

性价比提供市场空间，低 PE 提供升值空间

丹甫股份（002366）

首日上市开盘价：21-30 元，合理价格 24 元

新股简评

2010 年 03 月 05 日 星期五

TMT 小组

李军政 康志毅

010-59707117

ljz@longone.com.cn

电源器具

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

发行后总股本(亿股)	1.335
发行量(亿股)	0.335
发行日期	2010.03.02
发行价格	15.00
保荐机构	西南证券

前 5 大股东及发行后持股比例

罗志中	15.59%
青神尚贤投资管理顾问有限公司	9.35%
青神长和投资咨询有限公司	8.43%
朱学前	6.74%
青神岷江制冷技术咨询有限公司	6.69%

投资要点

- **公司是小型压缩机龙头企业。**公司产品以小型机和高效机为主。目前小型机产能 400 万台，市场份额为 25%，其中 2/3 用于饮水机 etc 替代电子制冷的高档新型消费类制冷产品，约 1/3 用于小型高效节能冰箱。
- **产业转移将致中国冷冻压缩机产能剧增。**目前中国冰箱压缩机产能为 8000 多万台，制冷压缩机产能约为 1 亿台，占全球 50%。预计未来五年将达到 1.6 亿台。公司目前高效压缩机产能已达 100 万台，此次募投项目达产后产能将达到 400 万台，公司总产能 800 万台，约占全国 5% 的份额。
- **滑管式成本低于连杆式，但只能用于小型压缩机。**公司是国内唯一采用滑管式技术生产小型压缩机的厂家，生产同样制冷量的单台产品成本较连杆式压缩机至少低 5%。但滑杆式技术属于早期压缩机技术，无法提供更高制冷量，所以高效压缩机均为连杆式，滑杆式技术只能用于小型压缩机。
- **压缩机行业市场化程度较高，高效压缩机供不应求，新客户空间巨大。**公司拟新开发高效机客户包括美菱、格兰仕等，虽然美菱、科龙与丹甫的直接竞争对手同时也是国内最大的冷冻压缩机制造商华意压缩属于关联公司，但各厂家均是独立核算，在丹甫产品具有性价比优势时不会拒绝使用。去年丹甫已通过美菱认证，向美菱河南公司供货 10 万台，今年订单翻番，达到 20 万台。当前高效压缩机供不应求，公司达产后可迅速开发新客户。
- **超募资金未来或助公司进入上游电机领域。**此次公司实际募集资金约为计划募集资金的 2 倍。未来条件成熟后，公司或将进入制冷专用的同步电机和变频电机领域，并扩大研发队伍。
- **低市盈率发行提供较大升值空间。**丹甫股份发行市盈率仅为 29.4，在 2009 年 IPO 重启以来已上市的所有 88 家中小板公司和 58 家创业板公司以及即将上市的 9 家中小板公司中是最低的。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.67 元、0.80 元、0.87 元，对应 15 元发行价 PE 为 22.3X、18.8X 和 17.5X，相较华意压缩和其他家电类企业以及中小板公司，具备较大升值空间。
- **风险提示。**对主要客户经营状况的依赖性风险和铜价大幅波动风险。

表 1. 丹甫股份盈利预测

单位: 百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	516.4	463.1	483.0	592.6	854.5	1,105.6
增长率	50.7%	-10.3%	4.3%	22.7%	44.2%	29.4%
R134a 压缩机	322.6	300.0	307.0	353.0	405.9	466.8
R600a 压缩机	154.5	131.4	135.2	196.0	392.0	548.8
R407c 压缩机	7.4	3.0	3.5	3.8	4.2	4.6
其他压缩机	28.0	24.3	31.2	35.0	37.8	41.6
环试产品	1.0	0.4	1.2	4.9	14.6	43.8
综合毛利率	18.3%	16.3%	23.6%	22.9%	22.0%	20.7%
营业成本	421.7	387.4	369.1	456.8	666.6	876.8
营业税金及附加	0.9	1.0	1.3	1.7	2.3	3.0
期间费用率	6.2%	7.2%	9.2%	7.7%	9.0%	9.7%
销售费用	10.6	9.4	10.7	13.0	21.4	29.9
销售费用率	2.0%	2.0%	2.2%	2.2%	2.5%	2.7%
管理费用	17.8	18.1	33.1	41.5	60.7	80.7
管理费用率	3.4%	3.9%	6.9%	7.0%	7.1%	7.3%
财务费用	3.6	5.7	0.7	(8.9)	(5.1)	(3.3)
财务费用率	0.7%	1.2%	0.2%	-1.5%	-0.6%	-0.3%
资产减值损失	0.6	0.4	1.0	1.0	1.2	1.5
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	61.3	41.1	67.0	87.5	107.5	117.1
增长率	30.0%	-33.0%	63.0%	30.7%	22.8%	8.9%
营业利润率	11.9%	8.9%	13.9%	14.8%	12.6%	10.6%
加: 营业外收入	6.9	22.1	18.1	15.0	16.0	18.0
减: 营业外支出	1.9	0.8	0.1	0.3	0.8	0.6
利润总额	66.4	62.3	85.0	102.2	122.7	134.5
减: 所得税	11.1	7.2	10.0	12.3	15.9	20.2
实际所得税率	16.7%	11.5%	11.7%	12.0%	13.0%	15.0%
净利润	55.3	55.2	75.1	90.0	106.7	114.3
减: 少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
归属于母公司所有者的净利润	55.3	55.2	75.1	90.0	106.7	114.3
增长率	15.7%	-0.2%	36.0%	19.9%	18.6%	7.1%
净利润率	10.7%	11.9%	15.5%	15.2%	12.5%	10.3%
每股收益(元)	0.41	0.41	0.56	0.67	0.80	0.86
归属母公司所有者权益	145.3	200.5	245.5	835.5	942.2	1,056.5
每股净资产	1.09	1.50	1.84	6.26	7.06	7.91
ROE	38.1%	27.5%	30.6%	10.8%	11.3%	10.8%
PE	36.22	36.29	26.68	22.26	18.76	17.52
PB	13.78	9.99	8.16	2.40	2.13	1.90

资料来源: 东海证券研究所 (表中 PE、PB 按发行价计算)

表 2. 家电板块上市公司估值水平

公司简称	代码	总市值	流通市值	股价	每股收益			市盈率			CAGR	PEG	最新
		(亿元)	(亿元)	(元)	08A	09E	10E	08A	09E	10E	08/10 年	09E	市净率
家用冰箱								100.6x	36.7x	23.0x			1.2x
青岛海尔	600690.SH	287.9	162.5	21.51	0.57	0.87	1.13	37.5x	24.8x	19.1x	32.9%	0.8x	3.9x
美菱电器	000521.SZ	49.3	31.1	11.93	0.06	0.73	0.54	192.2x	16.4x	22.3x	132.5%	0.1x	4.3x
ST 科龙	000921.SZ	78.4	23.5	7.90	-0.23	0.15	0.16	-34.6x	52.2x		-14.1%	NA	-9.4x
澳柯玛	600336.SH	27.0	27.0	7.93	0.04	0.15	0.29	207.4x	53.2x	27.6x	-156.0%	NA	5.8x
家用空调								146.0x	30.9x	30.2x			5.2x
美的电器	000527.SZ	431.4	431.1	20.74	0.50	0.87	1.07	41.8x	23.9x	19.5x	22.9%	1.0x	7.4x
格力电器	000651.SZ	492.0	484.8	26.19	1.05	1.38	1.69	25.0x	19.0x	15.5x	35.6%	0.5x	6.0x
ST 春兰	600854.SH	44.8	44.8	8.63	0.02	0.17	0.15	371.1x	49.8x	55.7x	-163.4%	NA	2.2x
厨房电器								-28.6x	33.3x	60.7x			6.3x
德豪润达	002005.SZ	60.8	57.7	18.80	-0.19	0.15	0.11	-97.4x	124.0x	177.1x	3.5%	35.7x	10.1x
苏泊尔	002032.SZ	84.4	20.0	19.00	0.53	0.69	0.85	35.7x	27.5x	22.3x	30.1%	0.9x	4.3x
华帝股份	002035.SZ	20.0	20.0	11.63	-0.06	0.32	0.42	-179.6x	36.0x	27.5x	69.9%	0.5x	6.7x
九阳股份	002242.SZ	132.6	33.3	26.13	1.06	1.13	1.65	24.6x	23.1x	15.9x	45.9%	0.5x	5.6x
伊立浦	002260.SZ	16.0	4.0	10.24	0.14	-0.23	0.00	73.6x	-44.2x				5.0x
清洁电器								156.4x	43.5x	35.2x			9.2x
小天鹅 A	000418.SZ	93.8	59.6	17.12	0.07	0.38	0.44	234.2x	44.6x	39.2x	-10.5%	NA	5.5x
合肥三洋	600983.SH	90.3	33.3	27.12	0.35	0.64	0.87	78.6x	42.4x	31.2x	62.1%	0.7x	12.9x
家电配件								90.6x	53.8x	30.8x			4.8x
华意压缩	000404.SZ	27.4	19.2	8.44	0.08	0.20	0.32	104.4x	43.1x	26.2x	136.5%	0.3x	5.6x
拓邦股份	002139.SZ	20.4	10.6	14.55	0.26	0.32	0.57	55.3x	45.5x	25.5x	56.7%	0.8x	6.4x
海立股份	600619.SH	49.3	26.0	8.99	0.03	0.13	0.18	306.2x	69.2x	49.9x	-8.0%	NA	3.3x
大冷股份	000530.SZ	37.2	16.8	10.64	0.36	0.38	0.41	29.2x	28.1x	26.0x	3.6%	7.8x	2.2x
盾安环境	002011.SZ	80.5	21.0	21.61	0.40	0.43	0.55	53.7x	50.5x	39.0x	8.5%	5.9x	6.6x
三花股份	002050.SZ	61.2	15.9	23.18	0.98	0.83	1.03	23.7x	27.9x	22.4x	77.1%	0.4x	5.5x
东阳光铝	600673.SH	72.9	21.1	8.81	0.14	0.08	0.33	61.2x	112.2x	26.7x	83.7%	1.3x	4.0x
照明灯具								92.7x	112.5x	51.2x			5.3x
佛山照明	000541.SZ	109.4	68.8	11.18	0.23	0.20	0.24	48.8x	56.7x	45.7x	-17.3%	NA	4.3x
浙江阳光	600261.SH	49.9	39.5	19.98	0.41	0.52	0.65	48.7x	38.4x	30.8x	12.9%	3.0x	5.3x
雪莱特	002076.SZ	24.5	12.7	13.31	0.07	0.05	0.17	180.7x	242.6x	77.1x	-14.3%	NA	6.4x
广电传输								65.2x	88.3x	48.0x			9.9x
同洲电子	002052.SZ	49.3	28.5	14.45	0.32	0.14	0.40	45.6x	102.2x	36.5x	10.7%	9.5x	5.9x
金亚科技	300028.SZ	34.0	8.6	23.15	0.27	0.31	0.39	84.9x	74.5x	59.5x	26.6%	2.8x	13.9x
家用影视								142.2x	64.8x	33.4x			3.0x
深康佳 A	000016.SZ	91.5	45.6	7.60	0.21	0.18	0.27	36.5x	41.8x	28.2x	16.1%	2.6x	2.4x
TCL 集团	000100.SZ	162.1	137.9	5.52	0.17	0.10	0.16	32.4x	52.8x	33.7x	6.7%	7.8x	3.3x
海信电器	600060.SH	150.2	128.3	25.99	0.39	0.78	0.94	66.7x	33.4x	27.7x	38.6%	0.9x	4.8x
四川长虹	600839.SH	134.8	134.5	7.10	0.02	0.05	0.16	433.1x	131.1x	44.0x	-3.1%	NA	1.5x
*ST 厦华	600870.SH	12.4	12.4	3.35	-2.72	0.55	0.00	-1.2x	6.1x				
广电信息	600637.SH	48.9	48.9	6.90	-1.40	0.00	0.00	-4.9x					
平均								84.5x	54.2x	38.4x			5.2x

资料来源: Wind 资讯、东海证券研究所(已有快报或年报的公司, 净利润已调整)

表 3. 2010 年 1 月份以来首发上市中小板及创业板公司发行市盈率、首日涨幅

公司简称	代码	发行 价格	发行 市盈率	发行量 (亿股)	上市时间	首日上市 开盘价	首日静态 市盈率	相对发行 价涨幅	目前 股价	回落幅度	目前静态 市盈率
皇氏乳业	002329	20.10	67.00	0.27	2010-01-06	29.00	84.51	44.3%	25.49	-12.1%	74.28
得利斯	002330	13.18	50.69	0.63	2010-01-06	21.00	78.45	59.3%	17.90	-14.8%	66.87
皖通科技	002331	27.00	58.52	0.14	2010-01-06	42.00	87.83	55.6%	38.49	-8.4%	80.49
仙琚制药	002332	8.20	45.56	0.85	2010-01-12	18.60	97.64	126.8%	15.61	-16.1%	81.94
罗普斯金	002333	22.00	62.86	0.39	2010-01-12	30.30	86.20	37.7%	26.66	-12.0%	75.85
英威腾	002334	48.00	78.69	0.16	2010-01-13	65.00	102.19	35.4%	70.00	7.7%	110.05
科华恒盛	002335	27.35	52.60	0.20	2010-01-13	41.60	78.86	52.1%	41.13	-1.1%	77.97
人人乐	002336	26.98	49.05	1.00	2010-01-13	33.80	58.46	25.3%	28.15	-16.7%	48.69
赛象科技	002337	31.00	51.67	0.30	2010-01-15	42.99	57.65	38.7%	33.81	-21.4%	45.34
奥普光电	002338	22.00	50.00	0.20	2010-01-15	51.50	116.94	134.1%	42.07	-18.3%	95.53
积成电子	002339	25.00	60.98	0.22	2010-01-22	33.50	78.43	34.0%	34.08	1.7%	79.79
格林美	002340	32.00	78.05	0.23	2010-01-22	52.18	117.80	63.1%	61.70	18.2%	139.29
新纶科技	002341	23.00	63.36	0.19	2010-01-22	30.00	70.73	30.4%	27.06	-9.8%	63.80
巨力索具	002342	24.00	55.81	0.50	2010-01-26	26.50	61.19	10.4%	23.50	-11.3%	54.26
禾欣股份	002343	31.00	70.45	0.25	2010-01-26	38.00	75.63	22.6%	35.45	-6.7%	70.56
海宁皮城	002344	20.00	69.33	0.70	2010-01-26	23.00	76.10	15.0%	20.99	-8.7%	69.45
潮宏基	002345	33.00	79.17	0.30	2010-01-28	41.60	97.23	26.1%	41.98	0.9%	98.12
柘中建设	002346	19.90	58.19	0.35	2010-01-28	21.50	61.22	8.0%	19.56	-9.0%	55.69
泰尔重工	002347	22.50	44.12	0.26	2010-01-28	26.88	44.55	19.5%	25.04	-6.8%	41.50
高乐股份	002348	21.98	70.90	0.38	2010-02-03	21.00	65.22	-4.5%	21.01	0.0%	65.25
精华制药	002349	19.80	73.33	0.20	2010-02-03	23.50	71.86	18.7%	28.27	20.3%	86.44
北京科锐	002350	24.00	45.28	0.27	2010-02-03	31.00	56.71	29.2%	31.14	0.5%	56.96
漫步者	002351	33.50	76.14	0.37	2010-02-05	33.50	70.32	0.0%	37.60	12.2%	78.92
鼎泰新材	002352	32.00	65.88	0.20	2010-02-05	32.98	61.73	3.1%	30.66	-7.0%	57.38
杰瑞股份	002353	59.50	81.78	0.29	2010-02-05	65.00	84.92	9.2%	85.00	30.8%	111.05
科冕木业	002354	12.33	56.05	0.24	2010-02-09	17.53	51.99	42.2%	17.18	-2.0%	50.95
兴民钢圈	002355	14.50	58.00	0.53	2010-02-09	14.50	59.11	0.0%	15.43	6.4%	62.90
浩宁达	002356	36.50	63.81	0.20	2010-02-09	36.15	62.26	-1.0%	37.12	2.7%	63.93
富临运业	002357	14.97	42.29	0.21	2010-02-10	19.00	53.71	26.9%	21.43	12.8%	60.58
森源电气	002358	26.00	54.17	0.22	2010-02-10	28.11	48.17	8.1%	39.29	39.8%	67.33
齐星铁塔	002359	16.98	54.77	0.28	2010-02-10	16.98	54.22	0.0%	19.29	13.6%	61.60
同德化工	002360	23.98	32.85	0.15	2010-03-03	35.90	80.72	49.7%	39.20	9.2%	88.14
神剑股份	002361	17.00	36.17	0.20	2010-03-03	25.03	66.50	47.2%	30.06	20.1%	79.87
汉王科技	002362	41.90	68.69	0.27	2010-03-03	78.00	279.01	86.2%	89.05	14.2%	318.54
平均值			59.59				79.35	33.9%		0.8%	80.57
新宙邦	300037	28.99	111.50	0.27	2010-01-08	38.00	128.59	31.1%	38.70	1.8%	130.96
梅泰诺	300038	26.00	61.90	0.23	2010-01-08	36.50	84.50	40.4%	27.90	-23.6%	64.59
上海凯宝	300039	38.00	82.61	0.27	2010-01-08	45.50	86.49	19.7%	44.20	-2.9%	84.02
九洲电气	300040	33.00	68.75	0.18	2010-01-08	43.08	82.93	30.5%	38.65	-10.3%	74.40
回天胶业	300041	36.40	67.41	0.17	2010-01-08	47.00	87.75	29.1%	39.42	-16.1%	73.60
朗科科技	300042	39.00	76.47	0.17	2010-01-08	51.00	86.06	30.8%	40.80	-20.0%	68.85
星辉车模	300043	43.98	91.49	0.13	2010-01-20	50.00	104.00	13.7%	41.69	-16.6%	86.72
赛为智能	300044	22.00	81.48	0.20	2010-01-20	30.10	107.79	36.8%	28.31	-5.9%	101.38
华力创通	300045	30.70	76.75	0.17	2010-01-20	43.00	106.35	40.1%	34.26	-20.3%	84.73
台基股份	300046	41.30	66.61	0.15	2010-01-20	46.50	74.28	12.6%	40.86	-12.1%	65.27
天源迪科	300047	30.00	78.95	0.27	2010-01-20	35.00	87.26	16.7%	29.61	-15.4%	73.82
合康变频	300048	34.16	106.95	0.30	2010-01-20	42.88	134.25	25.5%	47.58	11.0%	148.96
福瑞股份	300049	28.98	82.80	0.19	2010-01-20	36.51	104.65	26.0%	30.10	-17.6%	86.28
世纪鼎利	300050	88.00	123.94	0.14	2010-01-20	121.00	167.60	37.5%	123.12	1.8%	170.54
三五互联	300051	34.00	65.38	0.14	2010-02-11	37.00	69.92	8.8%	39.60	7.0%	74.83
中青宝	300052	30.00	93.75	0.25	2010-02-11	36.01	98.17	20.0%	37.09	3.0%	101.11
欧比特	300053	17.00	73.87	0.25	2010-02-11	21.01	82.99	23.6%	21.58	2.7%	85.24
鼎龙股份	300054	30.55	89.85	0.15	2010-02-11	31.80	64.33	4.1%	40.20	26.4%	81.33
万邦达	300055	65.69	71.40	0.22	2010-02-26	85.01	194.92	29.4%	96.77	13.8%	221.88
三维丝	300056	21.59	102.81	0.13	2010-02-26	35.00	143.77	62.1%	35.46	1.3%	145.66
万顺股份	300057	18.38	65.64	0.53	2010-02-26	20.58	73.05	12.0%	20.38	-1.0%	72.34
蓝色光标	300058	33.86	67.72	0.20	2010-02-26	43.60	80.45	28.8%	45.48	4.3%	83.92
平均值			82.18				102.28	0.26		-4.0%	99.11

资料来源: Wind 资讯、东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李军政, 家电行业分析师, 清华大学首届基础科学理学学士、物理学博士, 两年证券从业经验。

重点跟踪公司: 青岛海尔、美的电器、TCL 集团、同洲电子等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122