

精密钣金制造业龙头，太阳能领域或将爆发增长

东山精密 (002384)

定价区间：20.25-22.50 元 首日价格 33.75-38.25 元 新股定价报告

2010 年 3 月 25 日 星期四

机械小组

荀剑

010-59707121

Sylar.xun@gmail.com

牛纪刚

021-50586660-8636

njg@longone.com.cn

联系人：顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

发行数据

发行前总股本 (万股)	12,000
本次发行股数 (万股)	4,000
发行后总股份 (万股)	16,000

财务指标

摊薄每股收益 (元)	0.45
每股净资产 (元)	3.01
净资产收益率 (%)	22.21
资产负债率 (%)	47.05

申购要点

- 苏州东山精密制造股份有限公司是中国最大的专业从事精密钣金结构件工艺设计、制造服务企业，全球最大的基站天线精密钣金零部件提供商。公司集研发、生产、销售、服务业务为一体，为客户提供精密钣金件和精密铸件的制造与服务，已形成了产品结构研发、精密钣金制造、精密铸件制造、表面处理、精密组装、及时配送等在内的完整精密金属制造服务体系。
- 公司作为 Solfocus 全球唯一的精密制造服务商，为其提供全面的 CPV 发电系统精密钣金组件及系统组装“一站式”精密制造服务。通过新领域高端客户的示范服务，公司未来在太阳能发电行业的精密制造服务市场将面临着巨大的发展机遇。
- 公司本次拟公开发行不超过 4,000 万股社会公众股，预计募集资金 28,970 万元，公司按项目的轻重缓急分别投入以下两个项目：(1) 扩大精密钣金制造能力工程建设项目；(2) 技术中心能力提升项目。由于现代柔性制造

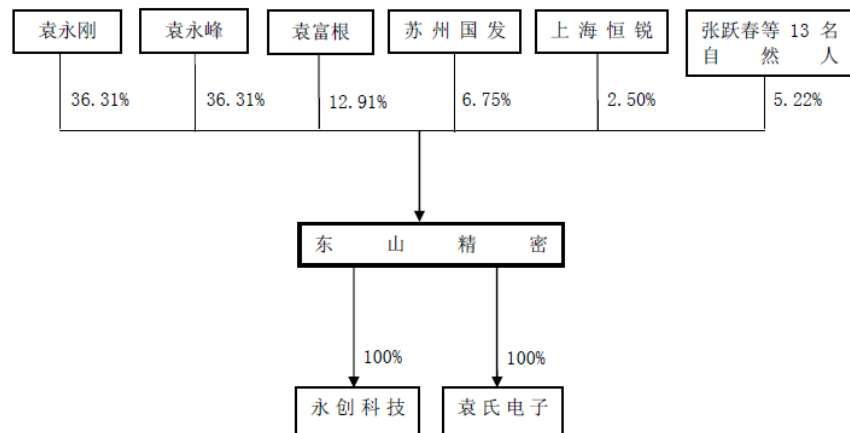
技术，使得增加产能无明确行业特征。

- 从近期发行的中小板计算，2009 年发行市盈率在 35 倍至 50 倍，平均市盈率为 45 倍，所以依照公司新能源领域明确的增长性，预计公司询价的价格为 45 倍至 50 倍市盈率，对应询价价格为 20.25 元至 22.50 元。首日涨幅在 50%~70%，对应的价格为 33.75 元~38.25 元，给予积极参与申购的评级。

1. 公司基本情况

苏州东山精密制造股份有限公司是中国最大的专业从事精密钣金结构件工艺设计、制造服务企业，全球最大的基站天线精密钣金零部件提供商。公司集研发、生产、销售、服务业务为一体，为客户提供精密钣金件和精密铸件的制造与服务，已形成了产品结构研发、精密钣金制造、精密铸件制造、表面处理、精密组装、及时配送等在内的完整精密金属制造服务体系。通过了通讯设备制造商爱立信、朗讯、波尔威、安德鲁、安弗施，精密机床制造商沙迪克、阿奇夏米尔，新能源应用设备制造商如 SolFocus、阿海珐，金融设备制造商 NCR 等客户严格的认证考核，并与其建立长期稳定的合作关系，为其全球分支机构提供可靠的产品和专业服务。

图1. IPO 前公司股权结构



资料来源：东海证券研究所、招股说明书

公司作为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、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。其中精密钣金产品是公司的主导产品，2009 年度精密钣金产品的销售收入占公司总销售收入比率达到了 78.75%。根据中国锻压协会统计，公司的精密钣金

业务 2007、2008 年连续两年在国内位于同行业第一位，目前为国内最大、综合竞争力最强的专业从事精密钣金制造服务企业之一，2009 年通讯行业钣金零部件市场全球占有率接近 9%，全国钣金业务综合排名第一。

2. 行业背景

2.1 精密钣金逐步移往中国

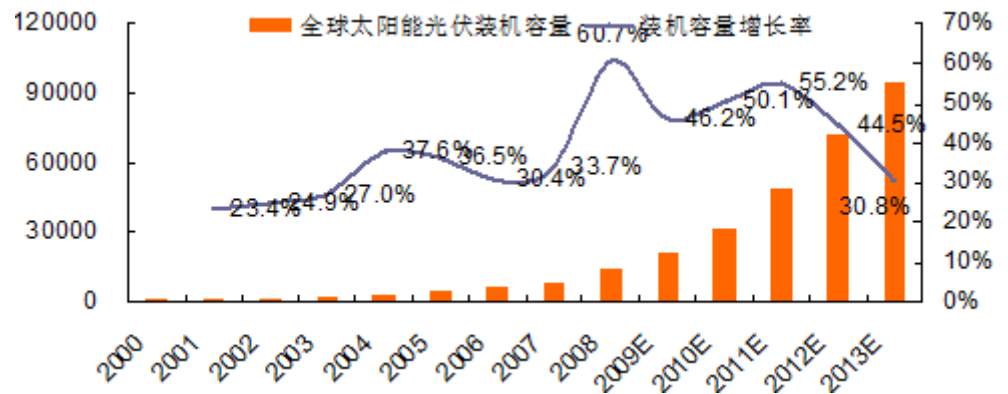
行业在国外从上世纪八十年代初产生以来得到了迅速的发展，行业集中度在不断提高，不但形成了专业的精密钣金制造服务商，如美国纽约证券交易所上市的瑞森公司（“RYERSON”），年销售接近 60 亿美元，其中 40% 以上产品是经过精密加工后的钣金产品。同时形成了专业的精密铸造制造企业，如日本东京证券交易所上市的罗宾公司（“RYOBI”），年销售超过 17 亿美元，其中精密压铸产品销售超过了 65%。

国际精密金属制造服务的提供主要集中在中国大陆、德国、中国台湾地区、美国和日本，总量约占世界总产量的 70% 左右，其中中国大陆产量增长最快，但在超、精、尖产品的供应上，目前还主要集中在日本、德国和美国。世界精密金属制造服务的消费从地区情况来看，亚洲是最大的消费地区，2005 年、2006 年亚洲精密金属制造服务占世界总量的比例均超过 50%。

2.2 太阳能发电领域

中国蕴藏着丰富的太阳能资源，太阳能利用前景广阔。目前，我国太阳能产业规模已位居世界第一，是全球太阳能热水器生产量和使用量最大的国家和重要的太阳能光伏电池生产国，光伏太阳能发电装机容量更是保持高速增长。聚光型太阳能光伏技术是第三代太阳能光伏发电技术，在光电效应转换原理方面，聚光光伏发电技术与传统的光伏发电技术没有本质上的不同。

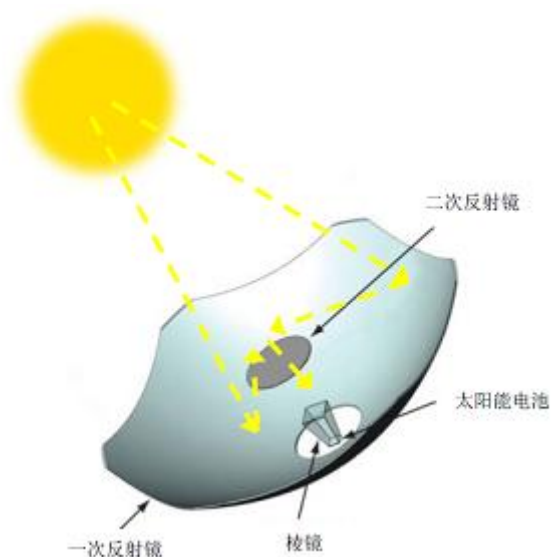
图2. 全球太阳能光伏发电装机容量



资料来源：东海证券研究所、网络资源

太阳能光伏聚光技术的创新之处在于，通过利用新型的光学系统，使原本大范围内分散的太阳光散发出的热量聚焦到小面积的高效太阳能电池的光敏感面上，构成成本低廉、经久耐用的太阳能发电系统。聚焦光伏技术是第三代太阳能发电技术，目前实验室光电转换效率最高达 41.6%，远高于传统光伏发电系统。

图3. CPV 光伏发电原理图



资料来源：招股书说明书

聚焦光伏发电技术推广方兴未艾，太阳能电池、光学器件及太阳跟踪技术

的突破性进展也为大规模推广 CPV 提供了可能。

根据 EPIA(欧洲光伏产业协会)统计 :世界太阳能发电装机容量已由 1994 年的 502MW 增长到了 2008 年的 14,960MW ,增长了 29.8 倍 ,年复合增长率达到 27% ;同时 ,EPIA 预计 2007-2010 年间全球太阳能发电装机容量将保持 16%-40% 的年复合增长 ,在 2008 年新增容量 5500MW 基础上。

图4. 2009 年和 2010 年的新增容量

单位: MW	2009年	2010年
乐观	6,800	8,840
中等	6,270	7,524
保守	5,940	6,534

资料来源：招股书明书

图5. 单位太阳能电池模组发电量和钣金需求

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)	代表客户
硅晶片发电方式	100	25	0.25	Solyndra
大面积薄膜非晶硅发电方式	240	80	0.33	Optisola
聚焦式太阳能发电方式	300	160	0.53	SolFocus

资料来源：招股书明书

2.3 通讯领域

通讯天线包括普通天线和高性能天线产品 ,为降低总体运营成本 ,无线通讯运营商越来越趋向于通过采用高性能通讯天线以提高通讯质量 ,降低基站数量和基站设备投入 ;随着 3G 网络在全球得到逐步推广 ,预计到 2012 年 ,全球移动通讯基站天线及高性能天线的需求量将在目前的基础上大幅增加。而作为基站中能够影响通讯质量、容量的重要无源器件 ,通讯天线性能受钣金精度影响较大 ,因此可以预见未来市场中随着高性能通讯天线需求不断增长 ,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。

通讯领域在近几年正以迅猛的速度发展，3G 时代的来临更为通讯器材的发展提供了广阔的天地。高端精密钣金制造在通讯器材、通讯天线等领域更是被广泛应用。特别在发达国家（地区）涌现了众多提供制造服务的企业，如世界 500 强的富士康、伟创力等，通过为客户提供一体化的制造服务，有效地提高了客户市场竞争能力，同时也促进了发达国家占据国际分工制造业价值链上端。

在通讯器材领域，钣金结构零部件通常占整个通讯器材采购额的 20%~30%，全球通讯市场超过 1 万亿，所以精密钣金制造具有极为广阔的市场规模。但是，由于我国在高端钣金制造等领域处于相对落后的局面，这种高端制造业多数为国外大型制造业公司所把持和垄断，国内企业只有少量具有此项加工能力，国内市场仍处于不充分的阶段。

无论是爱立信，思科，阿尔卡特等跨国型企业，还是以华为为代表的民族企业，其早期钣金类结构件多为从国外企业进口的产品。

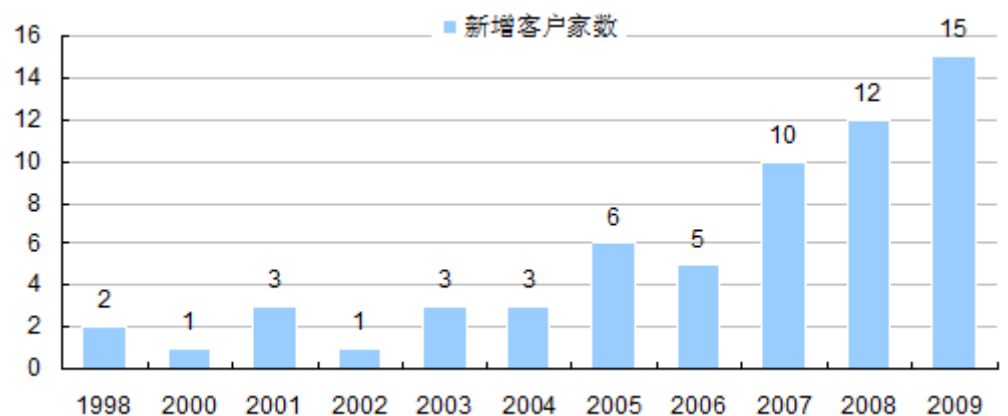
2.4 半导体和精密机床设备制造领域

作为精密要求苛刻的高科技行业，半导体制造企业以及精密机床制造商都对精密钣金件需求与日俱增。市场产品的更新换代速度较快，产品的外部需求拉动型特征明显。虽然受到经济波动的一定影响，但是作为装备制造产业升级的基础性母机，市场的增长还是较为确定的。

3. 公司业务分析

公司所处行业的特征决定公司服务的客户在某一行业内是相对固定的，一般面向一个或几个行业客户提供相应的产品服务，公司现有产品主要是向包括通讯设备、新能源、机床制造等行业的客户提供相应的产品和服务。由于公司今年通过稳定的客户维护以及不断推出新产品，高端客户增量稳步增长。

图6. 新增客户数



资料来源：招股书

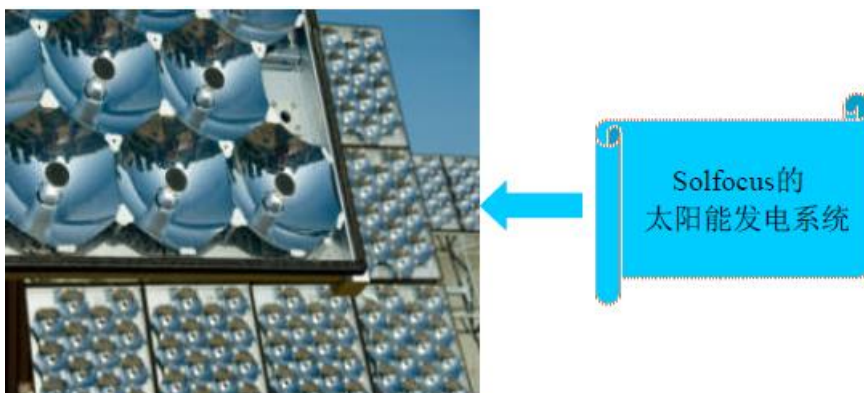
3.1 太阳能发电可能爆发性增长

公司介入太阳能发电的精密钣金件制造时间较短，但该行业发展迅速。从目前公司客户的保有情况来看，美国 SolFocus、Optisola 等企业虽然不属于世界太阳能发电行业中排名靠前的企业，但作为美国目前采用聚焦式太阳能发电和面积薄膜非晶硅发电等新型太阳能发电方式的领先企业，为公司业务开展提供了较好的先机，目前公司已经开始对 SolFocus 进行批量供货。

公司已经通过了 SolFocus 全面的供应商体系认证，作为其全球唯一的精密制造服务商，为其提供全面的 CPV 发电系统精密钣金组件及系统组装“一站式”精密制造服务。通过新领域高端客户的示范服务，公司未来在太阳能发电行

业的精密制造服务市场将面临着巨大的发展机遇。

图7. 公司生产的精密钣金组件在 CPV 发电行业的最终应用



资料来源：招股说明书

3.2 面向高端通讯产业

通讯天线的精密钣金件制造是公司的主要业务，通讯天线行业在未来三年将保持稳定增长。公司在该领域中的主要客户为安德鲁、安弗施和波尔威，这三家企业均属于无线通讯天线中的高端产品制造商，2008 年度公司为这三家公司提供的精密通讯天线钣金部件超过 26 万套。安德鲁、安弗施和波尔威三家公司 2008 年度合计销售通讯天线约 115 万套（根据公司客户销售部门统计），占全球通讯天线市场份额约 30%。随着通讯技术的不断进步，未来无线通讯天线的市场需求将逐渐向高端方向发展，相关客户的市场份额将进一步扩大，公司作为其主要供应商可获得客户市场不断扩大的协同效应。

随着制造服务能力的增强，公司向通讯设备产业链深度切入，已在 2007 年下半年获得了世界最大的通讯设备集成商爱立信对公司制造体系、产品认证，并从 2008 年 4 季度开始批量向其提供产品；2009 年 8 月公司又成为了世界著名通讯设备集成商华为的合格供应商，2010 年可以进入批量供货阶段。

目前，通讯天线对精密钣金需求是发行人主要市场需求，其市场容量的持续增

长对公司经营具有重大影响。

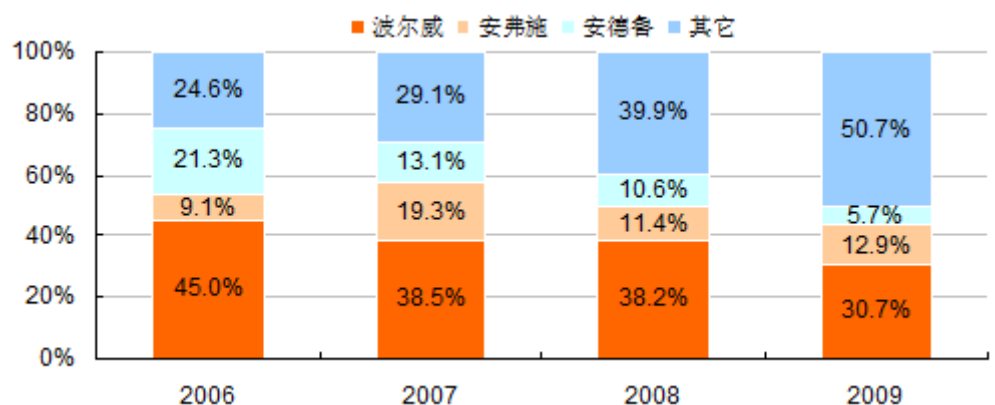
3.3 机床制造行业

机床制造相关行业中线切割机世界销售排名前两位的行业制造商中阿奇夏米尔、沙迪克和国内最大的线切割机制造企业三光科技都为本公司客户。此外，公司充分发挥高端客户及跨行业经营优势，近年来又先后获得了通讯设备集成商爱立信及华为、核能设备制造商阿海珐（核工业在世界财富 500 强中排名第一）、金融设备制造商 NCR（世界最大的 ATM 机制造商）的认证，并开始批量化提供精密制造产品与技术服务。

4. 公司收入分析

目前在手订单 4 亿元，预计全年订单在 6 亿元。三大客户在收入中的占比逐渐回落，也降低了公司的风险，太阳能发电的精密钣金件制造占比将进一步增加。

图8. 东山精密收入客户构成

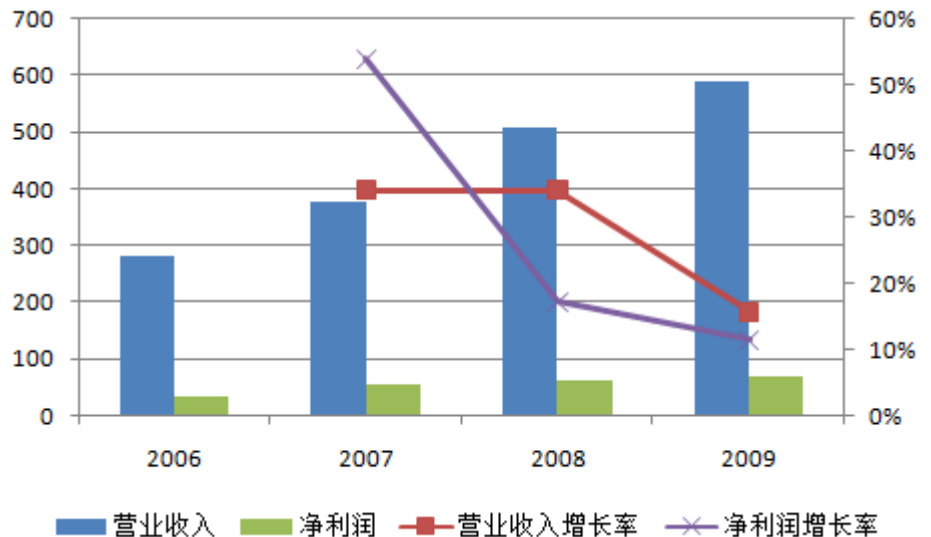


资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司 2006 年至 2009 年销售收入 2.83 亿元、3.79 亿元、5.09 亿元、5.89 亿元，净利润 3600 万、5500 万、6500 万、7200 万元。公司近两年的收入和净利润增速回落，主要是由于公司正在经历产品结构的调整，太阳能发电的精

密钣金件制造将成为公司未来发展的重要方向之一。

图9. 2006-2009 年营业收入和营业利润情况



资料来源：Wind，东海证券研究所

5. 公司主要风险

5.1 汇率风险

自 2005 年 7 月人民币汇率形成制度改革后，人民币对各主要外币汇率已有一定的上升，汇率的变动对公司以外币结算的经营业务产生了一定的影响。近三年，公司外销收入及其占主营业务收入的比重均快速上升，其中外销收入从 2007 年的 6,276.09 万元增加到 2009 年的 21,201.91 万元，占主营业务收入的比重从 2007 年的 16.76% 增加到 2009 年的 36.59%，外销业务正逐渐成为公司销售业务的重要组成部分，由货款结汇而产生的汇兑损失金额也呈逐年上升趋势，2007 年至 2009 年分别为 64.55 万元、116.58 万元和 109.24 万元。随着海外市场开拓力度的增强，新增客户的销售也多以直接出口为主，公司虽然可以通过调整货款结算币种或使用金融产品规避汇率风险，但汇率短期内的大幅波动仍将对公司经营业绩产生一定的影响。

5.2 客户集中度风险

公司产品主要服务于一些国际性的通讯设备制造商，这些企业在选择供应商时需要有严格、复杂、长期的认证过程，要求供应商具有完善的业务管理体系、质量控制体系、环境控制体系，以及充足的制造能力、服务实力。近三年，包括上述客户在内，本公司对前三名客户的合计销售额占主营业务收入的比重分别为 70.86%、60.14%和 65.67%。虽然本公司提供的精密金属制造服务已开始向以太阳能发电设备、核能设备为代表的新能源行业、金融设备制造等行业延伸，但是新兴行业发展和公司批量供货能力的形成具有一定的周期，若通讯行业增长放缓或公司主要客户经营发生重大不确定性，将对公司财务状况带来影响。

5.3 主要原材料价格波动风险

公司产品主要原材料为铝板、不锈钢板、铜板等，主要原材料占生产成本的比重在 45%左右。报告期内，铝板的消耗量占主要原材料成本的 50%以上，每年的平均价格在基本 $\pm 10\%$ 的区间内波动；不锈钢板的消耗量占主要原材料成本的 15%左右，但其价格的波动幅度较大，各期间均价的高低值变动幅度达 30%左右；铜板的消耗量占主要原材料成本近 10%，采购均价变动幅度达 20%左右。以各期间主要原材料占生产成本的比重为权数计算，2007 年度、2008 年度和 2009 年度主要原材料价格变动对生产成本的影响分别为 4.78%、-4.47%和-6.34%。

6. 募集资金投向

公司本次拟公开发行不超过 4,000 万股社会公众股，扣除发行费用后，预计募集资金 28,970 万元，公司按项目的轻重缓急分别投入以下两个项目。

图10. 东山精密募投项目概况

序号	项目名称	总投资（万元）	本次募集资金投入（万元）
1	扩大精密钣金制造能力工程建设项目	29,289.50	25,989.50
2	技术中心能力提升项目	2,980.50	2,980.50
合 计		32,270.00	28,970.00

资料来源：招股说明书

在募集资金项目达产后，将新增 1700 万件精密钣金产能规模，约折合为生产通讯天线 20 万套，太阳能发电设备 1 万套，机床类 1,600 套，其他类产品 1.84 万套，共计 23 万套；通讯天线和机床产能分别增加 80%、100%，太阳能发电设备产能增加不到 5%。募投项目达产后预计可年增收入约 4.05 亿。

图11. 东山精密募集资金投资计划

序号	项目名称	募集资金投资计划（万元）		
		第一年投资	第二年投资	投资总额
1	扩大精密钣金制造能力工程建设项目	22,921.4	3,068.1	25,989.5
2	技术中心能力提升项目	2,980.5	-	2,980.5
合计		25,901.9	3,068.1	28,970.0

资料来源：招股说明书

图12. 东山精密募投项目达产进程

项目		基期	建设期 1 年	建设期后 1 年	建设期后 2 年
产能 (万件)	原有产能	1,700	1,700	1,700	1,700
	新增产能	-	-	1,700	1,700
	合 计	1,700	1,700	3,400	3,400
产量 (万件)	原有产量	1,968	1,968	1,968	1,968
	新增产量	-	-	1,190	1,700
	合 计	1,968	1,968	3,158	3,668
产能利用率		115.74%	115.74%	92.88%	107.88%
产销率		98.19%	98.19%	100%	100%
销量 (万件)		1,932	1,932	3,158	3,668

资料来源：招股说明书

7. 估值与市场定价

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、公司募投项目 2011 年开始逐步达产；
- 2、公司 2010 年收入增长主要来源于太阳能钣金业务的快速增长，预计 2010 年收入为 5.5 亿元~6 亿元；
- 3、公司综合企业所得税率以 25% 计算；
- 4、上市后财务费用率首先大幅下降，随后略有上升，管理费用率和销售费用率首先缓慢上升、随后正常上升。

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	379.27	508.66	588.97	942.35	1225.05	1470.06
增长率(%)	34.11%	34.12%	15.79%	60.00%	30.00%	20.00%
归属母公司股东净利润	55.35	64.89	72.31	93.63	125.08	152.51
增长率(%)	53.96%	17.24%	11.44%	29.49%	33.59%	21.92%
每股收益(EPS)	0.307	0.361	0.452	0.780	1.042	1.271
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.139	0.564	0.717	0.340	1.230	0.892
销售毛利率	34.05%	28.40%	27.79%	24.00%	24.00%	24.00%
销售净利率	14.59%	12.76%	12.28%	9.94%	10.21%	10.37%
净资产收益率(ROE)	24.65%	22.42%	19.99%	20.56%	21.55%	20.81%
投入资本回报率(ROIC)	32.49%	22.78%	22.14%	22.52%	25.70%	32.20%

从近期发行的中小板计算，2009 年发行市盈率在 35 倍至 50 倍，平均市盈率为 45 倍，所以依照公司新能源领域明确的增长性，预计公司询价的价格为 45 倍至 50 倍市盈率，对应询价价格为 20.25 元至 22.50 元。首日涨幅在 50%~70%，对应的价格为 33.75 元~38.25 元，给予积极参与申购的评级。

股票代码	公司简称	发行股份	发行价	发行日	首日最高价	发行市盈率	首日涨跌幅
002376	新北洋	3,040.00	22.58	2010-03-23	36.790	46.08	61.74
002375	亚厦股份	4,240.00	31.86	2010-03-23	39.400	50.57	23.51
002374	丽鹏股份	1,080.00	23.80	2010-03-18	38.000	44.91	50.13
002373	联信永益	1,400.00	28.00	2010-03-18	50.550	42.42	71.18
002372	伟星新材	5,072.00	17.97	2010-03-18	24.880	35.24	38.29
002371	七星电子	1,324.80	33.00	2010-03-16	61.180	47.83	78.79
						44.51	53.94

附注：

分析师简介及跟踪范围：

牛纪刚，机械行业分析师，清华大学汽车工程系工学学士、中国人民大学会计系管理学硕士，2 年从业经验，2009 年 3 月加盟东海证券。

重点跟踪公司：三一重工、中联重科、柳工、安徽合力、沈阳机床、昆明机床、方圆支承等。

荀剑，军工行业分析师，2004 年在 63971 部队工作，2 年从业经验，2010 年 2 月加盟东海证券。

重点跟踪公司：中国卫星，贵航股份，航天电子。

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