

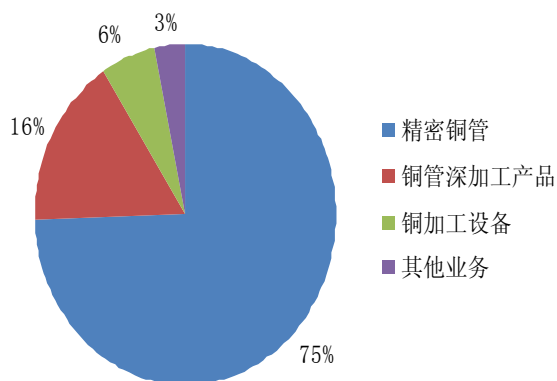
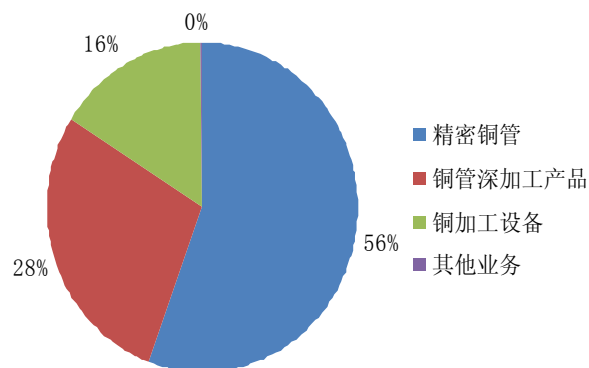


图 2009 年中期营业利润构成



来源：公司公告，日信研究

表 行业控股子公司情况

公司名称	持股比例	主营业务	产品分类
冠邦科技	100%	铜加工设备	铜管加工设备、铜板带加工设备、铜棒加工设备
精艺万希	75%	精密铜管	高效节能内螺纹铜管、毛细管、光管
精艺股份	母公司	铜管深加工产	配管、配件、连接管组件
芜湖精艺	100%	品	

来源：公司公告，日信研究

1.2 四大优势保障公司在行业中的竞争地位

- **铜加工的专业产业链使得盈利能力强。**与国内其他铜深加工企业不同的是，公司能够自主设计开发铜管加工设备，为下游精密铜管和铜管深加工业务提供强大的技术保障，在节约设备支出方面具有明显优势，公司盈利能力更强。此外，公司依托完整的产业链，公司拥有较快的市场信息反应速度，能及时把握新产品开发方向，缩短新产品开发周期，保障了铜管深加工产品的规模、质量及供货速度。

公司	2008 年铜深加工材产量（万吨）	主营业务
金田铜业	24.0	铜板带、铜管、铜棒
金龙铜管	21.0	精密铜管
海亮股份	14.7	铜及铜合金管和管件、铜棒
中铝洛阳铜业	10.4	铜板带、铜管、铜棒
鑫科材料	9.1	铜板带、铜杆
精诚铜业	7.2	铜板带
精艺股份	2.7	铜加工设备、精密铜管、铜管深加工产品

来源：安泰科，各公司公告，日信研究

- **技术领先，产品品牌知名度高。**2007 年度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。除了传统的光管、内螺纹铜管外，公司还开发了环保节能性能更好的瘦高齿内螺纹管、翅片管等高效节能铜管，除了空调制冷行业外还开发了射频内导体大卷重电缆铜管、高纯度无氧磁控铜管等新产品。

（1）公司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，第四代铜加工设备已经研制成功，技术上的先进性将继续保持。2005 年以来，公司铜加工设备的国内市场占有率约 75%，目前公司产品被国内铜加工企业广泛采用，其中包括宁波金田、洛阳铜加工集团、海亮股份、高新张铜等国内知名企业；公司部分产品出口韩国，被韩国三浦工业有限公司等企业使用。

（2）在精密铜管领域，公司拥有光管、高效节能内螺纹铜管、瘦高齿内螺纹铜管、通讯电缆管等跨行业、多规格的产品系列。目前公司是华南地区第二大精密铜管供应商，如前 10 名客户中拥有格力、美的、广州松下等知名空调企业，同时新开发了三菱电机、美芝、佛山华鹭等压缩机、机电行业的知名客户，公司并逐步打开国际市场，目前已经同国外企业日本松下和韩国 LG 建立了供销关系。

（3）在铜管深加工领域，公司拥有配管、配件和连接管组件三大系列共 3,000 多个品种的铜管深加工产品，具备全面配套、快速大量的供货能力。目前与公司有业务联系

的国内铜管深加工产品市场总容量为 93,420 吨, 与公司有业务联系的国外铜管深加工产品市场容量为 34,900 吨。随着国内空调生产厂家将铜管深加工业务逐渐剥离, 公司铜管深加工业务市场容量将大幅增加。

表 铜加工设备

设备名称	需求量(条/台)	估算单价(万元)		市场容量(万元)
		价格	比例(%)	
铜管生产设备	5-10(条)	800-1,000	100	5,000-10,000
铜板带 生产设备	5-10(条)	1,000-2,500	100	10,000-20,000
冷轧管机	40-50(台)	15-100	85	4,000-5,000
		10-400	15	5,000-6,000
管棒矫直机	50-100(台)	10-50	50	1,000-5,000
		50-100	40	2,000-5,000
		100以上	10	5,000-7,000
总额				32,000-60,000

表 公司 2009 年铜管深加工市场扩展情况

区域	主要客户	主要产品	年产量 (万台)	制冷铜配件需 求量(吨)	目前本公司 占总量份额	预计本公司 2009 年销量(吨)
华南	美的	空调	1,780	40,000	4%	2,920
	格力	空调	2,000	45,000	0.5%	2,420
	松下	空调	250	5,600	5%	400
	华鹭	四通阀	1,500	720	25%	150
	三菱电机	压缩机	800	400	50%	200
	美芝	压缩机	1500	800		20
	松下压缩机	压缩机	800	400		10
	格力凌达	压缩机	1,000	500		60
	小计			93,420	2.9%	6,180
海外	日本松下	空调	200	5,000	1%	50
	马来西亚(松下)	空调	150	3,750		50
	马来西亚(OYL)	空调	150	3,750		50
	韩国	空调	600	15,000	0.5%	300
	泰国	空调	200	5,000		
	小计			32,500		400
其它	热水器壁挂炉	炉具	300 万	2,400		50
总计				128,320	2.12%	6,630

- **珠三角的地域优势明显。**公司所在的珠三角地区是全球重要的家电和电子产品生产基地, 汇集了格力、美的、松下、TCL、三菱电机、科龙、志高、格兰仕等一大批家电行业龙头企业, 由于贴近市场, 运输成本得到节约, 且地域上的优势保证了公司能对客户需求变化做出快速反应, 存货管理也要好于同行。
- **定价方式决定经营风险波动小。**公司主要根据客户订单组织生产, 产品定价方式为“电

解铜价格+约定加工费”——公司电解铜原料的采购主要采用期货长单和点价两种方式；铜管加工费通常由公司在年初签订全年的合同框架协议，并确定产品的加工费，加工费约定后在一个空调行业冷冻年度内基本保持不变；精密铜管业务采用行业内通用的“吨”为单位确定加工费；铜管深加工产品，一半以“件”确定加工费。因为公司电解铜销售价格与采购价格基本锁定，总体而言，公司不需要承担电解铜价格波动的风险。

2、铜加工行业未来分析

- 铜加工行业的下游厂商主要包括空调制冷、机械化工、轻工业、通讯、汽车制造等行业厂商。2008 年我国铜材产量达 748.59 万吨，同比增长 19.05%，创历史新高，且连续六年居世界第一位，产量占世界总产量的二分之一；全国铜材总消费量达 790.33 万吨，成为世界上最大的铜材市场。
- 从铜加工材下游行业情况来看，2009 年 1-7 月，汽车、发电设备、变压器、电力电缆、家用电冰箱、家用洗衣机等产量都出现同比增长，且汽车、发电设备和家用电冰箱同比增幅均超过去年同期的增幅。

图 铜消费结构

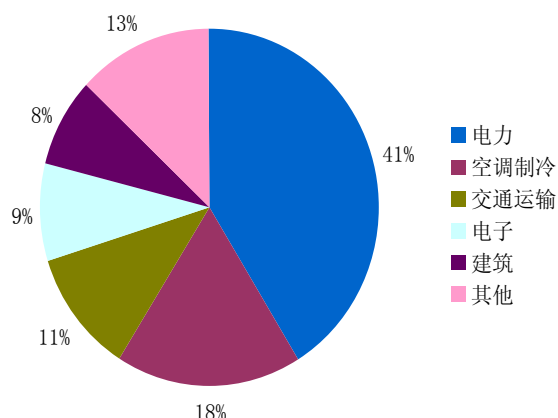
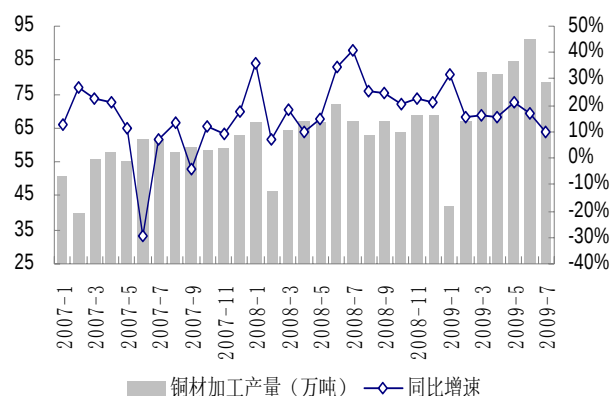


图 上半年铜材加工量同比增长明显



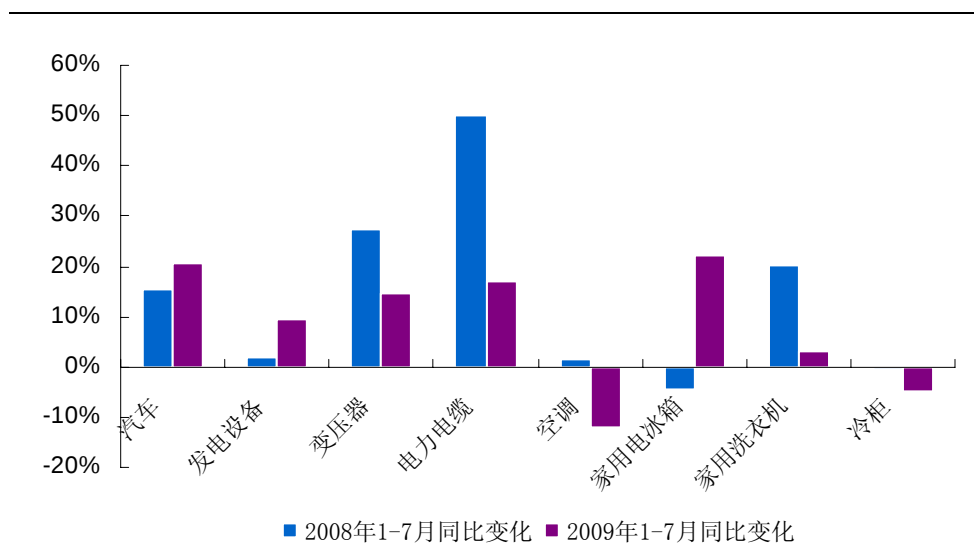
- 根据铜加工行业协会的预测，受国际铜加工业向我国转移和下游铜加工业持续景气的带动，铜管连铸连轧设备以及铜板带冷、热轧设备在我国市场需求旺盛，在未来几年内，每年铜管生产设备需求量将达到 10-15 条生产线，铜板带生产设备需求量将达到 5-10 条，冷轧管机需求量将达到 60—80 台，管棒矫直机的需求量将达到 200-300 台（套）。同时以铜管连铸连轧设备为代表的国产铜加工设备初步具备了国际竞争力，设备出口逐年增加，预计东南亚国家对铜加工设备需求量将以每年 20% 的速度递增。
- 我国空调行业的高速增长带动了我国空调制冷用铜管需求，使空调制冷用铜管成为近年国内铜加工业生产和消费的热点产品。从国内市场来看，未来几年，房地产带动的空调器消费和上世纪 90 年代初、中期安装的空调器更新替换需求、稳定增长的冰箱消费及微波领域专用高纯度无氧磁控管新领域新增需求，这些领域对精密铜管的需求将保持稳定的增长。

表 铜管产量、净进口量和消费量

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	2.80	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

图 铜下游行业产量同比增速情况



3、募投项目将提高公司产能和竞争力

- 目前，公司拥有精密铜管3万吨和铜管深加工3000吨的年产能，尽管公司有大量的客户资源，但是以公司目前的产能，根本无法保证所有客户的订单要求，所以公司只有根据客户综合实力情况，优先满足战略客户，然后适当的考虑其他客户，从目前公司的产销情况看，公司精密铜管完全处于供不应求的状况，而产能问题已经成为限制公司进一步发展的制约因素。
- 公司此次拟向发行不超过3,600万股，募集资金约40,000万元，用于精密铜管技改项目、铜管深加工技改项目和金属加工设备技改项目。如果募集资金今年能够顺利到位，则预计2011年，公司将形成6万吨精密铜管和8000吨铜管深加工产能，分别比目前产能增加1倍和1.7倍，从而成为国内有色金属加工及相关金属加工机械设备制造的龙头企业之一。
 - (1) 新增的3000吨精密铜管产能中，技术含量高的高散热、内螺纹铜管占2400吨，高效翅片铜管1800吨，其余4200吨为射频内导体大卷重电缆铜管。其中，新增的内螺纹铜管产量仅格力和美的两家核心客户即可消化；高效翅片铜管主要用于中央空调冷水机组，射频内导体大卷重电缆铜管主要用于3G基站RF电缆的原材料，为公司自主研发产品。此外，精密铜管深加工项目包括一个科技研发中心的建设，该项目建成后有助于提升公司的科研实力，但科技研发中心本身不会直接增加公司产能，如果剔除科技研发中心的建设费用，公司募集资金投资项目的投入产出比将会上升到1.75；
 - (2) 目前公司铜管深加工产能严重不足，美的、格力的铜管深加工产品年需求量达85000吨，公司项目建成后也仅能满足其部分规格产品的一站式采购需求。目前有几家空调企业提出由公司为其制定制冷铜配件的标准化方案草案，若合作成功，公司铜管深加工业务的规模还需进一步扩大。
 - (3) 金属加工设备产品主要是铜管连铸连轧设备及铜板带冷、热轧设备的开发、成套

和中试。项目达产后，具备年产10台（套）铜管连铸连轧设备以及铜板带冷、热轧设备的生产能力。此外，由于公司科研能力突出，在铜加工设备制造的基础上，公司有能力研发铝加工设备等其他有色金属加工设备及部分黑色金属加工设备。目前，公司已经接到部分黑色金属加工设备制造的订单。一旦公司打开这块市场，公司的业务范围将得到极大的扩张，由原来的铜加工设备制造扩展到整个金属加工设备制造（主要是金属压延类）。

序号	项目简称	投资总额	建设期	新增产能
1	精密铜管技改项目	25,845	1	2条连铸连轧生产线，每条15000吨/年
2	铜管深加工技改项目	7,372	1	5000吨
3	金属加工装备技改项目	6,728	1.5	10台套大型金属加工设备的生产能力
	合计	39,945		

序号	项目简称	单位	现有产能	扩产后产能	预计达产时间
1	精密铜管	吨	30000	60000	2011年
2	铜管深加工	吨	3000	8000	2011年
3	铜加工装备	台套		10	2011年

4、盈利预测和估值

- 对公司未来的盈利预测，我们做如下假设：

（1）公司及冠邦科技被认定为“广东省高新技术企业”，自2008年1月1日起三年内享受15%的企业所得税优惠税率；精艺万希属生产性外商投资企业，“两免三减半”的优惠期于2008年届满后，2009、2010年度可享受15%的优惠税率。

（2）随着技改项目的逐渐达产，毛利率较高的铜管深加工产品和铜加工设备的产能释放，公司整体毛利率略有提升。

（3）随着铜价大幅下跌和募集资金到位，公司的财务费用略有下降，而募投项目的投产将使得管理费用率上升。

（4）公司产品销量及精密铜管单位加工费、单位毛利预测如下表。

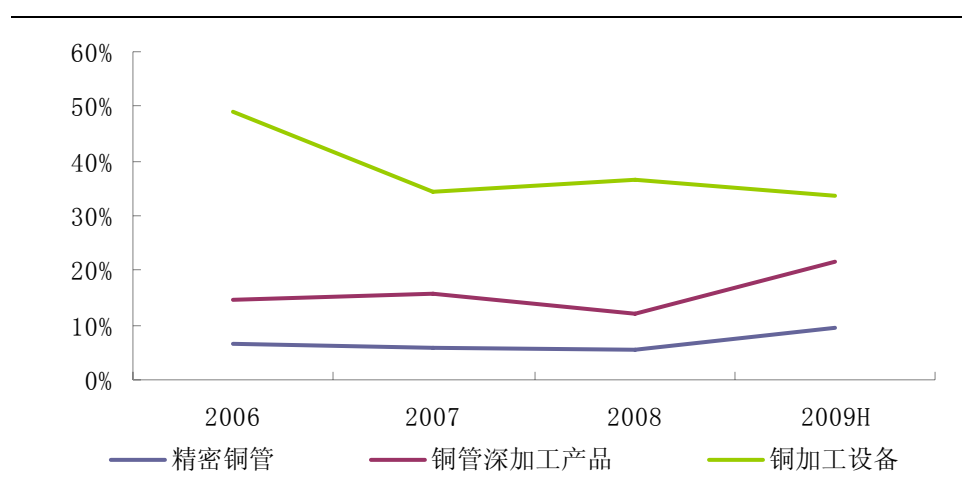


表 公司销量预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
精密铜管 (吨)	21801.73	29546.55	27223.94	29000	36000	45000
铜管深加工产品 (万件)	2798.75	4563.85	8062.27	9000	11000	13500
铜加工设备 (套)	26.65	19.85	20.5	26	28	33

表 精密铜管单位加工费及单位毛利

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
单位加工费 (元/吨)	6100	5800	5740	6000	6000	6000
单位毛利 (元/吨)	3710	3550	3020	3200	3200	3200

表 利润表预测

单位: 万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	205,432.25	185,684.10	139,263.08	188,005.15	253,806.95
营业成本	189,783.94	171,489.84	123,944.14	168,264.61	226,395.80
营业税金及附加	120.9	117.36	167.12	131.60	177.66
销售费用	1,172.61	1,261.88	1,183.74	1,410.04	1,903.55
管理费用	2,907.73	2,632.27	3,342.31	3,384.09	5,076.14
财务费用	4,568.46	4,087.93	1,114.10	3,760.10	5,076.14
资产减值损失	89.3	58.95	300	100	100
投资净收益	10.38				
营业利润	6,799.69	6,035.85	9,211.67	10,954.70	15,077.66
加: 营业外收入	631.92	989.48	800	800	800
减: 营业外支出	29.62	30.24	80	80	80
利润总额	7,401.99	6,995.09	9,931.67	11,674.70	15,797.66
减: 所得税	769.86	966.35	1,489.75	1,751.21	2,369.65
净利润	6,632.13	6,028.74	8,441.92	9,923.50	13,428.01
减: 少数股东损益	1,033.57	567.02	1,181.87	893.11	1,208.52
归属于母公司所有者的净利润	5,598.56	5,461.72	7,260.05	9,030.38	12,219.49
基本每股收益 (元)	0.6072	0.5246	0.51	0.64	0.87

注: 2009-2011 年的每股数据按照发行后假设股本 14120 万股计算

- 根据上述假设, 我们预计 2009-2010 年分别实现每股收益 0.51 元、0.64 元和 0.87 元。我们选取与公司盈利模式相近的铜加工上市企业做比较, 对公司的每股合理价值进行 PE 相对估值的计算。

(1) 目前共有四家上市公司从事铜深加工业务, 其中海亮股份和 ST 张铜与精艺股份的业务相似, 以铜和铜合金管作为主要业务之一, 根据毛利率比较情况来看, 精艺股份综合毛利率高于其余三家上市公司。

(2) 2007 年以来, ST 张铜已经连续亏损两年, 因此, 我们将精艺股份和海亮股份的财务指标做比较, 公司的经营能力强于海亮股份。

(3) 根据四家上市公司目前的市盈率情况,采用相对估值法时,我们主要将精艺股份与海亮股份进行比较,参照海亮股份 2009 年 24.6 倍的动态市盈率,可以得出精艺股份的每股价值为 12.5 元。

图 四家上市公司综合毛利率比较

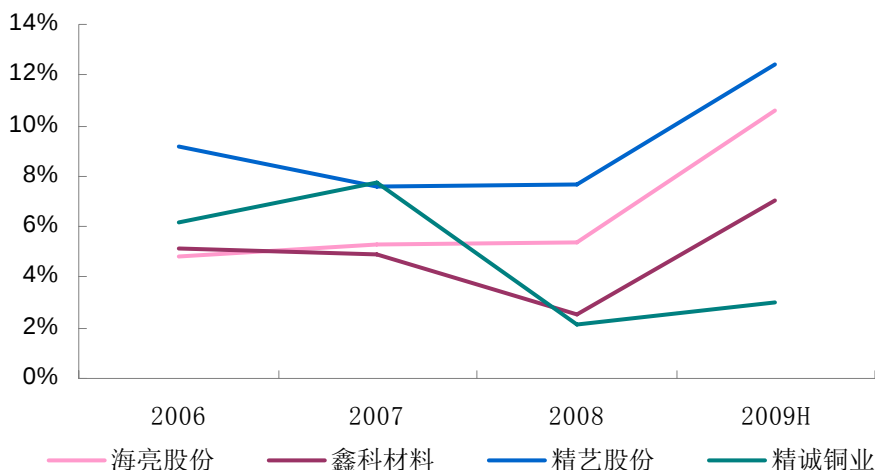


表 四家上市公司估值比较

	股价	EPS		PE	
	(2009.9.8)	2009	2010	2009	2010
海亮股份	12.30	0.50	0.68	24.57	18.06
鑫科材料	6.32	0.11	0.16	58.63	39.67
ST 张铜	6.10	(0.33)	-	(18.58)	-
精诚铜业	14.78	0.22	0.31	65.81	48.19

5、风险提示

- 全球经济复苏缓慢,有色金属包括铜的消费将继续低迷;
- 公司生产经营所需的主要原材料为电解铜,因此电解铜价格波动将影响公司的营业收入走势;
- 公司的客户集中度较高,如果这些主要客户经营出现波动或降低从公司采购的份额,将对公司业务带来影响。

6、网上网下申购方式建议

精艺股份计划发行 3600 万股,网下发行不超过 720 万股,网上为 2880 万股。我们建议公司采取网上申购,从相对估值来看,我们认为公司合理价值在 11.0-13.3 元之间,对应 2009 年的 PE 为 21.6-26 倍。

7、对主承销商投资价值报告的评价

客观性评价：3 分

估值方法和理性评价：4 分

总体评价：4 分

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy): 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform): 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral): 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform): 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight): 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral): 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight): 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。