

经营模式有效，受益于自动化工业发展

报告关键点:

- 工业自动化仪器仪表行业持续发展，行业集中度不高，公司有一定的竞争优势
- 增长来自产品扩张和技术升级，未来三年年均增长30%，对国际合作仍有依赖性
- 建议询价区间为14.3 - 16.6元，对应2010年动态PE为30 - 35倍

报告摘要:

- 工业自动化仪器仪表行业持续发展。**我们看好自动化设备需求增长对公司产品市场带来的增长，认为工业自动化仪器仪表行业正处于持续发展阶段，随着劳动力成本的提高以及对设备精度要求的提升，公司既有产品(电动执行器、均速管流量计、信号调理仪表、控制阀)的市场仍将继续增长。此外，公司新产品的市场空间同样不小。
- 行业集中度不高，公司有一定的竞争优势(尤其在经营模式上)。**目前自动化仪器仪表行业集中度不高，与竞争对手相比，公司具有一定的竞争优势，包括经营模式有特色；具有较强的技术和研发能力；品牌优势；国际化合作经验丰富；成本较低；销售渠道完善等。其中经营模式是公司的主要特色：公司选择专业中小企业为国际合作伙伴，对方可借助公司成熟的销售网络进入中国市场，并倚仗公司的服务团队向终端用户提供技术服务；公司则可较快掌握成熟产品核心技术，利用产品多年工程业绩和口碑获得供货资质，占领市场。我们认为借助这一经营模式，公司市占率将进一步小幅提升。
- 增长来自产品扩张和技术升级，目前对国际合作仍有依赖性。**公司的增长主要来自：既有产品的技术升级带来的市场份额上升以及国产化率的提升；新产品的进一步增加及扩产。但这一模式同时决定了未来几年公司对国际合作仍有一定依赖性。
- 未来三年复合增长率30%左右，建议询价区间为14.3 - 16.6元。**公司产品毛利率较高，盈利能力较强，我们预计未来三年公司的每股收益分别为0.47元、0.63元和0.81元，净利润复合增长率为30.5%。考虑到公司产品梯队较好，产品可继续扩张，预计其估值适用的2010年动态市盈率在40-45倍之间，按此计算其上市后合理价格在19.0-21.4元之间；建议的询价价格区间为14.3 - 16.6元，对应的2010年动态市盈率大约为30 - 35倍。

建议询价区间:

14.30 - 16.60 元

上市首日定价区间:

19.00 - 21.40 元

报告日期: 2010-08-09

发行数据

总股本(万股)	5,363
发行数量(万股)	1,800
网下发行(万股)	360
网上发行(万股)	1,440
保荐机构	招商证券股份有限公司
发行日期	2010-08-16
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

傅宇晨	30.57%
尊威贸易(深圳)有限公司	20.58%
傅晓阳	10.59%
王洪	10.59%
孟祥历	8.59%
郑维强	5.59%
其他自然人股东	3.04%
仇玉华	2.59%
袁敏勋	2.59%
毛琴	1.54%

研究员

林晟

行业分析师

0755-82558022 linsheng@essence.com.cn
证书编号 S1450209090270

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	131.6	136.3	168.3	220.9	290.7
Growth(%)	17.5%	3.6%	23.5%	31.2%	31.6%
净利润	20.0	26.4	34.0	45.0	58.3
Growth(%)	18.1%	32.1%	28.8%	32.2%	29.7%
毛利率(%)	44.7%	49.7%	51.0%	51.0%	51.0%
净利润率(%)	15.2%	19.4%	20.2%	20.4%	20.1%
每股收益(元)	0.37	0.49	0.47	0.63	0.81
每股净资产(元)	1.59	1.95	5.86	6.37	7.02
市盈率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率	-	-	-	-	-
净资产收益率(%)	23.7%	25.2%	8.1%	9.9%	11.6%
ROIC(%)	33.7%	35.3%	39.0%	20.9%	21.2%
EV/EBITDA	-	-	-	-	-
股息收益率	-	-	-	-	-

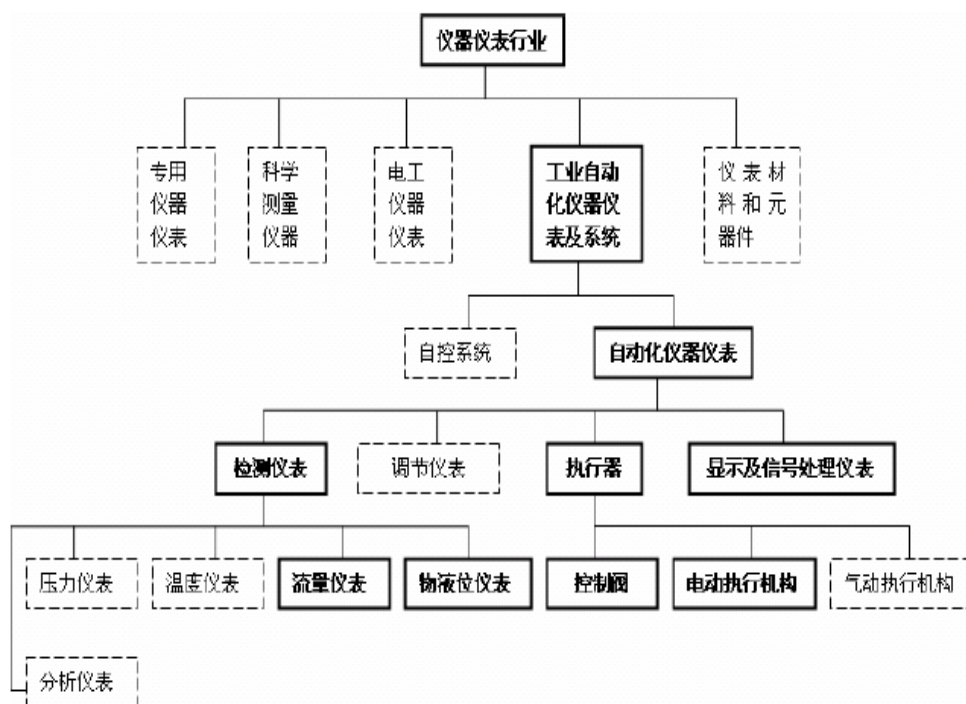
1. 公司简介

1.1. 公司产品以自动化仪器仪表为主

- **公司主营业务为自动化仪器仪表。**公司主要从事自动化仪器仪表的研发、生产与销售业务，自成立以来主营业务未发生重大变化。公司产品可应用于冶金、有色金属、化工、石油、电力、建材、环保、水处理、制药等。
- **公司产品主要有电动执行器、流量计、信号调理仪表和控制阀等。**

公司目前主要产品在仪器仪表行业子行业中的分布如下所示：

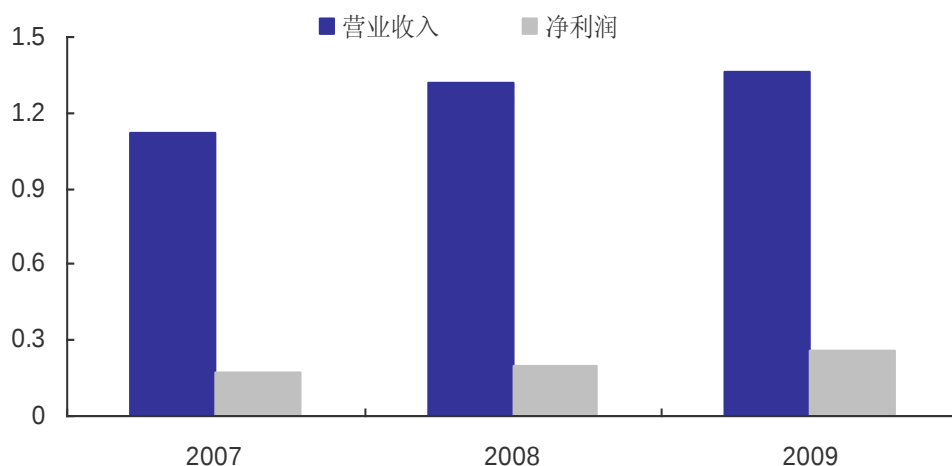
图 1 公司目前产品在仪器仪表行业中的分布



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- **主营业务收入增长稳定。**2007-2009 年，公司主营业务收入分别为 1.12 亿元、1.32 亿元和 1.36 亿元，年复合增长率为 10.19%。净利润分别为 0.17 亿元、0.20 亿元和 0.26 亿元，年复合增长率 23.67%。

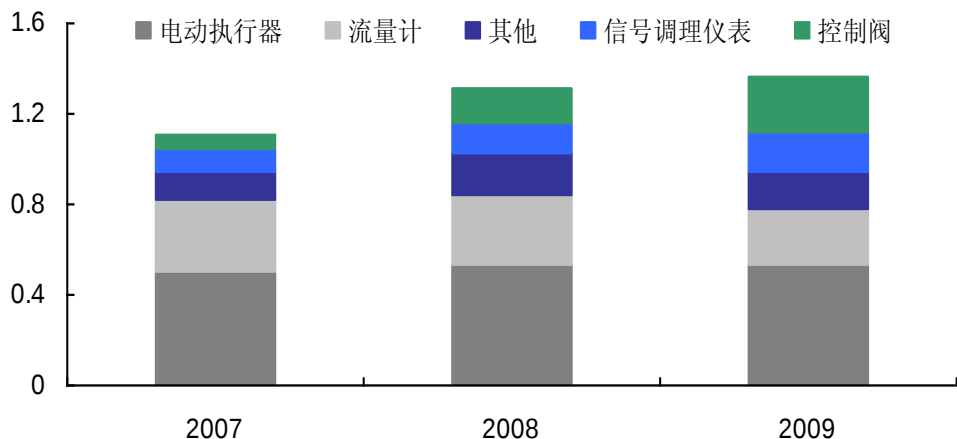
图 2 公司近三年营业收入增长稳定(单位：亿元)



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2009 年公司各分项业务收入中，电动执行器、流量计、控制阀、信号调理仪表和其他仪表分别占主营业务收入比例为：38.97%、18.38%、17.65%、13.24%和 11.76%。控制阀正成为公司新的增长点之一。

图 3 2007-2009 年公司分项业务占比变化(单位: 亿元)



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 公司组织架构和发行方案

- 公司是由万讯有限整体变更设立的股份有限公司。傅宇晨为公司实际控制人，技术出身，持有公司 30.57% 的股份，除公司外，其并无其它对外投资。
- 发行前公司前十名自然人股东均为公司主要高管。

图 4 公司发行前股权结构



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2. 工业自动化仪器仪表行业持续发展

我们认为工业自动化仪器仪表行业正处于持续发展阶段，随着劳动力成本的提高以及对设备精度要求的提升，公司既有产品(电动执行器、均速管流量计、信号调理仪表、控制阀)的市场仍将继续增长。此外，公司新产品的市场空间同样较大。

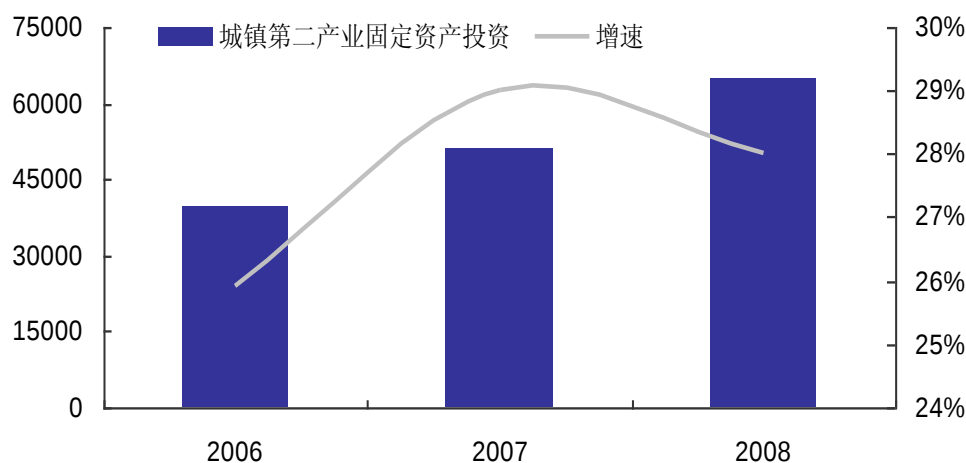
2.1. 行业整体情况持续向好

- **工业自动化仪器仪表应用领域广泛。**按照仪器仪表行业的划分，公司产品属于工业自动化仪器仪表行业。工业自动化仪器仪表可广泛的应用于冶金、化工、电力、矿山、建材、造纸、制药等等需要连续生产的国民经济支柱行业里。
- **行业的整体特点是技术门槛高、市场集中度低、同一种产品需求规模小。**工业

自动化仪器仪表行业是典型的技术和知识密集型行业，学科跨度包括电子、机械、材料、传感器、嵌入式软件、控制论、通讯等技术领域。产品种类繁多，但大部分产品的市场需求规模不大。行业内大部分企业规模小，集中度低，主要产品为某一种或少数几种产品。而国内主要企业如自仪股份、威尔泰、万讯自控等，均是通过与国外厂商进行产品经销、技术引进等方式合作，消化吸收并自主创新从而发展壮大。

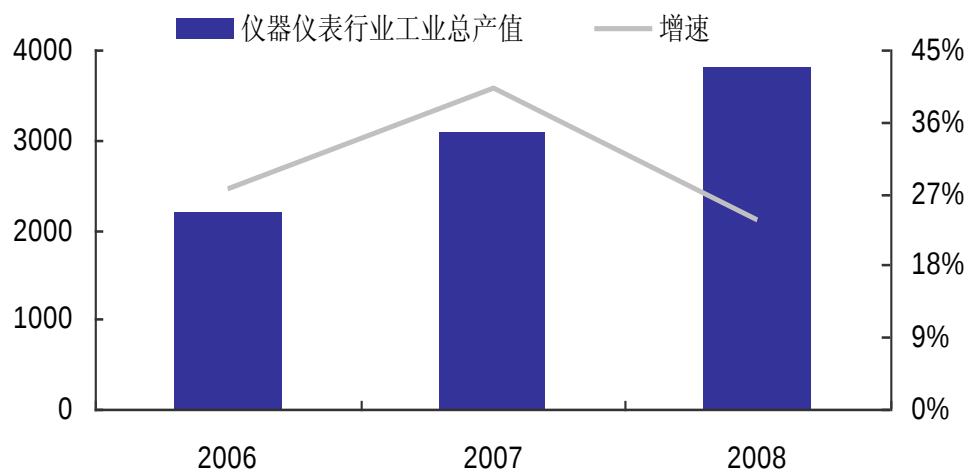
- **行业发展势头较好。**根据国家统计局、中国仪器仪表行业协会和聚源数据的统计，我国工业自动控制系统装置制造业工业销售产值从2006年的549.26亿元增长到2009年的1126.23亿元。国民经济的快速发展、第二产业的固定资产投资的快速增长推动了自动化仪器仪表市场的发展。根据中国仪器仪表行业协会统计，仪器仪表的投资额占工业工程设备投资总额的比例，从早期的5%提高到目前的18%左右，整体呈上升趋势。我们认为，随着自动化设备需求的进一步提高，工业自动化仪器仪表的需求仍将保持较好的发展态势。

图5 2006-2008年城镇第二产业固定资产投资情况(单位：亿元)



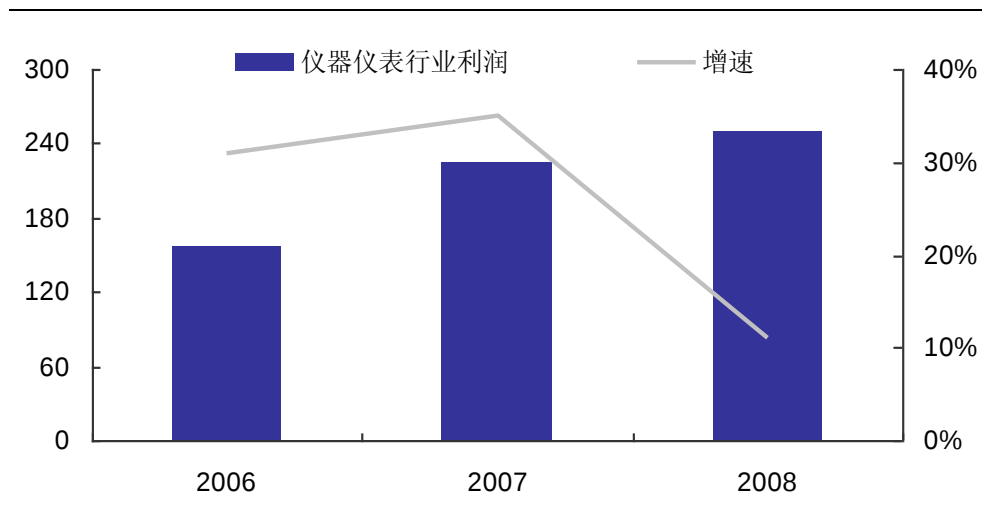
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图6 2006-2008年仪器仪表行业工业总产值(单位：亿元)



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 7 2006-2008 年仪器仪表行业利润(单位: 亿元)

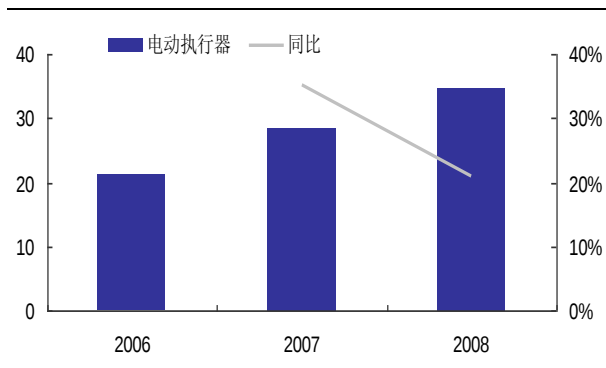


数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

2.2. 公司既有自动化仪器仪表产品市场规模较大

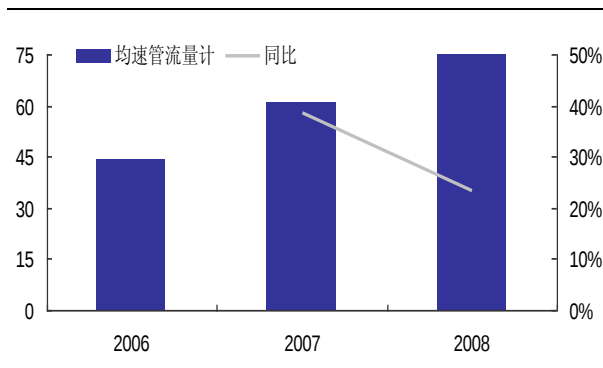
- **公司四大产品在国内市场空间较大。**国内电动执行器、均速管流量计、信号调理仪表、控制阀的销售总额增速较大, 即使在金融危机的情况下增速仍然能达到 20% 左右。2008 年, 四类产品的销售额分别达到 34.5 亿元、75 亿元、7.9 亿元和 146 亿元。工业自动化仪器仪表的终端客户一般会在 2-5 年内更新一次设备, 这意味着存在一个较大且持续的存量替代市场。

图 8 2006-2008 年中国电动执行器销售额(单位: 亿元)



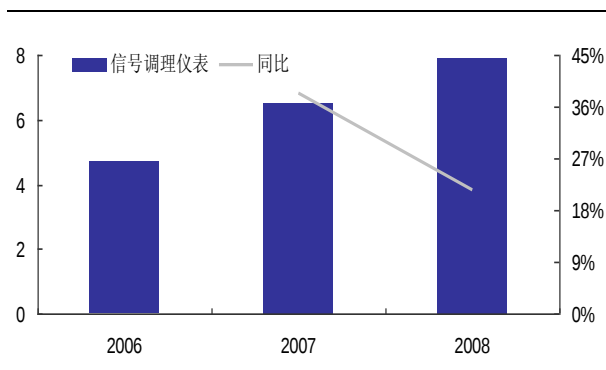
数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 9 2006-2008 年中国流量计销售额(单位: 亿元)



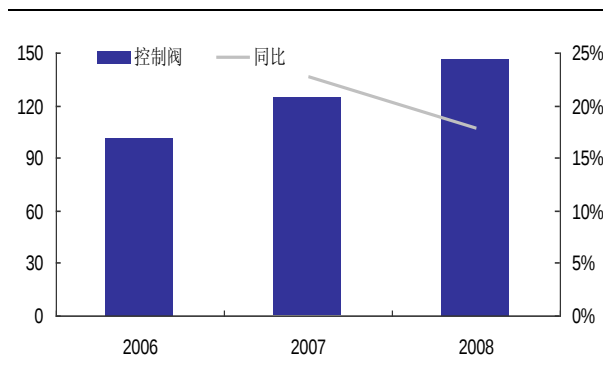
数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 10 2006-2008 年中国信号调理仪表销售额(单位: 亿元)



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

图 11 2006-2008 年中国控制阀销售额(单位: 亿元)

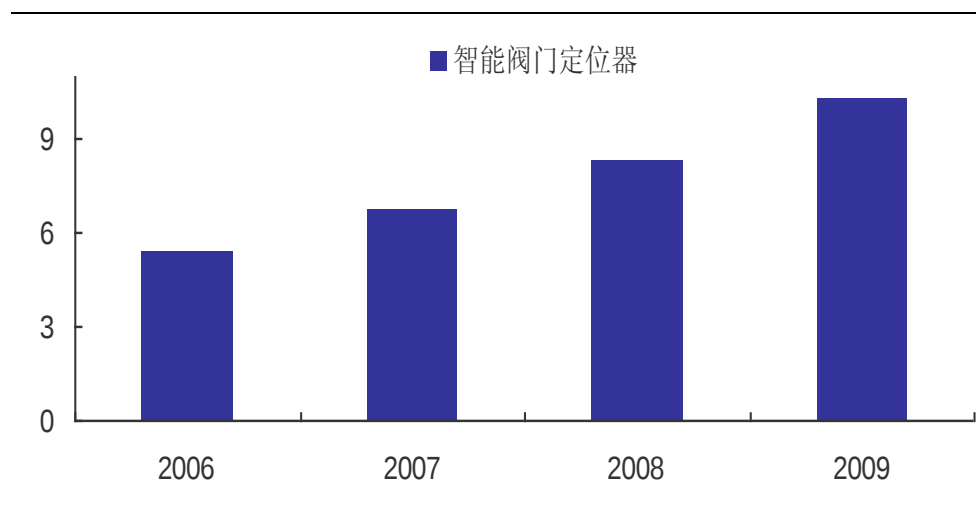


数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

2.3. 公司未来自动化仪器仪表新产品市场规模同样可观

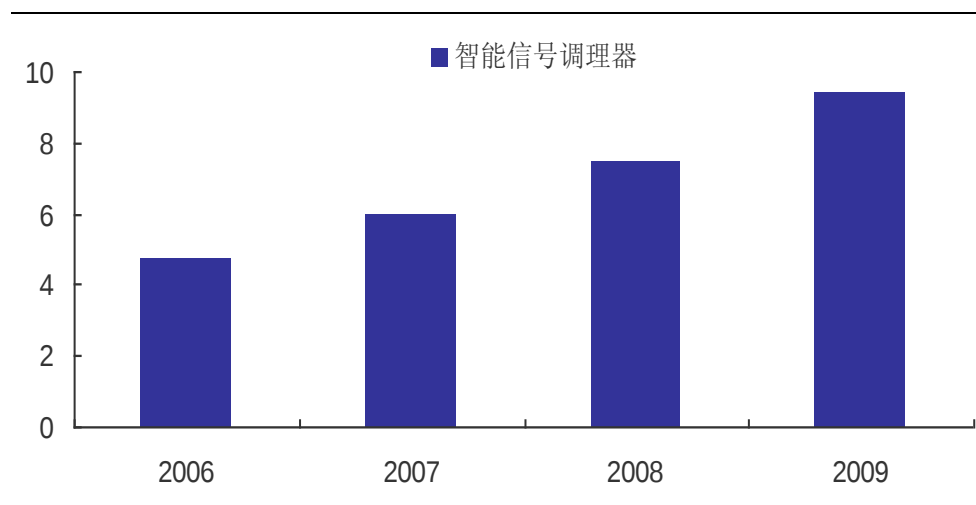
- **智能阀门定位器**：智能阀门定位器是气动控制阀的关键部件，作用是对阀门进行定位控制、信息传送和故障诊断，同控制阀门产品组合在一起使用。根据环资 HZResearch 统计，2009 年中国阀门定位器的市场规模约为 10.3 亿元左右，2006-2009 年年复合增长率达到 24.02%。
- **智能信号调理器**：是传统信号调理器的升级换代产品，作用是对过程控制信息进行隔离、转换和传送，并且与 PLC 或 DCS 控制系统配套使用。根据 HZResearch 的统计，2009 年信号调理仪表市场规模约为 9.4 亿元左右，2006-2009 年复合增长率达到 25.60%。
- **智能电量变送器**：也是传统电量变送器升级换代产品，广泛应用于发电、输电、配电、轨道交通及电能利用率领域，是目前电力行业应用数量最多的智能仪表。根据 HZResearch 的统计，2009 年中国电量变送器市场规模约为 8.3 亿元左右，2006-2009 年年复合增长率约为 24.51%。

图 12 2007-2009 年我国智能阀门定位器市场需求(单位：亿元)



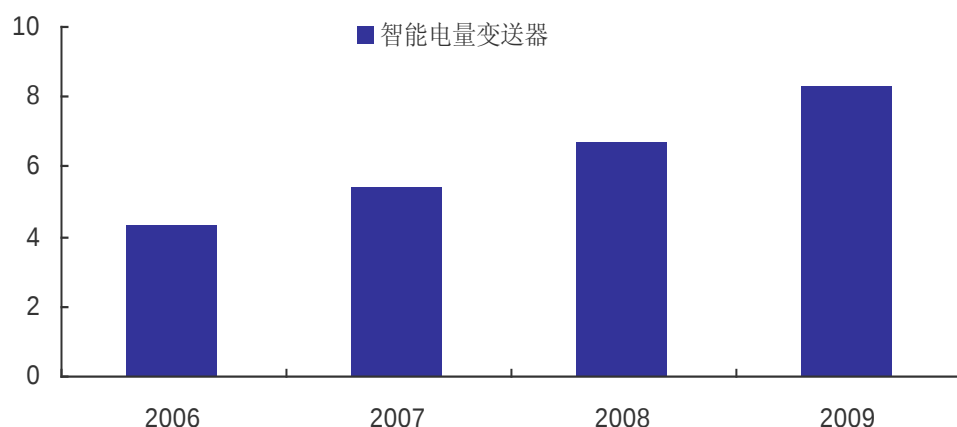
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 13 2007-2009 年我国智能信号调理器市场需求(单位：亿元)



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 14 2007-2009 年我国智能电量变送器市场需求(单位: 亿元)

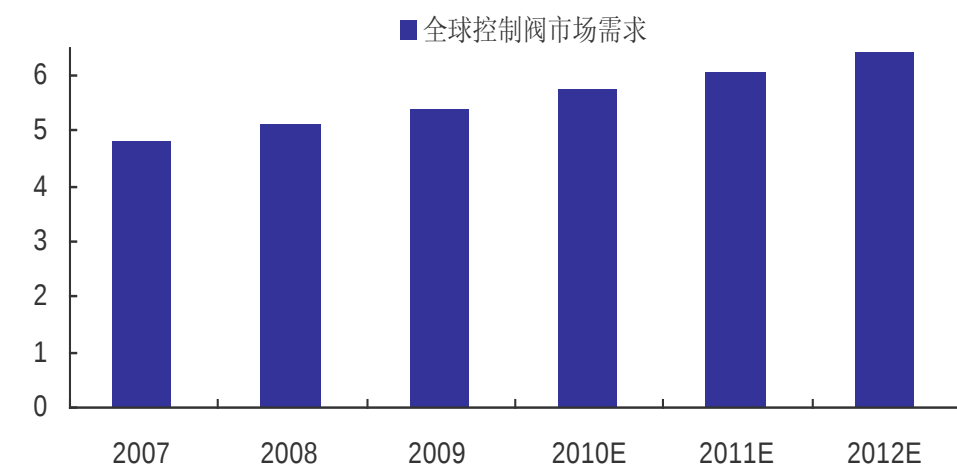


数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

2.4. 出口空间巨大

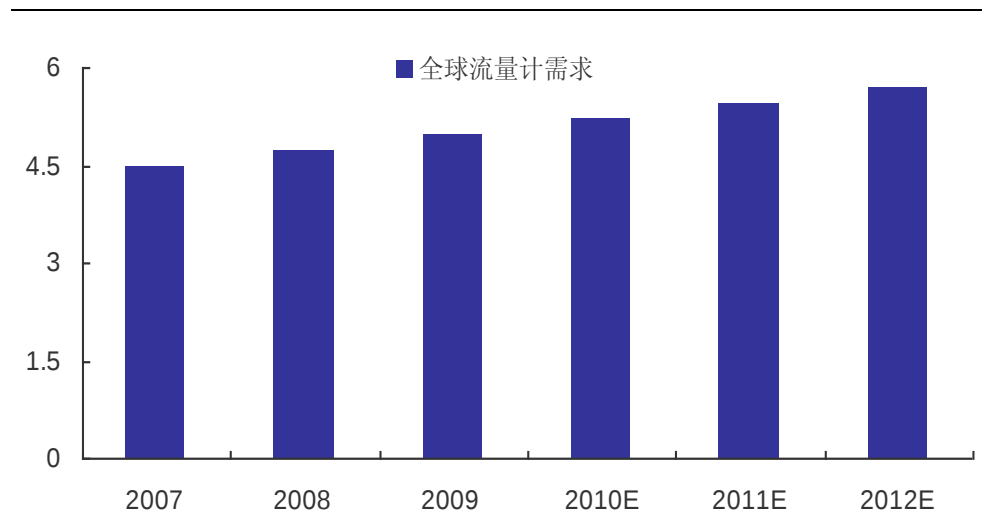
- **全球控制阀国际市场规模将达到 64 亿美元以上。**ARC 预测, 未来几年, 全球控制阀市场年复合增长率将超过 6%, 从 2007 年的 48 亿美元达到 2012 年的 64 亿美元以上。而欧美市场增速已经较为缓慢, 新兴市场如中国, 印度和中东, 对于控制阀的市场需求较大。
- **全球流量计市场规模将达 57 亿美元。**2007 年-2012 年间, 全球流量计市场规模将从 45 亿美元达到 57 亿美元, 年复合增长率 4.9%。而流量计需求增速最快的地区是新建工厂最多的地区, 如中国、中东和印度等。

图 15 2007-2012 年全球控制阀市场需求预测(单位: 十亿美元)



数据来源: ARC, 安信证券研究中心

图 16 2007-2012 年全球流量计市场需求预测(单位: 十亿美元)



数据来源: Flow research, 安信证券研究中心

3. 公司在这一集中度不高的行业内有一定的竞争优势

目前自动仪器仪表行业集中度不高, 与竞争对手相比, 公司具有一定的竞争优势, 包括具有较强的技术和研发能力; 品牌优势; 国际化合作经验丰富; 成本较低; 销售渠道完善等。

3.1. 市场集中度不高

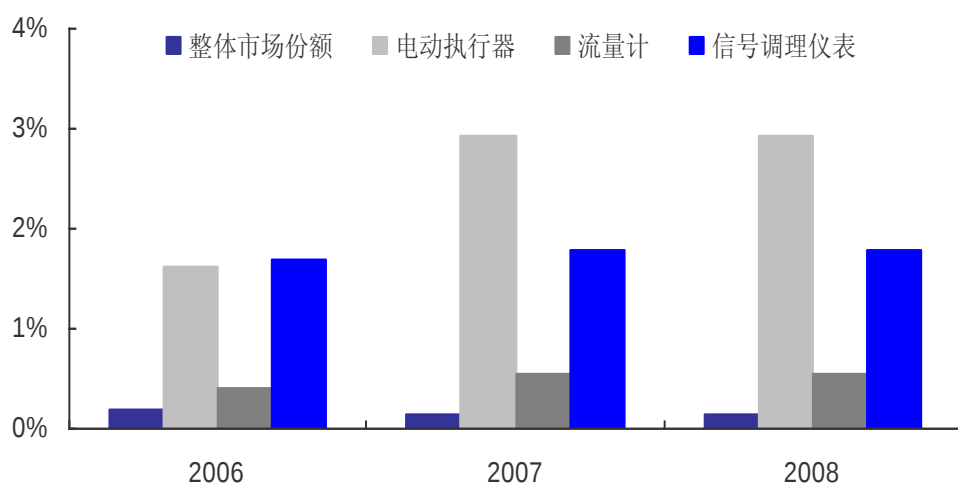
- 公司所处行业属于技术密集型行业, 应用领域广泛, 产品种类繁多, 每一大类产品都有包括国际大型专业跨国公司在内的众多企业进行竞争, 行业内缺乏绝对主导地位的企业。
- 目前, 国外企业占据中高端市场, 国内企业主要以中低端市场为主。国际主要竞争对手有: 英国罗托克公司、德国欧码公司、美国艾默生公司、英国 MTL 公司等。
- 公司主要产品的行业集中度较低, 每种产品的从业企业数量都非常多, 缺乏占绝对主导地位的企业, 因此公司主要产品的市场份额都不大, 大约在 0.5-3% 之间, 而在整个自动化仪器仪表行业的市场份额仅在 2% 左右。

表 1 公司主要竞争对手情况

产品	竞争对手	简介
电动执行器	英国罗托克公司	具有50多年历史，专业从事电动执行器的研发、生产和销售
	德国欧码公司	具有40多年历史的电动执行器专业公司，在水处理领域具有较强优势
	瑞士博力谋公司	具有35年的历史，专业从事楼宇执行器的生产和销售
	重庆川仪总厂有限公司	国内主要工业自动化仪表企业之一，与90年代引进当时德国H&B公司的电动执行器技术并国产化生产
	自仪股份	90年代引进罗托克公司电动执行器技术并进行国产化生产
均速管流量计	美国艾默生公司	美国艾默生下属的过程自动化集团是世界排名第三的自动化仪表企业
	美国Veris公司	著名的专业均速管流量计生产商
	西安中航流量技术研究所	成立于1996年，是具有独立法人资格的股份制科研单位，流量计是主要产品
信号调理仪表	英国MTL公司	成立于1971年，专注于安全栅产品的生产和销售，业务遍布全球
	德国P+F公司	全球著名的工业自动化仪表生产商，安全栅、隔离栅等信号调理仪表是其主要产品
	重庆宇通仪器仪表有限公司	国内最早研发端子式信号调理器产品的企业，是公司信号调理仪表的重要竞争对手之一
	北京维盛新仪科技有限公司	国内较早研发生产电子式信号调理器产品的企业之一
控制阀	美国FISHER公司	创立于1880年，目前为世界最大的控制阀和阀门仪表制造商
	德国萨姆森AG公司	创立于1907年，致力于控制阀和仪器仪表产品的研发、生产和销售
	日本工装株式会社	成立于1960年，研发、生产和销售常压控制阀、执行机构和控制阀附件
	自仪股份	控制阀是其主要产品之一
	吴忠仪表股份有限公司	成立于1959年，控制阀是其主要产品之一

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 17 2006-2008 年公司市场占有率



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

3.2. 公司具有一定的竞争优势

- **经营模式有特色，并可复制：**公司选择专业中小企业为国际合作伙伴，对方可借助公司成熟的销售网络进入中国市场，并倚仗公司的服务团队向终端用户提供技术服务。而公司则可较快掌握成熟产品核心技术，利用产品多年工程业绩和口碑获得供货资质，占领市场。公司目前已有多家公司建立合作关系，这一模式也可在其它产品上得到应用。
- **具有较强的技术和研发能力：**公司是国家高新技术企业，建立了 IPD（集成产品研发）研发管理体系，形成以市场为导向、面向客户需求的高效率研发管理模式。公司目前拥有研发队伍 70 多人，掌握了主要产品的核心技术，公司及子公司拥有 14 项专利，并有 6 项专利处于申请或审查阶段。
- **国际化合作经验优势：**公司与国外合作伙伴合作多年，具有开阔的国际化视野，与多家技术领先的国外公司保持联系和合作，为公司未来开拓国际市场打下良好基础；
- **成本较低：**公司引进消化国外技术，并自主创新，快速掌握部分核心技术，不断提高产品本地化生产的比例，降低生产成本，使得公司主要产品在技术上与国外领先水平相当，产品成本远低于国外竞争对手。
- **品牌认可度高：**公司品牌已成为行业内知名品牌，得到客户和合作伙伴的广泛认可，被评为“深圳市知名品牌”和“广东省著名商标”，具有较强的品牌优势。
- **销售渠道完善：**公司已建立起了遍布全国、跨越多个市场领域的营销网络。全国拥有 21 个办事处，拥有近百家的签约经销商，销售渠道覆盖中国主要省份和地市，已具备了完全独立的销售体系，而这正是吸引中小国际合作企业的主要因素之一。

4. 增长来自产品扩张和技术升级，目前对国际合作仍有依赖性

公司的增长主要来自：既有产品的技术升级带来的市场份额上升以及国产化率的提升；新产品的进一步增加及扩产。但这一模式决定了未来几年公司对国际合作仍有一定依赖性。

4.1. 公司的增长点在于产能的扩充，产品质量的提高和成本的降低

- **从未来的增长点来看，公司的增长将主要来自几方面：**（1）募投项目的达产，带来的智能电动执行器等既有产品的质量提高和生产成本的降低，市场占有率将提升；（2）目前产品梯队已初步成型（如下表所示）；（3）与国外其它细分行业领先企业合作或者研发过程中带来的产品的品种的增加；（4）下游自动化设备生产企业正处于成长期，这将对公司的产品带来新的需求。

表 2 公司目前主要产品的国际合作阶段

合作伙伴	合作产品	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第四阶段
德国 PS 公司	轻载型电动执行器	1997 年	2003 年	2009 年	—
奥地利西贝公司	重载型电动执行器	1996 年	2008 年	2009 年	—
德国西斯特公司	均速管流量计	2003 年	2005 年	2009 年	—
美国德美公司	热式流量计	2008 年	2008 年	2010 年	—
意大利赛诺公司	高端硬密封球阀	2007 年	2008 年	2009 年	—
瑞士威卡公司	磁翻板液位计	2007 年	2009 年	—	—
美国咖纳公司	振棒物位开关	—	—	—	2009 年

数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

- **公司各募投项目均计划于第四年达产，带来公司业绩高增长。**智能仪表研发及扩产项目达产后，预计每年可实现营业收入 4521 万元，实现净利润 1000 万元以上。智能电动执行器项目达产后，预计每年可实现营业收入 8600 万元，实现净利润 1370 万元；流量计研发及产业化项目达产后，预计每年可实现营业收入 6150 万元，实现净利润 1142 万元。

表3 公司此次募投项目情况

序号	项目名称	拟投入资金（万元）
1	智能仪表研发及扩产项目	2538.97
2	智能电动执行器研发及产业化项目	4114.73
3	流量计研发及产业化项目	2877.54
4	其他与主营业务相关的营运资金项目	

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

表4 公司募投项目达产后产能对比

产品	2009年产能	募投项目达产后产能
信号调理器	60000	100000
阀门定位器	小批量生产	25500
电量变送器	小批量生产	43000
轻载型电动执行器	5000	8500
重载型电动执行器	800	1500
均速管流量计	2000	3600
热式流量计	小批量生产	1700

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

4.2. 公司未来经营也存在一定的风险

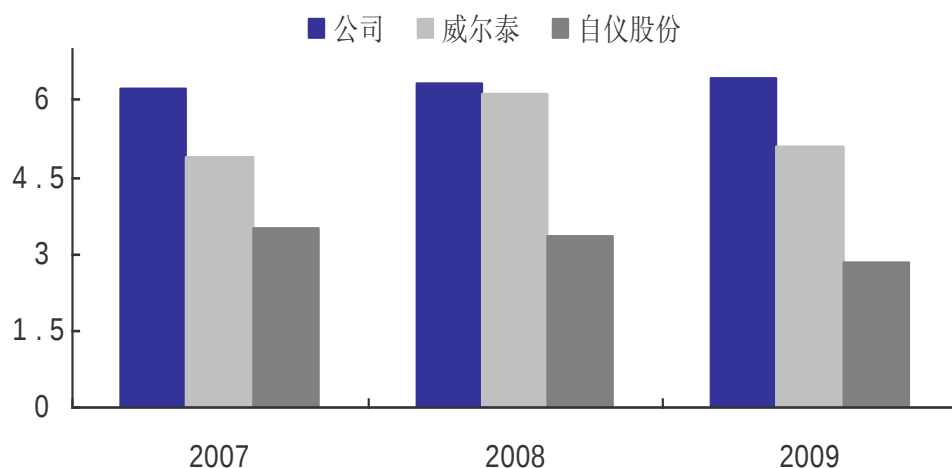
- 行业竞争较为激烈。公司所处工业自动化仪器仪表行业集中度低，从业企业较多，不缺乏实力雄厚的大型跨国公司，大部分公司市场份额都不大，市场分散，竞争较为激烈。
- 公司对国际合作模式存在一定程度的依赖。近三年，公司国际合作产品销售收入占公司产品销售收入的平均比重为 72.33%，占比较大，公司对国际合作模式存在一定程度的依赖。这种业务模式将给公司带来一定的风险。
- 公司原材料进口比重较高。公司国外采购的原材料及产品成本占公司产品销售成本的比重虽然逐年下降，但目前仍接近 50%。
- 公司产品市场总需求量不大，较难形成规模。

5. 公司产品毛利率较高，盈利能力较强

5.1. 应收账款周转率高于同行企业

- 公司销售策略较为稳健，应收账款周转率高于自仪股份和威尔泰（2007-2009 年分别为 6.25、6.34 和 6.45）。这是因为公司一般与长期合作关系的大客户、经销商采用月度结算方式，并在月度结算基础上给予一定的信用期限，而对于一般的经销商，采用的是款到发货的原则结算。

图 18 同行业公司应收账款周转率比较

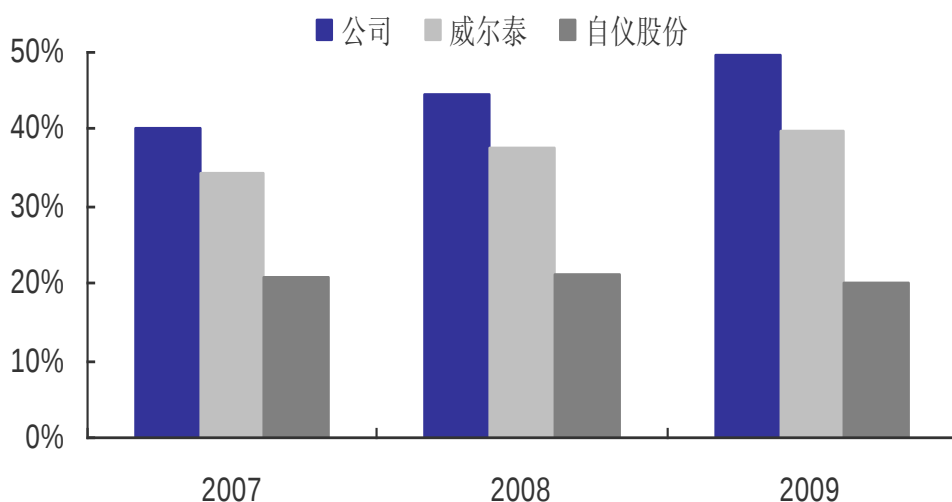


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

5.2. 公司毛利率保持在一个较高的水平

- 2007-2009 年公司销售毛利率分别为 40.05%、44.51%和 49.75%，毛利率逐年升高。公司电动执行器毛利率持续提升，2007-2009 年分别较上年增长 0.65%、9.48%和 4.32%；2008 和 2009 年控制阀毛利率分别较上年增加 9.97%和 11.70%。公司近三年毛利率的提高，主要是公司的销售结构变化和国产化率的提高。不断优化产品结构，毛利率较高的产品收入比重稳步增加，提高合作产品的国产化率，有效的降低了产品的成本。
- 从整体上看，除部分技术水平较高的原材料和部件需要从国外进口，公司所处行业所需的多数原材料及配件都可以从国内得到充足的供应。上游行业对本行业自身发展的影响较小，预计公司毛利率将保持稳定。

图 19 同行业上市公司毛利率对比



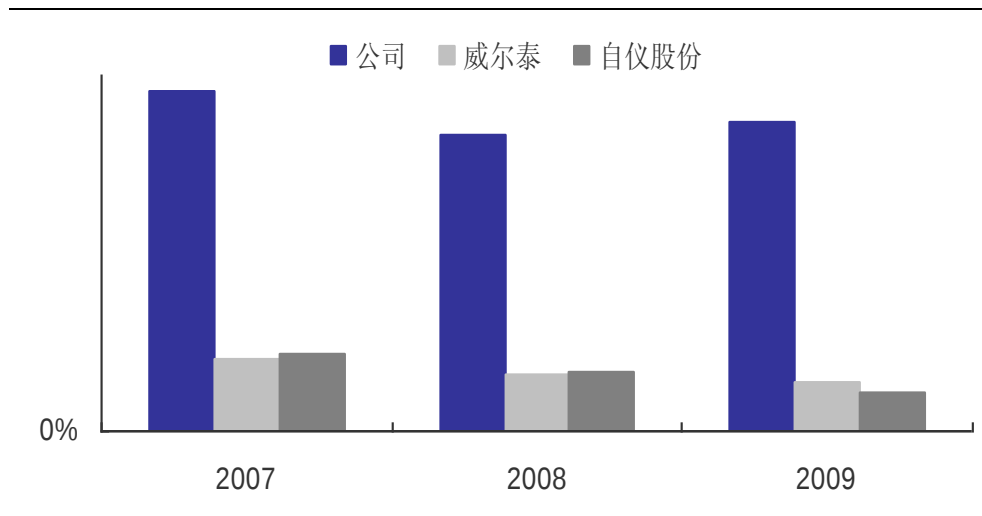
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

5.3. 公司 ROE 明显高于同行业上市公司

- 2007-2009 年公司 ROE 分别为 30.55%、26.56%和 27.88%，明显高于其他两家公司。公司较高的毛利率表明公司产品具有较强的盈利能力，而相对较低的费用

率表明公司较强的管理能力及轻资产的运营模式，这是公司 ROE 较高的主要原因。本次募集资金到位后，ROE 在短期内会有所下降。但随着项目投产并逐步释放利润，ROE 将会回升。

图 20 同行业上市公司 ROE 对比



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

6. 未来三年复合增长率 31%，建议询价区间为 14.3 - 16.6 元

我们预计未来三年公司净利润复合增长率为 30.5%。考虑到公司产品梯队较好，产品可继续扩张，预计其估值适用的 2010 年动态市盈率在 40-45 倍之间，按此计算，预计上市后合理价格在 19.0-21.4 元之间，建议的询价价格区间为 14.3 - 16.6 元，对应的 2010 年动态市盈率大约为 30 - 35 倍。

6.1. 盈利预测

- 根据上述行业及公司收入及毛利率变化的判断，我们预计未来三年公司收入增长率分别为 24%、31%和 32%，净利润分别增长 29%、33%和 30%，EPS 分别为 0.48、0.63 和 0.82 元，未来三年净利润复合增长率 30.5%。

表 5 公司分项收入预测

	2009	2010E	2011E	2012E
电动执行器	52.5	56.0	78.4	109.7
收入增速	-0.2%	6.6%	40.0%	40.0%
产品毛利率	44.9%	45.3%	45.3%	45.3%
均速管流量计	25.2	35.8	46.5	60.5
收入增速	-18.2%	41.7%	30.0%	30.0%
产品毛利率	58.6%	58.5%	58.5%	58.5%
信号调理仪表	17.8	21.1	27.4	35.6
收入增速	36.3%	18.3%	30.0%	30.0%
产品毛利率	73.8%	73.6%	73.6%	73.6%
控制阀门	11.1	19.9	25.9	33.6
收入增速	28.7%	80.0%	30.0%	30.0%
产品毛利率	46.6%	46.1%	46.1%	46.1%
其它	29.7	35.6	42.8	51.3
收入增速	12.4%	20.0%	20.0%	20.0%
产品毛利率	27.8%	42.0%	42.0%	42.0%
产品总收入	136.3	168.3	220.9	290.7
综合毛利率	47.6%	51.0%	51.0%	51.0%

数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

6.2. 估值

- 我们选取上市公司中规模较小的自动化设备及仪器仪表生产企业作为可比公司，按 8 月 7 日的价格计算，其 2010 年的动态市盈率如下表所示，估值水平相对较高。智云股份是近期上市新股，可比性较强，其目前 2010 年动态市盈率在 52 倍左右，而发行价对应的 2010 年动态市盈率在 33 倍左右，我们认为公司经营模式有特色、产品梯队较好，估值适用的 2010 年动态市盈率在 40-45 倍之间，按此计算预计上市合理价格在 19.0-21.4 元。建议的询价价格为 14.3 - 16.6 元，对应的 2010 年动态市盈率大约为 30 - 35 倍。

表 6 可比公司估值表

代码	名称	股价	毛利率	净利率	PE 10E	PE 11E	PS	PB
002058	威尔泰	15.96	39.96%	7.04%	108.08	92.34	8.76	5.71
600848	自仪股份	10.44	19.94%	0.48%	-	-	3.73	25.95
300097	智云股份	31.50	40.73%	23.03%	52.38	41.24	15.27	17.49

数据来源：WIND 资讯，安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-8-6		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	131.6	136.3	168.3	220.9	290.7	成长性					
减: 营业成本	72.7	68.5	82.4	108.1	142.4	营业收入增长率	17.5%	3.6%	23.5%	31.2%	31.6%
营业税费	0.2	0.5	0.7	0.9	1.1	营业利润增长率	13.9%	32.0%	31.9%	32.2%	29.7%
销售费用	17.7	19.6	23.6	30.9	40.7	净利润增长率	18.1%	32.1%	28.8%	32.2%	29.7%
管理费用	18.0	19.5	22.9	30.0	39.5	EBITDA 增长率	15.9%	36.8%	42.0%	31.8%	27.7%
财务费用	-0.6	0.0	-1.7	-2.9	-2.9	EBIT 增长率	15.1%	35.3%	26.3%	30.4%	31.5%
资产减值损失	0.5	-1.9	0.5	0.9	1.2	NOPLAT 增长率	17.6%	34.3%	23.4%	30.4%	31.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.3%	11.6%	144.1%	29.6%	13.7%
投资和汇兑收益	-0.1	0.3	-	-	-	净资产增长率	25.2%	23.1%	300.7%	8.6%	10.2%
营业利润	23.0	30.3	40.0	52.9	68.6	利润率					
加: 营业外净收支	0.5	0.9	-	-	-	毛利率	44.7%	49.7%	51.0%	51.0%	51.0%
利润总额	23.5	31.3	40.0	52.9	68.6	营业利润率	17.5%	22.3%	23.8%	24.0%	23.6%
减: 所得税	3.2	4.9	6.0	7.9	10.3	净利润率	15.2%	19.4%	20.2%	20.4%	20.1%
净利润	20.0	26.4	34.0	45.0	58.3	EBITDA/营业收入	18.2%	24.0%	27.6%	27.8%	26.9%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	17.0%	22.3%	22.8%	22.6%	22.6%
货币资金	12.6	19.2	237.8	217.6	233.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	68	69	154	225	200
应收帐款	22.3	18.9	22.8	30.0	39.4	流动营业资本周转天数	109	121	128	138	136
应收票据	11.3	10.5	13.8	18.2	23.9	流动资产周转天数	213	225	421	508	413
预付帐款	2.8	5.0	5.0	5.0	5.0	应收帐款周转天数	57	56	45	43	43
存货	38.5	24.7	28.9	37.9	49.9	存货周转天数	103	85	58	55	55
其他流动资产	1.1	3.6	3.6	3.6	3.6	总资产周转天数	297	320	605	755	629
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	182	209	307	381	349
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	0.4	0.9	0.9	0.9	0.9	ROE	23.7%	25.2%	8.1%	9.9%	11.6%
投资性房地产	3.4	2.0	2.0	2.0	2.0	ROA	16.8%	21.6%	7.7%	9.3%	10.9%
固定资产	26.2	25.8	118.4	157.8	165.8	ROIC	33.7%	35.3%	39.0%	20.9%	21.2%
在建工程	-	0.5	0.3	0.2	0.1	费用率					
无形资产	-	9.3	8.7	8.1	7.6	销售费用率	13.4%	14.3%	14.0%	14.0%	14.0%
其他非流动资产	2.1	1.6	1.6	1.6	1.6	管理费用率	13.6%	14.3%	13.6%	13.6%	13.6%
资产总额	120.6	122.0	443.7	482.7	533.4	财务费用率	-0.4%	0.0%	-1.0%	-1.3%	-1.0%
短期债务	5.8	-	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	26.7%	28.7%	26.6%	26.3%	26.6%
应付帐款	22.8	6.9	9.7	12.7	16.8	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	29.4%	14.1%	5.3%	5.5%	5.8%
其他流动负债	6.8	10.2	10.1	10.1	10.1	负债权益比	41.6%	16.4%	5.6%	5.8%	6.1%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.50	4.78	13.20	11.71	11.58
其他非流动负债	-	0.0	-	-	-	速动比率	1.39	3.32	11.95	10.26	9.93
负债总额	35.4	17.2	23.6	26.7	30.7	利息保障倍数	-39.82	3,699.72	-22.85	-17.15	-22.78
少数股东权益	0.5	-	-	-	-	分红指标					
股本	53.6	53.6	71.6	71.6	71.6	DPS(元)	-	0.12	0.09	0.13	0.16
留存收益	31.1	51.2	348.4	384.4	431.1	分红比率	0.0%	24.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	85.2	104.8	420.1	456.0	502.7	股息收益率					
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	20.2	26.4	34.0	45.0	58.3	EPS(元)	0.37	0.49	0.47	0.63	0.81
加: 折旧和摊销	1.7	2.6	8.2	11.3	12.6	BVPS(元)	1.59	1.95	5.86	6.37	7.02
资产减值准备	0.5	-1.9	0.5	0.9	1.2	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	-	0.4	0.2	-1.7	-2.9	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	0.1	-0.3	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	0.2	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-15.7	7.6	-9.2	-18.4	-24.4	CAGR(%)	30.5%	30.2%	28.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	8.3	37.2	31.8	36.0	44.8	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-5.9	-15.7	-100.0	-50.0	-20.0	ROIC/WACC	7.9	8.3	9.2	4.9	5.0
融资活动产生现金流量	4.3	-14.9	292.9	-6.1	-8.8	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

林晟, CFA, 机械行业分析师。毕业于厦门大学, 经济学硕士。2006.12 加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易, 并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有, 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。如引用发布, 需注明出处为安信证券研究中心, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

推荐 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

潘艳

021-68766516

梁涛

021-68766067

凌洁

021-68765237

潘冬亮

010-59113590

马正南

010-59113593

律烨

0755-82558076

胡珍

0755-82558073

上海联系人

panyan@essence.com.cn

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

mazn@essence.com.cn

深圳联系人

lvye@essence.com.cn

深圳联系人

huzhen@essence.com.cn

黄方祥

021-68765913

朱贤

021-68765293

张勤

021-68763879

李昕

010-59113565

周蓉

010-59113563

曹加

0755-82558045

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

深圳联系人

caojia@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034