

## 常发股份（002413）

2010 年 5 月 12 日

### 冰箱空调两器行业龙头

建议询价区间 16.80 元-19.20 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

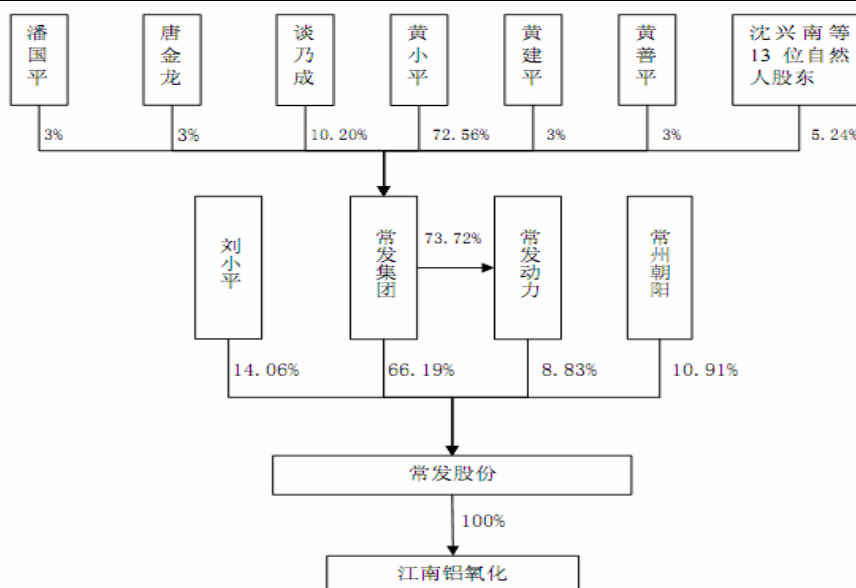
**投资建议：**公司主营业务是生产冰箱、空调用蒸发器和冷凝器系列产品，蒸发器和冷凝器属于制冷系统中的热交换器，是制冷系统中必不可少的两大部件。公司是国内最大的冰箱、空调用蒸发器和冷凝器的生产厂商，90%以上产品销往国内外一流的冰箱、空调生产商，目前家用空调和冰箱行业产销量持续向好，随着城市化逐渐推进，我们仍看好 2010 年家用制冷行业的发展。公司拟发行不超过 3700 万股，投资两个项目，项目达产后，可年增 890 万套蒸发器和冷凝器，并拓宽公司产业链，一方面可缓解公司产能瓶颈，另一方面有助于公司扩大产品规模优势，减低成本，提高竞争能力，巩固公司在市场的竞争力。

我们预测公司 2010-2012 年全面摊薄每股收益分别为 0.60 元、0.79 元、0.97 元。参照同行业上市公司情况，我们认为常发股份二级市场合理估值为相对 2010 年 30 倍市盈率，合理股价为 18.00 元，考虑到中小板一级市场的市盈率情况，我们建议的询价区间为相对 2010 年 28-32 倍市盈率，即 16.80 元-19.20 元。

### 1、公司股权结构分析

常发股份是一家民营企业，常发集团持有公司 66.19% 的股份，是公司的发起人、控股股东，黄小平先生持有常发集团 72.56% 的股份，间接持有公司 52.75% 的股份，现任公司董事长，是公司实际控制人。本次发行前，公司总股本为 11000 万股，本次公司拟发行 3700 万股，占发行后股本的 25.17%，发行后总股本为 1.47 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

公司主营业务是生产冰箱、空调用蒸发器和冷凝器系列产品，蒸发器和冷凝器属于制冷系统中的热交换器，是制冷系统中必不可少的两大部件。

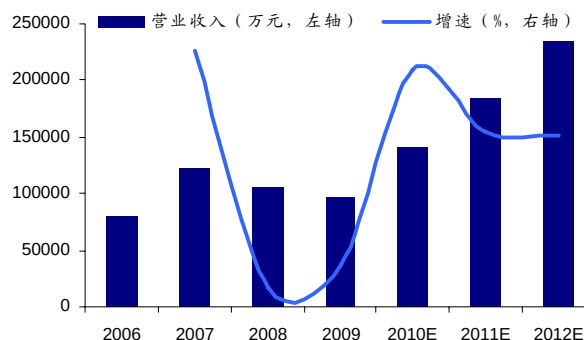
表 1 公司主要产品及用途

| 产品类别        | 品种数量   | 主要用途      | 产品特点                                                             |
|-------------|--------|-----------|------------------------------------------------------------------|
| 空调用 蒸发器、冷凝器 | 300 余个 | 家用空调、商用空调 | 主要原材料为铜管、铝箔，相对成本高，抗锈蚀性较强，热交换功率范围大，应用广泛                           |
| 粘结式蒸发器      | 200 余个 | 冰箱        | 交换功率范围大，应用广泛。管板接触面大，制冷效率高，冷速快，单面喷塑、印花或轧花，铝板与蒸发管粘结，剥离强度大。美观、整洁大方。 |
| 丝管式蒸发器      | 200 余个 | 冰箱        | 成本低，传热效率高、耗电少、噪声低、刚性好、坚固耐用且外型美观。                                 |
| 吹胀式蒸发器      | 300 余个 | 冰箱、展示柜    | 热传导性能好，材料单一，焊点少，整体性能质量好，但耐压低，原材料为铝板，用材厚成本相对较高，同时设备投资高，工艺制作要求也较高。 |
| 板管式蒸发器      | 60 余个  | 冰箱        | 制冷量大、冷速快、安装方便；管路耐压性能强、耐腐蚀；层架结构不串味。                               |
| 翅片式蒸发器      | 120 余个 | 冰箱、展示柜    | 节能、高效、环保，采用铝管铝片、铜管铝片，经胀管而成，体积小、制冷量大、制冷均匀，无霜，对多门冰箱各冷室冷量的分配调整尤为方便。 |
| 冰箱用 丝管式冷凝器  | 120 余个 | 冰箱、冷柜、展示柜 | 成本低，传热效率高、耗电少、噪声低、刚性好、坚固耐用且外型美观。                                 |

资料来源：招股说明书、海通证券研究所

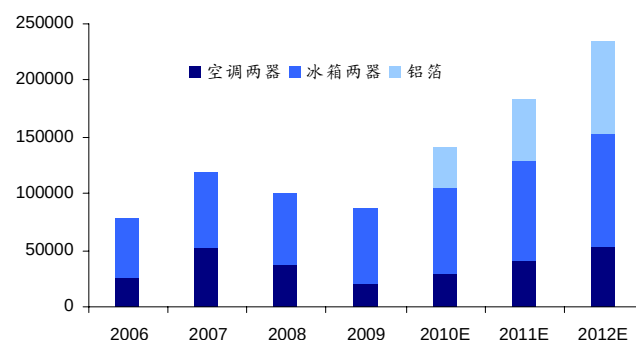
公司 2009 年营业收入 9.66 亿元，受经济环境和产品价格影响，公司 2008 年和 2009 年收入规模略有下降，未来随着公司募投项目完成，原材料价格上涨和家电行业的发展，我们预测公司营业收入将保持稳步上升。

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

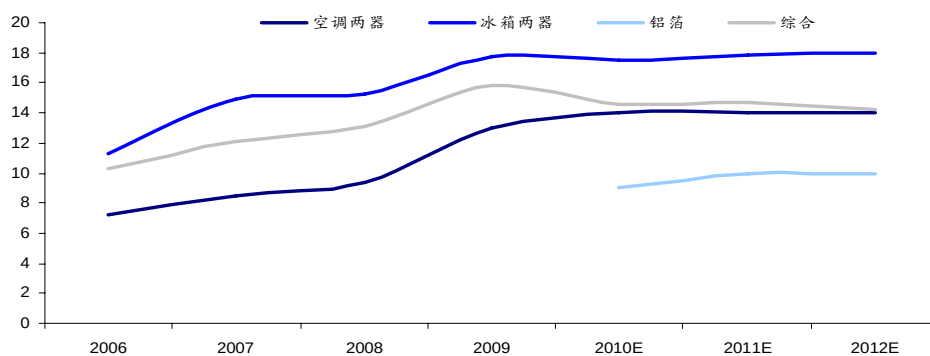
图 3 公司营业收入构成情况（万元）



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

**毛利率稳定：**公司 2009 年毛利率为 15.79%，近年来，随着技术水平提高和产品结构调整，公司毛利率水平有所上升，未来随着募投项目投产，公司产业链扩张，有利于公司控制成本，我们预计公司毛利率将基本保持稳定。

图 4 公司各产品毛利率情况（%）



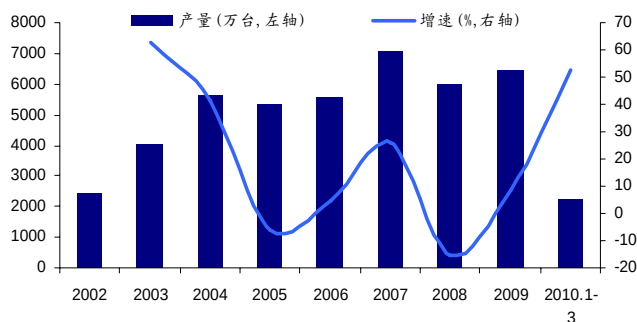
资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

### 3、下游冰箱空调行业复苏明显。

从家用制冷产品来看,2008年下半年后,受金融危机影响,空调和冰箱销量出现较大下滑,2009年下半年,随着经济环境逐渐好转,家电下乡等一系列扶植政策的实施,空调冰箱产销量快速回升,出口也呈现逐渐好转趋势。从产量来看,2009年冰箱累计产量5582万台,增幅接近30%,从单月来看,2009年6月以来增速持续好转,2010年3月单月产量623.4万台,同比增幅达24.7%。2009年空调累计产量6484.86万台,同比增长8.46%,2010年1到3月空调产量2225万台,同比增长52.88%。

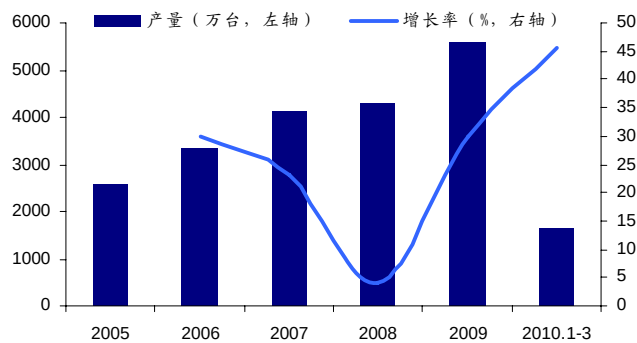
我们仍看好2010年家用制冷行业的发展,我们的判断主要基于以下三点:一是国内经济回暖趋势仍未结束;二是城市化进程快速推进,对家电的需求仍将继续;三是政府对空调行业的扶持政策仍将继续发挥作用。

图5 我国空调产量年度数据



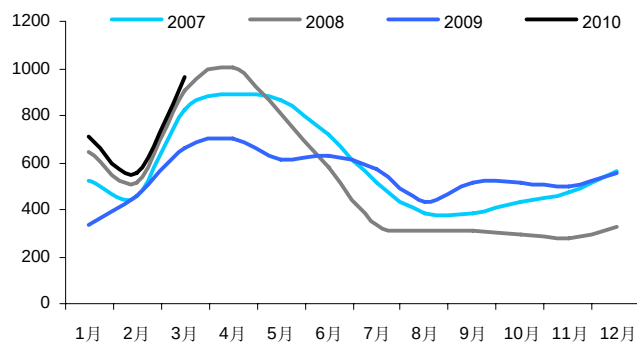
资料来源：产业在线、海通证券研究所

图7 我国冰箱产量年度数据



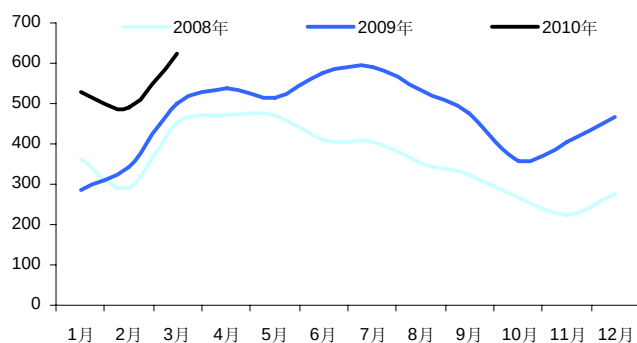
资料来源：产业在线、海通证券研究所

图6 我国空调产量月度数据（万台）



资料来源：产业在线、海通证券研究所

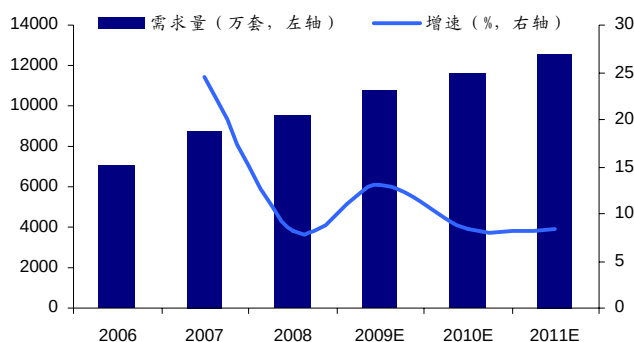
图8 我国冰箱产量月度数据（万台）



资料来源：产业在线、海通证券研究所

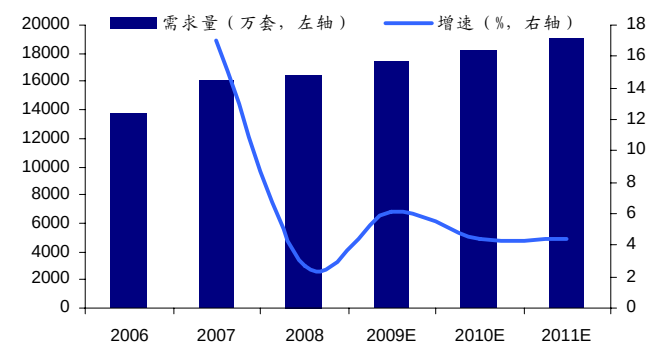
公司产品用于冰箱空调上,需求直接受空调和冰箱行业影响,按平均每台冰箱或空调至少使用蒸发器、冷凝器各一套计算,我们可以估算出国内外蒸发器和冷凝器的需求情况。我们预计随着城市化逐渐推进,未来国内家电行业将维持稳步发展的趋势。

图 9 国内冰箱两器的需求情况



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

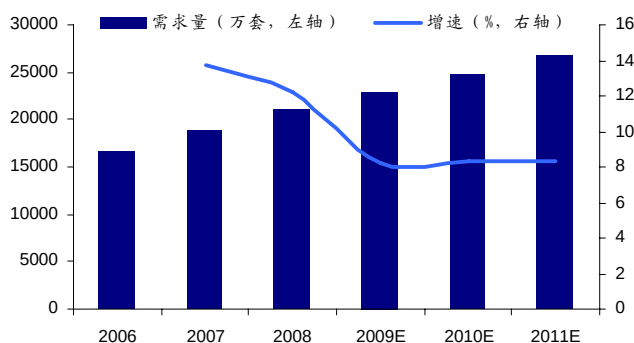
图 10 国内空调两器的需求情况



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

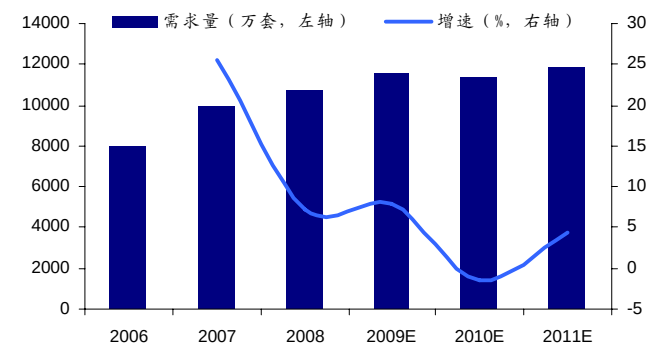
随着国内制造业技术水平提高和成本优势，国外制造业向国内转移的趋势越来越明显，公司的空调和冰箱两器出口比例将越来越大，未来公司在国际市场的占有率有望进一步提高。

图 11 国外冰箱两器的需求情况



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

图 12 国外空调两器的需求情况

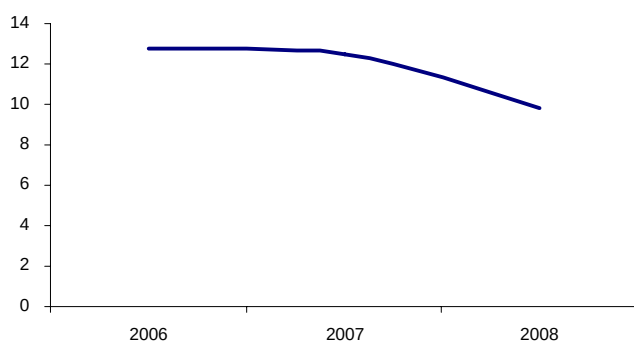


资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

#### 4. 公司是细分市场龙头

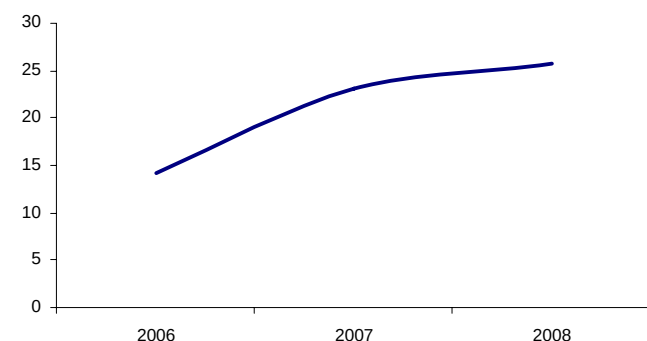
国内是国内最大的冰箱、空调用蒸发器和冷凝器的生产厂商，2006 年到 2008 年国内市场占有率分别达到 13.30%、16.50%、和 13.80%。公司 90%以上产品销往国内外一流的冰箱、空调生产商，如三星、海尔、美的等。公司两器产品已形成 7 大系列 1300 多个品种，生产能力已达到 2185 万套/年，公司能充分满足客户需求，具备快速反应速度（24 小时）和强大反应能力（6 万套/天）。

图 13 国内冰箱两器的市场占有率 (%)



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

图 14 国内空调两器的市场占有率 (%)



资料来源：公司招股说明书、海通证券研究所

目前国内生产冰箱、空调用蒸发器、冷凝器的大中型企业约有 10 家左右,其中销售额在 5 亿元以上的第一阵营公司有三家,由于该行业具备规模优势和技术门槛,国内已经形成寡头垄断的竞争格局,目前行业的竞争已经从单纯的价格竞争回归到包含品牌、技术、质量、规模、管理等综合价值的竞争。

表 2 公司主要竞争对手营业收入情况(万元)

|                | 2006  | 2007   | 2008   |
|----------------|-------|--------|--------|
| 常发股份           | 79076 | 118355 | 100046 |
| 河南新乡科隆电器股份有限公司 | 40000 | 70000  | 56000  |
| 浙江康盛股份有限公司     | 44000 | 55949  | 50000  |
| 常州市常蒸蒸发器有限公司   | 32000 | 58080  | 28000  |

资料来源:公司招股说明书、海通证券研究所

## 5. 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 3700 万股,投入以下两个项目,项目达产后,可年增 890 万套蒸发器和冷凝器,并拓宽公司产业链,一方面可缓解公司产能瓶颈,另一方面有助于公司扩大产品规模优势,减低成本,提高竞争能力,巩固公司在市场的竞争力。

表 3 募集资金项目情况(万元)

| 序号 | 项目名称项目           | 投资额   | 募集资金投入额 |
|----|------------------|-------|---------|
| 1  | 蒸发器、冷凝器生产线扩能改造项目 | 15000 | 15000   |
| 2  | 年产 3 万吨铝箔项目      | 18000 | 18000   |
|    | 合计               | 33000 | 33000   |

资料来源:公司招股说明书、海通证券研究所

## 6. 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;
- 政府对家电行业的扶持政策得以延续;
- 宏观经济保持平稳。

表 4 营业收入分项预测

|          | 2006     | 2007     | 2008     | 2009     | 2010E    | 2011E    | 2012E     |
|----------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|-----------|
| 空调两器(万元) | 25801.29 | 53077.61 | 36722.45 | 19573.54 | 29360.31 | 41104.43 | 53435.76  |
| 增速(%)    |          | 105.72   | -30.81   | -46.70   | 50.00    | 40.00    | 30.00     |
| 毛利率(%)   | 7.26     | 8.52     | 9.36     | 12.98    | 14.00    | 14.00    | 14.00     |
| 冰箱两器(万元) | 53274.28 | 65277.20 | 63323.74 | 66653.79 | 76206.93 | 88012.12 | 100189.28 |
| 增速(%)    |          | 22.53    | -2.99    | 5.26     | 14.33    | 15.49    | 13.84     |
| 毛利率(%)   | 11.28    | 14.86    | 15.25    | 17.75    | 17.56    | 17.87    | 17.95     |
| 铝箔(万元)   |          |          |          |          | 36325.38 | 54488.07 | 81732.11  |
| 增速(%)    |          |          |          |          |          | 50.00    | 50.00     |
| 毛利率(%)   |          |          |          |          | 9.00     | 10.00    | 10.00     |

资料来源:公司招股说明书、海通证券研究所

表 5 2010-2012 年公司利润表预测(万元)

|               | 2007      | 2008      | 2009     | 2010E     | 2011E     | 2012E     |
|---------------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业总收入         | 122609.65 | 105076.53 | 96606.01 | 141892.62 | 183604.63 | 235357.15 |
| 营业成本          | 107765.57 | 91302.06  | 81352.93 | 121141.91 | 156671.63 | 201722.96 |
| 营业税金及附加       | 269.25    | 530.35    | 218.99   | 425.68    | 550.81    | 706.07    |
| 销售费用          | 2403.94   | 2891.23   | 3236.98  | 4256.78   | 5508.14   | 7060.71   |
| 管理费用          | 2515.03   | 2885.40   | 2360.22  | 3405.42   | 4406.51   | 5648.57   |
| 财务费用          | 1685.12   | 1649.22   | 333.64   | 425.68    | 550.81    | 706.07    |
| 资产减值损失        | 253.53    | 929.33    | 470.58   | 500.00    | 500.00    | 500.00    |
| 营业外收入         | 204.91    | 383.85    | 462.49   | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 营业外支出         | 404.49    | 207.91    | 272.58   | 0.00      | 0.00      | 0.00      |
| 所得税           | 2307.61   | 1349.13   | 2366.28  | 2934.29   | 3854.18   | 4753.19   |
| 净利润           | 5210.02   | 3715.73   | 6456.31  | 8802.87   | 11562.54  | 14259.57  |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 5210.02   | 3715.73   | 6456.31  | 8802.87   | 11562.54  | 14259.57  |
| 完全摊薄每股收益(元)   | 0.35      | 0.25      | 0.44     | 0.60      | 0.79      | 0.97      |

资料来源:公司招股说明书、海通证券研究所

公司 2010 年到 2012 年预计全面摊薄 EPS 为 0.60 元、0.79 元、0.97 元。上市公司中,与公司可比的是华意压缩、盾安环境、丹甫股份、海立股份等。同行业可比上市公司相对 2010 年的平均市盈率为 49 倍。综合考虑同行业公司情况,我们认为常发股份二级市场合理估值为相对 2010 年 30 倍市盈率,合理股价为 18.00 元,考虑到中小板一级市场的市盈率情况,我们建议的询价区间为相对 2010 年 28-32 倍市盈率,即 16.80 元-19.20 元。

表 6 同行业上市公司估值情况

| 股票代码   | 股票简称 | 股价(元,<br>2010-5-11) | 全面摊薄 EPS(元) |       | PE(X) |       |
|--------|------|---------------------|-------------|-------|-------|-------|
|        |      |                     | 2010E       | 2011E | 2010E | 2011E |
| 000404 | 华意压缩 | 10.80               | 0.11        | 0.24  | 98.18 | 45.00 |
| 002011 | 盾安环境 | 21.05               | 0.65        | 0.86  | 32.38 | 24.48 |
| 002366 | 丹甫股份 | 20.39               | 0.54        | 0.68  | 37.76 | 29.99 |
| 600619 | 海立股份 | 8.39                | 0.29        | 0.33  | 28.93 | 25.42 |
| 平均     |      |                     |             |       | 49.31 | 31.22 |

资料来源:Wind、海通证券研究所

## 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

### 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。