

快速发展的电磁线龙头企业

买入 首次

合理价格：20.7~21.60 元

投资要点:

- 公司是专业的、快速发展的电磁线制造加工企业
- 公司具备产能规模、品牌质量、客户资源等优势
- 募投资金投向超微细线领域，将带来公司业绩进一步增长

报告摘要:

- 公司的主营业务包括铜芯、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电磁线和微细电子线材两类。目前耐高温复合铜线占据主导，在 2008~2010 三年业务收入占比均一直超过 60%。
- 重点发展的微细电子线，毛利贡献度快速提升。自 2008 年投产以来，三年的年复合增长率达到 652%，业务收入占比也从 1.62% 提升到 31.45%，毛利率也由 -25.95% 提升到 7.26%，达到业界领先水平。
- 稳定发展的盈利模式。“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，原材料铜/铝价格波动和产品销售价格波动的风险大部分被抵消，基本可以锁定产品的单位毛利。
- 下游客户资源优秀、分散而且长期稳定。公司主要面对中高端的客户，客户需求具有较高的质量要求、较强的计划性和持续性，公司前 30 名客户的销售量合计占公司总销售收入的 70% 以上。并对主要客户的依赖度呈逐渐降低趋势。
- 下游市场引导电磁线行业发展：行业涉及多领域、资本密集型、周期性行业。目前行业整体集中度过低，未来将要面临整合，并向高端专业化发展。在行业竞争中，公司拥有品牌和客户资源优势、创新和人才优势、产品规模和质量优势。
- 募投资金项目：公司 IPO 募集资金主要解决营运资金限制和产能不足的问题，主要投向微细电子线材和新能源汽车专用线材。这两类产品都是目前单位毛利最高的，明年项目的投产将使公司收入和利润同时增长。
- 投资建议：预计公司 2011 年/2012 年/2013 年的主营业务收入为 35.1 亿元/48.18 亿元/58.89 亿元；净利润分别为 0.863 亿元/1.18 亿元/1.52 亿元，EPS（全面摊薄后）分别为 0.67/0.91/1.18 元。如果按照 2011 年 30~32 倍的 PE，公司合理股价区间在 20.7~21.60 元，建议投资者积极关注。

数据摘要	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1369.1	2696.1	3514.6	4818.4	5889.1
YoY(%)	11.2%	96.9%	30.4%	37.1%	22.2%
毛利率(%)	6.9%	6.3%	7.0%	7.2%	7.3%
净利润	26.2	62.9	86.3	118.0	152.6
YoY(%)	-14.6%	140.1%	37.3%	36.7%	29.3%
净利率(%)	1.9%	2.3%	2.5%	2.4%	2.6%
ROE	13.0%	19.3%	9.6%	11.7%	13.2%
EPS(元，全面摊薄)	0.20	0.49	0.67	0.91	1.18
P/E(x)	90.3	37.1	27.0	19.8	15.3
P/B(x)	7.2	5.0	2.4	2.1	1.9

电子行业分析师

李坤阳 (S1180511030001)

电话：010-8808 5151

Email: Likunyang@hysec.com

发行情况

发行规模 (万股)	3000
发行前总股本 (万股)	9000
发行后总股本 (万股)	12000
募集资金 (亿元)	5.4
发行价	18.00
发行市盈率	37.1x
发行日期	2011.9.8
上市日期	2011.9.19
主承销商	东兴证券

发行后股东情况

1	露笑集团	43.33%
2	鲁小均	6.67%
3	李伯英	5.83%
4	鲁永	4.73%
5	李国千	4.50%
6	李红卫	3.75%
7	胡晓东	2.083%
8	郁琼	1.067%
9	刘枫	0.600%
10	李孝谦	0.417%

目录

投资建议	4
公司专注于电磁线，重点发展微细线.....	5
收入规模快速增长，微细电磁线的占比持续提高	5
铜/铝价格+加工费定价模式降低风险	6
下游客户资源优秀、分散而且长期稳定	7
上游原材料供应商集中度降低	7
营销与技术研发并重，开拓国际市场	8
家族式控股结构，股权集中	8
下游市场引导电磁线行业发展，将要面临整合.....	9
多领域、资本密集型、周期性行业	9
国内电磁线产量逐年增加，但缺乏高端产品	10
行业加工费保持稳定但整体偏低	11
行业集中度相对偏低	12
下游市场新技术引导未来产品发展趋势	13
公司竞争优势分析	14
募资投向有望将大幅提升公司产能规模.....	15
公司长远发展面临资本和产能的限制	15
募投资金用于扩大产能、促进研发	15
产能扩张带来公司利润新的飞跃	16
风险提示	17
盈利预测	18

插图

图 1: 公司主营业务收入及构成（百万元）	5
图 2: 公司主营业务毛利（百万元）及毛利率(%).....	5
图 3: 公司生产成本构成情况/ 万元.....	6
图 4: 长江现货铜价走势图/元.....	6
图 5: 长江现货铝价走势图/元.....	6
图 6: 铜芯电磁线产品售价和铜采购价格波动情况/ 元/吨.....	7
图 7: 铜芯电磁线产品售价和铝采购价格波动情况/ 元/吨.....	7
图 8: 公司前 5 名客户销售收入累计占比.....	8
图 10: 公司 IPO 前股权结构	9
图 11: 业内主要上市公司电磁线业务营业收入/百万元.....	10
图 12: 公司 2009 年主营产品销量及市场占有率/ 万吨.....	10
图 13: “十二五”期间主要下游行业对电磁线产品需求量的累计预测/ 万吨.....	11
图 14: 电磁线行业主要上市公司毛利率.....	12
图 15: 公司主营产品产能利用率.....	15

表格

表 1: 可比上市公司财务指标分析.....	4
表 2: 可比上市公司相对估值水平	5
表 3: 公司主要产品的下游领域及主要客户	7
表 4: 电磁线产品分类.....	10
表 5: 公司募集资金具体去向单位: 万元.....	15
表 6: 年产 15000 吨微细电子线材项目达产后的销量和销售收入/万元.....	16
表 7: 年产 7000 吨新能源汽车专用线材项目达产后的销量和销售收入/万元.....	16
表 8: 募投项目主要财务指标.....	16
表 9: 分产品生产规模、销售收入及盈利预测表.....	18
表 10: 期间费用分析及预测.....	19

投资建议

根据我们对公司经营业务的理解并建立了预测模型，计算得 2011 年/2012 年/2013 年的主营业务收入预测结果分别为 35.1 亿元/48.18 亿元/58.89 亿元；净利润分别为 0.863 亿元/1.18 亿元/1.52 亿元，分别同比增长了 37.32%，36.73%，29.26%；EPS（全面摊薄后）分别为 0.67 元/0.91 元/1.18 元。

公司属于电磁线缆行业，因此选取同行业或类似经营模式的 A 股上市公司，主要包括蓉胜超微、上风高科、中天科技、通光线缆等。

表 1：可比上市公司财务指标分析

证券代码	证券名称	ROE (%)				销售毛利率 (%)				净利率 (%)			
		2008A	2009A	2010A	2011H	2008A	2009A	2010A	2011H	2008A	2009A	2010A	2011H
002617.sz	露笑科技	16.45	14.15	23.90	10.89	7.35	6.88	6.27	7.05	2.49	1.91	2.33	2.34
002141.sz	蓉胜超微	0.46	1.10	5.23	2.68	7.62	8.35	9.0	7.59	0.2	0.66	1.82	1.38
600577.sh	精达股份	13.65	8.65	13.34	5.52	6.41	7.83	8.02	7.34	2.62	2.40	1.91	1.62
000967.sz	上风高科	2.85	-4.44	2.05	4.90	9.76	7.96	8.05	8.40	1.46	-1.74	1.08	2.80
600522.sh	中天科技	18.12	26.49	24.17	9.82	19.32	24.48	22.11	20.56	5.89	10.29	10.55	9.4
300265.sz	通光线缆	11.90	18.19	31.40	11.09	25.61	25.34	25.80	30.88	4.27	5.63	9.36	7.84
证券代码	证券名称	资产负债率 (%)				流动比率				速动比率			
		2008A	2009A	2010A	2011H	2008A	2009A	2010A	2011H	2008A	2009A	2010A	2011H
002617.sz	露笑科技	71.95	81.60	72.50	72.28	0.99	1.03	1.09	1.07	0.6	0.81	0.81	0.80
002141.sz	蓉胜超微	30.13	42.68	51.31	56.74	1.66	1.30	1.17	1.08	1.25	0.96	0.90	0.78
600577.sh	精达股份	45.07	60.85	66.13	58.92	1.55	1.25	1.19	1.42	1.33	1.03	0.94	1.20
000967.sz	上风高科	47.97	44.66	51.89	52.36	1.42	1.47	1.40	1.43	1.2	1.26	1.6	1.26
600522.sh	中天科技	64.27	50.83	55.21	57.80	1.21	1.58	1.54	1.47	0.67	1.00	1.08	1.04
300265.sz	通光线缆	64.53	67.57	62.79	64.78	1.07	1.05	1.34	1.33	0.92	0.88	1.12	1.08
证券代码	证券名称	营业总收入同比增长率 (%)				归属母公司股东净利润同比增长率 (%)				营业总收入 (亿元)			
		2008A	2009A	2010A	2011H	2008A	2009A	2010A	2011H	2008A	2009A	2010A	2011H
002617.sz	露笑科技	0.00	11.22	96.92	-	0.00	-7.54	143.45	-	12.31	13.69	26.96	16.35
002141.sz	蓉胜超微	-3.36	-21.70	92.51	32.95	-94.46	135.09	389.68	23.69	6.52	5.11	9.83	6.13
600577.sh	精达股份	-9.40	-20.26	89.9	42.54	8.71	-31.57	63.52	5.22	50.53	40.30	76.55	53.58
000967.sz	上风高科	-8.19	-25.18	70.31	31.32	-72.30	-271.60	147.62	1232.67	12.83	9.60	16.34	10.13
600522.sh	中天科技	46.45	27.88	16.69	6.71	73.19	129.42	29.61	3.32	29.12	37.24	43.47	21.46
300265.sz	通光线缆	0.00	3.39	27.03	-	0.00	61.28	103.86	-	2.92	3.87	4.91	2.49
证券代码	证券名称	存货周转率				应收账款周转率				净利润 (百万元)			
		2008A	2009A	2010A	2011H	2008A	2009A	2010A	2011H	2008A	2009A	2010A	2011H
002617.sz	露笑科技	12.44	9.42	12.25	6.27	7.61	4.66	6.06	3.49	0.26	0.24	0.58	0.35
002141.sz	蓉胜超微	9.48	7.12	10.40	5.01	5.95	4.12	5.32	2.45	0.01	0.03	0.16	0.08
600577.sh	精达股份	16.65	13.53	14.97	8.62	7.77	5.51	6.35	3.41	0.97	0.66	1.09	0.65
000967.sz	上风高科	12.89	11.09	17.66	9.67	3.67	2.96	4.35	2.18	0.12	-0.20	0.10	0.24
600522.sh	中天科技	2.6	2.79	3.4	1.68	4.93	4.63	3.67	1.31	1.46	3.35	4.37	2.01
300265.sz	通光线缆	5.52	6.08	6.34	2.38	1.87	2.28	2.64	1.20	0.15	0.24	0.48	0.20

资料来源：宏源证券研究所

通过财务数据对比，可以看出公司具有良好的经营指标，尤其是净利润率、规模增长等方面比较突出。根据预测 EPS，按照公司发行价 18.00 元计算，2011 年动态 PE 为 27 倍，明显低于行业平均值。另 2012 年、2013 年的动态 PE 分别为 24.65 倍和 18.65 倍。我们认为公司发行价格合理。如果按照 2011 年 30~32 倍的 PE，公司合理股价区间在 20.7~21.60 元，即在二级市场仍有较大空间。因此，随着公司 IPO 完成并上市交易，建议投资者积极关注。

表 2：可比上市公司相对估值水平

证券简称	收盘价	总股本 (亿股)	流通 A 股 (亿股)	每股收益(元)				CAGR %	动态 PE(倍)				PEG
				2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E	
露笑科技	18.00	1.20	0.30	0.49	0.67	0.91	1.18	55.9%	37.11	27.05	19.78	15.30	0.48
蓉胜超微	6.88	1.82	1.82	0.09	0.12	0.21	0.29	50.0%	80.05	57.33	32.76	23.72	1.15
精达股份	10.19	3.61	2.94	0.30	0.39	0.52	0.66	37.6%	33.85	26.13	19.60	15.44	0.69
上风高科	8.45	2.05	2.05	0.05	0.18	0.22	0.28	81.6%	180.64	46.94	38.41	30.18	0.58
中天科技	19.85	3.91	3.91	1.12	1.26	1.57	1.89	21.9%	17.78	15.75	12.64	10.50	0.72
通光线缆	18.28	1.35	0.28	0.36	0.37	0.74	1.09	57.8%	50.96	49.41	24.70	16.77	0.86
平均									66.73	37.10	24.65	18.65	0.75

资料来源：宏源证券研究所

公司专注于电磁线，重点发展微细线

收入规模快速增长，微细电磁线的占比持续提高

公司自成立以来一直从事电磁线产品的设计、研发、生产及销售，电磁线是一种具有绝缘层的导电金属电线，用以制造电工产品中的线圈或绕组，广泛应用于电力、家电、通讯、电子、汽车、风电装备、航空航天等多个行业。公司 2010 年实现销售收入 26.93 亿元，并在 2011 年上半年实现销售收入 16.34 亿元。

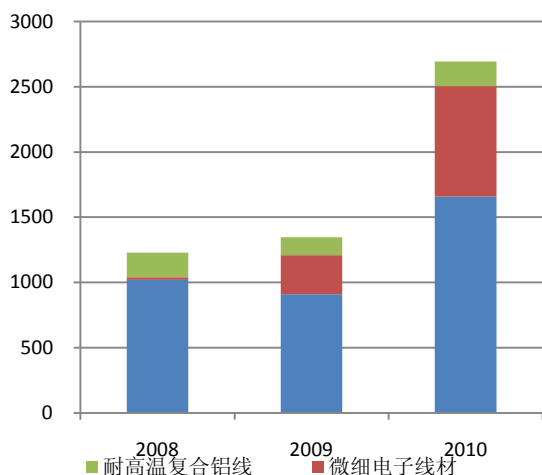
公司的主营业务包括铜芯、铝芯电磁线两大类，其中铜芯电磁线产品又可分为耐高温复合电磁线和微细电子线材两类，铝芯电磁线产品主要是耐高温复合铝电磁线。

目前公司收入构成中，耐高温复合铜线占据主导。耐高温复合铜线在 2008~2010 三年业务收入占比均一直超过 60%。2009 年由于金融危机过后铜铝价格大幅度下跌，主营业务收入增长缓慢，但随着金融危机过后铜铝价格回升，2010 年主营业务收入增加 100%。

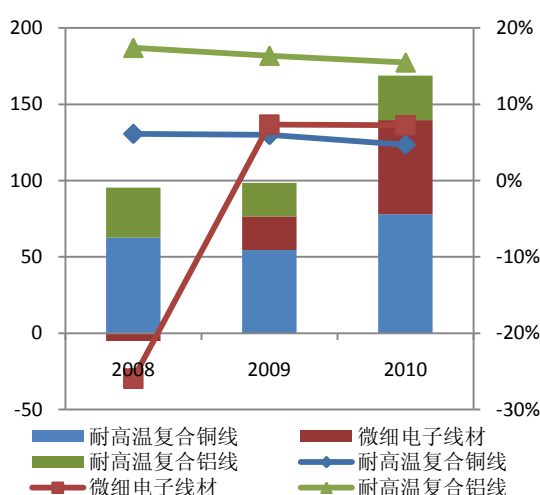
重点发展的微细电子线，毛利贡献度快速提升。自 2008 年投产以来，三年的年复合增长率达到 652%，业务收入占比也从 1.62%提升到 31.45%，毛利率也由-25.95%提升到 7.26%，达到业界平均水平。

图 1：公司主营业务收入及构成（百万元）

图 2：公司主营业务毛利（百万元）及毛利率(%)



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

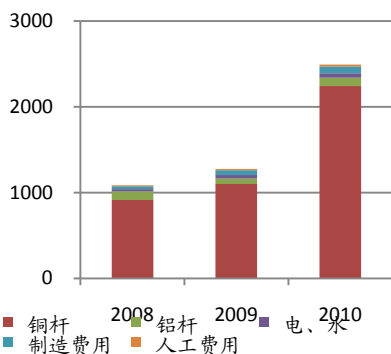


资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

铜/铝价格+加工费定价模式降低风险

对于电磁线加工企业，铜铝原材料的价格波动是企业面临的重要风险。由于金融危机的影响，2008-2010年铜铝价格均发生了大幅度的波动。但在“铜/铝价格+加工费”的模式下，公司产品售价与原材料价格成正比，可以有效将风险规避。

图3：公司生产成本构成情况/万元



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

图4：长江现货铜价走势图/元



资料来源：中铝网，宏源证券研究所

图5：长江现货铝价走势图/元



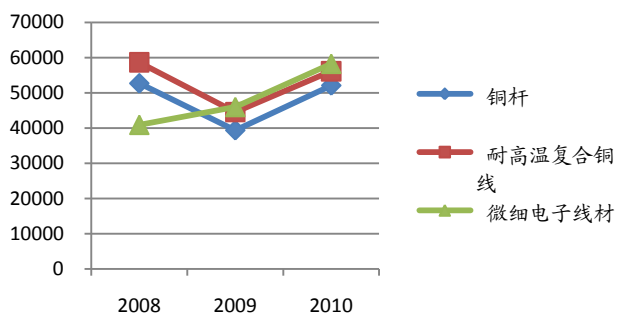
资料来源：中铝网，宏源证券研究所

鉴于“铜/铝价格+加工费”的行业定价特点，公司以“以销定产、购销对应”为基本经营模式，即总体上根据客户的年度供货计划和月度订单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，其中铜铝价格可分为合约铜/铝和点铜/铝两种。同时为确保对重要客户的及时交货、应对部分客户的零星需求，公司也适当提前安排生产、预备少量产品。

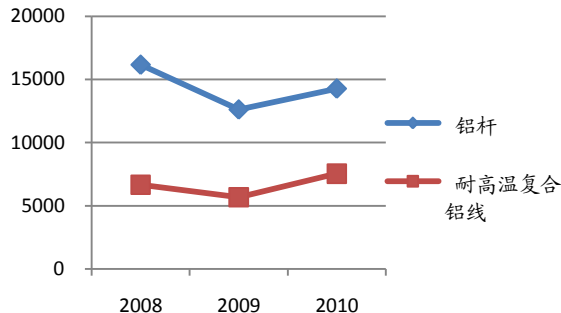
“以销定产、购销对应”的基本经营模式和“铜/铝价格+加工费”的基本定价模式，原材料铜/铝价格波动和产品销售价格波动的风险大部分被抵消，基本可以锁定产品的单位毛利。此外公司还通过一些其他方法控制经营风险及应对价格波动：

- 合理控制预备商品规模
- 销售方面鼓励采用合约铜/铝定价方式

- 毁约预防
- 利用期货市场进行套期保值

图 6：铜芯电磁线产品售价和铜采购价格波动情况/ 元/吨


资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

图 7：铜芯电磁线产品售价和铝采购价格波动情况/ 元/吨


资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

下游客户资源优秀、分散而且长期稳定

由于电磁线的产品特性，下游客户无法通过抽样等传统手段即时对全部产品质量作出快速经验，一般只能使用过程中才能发现产品的潜在质量缺陷，因此下游客户选定供应商后一般会形成长期的合作关系。而公司主要面对中高端的客户，客户需求具有相对较高的质量要求、较强的计划性和持续性，公司对前 30 名客户的销售量长期较为稳定，销售额占公司总销售收入的 70%以上。同时公司对主要销售客户的销售额占比逐年下降，对主要客户的依赖度逐渐降低。

表 3：公司主要产品的下游领域及主要客户

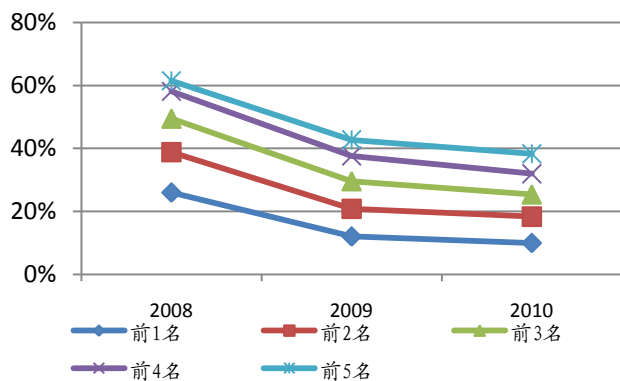
产品种类	应用领域	主要客户
耐高温复合铜电磁线	空调	苏州三星电子、天津 LG、广东美芝、西安庆安制冷、广州松下万宝、杭州富生、苏州浦项、泰信
	冰箱	北努西、恩布拉科、华意压缩、钱江制冷、加西贝拉、黄石东贝、广州冷机、迪贝、常州洛克、泰州 LG、苏州三星、特种电机、长江电器、海宏、上海珂纳、四川丹甫
	机电产品	苏州星德胜、杭州春兰、宁波德昌、东莞大忠
微细电子线材	微特电机	威灵电子、大洋电机、凯邦电机、江苏上祺集团、三协电产、常州雷利电机、绍兴锋龙电机、海尔电机、卧龙家电、湖北惠洋电器
	继电器	赛特勒、宏发
	电子变压器	东莞大忠
	电磁阀	常州雷利电机
耐高温复合铝电磁线	微型线圈	重庆力华、天长日新
	微波炉 压器	青岛云路新能源、珠海云路、佛山威灵电子电器、南通 DPC、华东变压器
	电抗器	艾默生、深圳大佳、云路、威灵、DPC
	变压器	立德电子、东莞光华、厦门汇科

资料来源：宏源证券研究所

上游原材料供应商集中度降低

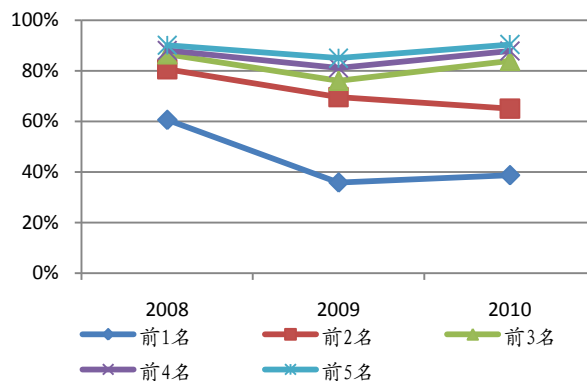
电磁线产品的上游主要是铜铝原材料的采购,公司与主要供应商一直保持比较稳定的关系,原材料的采购也面向多家公司进行以降低风险,主要供应商的采购金额占比也逐渐降低,自2008年后向单个供应商采购主要原材料比例超过采购总额50%,不存在严重依赖于少数供应商的情况。

图8: 公司前5名客户销售收入累计占比



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

图9: 公司向前5名供应商采购金额累计占比



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

营销与技术研发并重, 开拓国际市场

公司目前核心技术主要来源于自主研发开发,除了目前已用于大批量生产的多项技术之外,公司目正在进行相关高端、专业化产品的研发,譬如新型高效节能电机用特种电磁线,航天用继电器超微漆包铜线的开发,内窥镜用超微细漆包铜线的开发等。目前公司拥有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。

公司凭借覆盖全国的销售网络和良好的服务质量,已通过ISO9001、ISO14001、ISO1/TS16949等管理体系认证,产品通过美国UL(Underwriter Laboratories Inc)安全认证以及欧盟RoHS(关于在电子电气设备中禁止使用某些有害物质指令)检测,目前已成为众多国内外知名企业的合格供应商,公司主要客户包括三星电子、LG、巴西恩布拉科、艾默生、美的、正泰、长虹、海尔、钱江制冷等知名企业,曾获得客户授予的优秀供应商和战略合作伙伴等荣誉。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。

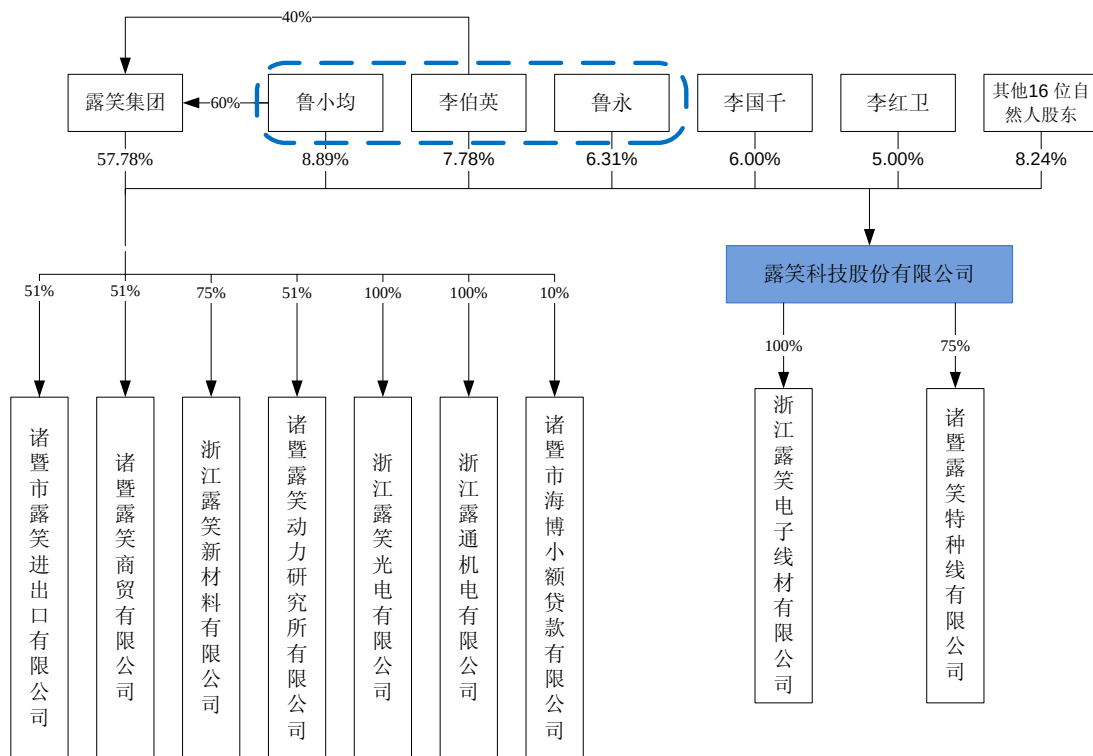
家族式控股结构, 股权集中

公司控股股东为露笑集团,持有本公司57.78%的股份,露笑集团注册资本为5000万元,其中鲁小均出资3000万元,鲁小均之妻李伯英出资2000万元。此外鲁小均直接持有本公司800万股股份,占公司本次发行前总股本的8.89%,李伯英直接持有本公司700万股股份,占公司本次发行前总股本的7.78%,鲁小均之子鲁永直接持有本公司568万股股份,占公司本次发行前总股本6.31%,鲁小均家庭(鲁小均、李伯英夫妇和其子鲁永)合计持有本公司7268万股股份,占公司本次发行前总股本的80.76%,为本公司实际控制人。

公司下属两个子公司:诸暨露笑特种线有限公司和浙江露笑电子线材有限公司。其中诸暨露笑特种线有限公司成立于2005年6月17,成立后经过多次股权转让和增资,股权

结构为露笑科技股份有限公司出资 459.18 万美元，占 75% 股权，挪威海德马克有限公司出资 153.06 万美元，占 25% 股权，公司主要产品为耐高温铝电磁线。浙江露笑电子线材有限公司成立于 2010 年 9 月 19 日，为发行人募集资金投资项目实施而专门设立，主要业务为制造销售为电线电缆、漆包线、电子元器件；有色金属加延加工；从事货物及技术的进出口业务。

图 10：公司 IPO 前股权结构



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

下游市场引导电磁线行业发展，将要面临整合

多领域、资本密集型、周期性行业

电磁线又称为绕组线，是一种具有绝缘层的导电金属电线，用以制造电工产品中的线圈或绕组，其作用是通过电流产生磁场或切割磁力线产生感应电流，实现电能和磁能的相互转换。根据《国民经济行业分类》，电磁线行业属于电气机械及器材制造业大类下的电线电缆制造小类。

根据主要应用领域，电磁线可分为一般用途的电磁线和特殊用途电磁线等几类。其中，一般用途的电磁线主要用于电机、电器、仪表、变压器等，通过绕制线圈产生电磁效应，利用电磁感应原理实现电能与磁能转换目的。特殊用途的电磁线是指应用于电子元器件、新能源汽车等领域具有某种质量特性要求的电磁线，如微细电子线材主要应用于电子、信息行业实现信息的传输，新能源汽车专用线材主要应用于新能源汽车的生产制造。

表 4：电磁线产品分类

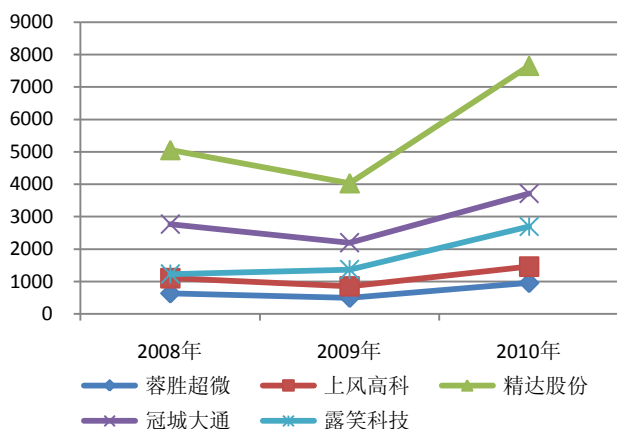
分类方法	种类
按绝缘材料	缩醛漆包线、聚酯漆包线、聚氨酯漆包线、改性聚酯漆包线、聚酯亚胺漆包线、聚酯亚胺/聚酰胺酰亚胺漆包线、聚酰亚胺漆包线
按导体材料	铜线、铝线、合金线
按耐热级别	A 级 105℃、E 级 120℃、B 级 130℃、F 级 155℃、H 级 180℃、C 级 > 180℃
按线径规格	普通漆包线和微细漆包线两类。普通漆包线是指线径规格大于 $\Phi 0.6\text{mm}$

资料来源：宏源证券研究所

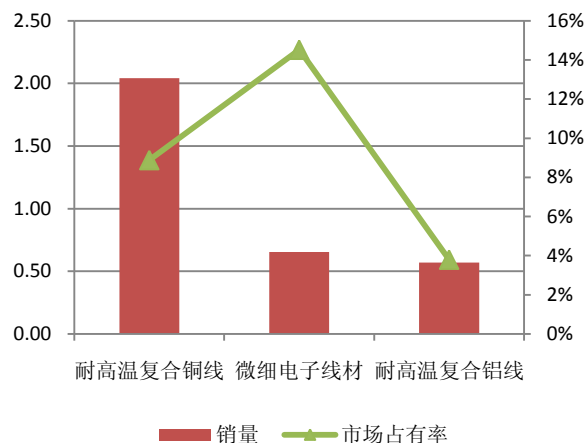
应用领域广泛。电磁线广泛应用于电力、家电、通讯、电子、汽车、风电装备、航空航天等多个行业，涵盖了以家电和机电产品为主体的传统行业和以电子信息产品、新能源、高端装备制造为主体的新兴行业。

周期性较强。由于电磁线的下游行业与宏观经济形势息息相关，具有明显的周期性，导致电磁线行业周期性也很强。由于 2008 年金融危机的影响，2009 年行业内上市公司的电磁线业务收入增速缓慢，部分企业甚至出现下降；而在 2010 年由于整体宏观经济形势好转，所有公司的收入均获得大幅度增加。

资本需求高。由于电磁线生产主要原材料是电解铜和铝，而电解铜价格一直处于高位，需要占用大量营运资金，属于典型的资金密集型行业，行业内公司需具备一定的资本规模和筹资能力。

图 11：业内主要上市公司电磁线业务营业收入/百万元


资料来源：宏源证券研究所

图 12：公司 2009 年主营产品销量及市场占有率/万吨


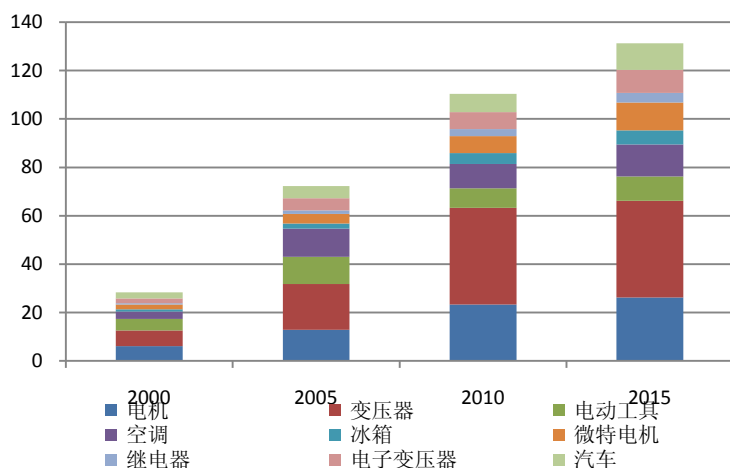
资料来源：宏源证券研究所

国内电磁线产量逐年增加，但缺乏高端产品

过去电磁线产品生产与市场主要集中在北美、日本和西欧，进来随着电磁线下游制造业客户的生产基地纷纷迁往亚洲、中南美洲等地区，电磁线产品的生产基地也转移到亚洲中南部、中国、印度、东南亚和东欧等地，目前亚洲已成为全球最重要的电磁线生产区域，产量约占全球总产量的 50%。

随着我国加入 WTO, 中国逐渐成为世界制造中心, 我国电磁线行业也不断高速发展。2004 年全国电磁线产量突破 60 万吨成为全球产量第一大国, 2009 年产量达到 115 万吨。随着国内经济的发展和国民收入的提高, 将推动房地产、汽车、家电等行业的长期稳定发展, 将会拉动对下游电磁线产品的需求; 同时凭着国家对高新技术引领的新兴产业的重视, 信息技术、新能源汽车、新能源、高端装备制造等领域也必将迎来高速的扩张, 而作这些领域配套材料的电磁线行业必将迎来更大的发展空间。根据 “十二五” 对于电磁线行业的规划, 预计到 2015 年国内电磁线的产量将达到 130~140 万吨。

图 13: “十二五” 期间主要下游行业对电磁线产品需求量的累计预测/ 万吨



资料来源: 招股说明书, 宏源证券研究所

电磁线产品同质化严重。电磁线行业的快速发展引发的需求也导致国内涌现众多的电磁线生产厂商, 目前国内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也有 200 家左右, 但年生产能力在 5 万吨以上的企业不超过 10 家。由于大多企业缺乏核心技术, 主要通过仿造发展起来的, 在产品品种上存在大量的趋同性, 行业内同质化现象严重。

高端产品有效供给不足。我国电磁线生产企业参差不齐, 技术水平相差悬殊, 大多企业只能生产技术含量偏低的普通产品, 导致国内普通电磁线产品的生产能力已经达到饱和状态, 而电子线材、新能源汽车专用线材、风电装备用线、航空航天等高端装备电磁线产品则由于供应厂家数量有限, 行业生产能力不足, 高附加值产品比例低, 高端产品不能满足我国下游新兴经济领域的需求, 存在较大的供应缺口。

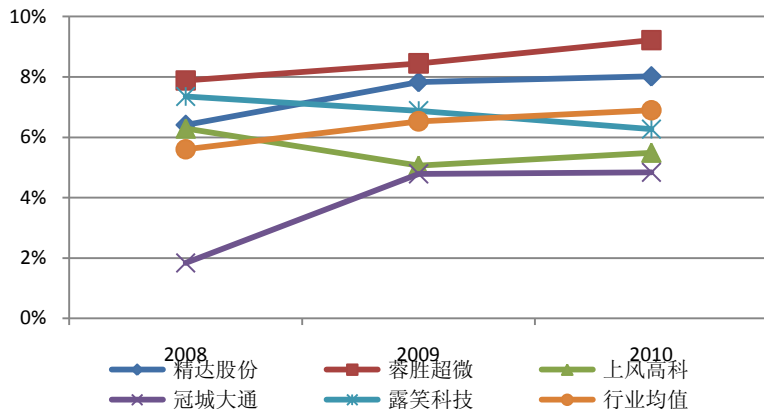
行业加工费保持稳定但整体偏低

电磁线行业生产经营采用“以销定产”的经营方式, 产品销售采用“原材料价格+加工费”的定价模式, 原材料价格大部分由下游客户承担, 企业主要赚取加工费用, 而盈利水平的增加主要依靠规模的扩张。

电磁线行业的成熟度随着近些年行业的高速发展而逐渐较高, 近几年单位加工费水平总体保持稳定。不过对于大多数厂商生产的技术难度偏低、工艺简单的低端产品, 市场竞争激烈导致单位加工费水平较低; 而在高端电磁线领域, 由于市场集中度较高, 单位加工费水平相对较高, 拥有核心技术、规模化生产和较强资本实力的企业盈利能力一般较强。

行业加工费的偏低直接导致行业内公司较低的毛利率，行业内高端企业的毛利率大多维持在 6%-7%。

图 14：电磁线行业主要上市公司毛利率



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

行业集中度相对偏低

➤ **耐高温铜电磁线领域。**耐高温铜电磁线的市场需求量最高，发展历史也最为悠久，中小厂商数量较多，不过也存在几家突出的上市公司。

精达股份。铜陵精达特种电磁线股份有限公司于 2000 年 7 月成立，从事特种电磁线制造和销售，是国内最大的电磁线生产企业，产品适用于制冷家用电器压缩机、各类变频电机、特殊小型电机、汽车电机、电力工程及电力器材等方面。目前精达股份主要产品包括漆包圆铜线、漆包圆铝线、汽车裸铜电子线及电力用异形漆包线，年产能分别为 13 万吨、0.6 万吨、1.5 万吨和 1 万吨。

冠城大通。冠城大通股份有限公司该公司前身是创立于 1956 年的福州电线厂，目前拥有福州马尾、江苏淮安两个电磁线生产基地，主要生产 F 级以上的特种电磁线产品。现已成为空调、显示器、特种电机、洗衣机、吸尘器、汽车、电动工具、发电机、电子、音响等行业配套的十几种电磁线品种。

上风高科。浙江上风实业股份有限公司前身是上虞风机厂，创建于 1974 年。公司主营业务为漆包线产品的开发和销售，各类专用风机，风冷、水冷设备，制冷、速冻装置等产品的研制和开发。目前上风高科的漆包铜线与漆包铝线的产能分别约为 2.3 万吨/年与 0.5 万吨/年。该公司拟收购辽宁东港电磁线有限公司，收购完成后上风高科电磁线总产能近 5 万吨/年。

露笑科技。浙江露笑科技股份有限公司于 1985 年创立，主要从事耐高温铜电磁线、微细电子线材、耐高温铝电磁线的生产和销售，2010 年年产能分别为 3 万吨、1.5 万吨和 0.8 万吨。

➤ **微细电子线材领域。**由于微细电子线材的主要客户是精密电子元器件企业，下游客户对供应商的规模、持续供货能力和质量保证体系等方面有较高要求，形成了一定的进入壁垒，导致微细电子线材生产相对较少，规模较大的厂商有：

杭州益利素勒精线有限公司。公司成立于 2003 年，是总部设在德国的 Elektri sola 集

团的子公司，该集团是一家专门生产优质高科技电磁线的公司，生产基地遍及于瑞士、意大利、美国、马来西亚、墨西哥及中国，其品牌在欧美及亚洲各国均有一定影响。其产品有 $\Phi 0.010\text{mm}\sim 0.50\text{mm}$ 规格的各种电磁线，2009 年产值达 2.6 亿人民币，2010 年估算产量达 0.3 万吨左右。

大连富士发英有限公司。公司是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。其主要产品的规格在 $\Phi 0.015\text{mm}\sim 0.09\text{mm}$ 之间，年产能 0.42 万吨左右。

芜湖金奥微细线有限公司。公司是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。

广东蓉胜超微线材股份有限公司。公司是目前国内微细电磁线主要专业生产商之一，年生产能力超过 0.5 万吨，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。

➤ **耐高温铝电磁线领域。**该领域目前年产 0.3 万吨以上的企业仅有 10 家左右，主要厂商出了精达股份和上风高科外还有：

格兰仕（中山）电工线材有限公司。公司隶属于广东格兰仕集团有限公司，成立于 2005 年 1 月，主要生产并销售的产品有漆包铝圆线、漆包铜圆线，具备年产漆包铝圆线 1 万吨的生产能力。

上海裕生企业发展有限公司。公司创建于 20 世纪 70 年代末，位于长江口的崇明生态岛。是一家专业生产插头电源线、空调连接线的专业制造商。

长城电工集团有限责任公司。公司成立于 1997 年 12 月，主要经营电器机械及器材、电工专用设备、仪器仪表、净水设备及配件、楼具的生产加工、批发零售、电器机械及器材试验技术开发服务，下属公司经营规模较大的铝电磁线业务。

下游市场新技术引导未来产品发展趋势

随着下游新产品和新领域的出现，对电磁学产品的性能提出诸多要求，电磁线产品将由原先的粗犷式发展转向精细化、专向化、高端化方向发展，行业发展趋势主要表现为：

高端专向化。电子元器件、新能源汽车、风电装备、航空航天等下游高端装备领域将引导产品向高端高端化、专向化发展。如今电子元器件产品不断朝“轻、薄、微、智能”方向发展，这不仅扩大了对微细电子线材的需求量，同时对技术水平提出了更高的要求；新能源汽车专用电磁线主要用于汽车高低压橡皮绝缘线、软电、导电线芯及控制线束；在新能源产业中，电磁线主要用于风电装备制造；航空航天产业中，航空航天仪器仪表等高精尖设备对所电磁线提出了更高的技术要求及更大的需求量，要求电磁线产品具有更好的耐高温性、自粘性等技术特点。

产品创新和技术进步加快。从生产装备看，电磁线的主要生产设备——漆包机在同步拉丝、模具涂漆、多次复合涂漆、高速作业、大容量收线作业等方面的新技术水平在不断提高，生产过程中的烘焙温度、主循环、排废、冷风风机速自动调节等生产环节将实现自动化控制。从产品性能看，电磁线逐步向以下方向发展：

- 细径化。随着电子产品消费需求的升级，电器产品日益小型化，所用的电磁线也将朝着细径化方向发展。
- 自粘性。自粘性电磁线的特殊性能表现在可绕制无骨架线圈或免浸渍，在使用时具有遇热自行粘结成型、免除卷绕骨架、免除浸漆定型工序等特点，可大幅度降低下游产品的设计和制造成本，避免二次绝缘造成的环境污染，主要用于偏转线圈，扬声器音圈、蜂鸣器、微电机、电子变压器等。
- 高张力特性。考虑到微细线在绕制过程安全张力小、绕制时易断线的特点，在加工选材上开始采用掺有其他成分的合金铜以使安全张力有明显提高。
- 熔断性。由于热熔断电磁线的特殊外绝缘层存在热熔断保护特性，当线圈过流或温升超过某一特定值，电磁线的外绝缘层迅速融化，造成电源部分短路保护，以免损伤机器心脏部件，因此在电源变压器中得到较广泛的使用，多被用于绕制初级线圈。
- 磁性及高导电性。电磁线生产所使用的铜材或多或少都含有铁、镍、钴等磁性元素和其他杂质而降低了电磁线的导电性，如今一些高保真的数字化传输和精密的仪表开始使用单晶铜的电磁线产品。

行业将迎来整合期。目前我国众多的电磁线厂商在技术、工艺水平参差不齐，随着技术进步和产品创新步伐不断加快，我国电磁线行业将迎来整合期，规模小、技术含量低的企业将逐渐被淘汰，而具备品牌优势、技术先进、管理水平高的企业将迎来更大的发展空间，电磁线行业的集中度将逐步提高，行业内将出现若干规模大、拥有很强自主研发能力甚至具备国际竞争能力的企业。

公司竞争优势分析

品牌和客户资源优势。覆盖全国的销售网络、良好的服务质量。国际市场上已经进入巴西、意大利等国。客户资源优势突出，重点客户包括三星电子、LG、巴西恩布拉克、艾默生、美的、正泰、海尔、长虹、钱江制冷等等，涉及家电、机电、电子等多个行业。伴随着的是露笑品牌的认可度和客户粘性。

创新和人才优势。公司设有技术中心，并且与浙江大学合作设立博士后科研工作站。公司内部已经形成了完善的人才培养和管理制度。

铜铝产品兼备。铝芯电磁线具有价格低、质量轻、绝缘皮膜寿命增加、易定型等特点。随着铜价上涨，许多客户转而寻求铝线作为替代品。而公司是行业内少数的同时经营铜芯、铝芯两大类产品的企业之一。

产品质量优势。公司制定、修订了18项电磁线国家技术标准。公司先后通过了ISO9001、ISO14001、TS16949等管理体系认证，产品通过了美国UL安全认证以及欧盟RoHS检测。

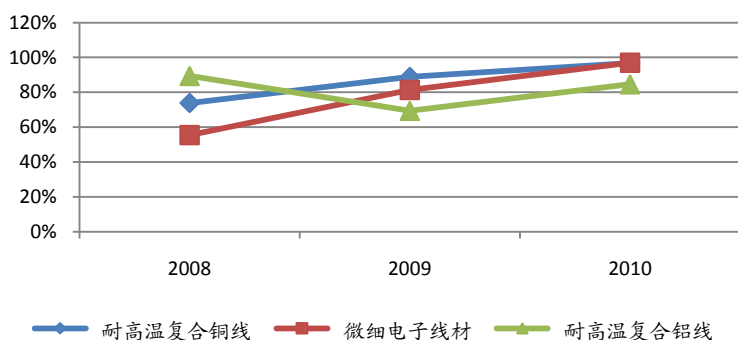
募投资向有望将大幅提升公司产能规模

公司长远发展面临资本和产能的限制

营运资金限制。公司所处电磁线行业是资金密集型行业，资金规模的大小直接影响企业的产能和规模效益。目前公司融资渠道单一，主要依赖于银行贷款，一方面导致公司资产负债率偏高，另一方面也制约了公司经营规模的扩张以及新产品的推出，成为公司发展的主要瓶颈。长远来看，这种完全依靠自我滚动发展和银行借款取得资金的方式如不能得以改善，将限制公司的生产规模及承接大订单的能力，最终制约公司的发展。

产能不足。由于公司受到资金瓶颈的限制，产能扩张速度低于销量增长速度，生产能力不足的问题日益突出，有时为了保证重点客户的订单供应而不得不放弃部分小客户的订单。如果不能有效增加产能，长期必将限制公司规模为进一步发展，削弱公司的市场份额及行业竞争力。

图 15：公司主营产品产能利用率



资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

募投资金用于扩大产能、促进研发

公司本次计划发行 3000 万股股票，募集资金扣除发行费用后将投资于 3 个项目，其中年产 15000 吨微细电子线材项目和年产 7000 吨新能源汽车专用线材项目拟通过发行人向其全资子公司浙江露笑电子线材有限公司增资的方式，由浙江露笑电子线材有限公司负责实施，用于扩充公司产能；此外公司为了提高产品技术水平的提高，为发展和巩固在高端电磁线领域的技术优势，计划通过本次募集资金完成技术中心改造项目。

表 5：公司募集资金具体去向单位：万元

序号	项目名称	总投资额	募集资金投资额	募集资金使用进度		
				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

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

产能扩张带来公司利润新的飞跃

目前我国电磁线生产企业参差不齐，大多数企业只能生产技术含量不高的普通产品，因此行业内普通电磁线产品的生产能力已经达到饱和状态，而高端产品则由于生产厂家数量有限，供应能力不足，存在较大供应缺口，公司此次扩大产能将能为公司带来新的利润增长点。

其中年产 15000 吨微细电子线材项目于 2011 年开始筹建工作，建设周期预计为 1 年，投产期 1 年，投产当年达到设计产量的 70%，投产第二年达到设计产量。

表 6：年产 15000 吨微细电子线材项目达产后的销量和销售收入/万元

产品名称	规格范围/mm	代表规格/mm	年产量/吨	单价/万元	合计/万元
微细电子线材	0.355~0.400	0.355	4000	5.85	23400
	0.224~0.315	0.28	3710	6.1	22631
	0.112~0.200	0.15	3500	6.45	22575
	0.056~0.100	0.09	2060	6.75	13905
		0.06	1500	7.61	11415
	0.015~0.050	0.036	200	11.1	2220
		0.02	30	30.3	909
	总计		15000	-	97055

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

年产 7000 吨新能源汽车专用线材项目建成后，建设周期预计为 1 年，投产期 1 年，投产当年达到设计产量的 70%，投产第二年达到设计产量。

表 7：年产 7000 吨新能源汽车专用线材项目达产后的销量和销售收入/万元

产品名称	规格范围/mm	代表规格/mm	年产量/吨	单价/万元	合计/万元
新能源汽车专用线材	0.355-0.500	0.355	2600	5.85	15210
	0.224-0.315	0.28	2000	6.10	12200
	0.112-0.200	0.15	1600	6.45	10320
	0.056~0.100	0.071	800	7.55	6040
总计			7000		43770

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

表 8：募投项目主要财务指标

经济指标	单位	微细电子线材项目	新能源汽车专用线材项目
达纲年营业收入	万元	43,770.00	97,055.00
达纲年总成本费用	万元	41,872.54	91,291.17
达纲年利润总额	万元	1,797.16	5,498.63
达纲年净利润	万元	1,347.87	4,123.97
财务内部收益率（税后）	%	15.63	17.33
总投资收益率	%	16.60	18.32
投资回收期	年	6.88	6.39
生产能力盈亏平衡点	%	63.94	59.30

资料来源：招股说明书，宏源证券研究所

风险提示

原材料价格波动风险。铜/铝价格波动是电磁线生产企业面临的重要风险，在“铜/铝价+加工费”的经营模式下，从短期来看，铜/铝价波动对公司经营的影响体现在以下方面：若加工费等因素保持不变，在铜/铝价呈现持续上涨态势时，由于铜价上涨导致营业收入基数扩大，致使销售毛利率下降；同时，铜/铝价上涨导致公司存货价值上升，使得公司单位毛利和毛利总额上升。反之在铜/铝价呈现持续下跌态势时，由于营业收入基数减小导致销售毛利率上升，同时存货贬值使得公司单位毛利和毛利总额下降。

资产负债率较高的风险。公司所处行业属于资金密集型行业，对运营资金的需求量很大，公司近几年业务快速发展，大部分经营性资金主要依靠银行贷款和商业信用解决，导致公司资产负债率较高，2008-2010 年末分别达到 73.96%、72.81%、83.73%。

虽然公司与多家商业银行保持着良好的合作关系，公司主要供应商也相对稳定，而公司的主要客户为国际或国内的知名企业，但是如果宏观经济形势发生不利变化或者信贷紧缩，同时公司销售回款速度减慢，则公司正常运营将面临较大的资金压力。如果未来公司不能通过其它渠道获得发展所需资金，业务的进一步发展可能在一定程度上受到不利影响。

实际控制人风险。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 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，该持股比例使其可以直接对本公司董事会成员的构成、经营决策、投资方向及股利分配政策等重大事项的决策施加重大影响，可能会对公司和其他股东的利益造成负面影响。

税收优惠的政策风险。公司于 2008 年被浙江省科学技术厅、浙江省财政厅、浙江省国家税务局、浙江省地方税务局联合认定为高新技术企业，主管税务机关按照 15%的税率对本公司征收 2008-2010 年企业所得税。但公司 2008-2010 年度研发费用总额占销售收入总额的比例低于 3%，若未来不能继续通过高新技术企业认证或相关政策发生调整，本公司将面临所得税优惠变化风险，从而对经营业绩产生不利影响。

公司的子公司诸暨露笑特种线有限公司系外商投资企业，所得税享受“两免三减半”的优惠政策，2008-2010 年均处于减半征收的优惠期，按 12.5%计缴企业所得税。不过从 2011 年起，诸暨露笑特种线有限公司将按应纳税所得额的 25%计缴企业所得税。

募集资金投资项目风险。公司本次募集资金投资项目的可行性分析是基于电磁线行业在的广阔市场前景和宏观经济景气周期的前提下作出的，如果未来行业技术进步、产业政策变化和市场变化等诸多不确定因素使得募集资金投资项目销量不能达到预期目标，将导致本次募集资金投资项目扩张的产能部分闲置，从而影响项目的预期效益和公司的盈利水平。

盈利预测

根据以上分析，我们根据公司主营产品的类别细分情况做预测。公司的耐高温复合铜线产品、耐高温复合铝线产品在 2011 年快速扩产后进入平稳发展期。本次募集资金项目属于微细电子线材，是未来三年产能扩张的主要部分。

今年上半年公司主要产品的价格都进行了提价。提价部分已经反映出公司融资成本提升和原材料、人力成本提升的因素，是公司和客户价格协议的结果。因此具有延续性和稳定性。由于公司产品单价与铜铝的价格息息相关，我们主要基于产品销量和单位毛利来进行预测。主要预测细节和假设条件如下：

表 9：分产品生产规模、销售收入及盈利预测表

	历史	历史	历史	历史	预测	预测	预测
	2008A	2009A	2010A	2011H	2011E	2012E	2013E
耐高温复合铜线							
产能（吨）	23500.00	23500	30700	16200	31000	31000	34000
产量（吨）	17352.75	20864.96	29708.71	14711.6	29450	29450	32300
产能利用率（%）	73.84%	88.79%	96.77%	90.81%	95.00%	95.00%	95.00%
产品销量（吨）	17384.26	20426.86	29532.13	14601.9	29450	29450	32300
产销率（%）	100.18%	97.90%	99.41%	99.25%	100%	100%	100%
单位价格（万元）	5.87	4.45	5.61	6.61	6.7	6.7	6.7
销售收入（万元）	101993.45	90960.52	165783.10	96478.84	197315.0	197315.0	216410.0
单位加工费（万元/吨）	0.68	0.67	0.67	0.74	0.74	0.74	0.74
单位毛利（万元/吨）	0.36	0.27	0.26	0.33	0.33	0.33	0.33
毛利（万元）	6256.39	5443.78	7806.35	4851.60	9718.50	9718.50	10659.00
毛利率（%）	6.13%	5.98%	4.71%	5.03%	4.93%	4.93%	4.93%
耐高温复合铝线							
产能（吨）	7500	8000	8400	4200	11000	12000	15000
产量（吨）	6701.6	5547.9	7103.36	4247.57	11000	12000	15000
产能利用率（%）	89.35%	69.35%	84.56%	101.13%	100%	100%	100%
产品销量（吨）	6661.85	5685.17	7542.99	5516.41	11000	12000	15000
产销率（%）	99.41%	102.47%	106.19%	129.87%	100.00%	100.00%	100.00%
单位价格（万元）	2.83	2.37	2.50	2.64	2.64	2.64	2.64
销售收入（万元）	18859.70	13500.77	18837.11	14555.16	29040	31680	39600
单位加工费（万元/吨）	1.39	1.28	1.32	1.39	1.35	1.35	1.35
单位毛利（万元/吨）	0.49	0.39	0.39	0.46	0.46	0.46	0.46
毛利（万元）	3281.43	2209.30	2917.21	2522.10	5060.00	5520.00	6900.00
毛利率（%）	17.40%	16.36%	15.49%	17.33%	17.42%	17.42%	17.42%
微细电子线材							
产能（吨）	1200	9100	15200	7600	18000	29000	40000
产量（吨）	665.54	7405.42	14739.39	7299.48	18000	29000	40000
产能利用率（%）	55.5%	81.4%	97.0%	96.0%	100%	100%	100%
产品销量（吨）	487.06	6535.74	14550.34	7707.4	18000	29000	40000
产销率（%）	73.2%	88.3%	98.7%	105.6%	100%	100%	100%
单位价格（万元）	4.09	4.60	5.82	6.79	6.95	6.95	6.95
销售收入（万元）	1993.78	30054.60	84721.42	52354.40	125100	201550	278000

单位加工费（万元/吨）	0.75	0.97	1.01	1.09	1.09	1.09	1.09
单位毛利（万元/吨）	-1.06	0.34	0.42	0.54	0.54	0.54	0.54
毛利（万元）	-517.36	2206.47	6153.08	4140.42	9720.00	15660.00	21600.00
毛利率（%）	-25.95%	7.34%	7.26%	7.91%	7.77%	7.77%	7.77%
合计	2008A	2009A	2010A	2011H	2011E	2012E	2013E
销售收入（百万元）	1228.47	1345.16	2693.42	1633.88	3514.55	4305.45	5340.10
(+/-)		9.50%	100.23%		30.49%	22.50%	24.03%
毛利（百万元）	90.20	98.60	168.77	115.14	244.99	308.99	391.59
毛利率（%）	7.34%	7.33%	6.27%	7.05%	6.97%	7.18%	7.33%
单位毛利（万元/吨）	0.37	0.30	0.33	0.41	0.42	0.44	0.45

资料来源：宏源证券研究所

表 10：期间费用分析及预测

期间费用	2008A	2009A	2010A	2011H	2011E	2012E	2013E
销售费用（百万元）	10.68	13.46	18.94	10.96	23.02	27.75	34.39
销售费用/总销量（百万元/吨）	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%	0.04%
销售费用/销售收入（%）	0.87%	1.00%	0.70%	0.67%	0.66%	0.64%	0.64%
管理费用（百万元）	13.67	18.24	33.75	15.83	35.07	42.27	52.38
管理费用/总产量（百万元/吨）	0.06%	0.05%	0.07%	0.06%	0.06%	0.06%	0.06%
管理费用/销售收入（%）	1.11%	1.36%	1.25%	0.97%	1.00%	0.98%	0.98%
财务费用（百万元）	26.60	17.57	40.55	41.78	65.00	100.00	120.00
财务费用/总产量（百万元/吨）	0.11%	0.05%	0.08%	0.16%	0.11%	0.14%	0.14%
财务费用/销售收入（%）	2.17%	1.31%	1.51%	2.56%	1.85%	2.32%	2.25%
期间费用合计（百万元）	50.94	49.27	93.24	68.57	123.09	170.02	206.77
期间费用/销售收入（%）	4.15%	3.66%	3.46%	4.20%	3.50%	3.95%	3.87%

资料来源：宏源证券研究所

基于以上分析，我们预测公司 2011 年/2012 年/2013 年将实现营业收入 35.14/48.18/58.89 亿元，净利润 0.863/1.18/1.526 亿元，EPS 0.67/0.91/1.18 元。

单位：百万元

利润表					资产负债表				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,696.1	3,514.6	4,818.4	5,889.1	资产				
YoY(%)	97%	30%	37%	22%	货币资金	135.3	450.0	226.3	276.7
营业成本	2,527.1	3,269.6	4,472.6	5,457.3	交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
YoY(%)	98%	29%	37%	22%	应收票据及账款	497.8	702.9	963.7	1,177.8
营业税金及附加	3.5	5.3	7.2	8.8	预付账款	19.2	35.1	48.2	58.9
销售费用	18.9	23.0	31.1	37.9	其他应收款	5.3	0.0	0.0	0.0
管理费用	33.8	35.1	47.3	57.8	存货	233.5	327.0	447.3	545.7
财务费用	40.5	65.0	100.0	120.0	混业经营金融类资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产减值损失	2.2	3.5	4.8	5.9	其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产合计	891.1	1,515.0	1,685.5	2,059.2
投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	长期应收款	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	70.1	113.1	155.4	201.4	长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
YoY(%)	136%	61%	37%	30%	金融资产投资	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外收入	2.8	5.0	5.0	5.0	投资性房地产	0.0	0.0	0.0	0.0
营业外支出	3.4	3.0	3.0	3.0	固定资产、生物/油气资产	219.5	249.7	448.7	533.9
利润总额	69.5	115.1	157.4	203.4	在建工程、工程物资	2.7	70.8	121.2	44.2
YoY(%)	140%	66%	37%	29%	无形资产	65.6	72.3	68.7	65.2
所得税	6.6	28.8	39.3	50.9	开发支出	0.0	0.0	0.0	0.0
净利润	62.9	86.3	118.0	152.6	商誉	0.0	0.0	0.0	0.0
YoY(%)	140%	37%	37%	29%	长期待摊费用	0.0	2.0	2.0	2.0
少数股东损益	4.7	6.5	8.9	11.4	其他非流动资产	6.4	3.0	3.0	3.0
归属母公司股东的净利润	58.2	79.9	109.2	141.1	非流动资产合计	294.2	397.8	643.7	648.4
YoY(%)	143%	37%	37%	29%	资产总计	1,185.3	1,912.8	2,329.1	2,707.6
主要财务指标	2010A	2011E	2012E	2013E	负债				
盈利能力(%)					短期借款	436.0	483.7	611.8	520.7
ROE	19.3%	9.6%	11.7%	13.2%	交易性金融负债	0.0	0.0	0.0	0.0
净利率	2.3%	2.5%	2.4%	2.6%	应付票据及账款	291.6	327.0	447.3	545.7
毛利率	6.3%	7.0%	7.2%	7.3%	预收账款	12.3	6.5	8.9	10.9
期间费用率	3.5%	3.5%	3.7%	3.7%	其他应付款	2.3	0.0	0.0	0.0
营业费用率	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	混业经营金融类负债	0.0	0.0	0.0	0.0
管理费用率	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%	其他流动负债	72.6	52.3	47.2	96.3
财务费用率	1.5%	1.8%	2.1%	2.0%	流动负债合计	814.8	869.4	1,115.2	1,173.6
资产减值损失率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	长期借款	40.0	140.0	140.0	240.0
资本结构					应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
资产负债率(%)	72.5%	53.0%	54.1%	52.4%	长期应付款	0.0	0.0	0.0	0.0
权益乘数	363.6%	211.9%	230.2%	234.8%	专项应付款	0.0	0.0	0.0	0.0
流动资产 / 总资产(%)	75.2%	79.2%	72.4%	76.1%	预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债 / 总负债(%)	94.8%	85.7%	88.5%	82.7%	其他非流动负债	4.5	5.0	5.0	5.0
偿债能力					非流动负债合计	44.5	145.0	145.0	245.0
流动比率	1.09	1.74	1.51	1.75	负债合计	859.3	1,014.4	1,260.2	1,418.6
速动比率	0.81	1.37	1.11	1.29	股东权益				
产权比率	2.80	1.15	1.27	1.25	股本	90.0	120.0	120.0	120.0
营运能力(次)					资本公积金	108.4	574.7	574.7	574.7
存货周转率	10.82	10.00	10.00	10.00	留存收益	108.0	187.9	297.1	438.2
应收账款周转率	5.42	5.00	5.00	5.00	归属母公司股东的权益	306.4	882.6	991.8	1,132.9
流动资产周转率	3.03	2.32	2.86	2.86	少数股东权益	19.5	20.0	20.0	20.0
固定资产周转率	12.28	14.07	10.74	11.03	股东权益合计	325.9	902.6	1,011.8	1,152.9
总资产周转率	2.27	1.84	2.07	2.18	负债和股东权益合计	1,185.3	1,917.0	2,272.0	2,571.5
每股和估值指标					现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
EPS(元)	0.49	0.67	0.91	1.18	经营现金流	-114.0	-104.2	-16.4	98.9
BPS(元)	3.62	7.52	8.43	9.61	投资现金流	-35.2	-103.1	-247.4	-6.2
P/E(x)	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资现金流	207.0	559.1	40.8	-42.3
P/B(x)	0.00	0.00	0.00	0.00	现金及现金等价物净增加额	57.8	351.8	-223.0	50.4

分析师简介:

李坤阳: 宏源证券研究所电子行业研究员，拥有 4 年证券分析工作经验。清华大学工学硕士，2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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。