

2010-05-11

常发股份 002413.SZ

试水两器产业链整合

◇公司 IPO 并在中小板上市

◆冰箱、空调两器龙头，受益家电需求上升

公司是冰箱、空调蒸发器及冷凝器市场供应龙头，2008 年市场占有率 14%。最近一年受益家电产品需求上升的拉动，公司产能出现瓶颈。此次融资将扩大产能，并进入上游铝箔生产，以期实现市场整合和产业链整合。

预计在家电需求上升拉动下，2010 年公司收入能实现 30% 的增长。

◆期望产业链整合实现空调两器产品的突破

2007 年至 2009 年，公司空调两器收入迅速萎缩，销售额占比从 43% 下降至 2009 年的 20%。主要原因是空调企业两器自给率明显提高，目前，企业自给率在 95% 以上。

此次增发募投年产 3 万吨铝箔项目期望整合产业链上游，扩大成本优势 and 专业化优势。理想情况下，空调企业将向其转移部分两器订单。

◆冰箱两器受益产品需求增长

冰箱生产企业两器产品自给率不足 5%，主要依靠市场供应。公司目前市场占有率不足 15%，未来还有广阔的市场整合空间。由于家电下乡对冰箱销售的拉动尤为明显，因此在当前情况下扩大冰箱两器生产有利于扩大市场份额，占据规模优势。

◆关注成本压力以及房地产对家电的影响

2010 年，铜、铝、钢材等原材料价格上涨是大概率事件，这将对公司形成成本压力。当前空调和冰箱需求还很旺盛，成本压力还不明显，但未来毛利率存在下降风险。

房地产销量同空调存在一般相关性，同冰箱存在弱相关性。我们认为空调市场销量增长一旦趋缓，生产企业对外转移两器产品订单的动机将减弱，对公司收入增长形成压力。

◆合理申购价格 14.5-16.2 元

预计公司 2010 年可实现增发后 EPS 为 0.58 元，未来保持稳定的增长。目前股市处于弱势，公司上游的冰箱、空调企业 PE 估值都已经下移至 20 倍 PE 以内。此外中小板新股破发已经出现，说明新股上市溢价区间缩减。预计公司合理申购价格在 14.5-16.2 元，对应 PE 估值为 25-28 倍。弱势下不排除新股溢价区间进一步缩窄的风险。

业绩预测和估值指标

年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,051	966	1,261	1,507	1,774
净利润(百万元)	37	65	85	97	114
每股收益	0.25	0.44	0.58	0.66	0.77
每股净资产	0.91	2.08	-0.95	0.45	0.54
ROIC	13.23%	23.62%	15.46%	17.03%	19.30%
ROE	13.59%	18.35%	8.55%	8.95%	9.46%

合理申购价格 14.5-16.2 元

预计上市合理价 16.0-18.0 元

询价开始日期 5 月 10 日

分析师:

赵磊(执业证书编号: S0930209110229)

联系人: 何伟

021-22169108

hewei@ebsecn.com

发行数据

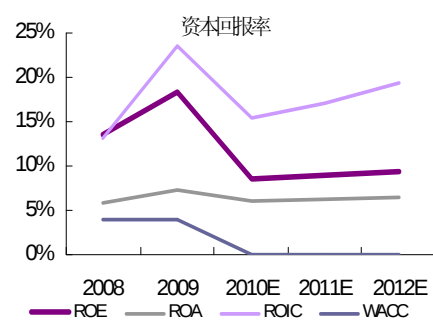
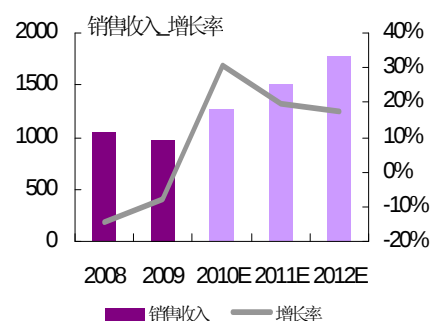
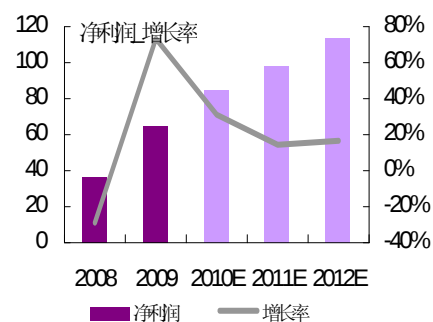
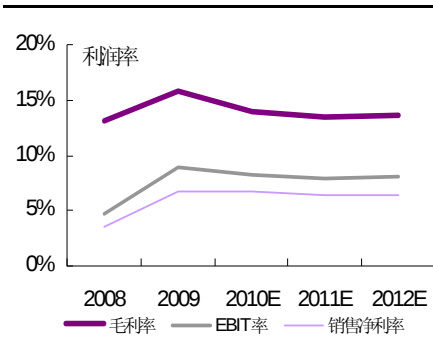
发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	37
发行后总股本(百万股)	110
发行方式	网下询价, 上网定价
发行日期	2010-05-17
主承销商	江南证券有限责任公司
主要股东	江苏常发实业集团有限公司
第一大股东持有比例(%)	66.19%

募股资金投向

项目名称	金额(百万元)
蒸发器、冷凝器生产线扩能改造项目	150
年产 3 万吨铝箔项目	180
总金额	330

相关报告:

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,051	966	1,261	1,507	1,774
营业成本	913	814	1,085	1,304	1,534
折旧和摊销	0	0	4	5	6
营业税费	5	2	3	3	4
销售费用	29	32	38	45	53
管理费用	29	24	32	33	39
财务费用	16	3	-9	-10	-10
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	49	86	113	130	152
利润总额	51	88	113	130	152
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	37.16	64.56	84.75	97.44	113.80

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	633	893	1,399	1,577	1,776
流动资产	387	549	1,063	1,246	1,451
货币资金	95	189	629	727	842
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	117	181	180	215	253
应收票据	33	47	63	75	89
其他应收款	8	8	9	8	8
存货	85	116	161	194	229
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	174	162	192	212	226
无形资产	54	53	50	48	45
总负债	360	541	408	488	573
无息负债	280	523	408	488	573
有息负债	80	18	0	0	0
股东权益	273	352	992	1,089	1,203
股本	110	110	147	147	147
公积金	49	69	600	615	632
未分配利润	114	173	245	327	424
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	99	224	-106	89	104
净利润	37	65	85	97	114
折旧摊销	0	0	4	5	6
净营运资金增加	-19	-183	219	28	32
其他	81	342	-414	-42	-48
投资活动产生现金流	-68	-67	0	0	0
净资本支出	-54	-53	0	0	0
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-14	-14	0	0	0
融资活动现金流	5	-63	546	10	10
股本变化	0	0	37	0	0
债务净变化	12	-62	-18	0	0
无息负债变化	-135	243	-115	80	85
净现金流	37	94	440	99	114

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	-14.30%	-8.06%	30.48%	19.56%	17.68%
净利润增长率	-28.68%	73.76%	31.27%	14.97%	16.79%
EBITDA 增长率	-36.65%	76.58%	19.83%	16.13%	18.61%
EBIT 增长率	-36.65%	76.58%	15.87%	15.27%	18.49%
估值指标					
PE	0	0	0	0	0
PB	0	0	0	0	0
EV/EBITDA	1	-1	-5	-5	-4
EV/EBIT	1	-1	-5	-5	-5
EV/NOPLAT	2	-1	-7	-7	-6
EV/Sales	0	0	0	0	0
EV/IC	0	0	-1	-1	-1
盈利能力 (%)					
毛利率	13.11%	15.79%	13.96%	13.50%	13.54%
EBITDA 率	4.65%	8.94%	8.52%	8.28%	8.34%
EBIT 率	4.65%	8.94%	8.24%	7.95%	8.00%
税前净利润率	4.82%	9.13%	8.96%	8.62%	8.55%
税后净利润率 (归属母公司)	3.54%	6.68%	6.72%	6.47%	6.42%
ROA	5.87%	7.23%	6.06%	6.18%	6.41%
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.59%	18.35%	8.55%	8.95%	9.46%
经营性 ROIC	13.23%	23.62%	15.46%	17.03%	19.30%
偿债能力					
流动比率	1.08	1.01	2.61	2.55	2.53
速动比率	83.85%	80.09%	221.29%	215.62%	213.40%
归属母公司权益/有息债务	3.43	19.40	-	-	-
有形资产/有息债务	7.16	45.94	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.25	0.44	0.58	0.66	0.77
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.67	1.52	-0.72	0.60	0.71
每股自由现金流(FCFF)	0.91	2.08	-0.95	0.45	0.54
每股净资产	1.86	2.39	6.75	7.41	8.18
每股销售收入	7.15	6.57	8.58	10.25	12.07

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

赵磊，中央财经大学管理专业毕业，2007 年进入证券行业，任职于天相投顾，从事电子行业研究，曾成功推荐过综艺股份（600770）、三安光电（600703）、上海贝岭（600171）等股票。2009 年进入光大证券，任电子元器件、家电行业分析师。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产

管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表，篡改或者引用。