

湘财证券研究所
家电行业

刘飞烨

Tel: 021-68634518-8306

E-Mail: lfy2840@xcsc.com

朱毅

Tel: 021-68634518-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

合理价值区间 (元):

15.6-17.4 元

发行概况

发行股本 (万股): 3700

发行后股本 (万股): 14700

网上申购日: 2010-05-11

中签率公告日: 2010-05-19

申购资金解冻日: 2010-05-20

主承销商: 江南证券有限责任公司

投资要点

- **两器行业取决于下游冰箱、空调的发展** 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,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。近几年冰箱、空调的稳定增长为两器行业的发展带来较大增长空间。行业特征:冰箱、空调夏季为销售旺季的特征决定了空调两器的生产旺季为 2-5 月,冰箱两器为 1-8 月。铜材、铝材是蒸发器和冷凝器制造的主要耗材之一,二者合计占据两器成本的 40%-60%。铝和铜材料的价格和供应量对蒸发器、冷凝器的生产成本和产量具有较大影响。
- **竞争力强,份额位居首位** 2006-2008 年公司“常发”牌蒸发器和冷凝器的国内市场占有率分别为 13.3%、16.5%和 13.8%,连续三年占有率位居第一。公司 90%以上的产品面向国内外一流的冰箱、空调生产厂家销售,如三星、BSH (西门子)、海信、海尔、美的等。公司通过取得资质认定发展了稳定的客户群体,与其他行业不同,两器行业客户在选择供应商时所需时间较长、要求高、程序相对复杂、成本也较高,因此一旦两器生产厂商获得家电企业的正式认可,其客户资源一般不易流失。
- **向上游延伸,降低成本** 铝箔是蒸发器和冷凝器的主要原材料之一,2007-2009 年铝箔占公司生产成本的比重分别为 11.16%、11.03%和 7.36%。目前公司铝箔原料均为外购,随着公司募投项目“年产 3 万吨铝箔项目”的建设,公司 2010 年的铝箔产量将达到 2.7 万吨左右,2011 年完全达产后,产量为 3 万吨,届时铝箔自给率有望达 23%。项目建成后将改变公司所需原材料完全依靠市场采购的局面,成本也将得到有效降低,自产铝箔比外购的加工费可节省 1900 元/吨。
- **盈利预测与估值** 我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.60 元、0.75 元和 0.90 元,参照可比公司平均 PE 估值,我们认为公司的合理 PE 水平应为 26-29 倍,合理价值区间为 15.6-17.4 元。

- **风险提示** 原材料价格剧烈波动的风险;冰箱空调增长预期的风险;

盈利预测表

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	966	1146	1393	1752
增长率 YOY (%)	-8.1%	18.6%	21.5%	25.8%
净利润 (百万元)	65	89	111	132
增长率 YOY (%)	73.8%	37.2%	24.8%	19.1%
EPS (元)	0.59	0.60	0.75	0.90

数据来源: 湘财证券研究所

目录

公司基本情况	4
行业发展背景	5
两器需求取决于冰箱、空调的发展	5
上游原材料对两器成本影响较大	6
行业竞争情况	6
两器行业龙头	7
成本控制较强，盈利能力稳步提升	7
品牌优势，市场份额第一	9
募投项目分析	10
蒸发器、冷凝器生产线扩能改造项目	10
年产 3 万吨铝箔项目	11
盈利预测与估值	11
我们的核心假设	11
估值分析	12
风险因素	12

图目录

图 1	公司股权结构图	4
图 2	国内冰箱两器的增长预测	5
图 3	全球冰箱两器的增长预测	5
图 4	国内空调两器的增长预测	6
图 5	全球空调两器的增长预测	6
图 6	最近两年现货铝价格走势	6
图 7	最近两年现货铜价格走势	6
图 8	2007-2009 年公司各类产品收入增长情况	7
图 9	2009 年公司主营收入结构	8
图 10	公司产品市场占有率变化情况	9

表目录

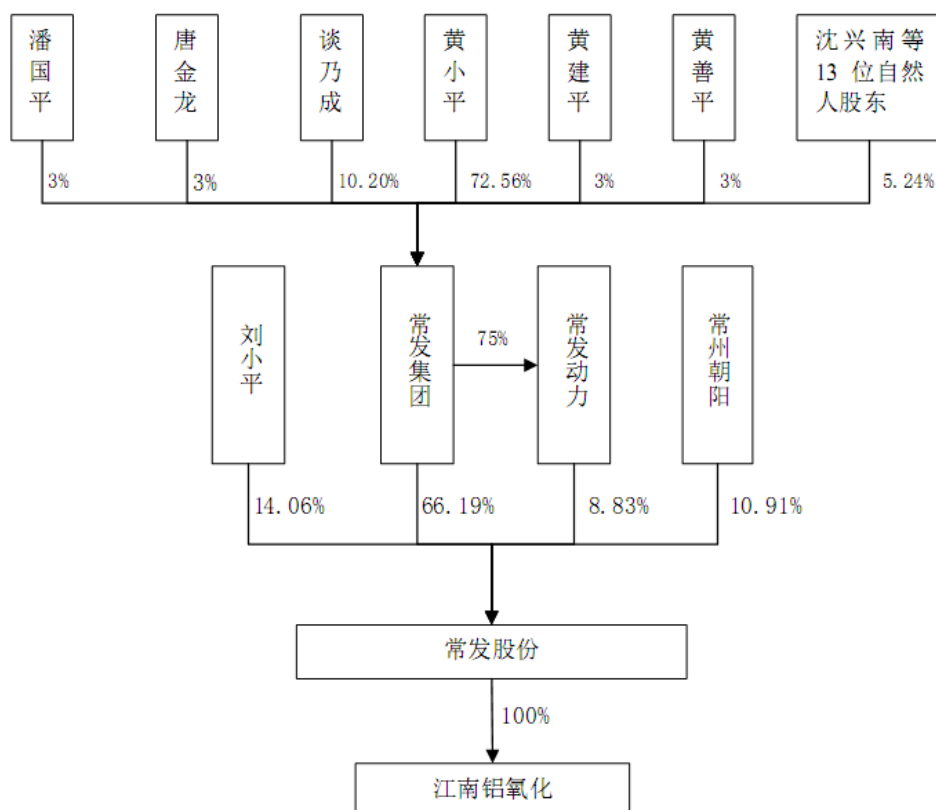
表 1	发行前后公司股本变化	5
表 2	国内两器厂商分类	7
表 3	公司主要产品	8
表 4	公司向主要客户供货情况	10
表 5	公司募投项目情况	10
表 6	年增 890 万套产能建设方案	11
表 7	年产 3 万吨铝箔项目建设方案	11
表 8	相关假设	12
表 9	可比上市公司估值表	12
表 10	盈利预测表	13

公司基本情况

公司主要生产冰箱、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。

公司成立于 2002 年 2 月，发起人为常发集团、常发动力、西凌投资、常力电器、海东灯饰等 5 家公司。公司控股股东为常发集团，持有公司 66.19% 的股权，是一家集机械设备制造、商品进出口、房地产开发为一体的综合性集团公司；除常发股份外，常发集团还拥有 6 家控股子公司和 17 家孙公司。公司实际控制人为黄小平先生，间接持有公司 52.84% 的股权，现任公司董事长。公司与主要股东、实际控制人、及控股股东控制的其他企业之间均不存在同业竞争。

图 1 公司股权结构图



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

表 1 发行前后股本变化

股东名称	发行前		发行后	
	持股数额 (万股)	持股比例	持股数额 (万股)	持股比例
一、有限售条件流通股	11000	100%	11000	74.83%
常发集团	7281	66.19%	7281	49.53%
刘小平	1547	14.06%	1547	10.52%
常州朝阳	1200	10.91%	1200	8.16%
常发动力	972	8.83%	972	6.61%
二、本次发行流通股	-	-	-	25.17%
合计	11000	100%	14700	100%

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

行业发展背景

两器需求取决于冰箱、空调的发展

作为冰箱、空调的配套加工行业，蒸发器和冷凝器的市场需求主要取决于冰箱、空调的市场需求；冰箱、空调行业的特征也直接影响了两器行业的发展。两器行业具有以下特征：一是周期性特征，由于冰箱、空调的使用年限一般为 10-13 年，两器作为主要的配套件，使用年限需在 10 年以上。二是季节性特征，由于冰箱、空调的销售旺季为二三季度，空调两器的生产旺季为 2-5 月，冰箱两器为 1-8 月。

随着人民生活水平的不断提高，冰箱、空调逐渐由高档消费品转为大众消费品。而蒸发器、冷凝器作为冰箱、空调的必备部件，也具有非常广阔的发展前景。假设平均每台冰箱只是使用蒸发器、冷凝器各一套，平均每台空调也使用蒸发器、冷凝器各一套，我们根据冰箱和空调的产量推算出两器的需求量。

图 2 国内冰箱两器的增长预测

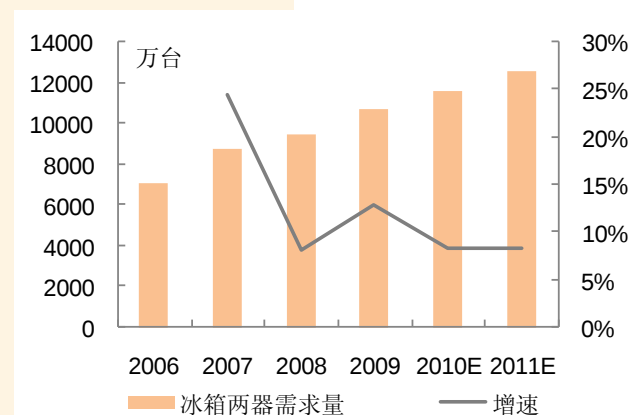


图 3 全球冰箱两器的增长预测



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

图 4 国内空调两器的增长预测

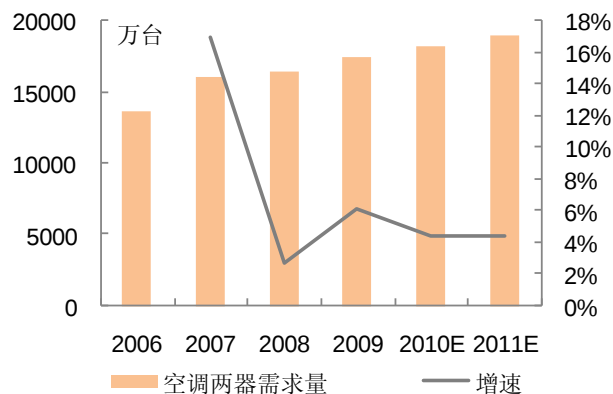
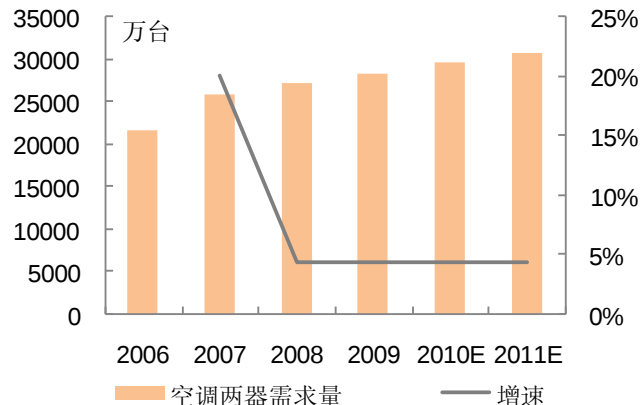


图 5 全球空调两器的增长预测



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

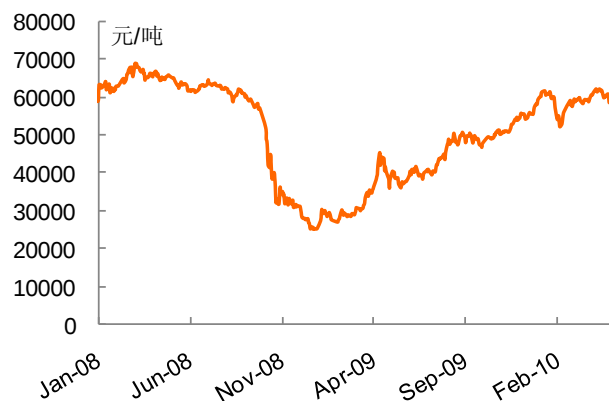
上游原材料对两器成本影响较大

铜材、铝材是蒸发器和冷凝器制造的主要耗材之一，二者合计占据两器成本的40%-60%。铝和铜材料的价格和供应量对蒸发器、冷凝器的生产成本和产量具有直接影响。受金融危机影响2008年四季度铜价和铝价均急速下跌，但2009年逐步回升，目前仍保持上扬的态势，并价格上升的趋势可能会延续到下半年，我们认为这会在一定程度上影响整个行业的利润空间。

图 6 最近两年现货铝价格走势



图 7 最近两年现货铜价格走势



数据来源：wind，湘财证券研究所

行业竞争情况

根据中国家用电器协会相关统计资料，截至2009年底，国内生产冰箱、空调用蒸发器、冷凝器的大中型企业大约有10家，其大多数企业生产规模较小，主要为下游二、三线冰箱、空调厂商提供配套加工。以年销售收入作为衡量标准，将国内两器生产厂家分为三大阵营。

国内外大型冰箱、空调企业对两器供应商的选择大多需要经过严格的资质认定，两器市场呈现出向行业内优势企业集中的趋势。国内两器企业的技术竞争主要集中在一线品牌，但核心技术方面还处于跟随欧美企业的阶段。

表 2 国内两器厂商分类

类型	年销售收入	公司
第一阵营	≥ 5 亿元	常发股份、河南科隆、浙江康盛
第二阵营	1-5 亿元	常州蒸发器厂、常州丰润、苏州柳园
第三阵营	< 1 亿元	常州永杰、合肥长城、泰州信成、滁州振华

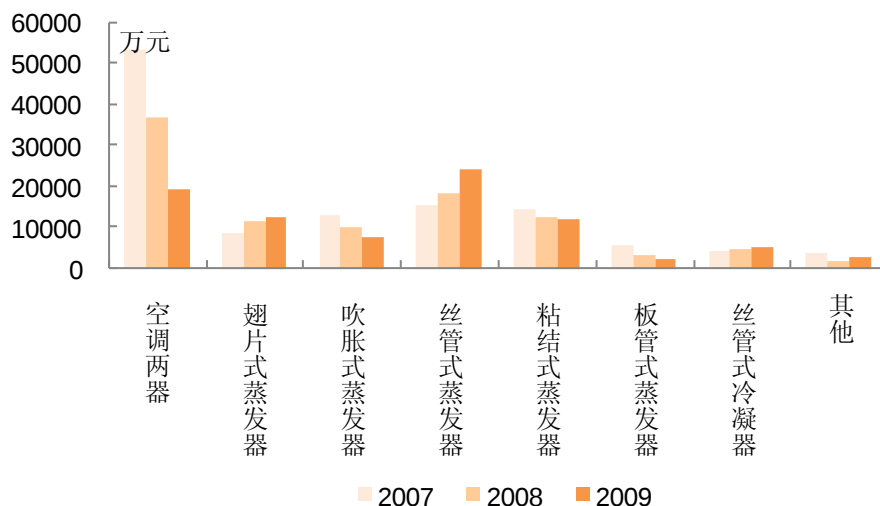
数据来源：公司资料，湘财证券研究所

两器行业龙头

成本控制较强，盈利能力稳步提升

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，各类蒸发器和冷凝器产能为 2185 万套。公司营业收入近两年有一定程度的下降，2008 年营业收入下降主要来自金融危机的影响，各空调和冰箱企业采取减产而消化库存的战略，因此公司两器销量有所下降；2009 年公司营业收入的降低主要是由于原材料价格的下降导致公司两器产品售价的下降。但公司采取双经销模式和期货交易所模式规避了原材料波动过大的风险，并通过与客户约定销售价格来转嫁一定的成本压力，此外公司通过工艺创新、技术改造、规范管理制度等将费用控制在合理水平，综上所述，在营业收入下降的情况下，公司 2009 年毛利率提升 2.68 个百分点，净利润实现 73.76% 的增长。

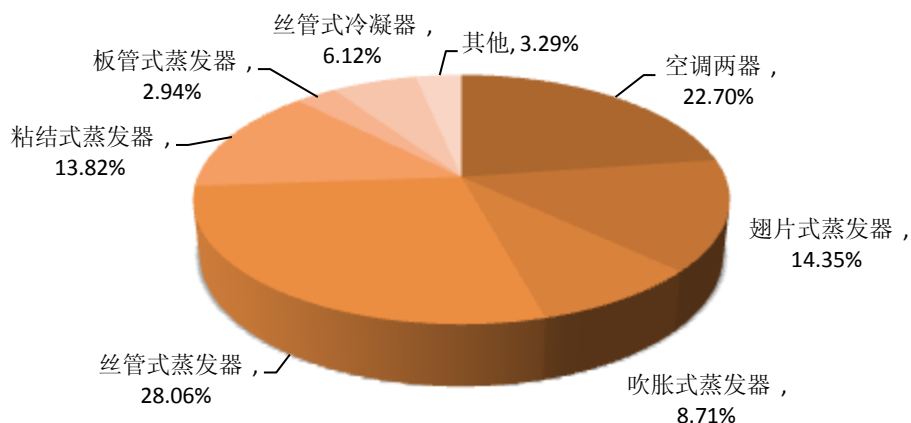
图 8 2007-2009 年公司各类产品收入增长情况



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

2009 年公司收入的主要来源于空调两器、丝管式蒸发器等产品，其中空调两器的比重为 22.70%，丝管式蒸发器比重上升较快，由 2008 年的 18.27% 上升至 28.06%，翅片式蒸发器和粘结式蒸发器分别为 14.35% 和 13.82%，并呈现逐年上升的趋势。

图 9 2009 年公司主营收入结构



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

表 3 公司主要产品

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 中央空调
	粘结式蒸发器	200 余个	冰箱
冰箱用	丝管式蒸发器	200 余个	冰箱
	吹胀式蒸发器	300 余个	冰箱、展示柜
	板管式蒸发器	60 余个	冰箱
	翅片式蒸发器	120 余个	冰箱、展示柜

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。

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。

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。

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。

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。

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。

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。

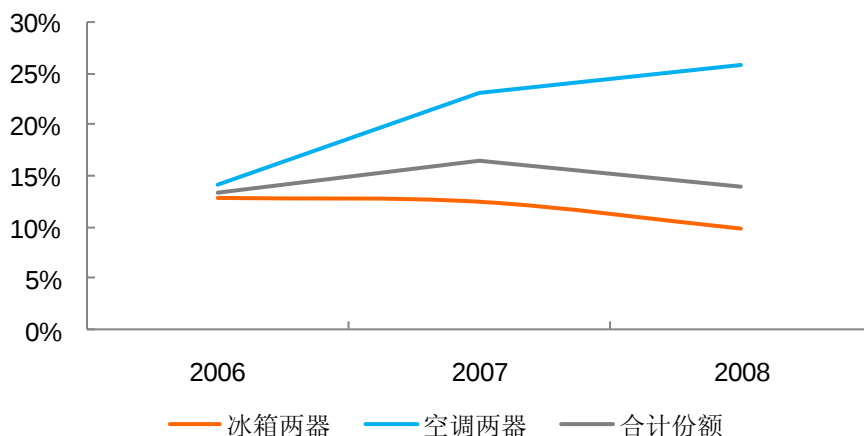
数据来源：公司资料，湘财证券研究所

品牌优势，市场份额第一

公司自 2002 年成立以来一直致力于冰箱、空调用蒸发器及冷凝器的生产和销售，公司“常发”牌冰箱、空调用蒸发器和冷凝器曾获“江苏省名牌产品”、“中国长三角地区优秀品牌”等荣誉。公司市场份额也在不断扩大，根据中国家用电器协会的统计数据，2006-2008 年公司“常发”牌蒸发器和冷凝器的国内市场占有率分别为 13.3%、16.5%和 13.8%，连续三年占有率位居第一。

公司 90%以上的产品面向国内外一流的冰箱、空调生产厂家销售，如三星、BSH（西门子）、海信、海尔、美的等，公司多次被这些家电企业授予“优秀供应商”、“最优分供方”等奖项。公司通过取得资质认定发展了稳定的客户群体，与其他行业不同，两器行业客户在选择供应商时所需时间较长、要求高、程序相对复杂、成本也较高，因此一旦两器生产厂商获得家电企业的正式认可，其客户资源一般不易流失。

图 10 公司产品市场占有率变化情况



数据来源：公司资料，湘财证券研究所

表 4 公司向主要客户供货情况

客 户	外发 数量	2007 年度		2008 年度			2009 年度		
		公司 供货量	供货 比例	外发 数量	公司 供货量	供货 比例	外发 数量	公司 供货量	供货 比例
苏州三星	920	369.08	40.1%	624	289.54	46.4%	428	182.55	42.7%
青岛海尔冰箱	1,900	255.07	13.4%	1,800	179.93	10.0%	2,200	224.69	10.2%
BSH（西门子）	250	200.3	80.1%	252	146.49	58.1%	310	108.72	35.1%
上海一冷开利	48	38.84	80.9%	35	34.06	97.3%	38	34.2	90.0%
美的荣事达	330	173.37	52.5%	378	139.15	36.8%	544	144.86	26.6%

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

募投项目分析

公司本次募集资金分别用于以下两个项目的建设：蒸发器、冷凝器生产线扩能改造项目和年产 3 万吨铝箔项目。

表 5 公司募投项目情况

序号	项目名称	项目投资额 (万元)	募集资金投入额 (万元)
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

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

蒸发器、冷凝器生产线扩能改造项目

目前公司存在部分产品产能不足及产品结构不合理的问题，此项目针对翅片式蒸发器、丝管式蒸发器、丝管式冷凝器、粘接式蒸发器等产能不足的问题，通过技术改造和引进国内外先进设备，新增产能 890 万套，产能配套的增加可进一步提高产品的市场占有率。

本项目总投资额 15000 万元，其中建设投资额 11800 万元，占总投资额的 78.67%；铺地流动资金 3200 万元，占总投资额的 21.33%。项目计划建设周期为 24 个月，建成后年均销售收入 6.95 亿元，年均总成本 6.19 亿元，年均税后利润 3867 万元，项目全部投资内部收益率为 23.85%，全部投资回收期 5.59 年。

表 6 年增 890 万套产能建设方案

序号	产品品种	产能（万套/年）		
		本次增加	改造前	改造后总量
1	翅片式蒸发器	180	165	345
2	丝管式蒸发器	250	350	600
3	丝管式冷凝器	150	155	305
4	粘结式蒸发器	140	315	455
5	空调两器	170	290	460
6	板管式蒸发器	0	160	160
7	吹胀式蒸发器	0	365	365
	合计	890	1,800	2,690

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

年产 3 万吨铝箔项目

铝箔是蒸发器和冷凝器的主要原材料之一，空调用铝箔是国内铝箔需求量最大的品种。2007-2009 年铝箔占公司生产成本的比重分别为 11.16%、11.03%和 7.36%。其中公司铝箔用量中 90%左右用于空调两器的生产，其余 10%左右用于冰箱两器的生产。

目前公司铝箔原料均为外购，本项目 2010 年的产量将达到 2.7 万吨左右，2011 年完全达产后，产量为 3 万吨，届时自给率有望达 23%。本项目建设周期为 24 个月，项目建成后将改变公司所需原材料完全依靠市场采购的局面，自产比外购的加工费可节省 1900 元/吨。

表 7 年产 3 万吨铝箔项目建设方案

产品名称	合金牌号及状态	规格范围（mm）	年产量（t）
铝箔	1×××、8×××、3×××系列、 H××、O	0.08-0.20×100-1200	30,000

数据来源：公司资料，湘财证券研究所

随着公司两器产能的扩张，对原材料铝箔的需求将进一步增加，本项目的建成投产可以保证公司原材料供应，降低公司产品成本，满足公司未来发展需要，提高公司产品竞争力。

盈利预测与估值

我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.60 元、0.75 元和 0.90 元，我们认为公司的合理估值区间为 15.6-17.4 元。

我们的核心假设

我们的假设是基于 2010 年国外经济逐渐复苏, 外围市场消费不断提振, 下游冰箱、空调市场稳定发展, 国内市场不出现大幅波动的情况下, 公司的蒸发器和冷凝器业务将能实现稳定增长。

表 8 相关假设

项目	业务	2010E	2011E	2012E
营业收入增速	冰箱两器	12%	15%	20%
	空调两器	48%	44%	44%
毛利率	冰箱两器	17.5%	17.8%	18.0%
	空调两器	13.0%	13.1%	13.2%
净利润增速		37.2%	24.8%	19.1%

数据来源: 湘财证券研究所

估值分析

我们选择家电板块中 10 家涉及冰箱和空调业务的公司作为可比公司, 综合这 10 家上市公司的估值水平, 2010 年 10 家公司的平均 PE 为 26.82 倍, 参照可比公司平均 PE 水平, 我们认为公司的合理估值水平应为 26-29 倍, 合理价值区间为 15.6-17.4 元。

表 9 可比上市公司估值表

证券代码	证券简称	最新价	EPS			PE		
			2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
000521.SZ	美菱电器	10.62	0.73	0.45	0.57	14.58	23.44	18.60
000921.SZ	ST 科龙	6.61	0.15	0.16	0.24	43.66	41.31	27.54
600336.SH	澳柯玛	7.88	0.15	0.45	0.60	52.53	17.51	13.14
600619.SH	海立股份	8.39	0.11	0.24	0.28	76.27	35.42	30.35
000527.SZ	美的电器	16.54	0.97	1.17	1.38	17.05	14.11	11.99
000651.SZ	格力电器	19.74	1.55	1.83	2.11	12.74	10.81	9.38
600690.SH	青岛海尔	17.12	0.86	1.17	1.43	19.93	14.64	12.00
000404.SZ	华意压缩	10.80	0.27	0.28	0.34	40.18	39.27	31.87
002290.SZ	禾盛新材	25.35	1.12	0.74	1.08	22.63	34.06	23.55
002366.SZ	丹甫股份	20.39	0.75	0.56	0.69	27.19	36.68	29.59
002011.SZ	盾安环境	21.05	0.48	0.62	0.81	43.95	33.77	26.11
002050.SZ	三花股份	24.26	0.90	1.17	1.43	26.96	20.79	16.96
均值						33.14	26.82	20.92

数据来源: 湘财证券研究所

风险因素

原材料价格剧烈波动的风险; 冰箱空调增长预期的风险;

投资活动现金流	-67	0	0	0	总资产周转率	1.27	1.27	1.41	1.47
资本支出	75	0	0	0	应收账款周转率	6	6	6	6
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	6.96	6.28	7.88	8.57
其他投资现金流	8	0	0	0	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-63	45	-5	10	每股收益(最新摊薄)	0.44	0.60	0.75	0.90
短期借款	-62	41	-9	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.52	-0.57	0.69	0.96
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.39	3.00	3.75	4.64
普通股增加	0	37	0	0					
资本公积增加	14	-37	0	0					
其他筹资现金流	-16	4	4	10					
现金净增加额	93	-39	96	150					

湘财证券投资评级体系

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%以上；

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。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，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。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。