

分析师： 陈志坚

执业证书编号： S0490208040136

联系人： 杨靖凤 (8621) 68751711 xuchun1987@gmail.com

布局家电产业基地，挺进汽车模具领域

事件描述

毅昌股份今日发布了包括设立安徽设计谷科技有限公司、芜湖毅昌科技有限公司以及对子公司沈阳毅昌科技有限公司增资在内的多项公告，其主要内容有：

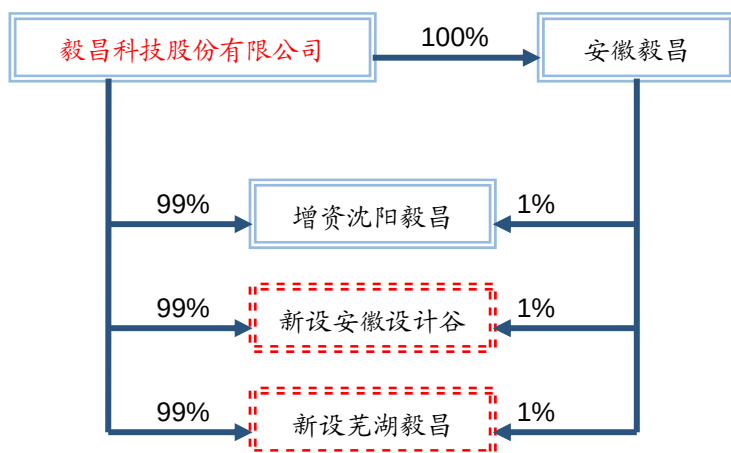
- 公司拟与全资子公司安徽毅昌科技有限公司共同出资 1000 万元，其中毅昌股份出资 990 万元、安徽毅昌出资 10 万元，设立安徽设计谷科技有限公司，以进一步提升公司在家电、汽车等行业的设计服务能力；
- 同时公司拟与安徽毅昌共同出资 5000 万元，其中公司出资 4950 万元、安徽毅昌出资 50 万元，设立芜湖毅昌科技有限公司，使得公司业务逐步向汽车领域拓展；
- 除此之外，公司还发布公告称，公司拟对沈阳毅昌科技有限公司增资 3000 万元，以改善公司的资产结构，提升公司的市场竞争能力。

事件评论

第一、工业设计能力明显提升，向家电产业基地进军

公司于今日发布公告称拟与全资子公司安徽毅昌科技有限公司共同出资 1000 万元，其中毅昌股份出资 990 万元、安徽毅昌出资 10 万元，设立安徽设计谷科技有限公司，以进一步提升公司在家电、汽车等行业的设计服务能力。

图 1：公司本次资产运作股权结构图总览



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司作为一家运用 DMS 经营模式、以工业设计为核心的专业家电模具制造商，其卓越的设计能力是公司区别于其他

模具制造商的主要特征，也是公司 DMS 经营模式的基础，我们认为公司设立安徽设计谷科技有限公司，主要受益于以下几个方面：

首先，设立安徽设计谷可以明显提升公司的工业模具设计能力，为公司逐步向白电、汽车等多领域扩张奠定了坚实的设计基础，促进公司 DMS 经营模式的可持续发展。同时新设计子公司的设立也可减少由于单一设计公司人员流失导致的经营风险。

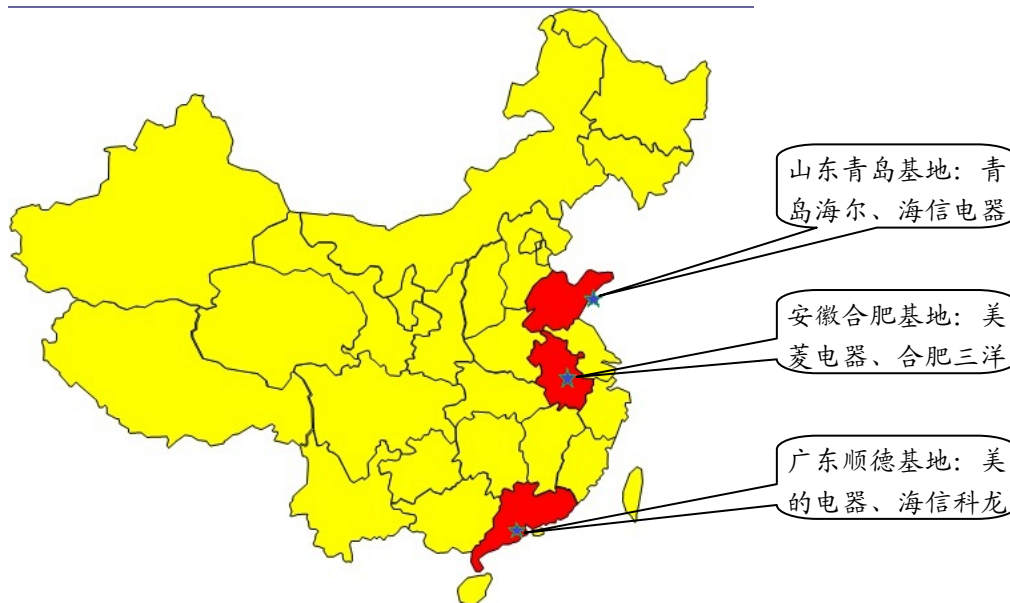
表 1: 公司 DMS 经营模式优势明显

经营模式	简要描述	收入来源	优劣势分析
单纯设计 (Design)	为客户设计产品外观方案	设计费	该类企业仅设计产品外观方案，有些公司还可以提供模具，但不具备量产能力，不能为客户提供外观结构件的系统解决方案，且设计价值难以体现，知识产权不易保护，因此，销售额较小。
单纯加工 (Manufacture)	为客户加工结构件	加工费	该类企业由于设计能力较弱，只能收取微薄的加工费，在上游原材料涨价的成本压力，以及下游客户在激烈的市场竞争环境下要求降价的价格压力的双重挤压下，毛利率水平普遍较低，企业盈利能力较差。
设计制造服务 (DMS)	为客户提供产品外观结构件的设计和制造的系统化解决方案	内含设计价值的销售收入	该类企业通过设计提升产品的附加值和竞争力，通过制造将设计意图予以表达，实现企业和客户的双赢。在核心竞争力、盈利能力和发展前景方面都要优于单纯的设计和单纯加工企业。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

其次，考虑到安徽省作为国内家电产销大省，其 09 年全年冰箱产量全国第一、洗衣机产量全国第二、空调产量全国第三。同时合肥市还是与青岛、顺德齐名的中国三大家电产业基地之一，是国内家电品牌最为集中的地区和家电产业梯度转移的重要基地，家电产品拥有全国 20% 以上的市场份额。公司将设计谷布局在中国模具制造产业基地之一的芜湖，其区位优势极其明显。新设子公司可以充分利用毅昌股份在工业设计领域的实力，为安徽省乃至华东地区的家电、汽车客户提供更贴近的产品设计咨询服务，进一步增强公司的区域设计服务能力。

图 2: 安徽合肥为国家三大家电产业基地之一



资料来源：，公开资料，长江证券研究部整理

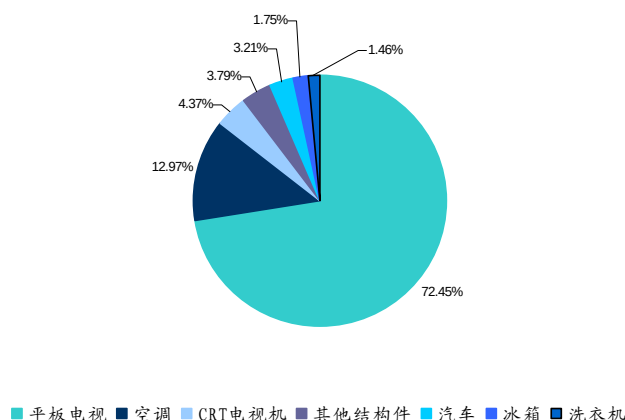
最后，通过新设安徽设计谷的示范作用，可以带动区域创意产业的发展，使得公司能够更好地赢得客户对公司工业设计能力的认可，获取更多的客户订单，促进公司长远发展。

第二、设立芜湖毅昌，正式步入汽车模具领域

公司同时公告称拟与安徽毅昌共同出资 5000 万元，其中公司出资 4950 万元、安徽毅昌出资 50 万元，设立芜湖毅昌科技有限公司，使得公司业务逐步向汽车领域拓展。

从公司中期主营分业务占比来看，目前公司的产品结构仍以电视机外观结构件为主，其占比超过 70%。公司产品种类较为单一，且主要客户均集中在电视机行业。在此种情况下如果电视机行业景气状况出现较大波动，公司发展必将会受到一定的影响。因此公司一直想涉足其他包括汽车、白色家电、IT 在内的一些领域以丰富公司产品种类，降低产品种类单一带来的经营风险。考虑到设计工具及设计语言在开发新产品上具有相通性，且公司制造模具的注塑机能生产各种样式的外观模具，因此我们认为公司设计的工业模具可以轻易地从黑电领域向汽车领域复制。

图 3：公司目前汽车业务在主营中占比较低



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司本次设立芜湖毅昌无疑是坚定了公司主营业务向汽车行业延伸的决心。芜湖作为奇瑞轿车的故乡，是国内重要的汽车生产基地之一，而在整个安徽区域内更还有包括江淮、安凯等在内的多家大型汽车制造商。公司大规模布局芜湖拓展汽车模具业务，可以充分享受区位优势带来的众多优势，并通过与汽车客户的紧密合作，进一步丰富公司的产品类别，从而加速 DMS 经营模式在汽车产业的复制进程，利于公司未来的长远发展。

第三、增资沈阳毅昌，提升东北区域市场规模

沈阳毅昌成立于 2009 年 7 月，由毅昌股份与合肥海毅（合肥海毅已于 2010 年 10 月 22 日更名为安徽毅昌）投资组建而成。公司初始注册资本为 1000 万元，其中毅昌股份出资 990 万元，占注册资本的 99%；合肥海毅出资 10 万元，占注册资本的 1%。

表 2：公司增资前后状况一览

股东	增资前		实收注册资本	增资额	增资后		实收注册资本
	出资额	股权比例			出资额	股权比例	
毅昌股份	990	99%	990	3000	3990	99%	3990
安徽毅昌	10	1%	10	30.30	40.30	1%	40.30
合计	1000	100%	1000	3030.30	4030.30	100%	4030.30

资料来源：公司公告，长江证券研究部

基于生产经营的需要，公司拟对沈阳毅昌进行增资扩本。本次增资前后，公司与安徽毅昌对沈阳毅昌所持股权比例不变，注册资本则由增资前 1000 万元变更为 4030.30 万元。我们认为本次增资将明显提升沈阳毅昌的在东北地区的生产规模，对公司进一步开拓东北市场具有极大的促进作用，有利于发展、壮大公司的主营业务，进一步提升公司的市场竞争能力。同时增资后沈阳毅昌净资产将大幅增加，融资能力也将有所提升，资产结构得到明显改善，对于子公司稳健经营及长远发展具有积极的意义。

第四、维持“谨慎推荐”评级

随着安徽设计谷及芜湖毅昌的设立以及实现对沈阳毅昌的增资，公司的工业设计能力将得到明显提升、同时区位优势也将更加明显。我们谨慎看好公司在可复制模式的 DMS 模式下带来的多领域扩张，预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.36、0.46 元，对应目前股价 PE 分别为 36.50、28.36 倍，维持“谨慎推荐”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	1486	1795	2247	2857	货币资金	311	548	384	580
营业成本	1213	1449	1819	2297	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	273	346	429	561	应收账款	536	645	796	1012
% 营业收入	18.4%	19.3%	19.1%	19.6%	存货	154	198	248	313
营业税金及附加	5	6	7	10	预付账款	13	14	18	23
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	35	43	54	69	流动资产合计	1128	1544	1619	2148
% 营业收入	2.4%	2.4%	2.4%	2.4%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	77	117	142	171	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.2%	6.5%	6.3%	6.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	15	4	-2	-2	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.0%	0.2%	-0.1%	-0.1%	固定资产合计	273	705	968	892
资产减值损失	5	1	3	4	无形资产	83	79	75	71
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	3	0	0	0
营业利润	136	174	224	308	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	9.1%	9.7%	10.0%	10.8%	资产总计	1487	2328	2663	3112
营业外收支	10	0	0	0	短期贷款	261	0	0	0
利润总额	146	174	224	308	应付款项	486	572	718	907
% 营业收入	9.8%	9.7%	10.0%	10.8%	预收账款	24	27	34	43
所得税费用	14	17	22	31	应付职工薪酬	6	7	9	11
净利润	133	157	202	278	应交税费	13	16	20	27
归属于母公司所有者					其他流动负债	4	8	10	13
的净利润	122.0	144.6	186.1	255.9	流动负债合计	794	631	791	1001
少数股东损益	10	12	16	22	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.30	0.36	0.46	0.64	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	34	34	34	34
经营活动现金流净额	192	144	215	261	负债合计	828	665	826	1036
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	634	1627	1785	2002
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	24	37	52	74
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	659	1663	1837	2076
固定资产投资	-119	-488	-353	-29	负债及股东权益	1487	2328	2663	3112
其他	3	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-116	-488	-353	-29		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.304	0.361	0.464	0.638
股权融资	0	869	0	0	BVPS	1.88	4.81	5.28	5.92
银行贷款增加（减少）	68	-261	0	0	PE	43.24	36.50	28.36	20.62
筹资成本	13	-26	-26	-37	PEG	1.54	1.30	1.01	0.74
其他	-26	0	0	0	PB	7.01	2.73	2.49	2.22
筹资活动现金流净额	55	582	-26	-37	EV/EBITDA	29.07	19.80	15.49	11.31
现金净流量	130	238	-164	196	ROE	19.2%	8.9%	10.4%	12.8%

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。