

露笑科技(002617.sz)

电磁线行业龙头，微细线材发展迅猛

韩玲 分析师
电话: 021-68828545
eMail: gfh1@gf.com.cn.
SAC 执业证书编号: S026511030002

投资观点: 公司是电磁线行业龙头，尤其在微细电磁线领域拥有技术和市场双重优势，未来随着募投项目的投产有望获得爆发式增长

(1) 公司是电磁线行业龙头，按照 2009 年电磁线主营收入排名全国第二，过去三年业绩成长良好，盈利增加迅速。2008-2010 三年主营业务收入分别为 12.28 亿元、13.45 亿元、26.93 亿元，扣除非经常损益后实现归属母公司所有者净利润 2769.86 万元、2130.69 万元、5926.65 万元。

(2) 公司产品定位于电磁线中高端生产，近两年尤其在微细电磁线领域发展迅猛，未来瞄准新能源汽车等新兴领域继续扩张。微细电磁线为高技术含量产品，市场需求旺盛，2009-2010 年公司微细电磁线业务销量增速分别为 1242%、123%，单位毛利从 3,376.69 元/吨上升至 4,228.82 元/吨，已经成为公司未来重点发展的方向。同时根据国家规划，2020 年我国新能源汽车累计产销量要达到 500 万辆，未来公司在这一领域的开拓十分值得期待。

(3) 公司管理风格稳健，立足技术和品牌优势获得核心发展。公司每年都有大量铜铝原料进出，但是公司秉承“只赚加工费、不做铜/铝投机”的经营理念，以销定购，规避铜铝价波动带来的经营风险。同时坚持“科技制胜”理念，产品以发展多样性和高技术附加值提升竞争力，品牌获得业内高度认可。

(4) 公司 IPO 计划募资 40,586 万元用于扩大微细电子线材产能、新建新能源汽车专用线材生产和提升技术研发实力。募投项目将明显提升公司的市场份额和盈利能力。预计全部项目达产后，年新增销售收入 140,825 万元，净利润增加 5,471.84 万元。

盈利预测与估值

我们预计 2011~2013 年公司实现 EPS 分别为 0.63、0.81 和 1.19 元，合理价值区间为 18.27~22.05 元。

风险提示

募投项目市场开拓低于预期；资产负债率较高的风险。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1369.13	2696.06	3644.49	5094.27	6026.84
增长率(%)	11.22%	96.92%	35.18%	39.78%	18.31%
EBITDA(百万元)	77.87	135.60	194.38	278.38	349.39
净利润(百万元)	23.91	58.21	76.14	96.81	142.88
增长率(%)	-7.54%	143.45%	30.80%	27.15%	47.59%
每股收益(元)	0.30	0.65	0.63	0.81	1.19

数据来源: 财务报表, 广发证券发展研究中心

价格区间

发行价格	18.27~22.05 元
上市价格	20.10~24.26 元

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	12,000/3,000
主要股东:	鲁小均及其家庭成员
主要股东持股比例	60.57%

财务比率

ROE	10.89%
ROA	3.06%
资产负债率	72.28%
每股净资产(元)	3.40
2010 年报数据	

发行信息:

发行价格(元)	18.27~22.05
主承销商:	东兴证券股份有限公司
发行市盈率	29~35

目录索引

一、投资摘要.....	3
二、公司基本情况.....	4
（一）公司简介	4
（二）主营业务	4
三、积极开拓中高端电磁线新领域.....	6
（一）传统耐高温线材稳步发展，微细电子线材新业务表现显眼	6
（二）经营稳健，主动回避原料价格波动风险	7
（三）未来发展规划——重点投资超微细电子线材等高新领域	8
四、电磁线行业发展分析	8
（一）电磁线产业集中带转移，中国成为世界第一大生产国	9
（二）行业发展前景仍然乐观，微细电磁线等高新领域是主要方向	9
（三）传统复合线材产品毛利趋稳，新兴领域产品毛利持续上升	11
五、公司在行业中的地位和竞争优势	12
（一）中高端电磁线领域的龙头企业	12
（二）公司竞争优势	13
六、募投项目分析.....	14
七、盈利预测.....	14
八、风险提示.....	15

图表索引

图表 1：公司 IPO 前股权结构	4
图表 2：控股子公司及其经营业务	4
图表 3：公司产品应用范围	5
图表 4：2008-2011 上半年公司主营业务收入和归属母公司利润变化	6
图表 5：2008-2011 上半年公司分产品营业收入和毛利率	6
图表 6：2008-2010 年公司主要产品销量（吨）及其销售均价（元/吨）	7
图表 7：2008-2010 年电磁线产品销售价格和原材料采购价格波动情况	8
图表 8：“十二五”期间主要下游行业对电磁线的需求预测（单位：万吨）	9
图表 9：“十二五”期间微细线需求量分析表（单位：吨/年）	10
图表 10：2008-2010 年公司毛利率与同行业上市公司比较情况	11
图表 11：2008-2010 年公司三大产品单位毛利变动趋势	11
图表 12：公司产品细分领域市场份额（2009 年）及主要竞争对手	12
图表 13：微细电子线材领域主要竞争对手情况	12
图表 14：2008-2010 年下游客户授予公司的荣誉	13
图表 15：募投项目概况	14
图表 16：行业内相关公司估值预测	14
图表 17：盈利预测假设表（百万元）	15

一、投资摘要

公司是电磁线行业龙头，尤其在微细电磁线领域拥有技术和市场双重优势，我们看好公司在微细和超微细电磁线领域的持续扩张潜力，并对公司在新能源汽车等新兴领域的市场开拓保持乐观，未来随着募投项目的投产业绩有望获得爆发式增长

(1) 公司是电磁线行业龙头，按照2009年电磁线主营收入排名全国第二，过去三年业绩成长良好，盈利增加迅速。2008-2010三年主营业务收入分别为12.28亿元、13.45亿元、26.93亿元，扣除非经常损益后实现归属母公司所有者净利润2769.86万元、2130.69万元、5926.65万元。

(2) 公司产品定位于电磁线中高端生产，近两年尤其在微细电磁线领域发展迅猛，未来瞄准新能源汽车等新兴领域继续扩张。微细电磁线为高技术含量产品，市场需求旺盛，2009-2010年公司微细电磁线业务销量增速分别为1242%、123%，单位毛利从3,376.69元/吨上升至4,228.82元/吨，已经成为公司未来重点发展的方向。同时根据国家规划，2020年我国新能源汽车累计产销量要达到500万辆，未来公司在这一领域的开拓十分值得期待。

(3) 公司管理风格稳健，立足技术和品牌优势获得核心发展。公司每年都有大量铜铝原料进出，但是公司秉承“只赚加工费、不做铜/铝投机”的经营理念，以销定购，规避铜铝价波动带来的经营风险。同时坚持“科技制胜”理念，产品以发展多样性和高技术附加值提升竞争力，品牌获得业内高度认可。

(4) 公司IPO计划募资40,586万元用于扩大微细电子线材产能、新建新能源汽车专用线材生产和提升技术研发实力。募投项目将明显提升公司的市场份额和盈利能力。预计全部项目达产后，年新增销售收入140,825万元，净利润增加5,471.84万元。

盈利预测与估值

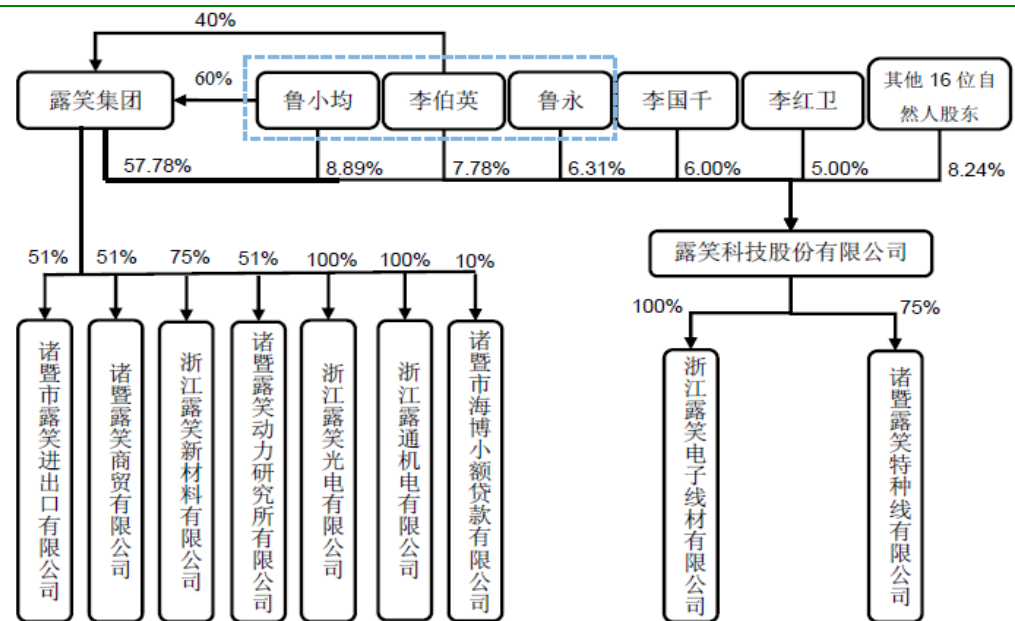
我们预计2011~2013年公司实现EPS分别为0.63、0.81和1.19元，合理价值区间为18.27~22.05元。

二、公司基本情况

（一）公司简介

公司成立于1989年，主要从事电磁线产品的设计、研发、生产及销售，是国内主要的铜芯和铝芯电磁线产品与技术服务提供商之一。IPO前总股本9,000万股，计划发行3,000万股，募集资金不少于40,586万元，用于现有业务产能扩张、进军电磁线新领域和技术实力提升。公司实际控制人为鲁小均家庭（包括鲁小均、李伯英夫妇和其子鲁永），按发行后总股本12,000万股计算，实际控制人合计持有公司60.57%股份。

图表 1：公司 IPO 前股权结构



数据来源：露笑科技招股说明书，广发证券发展研究中心

公司控股股东露笑集团创建于1984年，目前是一家专业生产各类特种复合漆包线、涡轮增压器和汽车动力转向泵的大型民营企业。集团公司多领域经营对公司具有便利影响，内部信息共享，合作拓展等对公司可产生隐性助力。

公司下设三家全资子公司。

图表 2：控股子公司及其经营业务

公司名称	实际经营业务
露笑科技	铜芯电磁线产品的生产和销售
露笑特种线	铝芯电磁线产品的生产和销售
露笑电子线材	未正式营运，为主要募投项目的实施单位

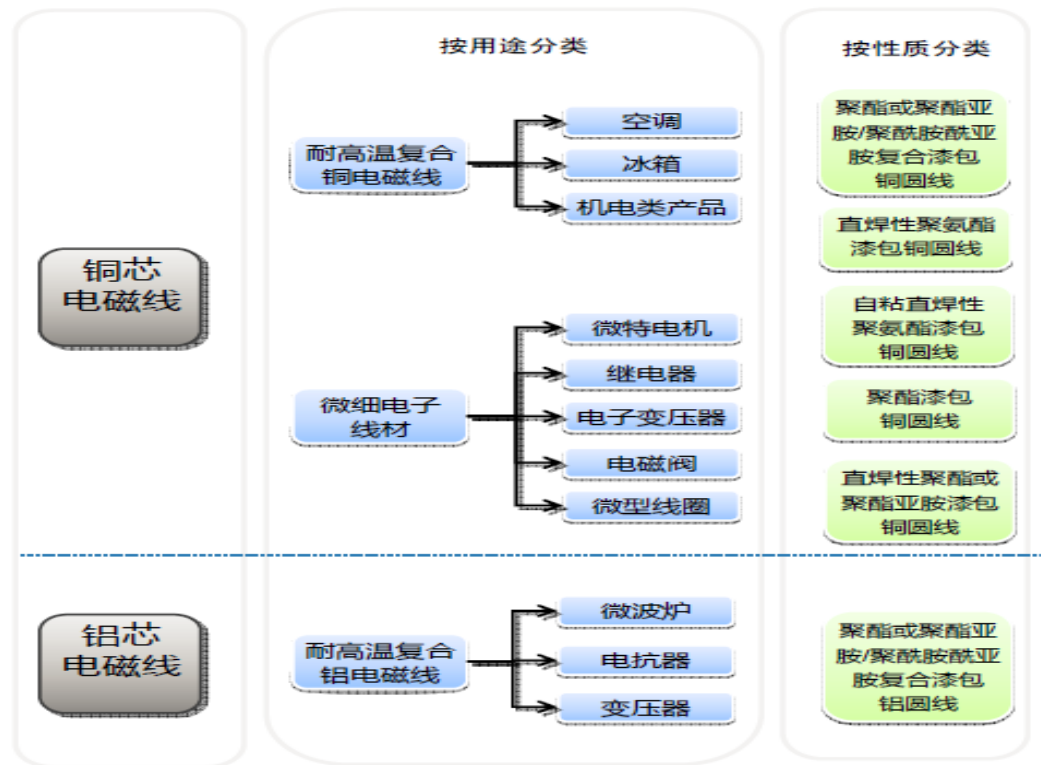
数据来源：露笑科技招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）主营业务

公司长期专注于电磁线产品的研发、生产和销售，主营业务分为铜芯电磁线和铝芯

电磁线两大类，其中铜芯电磁线产品又可分为耐高温复合铜线和微细电子线材两类，铝芯电磁线产品主要是耐高温复合铝线，公司是行业内少数兼有兼营铜芯和铝芯两大类产品的企业之一，宽产品线更有利于维护客户利益，同时应对客户需求转移风险，提升企业竞争力。

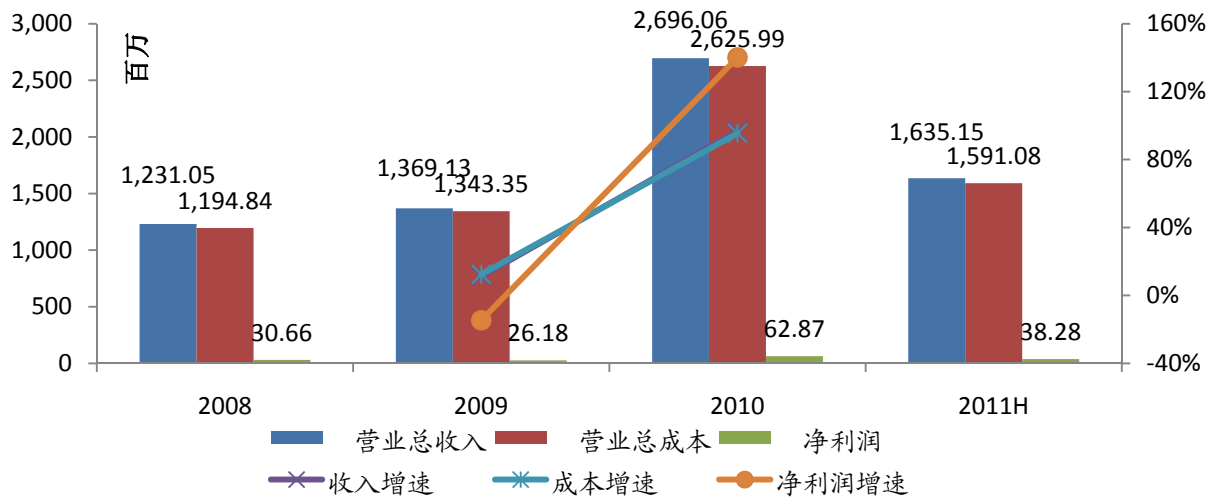
图表 3：公司产品应用范围



数据来源：露笑科技招股说明书，广发证券发展研究中心

近三年公司业绩发展较快，盈利能力良好，2009年受金融危机影响，下游客户需求收缩，公司业绩增速放缓。2010年迅速恢复增长，营业收入和净利润增速分别达到96.92%、140.13%，其中以耐高温复合铜线和微细电子线材业务占比最大，2010年两项业务营收分别占比61.55%、31.46%。

图表 4：2008-2011 上半年公司主营业务收入和归属母公司利润变化



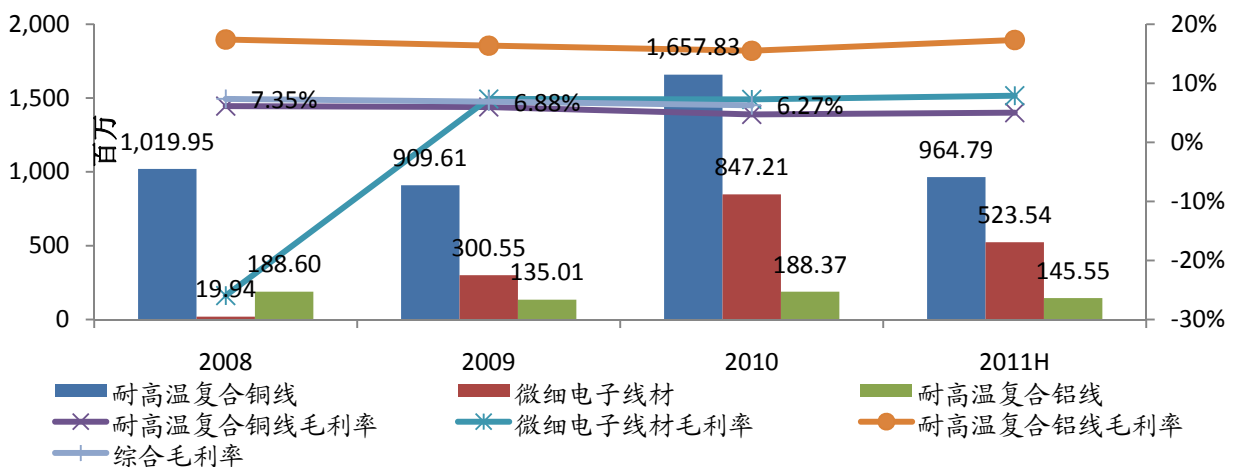
数据来源：露笑科技招股说明书，广发证券发展研究中心

三、积极开拓中高端电磁线新领域

(一) 传统耐高温线材稳步发展，微细电子线材新业务表现显眼

2010年公司三大产品耐高温复合铜线、微细电子线材、耐高温复合铝线营业收入分别占总营业收入比例为61.49%、31.42%、6.99%，毛利额分别占比46.26%、36.46%和17.29%。

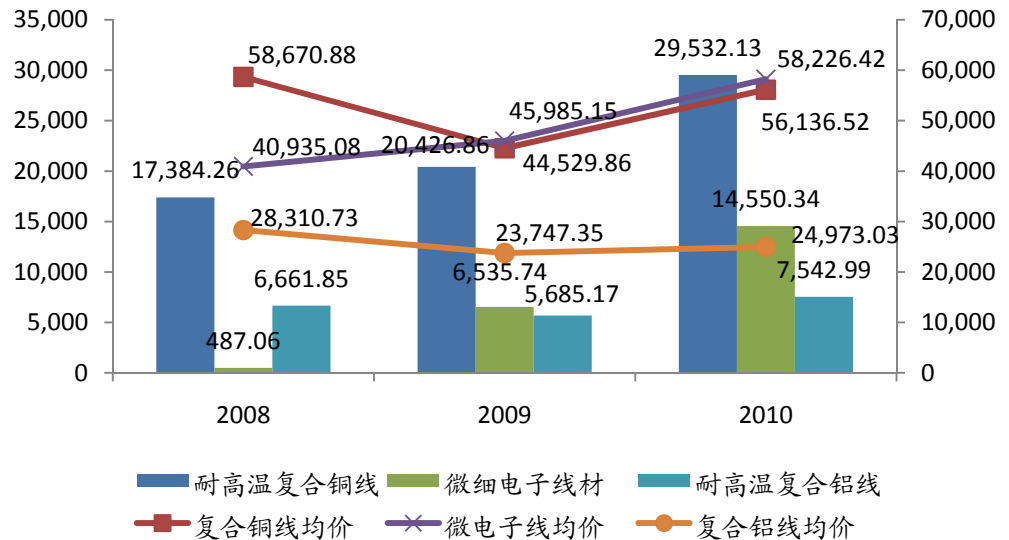
图表 5：2008-2011 上半年公司分产品营业收入和毛利率



数据来源：露笑科技招股说明书，广发证券发展研究中心

由于电磁线行业属于典型的“料重工轻”行业，铜铝价格占营业成本比例高达90%以上，行业毛利率较低，营业收入经常受铜铝价格走势波动，因此我们以销量来分析公司的各项业务更能反应公司实际经营业绩。

图表 6：2008-2010 年公司主要产品销量（吨）及其销售均价（元/吨）



数据来源：露笑科技招股说明书，广发证券发展研究中心

2009年传统耐高温复合铜线和铝线业务均受金融危机影响收入下滑，到2010年随着经济复苏均有所发展，其中耐高温复合铜线销量在2008年基础上增长70%，耐高温铝线业务量一直较小，相比2008年销量增加13%。

但是公司2008年10月投产的高端微细电子线材新业务表现相当显眼，2009年销量和单价均同比增长，是构成公司2009年总营业收入仍然保持11.2%增速的最主要因素。2009-2010年实现销量6535.74、14550.34吨，同比增速高达1242%、123%，已经在公司营收和毛利构成中越来越占据主要地位，成为公司未来发展的重点领域。

同时考虑到未来新能源汽车发展的无限前景，公司拟募投新能源汽车专用线材领域，有望形成业绩长期持续快速增长的又一有力支撑。

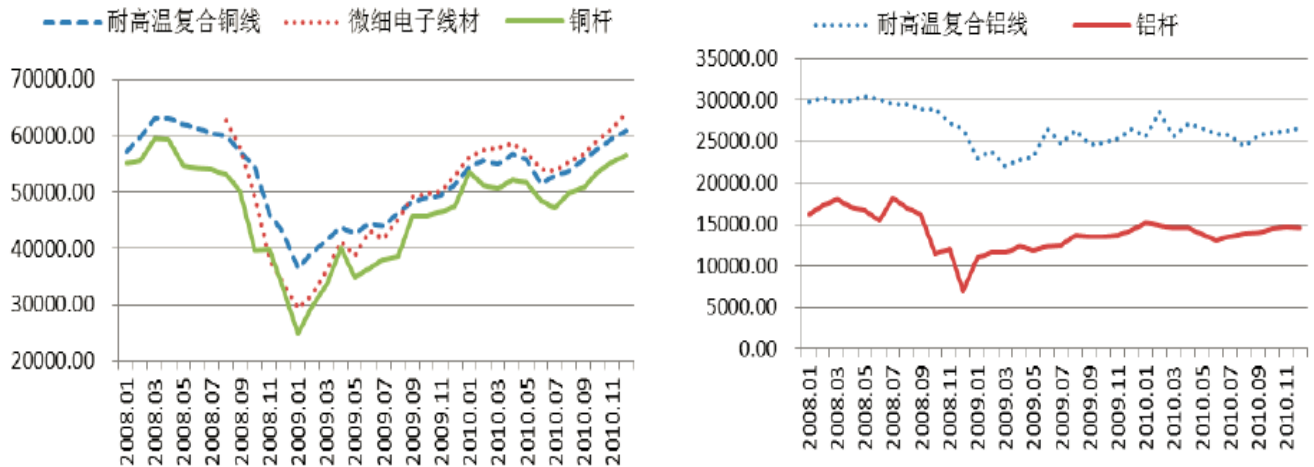
（二）经营稳健，主动回避原料价格波动风险

电磁线行业属于典型的“料重工轻”行业，2008-2010年公司对铜杆和铝杆的采购金额合计均占各年公司采购总额的90%以上，公司每年都进行大量铜铝原材料采购，容易受到铜铝价格波动影响。

为此公司秉承“只赚加工费、不做铜/铝投机”的经营理念，基于“以销定产、购销对应”的基本经营模式和“铜/铝价格+加工费”的基本定价模式，即公司总体上根据客户的年度供货计划和月度订单持续安排对应数量原材料的采购和相应数量产品的生产，通过月度采购协议和月度供货协议锁定购销数量和购销价格，公司原材料铜/铝价格波动和产品销售价格波动的风险已大部分被抵消。仅有少量为预备客户临散需求的存货存在敞口风险，对此公司设有一定规模的套期保值制度安排，这也彰显出公司管理层比较出色的

经营能力。

图表 7：2008-2010 年电磁线产品销售价格和原材料采购价格波动情况



数据来源：露笑科技招股说明书，广发证券发展研究中心

公司产品销售价格基本保持了随原材料采购价格变动而改变的趋势，成本的价格波动风险有效向下游转移。

（三）未来发展规划——重点投资超微细电子线材等高新领域

公司将立足于电磁线行业，在现有产能和品种系列的基础上，充分利用现有技术、市场及生产规模优势，通过募集资金运用，按照公司发展规划扩张产能，进一步提升生产规模 and 市场份额。同时，顺应行业发展趋势开发新产品以拓展产品在新市场的应用领域，在产能规模和新产品开发系列上体现公司的竞争优势，巩固公司在电磁线行业的市场地位，成为具有国际知名度的、位列国内电磁线行业主要位置的主要供应商之一。

在产品和技术开发方面，公司认为电磁线行业未来的应用重点是作为基础材料直接应用于继电器、微特电机、电子变压器以及电磁阀等电子元器件中，其发展方向是顺应电子信息产业的“轻、薄、微、智能”的发展趋势。公司将秉承“科技制胜”的核心理念，通过此次上市募集资金，重点投资超微细电子线材项目，在完善现有主要产品基础上，根据市场需求和行业发展趋势，大力发展高技术含量、高附加值的产品。

在销售拓展方面，公司将注重产品、市场、品牌差异化营销，完善国内外市场网络，努力扩大国内销售市场、逐步加大出口贸易，积极抢占高端市场份额，全面提高市场占有率。同时加强资信和货款回收管理，提高营销管理质量和财务管理水平。

四、电磁线行业发展分析

（一）电磁线产业集中带转移，中国成为世界第一大生产国

电磁线生产与使用市场过去主要集中在北美、日本和西欧。近年来，随着电磁线下游客户纷纷将生产基地迁往亚洲、中南美洲等地区，电磁线产品的制造基地已转移到美洲中南部、中国、印度、东南亚和东欧等地，亚洲已成为全球最重要的电磁线生产区域，其产量约占世界产量的50%。1990-2000年，全球电磁线需求量从160万吨发展到210万吨，2010年已超过300万吨。

自我国加入WTO以后，随着世界制造中心的转移、中国成为世界制造中心地位的确立，我国电磁线行业处于高速发展的状态。自2004年全行业产量突破60万吨成为全球第一大生产国以来，电磁线市场需求不断扩大，2009年产量达到115万吨。根据电磁线行业“十二五”规划，预计到2015年，我国电磁线的产量将达到140-150万吨。

（二）行业发展前景仍然乐观，微细电磁线等新领域是主要方向

虽然2008年下半年至2009年上半年，因受金融危机影响，电磁线市场需求急剧萎缩，下游客户大多处于停产或半停产状态，电磁线全行业经济效益严重滑坡，经营风险急剧增加。但是受益于国家经济刺激计划，家电下乡、汽车下乡、以旧换新等政策的实施，2009年下半年以来电磁线行业的下游需求稳步回升，主要产品的销售明显回暖，至2010年行业内主要公司的产销情况已经恢复甚至超过金融危机爆发前的水平。随着国内外经济环境的进一步改善，以及国家发展新兴产业战略的实施，“十二五”期间电磁线行业的下游需求必将得到进一步增强。根据电磁线行业“十二五”规划，预计到2015年，我国电磁线的产量将达到140-150万吨。

图表 8：“十二五”期间主要下游行业对电磁线的需求预测（单位：万吨）

下游行业	2000	2005	2010	2015
电机	6.12	12.9	23.3	26.2
变压器	6.5	18.9	40	40
电动工具	4.75	11.26	8.09	10
空调	3.1	11.6	10	13.3
冰箱	0.85	2.1	4.45	5.74
微特电机	2	4	7	11.5
继电器	0.52	1.5	3	4
电子变压器	1.96	5	7	9.5
汽车	2.55	5.04	7.5	11

数据来源：《“十二五”绕组线行业发展思考》，露笑科技，广发证券发展研究中心

随着 IT 工程的迅猛发展，电子消费产品的普及，电子整机迅速向短、小、轻、薄的方向发展，同时部分电子产品属准一次性消费品，这给以电子线材为主的微细电磁线产品带来了广阔的市场。考虑到“十二五”期间国民经济的发展，预计到2015年微细电子线材的需求将达到30万吨左右，其中超微细电子线材的需求量将达到9万吨左右。而公司2010年微细电子线材产品的产量仅14,739.39 吨，产销率达98.72%。同时由于微细

电磁线属于电磁线高端产品，技术壁垒高，市场竞争较为温和，单位毛利高于传统耐高温复合铜线产品。我们认为微细电子线材业务将构成公司未来几年的发展支撑和最主要利润来源。

图表 9：“十二五”期间微细线需求量分析表（单位：吨/年）

序号	用途品名	需用规格 (mm)	品种	2010 年需求量		2015 年需求量	
				Φ0.4 以下	其中： Φ0.1 以下	Φ0.4 以下	其中： Φ0.1 以下
1	磁头	Φ0. 20~0.04 0	QA	600	600	1,000	1,000
2	电声器件	Φ0.025~0.045 Φ0.08~0.09	QAN, QA	5,000	5,000	8,000	8,000
3	电子手表	Φ0.019~0.020	QAN (醇溶)	20	20	30	30
4	电子钟	Φ0.080	QA	390	390	500	500
5	电视机 FBT 线	Φ0.030~0.040	QA	115	115	115	115
6	IC 卡	Φ0.100	QA	75	756	1,000	1,000
7	手机	Φ0.025	QAN	900	900	1,150	1,150
8	微特电机	Φ0.100 以下	QAN, QA, QZY	70,000	14,000	115,000	23,000
9	电子变压器	Φ0.100 以下	QAN, QA, QZY	66,000	9,900	95,000	14,000
10	继电器	Φ0.100 以下	QAN, QA, QZY	30,000	15,000	40,000	20,000
11	洗衣机定时 器	Φ0.035	QA, QZ	987	987	1,260	1,260
12	电话机	Φ0.060~0.100	QA, QZ	437	437	560	560
13	点火线圈	Φ0.020~0.050	QA(特厚)	1,000	1,000	1,300	1,300
14	节能灯	Φ0.170	QA, QZ	10,640		12,000	
15	其他产品	Φ0.012~0.400	QAN, QA, QZY	20,000	15,000	30,000	20,000
总量				206,845	64,105	306,915	91,915

数据来源：上海电缆工程设计研究所，露笑科技，广发证券发展研究中心

此外，公司本次拟募投的新能源汽车专用线材正处于市场爆发初期，根据国家《节能与新能源汽车产业发展规划（2011-2020年）》（征求意见稿），到2020年新能源汽车累计产销量要达到500万辆，公司认为未来5-10年将是新能源汽车快速发展的阶段，新能源汽车产业将成为我国“低碳经济”最重要的着力点和我国经济最重要的新增长点，届时，将会是我国电磁线需求量增长最快的市场。

预计未来电磁线行业的发展趋势将主要表现为：（1）电子元器件、新能源汽车、风电装备、航空航天等高端装备等成为行业高端应用的发展方向。（2）产品创新和技术进步步伐加快，从产品性能看，电磁线逐步向细径化、自粘性、高张力特性、热熔断性、无磁性及高导电性等方向发展。与此相对应的是电磁线行业的发展重点已经从数量

规模的扩张，转向新产品、新技术的研发和行业应用新领域的拓展。

（三）传统复合线材产品毛利趋稳，新兴领域产品毛利持续上升

由于行业本身的特殊性，原材料占据营业成本的绝大部分，生产企业普遍采取“铜/铝价格+加工费”的定价模式，行业整体低毛利率偏低，加工费成为毛利收入的最主要来源。

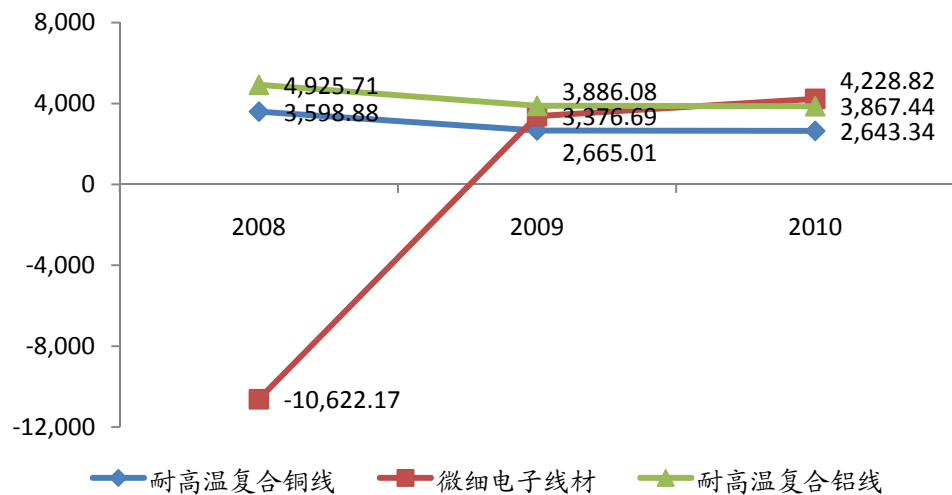
图表 10：2008-2010 年公司毛利率与同行业上市公司比较情况

指标	年份	精达股份	蓉胜超微	上风高科	冠城大通	行业均值	露笑科技
毛利率（%）	2010	8.02	9.22	5.49	4.84	6.90	6.27
	2009	7.83	8.45	5.06	4.79	6.53	6.88
	2008	6.41	7.88	6.29	1.84	5.60	7.35

数据来源：露笑科技招股说明书，广发证券发展研究中心

我们采用单位毛利（即每吨铜/铝产品对应的毛利）来作为判断电磁线生产企业盈利能力的重要指标，这样更能反应出企业的实际盈利能力，企业的铜/铝产品销量与其单位毛利的乘积即为企业毛利总额，单位毛利和产销量的变动趋势是影响电磁线生产企业盈利能力的主要因素。

图表 11：2008-2010 年公司三大产品单位毛利变动趋势



数据来源：露笑科技招股说明书，广发证券发展研究中心

我们以公司产品为说明，受金融危机影响，2009年耐高温复合铜线和铝线单位毛利均下降较多，而2010年基本稳定，同时公司销量大幅增长，上述两种产品分别实现同比45%、33%增速，反映出行业竞争压力下公司出色的竞争能力。而公司的微细电子线材产品2008年10月投产，由于初进市场，客户需要适应期，生产时间也较短、边际贡献难以覆盖固定成本，使得该产品当年度毛利额为负，但是由于产品技术含量较高，市场需求旺盛，2009、2010年实现销量和单位毛利的双升，反映出市场对公司产品的高度

认可，微电子线材产品正在成为公司重要的发展支撑。

从行业发展的趋势来看，未来以电子元器件、新能源汽车、风电装备、航空航天等高端装备等为代表的高端产品将成为行业毛利增长最快的领域。

五、公司在行业中的地位和竞争优势

（一）中高端电磁线领域的龙头企业

国内电磁线行业是一个完全竞争性行业，全国目前从事电磁线生产的企业多达上千家，其中具有一定规模的厂家约200 家左右，年生产能力在5 万吨以上的企业不超过10 家。许多企业是通过模仿、学习发展起来的，在产品品种、技术上存在大量的趋同性，行业内同质化现象严重，只有包括公司在内的几家大型企业生产的产品质量好、工艺先进，但和国外电磁线生产企业相比，仍存在差距。

行业的竞争格局造成了现阶段产品结构呈现普通电磁线产品供应充足而高端产品供应不足的突出问题。当前国内普通电磁线产品的生产能力已经达到饱和状态，而以电子线材、新能源汽车专用线材、风电装备用线、航空航天等高端装备用线为代表的高端产品则由于供应厂家数量有限，行业生产能力不足，存在较大供应缺口。预计随着电磁线行业的发展及市场的成熟，我国电磁线市场以品牌为核心的竞争局面将逐步形成，未来行业发展的趋势将给作为龙头之一的公司提供了有利的发展环境。

根据中国电器工业协会电线电缆分会的资料显示，2008年国内电磁线产品的产销量约为105万吨，公司市场占有率约为2.33%。2009年国内电磁线产品的产销量约为115万吨，公司市场占有率约为2.83%。

图表 12：公司产品细分领域市场份额（2009 年）及主要竞争对手

细分产品领域	市场份额	主要竞争对手
耐高温铜电磁线领域	8-10%	精达股份、冠城大通、上风高科
微细电子线材领域	15%	杭州益利素勒、大连富士发英、芜湖金奥、蓉胜超微
耐高温铝电磁线领域	5%	格兰仕、上海裕生、长城电工

数据来源：中国电器工业协会电线电缆分会，露笑科技，广发证券发展研究中心

我们看到微细电子线材领域技术壁垒高，公司的竞争对手主要是外资和外商合资企业（蓉胜超微除外），而2009年公司在该领域获得了15%的市场份额，并且自2008年10月项目投产以来发展十分迅猛，2009-2010年销量6535.74、14550.34吨，同比增速高达1242%、123%，充分显示出公司在微细电子线材领域的超强竞争力。

图表 13：微细电子线材领域主要竞争对手情况

杭州益利素勒	成立于2003年，是总部设在德国的Elektri sola 集团的子公司，2009年产值达2.6亿元，2010年估算产量3,000吨
大连富士发英	日本独资电磁线制造企业，致力于超微细线的生产与开发，产品主要用于汽车继电器、电压互感器、电压测量仪表、微型电动机、信号继电器等电子元器件。其主要生产范围在

芜湖金奥	Φ0.015mm~0.09mm 之间，月产能在350吨左右
蓉胜超微	安徽铜陵有色金属集团股份有限公司和德国奥曼投资有限公司于2008年1月共同组建的合资公司，产品以聚氨酯电磁线和自粘性电磁线为主
	国内微细电磁线主要专业生产商之一，年生产能力超过5,000吨，产品主要用于与通讯设备、计算机、汽车电子、办公和个人电子产品相配套的继电器、微特电机等微小型和精密电子元器件

数据来源：露笑科技招股说明书，广发证券发展研究中心

（二）公司竞争优势

① 品牌和客户资源优势。公司凭借覆盖全国的销售网络、良好的服务质量、丰富的营销服务经验，通过了严格的认证和筛选，成为众多国内外知名企业的合格供应商，赢得了客户对公司品牌、产品及服务的信任，同时，公司积极开拓国际市场，目前已进入巴西、意大利、德国等国家的市场。三星电子、LG、巴西恩布拉科、艾默生、美的、正泰、长虹、海尔、钱江制冷等国内外知名家电、机电和电子企业均为公司的主要客户，“露笑”已成为行业内具有较高知名度的品牌，品牌和客户资源已是公司最重要的无形资产之一，是公司实现快速成长的重要保障。近年来，公司产品销售额快速增长、市场占有率持续提高，充分体现了客户对公司品牌和产品的认可，公司部分产品定价已经具备品牌溢价。

② 技术和人才优势。公司目前拥有2项发明专利、1项实用新型专利，已获得受理的发明专利1项、实用新型专利4项，设有技术中心、与浙江大学合作设立了博士后科研工作站，拥有一支经验丰富的研发团队。自成立以来，公司的技术研发团队逐步壮大，核心管理团队保持相对稳定且均具有丰富的行业市场经验和企业管理能力。

③ 铜铝产品兼备的宽产品线优势，可有效回避下游客户需求转移风险。

④ 产品质量优势。公司先后通过ISO9001、ISO14001、TS16949等管理体系认证，产品通过美国UL安全认证以及欧盟RoHS检测。2008-2010年公司产品质量反馈良好，未发生过产品重大质量事故和不良事件，得到用户和行业管理部门的广泛认可和好评。

图表 14：2008-2010 年下游客户授予公司的荣誉

编号	公司名称	称号
1	苏州三星电子有限公司	优秀供应商
2	青岛云路新能源有限公司	优秀供应商
3	广东威灵电机制造有限公司	服务优秀奖
4	北京恩布拉科雪花压缩机有限公司	战略合作伙伴
5	北京恩布拉科雪花压缩机有限公司	可持续发展奖
6	常州乐士雷利电机有限公司	优秀供方
7	LG 电子（天津）电器有限公司	优秀供应商
8	金龙机电股份有限公司	最佳供应商

数据来源：露笑科技招股说明书，广发证券发展研究中心

六、募投项目分析

目前，随着下游产品市场需求的变化，高附加值的电磁线产品需求量越来越大，而普通电磁线由于市场竞争激烈，无论从利润率还是市场占有率上都不利于企业的长期生存。同时，公司整体产能利用率迅速提高，2008 -2010 年分别为76.77%、83.30%、94.94%，2010 年，耐高温复合电磁线、微细电子线材和耐高温复合铝电磁线的产能利用分别达到96.77%、96.97%、84.56%，产能问题已成为制约公司销售规模扩张的重要因素。

因此，公司结合自身经营和判断，计划募资40,586万元用于扩大微细电子线材产能、新建新能源汽车专用线材生产和提升技术研发实力。

图表 15: 募投项目概况

序号	项目名称	总投资	募集资金	募集资金使用进度		
		额	投资额	第一年	第二年	第三年
1	年产 15000 吨微细电子线材项目	28860	28860	21360	5250	2250
2	年产 7000 吨新能源汽车专用线材项目	10324	10324	7324	2100	900
3	技术中心改造项目	1402	1402	1402	—	—
	合计	40586	40586	30086	7350	3150

数据来源：露笑科技招股说明书，广发证券发展研究中心

根据上海电缆工程设计研究所调查研究，2010年国内微细电子线材的需求将达到206,845吨左右，其中超微细电子线材需求64,105吨，预计到2015 年微细电子线材的需求将达到306,915吨，其中超微细电子线材的需求量将达到91,915万吨。

根据《节能与新能源汽车产业发展规划（2011-2020 年）》（征求意见稿）2020 年新能源汽车累计产销量要达到500万辆这个目标，每年新能源汽车平均产量要达到50 万辆，按照每辆新能源汽车至少需要专用线材85千克计算，则平均每年需要专用线材42,500吨。

我们认为公司的市场地位，以及产品的市场容量显示本次募投产能处于市场消纳能力范围内。预计全部项目达产后，年新增销售收入140,825万元，净利润增加5,471.84 万元。

七、盈利预测

我们预计，2011~2013年公司将实现营业收入36.4、50.9和60.3亿元，归属母公司净利润0.8、1.0和1.4亿元，按照发行后总股本12000万股计算，实现EPS分别为0.63、0.81和1.19元。参考沪深两市可比上市公司2011年平均估值水平，公司股票的合理估值区间对应2011年PE为29~35倍，合理价值区间为18.27~22.05元。

图表 16: 行业内相关公司估值预测

		9月2日	2010A		2011E		2012E		2013E	
		收盘价	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE
精达股份	600577	10.45	0.369	34.51	0.3689	28.17	0.4715	22.04	0.649	16.01

冠城大通	600067	7.96	0.7	11.53	1.0469	7.77	1.3311	6.11	1.7935	4.53
上风高科	000967	8.45	0.05	183.21	-	-	0.2765	31	-	-
蓉胜超微	002141	6.95	0.1375	82.84	0.1496	47.59	0.2665	26.71	0.3515	20.25
PE 平均值				78.02		27.84		21.47		13.60

数据来源：wind资讯，广发证券发展研究中心

图表 17：盈利预测假设表（百万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入					
耐高温复合铜线	909.61	1657.83	2072.29	2175.90	2284.70
微细电子线材	300.55	847.21	1270.82	2541.63	3177.04
耐高温复合铝线	135.01	188.37	301.39	376.74	565.11
同比增长					
耐高温复合铜线	-10.82%	82.26%	25.00%	5.00%	5.00%
微细电子线材	1407.27%	181.89%	50.00%	100.00%	25.00%
耐高温复合铝线	-28.41%	39.52%	60.00%	25.00%	50.00%
毛利率					
耐高温复合铜线	5.98%	4.70%	5.00%	4.50%	4.50%
微细电子线材	7.34%	7.26%	7.26%	7.26%	7.26%
耐高温复合铝线	16.36%	15.48%	15.48%	15.20%	15.20%
合计					
营业收入	1345.17	2693.41	3644.49	5094.27	6026.84
营业成本	1246.63	2524.82	3401.96	4754.57	5607.48
毛利率	7.33%	6.26%	6.65%	6.67%	6.96%
营业收入增长率	9.50%	100.23%	35.31%	39.78%	18.31%

数据来源：广发证券发展研究中心

八、风险提示

- 1、募投项目市场开拓低于预期的风险
- 2、资产负债率较高的风险
- 3、实际控制人控制的风险

资产负债表

单位：百万元

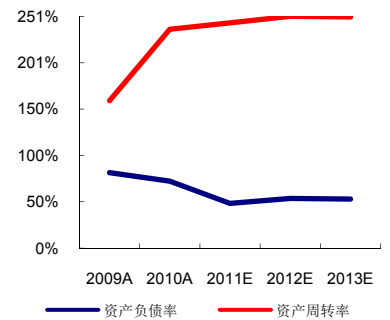
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	839	891	1,234	1,674	2,000
货币资金	204	135	189	256	307
应收及预付	456	522	739	1,004	1,199
存货	179	234	306	414	493
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	253	294	573	584	563
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	190	219	340	491	462
在建工程	2	3	153	3	3
无形资产	56	66	70	76	82
其他称其资产	5	6	10	14	17
资产总计	1,092	1,185	1,806	2,259	2,563
流动负债	817	815	872	1,209	1,349
短期借款	236	436	82	232	147
应付及预收	550	348	790	977	1,202
其他流动负债	31	31	0	0	0
非流动负债	74	44	0	0	0
长期借款	70	40	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	4	4	0	0	0
负债合计	891	859	872	1,209	1,349
股本	80	90	120	120	120
资本公积	50	108	603	603	603
留存收益	50	108	184	281	424
归属母公司股东权益	181	306	907	1,004	1,147
少数股东权益	20	20	26	33	45
负债和股东权益	1,092	1,185	1,804	2,247	2,541

利润表

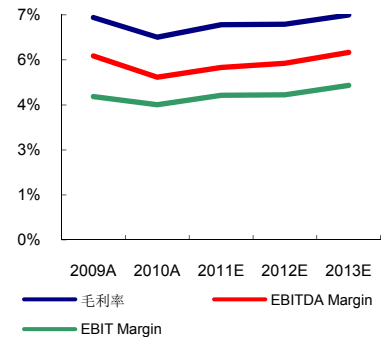
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1369	2696	3644	5094	6027
营业成本	1275	2527	3402	4755	5607
营业税金及附加	2	4	5	7	8
销售费用	13	19	27	38	45
管理费用	18	34	47	66	78
财务费用	18	41	64	95	96
资产减值损失	17	2	2	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	4	0	0	0	0
营业利润	30	70	97	124	182
营业外收入	1	3	2	2	2
营业外支出	2	3	3	3	3
利润总额	29	69	97	123	182
所得税	3	7	15	18	27
净利润	26	63	82	105	154
少数股东损益	2	5	6	8	11
归属母公司净利润	24	58	76	97	143
EBITDA	78	136	194	278	349
EPS (元)	0.30	0.65	0.63	0.81	1.19

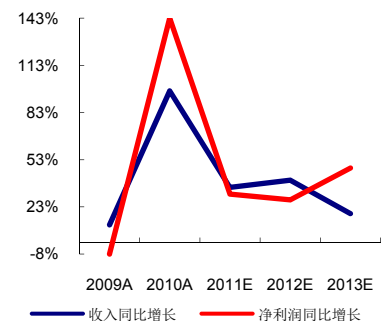
资产负债率趋势



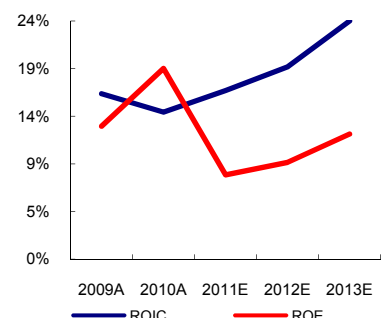
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

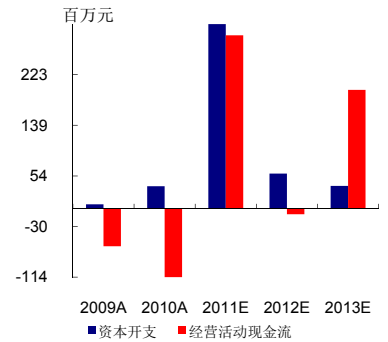
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-63	-114	282	-17	186
净利润	26	63	82	105	154
折旧摊销	17	23	31	50	61
营运资金变动	-136	-227	153	-187	-49
其它	30	27	16	16	19
投资活动现金流	-3	-35	-307	-58	-38
资本支出	-7	-37	-307	-58	-38
投资变动	4	2	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金流	60	207	79	141	-97
银行借款	579	802	-394	151	-86
债券融资	-499	-633	-34	0	0
股权融资	0	68	525	0	0
其他	-20	-31	-17	-9	-11
现金净增加额	-6	58	54	66	51
期初现金余额	111	204	135	189	256
期末现金余额	105	262	189	256	307

主要财务比率

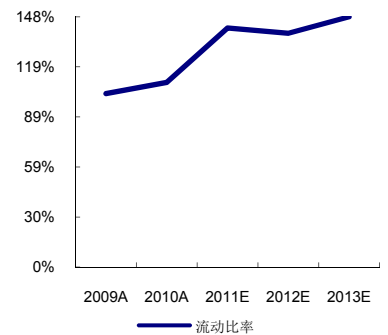
单位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	11.2%	96.9%	35.2%	39.8%	18.3%
营业利润	-9.7%	136.2%	38.9%	27.0%	47.4%
归属于母公司净利润	-7.5%	143.5%	30.8%	27.1%	47.6%
获利能力					
毛利率	6.9%	6.3%	6.7%	6.7%	7.0%
净利率	1.9%	2.3%	2.3%	2.1%	2.6%
ROE	13.2%	19.0%	8.4%	9.6%	12.5%
ROIC	16.5%	14.6%	16.8%	19.2%	23.7%
偿债能力					
资产负债率	81.6%	72.5%	48.3%	53.8%	53.1%
净负债比率	65.7%	113.7%	-11.6%	-2.2%	-13.4%
流动比率	1.03	1.09	1.42	1.38	1.48
速动比率	0.80	0.78	1.04	1.01	1.09
营运能力					
总资产周转率	1.59	2.37	2.44	2.51	2.50
应收账款周转率	4.66	6.06	5.51	5.68	5.62
存货周转率	9.42	12.25	11.13	11.48	11.36
每股指标 (元)					
每股收益	0.30	0.65	0.63	0.81	1.19
每股经营现金流	-0.78	-1.27	2.35	-0.14	1.55
每股净资产	2.26	3.40	7.56	8.37	9.56
估值比率					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	1.7	2.7	-0.6	-0.1	-0.5

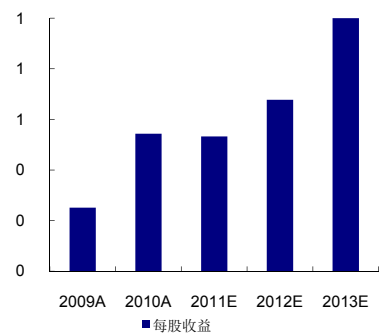
资本开支与经营活动现金流



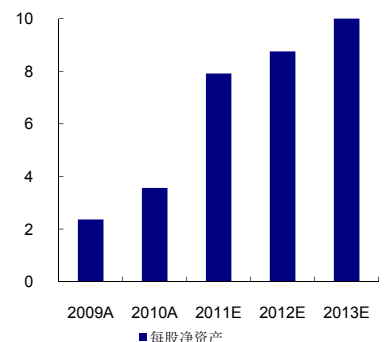
流动比率趋势



每股收益



每股净资产



广发证券电力设备与新能源行业研究小组

韩玲，分析师，加拿大皇后大学工商管理硕士，东南大学电力系统自动化学士，7 年证券从业经验，6 年电力行业从业经验，获 2010 年新财富电力设备与新能源行业最佳分析师第五名，2009 年及 2010 年证券市场周刊电力设备及新能源行业最佳分析师第一名，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：gfh1@gf.com.cn，021-68828545。

袁斌，研究助理，西南交通大学电力电子技术工学硕士，6 年艾默生研发、市场研究经验，2009 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：yb9@gf.com.cn，0755-82739411。

王昊，研究助理，英国诺丁汉大学电力电子工程博士，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wh15@gf.com.cn，020-87555888-681。

曾维强，研究助理，中科院上海分院光电薄膜工学硕士，多年太阳能技术市场研究经验，2010 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：zwq3@gf.com.cn，0755-82535901。

武夏，研究助理，复旦大学金融学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wuxia@gf.com.cn，021-68817881

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。