

露笑科技 (002617)

电磁线行业领导者，看好微细产品发展

——新股询价定价分析报告

康凯 (参见尾页说明)

0755-23976023

kangkai@gtjas.com

编号 S0880511010009

本报告导读：

公司是国内电磁线行业领导者，领先研发并生产微细电磁线，广泛应用于电力电子装配领域，随着家电升级、消费电子发展和新能源汽车普及，将成为业绩增长核心动力。

投资要点：

- **国内电磁线行业领导者**，主要产品包括铜芯和铝芯电磁线，同时 2008 年起开始生产微细电磁线，经过近 3 年的发展已成长为细分行业内资龙头。
- **主要产品份额均排名行业前三**。2009 年和 2008 年按照产销量计算市场占有率分别为 2.83% 和 2.33%，其中 2009 年耐高温铜电磁线产品占有率 8~10%，微细电子线材产品为 15%，铝芯电磁线为 5% 左右。
- **下游市场应用广泛，合作大客户稳定业绩增长**。除了传统的电抗器、变压器、机电类产品应用，公司领先在冰箱压缩机采取铝线替代，目前建立稳定合作关系的企业包括三星、LG、美的、爱默生、正泰、海尔等，有力保障了领先的市场地位。
- **家电升级、消费电子应用和新能源汽车拉动需求侧增长**。传统家电消费面临升级需求，产品向着高质量、低耗能、稳运行的方向发展；消费电子则向微小型过度，短、小、轻、薄成为主流需求。受此影响，微细电磁线市场或呈现持续景气，公司龙头地位有助领先行业发展。
- **预计“十二五”期间，铜、铝电磁线主要下游行业维持 4% 左右增长，而微细电磁线下游增速 8%。**公司微细产能随着募投项目建设逐步释放，后续提供业绩主要增量。
- **募投项目和询价建议：**募投项目集中发展微细电磁线，达产后从 15,000 吨扩充至 30,000 吨；同时建设 7,000 吨新能源汽车专用线材。考虑微细产品份额提升及带来的综合盈利能力增长，我们预计 11 年至 13 年 EPS 分别为 0.64、0.80、0.99 元，建议询价区间 12.80~16.00 元，对应 11 年 20~25 倍。

建议询价区间

12.80-16.00

上市首日定价区间

14.70-18.40

2011.09.06

发行上市资料

发行前总股本 (万股)	9,000
本次拟发行量 (万股)	3,000
发行日期	2011.09.07
发行方式	网下询价, 上网定价

保荐机构

预计上市日期

发行前财务数据

每股净资产 (元)	3.80
净资产收益率 (%)	10.3%
资产负债率 (%)	72.3%

主要股东和持股比例

露笑集团有限公司	57.78%
鲁小均	8.89%
李伯英	7.78%
鲁永	6.31%
李国千	6.00%
李红卫	5.00%
胡晓东	2.78%
郁琼	1.42%
刘枫	0.80%
李孝谦	0.56%

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	136.9	269.7	356.3	456.7	572.3
(+/-)%	11%	97%	32%	28%	25%
经营利润 (EBIT)	46.5	110.0	143.4	181.2	226.6
(+/-)%	-23%	137%	30%	26%	25%
净利润	23.9	58.2	76.6	95.9	118.7
(+/-)%	-8%	144%	32%	25%	24%
每股净收益 (元)	0.20	0.49	0.64	0.80	0.99
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

注：每股净收益按发行后的总股本计算

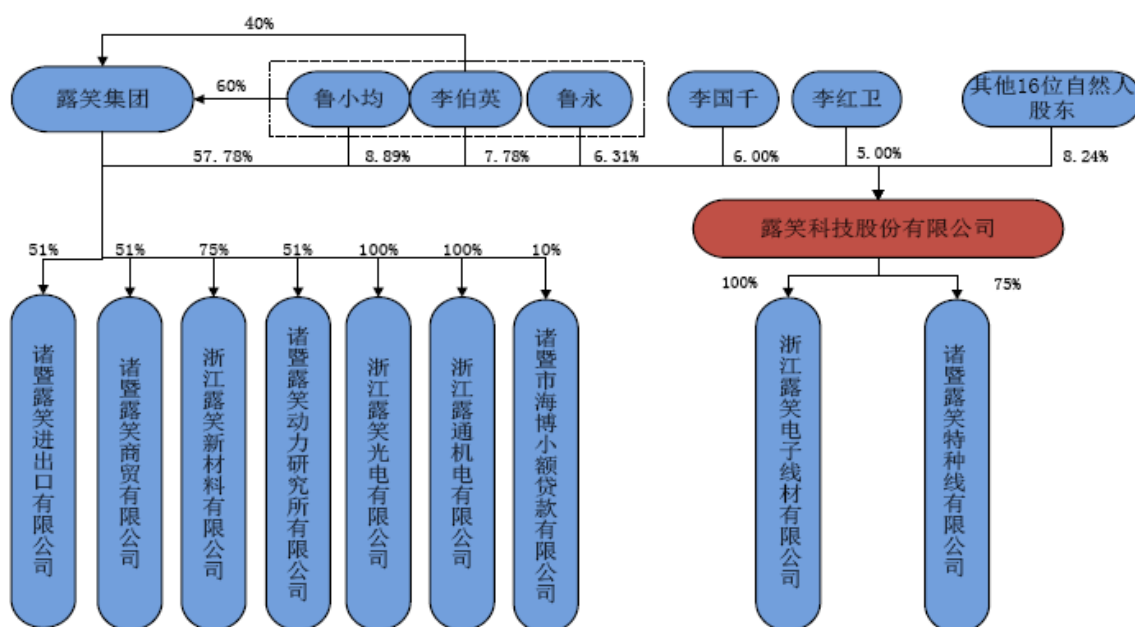
请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司是国内电磁线行业领导者，主要产品包括铜芯和铝芯电磁线，同时 2008 年起开始生产微细电磁线，经过近 3 年的发展已成长为细分行业内资龙头。

目前拥有年产3万吨耐高温复合铜线、1.5万吨微细电子线材和0.7万吨耐高温复合铝线的能力。募投项目重点发展需求旺盛的微细产品和针对新能源汽车的电磁线产能。

本次股票发行前，鲁小均家庭（鲁小均、李伯英和鲁永）直接和间接合计持有本公司 80.76%的股份，为本公司实际控制人。本次发行完成后，鲁小均家庭仍将持有公司 60.57%的股份。

图 1: 公司股权结构 (发行前)

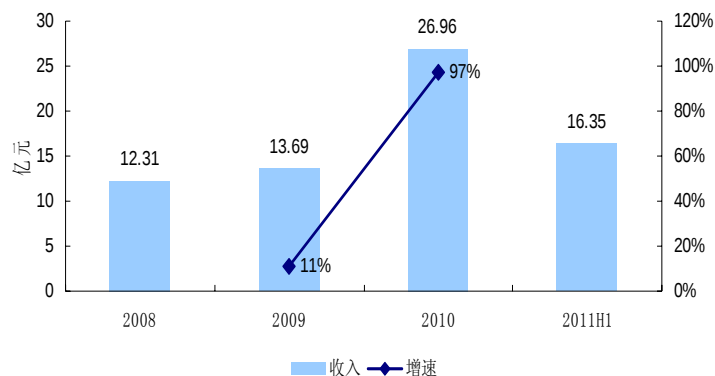


数据来源：国泰君安证券研究、公司招股意向书

受金融危机影响，2009 年下游行业需求锐减，直接影响电磁线制造商业绩增速大幅放缓。公司 2009 年收入和净利润同比增长 11% 和-8%。

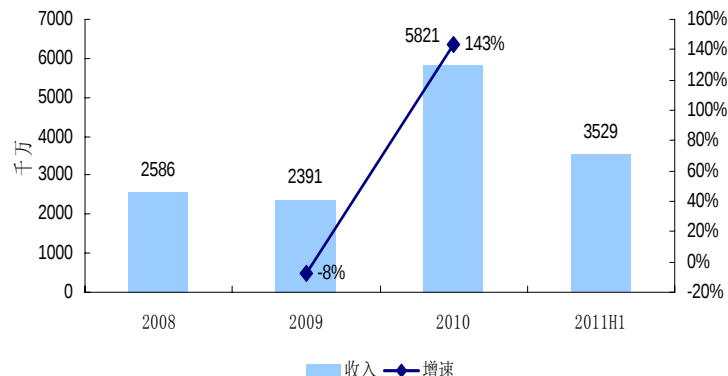
2009 年下半年以来我国电磁线行业出现了明显转机，随着《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》等国家战略性政策文件的出台，电磁线行业迎来了新的发展机遇。2010 年收入和净利润增速大幅提升至 97%和 143%。

图 2: 2008 至 2011 上半年收入增长



数据来源: 国泰君安证券研究、公司招股意向书

图 3: 2008 至 2011 上半年净利润增长



数据来源: 国泰君安证券研究、公司招股意向书

公司销售采取成本加成的方法，在签订销售合同后逐期确定原材料价格，有效锁定材料成本并将风险大部分移出。分析收入变动对单位毛利（元/吨）和加工费更为关注。

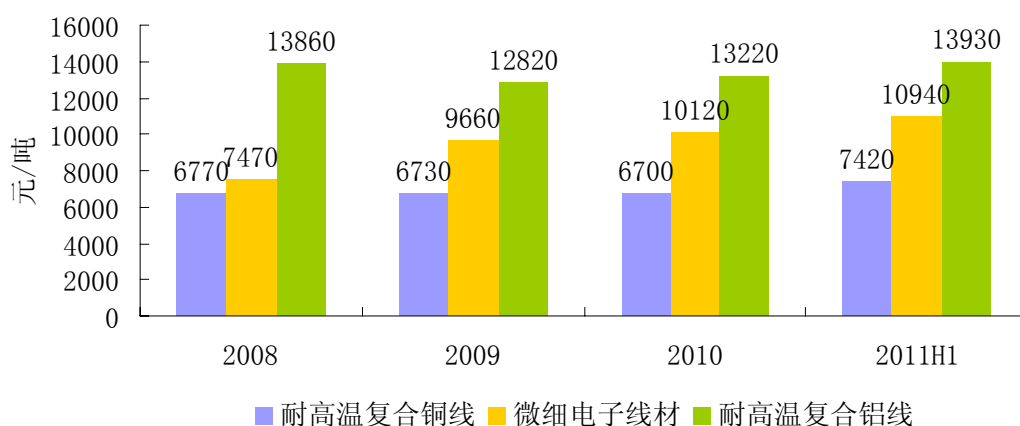
通常锁定加工费后一年内变动不大。我们认为加工费定价考虑了除材料外人力等成本变动、竞争格局、综合定价水平和供需关系，耐高温复合铜、铝线需求持续走低不利于加工费上升，微细电子线材或稳中微升。

表 1: 分产品加工费变动（元/吨）

	2008	2009	2010	2011H1
耐高温复合铜线	6,770	6,730	6,700	7,420
微细电子线材	7,470	9,660	10,120	10,940
耐高温复合铝线	13,860	12,820	13,220	13,930

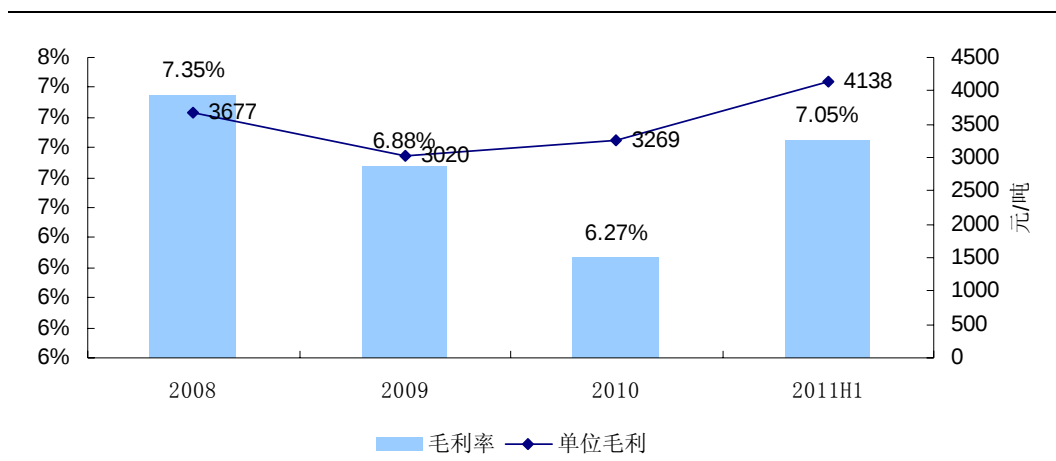
数据来源: 国泰君安证券研究、公司招股意向书

图 4: 分产品加工费变动



数据来源: 国泰君安证券研究、公司招股意向书

图 5: 2008 至 2011 年半年毛利率和单位毛利 (元/吨)



数据来源: 国泰君安证券研究、公司招股意向书

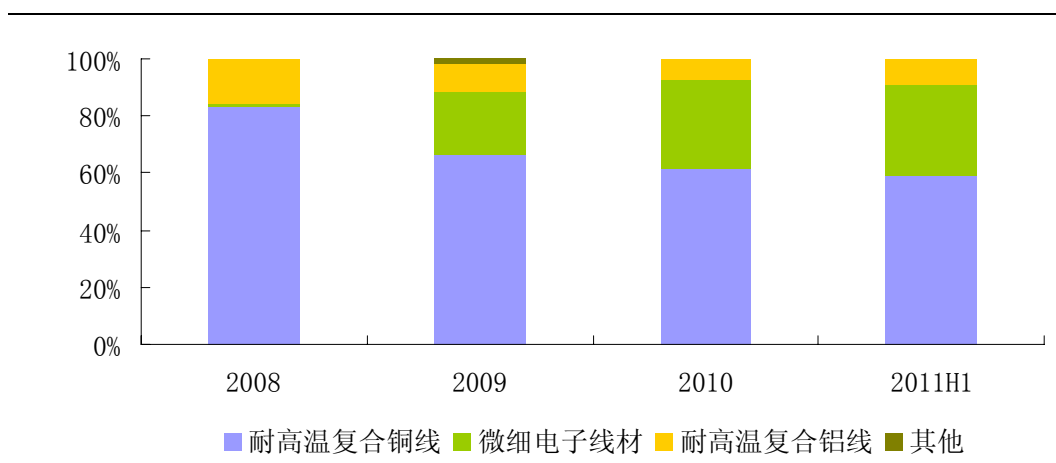
表 2: 分产品毛利率变动

	2008	2009	2010	2011H1
耐高温复合铜线	6.13%	5.98%	4.71%	5.03%
微细电子线材	-25.95%	7.34%	7.26%	7.91%
耐高温复合铝线	17.40%	16.36%	15.49%	17.33%
综合毛利率	7.35%	6.88%	6.27%	7.05%

数据来源: 国泰君安证券研究、公司招股意向书

从分产品收入构成, 2011 年上半年耐高温复合铜线、微细电子线材和耐高温复合铝线占比分别为 59%、32%和 9%。其中, 微细电子线材从 2008 年开始规模生产, 至 2010 年保持年均超 100%的增长。随着下游微电子行业蓬勃发展, 公司具备领先的技术和先发优势, 后续将充分享受增长。

图 6: 2008 至 2011 年半年收入构成



数据来源: 国泰君安证券研究、公司招股意向书

2. 未来发展更倚仗微细电磁线开拓

2.1. 复合铜、铝线增长放缓，微细产品增长依旧

从行业竞争角度看，由于产品同质化严重、生产技术成熟、下游需求稳定，传统的复合铜线和铝线未来将保持低速稳定增长，盈利能力继续提升空间不大，随着竞争加剧，加工费或略降。

按下游细分，传统复合铜、铝电磁线集中在空调、冰箱、微波炉等家电产品，及电抗器、变压器、机电类产品；微细电子线材广泛应用在包括微特电机、继电器、电子变压器、电磁阀、微型线圈等领域。未来发展，受益消费电子发展和家电升级微细线材空间更大。

我们列示了下游主要细分市场容量构成。从趋势上看，“十五”平均增速为 20.6%；到了“十一五”下降到 8.8%，下游需求增速放缓、竞争加剧和经济危机影响明显；“十二五”预计将进一步放缓至 3.5%。

表 3：下游主要细分市场容量构成

(单位：万吨)	2000 年	2005 年	2010 年	2015 年
电机	6.1	12.9	23.3	26.2
变压器	6.5	18.9	40.0	40.0
电动工具	4.8	11.3	8.1	10.0
空调	3.1	11.6	10.0	13.3
冰箱	0.9	2.1	4.5	5.7
微特电机	2.0	4.0	7.0	11.5
继电器	0.5	1.5	3.0	4.0
电子变压器	2.0	5.0	7.0	9.5
汽车	2.6	5.0	7.5	11.0
合计	28.4	72.3	110.3	131.2
复合增速		20.6%	8.8%	3.5%

数据来源：国泰君安证券研究、公司招股意向书

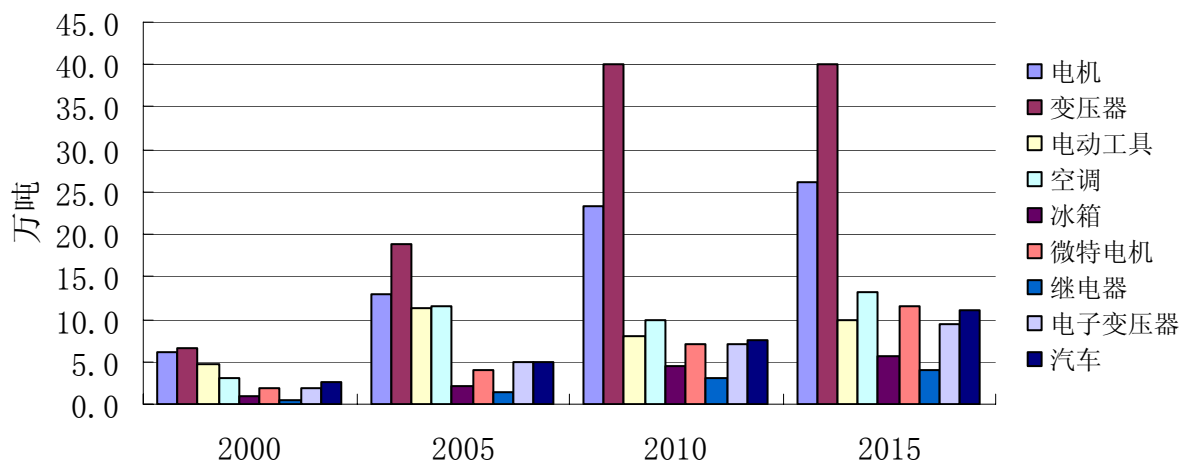
微细电子线材下游增速相对较快，“十二五”期间在 8% 左右。同时目前国内规模生产企业数量较少，公司份额持续扩张是大概率事件。

表 4：微细电子线材下游主要细分市场容量构成

(单位：万吨)	2000 年	2005 年	2010 年	2015 年
微特电机	2.0	4.0	7.0	11.5
继电器	0.5	1.5	3.0	4.0
电子变压器	2.0	5.0	7.0	9.5
汽车	2.6	5.0	7.5	11.0
合计	7.0	15.5	24.5	36.0
复合增速		17.0%	9.5%	8.0%

数据来源：国泰君安证券研究、公司招股意向书

图 7: 下游细分子行业组成



数据来源: 国泰君安证券研究、公司招股意向书

2.2. 公司有望持续提升微细产品份额

全国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。

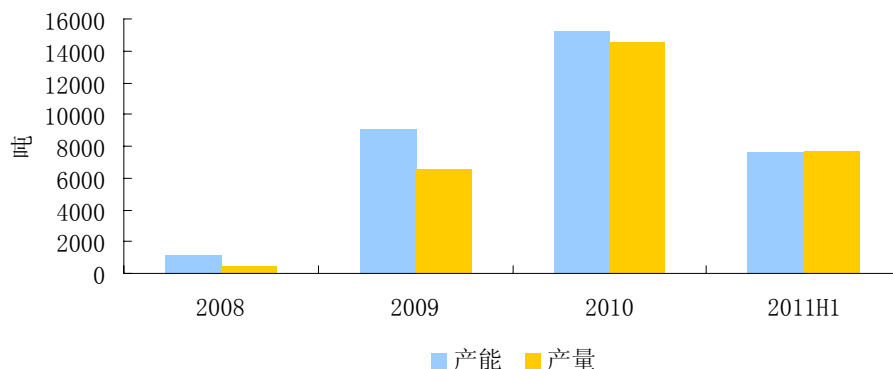
根据中国电器工业协会电线电缆分会的资料显示, 2008 年国内电磁线产品的产销量约为 105 万吨, 公司市场占有率约为 2.33%; 2009 年国内电磁线产品的产销量约为 115 万吨, 公司市场占有率约为 2.83%。

2009 年国内耐高温铜电磁线产品的年产量约 20~25 万吨, 本公司市场占有率为 8~10%。

2009 年国内微细电子线材产品的年产量约 4~5 万吨, 本公司市场占有率约为 15%。

2009 年国内铝芯电磁线产品全行业年产量在 15 万吨左右, 年产 3,000 吨以上的企业仅为 10 家左右, 本公司市场占有率为 5%左右。综合以上, 公司细分产品均排名行业前三。

图 8: 微电子线材产能和产量变化



数据来源: 国泰君安证券研究、公司招股意向书

2.3. 微细电子线材领域优势明显

公司进入市场时间早，在外资仍垄断行业时即开始进口替代的工作。

目前在国内的竞争对手包括杭州益利素勒精线有限公司、大连富士发英有限公司、芜湖金奥微细线有限公司、蓉胜超微线材股份有限公司等。从产能上看，公司目前具有相对优势。

随着我国消费升级拉动，电子产品更新和升级需求提升，公司掌握的微细线和超微细线生产技术应用空间大，项目被列入国家火炬计划。

我们对细分产品未来趋势抱持乐观态度，行业发展和综合实力雄厚助公司享受超于平均的增长。

3. 募投项目和询价建议

募投项目集中发展市场空间大、增速快的微细电子线材产能，同时重点开拓新能源汽车专用产品。

年产 15,000 吨微细电子线材项目投产后将现有的微细电子线材产能提高到 30,000 吨/年,新能源汽车专业线材项目为新增的 7000 吨产能。

表 5: 募投项目介绍

序号	项目名称	总投资额	募集资金投资额
1	年产 15,000 吨微细电子线材项目	28,860	28,860
2	年产 7,000 吨新能源汽车专用线材	10,324	10,324
3	技术中心改造项目	1,402	1,402
合计		40,586	40,586

数据来源：国泰君安证券研究、公司招股意向书

考虑微细产品份额提升及带来的综合盈利能力增长，我们预计 11 年至 13 年 EPS 分别为 0.64、0.80、0.99 元，建议询价区间 12.80~16.00 元，对应 11 年 20~25 倍。

作者简介:**刘骁（贡献作者）:**

执业资格证书编号：S0880110110167

电话：010-59312823

邮箱：liuxiao009336@gtjas.com

电力设备行业研究员，清华大学电机系高电压工程硕士、电气工程及其自动化专业学士，2010年10月加入国泰君安证券。曾任职于新时代证券投资部和毕马威华振会计师事务所。

康凯:

执业资格证书编号：S0880511010009

电话：0755-23976023

邮箱：kangkai@gtjas.com

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		