精艺股份——扬帆起航的中国铜加工业引领者

安信证券股份有限公司 衡 昆

一.报告摘要：

公司是国内集 铜加工设备 -- 精密铜管 -- 铜管深加工产品”产业链为一体的铜加工高新技术企业。由于产业链完整，加上具有较高的市场占有率和品牌知名度，公司盈利能力更强，行业竞争优势明显。

公司的核心技术优势，主要集中在大盘重铜管连铸连轧设备、精密铜管加工工艺和铜管深加工工艺等专利和专有技术上。公司在主导产品上的核心技术优势，不仅保持和提高了产品的技术性能和质量，还较大幅度地降低了原材料、能源消耗，使得产品在市场上始终保持较强的竞争力。

公司所在的珠三角地区是全球重要的家电和电子产品生产基地，汇集了格力、美的、广州松下、TCL、三菱电机、科龙、志高、格兰仕等一大批家电行业龙头企业。地域上的优势不仅保证了精艺股份能够对客户的需求变化迅速做出反应，而且存货管理能力也好于同行。加上管理层稳健经营，公司得以从容应对 2008 年的全球金融动荡和经济危机，保证了盈利的稳定增长。

随着募集资金项目的投产，公司有望迅速扩大产能，至 2011 年形成 6 万吨精密铜管和 8,000 吨铜加工设备的生产能力，分别比目前产能增加一倍和 1.7 倍。我们预计至 2012 年，公司有望实现净利润 1.49 亿元，比 2008 年增长 1.7 倍；2008~2012 年间的净利润年均复合增长率达 28.4%，从而确立和巩固自己在国内同行业中的领先地位。

公司每股价值为 14.10~16.40 元。这综合了市盈率估值法以及 DCF 估值法的结果；相当于 2009 年 28x~33x 的动态市盈率。

财务和估值数据摘要					
（百万元）	2007年	2008年	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	2,054	1,857	1,481	2,331	2,944
Growth(%)	37.9%	-9.6%	-20.2%	57.4%	26.3%
净利润	56	55	71	93	124
Growth(%)	1.7%	-2.4%	29.8%	30.8%	33.5%
营业利润率(%)	3.7%	4.6%	4.3%	4.3%	5.2%
净利润率(%)	2.7%	2.9%	4.8%	4.0%	4.2%
每股收益(元)	0.61	0.52	0.50	0.66	0.88
每股净资产(元)	2.1	3.0	5.9	6.3	6.5
净资产收益率(%)	28.9%	17.1%	8.4%	10.5%	13.5%

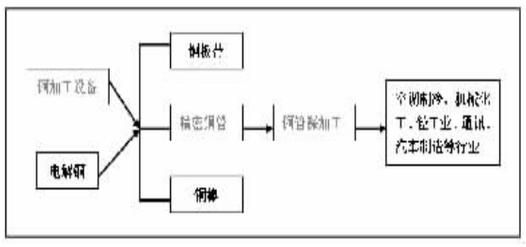
注：2009~2011 年每股数据假设精艺股份于 2009 年发行 3,600 万股 A 股，总股本为 14,100 万股，发行价格 14.1 元/股。

二.精艺股份——扬帆起航的中国铜加工业引领者

1.铜加工产业链一体化企业

精艺股份位于广东省佛山市，主营业务为生产销售铜加工设备、精密铜管和铜管深加工产品，是国内集 铜加工设备 -- 精密铜管 -- 铜管深加工产品”产业链为一体的铜加工高新技术企业。

图 1：精艺股份的主要业务及产品产业链



数据来源：安信证券研究中心

注：红字部分业务表示精艺股份已经从事。

精艺股份的业务主要通过旗下控股的三家子公司冠邦科技（持股 100%）、精艺万希（持股 75%）和芜湖精艺（持股 100%）进行。另外，公司本部也从事部分铜管深加工产品的生产。其中，芜湖精艺成立于 2008 年 1 月，是精艺股份为美的空调芜湖生产基地供货而设立的配套企业。

表 1：精艺股份主营业务及产品情况

公司名称	性质	主营业务	产品分类
冠邦科技	子公司	铜加工设备	铜管、铜板带、铜棒加工设备
精艺万希	子公司	精密铜管	高效节能内螺纹铜管、毛细管、光管
精艺股份	母公司	铜管深加工产品	配管、配件、连接管组件
芜湖精艺	子公司		

数据来源：公司招股说明书

目前，精密铜管业务仍然是精艺股份最主要的盈利来源，但随着铜加工设备和铜管深加工产品收入的提高，它们正成为公司重要的盈利增长点。2009 年上半年，精艺股份共实现主营业务 6,571 万元，其中精密铜管业务占 56%，铜加工设备和铜管深加工产品合计占 44%。

图 2：精艺股份主营业务收入构成（2009 年中期）

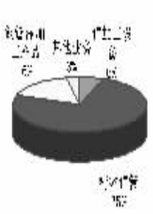
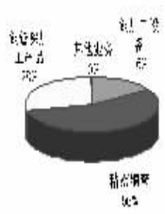


图 3：精艺股份主营业务利润构成（2009 年中期）



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2.完整的铜加工产业链优势

与其它国内铜深加工企业不同的是，精艺股份的主营业务包括铜加工设备、精密铜管和铜管深加工产品。这使得公司的盈利能力更强，行业竞争优势明显。

表 2：国内主要铜深加工企业的主营业务范围

公司名称	铜深加工材产量（2008 年，万吨）	主营业务
金田铜业	24.0	铜板带、铜管、铜棒
金龙铜管	21.0	精密铜管
海亮股份	14.7	铜及铜合金管和管件、铜棒
中铝洛阳铜业	10.4	铜板带、铜管、铜棒
鑫科材料	9.1	铜板带、铜杆
精诚铜业	7.2	铜板带
精艺股份	2.7	铜加工设备、精密铜管、铜管深加工产品

数据来源：有色金属工业协会，安信证券研究中心

首先，精艺股份能够自主设计开发铜管加工设备，为下游精密铜管生产和铜管深加工业务提供了强大的技术保障，并且在节约设备成本支出方面也具有明显的优势。公司依托完整的产业链，拥有较快的市场信息反应速度，能及时把握新产品开发方向，缩短新产品开发周期，保证公司在精密铜管和铜管深加工领域及时采用最新的加工设备及工艺技术，在激烈的市场竞争中占据成本、质量和技术上的综合优势。这种上游技术的强大支持已经使公司在历次项目招标和新产品开发中体现出了巨大的竞争优势。

其次，精艺股份利用完整的产业链，形成了以铜管加工业务为中心，上下游业务之间的良性互动。冠邦科技的设备开发以精艺万希作为中试基地，可以将设备运行过程中的信息及时反馈回冠邦科技，经完善后再推向市场，在公司内部建立了持续的技术创新机制，这极大的增强了客户对冠邦科技铜加工设备研发实力和产品质量的信赖，而这种客户的信赖在非标准化设备制造领域往往是提高市场占有率的关键。上下游之间的良性互动是公司软实力的象征，无形中提升了公司的竞争力。

与精密铜管业务相似，精艺股份铜管深加工产品的主要客户也是大型空调制冷厂商，他们对上游厂家的要求是规模大、品种全、交货速度快以及供货稳定。目前大多数的铜管深加工企业都是外购铜管进行加工，在铜管需求的高峰期，不能保证原材料的稳定供给，从而降低了供货的稳定性和及时性，并且在原材料成本以及质量上面也面临一定的波动，从而限制了自身业务的发展。精艺股份铜管深加工产品的原材料-精密铜管由精艺万希提供，这样的产业链模式从根本上保证了公司铜管深加工产品规模、质量、成本及供货速度的优势。

最后，合理的业务链和丰富的产品结构增强了精艺股份抵御市场风险的能力，有利于加深与下游客户的长期合作关系，有利于在公司内部实现资源一体化整合效应与管理协同效应，进一步确立公司整体的竞争优势。与国内铜管行业的上市公司相比，冠邦科技能够自主研发生产铜加工设备，是铜管企业的设备提供商，本公司的主要客户有海亮股份、高新张铜、宁波金田等知名铜加工企业。

比较精艺股份和另一家铜管深加工上市企业海亮股份的财务数据后可发现，两家企业的铜管业务毛利率相差不大，2008 年分别为 5.5%（精艺股份）和 5.4%（海亮股份）。但由于精艺股份还经营铜加工设备和铜管深加工产品业务，而以上业务的毛利率水平高于精密铜管业务，因此公司的综合毛利率（2008 年 7.6%）明显高于海亮股份（2008 年 5.4%）。

图 4：精艺股份与海亮股份综合毛利率比较

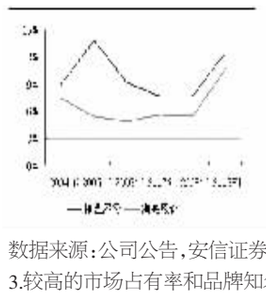
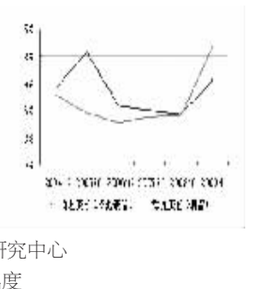


图 5：精艺股份与海亮股份铜管业务毛利率比较



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

3.较高的市场占有率和品牌知名度

精艺股份是国内精密铜管生产龙头企业之一。2007 年，公司内螺纹铜管产量居国内第三位，精密铜管产销量居国内第四位。除传统的光管、内螺纹铜管外，公司还开发了环保节能性能更好的瘦高齿内螺纹管、翅片管等高效节能铜管，除空调制冷行业外还开发了射频内导体大卷重电缆铜管、高纯度无氧磁控铜管等新产品。

在铜管深加工领域，公司拥有配管、配件、连接管组件三大系列共 3,000 多个品种的铜管深加工产品，具备全面配套、快速大量的供货能力。

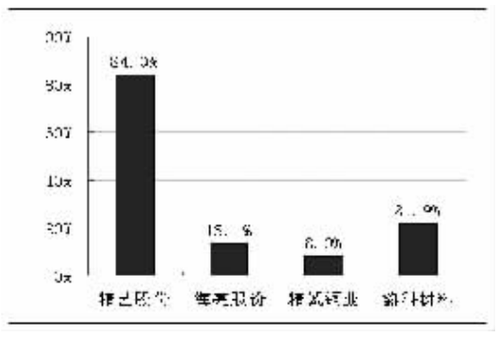
公司铜加工设备主要以技术先进的连铸连轧精密铜管加工设备为主。作为国内铜管加工设备的主要生产厂家，精艺股份自主研发的铜管连铸连轧生产线技术水平处于国内领先，国内市场占有率达 75%。

控股子公司冠邦科技自成立以来，已先后成功研制开发了三辊行星轧管机组、管棒铣皮机组、管棒联合拉拔机组、长行程连续式多辊和两辊冷轧管机、管棒材矫直机组，两辊热轧铜板带机组以及四辊可逆液压铜带粗轧、中轧、精轧机组等系列产品。2005 年以来，冠邦科技根据客户需求不断进行技术升级，已开发出新一代连铸连轧铜管加工设备，其产品被国内铜加工企业广泛采用，其中包括宁波金田、洛阳铜加工集团、海亮股份、高新张铜等国内知名企业；公司部分产品出口韩国，被韩国三浦工业有限公司（Sampo Industrial Co. Ltd.）等企业使用。冠邦科技在设备研发及成套行业已树立了较高的品牌知名度。

4.优质客户和客户集中度优势

与国内同行相比，精艺股份的下游客户集中度一直非常高，而且近年来还在小幅上升。例如，2008 年精艺股份前五名客户销售收入占当年公司全部收入的比例达 84.0%，其中前三名客户（分别为格力、美的和格兰仕）的销售收入占比为 81.0%。与之相比较，2008 年海亮股份前三名客户的收入占比仅 10.7%。我们认为，这固然与精艺股份的收入主要来自于精密铜管产品有关，但同时也是全球及国内空调产业格局发展趋势的必然反映。

图 6：主要铜加工上市公司前五名客户销售收入占比（2008 年）



数据来源：各公司公告，安信证券研究中心

近年来，全球空调产能进一步向中国集中，并在国内形成了珠三角、长三角和环渤海经济区三大空调生产基地。目前，中国家用空调产量已占全球的 80%以上，成为全球空调器的生产中心。

同时，国内空调行业的整合也在加速，行业集中度持续提升。2008 年，又有 18 个国内空调品牌遭到淘汰，品牌数目由 52 个减少为 34 个，空调市场已进入品牌消费时期，第一阵营格力、美的、海尔三大品牌的国内市场占有率再次提升，2008 年从原来 62.4%提高到 68%。

这种集中的业态，必然导致上游铜管制造企业的销售模式发生改变，随着空调制造品牌的集中，铜管生产企业的客户必然也将更加集中，只有那些能够紧紧抓住大客户的厂家才能保证自己在行业中的领先地位。同时，随着生产规模的扩大，大型空调制造商为了原材料的稳定供应，也会要求与下游企业建立长期战略合作伙伴关系。因此如何开拓和维护战略客户是所有铜管生产企业共同面对的问题。

目前，格力和美的是全球空调产量最大的两家生产商，也是精艺股份最大的两家客户，使得公司的客户集中度自然较高。我们认为，随着空调行业的集中度持续上升，精艺股份作为行业内龙头空调企业的战略合作伙伴，不仅合同执行等方面的风险大为降低，而且保障了公司在铜管制造行业中的领先地位。

5.技术和研发优势

精艺股份通过持续技术创新，不断强化技术领先优势。公司产品多次获得省、市级科技进步奖和全国发明展览会等组织颁发的奖项，2004 年以来公司及子公司冠邦科技、精艺万希先后被评为广东省高新技术企业，2006 年公司组建了广东省铜管加工工程技术研究开发中心。精艺股份的技术优势主要体现在：

1）核心技术优势。精艺股份的核心技术优势，主要集中在大盘重铜管连铸连轧设备、精密铜管加工工艺和铜管深加工工艺等专利和专有技术上。公司在主导产品上的核心技术优势，不仅保持和提高了产品的技术性能和质量，还较大幅度地降低了原材料、能源消耗，使得公司产品在市场上始终保持较强的竞争力。

2）研发和产业化能力优势。精艺股份逐步加大研发费用投入，按照 开发一代、设计一代、生产一代”的要求不断强化创新能力。公司的研发优势已转化成产品竞争的优势，截至 2009 年 6 月 30 日，公司有 6 项新产品为广东省重点新产品，取得 29 项国家专利，另有 13 项专利申请已被受理，10 项产品荣获部、省、市级科技进步奖；其中大盘重铜管连铸连轧设备、七斜辊矫直机、高纯度无氧磁控铜管等产品填补国内空白。 高效节能与精密机械装备关键技术”被列入 2006 年粤港关键领域重点突破项目。

6.贴近市场的地域优势

精艺股份位于珠江三角洲的 中国家电王国” — 顺德。珠三角地区是全球空调的重要生产基地，产量约占国内空调总产量的一半。目前，仅在顺德就有美的、格兰仕、志高等众多国内知名空调生产企业驻扎。另外，全球最大的空调生产企业格力电器集团亦位于不远的珠海市。

基于较高的质量和品牌优势，精艺股份已成为格力、美的、广州松下、华凌、格兰仕、深圳以莱特、天津大宇等众多国内知名空调、压缩机企业铜管及铜管深加工产品的供应商，并与空调制冷行业的巨头格力、美的建立了长期战略合作伙伴关系，是美的、华凌的金牌供应商，格兰仕的战略供应商、三菱电机的 最佳协作供应商”。

地域优势不仅保证了精艺股份能够对客户的需求变化迅速做出反应，而且存货管理能力也普遍好于同行。优质客户优势及地域优势，加上管理层稳健经营，使得精艺股份能够较为从容地应对 2008 年的全球金融动荡，将存货减值的损失降低到最小程度，保证了公司盈利的稳定。

三.未来产量有望快速增长

目前，精艺股份拥有精密铜管 30,000 吨和铜管深加工 3,000 吨的年生产能力。由于品牌知名度较高，近年来公司一直保持着满负荷生产。但在精密铜管领域，公司的产能与国内行业龙头金龙铜管（产能 35 万吨）和海量股份（产能 10 万吨）相比，差距明显。

同时，随着品牌知名度的不断提升，精密股份的市场范围逐步扩大，在保持与美的、格力等战略客户良好合作关系的同时，公司不断开发新的客户资源。丰富的客户资源是公司持续健康发展的基础，但也对公司生产能力提出了更高的要求。公司目前的产能已经不能满足现有客户的需求，在保证战略客户需求的同时，公司只能限制对其他客户的供给，目前市场主要集中在华南地区，短期难以实现公司 区域核心，全国辐射，开拓国外”的市场策略，产能问题已经成为限制公司进一步发展的制约因素。

精艺股份计划通过在 A 股上市，募集资金以扩大产能，优化产品结构，进行上下游产品延伸开发，加大力度开发高端有色金属配件等高附加值产品，确立和巩固在国内同行业中的领先地位。

表 3：精艺股份上市募集资金项目

	项目名称	投资总额（万元）	备注
1	节能高效精密铜管生产线技术改造项目	25,845	现有 3 条连铸连轧生产线，产能 30,000 吨；新建 2 条连铸连轧生产线，每条产能 15,000 吨/年
2	铜管深加工生产线技术改造项目	7,372	原有产能 3,000 吨/年，新增产能 5,000 吨
3	金属加工装备研发、制造能力提升技术改造项目	6,728	新增 10 台套大型金属加工设备的生产能力
	合 计	39,945	

数据来源：《招股说明书》，安信证券研究中心整理

如果募集资金能够顺利在今年内到位，则预计至 2011 年，精艺股份将形成 6 万吨精密铜管和 8,000 吨铜加工设备的生产能力，分别比目前产能增加一倍和 1.7 倍，从而成为国内有色金属加工及相关金属加工机械设备制造的龙头企业之一。

表 4：精艺股份扩建后产能

	产品种类	单位	现有产能	扩产后产能	预计形成时间
1	铜加工设备	吨	3,000	8,000	2011年
2	精密铜管	吨	30,000	60,000	2011年
3	铜管深加工产品	台套		10	2011年

数据来源：《招股说明书》，安信证券研究中心预测

我们的盈利预计表明，至 2012 年精艺股份有望实现净利润 1.49 亿元，比 2008 年增长 1.7 倍，2008~2012 年间的净利润年均复合增长率达 28.4%。公司的成长性十分突出。

表 5：精艺股份主要产品产量及其预测

	单位	2005年	2006年	2007年	2008年	2009E	2010E	2011E	2012E
主要产品销量：									
铜加工设备	台/套	29.00	26.65	19.85	20.50	26.00	28.00	33.00	35.00
精密铜管	吨	16,924	21,802	29,547	27,224	29,000	36,000	45,000	55,000
铜管深加工产品	万件		2,799	4,564	8,062	9,000	10,800	13,500	15,000

数据来源：《招股说明书》，安信证券研究中心预测

表 6：精艺股份主要产品加工费及其假设

	单位	2005年	2006年	2007年	2008年	2009E	2010E	2011E	2012E
精密铜管：									
加工费	元/吨	6,630	6,100	5,800	5,740	5,700	5,700	5,700	5,700
单位毛利	元/吨	4,400	3,710	3,550	3,020	3,100	3,100	3,100	3,100
铜价(含税)：	元/吨	33,532	59,190	62,537	57,119	40,000	55,000	55,000	50,000

数据来源：《招股说明书》，安信证券研究中心预测

表 7：精艺股份利润表及其预测 （单位：百万元）

	2006年	2007年	2008年	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	1,489	2,054	1,857	1,481	2,331	2,944
减：主营业务成本	1,353	1,898	1,715	1,331	2,142	2,702
营业税金及附加	1	1	1	1	2	2
销售费用	7	12	13	11	14	18
管理费用	26	29	26	28	37	44
财务费用	29	46	41	7	8	9
资产减值损失	1	1	1	3	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0	0
加：投资收益	8	0	0	0	0	0
其中：对联营公司投资收益						
二、营业利润	80	68	60	100	128	169
加：营业外收入	2	6	10	11	11	11
减：营业外支出	0	0	0	0	0	0
其中：非流动资产处置损失				0	0	0
三、利润总额	82	74	70	100	128	169
减：所得税费用	9	8	10	15	19	25
四、净利润	73	66	60	85	109	144
少数股东损益	17	10	6	14	16	20
归属于母公司所有者的净利润	55	56	55	71	93	124
每股收益	1.19	0.61	0.52	0.50	0.66	0.88

数据来源：公司公告，安信证券研究中心预测

注：1）假设精艺股份于 2009 年发行 3,60 万股 A 股，发行价格为 14.1 元/股。2）每股收益指标按当年末股本计算。2009 年及以后按发行后股本 14,100 万股计算。

四.每股价值为 14.10~16.40 元/股

1.公司业务与海亮股份最具可比性

目前，共有四家国内 A 股上市公司从事铜深加工业务，包括海亮股份、高新张铜、鑫科材料和精诚铜业。其中，海亮股份和高新张铜均以铜及铜合金管为主要业务之一，这与精艺股份的业务相似。

表 8：主要铜深加工上市公司主营业务范围

公司名称	公司代码	铜深加工材产量	主营业务
		（2008 年，万吨）	
海亮股份	002203	14.7	铜及铜合金管和管件、铜棒
高新张铜	002075	n/a	铜板带、铜管、铜棒
鑫科材料	600255	9.1	铜板带、铜杆
精诚铜业	002171	7.2	铜板带
精艺股份		2.7	铜加工设备、精密铜管、铜管深加工产品

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2007 年以来，高新张铜由于出现多种问题，经营状况每况愈下，2007 年和 2008 年已连续两年亏损。因此，我们仅将精艺股份与海亮股份的财务指标进行比较。比较后发现，虽然精艺股份资产、收入和净利润规模上均明显小于海量股份，但经营能力上还强于海亮股份。如公司的税前利润率和净资产收益率等指标均好于海亮股份。

表 9：精艺股份与海亮股份主要财务指标比较

	单位	2006年		2007年		2008年	
		海亮股份	精艺股份	海亮股份	精艺股份	海亮股份	精艺股份
总资产	百万元	2,110	676	2,838	696	3,319	529
净资产	百万元	599	149	795	194	1,502	320
营业收入	百万元	6,215	1,489	6,768	2,054	7,906	1,857
净利润	百万元	154	55	174	56	175	55
每股盈利	元	0.76	0.60	0.50	0.61	0.44	0.52
净资产收益率		28.3%	36.9%	22.3%	28.9%	11.8%	17.1%
税前利润率		2.5%	5.5%	2.6%	3.6%	2.6%	3.8%
资产负债率		71.6%	72.4%	72.0%	67.3%	54.7%	32.0%
流动比率		1.04	1.15	0.99	1.23	11.40	2.45
速动比率		0.69	0.94	0.53	0.98	0.83	1.92
应收账款周转率	次/年	14.30	15.50	11.10	15.00	16.80	13.20
存货周转率	次/年	15.80	11.90	9.60	17.00	10.50	16.90
总资产周转率	次/年	3.70	2.80	2.70	3.00	4.80	3.00
每股经营活动现金流量净额	元	1.42	2.46	0.07	1.23	1.10	0.01
每股净现金流量	元	0.38	1.98	0.42	0.40	1.20	-0.66

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2.相对估值法得出每股价值为 14.10 元

我们采用相对估值法（市盈率、市净率等比较）和绝对估值法（现金流量折现法）对精艺股份进行估值。

我们考察了 A 股主要铜深加工上市公司的估值。发现 2008 年除海亮股份外，高新张铜、鑫科材料和精诚铜业或大幅亏损，或仅有微利。因此，相对估值法时我们仅与海亮股份进行比较。同时，考虑到精艺股份的募集资金项目要到 2011 年才能够实现达产，因此我们认为市盈率比较法比市净率比较法更能体现公司的价值。

按发行 3,600 万股后的股本 14,120 万股计算，精艺股份 2008 年实现每股收益 0.39 元；我们预计公司 2009 年将实现每股收益 0.50 元。参照海亮股份 2009 年 28.1x 的动态市盈率，可以得出精艺股份的每股价值为 14.10 元。

表 10：主要铜深加工上市公司估值比较

名称	股价（9 月 4 日）	每股收益(元)			市盈率(x)			市净率(x)		
		2008年	2009E	2010E	2008年	2009E	2010E	2008年	2009E	2010E
海亮股份	12.03	0.43	0.47	0.46	27.5	28.1	25.4	3.5	3.7	3.4
高新张铜	6.02	-1.29			n/a			-41.9		
鑫科材料	6.24	0.02			n/a			3.3		
精诚铜业	14.31	-0.26			n/a			4.9		
平均					27.5	28.1	25.4	3.5	3.7	3.4
精艺股份	14.10	0.39	0.50	0.66	36.5	28.1	21.5	4.6	2.4	2.3

数据来源：公司公告，安信证券研究中心

注：1）假设精艺股份的每股价值为 14.10 元/股；2）精艺股份 2008 年每股收益 0.39 元为发行后股本 14,100 万股计算得出。

3.绝对估值法得出每股价值为 16.40 元

我们预计，随着精艺股份募集资金项目于 2011 年逐步达产，至 2012 年公司主要产品的产能利用率将会趋于稳定。因此，我们采用二阶段现金折现法（DCF 模型）进行估值，将精艺股份的业务增长分为 2009~2012 年和 2012 年以后两个阶段。

按照 2012 年以后 1%的长期增长率（WACC：8.00%，30%有息负债比例，债务成本：6%，长期税率：25%），以及发行后的总股本 14,100 万股，我们得出精艺股份的每股价值为 16.40 元。

综合相对估值法和 DCF 估值法的结果，我们认为精艺股份的每股价值为 14.10~16.40 元，相当于 2009 年 28x~33x 的动态市盈率。

精艺股份未来面临的主要风险包括：

1）如果全球经济复苏缓慢，则包括铜在内的有色金属消费将继续低迷；

2）铜价的波动，这可能会对公司的短期盈利带来影响；

3）公司的客户集中度明显高于同行，如果这些主要客户经营出现波动或降低从公司采购的份额，将对公司业务带来影响。