

2010 年 12 月 15 日

未来角色由家电转变为有色

常发股份 (002413)

评级: 增持

调研初衷: 对市场传言“常发集团下的农装业务将注入上市公司”进行核实。核实结果为该传言所述内容为子虚乌有。但根据调研信息分析, 我们得到其他分析结果。

投资要点:

■ **公司主营及业绩概况:** 公司主营冰箱和空调的蒸发器和冷凝器的制造和销售, 市场份额居业内第一, 国内市场占有率约为14%。冰箱两器种类繁多且生产线不能共用, 因此尽管冰箱两器生产线所需投资规模较空调小, 但绝大部分整机厂都选择外包。而空调两器虽然所需投资规模大, 但品种单一且淡旺季节性明显, 因此整机厂选择自建产能内部自供的比重较大, 目前只有小部分通过外协。常发股份前三季度收入11.8 亿元, 同比增长61%; 其中空调两器收入约占25%。前三季度实现归属母公司净利润6912 万元, 同比增长44%。公司预计全年净利润增速在30%左右。

■ **公司股票发行募集资金投资及超募资金投资主要集中在产业链上游的金属原材料加工。**公司募投项目为蒸发器和冷凝器的产能扩建项目和3万吨铝箔产能建设项目。10月份, 公司再次公告, 利用超募资金和部分自有资金投资建设4万吨铝板和3万吨铝箔产能项目及3万吨铜管项目。其中1万吨铝箔、2万吨铝板和1万吨铜管将自身消化, 理论上自产比外购节约成本1900元/吨。其余铜铝制品将外销, 保守估计2013年可实现金属销售36亿元。

■ **投资原材料争取成本优势和更多市场份额。**常发股份的两器产品中空调两器较为薄弱, 且目前由于两器制造设备国产化率的提高, 制造门槛降低, 竞争对手日益增多。公司的市场份额略有下滑趋势, 且空调两器的低毛利率迫使公司在空调两器上难以掌握定价权。公司主营往产业链上游延伸, 以成本优势换取更多的市场份额, 同时增加其他项目收入, 抵抗风险。铜铝制品加工具有投资瓶颈, 且净利润率很低, 只有4%左右, 一般企业不会轻易介入。公司借助资本市场优势, 大胆介入, 以保护传统主营的发展。

■ **家电市场将受益于消费升级和节能减排运动。**受益于家电下乡政策和家电消费升级, 预计空调冰箱两器国内市场可保持20%以上的增速。且受益于节能减排要求, 变频空调得到市场提倡。变频空调的蒸发器使用量是普通空调的两倍, 这一技术变化也将刺激空调两器的需求。同时全球经济回暖, 两器的出口也在逐步增加。

■ **2013年公司铜、铝制品销售将超36亿元, 占比超过家电配件销售。**金属制品产能将在2012年底全部达产, 剔除有色金属价格波动因素, 若以现价估算, 公司2013年有色销售将超36亿元, 占比将超过家电配件。公司的行业分类将变成有色, 享受有色行业估值优势。

盈利预测

由于公司的财务统计特点, 未来将一部分自我消化的原材料产出计为销售收入, 我们预计公司 2010-2012 的销售收入分别为 16.9 亿元、23.3 亿元和 41.3 亿元; 实现每股摊薄收益分别为 0.68 元、0.92 元和 1.13 元。

分析师 黄海方

执业证书 S0600209060100

编号

联系电话 0512-62938651

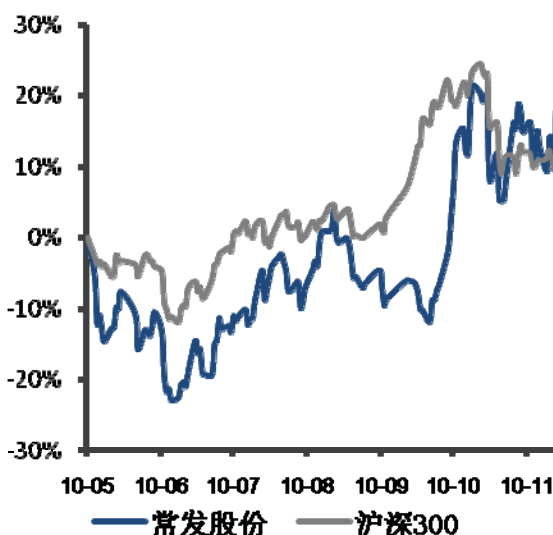
邮箱 huanghf@gsjq.com.cn

联系人 李雅娜

联系电话 021-63122950

邮箱 liyn@gsjq.com.cn

常发股份与沪深 300 指数走势比较图



市场数据 2010 年 12 月 15 日

总股本 (万股)	14700
流通股 (万股)	3700
收盘价 (元)	25.03
上市后换手率 (%)	1140

财务数据 2010Q3

主营收入 (亿元)	11.8
净利润 (亿元)	0.6912
摊薄每股收益 (元)	0.47

公司的投资情况

■ 募投项目之一：投资蒸发器、冷凝器生产线技改项目，项目达产后增加两器产能 890 万套。总投资 15000 万元。

■ 募投项目之二：投资年产 3 万吨铝箔项目，总投资额 18000 万元。

■ 投资新建铝箔二期项目（年产 30000 吨铝箔、40000 吨铝板项目），项目总投资 29158 万元，其中项目建设投资 25,078 万元、铺底流动资金 4,080 万元，拟使用超募资金 23,000 万元，其余资金自筹。

■ 投资新建年产 30000 吨高性能精密铜管项目，总投资为 39830 万元，其中项目固定资产投资 29170 万元，流动资金为 10660 万元。董事会同意该项目分三期实施，先实施该项目的一期工程（年产 10000 吨、投资 8500 万元），该项目二期、三期工程根据一期工程盈利情况决定投资进度。

假设铜管一期项目收益良好，二三期项目跟进，2012 年底，铜管二三期项目达产。则常发股份未来产能如下：

表 1：常发股份各项主要未来产能一览

	上市前产能	募投增加产能及达产期	超募集资金再投资增加产能及达产期	自用产能	外销产能	平均售价（每套、每吨，2010 年底市场均价） 空调两器普通型售价 166 元，冰箱两器售价 39.5 元
空调、冰箱两器	2185 万套	890 万套，2011 年底			3075 万套	
铝箔	0	3 万吨，2011 年 2 月	3 万吨，2011 年底	1 万吨	5 万吨	18000
铝板	0	0	4 万吨，2011 年底	2 万吨	2 万吨	17000
铜管	0	0	1 万吨，2011 年底 2 万吨，2012 年底	1 万吨	0 2 万吨	62500 62500

资料来源：东吴证券研究所

注：空调及冰箱两器的价格是参考招股书中 2009 年的价格，再用铜铝价格变动修正的结果。铜铝制品售价已经扣除增值税。

收入预测假设条件

■ 统计方式：公司 2010 年上半年报告中显示金属制品收入 1.05 亿元，但文中注明外销实际为 2398 万元。公司在统计方式上把内销部分也归入销售收入。但对内销售部分的毛利率计算为零，财报显示的毛利率为内外销的加权平均毛利率。我们在做后续收入预测时也沿用这一方法。

■ 原材料自产所带来的成本优势将有一部分让利给客户，所以两器的毛利率并

没有因为原材料自产而提高很多，这里采用的是利益共享原则。即假设节约的成本有一半让利给客户。

■ 假设铜铝相应制品价格未来三年不变，计算方式以 2010 年底的市场价格为准。

■ 假设公司原来薄弱的空调两器由于成本优势及产能释放而占比上升。具体比例参考公司历史水平后综合竞争优势进行修正。

■ 假设公司未来三年无重大事件发生，业务发展良好。

表 2：收入预测表

	2010 中报	2010E	2011E	2012E	2013E
营业收入	77,223.46	168,780.00	233,000.00	412,709.50	600,209.50
空调两器(万元)	19,262.44	39,500.00	83,000.00	127,612.50	127,612.50
冰箱两器(万元)	39,386.09	80,580.00	79,000.00	91,097.00	91,097.00
铝箔(板)、铜管(万元)	10,499.93	32,700.00	54,000.00	176,000.00	363,500.00
其他(万元)	8,075.00	16,000.00	17,000.00	18,000.00	18,000.00
毛利率	13.88%	14.05%	13.77%	11.56%	9.91%
空调两器	13.19%	13.70%	14.20%	14.20%	14.20%
冰箱两器	18.08%	18.50%	19.00%	19.00%	19.50%
铝箔(板)、铜管	0.85%	4.50%	6.00%	5.76%	5.89%
其他	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%	12.00%
收入构成					
空调两器	24.94%	23.40%	35.62%	30.92%	21.26%
冰箱两器	51.00%	47.74%	33.91%	22.07%	15.18%
铝箔(板)	13.60%	19.37%	23.18%	42.65%	60.56%
其他	10.46%	9.48%	7.30%	4.36%	3.00%

资料来源：东吴证券研究所

附：财务三大表

财务数据表

单位: 百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	966.06	1687.80	2330.00	4127.09
增长率 (%)	-8.06%	74.71%	38.05%	77.13%
归属母公司股东净利润	64.56	100.08	134.49	165.74
增长率 (%)	73.76%	55.01%	34.38%	23.24%
每股收益 (EPS 摊薄)	0.439	0.681	0.915	1.128
每股股利 (DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	1.545	-0.244	1.338	-2.342
销售毛利率	15.79%	14.05%	13.77%	11.56%
销售净利率	6.68%	5.93%	5.77%	4.02%
净资产收益率 (ROE)	18.35%	9.13%	10.92%	11.86%
投入资本回报率 (ROIC)	23.11%	49.46%	13.88%	17.93%
市盈率 (P/E)	56.99	36.76	27.36	22.20
市净率 (P/B)	10.45	3.35	2.99	2.63
股息率 (分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000
三费/销售收入	6.14%	5.41%	5.28%	5.38%
EBIT/销售收入	9.14%	7.67%	7.43%	5.43%
EBITDA/销售收入	11.23%	13.82%	12.17%	8.58%
ROA	10.00%	7.42%	8.65%	8.07%
销售收入增长率	-8.06%	74.71%	38.05%	77.13%
EBIT 增长率	55.02%	46.55%	33.78%	29.53%
EBITDA 增长率	38.85%	115.15%	21.52%	24.83%
净利润增长率	73.76%	55.01%	34.38%	23.24%
总资产增长率	41.74%	97.57%	14.68%	38.93%
股东权益增长率	28.76%	211.64%	12.26%	13.46%
经营营运资本增长率	-547.96%	174.48%	55.66%	410.50%
资产负债率	60.16%	37.16%	38.48%	49.76%
投资资本/总资产	22.22%	53.60%	46.89%	60.27%
带息债务/总负债	3.41%	0.00%	0.00%	20.15%
流动比率	1.02	1.41	1.60	1.41
速动比率	0.81	1.04	1.23	0.99
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
总资产周转率	1.09	0.97	1.16	1.48
固定资产周转率	5.95	2.16	3.19	5.21
应收账款周转率	4.24	4.12	4.46	3.66
存货周转率	7.02	6.10	7.08	6.35
EBIT	88.31	129.42	173.14	224.27
EBITDA	108.45	233.33	283.55	353.94
NOPLAT	63.20	97.07	129.85	168.20
EV/EBITDA	23.95	15.08	11.94	11.18
EV/NOPLAT	41.10	36.24	26.08	23.53
EV/IC	13.24	3.76	3.61	2.36
ROIC-WACC	15.78%	38.04%	2.46%	7.88%
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000

报表预测盈利预测表

利润表	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	966.06	1687.80	2330.00	4127.09
减: 营业成本	813.53	1450.66	2009.16	3650.00
营业税金及附加	2.19	5.35	7.39	13.08
营业费用	32.37	54.85	75.73	132.07
管理费用	23.60	37.13	51.26	82.54
财务费用	3.34	-0.64	-3.85	7.41
资产减值损失	4.71	7.00	11.00	21.00
加: 投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	86.33	133.44	179.32	220.99
加: 其他非经营损益	1.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	88.23	133.44	179.32	220.99
减: 所得税	23.66	33.36	44.83	55.25
净利润	64.56	100.08	134.49	165.74
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	64.56	100.08	134.49	165.74
资产负债表	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	183.49	178.26	316.17	41.27
应收和预付款项	244.36	499.22	627.62	1334.86
存货	115.83	237.99	283.87	574.95
其他流动资产	0.10	1.10	1.50	1.80
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	284.01	780.10	730.69	791.68
无形资产和开发支出	52.86	47.20	41.54	35.88
其他非流动资产	2.68	1.34	0.00	0.00
资产总计	883.33	1745.21	2001.39	2780.45
短期借款	18.14	0.00	0.00	278.73
应付和预收款项	508.02	640.06	758.15	1084.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	5.24	8.40	12.00	20.00
负债合计	531.40	648.46	770.15	1383.46
股本	110.00	147.00	147.00	147.00
资本公积	49.69	657.43	657.43	657.43
留存收益	192.24	292.32	426.81	592.56
归属母公司股东权益	351.93	1096.75	1231.24	1396.99
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	351.93	1096.75	1231.24	1396.99
负债和股东权益合计	883.33	1745.21	2001.39	2780.45
现金流量表	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	227.18	-35.85	196.73	-344.35
投资性现金净流量	-66.69	-600.00	-65.00	-206.00
筹资性现金净流量	-63.37	630.62	6.18	275.45
现金流量净额	96.74	-5.23	137.91	-274.90

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股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。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>