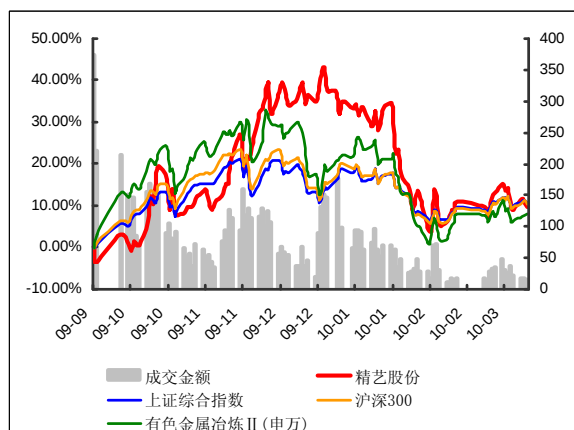


专注发展优势产品的铜加工企业

——精艺股份（002295）

公司评级：谨慎推荐

报告时间： 2010-3-11 星期四



市场数据： 2010年3月10日

行业分类： 有色金属

上证指数： 3049

沪深300： 3279

有色板块： 5656

精艺股份： 19.55

研究员：高天成

电话：(0351) 4131559

E mail: gaotc@dtsec.com.cn

地址：山西·太原·青年路8号

邮编：030001

网址：http://www.dtsbc.com.cn

投资要点：

公司简介 公司2009年9月上市，发行价13元，属有色金属延展加工业，主营精密铜管、铜管深加工产品、铜加工设备，主要原材料为电解铜，电解铜价格高企将加大公司运营资金压力。

公司业务 精密铜管是公司的主导产品，主要由控股子公司精艺万希（控股75%）生产，精密铜管业务收入占比高达80%，毛利占比高达60%。在2009年1—9月实现净利润3629.24万元，为公司利润主要来源。业务的利润要主要来自加工费，单位加工费收入约0.58万元/吨左右。

公司的精密铜管业务现有3条万吨生产线，新增募投项目产能3万吨，总计产能6万吨。11年后达产。预计09年产量将超过2.8万吨，10、11年预计产量分别为3.3万吨、4.2万吨。

公司铜管深加工产品由母公司和全资子公司芜湖精艺生产，目前产能3000吨。09年已有部分募投铜加工件项目投产，预计09年产量近3600吨。铜加工件募投项目将于10年9月完全投产，届时产能将增加到8000吨。但产量能否达产，要根据下游客户协商的订单情况决定，预计10年、11年产品的产量分别为5000吨、6000吨。

公司铜加工设备的生产主要按照客户的特定要求定制化生产，该部分产品的供应商在国内相对较少，因而与大规模标准化产品生产相比，毛利率相对较高，是未来利润增长重要源泉。

投资分析 我们看好铜加工企业，公司预计2009、2010、2010每股收益为0.54元、0.64元和0.81元，目前19.5元的价格对应市盈率约36倍、30倍、24倍。对于中小盘股票，我们认为合理或者安全的市盈率为30倍，由于公司产品处于供不应求，公司有募投项目，项目达产后产能翻番，结合公司基本面和未来发展预期，我们给予溢价后35倍市盈率，所以目前股票价格合理，维持前期周报给予的“谨慎推荐”评级。

目录

一、公司概况	3
(一) 公司简介	3
(二) 主要财务数据和指标	4
(三) 股东分布	5
二、公司业务	5
(一) 主营收入	5
(二) 各业务比较	7
(1) 精密铜管业务	7
(2) 铜管深加工业务	8
(3) 铜加工设备	9
(三) 产品产量	10
(1) 原材料供应	10
(2) 募投项目	11
(3) 上市提升融资能力	13
(四) 产品市场情况	14
(1) 公司客户	14
(2) 竞争对手介绍	15
三、行业情况	16
(一) 铜消费市场	16
(二) 铜供给市场	17
(三) 铜加工市场	18
(四) 空调市场	20
空调行业分为家用空调和中央空调，其中家用空调目前主要有国内企业提供，市场份额比较高，中央空调由于技术原因，国内企业市场份额不高，被国际大企业集团所有垄断。	20
(1) 家用空调	20
(2) 中央空调	21
四、投资分析	21

图表目录

图表 1 公司所处产业链	3
图表 2 近三年合并资产负债表主要数据	4
图表 3 合并利润表主要数据（万元）	4
图表 4 主要财务指标	4
图表 5 前十大股东（截止日期: 2009-09-29）	5
图表 6 公司主营业务收入分布情况（09 中期）	6
图表 7 主营业务收入情况（09 中期）	6
图表 8 各产品毛利率明细表	7
图表 9 流动资产占总资产比例	8
图表 10 铜加工收入和毛利占比（2008）	8
图表 11 公司 2009 年铜管深加工市场扩展情况	9
图表 12 公司报告期内产销情况	10
图表 13 前五名供应商采购额占公司总采购比重	11
图表 14 公司报告期内前五名供应商采购情况（2009 中期）	11
图表 15 募集资金投资项目投入情况（万元）	12
图表 16 募集资金投资项目实施进度	12
图表 17 募集资金投资项目与公司产品产能对比表	12
图表 18 精密铜管募投具体项目	13
图表 19 报告期内公司票据贴现情况表（万元）	13
图表 20 公司主要客户列表	14
图表 21 公司前五名客户销售情况（万元，2009 年中期数据）	15
图表 22 公司前五名客户销售额占营业收入比重（万元，2009 年中期数据）	15
图表 23 世界各国铜消费（万吨）	16
图表 24 世界主要产铜国储量（万吨）	17
图表 25 世界主要产铜国精炼铜产量（万吨）	17
图表 26 铜精矿进出口情况（万吨）	18
图表 27 精铜进出口情况（万吨）	18
图表 28 中国铜加工材主要品种产量	19
图表 29 1998 - 2006 年我国铜管消费量（万吨）	19
图表 30 2009 年我国铜加工设备市场容量估算表	19
图表 31 国内家用空调市场销量定位表	20

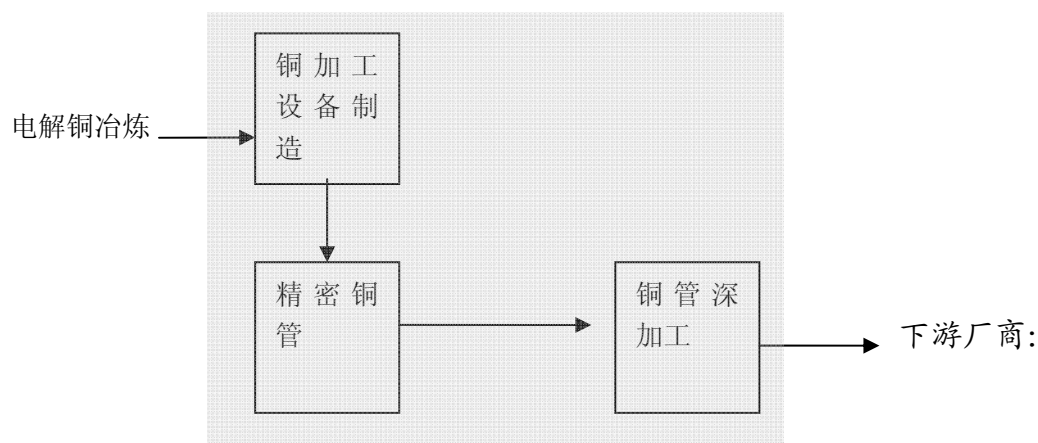
一、公司概况

（一）公司简介

公司为次新股上市企业，2009年9月上市，发行价13元，属有色金属延展加工业，主营精密铜管、铜管深加工产品、铜加工设备，主要原材料为电解铜。公司位于有色加工聚集地珠三角的广东佛山市顺德，临近下游企业。

公司是国内第3大空调铜管供应商，华南第2大空调铜管制造商，精密铜管、铜管深加工产品、铜加工设备三大产品的收入占公司总收入的96%以上。其中，精密铜管是公司的主导产品，收入占比高达80%，毛利占比高达60%。

图表 1 公司所处产业链



资料来源：招股说明书

以上图表阴影部分为公司主营业务。下游厂商包括空调制冷、机械化工、轻工业、通讯、汽车制造等行业厂商。对于公司而言主要下游客户为空调制冷企业。

根据《产业结构调整指导目录》的规定：“高精铜板、带、箔、管材生产及技术开发”、是国家鼓励的项目。公司产品属于国家鼓励项目，在政策上享有税收优惠。

(二) 主要财务数据和指标

图表 2 近三年合并资产负债表主要数据

项 目	2009. 6. 30	2008. 12. 31	2007. 12. 31	2006. 12. 31
流动资产	59,415.24	40,035.69	57,402.69	56,383.28
非流动资产	13,100.47	12,838.62	12,226.28	11,256.97
总资产	72,515.71	52,874.31	69,628.97	67,640.25
流动负债	33,102.04	16,347.65	46,595.08	48,965.98
非流动负债	566.40	594.03	280.00	-
总负债	33,668.44	16,941.68	46,875.08	48,965.98
净资产	38,847.28	35,932.63	22,753.89	18,674.26
归属于母公司的 净资产	34,309.06	31,990.89	19,379.17	14,933.11

资料来源：招股说明书

图表 3 合并利润表主要数据（万元）

项 目	2006年度	2007年度	2008年度	2009年1-6月
营业收入	148,944.61	205,432.25	185,684.10	53,416.68
营业利润	8,035.02	6,799.69	6,035.85	4,213.00
利润总额	8,201.92	7,401.99	6,995.09	4,662.12
净利润	7,253.45	6,632.13	6,028.74	3,966.64
归属于母公司 的净利润	5,507.05	5,598.56	5,461.72	3,370.17

资料来源：招股说明书

图表 4 主要财务指标

财 务 指 标	2006年度	2007年度	2008年度	2009年 1-6月
流动比率	1.15	1.23	2.45	1.79
速动比率	0.94	0.98	1.92	1.45
应收账款周转率(次)	15.45	15.00	13.16	3.11
存货周转率(次)	11.89	17.03	16.89	4.71
无形资产占净资产 的比例(%)	0.08	0.02	0.03	0.03
资产负债率(%)	68.67	48.24	15.45	34.42
资产负债率(%)	72.39	67.32	32.04	46.43
每股净资产(元)	4.05	2.47	3.42	3.69
基本每股收益(元)	0.5973	0.6072	0.5246	0.3204
基本每股收益(元)	0.4461	0.4880	0.4505	0.2858
净资产收益率(%)	45.41	33.38	19.05	10.22
净资产收益率(%)	33.92	26.82	16.36	9.12

每股净现金流（元）	1.98	0.40	-0.66	-0.02
-----------	------	------	-------	-------

资料来源：招股说明书

（三）股东分布

公司09年9月上市，新发行A股3,600万股，发行后总股本变为1.41亿股，公司控股股东为周艳贞、冯境铭夫妇，合并持有公司35.93%的股份，为公司实际控制人，所以公司属民营企业。

公司前十大股东只有2家为机构，其他股东都是自然人。按相关规定原两家国有股东共计360万股转让给全国社会保障基金理事会持有，结果前十大股东包括了全国社会保障基金理事会。

图表 5 前十大股东（截止日期: 2009-09-29）

	名 称	持股数(万股)	占总股数	股本性质
1.	周艳贞	2670.00	18.91%	限售 A 股
2.	冯境铭	2403.00	17.02%	限售 A 股
3.	李伟彬	1958.00	13.87%	限售 A 股
4.	何曙华	1335.00	9.45%	限售 A 股
5.	江苏新恒通投资集团有限公司	700.00	4.96%	限售 A 股
6.	全国社会保障基金理事会转持三户	360.00	2.55%	限售 A 股
7.	朱焯荣	267.00	1.89%	限售 A 股
8.	张占柱	110.77	0.78%	限售 A 股
9.	朱旭	110.77	0.78%	限售 A 股
10.	何奕报	100.00	0.71%	限售 A 股
总计		10014.54	70.92%	

资料来源：公司季报

二、公司业务

（一）主营收入

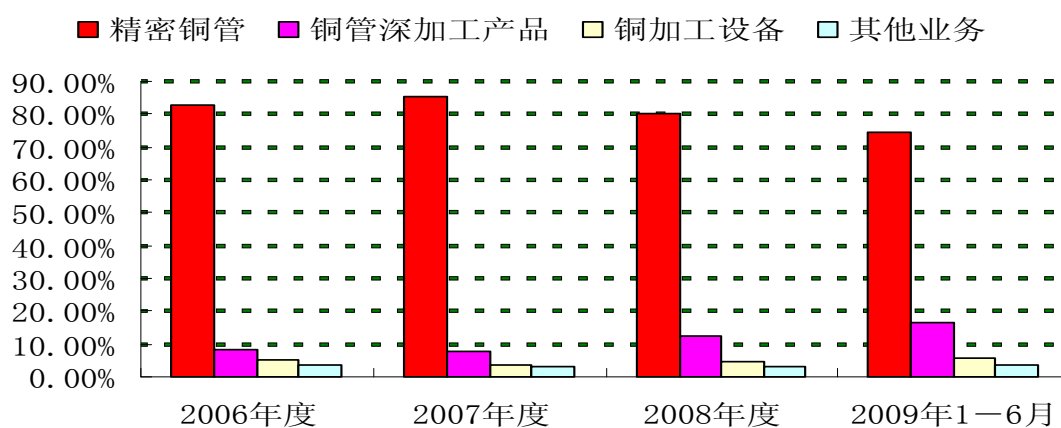
公司三大业务为一条链铜加工设备—精密铜管——铜管深加工产品，公司精密铜管及铜管深加工产品主要根据客户订单组织生产，产品的定价方式为“电解铜价格+约定加工费”。公司电解铜原料的采购主要采用期货长单和点价两种方式，由于公司采取“以销定产，以产定购”的策略，所以电解铜销售价格与采购价格基本锁定，公司基本不需要承担电解铜价格波动的风

险。因此，公司精密铜管和铜管深加工产品的盈利能力主要取决于产量、加工费水平和加工成本的控制。

2009 年度公司各项业务保持平稳，其中主要业务精密铜管和铜管深加工业务收入占合并报表的90%以上。2009 年度公司精密铜管和铜管深加工业务虽销售量有所增长，但由于电解铜价格在2009 年度均价为40,186 元/吨，较2008 年度均价56,609 元/吨下降了29%，导致营业收入下降、但盈利水平仍保持稳定。

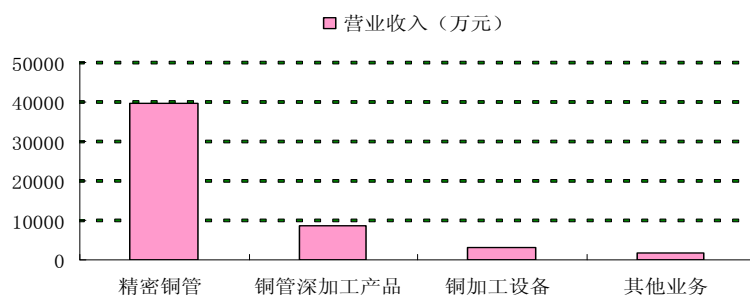
报告期内，公司的三大业务占营业收入比重超过96%，其中精密铜管生产业务是公司最主要的收入来源，报告期内均超过营业收入的75%。精密铜管生产的原材料主要是电解铜，所以电解铜冶炼为精密铜管生产的上游行业。同时公司生产的精密铜管主要销售给空调制冷、通讯等下游行业，其中空调制冷厂家为公司最主要的销售对象。

图表 6 公司主营业务收入分布情况（09 中期）



资料来源：招股说明书

图表 7 主营业务收入情况（09 中期）

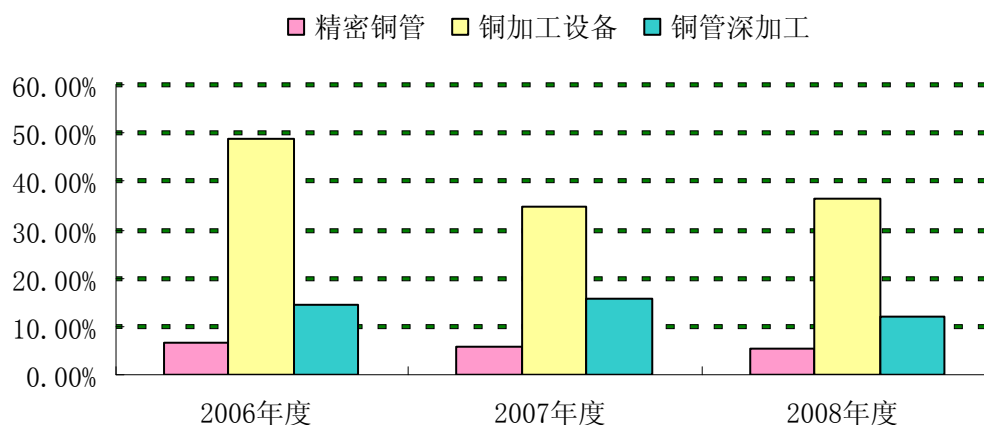


资料来源：招股说明书

（二）各业务比较

公司的精密铜管、铜管深加工及铜加工设备的毛利率差别较大，其中铜加工设备业务的毛利率最高。但由于精密铜管业务在公司总营业收入中比重最大，近三年平均比重为82.81%，所以综合毛利率的水平及走势与精密铜管业务的毛利率水平及走势相近。由于公司铜管深加工业务及铜管加工设备业务的毛利率水平较精密铜管业务的毛利率水平要高，这也使得公司的综合毛利率较同行业公司要高。

图表 8 各产品毛利率明细表



资料来源：招股说明书

（1）精密铜管业务

精密铜管主要由精艺万希生产，精艺万希是由本公司与香港腾达投资发展有限公司共同投资的中外合资企业，本公司持有其75%的股权。精艺万希的投资总额为4,000万港元，注册资本为3,870万港元；注册地址为佛山市顺德区北滘镇西海工业区；法定代表人为冯境铭。截至2009年9月30日，精艺万希的总资产为人民币40,148.05万元，净资产为人民币19,407.09万元，资产负债率为51.66%，2009年1—9月实现净利润3,629.24万元，为公司利润主要来源。

精密铜管业务的利润要来自加工费，收入成本主要构成部分是电解铜价格，加工费收入相对于电解铜价格仅仅是一小部分，因而毛利率较其他业务的毛利率相对要低。06-09中期，公司精密铜管业务的单位加工费收入分别为0.610万元/吨、0.580万元/吨、0.574万元/吨和0.570万元/吨，单位毛利分别为0.371万元/吨、0.355万元/吨、0.302万元/吨和0.309万元/吨。虽然过去三年来公司通过加速优化产品结构大大延缓了单位加工费和单位毛利下降的趋势，

近三年，该业务的毛利率有所下降，主要是由于公司的定价模式中电解铜价格构成了销售定价的一部分，在近三年电解铜价格大幅上涨的情况下，销售收入不断增加，毛利率的计算基数加大使得加工费收入所占比重愈发变小，因而毛利率较低并呈下降趋势。公司的资产投入主要为流动资产，而流动资产中存货所占比例较大。电解铜价格高企加大公司运营资金压力。

2006年电解铜价格上涨明显，公司的流动资产增加迅速。2007年电解铜价格维持高位波动，流动资产保持稳定增长。报告期内，公司的资产负债率维持在较高的水平，电解铜价格大幅上涨使得公司不断加大流动资产的投入，也增加了公司运营资金的压力。而流动资产又以存货所占比例较大。06-09中期，公司存货占流动资产比例分别为18.72%、20.45%、21.40%及19.04%。

图表 9 流动资产占总资产比例

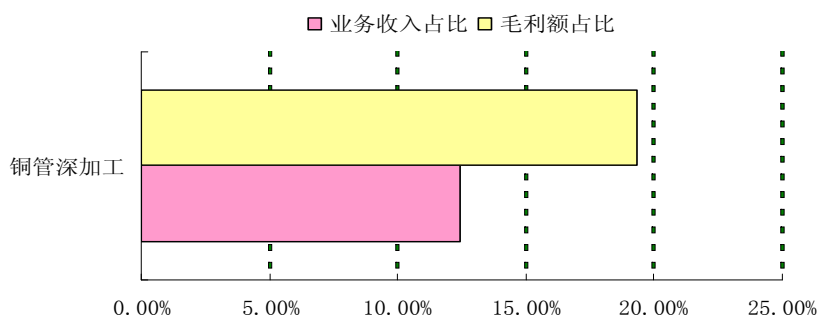
	2009中		2008		2007		2006
	金额	增幅	金额	增幅	金额	增幅	金额
流动资产	59,415.24	48.41%	40,035.69	-30.25%	57,402.69	1.81%	56,383.27
总资产	72,515.71	37.15%	52,874.31	-24.06%	69,628.97	2.94%	67,640.25
流动资产 占总资产 比 (%)	81.93	-	75.72	-	82.44	-	83.36
资产负债 率 (合 并, %)	46.43	-	32.04	-	67.32	-	72.39

资料来源：招股说明书

(2) 铜管深加工业务

公司的铜管深加工业务资产在母公司中，在整个铜加工产业链中属于高附加值业务，是公司新的利润增长点。铜管深加工业务毛利率比较稳定，近三年分别为14.51%、15.88%及11.90%，2008年度公司铜管深加工业务收入占公司营业收入12.44%，毛利额占公司毛利总额的19.36%。铜管深加工业务的原材料为精密铜管，主要由精艺万希生产，铜管深加工业务的上游行业为铜管加工行业。公司铜管深加工产品的客户与精密铜管基本一样，主要是空调制冷厂家。

图表 10 铜加工收入和毛利占比 (2008)



资料来源：招股说明书

图表 11 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
	日本松下	空调	200	5,000	1%	50
海外	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%		6630

资料来源：招股说明书

(3) 铜加工设备

铜加工设备业务的毛利率较高，主要是由于：

①该业务收入中包括部分技术服务项目，如技术开发、技术咨询、技术转让等，成本主要

是研发产品测试及机组试运行所需的材料支出及研发人员的薪酬支出等，相对收入额而言较低，相应毛利率较高。公司该业务中的项目工程的科技含量较高，目前公司已取得15项与铜加工设备生产有关的专利（其中发明专利2项），其产品有较高的技术含量。

②公司铜加工设备中部分产品已开始向国外出口。同类产品销售价格在国外要远高于国内，毛利率较高

③公司铜加工设备的生产主要按照客户的特定要求定制化生产，该部分产品的供应商在国内相对较少，因而与大规模标准化产品生产相比，毛利率相对较高。

（三）产品产量

公司的精密铜管主要由控股子公司精艺万希（控股75%）生产，现有3条万吨生产线，总计产能3万吨。预计09年产量将超过2.8万吨。

公司铜管深加工产品由母公司和全资子公司芜湖精艺生产，目前产能3000吨。09年已有部分募投铜加工件项目投产，预计09年产量近3600吨。铜加工件募投项目将于10年9月完全投产，届时产能将增加到8000吨。但产量能否达产，要根据下游客户协商的订单情况决定。预计10年、11年铜管深加工产品的产量分别为5000吨、6000吨。

公司铜加工设备机械较少，在公司签署铜加工设备订单后，除关键环节由公司自行生产外，其他部分都向大型机械加工厂委外加工。本次募集资金投资项目公司将通过购置精密机床等设备，完善自有机加工能力，达产后将新增10台套大型金属加工设备的生产能力。

图表 12 公司报告期内产销情况

类 别	2009年1-6月			2008年度		
	产量	销量	产销率 (%)	产量	销量	产销率 (%)
铜加工设备（台/套）	13.24	13.24	100.00	20.50	20.50	100.00
密铜管（吨）	12,269.41	11,697.95	95.34	27,418.76	27,223.94	99.29
铜管深加工产品（万件）	4,103.91	4,423.20	107.78	8,087.74	8,062.27	99.69

资料来源：招股说明书

（1）原材料供应

公司电解铜采购主要通过与西安迈科、万向资源签订长期供货协议保障供应。铜管深加工

所需的主要原材料为光管，主要向精艺万希内部采购，06-09中期采购量分别为1,936吨、2,048吨、164.99吨和1,338.52吨。铜加工设备生产的主要原材料为钢材及机电配件，主要由冠邦科技进行图纸设计和制造成套，其中机电配件在专业生产厂加工订做。

图表 13 前五名供应商采购额占公司总采购比重

项 目	2006年度	2007年度	2008年度	2009年1-6月
前五名供应商采购额	104,115	171,180	125,435.82	44,343.02
年度采购总额	146,578	194,619	137,280.80	52,290.58
占比 (%)	71.03	87.96	91.37	84.80

资料来源：招股说明书

公司的主要原材料电解铜是一种高度市场化、同质化的产品，国内、国际的有色金属市场、供应商、期货交易所都可充分供应该种商品。公司与西安迈科、万向资源等供应商签订电解铜长期供应协议，主要是比较、考虑供应渠道的配套服务，大型的电解铜供应商有较先进的物流管理经验，与其合作可以推进公司的存货管理水平、降低存货的流动资金占用，但同时也导致原材料的采购较为集中。

图表 14 公司报告期内前五名供应商采购情况（2009 中期）

供应商名称	采购金额	占当年采购总额的比例 (%)
万向资源	14,952.39	28.59
西安迈科	14,577.64	27.88
深圳江铜南方总公司	11,832.02	22.63
佛山市南海正圣金属贸易有限公司	1,581.80	3.03
南海宇成金属投资	1,399.18	2.68
合 计	44,343.02	84.80

资料来源：招股说明书

（2）募投项目

本次上市公司共募集资金总额为人民币4.68亿元，扣除发行费用人民币3023元，实际募集资金净额为人民币4.37亿元，募集资金投资项目的投资总额合计3.99亿元，超募资金总额为3831元。

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。

图表 15 募集资金投资项目投入情况（万元）

序号	项目名称	投资总额	第一年	第二年
1	精密铜管技改项目	25,845	17,049	8,796
2	铜管深加工技改项目	7,372	4,954	2,418
3	金属加工装备技改项目	6,728	5,128	1,600
	合计	39,945	27,131	12,814

资料来源：招股说明书

第一年均为各项目的建设期，从第二年起各项目进入投产期。第一年投入资金均为建设费用（不包括建设期财务费用），第二年投入资金为配套流动资金。

募投项目精密铜管部分要到10年底才能投产，因此对公司10年产量贡献不大。预计10年精密铜管的产量为3.3万吨。随着募投项目的投产，公司11年的产能将大幅增加，从3万吨扩大到6万吨，预计公司11年精密铜管的产量为4.2万吨。

图表 16 募集资金投资项目实施进度

序号	项目名称	建设期	投产期	第三年	第四年
		第一年	第二年		
1	精密铜管技改项目	—	80%	100%	100%
2	铜管深加工技改项目	—	70%	100%	100%
3	金属加工装备技改项目	建设期为1.5年	70%	80%	100%

资料来源：招股说明书

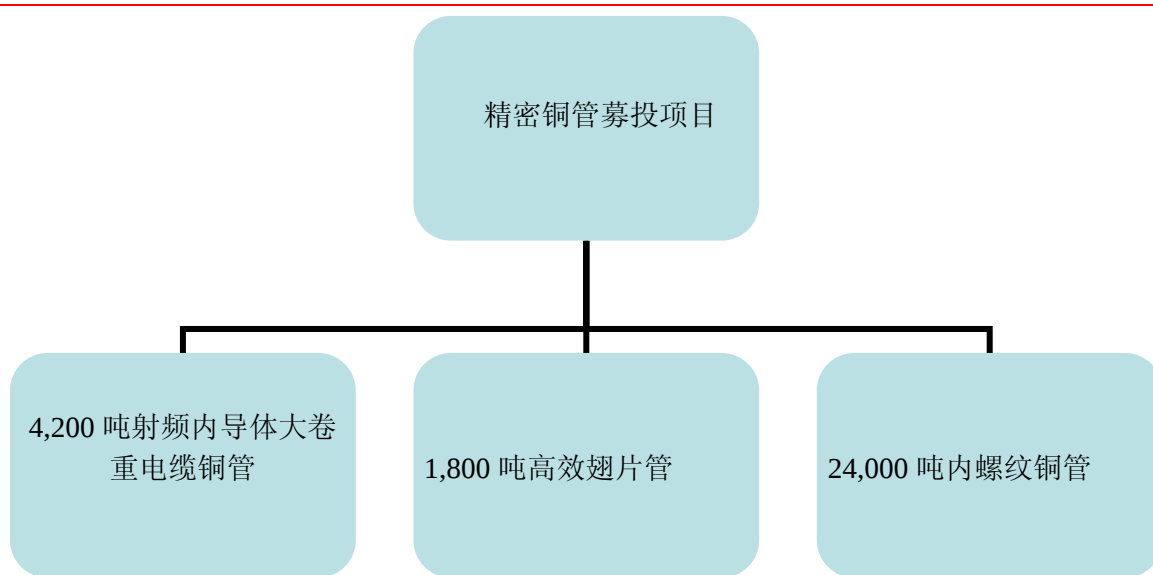
图表 17 募集资金投资项目与公司产品产能对比表

产品	项目				
	2005年	2006年	2007年	募投项目	投产后总产能

精密铜管 (吨)	28,000	30,000	30,000	30,000	60000
铜管深加工产 (吨)品	2,000	2,400	3,000	5,000	8000
铜加工设备	——	——	——	10台套	10台套

资料来源：招股说明书

图表 18 精密铜管募投具体项目



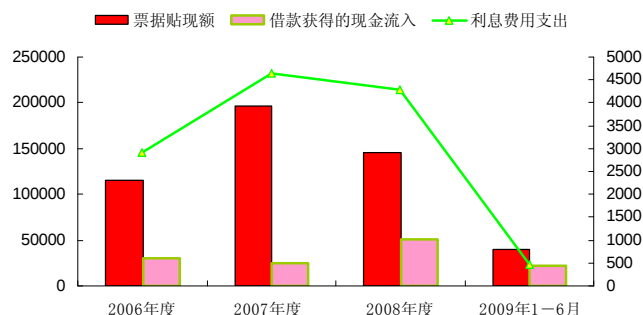
资料来源：招股说明书

内螺纹铜管及高效翅片管应用于空调散热部件。

(3) 上市提升融资能力

公司所属的铜加工业属资金密集型行业。由于公司自有资金较少，生产经营所需资金主要依靠银行借款、自身积累以及商业信用等方式筹集。目前公司资产负债率（合并）约为40%以上，公司的资产负债率和流动负债金额偏高，使公司以银行借款为主的间接融资渠道受到一定的制约，由此也带来了因不能及时筹措扩大产能和发展所需资金而带来的压力。

图表 19 报告期内公司票据贴现情况表（万元）



资料来源：招股说明书

公司在利用银行贷款及票据贴现获得经营活动所必须流动资金的同时，支付了较高的利息费用。为降低财务费用、提高募集资金使用效率，经2009年10月19日公司第二届董事会第六次会议审议，决定将超募资金3831万元用于提前归还部分银行贷款，具体方案是提前归还农业银行佛山市顺德区北滘支行短期贷款3831万元。

确实，上市后资本市场为公司业务扩展增加了很好的融资渠道。首发融资项目就使公司业务增加一倍。

(四) 产品市场情况

(1) 公司客户

精密铜管的主要客户有格力、美的、广州松下、华凌、格兰仕、深圳以莱特、天津大宇等空调行业的知名客户，其中格力、美的是国内排名前三名的空调行业巨头，公司是美的和格力的长期战略合作伙伴。

铜管深加工产品是本公司精密铜管的延伸产品，主要有空调制冷行业用热交换器管组件、多通管等配件、配管、连接管组件三大系列共3,000多个品种。经过几年的发展，公司铜管深加工产品从单一空调行业延伸至压缩机、自动控制器、燃气具等机电行业，主要客户有美的、格力、广州松下、华凌、TCL、格兰仕、佛山华鹭、三菱电机等知名企业，华南地区的市场占有率逐年提高。

铜加工设备主要的客户包括：宁波金田、海亮股份、高新张铜、中山LUVATA、洛铜集团、星浦钢铁、东方钨业、耐乐铜业、韩国三浦等国内外知名企业。

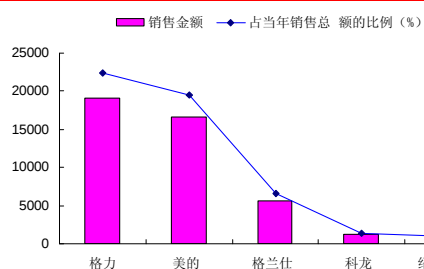
图表 20 公司主要客户列表

产 品	产品分类	主要客户
铜加工	铜管加工设备	宁波金田、海亮股份、高新张铜、中山LUVATA、韩国三浦、东方钨业等

设备	铜板带加工设备	宁波金田、华儒铜业、中山天乙等
	铜棒加工设备	洛铜集团、上海上越、苏州飞龙等
	高效节能 内螺纹铜管	格力、美的、志高、格兰仕、广州松下、TCL、科龙、深圳以莱特等
精密		
铜管	毛细管	格力、美的、志高、科龙、格兰仕等
	光管	格力、美的、志高、格兰仕、广州松下、TCL、科龙、深圳以莱特、三菱重工、广东三洋等
	配管	美的、格力、广州松下、TCL、韩国LG、日本松下等
铜管深	配件	美的、格力、TCL、格兰仕、三菱电机、美芝、佛山华鹭等
加工	连接管组件	美的、华菱、格力、广州松下、TCL等

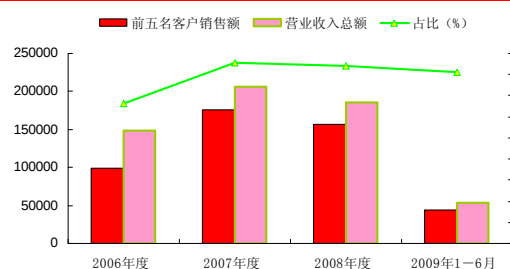
资料来源：招股说明书

图表 21 公司前五名客户销售情况（万元，09 年中期数据）



资料来源：招股说明书

图表 22 公司前五名客户销售额占营业收入比重（万元，09 年中期数据）



资料来源：招股说明书

随着空调行业的进一步整合，其行业集中度已经达到一个较高的水平，排在第一阵营的美的、格力、海尔三家企业的市场占有率已经接近50%，而美的和格力又是公司最大的两家客户，所以公司客户集中度自然较高。公司生产能力有限也是报告期内客户集中度较高的一个重要原因，由于公司产能无法满足所有客户要求，所以只能优先满足战略客户，这就导致公司的销售相对集中于几个大客户。

（2）竞争对手介绍

金龙精密铜管集团股份有限公司是国家大型一档企业，国家重点高新技术企业，河南省重点骨干企业，现有职工4700余人，其中各类专业技术人员1530名，注册资本18,000万元。该公司主导产品系空调与制冷行业用高精密度铜盘管、高效传热内螺纹铜盘管、无氟制冷剂用高清洁度铜盘管系列产品及锂电隔膜、动力电池等，现有精密铜管生产能力为18万吨。在国内市场上，该公司为格力、海尔、美的、格兰仕、海信、长虹、春兰、富士通、三星等空调企业供货。公司目前正在等待排队上市，其中股东就有渣打直投。

金龙精密的控股股东为金龙集团，集团是一家总部位于河南省新乡市，并多年在精密铜管

领域居于世界第一的领导企业，2007年金龙集团达到了创纪录的20万吨铜管产量和30万吨铜管生产能力。公司拥有完善的制造体系，遍布全国各大区域的8个生产基地和13条生产线的战略布局已经全面建成并投产。

上市的同行企业主要有海亮股份、ST张铜。

海亮股份主要从事铜管、铜棒、铜线（杆）三类产品的制造，其中以铜管生产为主，其中铜管产品按用途可以分为制冷用无缝铜管、建筑用铜及铜合金管、热交换用铜及铜合金管、其他用途铜及铜合金管、铜及铜合金管件等五大品种，2009 年初海亮股份产能约为16 万吨，以目前在建产能预测，到2010 年底产能将达到23万吨，而到2012 年预计将达到29 万吨。其中海水淡化冷凝管、铜管件等高吨毛利产品所占比重将由现在的17%提升到30%。

ST张铜主要从事空调制冷用铜管、铜水管及管件和铜合金系列产品的生产和销售，其产品包括空调制冷用铜管、建筑用铜水管及管件、铜合金产品三大系列，该公司正在和沙钢集团进行重组事项以避免退市。

公司在规模上和上述两家上市公司相比存在一定差距。上述两家上市公司大而全、产品种类多、品种齐全，其中海亮股份以出口为主，是中国最大的铜管出口商，占全国出口量的40%，出口收入占其营业收入的60%以上。而本公司小而专、产品种类集中、专注发展优势产品。

三、行业情况

（一）铜消费市场

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，未来几年，电力、家用电器仍然是中国铜消费的主要行业，其消费比例还会逐渐提高，电力电缆行业的铜消费约占58%左右。

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。铜的消费占全球的26%，远高于第二大铜消费国美国的13%。特别是2000年以来平均每年增加约30万吨，成为拉动世界铜消费增长的主要国家。

图表 23 世界各国铜消费（万吨）

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
中国	303	340	375	402	456	480
美国	229	241	227	212	211	199
德国	100	111	114	139	137	137
日本	120	127	122	128	126	125

韩国	90	93	86	81	85	82
----	----	----	----	----	----	----

资料来源：大同证券研究部整理

我国作为铜资源短缺的国家，2006年铜材出口却呈现快速上升趋势，当年出口铜材达到55.9万吨，增长20.6%，相当于同年铜材进口量的一半以上，中国进口的铜材90%以上都是采用来料和进料加工贸易方式，其制成品90%以上均以机电产品、铜制成品等终端产品的方式出口返销。

因此，随着中国铜材加工水平的进一步提高，中国的铜材加工贸易将不断增长，这一部分的铜消费实际上是国际铜消费向中国转嫁的结果。2006年，中国机电产品出口超过日本，上升到世界第三位，当年机电产品出口总值为5,494.4亿美元，增长28.8%，占外贸出口总值56.7%，机电产品的出口，实际上意味着铜终端产品的出口。

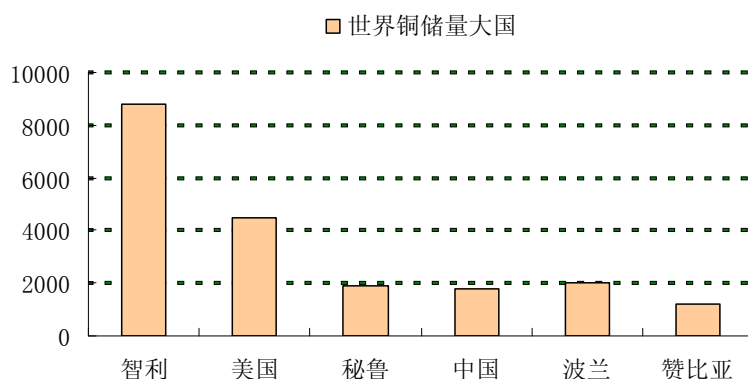
目前我国制造的空调、彩电、DVD、移动电话、显示器、程控交换机、电动工具、微波炉等产品的出口量和金额均跃居全球首位；摩托车等商品的出口，位居世界第二，这些产品大多是耗铜产品，铜终端产品的大量出口表明，发达国家实际上是在间接消费铜。

由于全球经济危机的影响，去年出口出现大幅回落，预计短期会对出口企业产生影响，但国内经济发展势头良好，对于公司以内销为主的产品来说经济危机影响有限。

（二）铜供给市场

虽然我国铜消费全球第一，但我国铜储量比较少，全球位于第四，且储量相对偏少。世界铜矿资源比较丰富。据1995年美国矿业局统计，世界铜金属储量为3.1亿吨，储量基础为5.9亿吨，铜储量最多的国家是智利和美国，分别占世界储量基础的23.7%和15.3%，其次是波兰15%、赞比亚6%、俄罗斯5%、扎伊尔5%、秘鲁4%、加拿大4%、澳大利亚4%。

图表 24 世界主要产铜国储量（万吨）



资料来源：大同证券研究部整理

图表 25 世界主要产铜国精炼铜产量（万吨）

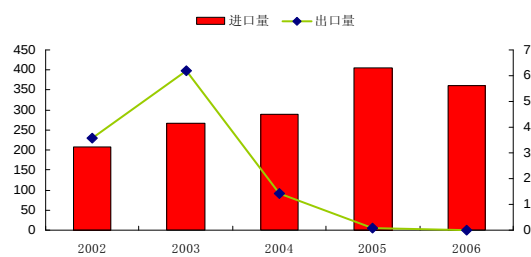
国名	2001	2002	2003	2004	2005
----	------	------	------	------	------

智利	288	284	290	290	278
中国	142	156	177	208	258
日本	143	140	143	138	139
美国	180	151	132	130	121
俄罗斯	87	89	82	89	101
德国	69	70	59	66	64
加拿大	57	49	46	53	52
全球合计	1556	1541	1523	1581	1659
中国占比	0.091	0.101	0.116	0.131	0.156

资料来源：WBMS

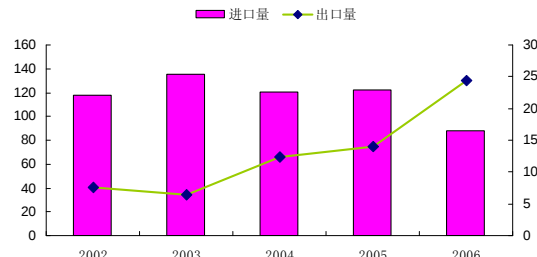
我国是世界第二大铜生产国，但铜矿自给率仅为20%—30%，大量依赖进口。

图表 26 铜精矿进出口情况（万吨）



资料来源：大同证券研究部

图表 27 精铜进出口情况（万吨）



资料来源：大同证券研究部

（三）铜加工市场

铜加工业是国民经济中的一个重要部门。铜加工业又可细分为铜线材、铜管材、铜板带材、铜箔材加工等子行业，公司属铜管材加工企业。

铜及铜合金作为人类历史上最早使用的金属材料，广泛应用于家用电器、电力、汽车、建筑、电子仪器仪表、国防、交通运输、海洋工程等行业。进入21世纪以后，我国的铜加工业跨入了一个高速发展时期，2004年铜加工材产量达到416.5万吨，消费量达到500万吨，居世界第一位。2000—2005年期间中国铜加工材的生产量以年均25.1%的速度快速增长，中国铜加工材出口量的年均递增率达26.4%，已成为世界铜加工材生产、消费和贸易大国。

我国铜加工业生产企业数量众多，但是单个企业生产规模小，技术装备落后。中国1000多家铜加工企业中至今还没有一个企业能与世界同行业先进企业抗衡，在生产规模、管理水平和资金实力等方面均有较大的差距，尤其是规模和实力，国际上先进铜加工企业的年产量基本都在20万吨以上，KME（欧洲金属公司）的铜材年产量达到了80万吨，而根据安泰科统计，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，我国铜加工企业平均年产量还不到5,000吨。

图表 28 中国铜加工材主要品种产量

项目 (万吨)	2000年	2001年	2002年	2003年	2004年	2005年	平均增长率 (%)
铜板带	18.2	30.1	43.9	58.2	79.4	85.0	36.1
铜管	15.1	36.8	51.3	66.3	99.7	105.0	47.4
线材	20.2	60.2	117.3	123.0	183.8	200.0	58.2

资料来源：安泰科

由于我国铜加工企业数量多、规模小，到目前为止还未形成拥有绝对领导力的行业龙头，整个市场集中度仍然较低。这种分散的行业特征在各个铜加工细分市场体现的更为明显，很多铜加工总量较大的企业，在相关细分市场也不一定有绝对优势。低的行业集中度必然导致行业竞争的混乱和无序，在这种粗放型的竞争态势下，行业的整体加工费水平不断下降，行业利润空间进一步被压缩。

铜加工业的产业关联度较高。铜加工材广泛应用于家电、电力、汽车、建筑、电子仪器仪表、国防、交通运输、海洋工程等行业，未来市场前景广阔。

精密铜管主要用于空调的热交换器（蒸发器和冷凝器），是空调的核心部件。

图表 29 1998—2006 年我国铜管消费量（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	2.80	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

资料来源：安泰科

铜加工设备 根据铜加工行业协会的信息和本公司销售部门的预测，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。

图表 30 2009 年我国铜加工设备市场容量估算表

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
		100—400	15	5,000—6,000
		10—50	50	1,000—5,000
管棒矫直机	50—100（台）	50—100	40	2,000—5,000
		100以上	10	5,000—7,000
总额				32,000—60,000

资料来源：安泰科

（四）空调市场

空调行业分为家用空调和中央空调，其中家用空调目前主要有国内企业提供，市场份额比较高，中央空调由于技术原因，国内企业市场份额不高，被国际大企业集团所有垄断。

（1）家用空调

我国家用空调器产业发展迅猛，家用空调器行业的工业总产值和销售收入都经历了持续增长，形成了珠江三角洲、长江三角洲、环渤海湾三大空调生产基地；目前我国家用空调的产量已占到世界总产量的70%以上，已成为全球的空调器生产基地。

我国整个空调行业发展出现了两次飞跃，第一次飞跃出现在1999—2000年，在国内需求放量的刺激下，空调行业生产总量从1998年的几百万台迅速攀升到2001年的2,000万台；第二次飞跃出现在2003—2004年，随着全球制造基地向中国的转移及国内企业在国际市场的拓展，空调产量在2004年迅速飚升到了5,000万台以上的高位，而后2005、2006年进入了一个平稳的发展期。

鉴于国内一、二级主力市场（大中型城市）已趋于饱和，三、四级市场（小城镇及农村地区）开发还需较长时间，因此短期内国内家用空调市场的销量将保持平稳。

图表 31 国内家用空调市场销量定位表

类 型	标准（年销售量）	品 牌
第一阵营	不低于300万套	格力、美的、海尔
第二阵营	100—300万套之间	海信、奥克斯、春兰、志高、科龙、长虹、松下、TCL、格兰仕
第三阵营	100万套以下	LG、日立、华凌、、新科、扬子、新飞、三菱电机、三菱重工、澳柯玛、三星、双鹿、双菱、美歌、夏普、索伊、德贝里克、现代、富士通、小天鹅、三洋

资料来源：安泰科

格力、美的、海尔三家市场占有率07年为62.4%，国内70%以上产品出口以OEM 为主，中低端品牌为主，一线品牌格力、美的和海尔以自有品牌销售。

（2）中央空调

中央空调行业来看，行业集中度相对较低，尚没有形成几个主导品牌垄断市场的局面，规模最大的中央空调生产企业其市场占有率尚不到10%。一些国际知名中央空调制造商，如美国的特灵（Trane）、约克（York）、开利（Carrier），日本的日立（Hitachi）、三洋（Sanyo）、大金（Daikin）等，凭借其先进的中央空调设备制造技术，占据了国内相当一部分市场份额。但是，由于国外产品与国产品牌相比，存在技术标准不统一、价格高、维修服务跟不上，缺乏对国内市场的适应性等劣势。

未来几年内国内户用中央空调市场将呈现几何数的增长势头，年均市场容量约100 亿元左右。作为本公司最主要的下游行业，空调制造业的发展状况直接影响着公司的业务水平。

国内中央空调生产还处在快速发展的初期，市场潜力巨大。根据中国制冷空调工业协会保守预测，到2010年我国商用中央空调需求量将比2001年增长70%左右，按2001年实现的工业总产值（现价）推算，到2010年，我国商用中央空调机组的市场需求量约为330亿元。而中央空调对制冷铜管的要求相对于家用空调而言，技术含量更高，一般的中央空调使用的精密铜管都是散热效率更高的高效翅片管，这就要求铜管生产企业加大科研力度，改进生产工艺，生产出满足中央空调设计要求的精密铜管。

四、投资分析

公司产品受铜价波动影响有限。铜加工企业虽然受铜价波动影响，但由于销售实行“原材料价格+加工费”的模式，盈利相对比较稳定，波动不是很大，不过，铜加工业对资金需求量很大，近年来公司经营规模快速扩大，资产负债率高，虽然公司已经上市，融资渠道拓宽，但铜价过高会加大公司资金周转压力。

公司有技术优势。公司具有完全自主知识产权的连铸连轧铜管加工设备开发能力，公司与行业内个别大型厂商已经具有较强的自主创新能力，可以根据国内外需求，快速开发出具有高性能、低能耗、环保耐用的新产品。目前公司主要的核心技术人员和管理人员为公司股东，有利于公司的长期稳定发展。

公司客户容量比较大。客户主要为空调制冷厂商，如格力、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，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。

我们看好铜加工企业。由于公司产品处于供不应求，所以未来募投产能值得期待。公司预计 2009、2010、2010 每股收益为 0.54 元、0.64 元和 0.81 元，目前 19.5 元的价格对应市盈率约 36 倍、30 倍、24 倍。对于中小盘股票，我们认为合理或者安全的市盈率为 30 倍，由于公司有募投项目，项目达产后产能翻番，结合公司基本面和未来发展预期，我们给予溢价后 35 倍市盈率，所以目前股票价格合理，维持前期周报给予的“谨慎推荐”评级。

大同证券投资评级的类别、级别定义：

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准，“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：+ - 号代表股票评级的微调

注4：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，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。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。