

锐奇工具 (300126)

专注于自主品牌建设的专业电动工具领先企业

——新股询价定价分析

	林博	吕娟
	021-38674710	021-38676139
	linbo008456@gtjas.com	lvjuan@gtjas.com
		S0880209110640

本报告导读:

公司是国内少数专注于专业级电动工具的制造商,先进制造业升级带来的进口替代趋势给公司带来快速发展机遇。

投资要点:

- 公司主要从事高等级专业电动工具的研发、生产和销售,近几年营业收入和净利润保持较快增长,毛利率水平稳中有升。砂磨类、建筑道路类和金属切削类电动工具是公司主要收入来源;公司业务仍然集中在国内市场,目前海外市场开拓顺利,品牌被广泛认可。
- 受益于高铁建设、先进制造业升级和国家政策推动,我国专业电动工具市场空间广阔。2010 年我国专业电动工具市场及附件市场容量达 130 亿元人民币,并将以 25%以上的速率增长,2011 年将达到 163 亿元,2012 年将达到 205 亿元人民币。
- 公司产品性价比高于外资品牌,进口替代趋势明显,市场占有率逐年上升,目前位列第四位,特别在磨切电动工具领域处于绝对领先地位。
- 相比大多贴牌生产的内资企业,公司坚持走自主品牌的道路,竞争优势明显,产品价格高于同类产品 10%~30%,议价能力较高。
- 公司未来的业务增长点主要包括锂电池电动工具市场、国内进口替代市场机会、国际企业全球采购市场、行业整合机会、高利润的工业级电动工具的投产、附件市场等,收入和盈利增长可期。预计 2010-2012 年每股收益为 0.87 元、1.36 元和 1.97 元。基于 2010 年业绩和 25 倍左右发行市盈率,建议询价区间为 20~24 元,合理价格区间为 24~29 元。
- 风险因素:原材料价格波动风险、产能不足和部分订单产品外协加工的风险

财务摘要 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	277.9	318.7	511	741	1063.3
(+/-)%	41.1	14.7	61	45	43.5
经营利润 (EBIT)	37	50	82.5	125.4	176
(+/-)%	45	35	65	52	40
净利润	30	42.5	73	114	165
(+/-)%	50.2	41.9	71.7	56.3	44.9
每股净收益 (元)	0.36	0.51	0.87	1.36	1.97
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

注: 每股净收益按发行后的总股本计算

请务必阅读正文之后的免责条款部分

建议询价区间

20.00-24.00

上市首日定价区间

24.00-29.00

2010.09.29

发行上市资料

总股本 (万股)	6,315
发行量 (万股)	2,105
发行日期	2010.09.17
发行方式	网下询价,上网定价
保荐机构	平安证券
预计上市日期	尽快

发行前财务数据

每股净资产 (元)	3.15
净资产收益率 (%)	14.7%
资产负债率 (%)	42.0%

主要股东和持股比例 (发行前)

吴明厅	47.50%
应媛琳	19.00%
瑞浦投资	18.95%
平安财智	4.99%
吴钊	4.28%
胡祖超	3.80%
俞文贤	1.48%

1. 公司简介

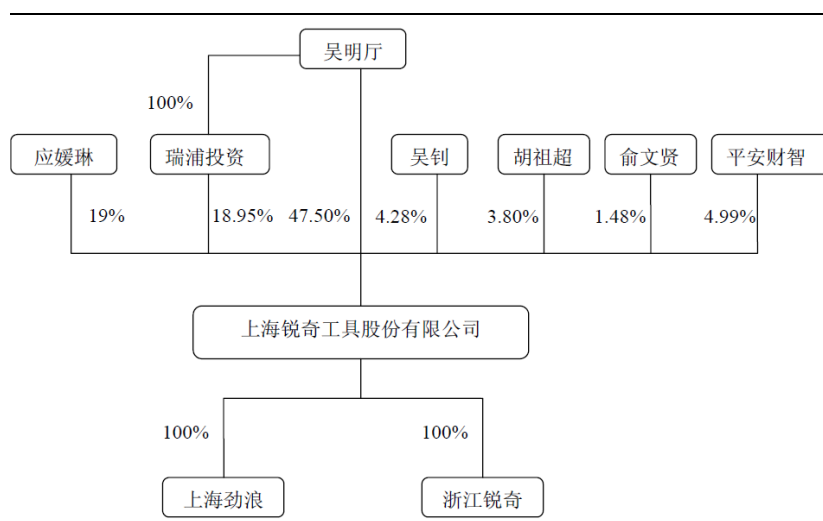
1.1 基本情况

公司主要从事高等级专业电动工具的研发、生产和销售，自主开发和研制了角向磨光机、钢材机、电钻、电锤、石材切割机、曲线锯、电磨、电镐等 24 大系列的产品，包含上百种规格型号。根据用途划分分为砂磨类、建筑道路类、金属切削类、木工类等系列产品。

公司由上海锐奇工具有限公司整体变更设立，发起人为吴明厅等 5 名自然人和瑞浦投资 1 名法人。吴明厅先生和应媛琳女士是夫妻关系，瑞浦投资为吴明厅投资的一人有限公司。

发行前公司股本为 6315 万股，本次公开发行 2,105 万股，吴明厅、应媛琳夫妇直接和间接共计持有公司 64.09% 的股份，是公司的实际控制人。

图 1：公司股权结构图



数据来源：招股书、国泰君安证券

1.2 主营业务分析

电动工具的产品体系大致分为工业级、专业级和通用级三个级别，公司主要生产专业级电动工具和少量的工业级产品，其中专业级电动工具近三年的营业收入占比分别为 99.58%、99.50% 和 99.02%。

公司近几年的营业收入和净利润保持了较快的增长，近三年营业收入的复合增长率为 27% 左右，净利润复合增长率为 46% 左右。2009 年业务增长有所放缓，主要原因是产能不足导致，公司存在产能瓶颈。

图 2: 营业收入稳步增长

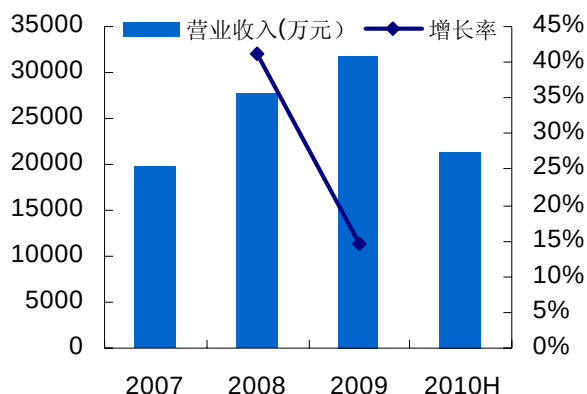
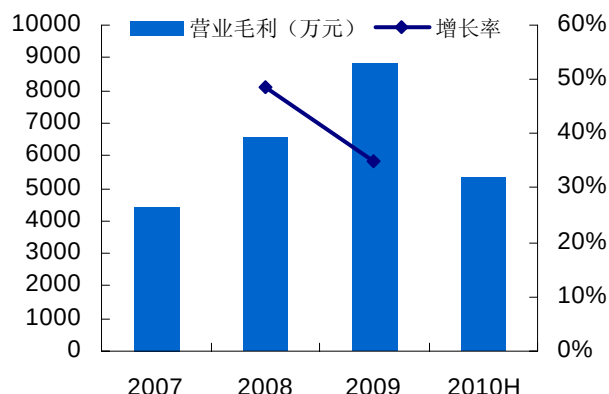


图 3: 营业毛利及增长情况



数据来源: 招股书、国泰君安证券

公司的盈利能力逐年增强,近三年的毛利分别为 4407.71 万元、6551.58 万元和 8842.95 万元,平均增长率为 41.81%,毛利率呈现稳步上升的趋势,2010 年上半年由于原材料和配件价格上涨,小幅下降。各业务毛利率水平中,砂磨类和木工类的毛利率最高,其次是建筑道路类。

图 4: 净利润稳步增长

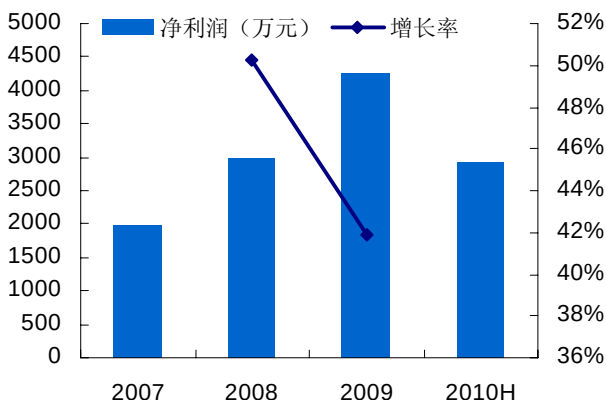
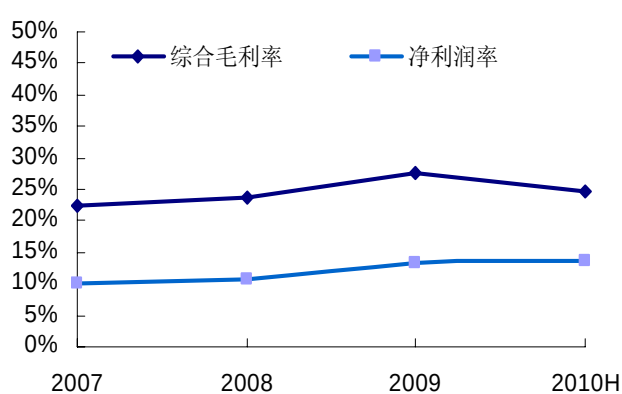


图 5: 综合毛利率和净利润情况



数据来源: 招股书、国泰君安证券

图 6: 业务分毛利构成

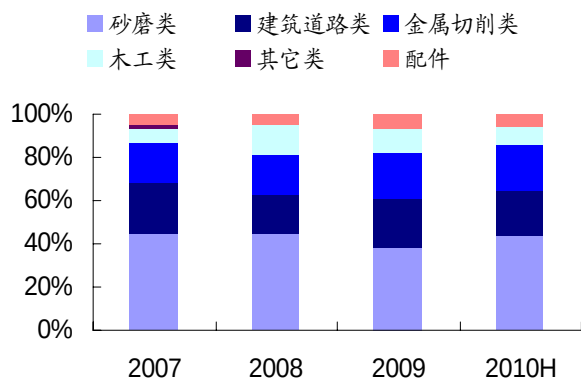
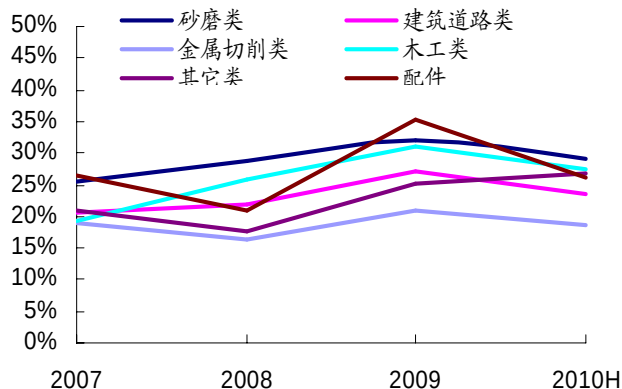


图 7: 分业务毛利率比较



数据来源: 招股书、国泰君安证券

主营业务收入分产品构成中,砂磨类、建筑道路类和金属切削类是主要的收入来源,这三类产品所占销售收入比例超过 80%,保持了公司作为专业电动工具行业“磨切专家”的行业地位;分地区构成中,公司目前的业务仍然集中在国内市场,其中内销业务占比平均为 73%,华东地区是公司的主要市场。

图 8: 收入分产品构成

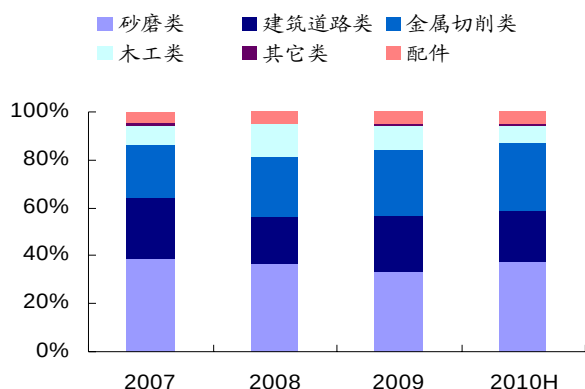
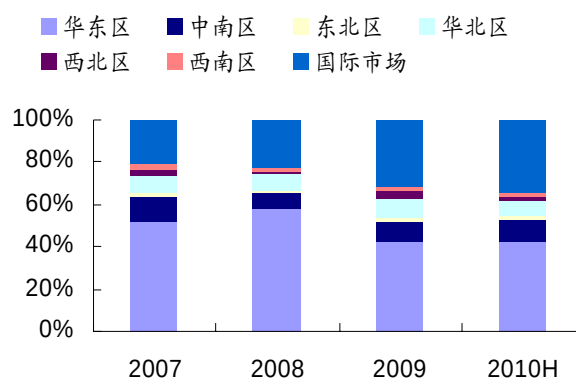


图 9: 收入分地区构成



数据来源: 招股书、国泰君安证券

公司的资产负债率从 2007 年的 64.18%下降为 2008 年的 41.39%, 近几年保持了良好的偿债能力, 此外速动比率和流动比率均得到不断改善, 说明公司进入一个良性的发展阶段, 短期内流动性风险较低, 财务状况较健康。

图 10: 流动和速冻比率情况

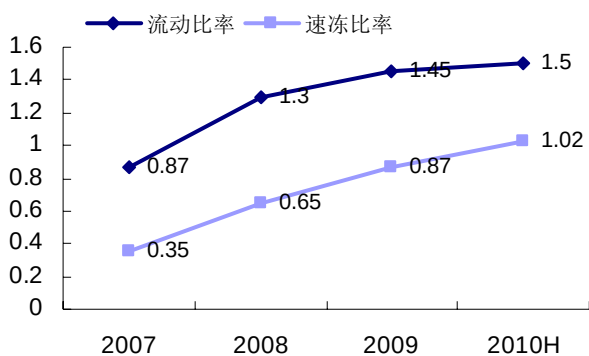
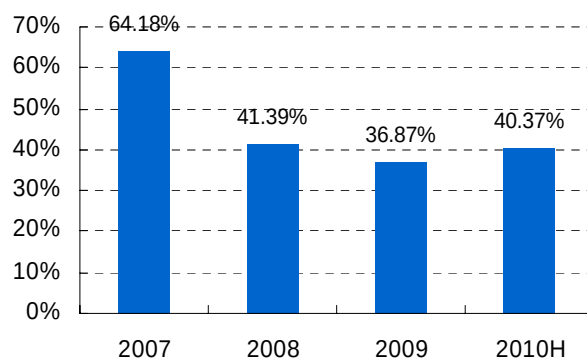


图 11: 负债率处于合理水平



数据来源: 招股书、国泰君安证券

公司运营水平一直保持在较高的水平, 应收账款周转率和存货周转率均远远高过可比上市公司, 说明公司回款能力良好, 对渠道有很强的控制力。公司通常要求国内经销商在年末将货款结清, 并将其在年末的货款回笼情况作为影响第二年给予价格优惠的一个指标, 到目前还为发生过欠款现象。

图 12: 应收账款周转率高于可比公司

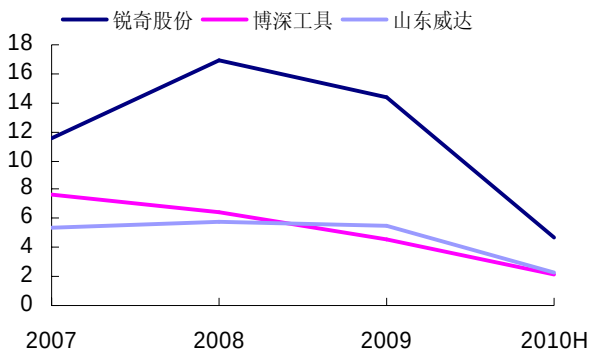
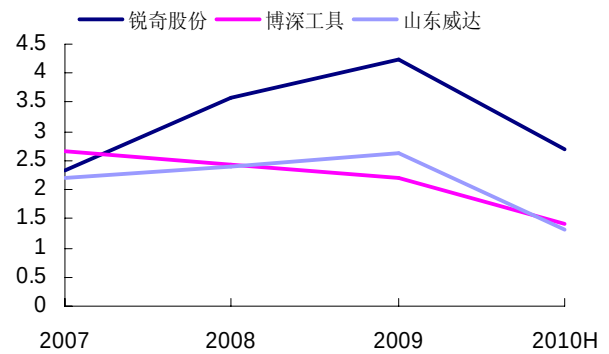


图 13: 存货周转率高于可比公司



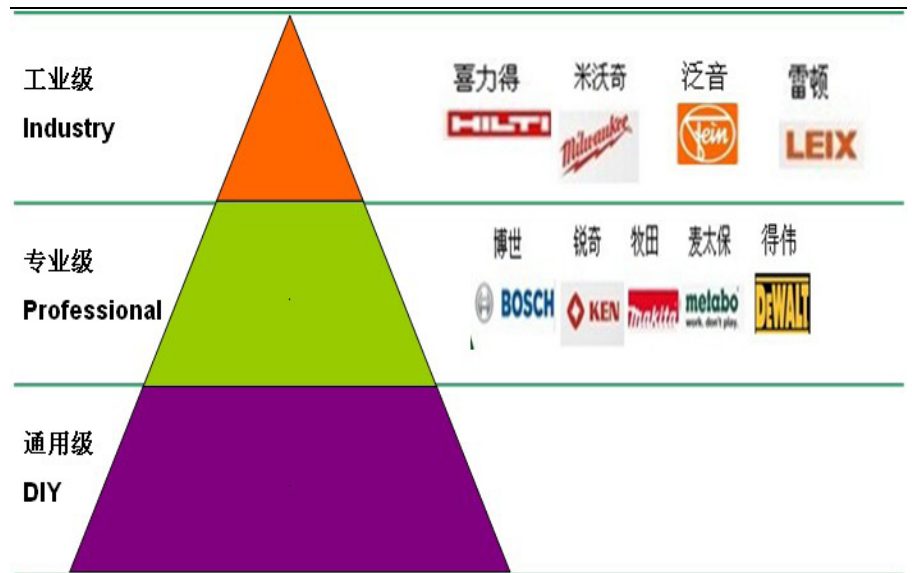
数据来源: 招股书、国泰君安证券

2. 行业分析

2.1 电动工具行业概况

电动工具整体的产品体系大致可以分为工业级、专业级和通用级三个级别, 从上至下对工艺精准度的要求逐步降低。工业级电动工具的技术含量最高, 主要用于航空业, 产能主要集中在上海, 基本上均是外资品牌; 专业级电动工具具有功率大、转速高、电机寿命长的特点, 能够持续长时间重复作业, 主要应用于有较强专业要求的先进制造及装备领域; 国内电动工具厂商主要的竞争领域在技术含量最低的通用级电动工具, 如家庭用的装饰类电动工具, 主要以 OEM 出口的方式生产, 没有销售渠道和自主品牌, 抗风险能力较差。

图 14: 电动工具分级



数据来源: 招股书、国泰君安证券

2.2 专业电动工具行业处于良好的高速增长环境

总体来看, 全球电动工具的行业增速缓慢, 2006 年-2008 年全球电动工具的需求量年均只有 3% 左右的增长率, 在金融危机的影响下, 在 2009 年甚至出现负增长, 但我国专业级电动工具近几年保持了相对快速的增

长,近几年以年均12%左右的速度增长,远远超过全球电动工具的市场增速,2008年我国专业电动工具的市场容量达到40亿元,并且未来仍将以每年10%以上的速度增长,如果把附件市场计算在内,市场容量在2010年将达到130亿元,并将以每年25%以上速度增长。我国专业电动工具快速成长的推动力主要包括以下几个方面:

- 1、先进制造业的发展,如每年7000亿的高铁投资建设、年产值5000亿的中国船舶制造业、年产量达1400万辆的汽车制造业
- 2、国家大力的支持。国家一直鼓励电动工具的出口,2008年为了应对金融危机的影响,多次提高电动工具出口退税率,目前部分产品的出口退税率已经提高到了17%。
- 3、全球制造业向中国转移为国内专业电动工具制造企业带来了良好的发展机遇,使得部分国内企业逐步吸收国外企业的技术和管理理念后,具备了国际竞争力。

图 15: 全球电动工具市场增长缓慢

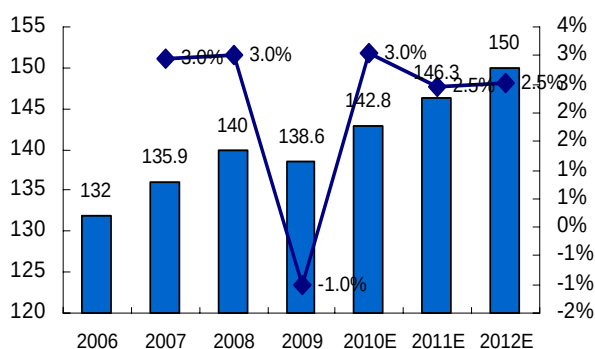
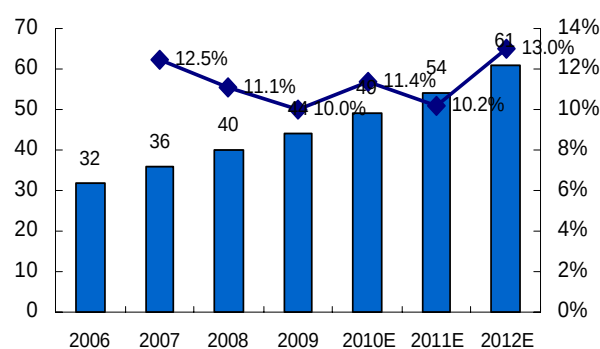


图 16: 我国电动工具市场稳步增长



数据来源: 电动工具网、国泰君安证券

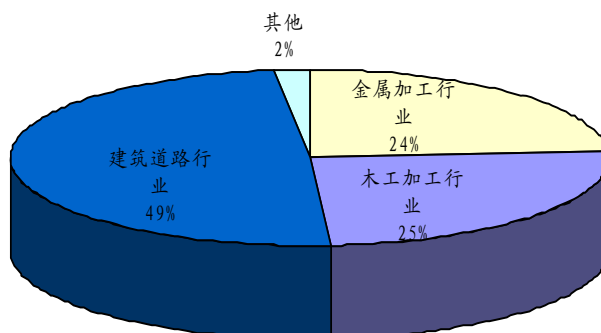
2.3 下游行业需求带来广阔的市场空间

专业级电动工具的上游产业为原材料(如砂钢片、漆包铜线、铝件、塑料等)供应商,行业对上述原材料的价格变动较为敏感;下游应用领域包括建筑道路、装饰装修、木材加工、金属加工以及其它制造业,领域比工业级和通用级更加广泛。

图 17: 专业电动工具产业链



图 18: 专业电动工具下游占比情况



数据来源: 招股书、国泰君安证券

建筑道路行业是专业电动工具主要的下游行业，其占到专业电动工具应用市场的 50%左右，包括铁路、公路等。伴随这我国高铁建设提速，高铁车辆建设和轨道建设都将带来专业电动工具的巨大需求，比如角向磨光机、大功率电锤等专业电动工具的需求。

金属加工用专业电动工具在电动工具目前所占的比重是 25%左右。根据中国电动工具网统计，截止到 2008 年，金属加工用专业电动工具市场规模为 9.40 亿元，占总体市场规模的 24%。未来随着金属加工行业的持续快速发展以及金属加工用专业电动工具市场的不断开拓，其市场规模将快速扩大，增速将高于建筑道路用和木材加工用专业电动工具。

木材加工行业属于出口型行业，受金融危机重极大，前几年专业电动工具所占比重呈现了下降的趋势，未来木材加工行业电动工具所占比例将呈现一个缓慢增长的趋势。

3. 公司的行业地位和竞争优势

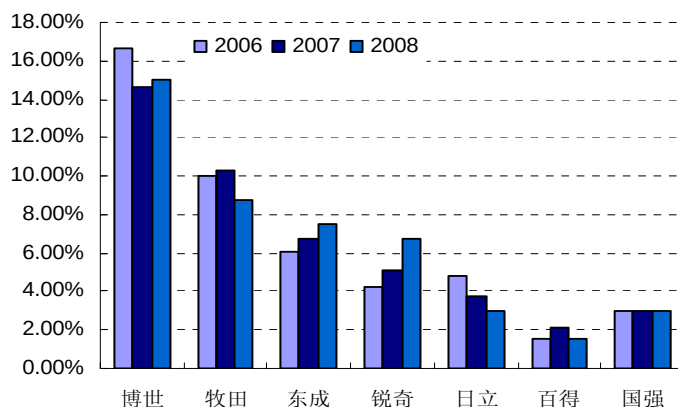
3.1 公司迅速崛起，市场份额逐年提高

不同于完全竞争状态的通用级电动工具领域，专业级电动工具领域市场集中度相对较高，前十大生产厂商的市场份额超过 50%，主要企业有博世，牧田，百得，日立，锐奇，东成，国强等。从 2006 年-2008 年国内市场占有率来看，德国博世和日本牧田两家具具有 80 年历史的老牌外资企业一直占据着第一和第二的位置，两家内资企业江苏东成和上海锐奇占据第三和第四的位置。

从数据来看，国外品牌市场占有率呈逐年下降的趋势，四大外资企业（博世、牧田、百得、日立）市场占有率从 2006 年的 33.04% 下降到 2008 年的 28.25%。而内资企业的产品由于性价比越来越高，正在进行进口替代的过程。

公司在 2007 年快速增长，从行业占有率第五位升至第四位，市场份额从 2006 年的 4.24% 上升到 2008 年的 6.75%，成为内资品牌中市场占有率增长最快的企业之一。随着公司上市募集资金的到位，产能瓶颈得到解决，生产规模和能力提高，市场份额仍有继续上升的空间。

图 19: 公司处于行业第四，市场份额逐年上升



数据来源：招股书、国泰君安证券

3.2 公司竞争优势

3.2.1 坚持走自主品牌道路，议价能力较强

公司近几年的市场份额和毛利率水平逐年提高，其高等级专业电动工具的产品价格一直高于国内其他品牌同类产品 10%~30%，说明公司在一定价格范围内具备较强的议价能力，其价格优势主要来自公司的品牌建设和质量水平。不同于大多数电动工具企业采用贴牌的方式，公司高管坚持走自主品牌的道路，具有强烈的品牌意识。

3.2.2 研发和创新能力造就国内磨切专家的地位，生产工艺先进

公司目前拥有各项专利 66 项，其中 15 项实用新型，51 项外观设计专利。已被受理的专利有 12 项，其中 5 项发明专利，2 项实用新型专利，5 项外观设计专利。拥有专利数量在业内处于领先水平。

强大的研发和创新优势保证了公司的产品性能与质量处于国内领先水平，例如公司 SCS2-190 型号的电圆锯，开关反自锁装置专利技术，功率达 1,350W，性能指标领先于同行；110 型石材切割机，变负载寿命可达 400-500 小时，领先于国外品牌同类产品，单位出重力达 430W/kg；此外，公司的几个钢材机产品目前处于国际领先水平，例如 7014 系列钢材切割机，高效耐用，切割精度高；355 型钢材机的作业噪音和切割能力达到国际先进水平。

通过大量引进自身技术人才，公司已经积累了先进的制造工艺，竞争对手难以在短期内进行复制，例如公司生产精益电机转速达 30,000-40,000 转/分钟，单位重量出力达 450W/kg，居行业领先水平，在磨切电动工具领域绝对领先，成为米沃奇、麦太保等国际知名高端电动工具制造商的唯一 ODM 合作伙伴

3.2.3 渠道优势是业绩增长的有效保障

公司主要采取品牌授权区域经销的方式，相比外资品牌具备快速响应和对消费者需求精准把握的比较优势，目前已在全国各地发展了 300 多家国内渠道经销商和 20 多家海外经销商，形成具有较高覆盖率的高效分销网络。在海外渠道方面，公司已经成为了百安居、家得宝和麦德龙三大国际连锁超市的独家供应商

4. 募投项目将助公司继续扩大市场份额

公司募集资金用于高等级专业电动工具产业化项目、高等级专业电动工具扩产及技术改造项目和专业电动工具研发中心三个项目。

近三年公司电动工具销量年均增长率达到 25.67%，平均产销率大 109.76%，由于下游市场需求良好，产能利用率一直超过 100%，生产线处于满负荷运行，甚至通过外协采购的方式弥补产能不足，急需扩大产能。公司通过募集资金扩大产能后将降低外协采购的比例以及相应的经营管理风险，并为公司开拓海外市场带来空间。

表 1: 公司存在产能瓶颈, 急需扩大产能

项目	2007	2008	2009	2010H
总产能 (万台)	88.2	97	112.2	87.38
总产量 (万台)	103.16	112.56	136.78	103.8
产能利用率 (%)	116.96	116.04	121.9	118.79

数据来源: 招股书、国泰君安证券

高等级专业电动工具产业化项目主要是生产钢材机、铝材机和各种充电工具, 达产后产能为 108 万台; 高等级专业电动工具扩产及技术改造项目主要是生产建筑道路类、砂磨类和木工类电动工具, 达产后增产 76 万台, 根据公司的预测这两个项目将给公司带来 5.66 亿元的收入, 平均投资回报率 30%左右。

表 2: 募投项目情况

项目名称	投资总额 (万元)	建设期	达产后产能 (万台)	贡献收入 (万元)	贡献净利润 (万元)	投资收益率 (%)
1 高等级专业电动工具产业化项目	15453.00	1.5 年	108	43464	5843	28.23%
2 高等级专业电动工具扩产及技术改造项目	6506.5	1 年	76	13108	2828	30.26%
3 专业电动工具研发中心项目	3847.00	1 年	-	-	-	-
4 其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-	-	-	-	-

数据来源: 招股书、国泰君安证券

5. 盈利预测和投资建议

公司未来的业务增长点主要包括下面六个方面: 受益于环保节能趋势的锂电池电动工具市场、国内进口替代市场机会、国际企业全球采购市场、行业整合机会、高利润的工业级电动工具的投产、附件市场的巨大潜力。

我们假设募投项目建设顺利, 产能逐步释放; 原材料价格不出现大的波动, 毛利率保持稳定, 假设综合毛利率可以维持在 25%左右; 公司享受高新技术企业所得税优惠政策, 预测 2010~2012 年所得税率为 15%, 我们预计 2010-2012 年每股收益为 0.87 元、1.36 元和 1.97 元。基于 2010 年业绩和 25 倍左右发行市盈率, 建议询价区间为 20~24 元, 合理价格价格区间为 24~29 元。

表 3: 同类公司估值:

证券代码	证券简称	2009PE	2010PE	2011PE
002282.SZ	博深工具	46	33	27
002026.SZ	山东威达	49	38	36
002444.SZ	巨星科技	29	29	23

数据来源: Wind、国泰君安证券

6. 风险因素

6.1 原材料价格波动风险

专业电动工具主要原材料为矽钢片、漆包铜线、铝件、塑料。公司近三年的原材料铜材、铝件、塑料等价格波动较大，未来原材料价格的波动不利于公司成本控制，对业绩会有影响。

6.2 产能不足和部分订单产品外协加工的风险

随着公司品牌影响力逐渐增强，市场需求逐年加大，公司产能不足的矛盾越来越突出。公司将部分订单外协加工半成品，然后通过后续加工成产成品。公司部分订单产品的外协采购，增加了公司的营业成本和在生产组织、质量控制、人员管理、准时交货方面的难度，存在经营管理风险。

作者简介:

林博:

林博: 美国普渡大学 MBA, 2010 年 4 月加入国泰君安, 从事专项策略研究

吕娟:

河海大学机械电子工程专业学士, 法国 EDHEC 商学院 MSc.Finance 交流学生, 复旦大学经济学院经济学硕士。2007 年 5 月进入国泰君安证券, 从事机械行业研究。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		