

宝馨科技（002514）

2010 年 11 月 17 日

工业级数控钣金结构专家，与客户共成长

建议询价区间：18.42-21.18 元

机械行业首席分析师：龙华
SAC 执业证书编号：S0850207120499
longh@htsec.com
021-23219411
联系人：何继红
hejh@htsec.com
021-23219674

投资建议：公司专注于运用数控钣金技术为国际知名企业提供工业级数控钣金结构产品全方位综合配套服务，产品主要运用于电力、通讯、医疗、金融设备、新能源等领域。公司已融入重点客户的供应链管理体系，以其独特的“总部+制造基地”营运模式，与战略合作客户共成长。数控钣金结构产品需求随经济发展和企业外包比例扩大而快速增加，公司毛利率水平和收入增速在可比公司中处于领先地位。我们预计公司 2010-2012 年主营收入分别为 26099.43 万元、31578.55 万元和 38393.31 万元，归属于母公司所有者的净利润分别为 5185.71 万元、6262.86 万元和 7681.59 万元，按上市后总股本摊薄每股收益分别为 0.76 元、0.92 元和 1.13 元。综合考虑可比 A 股上市公司估值情况、公司成长情况和近期中小板新股发行估值情况，我们认为选取 20-23 倍的 2011 年 PE 区间作为询价估值参考比较合理，得出询价区间为 18.42-21.18 元，对应 2009 年的发行后摊薄 PE 为 39.21-45.09 倍，对应 2010 年的 PE 为 24.15-27.78 倍。

风险提示：（1）全球经济复苏存在不确定性；（2）汇率风险；（3）出口退税政策调整；（4）原材料成本加速上行。

1. 宝馨科技专注于为国际知名企业提供工业级数控钣金结构产品全方位配套服务

数控钣金结构产品是电气、电子设备不可或缺的基础结构件。数控钣金结构产品是不间断电源（UPS）、网络关键物理基础设施（NCPI）、通讯基站、网络服务器、医疗消毒设备和影像设备、自动取款机（ATM）、新能源汽车电池、风力发电变频器等产品不可或缺的基础结构件。作为支撑性骨架，数控钣金结构产品对安装在其中的各种功能性元器件提供固定、支撑和保护作用，并根据应用环境的不同，具备可连接性、抗震性、散热性、防腐蚀性、防干扰性、抗静电性等功能。

公司专注于运用数控钣金技术，为国际知名企业提供工业级数控钣金结构产品全方位综合服务，产品目前主要运用于电力、通讯、医疗、金融设备、新能源等工业领域。数控钣金是利用数控技术和数控设备，对金属薄板进行冷变形加工，从而获得特定形状、规格的金属薄板制品的生产技术。数控钣金技术发源于军工与航天，属于近几十年逐步发展起来的新兴技术，适合尺寸大、技术更新快、定制化、批量小的终端产品，应用领域已由军工、航天逐步拓展到广泛的工业领域。与面向大众消费者的消费性产品相比，工业级数控钣金结构产品在尺寸、结构复杂程度、结构体精度、结构强度、功能性、耐用性方面均具备更高的要求，是属于仅次于军用级产品的高端产品。公司产品目前主要运用于电力、通讯、医疗、金融设备、新能源等工业领域，主要客户包括 APC、中达电子、上海贝尔、洁定、锐珂、NCR、A123 和 Coverteam 等，其中 APC 是公司最重要的战略客户。

表 1 公司主要客户及相应收入一览（除注明外，单位为万元）

客户类型	客户名称	2007	2008	2009	2010H1
电力设备领域	APC	7374.22	8866.66	9217.04	6274.67
	Kavlico	-	-	-	293.82
	中达电子	1063.91	696.44	-	-
	汇总	8438.13	9563.1	9217.04	6568.49
通讯设备领域	伟创力	11.09	108.75	124.13	670.09
	上海东伦	744.62	694.98	397.34	189.11
	上海贝尔	526.21	680.56	153.78	184.67
	上海旭电	601.34	192.34	-	-
	苏州丹腾	359.29	553.15	49.24	-
	ADC	-	-	-	83.23
	汇总	2242.55	2229.78	724.49	1127.1
医疗设备领域	洁定医疗	567.06	1054.39	751.23	141.53
	美国天弘	-	363.14	86.58	-
	苏州天弘	-	-	267.86	257.87
	上海锐珂	9.62	121.18	268.25	109.53
	无锡多美	6.01	14.52	1.6	-
	瑞典洁定	-	-	-	144
	锐珂亚太	-	-	-	103.74
	汇总	582.69	1553.23	1375.52	756.67
金融设备领域	NCR	-	669.3	2678.83	1850.69
	汇总	-	669.3	2678.83	1850.69
新能源设备领域	Converteam	-	-	824.17	484.04
	A123	-	5.03	661.44	169.21
	上海科孚德	184.37	439.63	824.17	484.04
	苏州美恩	-	-	262.41	277.42
	汇总	184.37	444.66	2572.19	1414.71
主要客户收入加总		11447.74	14460.07	16568.07	11717.66
当期主营收入		12032.25	15175.35	17198.77	12465.54
主要客户收入占主营比（%）		95.14	95.29	96.33	94.00
APC 收入占主营比（%）		61.29	58.43	53.59	50.34

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

APC 各工厂间供应商资格认证和采购决策的相对独立有效降低了公司客户集中的风险。APC 公司在菲律宾、厦门、印度、美国、爱尔兰等地开设了工厂，各工厂生产的产品类型不同，如菲律宾 APC 主要生产 NCPI（网络关键物理基础设施）和大型 UPS（不间断电源系统），厦门 APC 主要生产制冷系统和面向国内市场销售的各类产品。APC 各个工厂独立对其供应商进行资格认证、并独立进行原材料采购。公司通过了 APC 各个工厂的供应商资格认证，是 APC 全球策略供应商，具有向 APC 各个工厂供应数控钣金结构产品的资格。

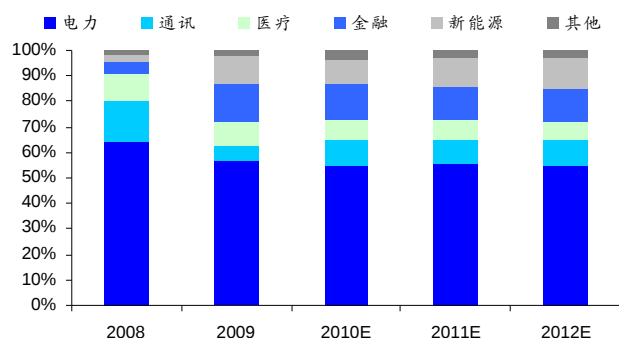
表 2 公司 APC 各工厂客户销售收入一览

	收入（万元）						同比增速（%）			09H2/09H1 （倍）
	2007	2008	2009H1	2009H2	2009	2010H1	2008	2009	2010H1	
菲律宾 APC	4711.24	4381.71	1308	2923.13	4231.13	2399.91	-6.99	-3.44	83.48	2.23
苏州 APC	1664.44	2058.89	249.84		249.84		23.70	-87.87	-100.00	0.00
厦门 APC	738.43	851.17	843.2	1309.29	2152.49	1827.61	15.27	152.89	116.75	1.55
美国 APC	16.57	1039.45	568.96	897.85	1466.81	1019.06	6173.08	41.11	79.11	1.58
爱尔兰 APC	-	483.66	343.38	201.64	545.02	324.34		12.69	-5.54	0.59
印度 APC	242.61	2.49	217.24	345.29	562.53	703.75	-98.97	22491.57	223.95	1.59
丹麦 APC	0.93	49.28	1.55	7.67	9.22		5198.92	-81.29	-100.00	4.95
APC 合计	7374.22	8866.65	3532.17	5684.87	9217.04	6274.67	20.24	3.95	77.64	1.61

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

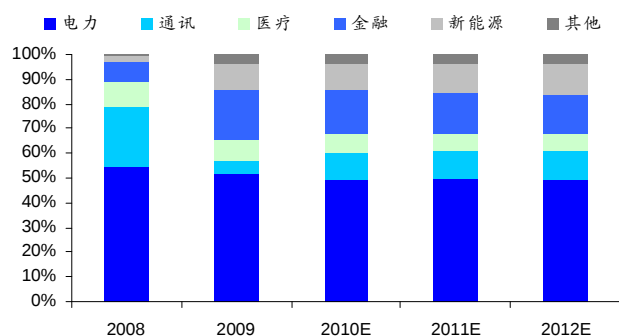
公司核心竞争力体现在在工业级数控钣金结构产品领域领先的研发和制造优势。公司可以为客户提供工业级数控钣金结构产品方面从结构设计、样品开发、结构性能测试到结构件制造、结构组装再到售后维护等的一站式综合服务。公司的下游应用目前主要是工业级电气、电子终端设备，这些客户核心优势体现在其终端产品的研发、设计和制造上。公司在数控钣金结构产品领域独到的研发和制造优势可以为下游客户的产品研发制造提供优势互补。公司产品为客户量身定制，规格多、批量小，单一产品的需求和供给具有一对一的排他性。

图 1 分产品收入构成



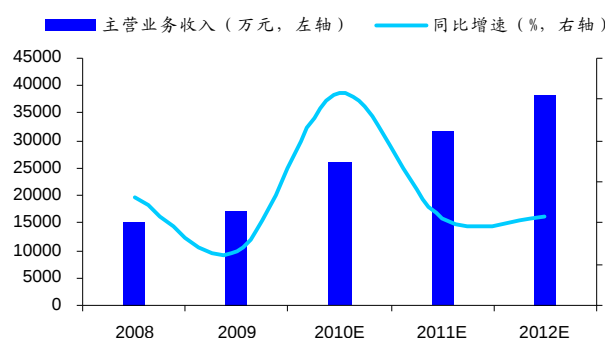
资料来源：公司招股书，海通证券研究所

图 3 分产品毛利构成



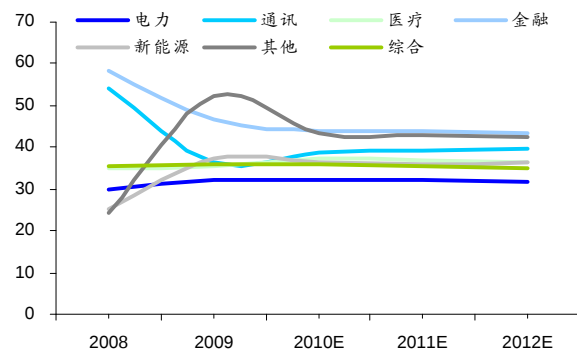
资料来源：公司招股书，海通证券研究所

图 2 主营收入及增速



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

图 4 分产品毛利率趋势（%）



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

因同期基数较低，公司 2010 年上半年收入同比增长 90.27%。受全球金融危机影响，公司主营收入 2009 年仅增长 13.33%。从 2010 年上半年收入来看，增长开始复苏。2009 年及 2010 年上半年主要财务数据如下表。

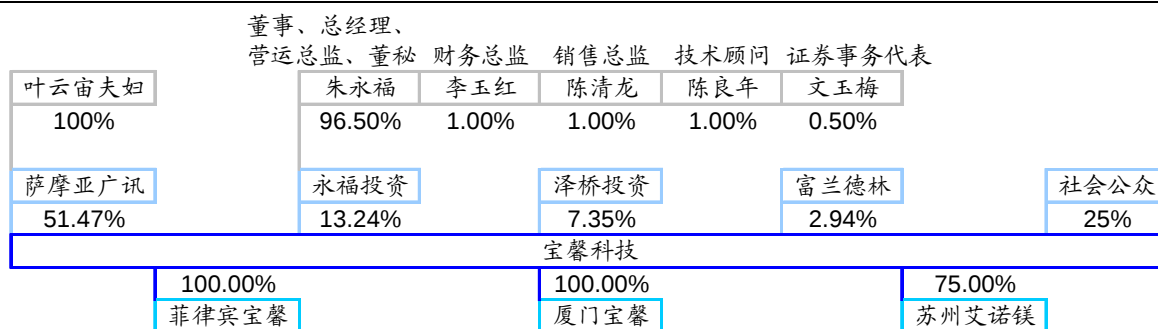
表 3 公司 2009 及 2010H1 主要财务数据

资产（万元）		负债（万元）		营业收入（万元）		净利润（万元）		资产负债率(%)		净利润/总收入（%）		净利润/净资产（%）	
2010H1	2010H1	2009	2010H1	2009	2010H1	2009	2010H1	2009	2010H1	2009	2010H1	2009	2010H1
23753.81	10034.27	17198.77	12465.54	3203.72	2623.40	40.96	42.24	18.63	21.05	28.84	19.12		

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

公司实际控制人为台湾叶氏夫妇，高管间接持股。本次公司拟发行 1700 万股流通股，发行后总股本为 6800 万股。

图 5 发行后公司股权结构及子公司



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

2. 公司增长动力主要来自现有客户的需求扩张和新客户的拓展

独特的“总部+制造基地”营运模式。公司以苏州为总部，专注于产品的研发设计和重要部件的生产：（1）发挥公司研发设计的规模优势；（2）缩短产品开发时间，提高公司在客户供应链中的地位。公司在主要市场周边建立制造基地，作为为客户提供产品和服务的支点：（1）减少产品运输成本和时间，降低产品交货期的不确定性因素；（2）优化与客户的信息沟通，增强快速反应的能力；（3）增加为客户配套其他产品和服务的机会。公司已经在菲律宾和厦门分别设立制造基地，并伺机进一步拓展国际和国内市场。

融入客户研发体系，锁定相关产品后续量产供货权。公司为客户的新产品开发提供数控钣金结构方面的专业支持，新开发样品数量的增加为公司以后持续获得客户量产订单打下了坚实的基础。

4 公司研发费用占比及新开发样品数量一览

	2007	2008	2009	2010H1
研发投入占主营收入比（%）	-	3.91	3.10	4.49
新开发样品数量（个）	1012	925	3500	2060
全部产品规格（种）	2399	3076	3917	3060

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

与多家客户结成了长期稳固的战略合作关系，与客户共发展。客户对数控钣金结构件供应商进行系统性考核认证，一般供需关系比较稳定。在数控钣金结构产品类供应商中，公司是与 APC 研发及生产部门建立了全面深入合作关系的全球策略供应商，是施耐德、洁定集团、NCR 等公司的全球策略供应商，有资格对其在全世界范围内的工厂供货。

5 公司正在从事的研发项目及进展

序号	在研项目名称	项目说明	项目进展情况
1	Galaxy 5000	一个电源机种，上海 MGE 项目	小批量量产阶段
2	Galaxy 4000	一个电源机种，菲律宾 APC 项目	小批量量产阶段
3	AD6	一个中低压机种，与施耐德北京中低压厂合作	小批量量产阶段
4	RA Beta	一个空调机种，美国 APC 项目	小批量量产阶段
5	0H-0079	一种电源机架，菲律宾 APC 项目	小批量量产阶段
6	MV7000	风力变频系统控制柜，Converteam 项目	小批量量产阶段
7	G7000	一个电源机种，上海 MGE 项目	小批量量产阶段
8	FXC 384	光纤通讯柜，上海爱德龙项目	小批量量产阶段
9	电磁盒	储能式逆变器配套，上海美科项目	样品承认阶段
10	ACCS	一种电源机柜，美国 APC 项目	样品阶段
11	SIDECAR	一种电源机柜，美国 APC 项目	样品阶段
12	IS4000	一种医疗器械配套产品，上海锐珂项目	样品阶段
13	Bosch Cabinet	一种实验室设备机柜，泰瑞达项目	样品阶段
14	NCR7610	自助验票机，北京安迅项目	开发阶段

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

立足于既有客户资源，伺机拓展其他高端领域。既有的世界知名企业客户资源将为公司进一步开拓市场、获得新的高端客户业务机会奠定基础。随着公司在工业级数控钣金结构产品研发制造水平的逐步提高和公司在业内品牌和知名度的逐步提升，公司将稳步拓展其他高端应用领域，如航空航天等。

6 公司产品应用领域逐步扩宽

	2002	2006	2007	2008
新增应用领域	电力设备	医疗设备、通讯设备	新能源设备	金融设备

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

3. 数控钣金结构产品需求随经济发展和企业外包比例扩大而快速增加

按照加工手段的不同，钣金工艺分为手工钣金、冲压和数控钣金。钣金加工是金属加工工艺的一种，通常是指针对金属薄板的一种综合冷变形加工工艺，在加工过程中，金属薄板的厚度不发生改变。与钣金工艺相对应的金属加工工艺有铸造、锻压、机械加工等，其产品的金属厚度通常不一致。运用钣金工艺生产的金属薄板产品通常称为钣金件，因为这类金属薄板产品主要用于结构体的构造，所以又称作为钣金结构件。

表 7 钣金工艺按加工手段分类

钣金工艺分类	主要特点
手工钣金	手工活；主要集中在汽车修理、艺术、广告等领域
冲压加工	需要使用冲压设备和相应模具，受冲压设备吨位、模具开发周期长和开发成本大限制；适用于品种较单一、产量较大、结构体较小、相对稳定的产品种类
数控钣金	需要大量运用数控机床设备，资本投入规模高；适用于批量小、品种多、尺寸大、更新换代较快的产品种类

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

数控钣金结构产品整体需求快速增加，优势企业面临更大发展空间。运用数控钣金技术加工的金属薄板制品主要用于结构体的构造，通常称为数控钣金结构产品。数控钣金结构产品广泛应用于航空、军工、新能源、电力、通讯、IT 等行业领域。在国民经济持续稳定发展和全球著名制造业跨国企业纷纷落户中国的背景下，我国世界制造业中心和消费大国的地位日益突出，机电、通讯、医疗、航空、军工、新能源等行业领域不断进步发展，由此带来的需求扩张和技术升级拉动数控钣金结构产品的整体市场需求，专业数控钣金行业发展空间广阔。同时，随着企业为巩固核心竞争力而提高外包比例，在设计和制造方面具备优势的数控钣金结构产品企业将面临更大的市场发展空间。

专业数控钣金结构产品制造商主要集中在下游客户集中的区域。数控钣金结构产品的提供商主要有两类，一类是综合终端产品制造商自己的数控钣金部门，比如富士康、伟创力、新美亚等，主要为自己企业的终端产品内部配套；另一类是自身不生产终端产品而专业为稳定下游客户配套数控钣金产品的独立企业。数控钣金结构产品体积较大，受到运输成本等方面的制约因素，行业企业多分布在下游客户集中的区域，如制造业发达的珠三角、长三角和环渤海地区，就近为客户提供配套服务。

表 8 公司在专业数控钣金结构产品方面的主要竞争对手

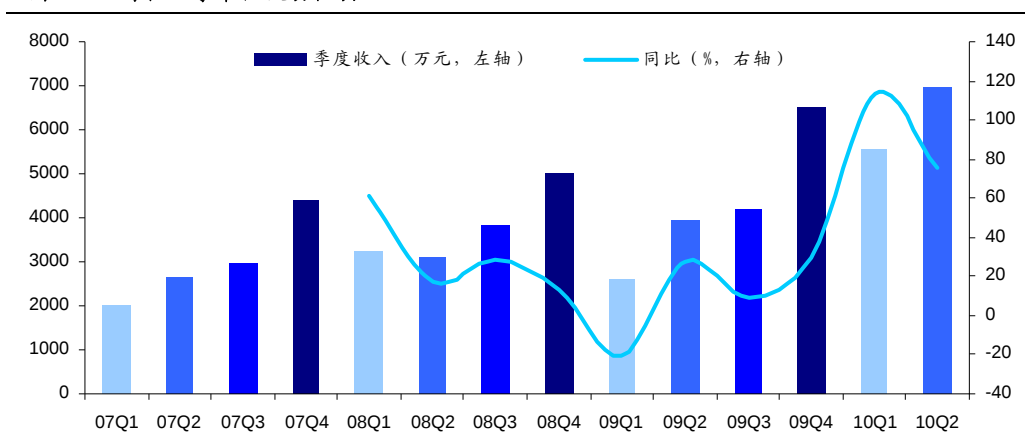
公司名称	简要介绍
苏州工业园区东胜机械有限公司	成立于 1995 年，曾为苏州 APC 供应数控钣金结构件。
苏州富士特金属薄板制品有限公司	成立于 2002 年，曾为苏州 APC 和丹腾供应数控钣金结构件。
上海斯克机电设备有限公司	成立于 1992 年，为上海 MGE 供应数控钣金结构件。
苏州华亚电讯设备有限公司	成立于 1993 年，现有产品包括钣金、精密机械、冲压件产品
英科特（宁波）机电设备有限公司	成立于 2003 年，为上海贝尔供应数控钣金结构件。

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

4. 公司收入季节性明显，毛利水平和收入增速同于可比平均

公司收入季节性波动比较明显。一般一、二季度收入较少，三、四季度依次增多。

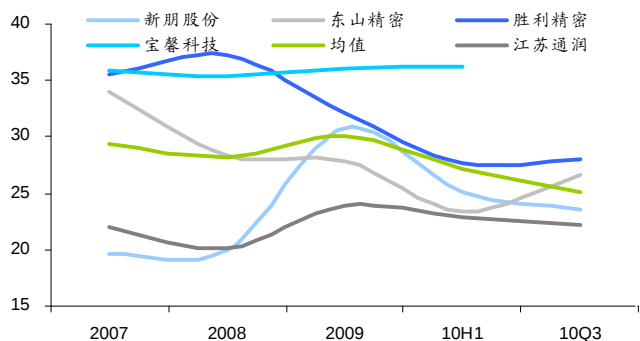
图 6 公司收入季节性波动较明显



资料来源：公司招股书，海通证券研究所

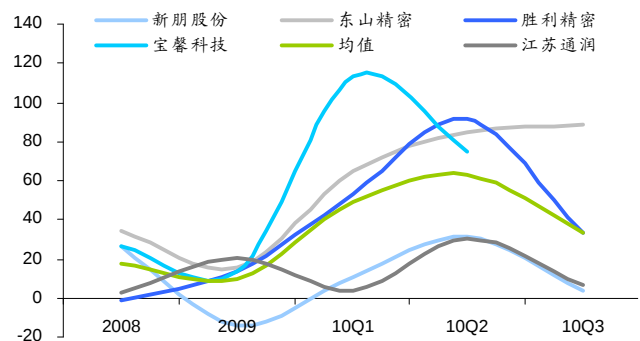
公司毛利率和收入增速在可比公司中处于领先地位。东山精密（002384）主业是为 LED 行业配套的精密钣金，新朋股份（002328）主业是冲压钣金，江苏通润（002150）主业是钣金工具箱，胜利精密（002426）同处苏州且业务也是为国际企业配套。从毛利率来看，宝馨科技高且稳定；从收入同比增速来看，宝馨科技同比增速 2010 年以来高于均值。

图 7 可比公司毛利率（%）



资料来源：各公司公告，海通证券研究所

图 8 可比公司主营收入同比增速（%）



资料来源：各公司公告，海通证券研究所

5. 金属板材价格波动影响盈利能力，募投项目助推公司“总部+制造基地”的业务模式

公司主要原材料是热镀锌板、铜板、电解板、冷轧板、不锈钢板等金属板材，这五类板材 2010 年中期占原材料成本的 55.04%、占主营成本的 36.91%。

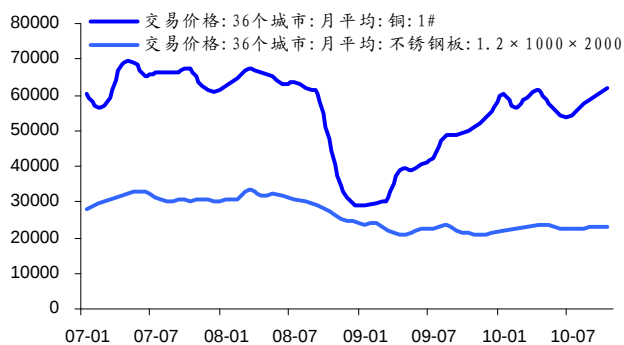
表 9 热镀锌板、铜板、电解板、冷轧板、不锈钢板等五类板材占成本比例

	2007	2008	2009	2010H1
占主营成本比例（%）	39.98	38.16	33.83	36.91
占原材料成本比例（%）	79.07	62.82	51.02	55.04

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

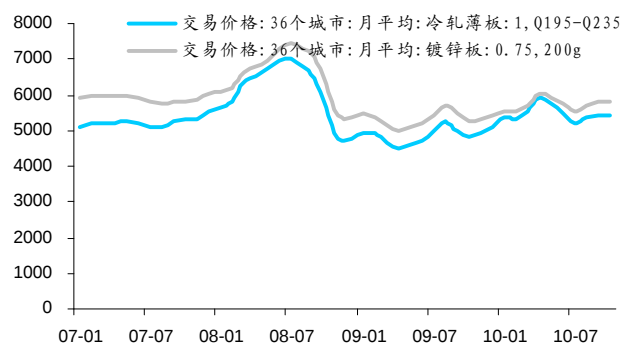
国内板材价格波动幅度较大，对公司盈利能力构成影响。

图 9 铜及不锈钢板 36 个城市月均交易价格（元/吨）



资料来源：发改委，海通证券研究所

图 10 冷轧薄板及镀锌板 36 个城市月均交易价格（元/吨）



资料来源：发改委，海通证券研究所

本次发行募集资金拟投资于数控钣金结构件生产线扩建项目和研发检测中心新建项目。项目建成后，新增固定资产年折旧约为 1266.70 万元。项目达产后公司预计每年新增销售收入 20196.00 万元，新增利润总额 5058.20 万元。

表 10 募投项目

项目名称	总投资额（万元）
数控钣金结构件生产线扩建项目	18403.90
研发检测中心新建项目	2021.10

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

公司致力于成为向世界知名企业提供工业级数控钣金结构产品的专业制造服务商。通过建设研发检测中心，增强公司研发能力，完善总部加制造基地的经营模式，围绕苏州总部，以基地为支点，扩大公司生产规模，力争把公司建设成为全国最大的工业级数控钣金结构产品专业制造服务商。公司已经在菲律宾和厦门分别设立子公司，未来计划在天津、重庆等地设立子公司，不断完善公司的制造基地，使公司总部加制造基地的经营模式能够为客户提供全面高效的服务。

6. 盈利预测

主要预测假设：（1）全球经济稳健复苏；（2）毛利率保持稳定；（3）不考虑后续设立新制造基地的可能。

详细的分产品收入和毛利率预测如下表。

表 11 分产品收入和毛利预测

分产品销售收入（万元）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电力设备数控钣金结构件	9807.88	9827.77	14248.89	17383.64	21034.20
通讯设备数控钣金结构件	2414.33	1047.40	2697.27	3236.72	3948.80
医疗设备数控钣金结构件	1580.60	1442.71	1950.39	2242.95	2691.54
金融设备数控钣金结构件	669.30	2678.83	3794.41	4173.85	4799.93
新能源数控钣金结构件	448.70	1778.37	2486.56	3481.18	4699.60
其他数控钣金结构件	254.54	423.70	921.94	1060.23	1219.26
合计主营业务收入	15175.35	17198.78	26099.44	31578.56	38393.32
分产品销售增长率（%）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电力设备数控钣金结构件	14.29	0.20	44.99	22.00	21.00
通讯设备数控钣金结构件	4.29	-56.62	157.52	20.00	22.00
医疗设备数控钣金结构件	120.14	-8.72	35.19	15.00	20.00
金融设备数控钣金结构件		300.24	41.64	10.00	15.00
新能源数控钣金结构件	143.37	296.34	39.82	40.00	35.00
其他数控钣金结构件	9.15	66.46	117.59	15.00	15.00
合计主营业务收入同比增长	26.12	13.33	51.75	20.99	21.58
分产品销售毛利率（%）	2008	2009	2010E	2011E	2012E
电力设备数控钣金结构件	29.83	32.37	32.33	32.00	31.50
通讯设备数控钣金结构件	54.32	36.50	38.77	39.00	39.50
医疗设备数控钣金结构件	35.13	35.60	37.19	37.00	36.50
金融设备数控钣金结构件	58.36	46.85	44.02	44.00	43.50
新能源数控钣金结构件	25.38	37.23	36.21	36.00	36.50
其他数控钣金结构件	24.25	52.10	43.37	43.00	42.50
合计主营业务毛利率	35.31	36.14	35.82	35.47	35.13

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

根据以上的假设条件以及收入和毛利率预测，我们预测的利润表主要数据如下表。

表 12 利润表预测

利润表分项预测	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用率（%）	3.21	2.55	1.64	1.70	1.65
管理费用率（%）	10.75	10.10	9.89	9.50	9.00
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	15175.35	17198.77	26099.43	31578.55	38393.31
营业成本（万元）	9816.79	10983.11	16751.90	20377.97	24903.85
营业税金及附加（万元）	10.18	28.47	35.88	43.41	52.78
销售费用（万元）	487.60	438.08	424.43	536.84	633.49
管理费用（万元）	1631.10	1736.94	2575.85	2999.96	3455.40
财务费用（万元）	126.98	109.29	213.83	100.00	140.00
资产减值损失（万元）	300.50	119.85	102.32	160.00	180.00
其他经营收益（万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润（万元）	2802.20	3783.04	5995.22	7360.37	9027.79
营业外收入（万元）	819.58	20.14	21.50	25.80	30.96
营业外支出（万元）	8.67	28.24	19.58	23.50	28.20
利润总额（万元）	3613.11	3774.94	5997.13	7362.67	9030.55
所得税（万元）	429.99	571.22	815.22	1104.40	1354.58
净利润（万元）	3183.12	3203.72	5181.91	6258.27	7675.96
少数股东损益（万元）	-8.23	9.37	-3.80	-4.59	-5.63
归属于母公司所有者的净利润（万元）	3191.34	3194.36	5185.71	6262.86	7681.59
摊薄前每股收益（元）	0.64	0.63	1.02	1.23	1.51
完全摊薄每股收益（元）	0.47	0.47	0.76	0.92	1.13
销售净利率（%）	20.98	18.63	21.50	25.80	30.96
净利润增长率（%）	17.01	0.09	19.58	23.50	28.20

资料来源：公司招股书，海通证券研究所

7. 相对估值

目前国内 A 股上市公司中，东山精密（002384）主业为精密钣金，新朋股份（002328）主业是冲压钣金，江苏通润（002150）是钣金工具箱，胜利精密（002426）同处苏州且业务也是为国际企业配套。可比公司 2011 年 PE 均值为 28.27 倍。

表 13 相近业务上市公司估值一览（更新时间 2010-11-16）

股票代码	股票简称	最新股价 PE（倍）			
		2009	2010E	2011E	2012E
002328.SZ	新朋股份	28.40	27.29	19.67	12.29
002384.SZ	东山精密	102.72	76.85	37.03	26.03
002426.SZ	胜利精密	35.30	33.42	27.75	23.63
002150.SZ	江苏通润	32.60	36.85	28.64	23.00
均值		49.76	43.60	28.27	21.24

资料来源：Wind，海通证券研究所

近期中小板上市公司新股发行价 2011 年 PE 均值为 31.88 倍。

表 14 近期中小板上市新股估值情况估值一览（更新时间 2010-11-16）

代码	简称	发行价 (元)	发行 PE (倍)				上市日期	首日股价 (元)	最新股价 (元)	首日涨幅 (%)	最新涨幅 (%)
			2009	2010E	2011E	2012E					
002499.SZ	科林环保	25.00	56.05	45.96	38.91	31.04	20101109	60.00	49.20	140.00	96.80
002498.SZ	汉缆股份	36.00	36.02	38.64	30.86	24.52	20101109	44.20	48.09	22.78	33.58
002497.SZ	雅化集团	30.50	35.56	29.95	27.00	22.99	20101109	39.96	37.26	31.02	22.16
002496.SZ	辉丰股份	48.69	41.84	36.96	27.26	16.94	20101109	63.11	66.30	29.62	36.17
002495.SZ	佳隆股份	32.00	58.30	51.31	41.64	29.30	20101102	33.81	32.50	5.66	1.56
002494.SZ	华斯股份	22.00	66.79	47.51	36.22	25.78	20101102	28.30	33.65	28.64	52.95
002493.SZ	荣盛石化	53.80	38.22	23.41	20.73	18.49	20101102	63.25	64.20	17.57	19.33
002492.SZ	恒基达鑫	16.00	43.91	37.65	32.45	25.68	20101102	20.42	20.08	27.63	25.50
中小板均值			47.09	38.93	31.88	24.34				37.86	36.01

资料来源：Wind，海通证券研究所

综合考虑可比 A 股上市公司估值情况、公司成长情况和近期中小板新股发行估值情况，我们认为选取 20-23 倍的 2011 年 PE 区间作为询价估值参考比较合理，得出询价区间为 18.42-21.18 元，对应 2009 年的发行后摊薄 PE 为 39.21-45.09 倍，对应 2010 年的 PE 为 24.15-27.78 倍。

8. 风险提示

（1）全球经济复苏存在不确定性；（2）汇率风险；（3）出口退税政策调整；（4）原材料成本加速上行。

信息披露

分析师负责的股票研究范围

龙华：机械行业首席分析师

何继红：联系人

重点研究上市公司：中国南车、时代新材、天马股份、华东数控、晋西车轴、昆明机床、晋亿实业、北方创业、三一重工、中联重科。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。