

谨慎申购

露笑科技（002617）

2011年9月8日

发行价格及数量

发行价	18.00 元
合理价值区间	15.50-18.60 元
网下发行数量	600 万股
网上发行数量	2400 万股

股本结构

总股本（万股）	12000
流通 A 股（万股）	3000
B 股/H 股（万股）	0

重要日期

网下缴款日	2011 年 9 月 8 日
网上申购日	2011 年 9 月 8 日

电气设备与新能源行业高级分析师

牛品

SAC 执业证书编号：S0870510120029
电话：021-23219268
Email：np6307@htsec.com

联系人

房青
电话：021-23219692
Email：fangq@htsec.com

微细电子线材厂商 着力产品结构优化

公司主要产品包括耐高温复合铜线、微细电子线材、耐高温复合铝线。公司国内微细电子线材市场份额约 15%，本次募投项目亦着力微细电子线材产能扩张，新增微细电子线材年产能 1.5 万吨，新能源汽车线材年产能 7 千吨。我们判断伴随消费电子产业稳定增长与新能源汽车产业启动，产能扩张将推动公司该项业务较快增长。

主要财务数据及预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润增长率（%）	-7.54	143.45	28.75	33.17	24.52
营业利润率（%）	6.88	6.27	7.06	6.90	6.97
净资产收益率（%）	8.82	14.25	7.54	9.13	10.21
每股收益（元）	0.20	0.49	0.62	0.83	1.04

注：每股收益按本次发行结束后的总股本 12000 万股计算。

资料来源：海通证券研究所

- **电磁线专业厂商，需求、产能共扩微细线业务体量。**公司主要产品包括耐高温复合铜线、微细电子线材、耐高温复合铝线。2011年上半年，公司前两项业务占主营收入比重达59.05%、32.04%。由于下游消费电子需求旺盛及产能扩张，微细电子线材占主营收入比重相较2009年提升约10个百分点。由于采取成本加成定价模式，公司各项产品毛利率近年保持稳定。
- **定位高端电磁线，产品结构优化进行时。**国内普通电磁线产能已饱和，而微细电子线材等精细加工的高端产品则厂商数量有限。从盈利水平来看，微细电子线材毛利率一般比传统复合铜线高出2-3个百分点。公司在国内微细电子线材市场份额约15%，年产能1.52万吨，无论在生产技术及产能层面均处领先地位。公司近年来持续推动微细电子线材产能扩张，不断提升该项业务收入占比，实现产品结构优化。
- **电磁线产业未来整体增速平稳。微细线材或成业务亮点。**根据电磁线行业“十二五”规划，预计到2015年，电磁线的产量将由2009年的115万吨增长到140-150万吨，增速较为平稳。从细分产品来看，公司目前所生产的微细电子线材主要运用于电子及信息行业，未来亦将进入新能源汽车微细线材领域。我们判断伴随消费电子产业稳定增长与新能源汽车产业启动，产能扩张将推动公司该项业务较快增长。
- **募投项目着力微细线材产能扩张。**本次募投资金用于年产1.5万吨微细电子线材项目、年产7千吨新能源汽车专用线材项目以及技术中心改造项目。预计项目全部达产后，公司年新增营业收入14.08亿元，年新增净利润5471.84万元。公司未来进军新能源汽车专用线材领域，不仅能够分享新能源汽车产业化带来的巨大市场空间，亦有助进一步优化产品结构。
- **公司股票合理价值区间为15.50-18.60元。**我们预测公司2011-2013年的每股收益将达0.62元、0.83元、1.04元。参考同行业的估值水平以及公司行业地位，我们给予公司2011年25-30倍的PE，对应的价值区间为15.50-18.60元，建议谨慎申购。
- **公司主要不确定因素。**（1）原材料价格波动风险；（2）市场竞争风险。

表 1 露笑科技盈利预测假设条件（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入						
耐高温复合铜线	101995.01	90960.52	165783.10	194995.00	211520.00	218130.00
微细电子线材	1993.79	30054.68	84721.40	113528.80	140987.25	269646.00
耐高温复合铝线	18860.17	13500.77	18837.13	29040.00	29150.00	29150.00
其它	255.66	2396.82	264.45	300.00	300.00	300.00
合计	123104.63	136912.79	269606.08	337863.80	381957.25	517226.00
yoy						
耐高温复合铜线		-10.82%	82.26%	17.62%	8.47%	3.13%
微细电子线材		1407.41%	181.89%	34.00%	24.19%	91.26%
耐高温复合铝线		-28.42%	39.53%	54.16%	0.38%	0.00%
其它		837.49%	-88.97%	13.44%	0.00%	0.00%
合计		11.22%	96.92%	25.32%	13.05%	35.41%
营业成本						
耐高温复合铜线	95742.72	85521.08	157974.72	185186.75	201155.52	207659.76
微细电子线材	2511.18	27848.67	78570.63	104548.67	129990.24	248883.26
耐高温复合铝线	15578.50	11292.04	15919.26	24007.37	24194.50	24340.25
其它	219.51	2835.44	240.43	270.00	270.00	270.00
合计	114051.91	127497.23	252705.03	314012.79	355610.26	481153.27
毛利率						
耐高温复合铜线	6.13%	5.98%	4.71%	5.03%	4.90%	4.80%
微细电子线材	-25.95%	7.34%	7.26%	7.91%	7.80%	7.70%
耐高温复合铝线	17.40%	16.36%	15.49%	17.33%	17.00%	16.50%
其它	14.14%	-18.30%	9.08%	10.00%	10.00%	10.00%
合计	7.35%	6.88%	6.27%	7.06%	6.90%	6.97%
营业收入	123104.63	136912.79	269606.08	337863.80	381957.25	517226.00
yoy		11.22%	96.92%	25.32%	13.05%	35.41%
营业成本	114051.91	127497.23	252705.03	314012.79	355610.26	481153.27
yoy		11.79%	98.20%	24.26%	13.25%	35.30%
营业利润率	7.35%	6.88%	6.27%	7.06%	6.90%	6.97%

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表 2 露笑科技损益表预测（万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	123104.63	136912.79	269606.08	337863.80	381957.25	517226.00
增长率（%）		11.22%	96.92%	25.32%	13.05%	35.41%
营业成本	114051.91	127497.23	252705.03	314012.79	355610.26	481153.27
毛利率（%）	7.35%	6.88%	6.27%	7.06%	6.90%	6.97%
营业税金及附加	131.72	177.82	354.85	439.22	496.54	672.39
销售费用	1067.74	1345.98	1893.88	2263.69	2673.70	3620.58
销售费用率（%）	0.87%	0.98%	0.70%	0.67%	0.70%	0.70%
管理费用	1366.66	1824.48	3375.39	3277.28	4328.40	7510.74
管理费用率（%）	1.11%	1.33%	1.25%	0.97%	1.13%	1.45%
财务费用	2659.70	1756.54	4054.52	7800.00	5741.12	7778.40
资产减值损失	206.60	1733.02	215.00	405.44	381.96	517.23
期间费用	5300.70	6660.02	9538.80	13746.40	13125.18	19426.95
期间费用率（%）	4.31%	4.86%	3.54%	4.07%	3.44%	3.76%
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-334.44	389.41	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	3285.87	2967.13	7007.39	9665.38	12725.26	15973.38
EBIT	6058.39	4653.06	11003.13	17331.54	18434.43	23584.56
增长率（%）		-23.20%	136.47%	57.51%	6.36%	27.94%
EBIT margin	4.92%	3.40%	4.08%	5.13%	4.83%	4.56%
营业外收入	240.29	130.05	282.38	420.00	350.00	350.00
营业外支出	127.48	200.65	341.16	553.84	381.96	517.23
利润总额	3398.69	2896.53	6948.61	9531.54	12693.31	15806.16
增长率（%）		-14.78%	139.89%	37.17%	33.17%	24.52%
所得税	332.24	278.52	661.98	1429.73	1904.00	2370.92
所得税率（%）	9.78%	9.62%	9.53%	15.00%	15.00%	15.00%
净利润	3066.45	2618.01	6286.62	8101.81	10789.31	13435.23
少数股东损益	480.44	227.05	465.75	607.64	809.20	1007.64
归属于母公司所有者净利润	2586.00	2390.96	5820.87	7494.17	9980.11	12427.59
各年度总股本（万股）	8000.00	8000.00	9000.00	12000.00	12000.00	12000.00
稀释 EPS（元）	0.22	0.20	0.49	0.62	0.83	1.04

注：每股收益按本次发行结束后的总股本 12000 万股计算。

资料来源：公司招股说明书，海通证券研究所

表 3 可比上市公司估值对比

		收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE		
		9 月 7 日	9 月 7 日	2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
002498	汉缆股份	19.21	135.43	0.57	0.55	0.64	33.70	34.93	30.02
002212	南洋股份	9.36	47.76	0.26	0.35	0.52	36.39	26.50	18.15
600577	精达股份	10.29	37.10	0.30	0.37	0.47	34.17	27.93	21.85
002141	蓉胜超微	6.97	12.68	0.09	0.15	0.27	81.14	46.59	26.15
							46.35	33.99	24.04

资料来源：WIND，海通证券研究所

我们预测公司 2011-2013 年的每股收益将达 0.62 元、0.83 元、1.04 元。参考同行业的估值水平以及公司行业地位，我们给予公司 2011 年 25-30 倍的 PE，对应的价值区间为 15.50-18.60 元，建议谨慎申购。

信息披露

分析师声明

牛 品：电力设备和新能源行业高级分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：国电南自、国电南瑞、四方股份、积成电子、荣信股份、理工监测、华光股份、杭锅股份、东方电气、上海电气、龙源技术、中国西电、平高电气、合康变频。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

1. 投资评级的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的海通综指的涨跌幅。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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客户。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。在任何情况下，本公司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。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。