



调研报告

6Sep2010 | 5pages

智云股份(300097)

核心在于成套系统方案设计，未来业绩增长亮点多

——智云股份公司调研简报

姓名：史海昇
86-21-64718888-1805
zsyj@stocke.com.cn

执业证书编号：S1230209120122

公司核心竞争力在于成套系统方案的设计，而非装备制造环节，因此应得到较高的估值水平。同时，公司将积极介入轨道交通、新能源等自动化装配领域，未来业绩爆发性增长可期待。

投资要点：

■ 公司是中国自动化装备行业的龙头企业

智云主要为客户提供成套自动化装备的系统解决方案，产品线最为丰富，涵盖自动化装备的各个细分产品领域，主要包括自动检测设备、自动装配设备、清洗过滤设备、物流搬运设备和切削加工设备等。

2008年，公司主导产品自动检测设备和装配设备销售额市场占有率在 3.76%、1.04%，分别排名第一和第三。客户涵盖国内 90%以上的汽车发动机产商。

目前公司业务主要集中在汽车发动机领域，但由于其技术复制性较强，因此未来可拓展至轨道交通、新能源、环保和医疗等领域，这也预示着公司长期成长空间无忧。

■ 公司核心竞争力在于系统方案设计，属于轻资产型企业。

公司业务链包括成套自动化装备的研发设计、装配生产、销售和服务。我们认为，公司核心竞争力在于以技术为依托，为客户设计成套自动化装备系统方案。公司是典型的技术性企业，而非传统的装配制造企业。

目前，公司技术人员数量占比 63.25%，前期根据客户的个性化需求进行的方案设计占整个产品周期的 50%以上，而外购件成本占比则达到 53%。

正由于公司专注于整体系统方案的设计和服务，从而占据价值链的两端利润高点，因此公司毛利率一直维持在 40-50%左右，净利率在 20%以上。

■ 多因素驱动未来业绩增长

中国汽车业处于普及期，需求仍将快速增长。根据发达国家的经验，人均 GDP 在 1000-10000 美元之间是汽车普及阶段，人均 GDP 在 10000 美元以上为汽车成熟期。对比此标准，中国仍处在汽车普及期，汽车产销量将快速增长，因此相关的自动化装备需求仍具备可观的增长前景。

再制造市场兴起提供新的增长点。作为具有鲜明低碳经济特征的新兴产业，中国再制造产业市场潜力巨大。目前发动机、变速箱、离合器等汽车零部件再制造是主要发展方向，美国汽车零部件再制造的市场规模占其全部再制造产业的 50%左右，而其中再制造发动机则占汽车维修配件市场的 85%以上。

再制造需要对回收汽车零部件进行拆解、清洗、无损检测、表面处理等，这些过程必然将拉动自动化清洗、检测和装配设备等的需求增长。目前，智云承接了东风康明斯的发动机再制造装配线项目，预计首条再制造装配线将于 10 年下半年交货。

评级：买入

上次评级：首次

当前价格：¥ 29.31

单季度业绩 元/股

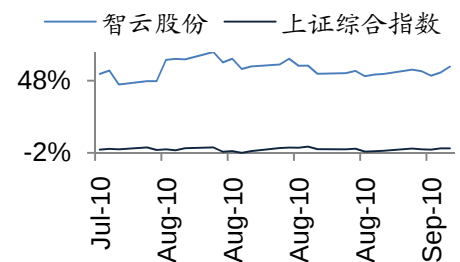
1Q/2010

2Q/2010

3Q/2010

4Q/2010

股价走势



相关报告

报告撰写人：史海昇

数据支持人：许光兵



国家在积极推进汽车零件再制造的同时，还组织开展工程机械、工业机电设备、机床、铁路机车设备和矿采机械等的再制造。智云作为行业龙头，将充分受益于中国再制造产业的发展。

制造业产业升级拉动需求增长。制造业产业升级对公司产品需求的拉动主要来自两个方面：一是产品升级带动自动化装备的更新替换需求，如发动机欧IV标准的执行将促使各大生产商对发动机进行升级换代，从而带来自动化装备的更新需求。

二是机械替代人工带动的需求增长。中国劳动力成本正处在快速上升阶段，这样对于大部分利润微薄的制造企业来说，他们的盈利空间将受到进一步的挤压。在此大背景下，机械替代人工以压缩成本、提高生产效率将是中国制造业发展的大势所趋。

进口替代空间广阔。在国内自动化装备需求快速增长的同时，外资品牌占据了国内 70% 的市场份额，尤其是高端领域由 ABB、柯马和捷飞特等跨国巨头所垄断。在存量和增量市场都具备良好发展潜力的情况下，公司产品性价比优势明显，因此进口空间广阔。

■ 公司将以超募资金积极介入其他相关领域

公司自动化装备成套系统方案的关键技术具备良好的可移植性，可广泛应用于汽车、轨道交通、电子、医疗、风电设备、太阳能设备和新能源汽车、电池和电动汽车等多个领域。由于产能限制以及汽车行业需求增长迅速，公司目前主要集中于汽车发动机领域。

鉴于轨道交通、新能源设备和新能源电池的广阔发展空间，公司正考虑介入相关的自动化装配领域。公司此次 IPO 超募 1.39 亿元，我们预计公司很可能将以超募资金积极进入具有巨大发展潜力的市场。

■ 投资建议

目前公司在手订单充裕，约 1.5 亿元（公司今年订单主要反映明年的收入情况）。我们预计公司 10-12 年的销售额达到 1.65、2.28 和 3.21 亿元，净利润 0.36、0.50 和 0.69 亿元，未来三年净利润 CAGR 在 39% 以上。

公司 10-12 年 EPS 为 0.60、0.83 和 1.16 元，对应目前股价的动态 PE 为 49 倍、35 倍和 25 倍。公司核心在成套系统方案的设计，可以享受较高的估值溢价。我们看好公司未来在相关领域的拓展情况，业绩爆发性增长可期待，给予公司“买入”评级。

财务摘要（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	124	165	228	321
(+/-)	18%	33%	39%	40%
净利润	29	36	50	69
(+/-)	39%	25%	39%	40%
每股收益（元）	0.48	0.60	0.83	1.16
P/E	61.06	48.85	35.31	25.27





资产负债表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	149	240	308	441
现金	21	20	42	56
应收账款	50	69	102	134
其它应收款	5	3	9	8
预付账款	23	37	54	81
存货	42	104	88	147
其他	9	7	13	15
非流动资产	35	38	37	35
长期投资	2	1	1	1
固定资产	21	26	25	23
无形资产	10	10	9	9
其他	2	2	1	1
资产总计	185	278	345	476
流动负债	58	115	129	188
短期借款	0	5	4	3
应付账款	8	19	21	34
其他	50	90	104	152
非流动负债	19	24	32	43
长期借款	18	23	31	41
其他	1	1	1	1
负债合计	77	139	161	231
少数股东权益	0	0	1	1
股本	60	60	60	60
资本公积金	16	16	16	16
留存收益	47	77	122	183
归属母公司股东权益	108	153	198	260
负债和股东权益	185	293	360	491

现金流量表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	27	-1	23	17
净利润	29	36	50	70
折旧摊销	3	4	4	5
财务费用	0	1	1	2
投资损失	-2	-1	-1	-1
营运资金变动	-5	-40	-31	-58
其它	1	-0	0	0
投资活动现金流	-18	-5	-2	-2
资本支出	18	7	3	3
长期投资	0	-1	0	0
其他	0	1	1	1
筹资活动现金流	5	5	1	-1
短期借款	-10	5	-1	-2
长期借款	18	6	8	10
普通股增加	15	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-17	-6	-6	-9
现金净增加额	14	-2	22	14

利润表

单位: 百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	124	165	228	321
营业成本	73	98	135	188
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	5	7	9	13
管理费用	14	18	25	35
财务费用	0	1	1	2
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	1	1	1
营业利润	30	40	56	79
营业外收入	3	2	3	3
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	33	42	58	82
所得税	5	6	9	12
净利润	29	36	50	70
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	29	36	50	69
EBITDA	34	45	61	86
EPS (元)	0.48	0.60	0.83	1.16

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	17.7%	33.2%	38.5%	40.4%
营业利润	25.7%	31.9%	39.1%	42.8%
归属母公司净利润	39.0%	25.2%	38.7%	40.3%
获利能力				
毛利率	40.7%	40.9%	41.0%	41.3%
净利率	23.1%	21.7%	21.7%	21.7%
ROE	26.4%	23.3%	25.0%	26.8%
ROIC	25.4%	23.7%	27.4%	29.6%
偿债能力				
资产负债率	41.4%	47.5%	44.8%	47.0%
净负债比率	22.85%	20.60%	22.02%	19.07%
流动比率	2.59	2.09	2.39	2.34
速动比率	1.86	1.18	1.70	1.56
营运能力				
总资产周转率	0.69	0.71	0.73	0.78
应收帐款周转率	3	3	3	3
应付帐款周转率	6.80	7.13	6.66	6.86
每股指标(元)				
每股收益	0.48	0.60	0.83	1.16
每股经营现金	0.44	-0.02	0.38	0.28
每股净资产	1.80	2.56	3.30	4.33
估值比率				
P/E	61.06	48.85	35.31	25.27
P/B	16.28	11.45	8.88	6.77
EV/EBITDA	53.49	40.97	29.81	21.33





浙商证券

浙商证券研究服务团队

服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

服务
魏志羽
+86 21 6471 8888-1106
weizhiyu@stocke.com.cn

服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品
邱小平
+86 21 6471 8888-1701
qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金
陆靖昶
+86 21 6471 8888-1254
lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券
鲍翔
+86 21 6471 8888-1105
baoxiang@stocke.com.cn

信息技术
李思明
+86 21 6474 6780
lisiming@stocke.com.cn

信息技术
张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

宏观策略团队

首席经济学家
闻岳春
+86 21 6471 6089
wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析
潘立彬
+86 21 6431 6026
panlibin@stocke.com.cn

宏观
李瑞
+86 21 6471 8888-1211
lirui@stocke.com.cn

策略研究
王伟俊
+86 21 6471 8888-1277
wangweijun@stocke.com.cn

策略研究
张延兵
+86 21 6431 8952
zhangyanbing@stocke.com.cn

行业研究团队

房地产行业
戴方
+86 21 6471 8888-1219
daifang@stocke.com.cn

银行业金融行业
黄薇
+86 21 6471 8888-1813
huangwei@stocke.com.cn

中药 生物制药行业
金嫣
+86 21 6471 8888-1241
jinyan@stocke.com.cn

大宗医药行业
姜恩铸
+86 21 6471 8888-1121
jiangenzhu@stocke.com.cn

农林牧渔行业
张俊宇
+86 21 6471 8888-1801
zhangjunyu@stocke.com.cn

食品、饮料行业
葛越
+86 21 6471 8888-1281
geyue@stocke.com.cn

家电、传媒行业
刘迟道
+86 21 6471 8888-1225
liuchidao@stocke.com.cn

电力设备行业
史海昇
+86 21 6471 8888-1737
shihaisheng@stocke.com.cn

汽车行业
马春霞
+86 21 6471 8888-1270
machunxia@stocke.com.cn

机械行业
许光兵
+86 21 6471 8888-1805
xuguangbing@stocke.com.cn

煤炭行业
田加伟
+86 21 6471 8888-1117
tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业
代鹏举
+86 21 6471 8888-1206
daipengju@stocke.com.cn

有色行业
林建
+86 21 6471 8888-1286
linjian@stocke.com.cn

钢铁行业
范飞
+86 21 6471 8888-1119
fanfei@stocke.com.cn

交通运输行业
李冬
+86 21 6471 8888-1807
lidong@stocke.com.cn

商贸行业
程艳华
+86 21 6471 8888-1212
chengyanhua@stocke.com.cn

旅游行业
王禾
+86 21 6471 8888-1740

通信行业
徐昊
+86 21 6471 8888-1702

公用事业行业
袁佳平
+86 21 6471 8888-1814





浙商证券股票投资评级说明

- 1、买 入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中 性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%-10%
- 3、卖 出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买 入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中 性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖 出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海

上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层

邮政编码：200031

电话：(8621)64718888

传真：(8621)64718888

浙商证券网址：www.stocke.com

