

东山精密（002384）

2010 年 3 月 24 日

精密钣金行业龙头，太阳能业务即将爆发性增长

建议询价区间 22.40 元-25.60 元

机械行业核心分析师：龙华
SAC 执业证书编号：S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411
联系人：舒灏
shuh@htsec.com
021-23219171

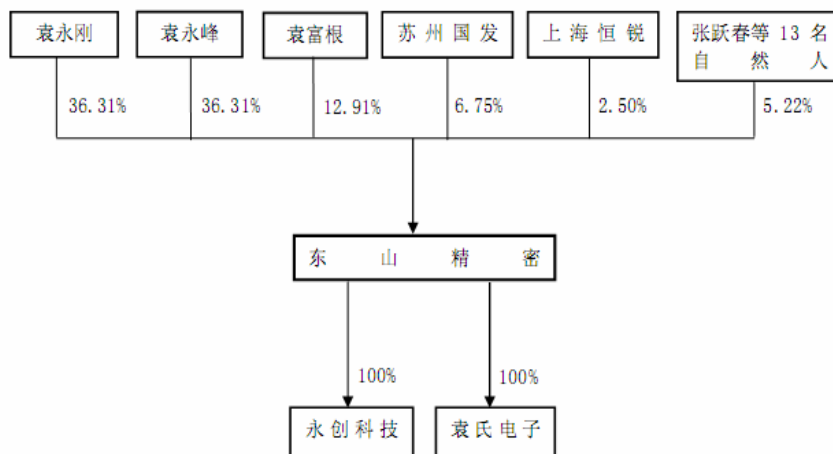
投资建议：东山精密是国内较早进入精密制造服务行业的企业，主要面向包括通讯设备、新能源、精密机床制造等行业的客户提供精密钣金件、精密铸件和组配产品及技术服务，其中精密钣金件是公司的主导产品。公司毛利率近年来基本保持稳定，公司介入通讯设备的精密制造市场较早，目前主要为世界著名的通讯天线制造商如波尔威、安德鲁、安弗施等提供精密钣金产品，2008 年公司通讯天线钣金件销售套数约占世界总需求套数的 7.86%。太阳能发电的迅猛发展带动了公司在新能源领域的发展，公司 2008 年和 2009 年太阳能业务实现了爆发性增长。公司募集资金项目有助于公司解决产能瓶颈，提高市场竞争力。

我们预测公司 2010-2012 年每股收益分别为 0.80 元、1.11 元和 1.45 元。参照同行业上市公司和近期中小板新股发行情况，我们认为东山精密的二级市场合理估值为相对 2010 年 40 倍市盈率，合理股价为 32.00 元，考虑到一级市场的折价，我们建议的询价区间为相对 2010 年 28-32 倍市盈率，即 22.40 元-25.60 元。

1、公司股权结构分析

东山精密是一家民营企业，公司现有股东 18 名，公司实际控制人为袁永刚、袁永峰、袁富根，袁氏父子共持有公司股份 10263 万股，占发行前总股本的 85.53%。本次公司拟发行 4000 万股，占发行后股本的 25%，发行后总股本为 1.6 亿股。

图 1 公司股权结构

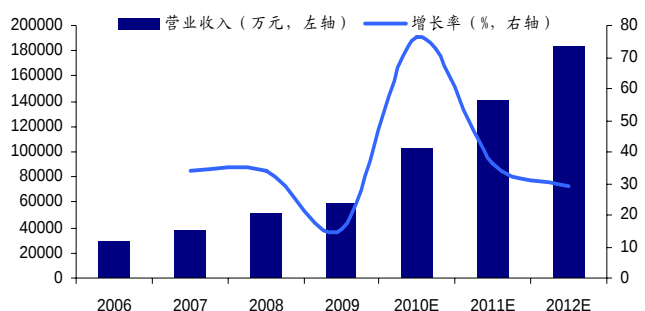


资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

2、公司主营业务介绍

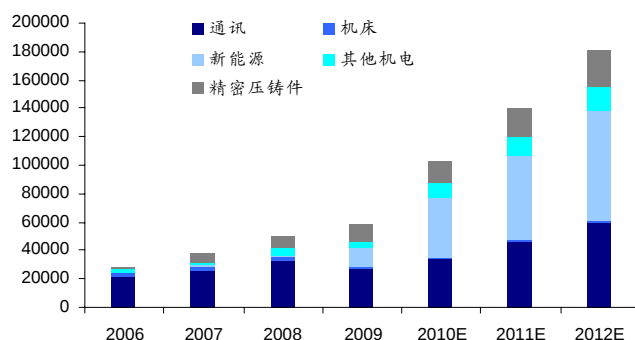
公司是国内较早进入精密制造服务行业的企业，主要面向包括通讯设备、新能源、精密机床制造等行业的客户提供精密钣金件、精密铸件和组配产品及技术服务，其中精密钣金件是公司的主导产品。近 4 年来公司产品出口比例逐年增加，2009 年出口占收入的 36.59%。

图 2 公司营业收入情况



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

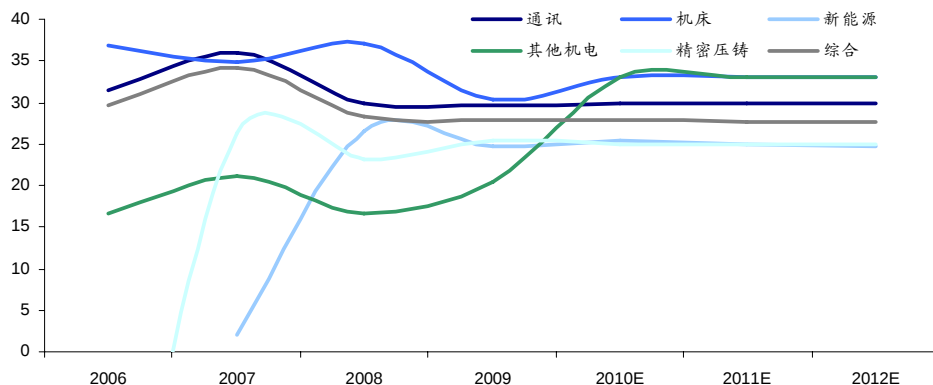
图 3 公司营业收入构成情况



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

毛利率稳定：近年来，公司毛利率水平基本保持稳定，客户对产品精度和稳定性要求较高，不会轻易更换供应商，因此对价格不是非常敏感，未来随着市场竞争的加剧，我们预计公司毛利率将呈缓慢下滑的趋势。

图 4 公司各产品毛利率情况 (%)



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

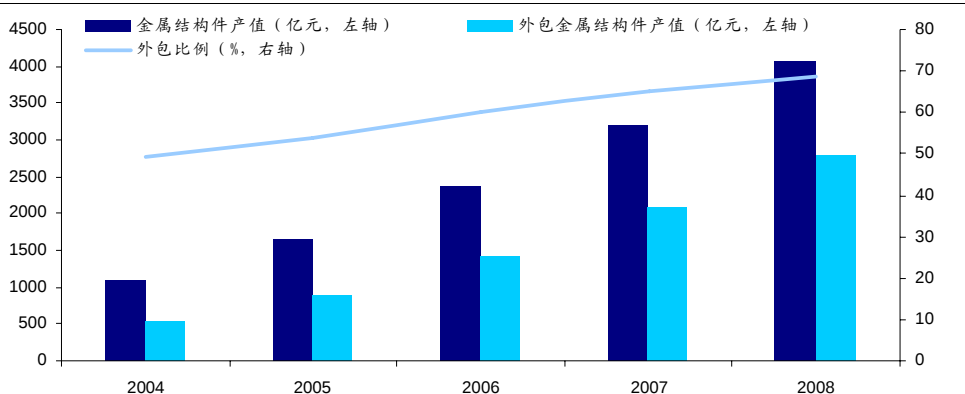
3、精密金属制造行业发展迅速，对国民经济意义重大。

精密钣金件采用的是数控技术和钣金技术，通过多重程序的冷加工工艺对金属薄板进行加工，形成符合客户精度要求和功能要求的形状和尺寸。与传统钣金业务相比。精密钣金制造具备以下特点：产品精密度要求高、对生产设备和模具的精度要求较高、生产工艺以精确展开加工为特点、对生产环境有较高的质量要求。产品具有非标准、多品种、多批次、小批量的特征。

精密金属制造产品作为重大成套设备制造及重大工程项目的重要零部件，其质量直接影响到成套装备的整体水平和运行可靠性。精密金属制造技术已成为影响国防、通讯、能源、机床、金融设备、电子、医疗等行业发展的前提和条件，是衡量一个国家工业发展水平和国家综合国力的重要标志。我国目前已成为世界性制造大国，但还不能称为世界性制造业强国，大量先进产品仍需从国外进口，提高精密金属制造业有助于我国制造业实现满足内需，更好参与国际分工，逐步提高我国制造业在世界制造业的地位。

近年来我国的精密金属制造业取得了快速发展，无论需求还是供给，我国都成为世界最重要的精密金属制造服务的集中地，市场规模逐步扩大。

图 5 我国精密金属制造业市场情况

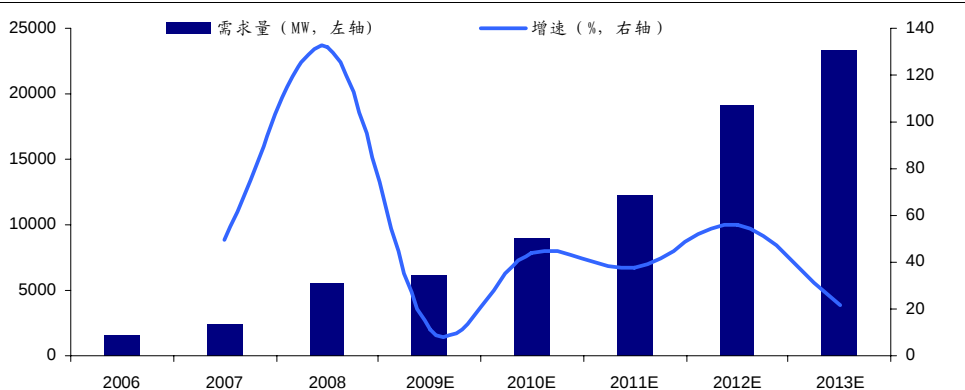


资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

4、太阳能发电业务将实现爆发性增长。

目前太阳能发电方式包括硅晶片发电、大面积薄膜非晶硅发电和聚集式太阳能发电等，无论哪种发电方式，精密钣金产品都是不可或缺的部分，主要用于太阳能发电系统的金属结构件及配件。公司新能源业务发展迅速，2008 年和 2009 年实现了爆发式增长。

图 6 全球光伏市场需求



资料来源：海通证券研究所

世界太阳能发电装机容量由 1994 年的 502MW 增长到 2008 年的 14960MW，年复合增长率达到 27%，新增装机容量意味着对精密钣金件的需求，其中大面积薄膜非晶硅发电和聚集式太阳能发电对钣金件的需求更大，而随着技术进步和硅晶片资源的短缺，这两种新型太阳能发电方式将迅速发展，尤其是对钣金件需求最大的聚集式太阳能发电方式（CPV），有望在各国即将进行大规模扩建。

表 1 各种太阳能发电方式对钣金件的需求情况

太阳能发电方式	单组电池模组发电量 (瓦)	单组电池模组所需钣金价值 (美元)	发电量与钣金产值对应关系 (美元/瓦)
硅晶片发电方式	100	25	0.25
大面积薄膜非晶硅发电方式	240	80	0.33
聚集式太阳能发电方式	300	160	0.53

资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

公司是目前作为全球最大的产业化聚集式太阳能发电系统 SolFocus 在全球唯一的精密制造服务提供商，SolFocus 是公司目前最大的太阳能业务客户，聚焦光伏技术目前实验室光电转换效率最高达 41.6%，SolFocus 目前光电转换效率达到 40%，高于其他太阳能光伏发电技术。SolFocus 成立于 2005 年，先后融资约 2.4 亿美元，目前已经存在的三代太阳能

发电技术中，CPV 作为第三代太阳能技术，2009 年一些国家开始发展 10MW 的中小规模 CPV 发电场建设，未来商业化前景值得期待。

表 2 三代太阳能技术的比较

	多结聚光太阳能	薄膜电池	晶硅	多结聚光太阳能的特点
最适用应用范围	大规模发电站	建筑外墙和一体化建筑	中小规模发电和屋顶	航天转民用，发电效率高
电池转换效率	40%左右	6~10%	17%	吸收光谱范围广，转换效率高，还有提升空间
系统性能衰减	小	高	中	高温合成的化合物半导体，因此衰减慢，耐高温性好。
发电系统寿命	最长	中	短	
安装面积	小	大（约等于晶硅 2 倍）	中	逐日和聚焦系统提高了转换功率，安装面积自然减少
有效发电时间	高	高	中	跟踪光，导致有效发电时间延长
生产设备投资	昂贵	昂贵	中	聚光系统的采用，对关键半导体原料需求成百上千倍的减少，95%原料是玻璃和铝

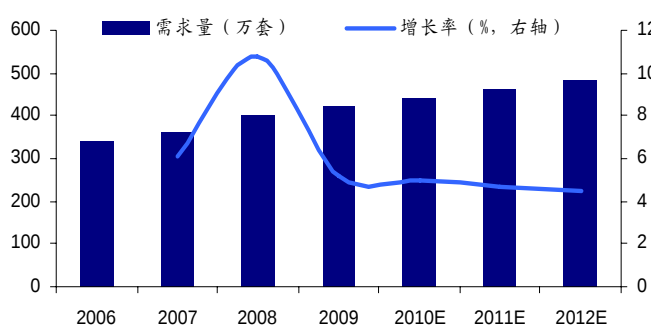
资料来源：SolFocus、Emcore 网站

5、通信设备业务保持稳步增长。

公司目前主要面向包括通讯设备、新能源、机床制造等行业的客户提供精密钣金件和精密铸件的制造与服务，其中，公司收入的约一半来自于通信行业，主要是为世界著名的通讯天线制造商提供精密钣金产品。通讯天线对钣金件需求的增长对公司具有重大影响。

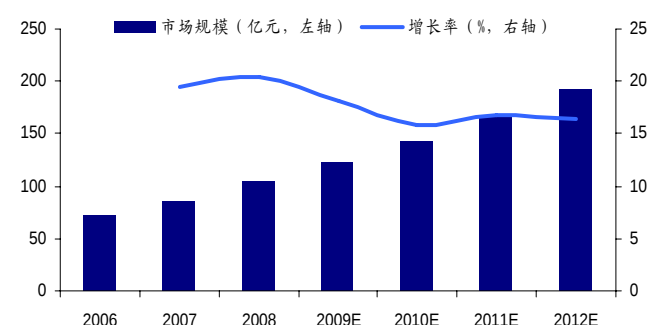
2008 年底全球移动手机用户数量已达到 41 亿户，较 2007 年的 28.31 亿户增加了 44.83%，从 2000 年到 2008 年全球手机用户量年均增长达 25%，预计 2009 年末全球移动用户数量为 51.25 亿户。全球通讯用户的持续增长也带动了通讯天线的需求，作为通讯设备中的重要配件，通讯运营商根据客户增加而不断增加通讯天线数量，随着 3G 网络在全球逐步推广，无限通讯运营商越来越趋向于采用高性能通讯天线，为高性能天线提供精密钣金制造的企业所拥有的市场份额将不断增加。

图 7 全球通讯天线需求量



资料来源：招股说明书、海通证券研究所

图 8 全球基站天线用精密金属市场规模



资料来源：招股说明书、海通证券研究所

目前公司在通讯天线行业的客户主要从事高性能通讯天线制造，随着高性能通讯天线市场份额不断扩大，公司作为客户全球主要供应商，将获得快速成长的市场机遇。

6、其他机电业务受益于半导体订单。

公司 2009 年其他机电业务收入中，半导体约占 100 万元，2010 年初，公司单月的半导体业务收入已达到 700 万元，预计全年将达到 8000 万元，半导体业务由于精度要求较高，毛利率相对较高。

7、公司处于国内行业龙头地位

公司介入通讯设备的精密制造市场较早，目前主要为世界著名的通讯天线制造商如波尔威、安德鲁、安弗施等提供精密钣金产品，这三家公司占据全球通讯天线市场份额约 30%，并从 2008 年开始批量向爱立信供货，2009 年 8 月又称为华为的供应商，2010 年将进入批量供货阶段。2008 年公司通讯天线钣金件销售套数约占世界总需求套数的 7.86%。

太阳能发电方面，公司 2007 年开始介入该行业的精密钣金供应，2009-2010 年公司将对 SolFocus 提供 2.8 亿元的太阳能发电设备用精密钣金件。太阳能发电领域的供给较为零散，市场集中度不高。

通过十年发展，公司与下游客户建立起稳定的合作关系，在精密钣金制造领域，公司竞争对手主要包括美国惠曼公司、苏州富士特金属薄板制品有限公司和苏州东胜机械有限公司，精密铸造领域的主要竞争对手是广东鸿图和苏州春兴精工股份有限公司。根据中国锻压协会的统计，公司在精密钣金制造服务行业综合排名第一。

表 3 公司竞争对手情况

	主营业务	注册资本	2007 年营业收入
普曼公司（无锡公司）	精密钣金制造	300 万美元	1.5 亿元
东胜机械	机电产品制造和精密钣金制造	279 万元	1.2 亿元
富士特	精密钣金制造	2900 万元	1 亿元
广东鸿图	汽车、通讯的精密压铸产品	6700 万元	5.6 亿元
春兴精工	精密铸件制造	1 亿元	4.3 亿元

资料来源：互联网、海通证券研究所

8、募集资金项目有助于公司缓解产能瓶颈

公司拟发行不超过 4000 万股，预计募集资金 28970 万元，投入以下两个项目，公司现有精密钣金件近三年来产能基本保持在 1700 万件，而产销量一直稳步增长，近两年一直处于满负荷生产状态，募集资金项目有助于公司缓解产能瓶颈，做大做强主业，提高市场竞争力。

表 4 募集资金项目情况

序号	项目名称	募集资金投资计划（万元）		
		第一年	第二年	投资总额
1	扩大精密钣金制造能力工程建设项目	22921.4	3068.1	25989.5
2	技术中心能力提升项目	2980.5		2980.5
	合计	25901.9	3068.1	28970.0

资料来源：互联网、海通证券研究所

9、盈利预测与估值

我们基于以下假设，对公司未来业绩进行预测：

未来三年公司费用率和所得税率保持稳定；

政府对新能源扶持政策延续；

宏观经济逐步向好。

表 5 营业收入分项预测

	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
精密钣金产品							
通讯 (万元)	21734.07	25454.24	32122.29	27227.33	34034.16	45946.12	59729.96
增速 (%)		17.12	26.20	-15.24	25.00	35.00	30.00
毛利率 (%)	31.44	35.89	29.83	29.69	30.00	30.00	30.00
机床 (万元)	3166.18	3410.69	2941.44	1194.42	1194.42	1313.86	1445.25
增速 (%)		7.72	-13.76	-59.39	0.00	10.00	10.00
毛利率 (%)	36.86	34.87	36.99	30.24	33.00	33.00	33.00
新能源 (万元)		196.63	1544.86	14043.94	42131.82	58984.55	76679.91
增速 (%)			685.67	809.08	200.00	40.00	30.00
毛利率 (%)		2.06	26.41	24.66	25.40	25.00	24.80
其他机电 (万元)	1959.14	2013.61	5006.14	3917.81	10186.31	14260.83	17826.04
增速 (%)		2.78	148.62	-21.74	160.00	40.00	25.00
毛利率 (%)	16.60	21.23	16.66	20.38	33.00	33.00	33.00
精密压铸 (万元)	1006.34	6375.51	8710.44	11560.62	15028.81	19537.45	25398.68
增速 (%)		533.53	36.62	32.72	30.00	30.00	30.00
毛利率 (%)	-32.93	26.35	23.23	25.40	25.00	25.00	25.00

资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

表 6 2010-2012 年公司利润表预测 (万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	37926.96	50865.86	58896.63	103718.65	141414.56	182725.94
营业成本	25013.46	36418.71	42527.21	74722.51	102174.70	132258.09
营业税金及附加	187.11	255.01	168.61	331.90	452.53	584.72
销售费用	1392.40	1466.32	1394.19	2489.25	3393.95	4385.42
管理费用	2196.85	3029.60	4591.98	8090.05	10323.26	12790.82
财务费用	505.42	969.65	665.71	1037.19	1414.15	1827.26
资产减值损失	252.92	123.92	355.77	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	3.25	0.00	0.00	0.00
营业外收入	120.00	80.10	113.96	0.00	0.00	0.00
营业外支出	49.67	27.17	4.00	0.00	0.00	0.00
所得税	2914.49	2166.91	2075.36	4261.94	5913.99	7719.91
净利润	5534.64	6488.68	7231.02	12785.81	17741.98	23159.72
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	5534.64	6488.68	7231.02	12785.81	17741.98	23159.72
完全摊薄每股收益 (元)	0.35	0.41	0.45	0.80	1.11	1.45

资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

公司 2010 年到 2012 年预计 EPS 为 0.80 元、1.11 元、1.45 元。上市公司中，与公司可比的是新海宜、奥维通信、日海通讯、天威保变等。同行业可比上市公司相对 2010 年的平均市盈率为 44.54 倍。综合考虑同行业公司最近新股发行情况，我们认为东山精密的二级市场合理估值为相对 2010 年 40 倍市盈率，合理股价为 32.00 元，考虑到一级市场的折价，我们建议的询价区间为相对 2010 年 28-32 倍市盈率，即 22.40 元-25.60 元。

表 7 同行业上市公司估值情况

股票代码	股票简称	股价 (元, 2010-3-22)	EPS (元)		PE (X)	
			2010E	2011E	2010E	2011E
002089	新海宜	17.60	0.60	0.70	29.33	25.14
002231	奥维通信	18.29	0.27	0.31	67.74	59.00
002313	日海通讯	44.44	0.90	1.20	49.38	37.03
600550	天威保变	28.53	0.90	1.18	31.70	24.18
平均					44.54	36.34

资料来源: Wind、海通证券研究所

10、风险提示: 全球经济波动造成通信行业的不确定、政府对太阳能发电的支持力度、CPV 发电的技术路线能否成功商业化。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙华：机械行业核心分析师

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业、三一重工、中联重科。

舒灏：机械行业助理分析师

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。