

2010年5月12日

常发股份 (002413)

国内空调冰箱两器行业的领跑者

投资要点:

■ **专业空调冰箱两器供应商。**公司主营业务为冰箱、空调用蒸发器及冷凝器的生产和销售,公司两器产品已形成7大系列1,300多个品种,生产能力达2,185万套/年。公司本次发行前总股本为11,000万股,本次拟向社会公众发行股份不超过3,700万股,发行后公司总股本不超过14,700万股。

■ **“两器”产品应用发展前景广阔。**国内换热器行业进入繁荣发展阶段,近年来绿色环保、高效节能已成为行业发展的重要主题,越来越多的领域开始对制冷类产品产生需求,可以预期未来蒸发器、冷凝器将具有广阔的应用发展前景。

■ **公司行业龙头地位。**09年底,国内生产冰箱、空调用蒸发器、冷凝器的大、中型企业为10家左右,其他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09年销售额作为衡量标准,公司位于第一阵营。

■ **募投项目。**两器生产线扩能改造项目达产后将增加年产能890万套,年产3万吨铝箔项目达产后用于自用可节省加工费约1,900元/吨。

■ **盈利预测。**按发行后股本计算,公司10—12年的EPS为0.55元,0.78元和1.00元。募投资金用于拓宽公司产业链,既可以缓解公司产能瓶颈,也有利于巩固公司的市场竞争力,但鉴于目前的市场环境,新股上市溢价区间有所缩减,参照可比公司的估值水平,我们预计公司合理申购价为15.95—18.7元,对应的PE为29-34倍。

✍ 李寅康 S0600209100122
 ✍ 葛帮亮 S0600109090895
 ☎ 0512-62938650
 ✉ gcbangliang@hotmail.com.cn

发行概况

发行量(万股)	3700
总股本(万股)	14700
净资产收益率(%)	18.35
资产负债率(%)	60.16

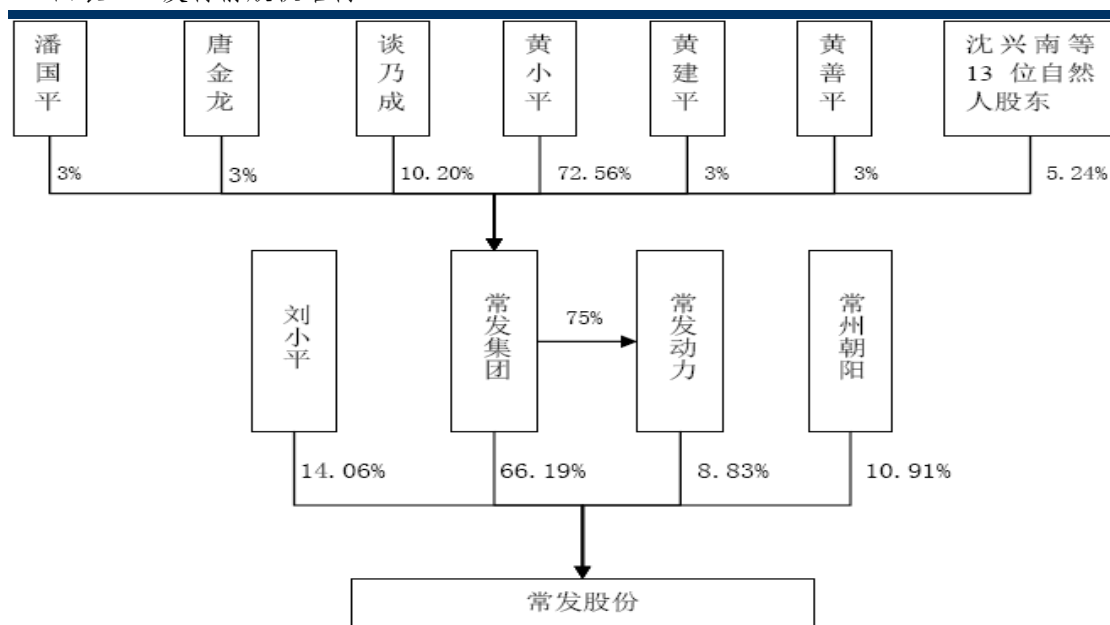
单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	966.06	1313.84	1642.30	1970.76
增长率(%)	-8.06%	36.00%	25.00%	20.00%
归属母公司股东净利润	64.56	85.07	114.80	147.29
增长率(%)	73.76%	31.76%	34.95%	28.30%
每股收益(EPS)	0.587	0.773	1.044	1.339
销售毛利率	15.79%	14.50%	15.00%	15.50%

1. 公司简介

公司是经江苏省人民政府批准，由江苏常发实业集团有限公司、常州常发动力机械有限公司、上海西凌投资管理有限公司、江苏常力电器有限公司和常州新区海东灯饰有限公司共同于 2002 年 12 月 11 日发起设立的股份有限公司，目前公司注册资本为 11,000 万元。公司主营业务为冰箱、空调用蒸发器及冷凝器的生产和销售，公司两器产品已形成 7 大系列 1,300 多个品种，生产能力达 2,185 万套/年。

公司本次发行前总股本为 11,000 万股，本次拟向社会公众发行股份不超过 3,700 万股，发行后公司总股本不超过 14,700 万股。

图表 1 发行前股权结构



资料来源：公司招股说明书

图表 2 发行前后股本变化

股东名称	发行前		发行后	
	持股数额(股)	占总股本比例	持股数额(股)	占总股本比例
一、有限售条件流通股	110,000,000	100%	110,000,000	74.83%
常发集团	72,814,300	66.19%	72,814,300	49.53%
刘小平	15,468,100	14.06%	15,468,100	10.52%
常州朝阳	12,000,000	10.91%	12,000,000	8.16%
常发动力	9,717,600	8.83%	9,717,600	6.61%
二、本次发行流通股	—		37,000,000	25.17%
合计	110,000,000	100%	147,000,000	100%

资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

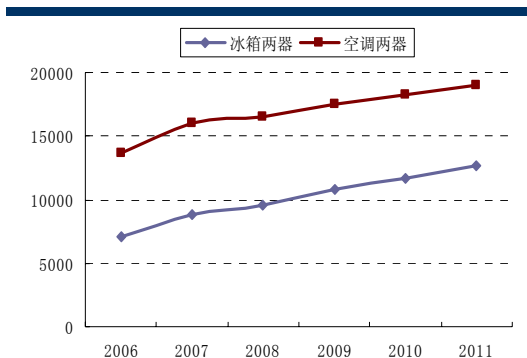
2. 行业发展情况

2.1. “两器”产品应用发展前景广阔

21 世纪以来,我国逐步成为世界冰箱、空调的主要生产基地,国内换热器行业进入繁荣发展阶段,产品生产技术与工艺不断创新与改进。近年来,绿色环保、高效节能已成为行业发展的重要主题,要求换热器结构功能设计上要满足冰箱变频、保鲜的要求,材料上要实现铜质材料向钢质材料或铝质材料的替换、厚实材料向薄材料的替换,并且要符合欧盟 RoHS 指令要求。

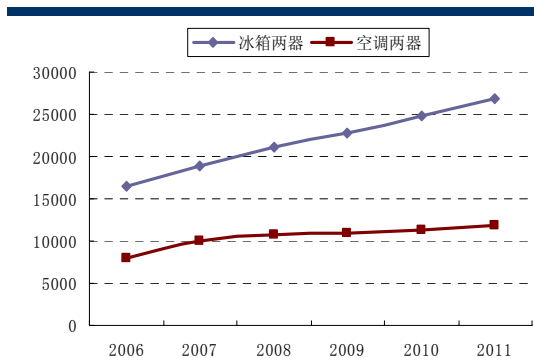
随着越来越多的领域开始对制冷类产品产生需求,蒸发器、冷凝器已被广泛地应用于更多不同的领域,如太阳能设施、汽车制冷设施以及船用制冷设施等。随着现代两器的产品结构、功能设计、材料替代及生产工艺的日新月异,可以预期未来蒸发器、冷凝器将具有广阔的应用发展前景。

图表 3 国内两器需求量 (万套)



资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

图表 4 国外两器需求量 (万套)



资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

2.2. 公司所处的行业地位

截至 2009 年底,国内生产冰箱、空调用蒸发器、冷凝器的大、中型企业为 10 家左右,其他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。以年销售额作为衡量标准,公司位于第一阵营。

图表 5 2009 年国内两器市场销售额定位表

类型	标准 (年销售额)	公司
第一阵营	不低于5亿元	常发股份、河南科隆、浙江康盛
第二阵营	1-5亿元之间	常州蒸发器厂、常州丰润、苏州柳原
第三阵营	低于1亿元	常州永杰、合肥长城、泰州信成、滁州振华等

资料来源: 公司招股说明书, 东吴证券研究所

公司系一家专业从事冰箱、空调用蒸发器和冷凝器的生产、加工和销售的企业。目前公司两器产品已形成 7 大系列 1,300 多个品种，主要客户为三星、海尔、美的、BSH（西门子）、LG、海信、松下、三洋等国内外知名家电制造企业，公司 2006 年、2007 年和 2008 年生产的“常发”牌蒸发器和冷凝器的国内市场占有率分别达到 13.30%、16.50%和 13.80%，连续三年国内市场占有率排名第一。

公司的两器产品已远销澳大利亚、意大利等 23 个国家和地区，出口创汇额逐年增长，充分展示了公司产品的国际竞争力和国际影响力。海关数据显示，公司两器出口额排名国内行业第一。

图表 6 主要竞争对手情况

单位名称	2008 年度		2007 年度		2006 年度	
	销售收入 (万元)	排 名	销售收入 (万元)	排 名	销售收入 (万元)	排 名
常发股份	100046	1	118355	1	79076	1
浙江康盛股份有限公司	64372	2	55213	2	44000	2
河南新乡科隆电器股份有限公司	56000	3	70000	3	40000	3
常州市常蒸蒸发有限公司	28000	4	58080	4	32000	4

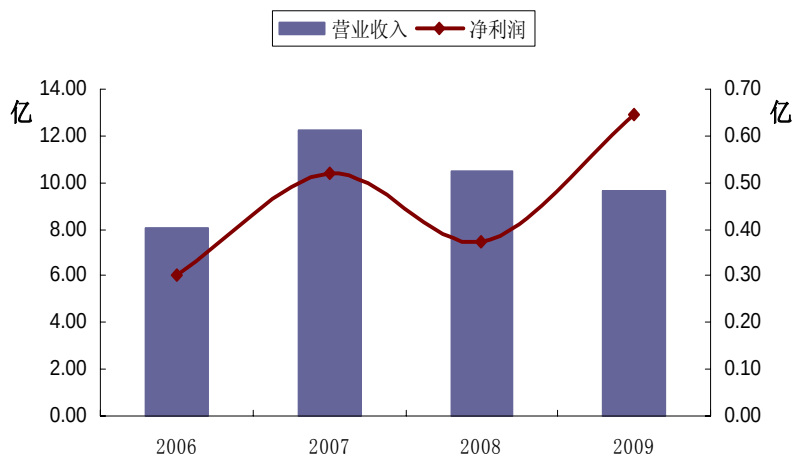
资料来源：中国家用电器协会，东吴证券研究所

3. 公司主营业务分析

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，蒸发器是吸收热量的部件，冷凝器是释放热量的部件。

2008 年受金融危机影响，营业收入较 2007 年下降 14.30%，2009 年公司经营情况已有明显好转，2009 年度营业利润为 8,632.67 万元，较 2008 年增长 76.58%，2009 年营业收入低于 2008 年度的主要原因为产品结构调整以及原材料价格下降，产品平均价格有所下调。公司营业收入构成较稳定，主营业务突出，其中 2007—2009 年主营业务收入占营业收入比重达分别为 96.53%、95.21%以及 89.26%。

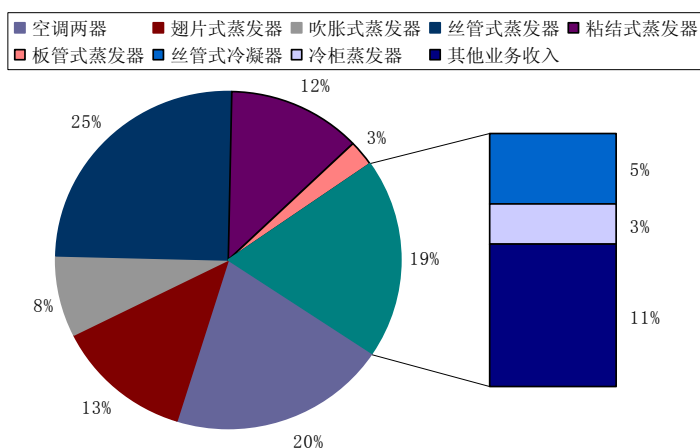
图表 7 公司近年营业收入和净利润情况



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2009 年公司营业收入主要来源于空调两器、翅片式蒸发器、丝管式蒸发器以及粘结式蒸发器，合计占主营业务收入比重为 78.93%。2009 年翅片式蒸发器、丝管式蒸发器和丝管式冷凝器的销售收入增速较为明显，尤其是丝管式蒸发器营业收入同比增长 32.41%。

图表 8 2009 年公司营业收入构成

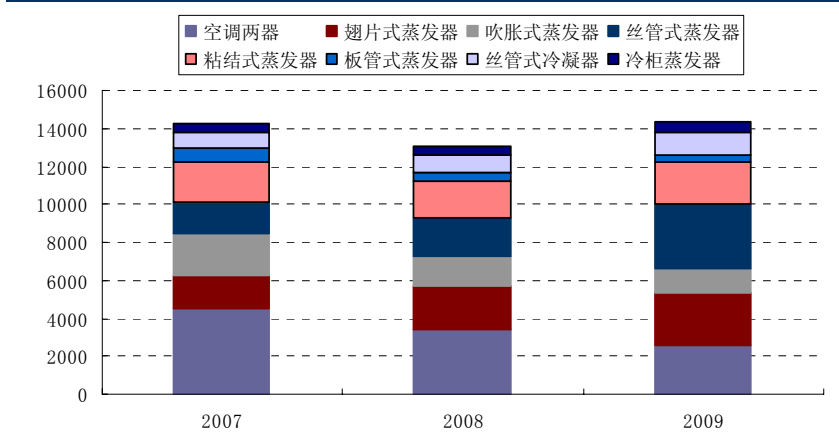


资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

2007、2008 年，公司主要毛利来源为空调两器销售形成的收入，2008 年度空调两器销售毛利占当年总销售毛利的 26.18%，同时翅片式蒸发器以及丝管式蒸发器销售毛利所占比例较 2007 年均有所提高，2009 年度翅片式蒸发器、丝管式蒸发器以及粘结式蒸发器销售毛利分别占当期总销售毛利的 19.35%、23.97%以及 15.05%。随着公司生产、销售规模的扩大，

客户服务个性化的提高，产品结构也将进一步优化，公司主营业务利润来源将更加均衡。

图表 9 公司产品毛利率水平较为稳定

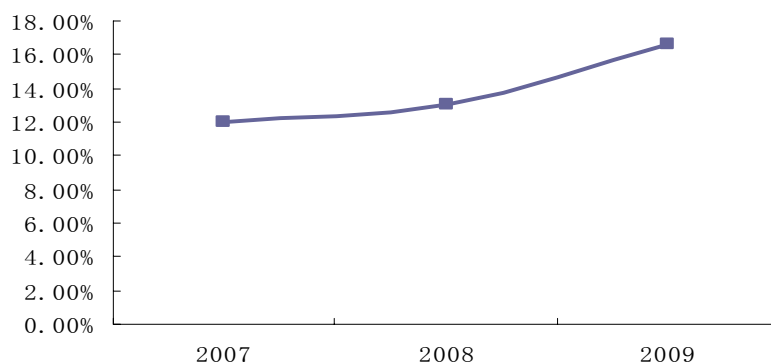


资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

报告期内，在原材料价格剧烈波动以及人工成本不断提高的情况下，公司通过加强市场与产品拓展开发、加强原材料价格波动风险控制、不断改善产品成本费用控制保证了产品的盈利水平。公司在保证成本控制的同时，产品的销售收入也得到较大提高，且销售收入增长速度高于成本的增长速度，因此，公司近年的综合毛利率水平呈现出逐步稳定增长态势，公司已具备较强的综合竞争优势和规模化效应。

随着公司本次募集资金项目的实施，公司翅片式蒸发器、丝管式蒸发器和冷凝器生产产能得到较大提高，公司的产品结构将进一步得到优化，加上公司对一些高附加值产品的开发，公司产品结构的调整符合市场需求的变化，产品市场前景良好，毛利率水平将会得到较大的提高。

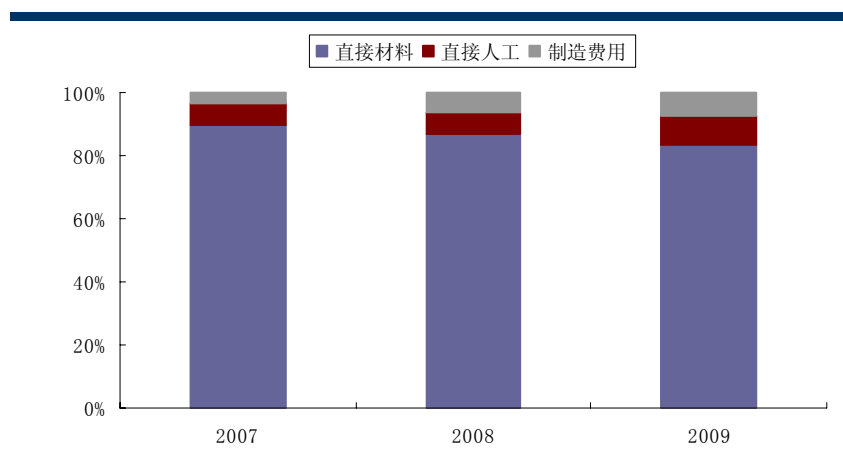
图表 10 综合毛利率水平变动分析



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

公司两器产品售价的确定方式为成本加成（即：销售价格=原材料成本+生产费用+相关税费+合理利润），公司原材料成本占总生产成本的80%以上，铜管、铝材作为主要原材料占产品生产成本的40-60%，同时生产费用、相关税费以及合理利润相对固定，因此铜、铝制品的价格波动将直接影响产品售价，对公司的生产经营也会产生一定的影响，但公司通过双经销采购、通过期货交易锁定原材料价格以及自主采购原材料等方式确定主要原材料的成本，可以有效化解原材料的价格波动风险，因此，总的来说，原材料价格波动对公司影响幅度有限。

图表 11 产品生产成本构成



资料来源：公司招股说明书，东吴证券研究所

4. 募投项目分析

目前公司既存在部分产品产能不足又存在产品结构不合理的问题，两器生产线扩能改造项目达产后将增加年产能890万套，可以有效突破公司的产能瓶颈，进一步提高产品市场占有率，巩固公司两器行业的龙头地位。

通过年产3万吨铝箔项目的实施，充分利用公司现有的技术和人才等方面优势，使公司生产成本大大降低，铝箔项目达产后用于自用可节省加工费约1,900元/吨，增加税后利润约为3,518.4万元。铝箔项目达产后如全部对外销售，则该项目可为公司每年新增净利润3,518.4万元，所以铝箔项目达产后自用配套与外销的比例对该项目的效益没有实质影响，因此，该项目的实施有利于提高公司综合竞争力，增强公司盈利能力。

力。

图表 12 公司募投项目

项目	投资额 (万元)	产品	原有产 能 (万套)	新增产 能 (万套)
蒸发器、冷凝器生产线 扩能改造项目	15000	翅片式蒸发器	165	180
		丝管式蒸发器	350	250
		丝管式冷凝器	155	150
		粘结式蒸发器	315	140
		空调两器	290	170
年产 3 万吨铝箔项目	18000			3 万吨

资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

5. 盈利预测与估值

按发行后股本计算，公司 10—12 年的 EPS 为 0.55 元，0.78 元和 1.00 元。募投资金用于拓宽公司产业链，既可以缓解公司产能瓶颈，也有利于巩固公司的市场竞争力，但鉴于目前的市场环境，新股上市溢价区间有所缩减，参照可比公司的估值水平，我们预计公司合理申购价为 15.95—18.7 元，对应的 PE 为 29-34 倍。

6. 风险提示

下游行业变动的风险；原材料价格波动的风险；客户集中的风险。

附：盈利预测表

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1226.10	1050.77	966.06	1313.84	1642.30	1970.76
减：营业成本	1077.66	913.02	813.53	1123.33	1395.96	1665.29
营业税金及附加	2.69	5.30	2.19	2.98	3.72	4.47
营业费用	24.04	28.91	32.37	44.02	55.03	66.03
管理费用	25.15	28.85	23.60	32.10	40.12	48.15
财务费用	16.85	16.49	3.34	-2.02	-5.59	-9.56
资产减值损失	2.54	9.29	4.71	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	77.17	48.89	86.33	113.43	153.07	196.38
加：其他非经营损益	-2.00	1.76	1.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	75.18	50.65	88.23	113.43	153.07	196.38
减：所得税	23.08	13.49	23.66	28.36	38.27	49.10
净利润	52.10	37.16	64.56	85.07	114.80	147.29
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	52.10	37.16	64.56	85.07	114.80	147.29

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%~+5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5%~+5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码：215028

传真：（0512）62938663

公司网址：<http://www.dwjq.com.cn>