

分析师： 刘元瑞 (8621) 68751767 liuyr@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209080266

联系人： 王鹤涛 (8621) 68751767 wanght1@cjsc.com.cn

战略转移有利于精密钣金和开关产品

事件描述

9月17日，我们再次调研了江苏通润工具箱股份有限公司，与公司董秘和证代进行了深入交流，同时参观了公司专门用于生产精密钣金制品和高低压开关柜的两大厂区。

事件评论

第一，传统工具箱柜走势趋稳，产品升级和兼并同业将成主旋律

公司的募投项目在2009年底已经完全达产，供给能力应该不存在问题，因此对于工具箱柜前景的把握还应重点从需求面的订单状况入手。短期来看，鉴于美国经济前期的强劲复苏势头面临回落，海外客户基于回补库存而集中下单的需求也在逐渐消退，因此公司方面继续维持对于下半年工具箱柜业务趋稳的判断。而站在发展战略的角度，产品升级和并购同业可能会成为未来几年公司在工具箱柜业务上的重要动作。

工具箱柜价格弹性较大，公司具备较强的议价能力。由于公司产品竞争力较强，以销定产的成本加成定价模式赋予公司较强的议价能力。在2004年主要原材料钢材价格上涨幅度较大的基础上，2005年通过与客户议价适当提高了产品销售价格；2006年在钢材价格大幅下跌时，公司考虑到人民币升值因素，没有调低产品（报价单）价格；2007年和2008年由于成本上涨和出口退税下调等原因对产品进行了多次提价；2009年出口形势恶化，占公司主营业务收入63%的工具柜类产品综合售价比2008年下降约17%。总的来说，我们认为公司所采用的**成本加成定价**能够对工具箱业务的售价进行适当调整以配合销量维持15%-20%左右的毛利率水平。

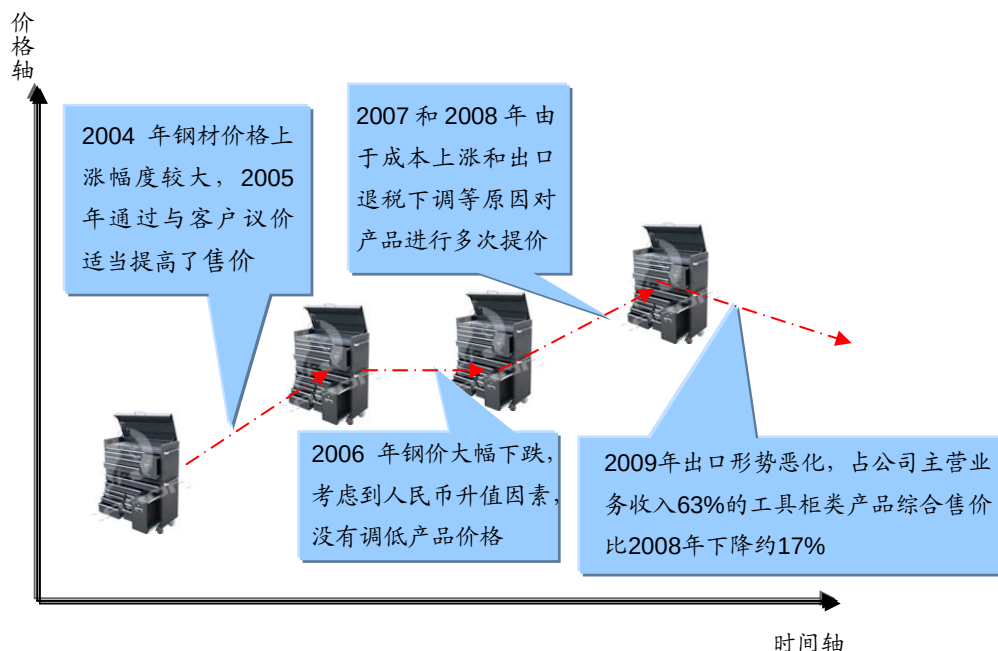
图1：公司在钢制工具箱方面的主要竞争优势在于产品设计及工艺品质

成本	S: 劳动力成本和钢价成本优势，出厂价仅为欧美终端价格的20%-30%	S: 设计理念、设计能力和工艺设备业内领先	技术
	W: 用工成本有所上升、出口退税率下调明显、人民币不断升值	W: ODM与OBM相比仍有上升空间	
规模	S: 产销规模居于国内首位，在国际市场也具备一定的市场影响力	S: 以ODM方式与国际主要生产商以及经销商形成良好协作关系	品牌与渠道
	W: 产量与国际几大著名制造商相比尚有一定差距	W: 国际上无自主品牌，销售渠道仰赖下游生产商和经销商（中间贸易商）	

资料来源：公司资料，长江证券研究部

实际上，公司传统的工具箱柜的主要优势是业内领先的产品设计能力+工艺品质等级结合+在国内先发的规模优势。这些也正是中国民营企业竞争力形成的核心因素，也是我们认为公司工具箱柜业务可以保持稳定的主要依据。

图 2：工具箱柜价格弹性较大，公司具备较强的议价能力



资料来源：公司招股意向书，长江证券研究部

工具箱柜产能无忧，静待释放。截止 2009 年底公司累计使用募集资金 19,691.56 万元，节余募集资金 3,455.55 万元（含利息净收入 463.97 万元），完成了四个募投项目的建设。而这四个募投项目中有 2 个专门用于工具箱柜的改造升级，占用募集资金的比例为 63.4%。按照公司的计划，未来三年工具箱柜的达产率为第一年 60%，之后顺次每年递增 20%，到第三年达到 100%。因此，如果我们假定未来 3-5 年内公司的订单能够像正常年份一样保持稳定，则公司预计今年的营业收入可达 6 亿左右，2015 年的收入将增至 10 亿。

表 1：募集资金投资项目规模及使用计划（单位：万元）

项目	名称	总投资	第一年	第二年
1	扩大工具箱柜及薄板制品生产能力技术改造项目	2,998.63	1,083.53	1,915.10
2	高档工具箱柜项目	9,043.85	3,365.59	5,678.26
3	不锈钢工具箱柜及薄板制品项目	5,115.15	1,861.18	3,253.97
4	技术中心技术改造项目	1,827.08	1,319.13	507.95
	总计	18,984.71	7,629.43	11,355.28

资料来源：公司招股意向书，长江证券研究部

ODM 模式可持续并能复制到公司的各种产品线中。通过参观公司的工具箱柜陈列馆，我们观察到公司的产品可谓种类繁多、用途广泛、层次复杂，而大多数产品都是以 ODM 的生产模式批量制造，而 ODM 的可持续并能顺利移植复制到各项业务中也正是公司能够攫取高额利润的关键。结合 ODM 模式所适用的产品生产和下游开发等方面的特点，我们将 ODM 模式的可持续性和可复制性的原因归结如下：

- **生产模式类似。**公司的工具箱柜品类繁多、层次丰富，但区别主要在于最终用途不同所导致的在流水线末端的差异，由于前期相似，因此业已形成的设计元素和工艺品质可以移植到不同种类的其他产品中。
- **客户壁垒。**客户对于产品风格的认同是 ODM 厂家获得持久合作关系的基石，通润经过多年的积累，已经锁定了

较为稳固的客户群，公司自 2004 年起前五大客户销售收入占比一直维持在五成左右。

- **规模优势。**类似工具箱柜这样的贴牌产品本身出厂价格就相对偏低，因此利润的来源在于订单的数量。在集中度不高的中高端工具箱柜行业，通润 25% 的出口份额能够分享大部分行业利润。
- **持续的研发能力。**产品更新换代较快要求公司每年在研发上给予持续的投入，尽管近两年由于产品结构上的调整占比小幅下降，但依然能维持在净利润的 10%-15% 左右；而公司所开发出的新产品数量也呈现逐年稳步上升的趋势。

表 2：公司的工具箱柜产品种类繁多

工具箱			
手提式工具箱	柜式工具箱	工作车	工作台
钢制家具			
更衣柜	分类箱	活动柜	储物柜
其他			
汽油箱	信箱	钱盒	电视机架

资料来源：公司网站，长江证券研究部

产品升级和并购同业将成为未来几年工具箱柜业务的发展方向。公司对于目前行业状况的一个总体判断是下游的需求基本到顶，因此未来同类产品的增速可能会逐步放缓直至到达一个比较稳定的区域。另一方面，先入者优势在过去 10 年已经为公司积累了较大财富，而随着工具箱柜的高毛利逐步为人所知加上国内消费结构升级将会大大拉动相关产品在国内的销售，未来将会有一大批企业涌现出来与公司争夺钢制工具箱柜的市场份额。因此公司为自身制定的两条发展战略就是一方面重点部署中高端产品的阵地并继续加大技术改造和产品升级的力度寻求产品之间的差异化，另一方面不去追求绝对量上的提升而把抢占市场份额放在首位，利用业已形成的技术优势兼并相关企业将是主要手段。

第二，高盈利汇聚高附加值，精密钣金制品前景依旧看好

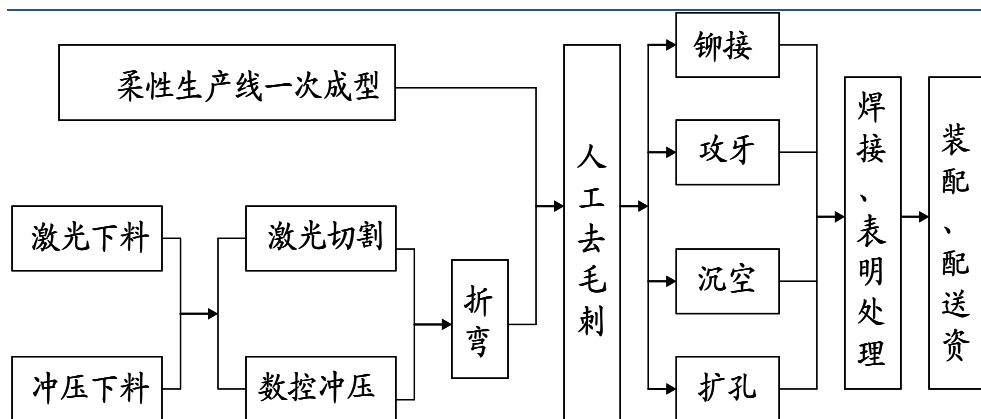
一方面市场广大、下游需求旺盛，另一方面业务运行良好、毛利稳步提升，公司将重点发展精密钣金业务，预计今年投入 4000 万元用于生产准备车间的改造和钣金制品新厂区的建设。鉴于公司在 2009 年钣金制品的收入约为 6000 万元，因此该项目达产之后将会极大提升钣金制品的产能。我们看好该项业务的前景，不过渠道拓展的问题仍亟待解决。

精密钣金制品业务将迎来大发展。公司计划在今年投入 4000 万元用于生产准备车间的改造和钣金制品新厂区的建设，其中生产车间为工具箱柜和钣金制品所共用。两者具体的占比情况暂未确定，但据我们目测后者的占地面积几乎是前者的 4 到 5 倍，因此预计将会有 3200 万到 3500 万元直接用于升级钣金制品业务。另一方面，这 4000 万元中并不包括机器设备的投入，因此可以预期配套的投入将会进一步放大原来的预算。进度顺利的话，该新厂房计划将在明年年底正式投入使用。

柔性生产线和模具生产线相得益彰，业务运转良好。通过参观公司精密钣金制品的厂区，我们了解到尽管引进了国外先进的柔性加工技术，但公司原有的模具生产线并没有被废止。这是因为柔性加工技术主要应用于多品种、多批次、小批量、非标准性及高精度的产品要求，而如果面临大批量的同质性产品订单模具生产线的加工效率显然更高。两者的配合相得益彰，不过柔性生产线的比重将会越来越大。从我们所观察到的情况来看，老厂区的生产运转状况良好，而新厂区的开工建设进度也很顺利。

旺盛的下游需求和不断加大的行业集中度使行业内企业间的直接竞争较少。全球经济一体化和国际产业转移催生大量先进制造业的配套需求，因此本行业目前面对的是一个持续扩大的下游市场，整个下游对精密制造服务的需求近年来保持了 30% 以上的增长速度，而受制于制造服务能力的限制，本行业间直接竞争相对较少。另一方面，由于发展较晚，行业洗牌尚未进行，但随着行业内领先企业整体实力不断增强，行业集中度将逐步增大。就目前来说，长三角、珠三角及环渤海区域发展明显快于其他区域，上述区域集中了全国超过 80% 的精密金属制造企业。

图 3：精密钣金通用加工流程

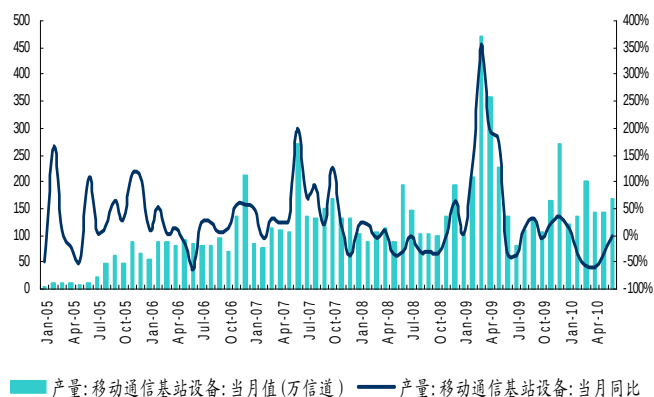


资料来源：wind，长江证券研究部

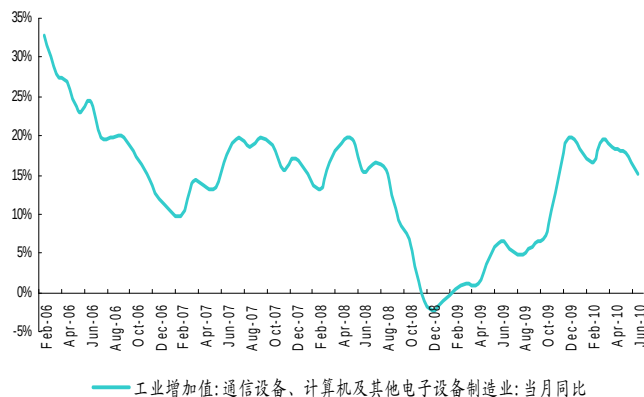
公司精密钣金业务重点布局通讯设备行业，有望依靠下游高利率分享成长。市场持续增长的需求导致本行业利润水平较高，而具体的利润水平则与本行业企业所提供的服务客户对象对产品的精密复杂程度、客户本身行业的利润率等因素息息相关。从客户所处行业角度来看，客户行业最终产品的毛利率水平较高则本行业的精密制造产品的销售毛利率也相对较高。由于 2010 年以来通信设备制造业增速维持在 15%-20% 左右，我们认为：公司精密钣金制造业务未来将会受益于其重点布局的通讯产业下游进而分享其高利润。

图 4：通信基站在经历 09 年的高速增长后趋于稳定

图 5：2010 年以来通信设备行业增速维持在 15%-20%



资料来源：Wind，长江证券研究部



资料来源：Wind，长江证券研究部

第三，高低压开关柜成为公司业绩缓冲器，电子元器件期待增长

由于销售实现的阶段性和质保金占款过大，高低压开关柜在短期内依然受到公司发展战略上的限制而难有大的作为，不过占比仅 2% 的开关产品如断路器等则因为高额的毛利率备受重视。预计长期来看开关产品是公司业绩增长的新亮点。

高低压开关柜是公司业绩缓冲器。目前看来，传统工具箱柜产品尽管仍是公司支柱，但由于工具箱柜与出口形势息息相关，业绩弹性较大，因此高低压开关柜因其特殊的销售确认模式成为公司平滑盈利波动的缓冲器。一方面，电器产品的收入占比和毛利贡献一直比较稳定，销售实现的阶段性尽管在一定程度上挤占了公司的现金流，但同时也平滑了不同时期的盈利状况；另一方面，由于公司高低压开关柜的区域性并不明显，下游客户以造纸及化工等行业的工矿企业为主，因此在一定程度上分散了公司的销售风险。我们对于公司的开关柜产品进行了实地考察，内部元器件除了通润自产的断路器外，还包括来自西门子、施耐德和 ABB 等国际输电巨头的部件。

表 3: 公司高低压开关柜的主要订单状况

客户名称	项目名称	所用产品	数量	交付时间
东莞建晖纸业	20 万吨涂布纸项目	KYN18E-12 型金属铠装抽出式开关柜	130	2002-2004 年
		MS 型低压抽出式开关柜	393	
昆明醋酸纤维有限公司	烟用过滤嘴项目	BLOKSET 型低压开关柜	155	2003 年
南京禄口国际机场		KYN18E-12 型金属铠装抽出式开关柜	89	1996-1997 年
		MS 型低压抽出式开关柜	161	
秦皇岛港	20 万吨矿石码头	KYN18E-12 型金属铠装抽出式开关柜	177	2001 年
日本住友橡胶(苏州)有限公司	子午轮胎项目	KYN76-12 型户内高压开关柜	72	2002 年
		MS 型低压抽出式开关柜	85	
镇江谏壁电厂		BLOKSET 型低压开关柜	296	2003 年
苏州体育中心		KYB18E-12 型中压开关柜	22	2002 年
日本佳能 (苏州)有限公司	高速复印机项目	GMS 型低压抽出式开关柜	155	2002 年

资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

开关产品盈利能力强大, 新厂区的建设将加速其发展。较高的毛利率促使公司未来会将更多精力放在开关产品上, 相信关于开关产能提升的问题将会被提上公司的议事日程。毕竟公司在开关产品上实际起步很早, 而且现有的两条生产线在技术上都领先于全国, 主要的难题依然在于渠道的拓展上。

表 4: 公司的电子元器件产品明细

塑料外壳断路器	TRM1 系列塑料外壳式断路器
	TRM2 系列塑料外壳式断路器
万能式断路器	TRW1 万能式断路器
	TRW2 万能式断路器
小型断路器	TRH 系列小型号断路器
户内高压真空断路器	TRVS1 户内高压真空断路器
	VTR2 户内高压真空断路器

资料来源: 公司网站, 长江证券研究部

第四, 维持“推荐”评级

鉴于公司在工具箱柜业务方面的恢复性增长及募投项目的全面达产, 我们预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.33 元、0.43 元, 维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	545	704	824	945	货币资金	125	124	170	231
营业成本	415	545	628	710	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	130	160	196	234	应收账款	105	141	169	199
% 营业收入	23.9%	22.7%	23.8%	24.8%	存货	70	92	107	120
营业税金及附加	1	1	1	1	预付账款	8	10	11	13
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	1	1	1	1
销售费用	30	39	45	52	流动资产合计	327	392	487	597
% 营业收入	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	40	49	58	66	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	2	0	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.3%	0.0%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	238	235	232	229
资产减值损失	-3	1	1	0	无形资产	52	49	47	45
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	5	0	0	0
营业利润	61	70	92	116	其他非流动资产	2	2	2	2
% 营业收入	11.2%	9.9%	11.2%	12.3%	资产总计	624	679	768	873
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	33	0	0	0
利润总额	61	70	92	116	应付款项	77	101	117	132
% 营业收入	11.3%	9.9%	11.2%	12.3%	预收账款	13	16	19	22
所得税费用	16	17	23	29	应付职工薪酬	9	12	14	16
净利润	45	52	69	87	应交税费	6	7	9	11
归属于母公司所有者的净利润	44.5	51.5	67.9	85.9	其他流动负债	40	52	61	69
少数股东损益	1	1	1	1	流动负债合计	178	188	219	249
EPS (元/股)	0.28	0.33	0.43	0.55	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	53	56	74	93	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	178	188	219	249
收回现金					归属于母公司	441	485	543	616
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	5	5	6	8
固定资产投资	-25	-17	-18	-19	股东权益	446	491	549	624
其他	-78	0	0	0	负债及股东权益	624	679	768	873
投资活动现金流净额	-103	-17	-18	-19	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	12	0	0	0	EPS	0.284	0.330	0.434	0.550
银行贷款增加 (减少)	2	-33	0	0	BVPS	4.23	4.65	3.47	3.94
筹资成本	23	-8	-10	-12	PE	46.43	40.05	30.41	24.02
其他	-47	0	0	0	PEG	1.89	1.63	1.24	0.98
筹资活动现金流净额	-9	-41	-10	-12	PB	3.12	2.84	3.80	3.35
现金净流量	-60	-1	47	61	EV/EBITDA	23.71	20.90	16.47	13.06
					ROE	10.1%	10.6%	12.5%	14.0%

分析师介绍

刘元瑞，华中科技大学财务金融硕士、经济学学士毕业，从事钢铁行业研究 3 年。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。