

方正证券研究所

机械行业资深研究员：李俭俭

执业证书编号：S1220208100112

TEL: 010-68584863

E-mail: lijianjian@foundersc.com

电力设备行业研究员：姚玮

TEL: 010-68584809

E-mail: yaowei0@foundersc.com

研究助理：赵甘晶

TEL: 010-68584809

E-mail: ganjingzhao@gmail.com

联系人：杨玢

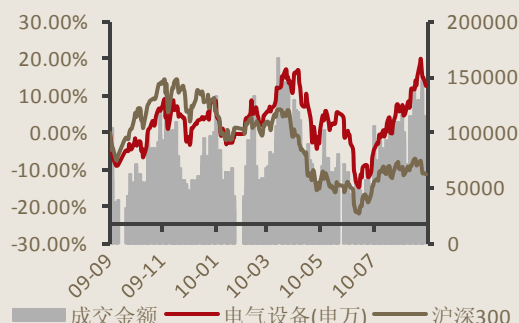
TEL: (86731) 85832449

Email: yangbin0@foundersc.com

发行上市资料

发行价格(元)	0.00
A股发行股数(万股)	0.00
发行前总股本(万股)	6000.00
发行后总股本(万股)	8000.00
发行日期	2010-12-20
发行方式	网下配售, 网上发行
主承销商	海通证券股份有限公司
预计上市日期	

电气设备行业相对指数表现



请务必阅读最后特别声明与免责条款

智能环保集成电站先锋

科泰电源(300153)

公司新股申购报告
2010.12.15

电气设备行业

投资要点

※ 国内柴油发电机组市场存在巨大发展空间

目前全球市场进入成熟期，未来增长将主要来自新兴经济体。随着国家“3G”投资及国内“4万亿”拉动内需政策的落实，以及其他行业广泛的应用前景，中高端柴油发电机组市场将存在较大的市场需求。预期2012年市场增长速度将达14.41%，至2012年市场规模将达190.39亿元人民币。

※ 中国智能环保集成电站领跑者之一

公司是国内智能环保集成电站龙头企业。在中国移动的集中采购中连续三年位居前列；在国家电网系统内，公司2008、2009的集中采购中标份额均位居第二位；在核电领域500KW以下备用电源市场占有率位居同行业第一。公司主营智能环保集成电站产品，下游主要应用于通信和电力市场。2007-2010H1，公司主营收入分别为2.58、3.13、3.59和2.12亿元。产品构成中，通信和电力市场2010年上半年达到86.91%，其中通信市场达到72.99%，居主导地位。公司立足中高端产品，毛利率水平一直维持30%左右。

※ 核电中先发优势提升公司未来想象空间

公司一直坚持走技术创新之路，现已取得多项专利成果，并大力推进科技成果转化。公司核安全级机组产品自产业化后，已成功应用于广东岭澳核电站二期、中国试验快堆等项目，并与辽宁红沿河核电站一期、福建宁德核电站一期、福建福清核电站一期、浙江方家山核电站一期、海南昌江核电站等项目签订了供货协议。我们预计到2014年底之前核电用柴油发电机组电源需求将达到6.3亿元，年均1.26亿元。公司在500KW以下备用电源市场具有极强的领先优势，未来有期望进一步拓展更大功率核电柴油机组，将享受核电大发展带来的成长机遇。

※ 新股投资建议

我们预测公司IPO摊薄后2010-2012年的每股收益将达到0.69元、0.97元、1.27元。综合考虑公司所处行业未来巨大的市场前景以及公司产品结构的调整，我们认为基于公司2010年业绩给予35-40倍市盈率比较合理。按照2011年预测每股收益0.97元，我们预期公司二级市场的合理价格为33.95-38.80元之间。

※ 风险提示：市场竞争风险；供应商相对集中的风险；部分非核心部件外协加工的风险；人才资源的风险。

※ 特别提示：本报告所预测新股定价不是上市首日价格表现，而是在现有市场环境基本保持不变情况下的合理价格区间。

一、公司概况

1. 公司的股权结构

本公司是由科泰电源设备（上海）有限公司整体变更设立的中外合资股份有限公司，成立日期为 2002 年 6 月 19 日。截至招股意向书签署之日，公司第一大股东为科泰香港，目前持有 4,206 万股股份，占本公司本次发行前股份总数的 70.10%。公司注册资本为 6,000 万元，股权结构如下：

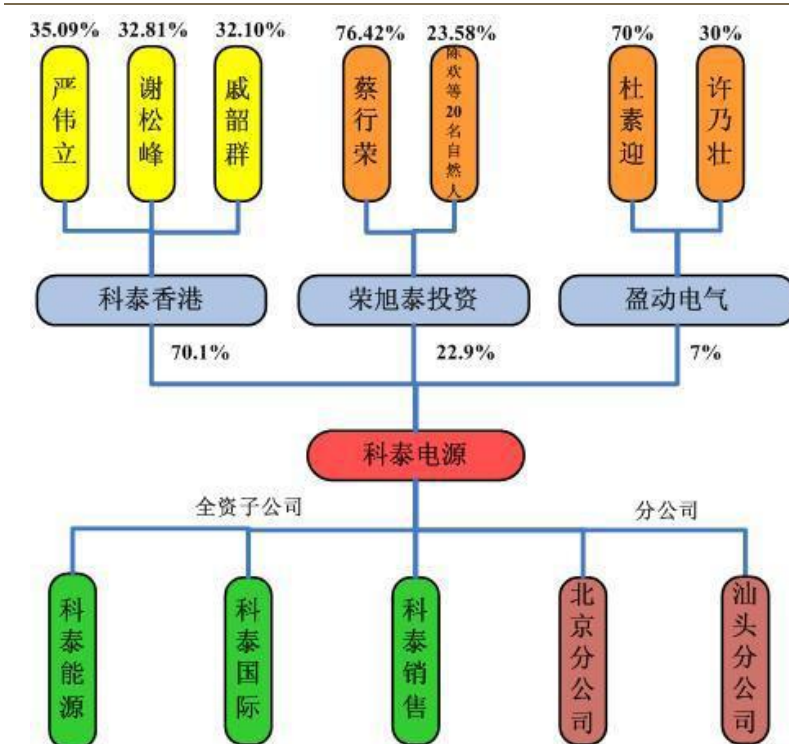
图表 1 公司股本结构

股东名称	股份（万股）	比例（%）	股份性质
科泰香港	4,206.00	70.10	境外法人股
荣旭泰投资	1,374.00	22.90	境外法人股
盈动电气	420.00	7.00	境外法人股
总计	6,000.00	100.00	

资料来源：公司招股意向书

公司实际控制人为严伟立、谢松峰及马恩曦、戚韶群夫妇四名自然人，上述四人通过其控制的科泰香港间接持有本公司股份 4,206 万股，持股比例为 70.10%。

图标 2 公司股权结构



资料来源：公司招股意向书

2. 公司的业务概况

公司专业从事智能环保电源设备的开发、设计、生产和销售，并为客户提供技术咨询、培训、安装、维修等售前、售后服务。

公司的主要产品为智能环保集成电站，系综合利用软件工程、微电子、计算机、通信、网络等工程及电子信息技术和低噪声处理技术的集成创新电站产品及解决方案。作为基础设施建设配套的备用电源和移动电源，主要面向通信、电力行业领域，并可广泛应用于石油石化、矿业、制造业、交通运输、高层建筑、银行金融业、军工等众多对供电可靠性要求高的行业领域。公司的产品大部分为非标准化产品，需要根据用户的实际使用环境进行个性化的设计。因此，公司每一批次产品的外观形态、性能配置都不尽相同。

2008 年，公司在国内通信市场占有率为 4.89%，位居行业第三位。公司与中国移动、中国联通和中国电信建立了长期合作关系，是其长期稳定的供货商。在中国移动的集中采购中，本公司的中标份额连续三年位居前列。

2008 年，公司在国内电力行业市场的占有率为 2.67%，位居行业第四位。在国家电网系统内，本公司 2008 年和 2009 年的集中采购中标份额均位居第二位；在核电领域，公司已获得中国核电工程有限公司合格供方资格证书，为中广核核电设备国产化联合研发中心成员单位，在核电领域 500kW 以下备用电源市场占有率位居同行业第一。

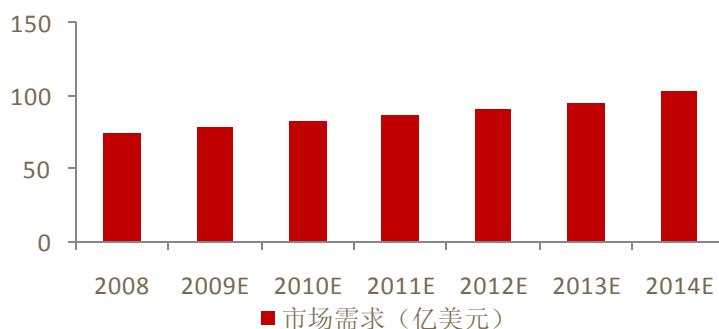
二、 行业发展前景及公司竞争优势

1. 行业发展及市场空间

(1)、全球柴油发电机组行业保持稳定发展

全球柴油发电机组市场规模巨大，2008 年全球柴油发电机组需求达到 74.7 亿美元，预计 2014 年需求将达到 102.8 亿美元，复合增长率（CAGR）达到 5.47%，大部分新增需求来自新兴经济体中国和印度。2020 年前预计市场规模不会有显著的下降。2008-2014 年全球柴油发电机组市场需求（亿美元）规模如下：

图表 3 全球柴油发电机组市场需求（亿美元）规模



资料来源：公司招股意向书

（2）、中国柴油发电机组行业快速发展

国内柴油发电机组行业产品可以分为低端产品和中高端产品。低端产品大部分为通用型标准产品，附加值较低，主要通过价格竞争；而中高端产品主要用作备用电源和移动电源，大部分为非标准的行业专用产品，技术含量和附加值较高。本公司产品定位于中高端产品。2008 年中国柴油发电机组市场销售额约为 115 亿人民币，由国内生产厂商实现的市场销售额约为 59 亿人民币，整机进口销售额约为 56 亿人民币，出口额约为 86 亿元人民币。

2009 年随着国家“3G”投资及国内“4 万亿”拉动内需政策的落实，柴油发电机组市场保持增长态势，预计市场规模以 12.22% 的速度增长；2010 随着经济的复苏和拉动内需政策的进一步落实，市场需求增长速度预计达到 14.31%。2011 年预期市场规模增长率小幅回落至 12.81%；随着复苏后经济持续快速发展，预期 2012 年市场增长速度将达 14.41%，至 2012 年市场规模将达 190.39 亿元人民币。2006-2012 年中国柴油发电机组国内市场规模及增长率如下表：

图表 4 2006-2012 年中国柴油发电机组国内市场规模及增长率



资料来源：公司招股意向书

从长远来看，柴油发电机组中高端产品具有良好的发展前景。在通信领域，工信部计划于 2009-2010 年完成“3G”投资 2800 亿元，进一步加强信息通讯基础设施建设；在电力领域，城乡电网建设是“4 万亿”投资计划的重要组成部分；《国家中长期科技规划》和《中国核电中长期发展规划》提出由“适度发展核电”转向“积极发展核电”，并且强调了核电设备的制造自主化。另外，柴油发电机组作为备用电源在石油石化、高层建筑、金融行业、制造业、交通运输、军工等行业也有广泛的应用前景，随着国家工业化、城市化进程的加快，基础设施建设的日趋完善，对电力供应的稳定性和可靠性要求也不断地提高，对中高端柴油发电机组产生较大的市场需求。

（3）、国内行业市场容量分析

柴油发电机组下游行业非常广泛，公司在规模和产能有限的背景下，结合自身技术优势，主要专注于通信和电力行业市场，巩固细分市场的优势地位。

a. 通信行业市场容量

通信行业持续增长，用户数量不断攀升。通信行业具有较强的抗经济周期性，在当前中国经济减速的背景下，2008-2009 年通信运营业务仍保持了 15.2%和 13.9%的增长。然而，从用户数量来看，我国移动通信覆盖人口的比率仍远远低于发达国家。因此，我国通信行业的增长空间仍然十分巨大。

另外，2008 年 10 月中国通信业重组宣告完成，三强竞争的格局已经形成，三大运营商开始实现“全业务”运营。“全业务”的运营，需要“全业务”的网络支撑，从通信网络的技术变化和用户需求的变化趋势来看，通信网络的技术演进趋势将向全 IP 化、宽带化、移动化等方向发展，这种运营趋势及技术发展趋势，使各运营商将进一步加大在移动网络、宽带接入网络等方面基础设施的投资力度。

中国通信业重组完成后，3G 牌照也已于 2009 年初发放，3G 投资已成为工业与信息化部扩大投资、拉动内需的重要举措。预计 2009 全年的 3G 网络设施建设总投资规模约为 1700 亿元，根据三大通信运营商的建设规划，三年内 3G 建设投资预计约 4000 亿元，基本覆盖全国所有地市、大部分县城和发达乡镇，三大通信运营商均希望其 3G 用户数在三年内达到 5000 万户左右，这意味着，到 2011 年底，我国 3G 用户将增至 1.5 亿户。

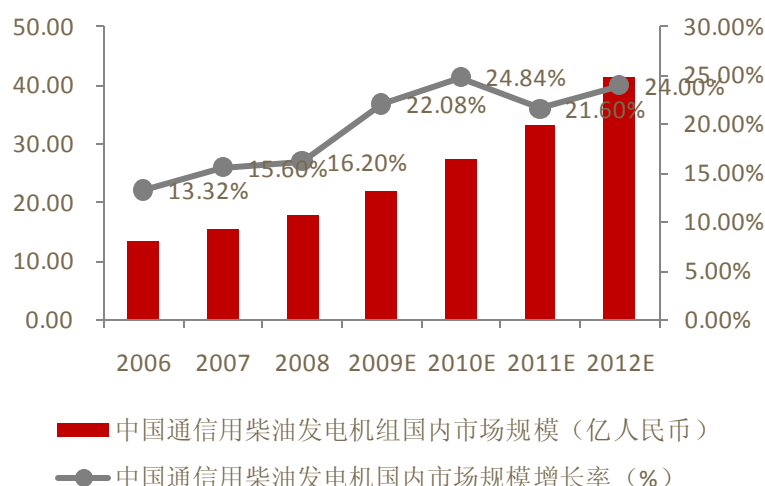
图表 5 各运营商固定资产投资总额及分布情况

类 别	2007	2008		2009E		2010E	
	投资额 (亿元)	投资额 (亿元)	增长(%)	投资额 (亿元)	增长(%)	投资额 (亿元)	增长(%)
中国电信 CDMA/EV-DO	71	270	280.30	300	11.10	330	10.00
中国电信固网	456	350	-23.20	400	14.30	450	12.50
中国联通 GSM/WCDMA	165	350	112.10	550	57.10	450	-18.20
中国联通固网	207	150	-27.50	170	13.30	200	17.60
中国移动GSM	1051	1020	-2.90	990	-2.90	950	-4.00
中国移动 TD-SCDMA	130	330	153.80	460	39.40	500	8.70
其他	200	100	-50.00	150	50.00	200	33.30
合 计	2280	2570	12.70	3020	17.50	3080	2.00

数据来源：工业和信息化部、《通信产业报》2009 年第 4 期

通信用户的增长造成的“扩容”需求，“全业务”运营的网络建设和“3G”业务新增基础设施投资，带动了通信备用电源市场的高速发展。

图表 6 2006 年-2012 年中国通信用柴油发电机组国内市场规模及增长率



资料来源：公司招股意向书

b. 电力行业市场容量

电力行业是国民经济的重要基础产业，为其他产业的发展提供动力和保障，是国家经济发展战略中的重点和先行产业。

电力行业作为国民经济重要的基础产业，其发展一直受到国家政策的支持和保护。在获得国家政策支持的同时，电力行业也受到严格的监管。新建项目的审批、电价的调整都实行政府管制原则。

目前，我国基本解决了长期缺电的问题，供需形势呈现总体平衡的格局。但是，我国电力供应的结构性矛盾较为突出，电力生产长期以火电为主，水电、风电、核电等占比过低。为了优化我国电力供给的结构性矛盾，进一步降低能耗，保护环境，未来若干年内，国家仍将进行大规模的电力基础设施建设。

此外，电力系统抗灾能力建设、“十一五”电网规划，将带来大规模基础设施投资。电力行业基础设施建设带动备用电源和移动电源市场需求的增长。

图表 7 2006 年-2012 年中国电力用柴油发电机组国内市场规模及增长率



资料来源：公司招股意向书

2. 行业的进入障碍

行业的进入障碍主要体现在研发设计能力、市场准入许可、上游厂商授权、资金规模和客户资源五个方面。受到这五个因素的共同影响，本行业的中高端产品领域进入壁垒较高。

（1）、研发设计能力障碍

目前柴油发电机组行业内只有少数企业在电站一体化设计、智能监控、低噪声技术、数字化并机等方面具有与国际厂商竞争的综合创新能力。形成一套完整的技术体系需要多年的积淀，新进入的厂商往往依赖于外界技术的引进，无法在短时间内形成自己的技术创新能力。

（2）、市场准入障碍

通信、电力、石油石化、船舶等行业客户对柴油发电机组的功能、安全性和可靠性的要求更高，这些行业的用户招标采购标准较为严格，只有少数具有一定资质的企业产品能够参与竞争。由于市场准入的障碍，新进入行业的企业很难在短时间内进入以上中高端行业市场。

（3）、上游厂商授权障碍

国内中高端产品生产企业所用的柴油发动机和交流发电机多选用国际知名企业（或国际知名企业在华的独资或合资企业）的产品。国内柴油发电机组生产厂商选用这些企业的产品需要取得相应的授权证书。获得国际厂商授权需要柴油发电机组生产企业具备一定的资质，目前，行业内取得这些授权认证的企业为数并不多。因此，进入行业中高端市场存在一定的上游厂商授权障碍。

（4）、资金障碍

柴油发电机组行业是资本密集型行业，在生产运营过程中，需要投入较多流动资金，如柴油发动机和发电机合计占总采购金额的 70%以上，而其存货周转速度相对较慢，因此，这些关键组件的采购需占用较多流动资金；同时，大客户的回款周期往往较长，应收账款需要占用较多的流动资金。另外，柴油发电机组产品更新换代速度快，企业需要大量的研发资金投入以保障技术的竞争力。

（5）、客户资源及个性化服务壁垒

通信、电力等行业采购的配套电源产品，对产品的可靠性和个性化服务要求较高，一旦厂商通过相关试用和认证成为供货商后，将与客户形成相对稳定的关系，客户一般不会轻易更换供应商，新进入者要获得客户的信任需要很长时间；以上行业内定制化产品较多，为满足其个性化的产品需要，供货商与客户的关系也相对稳定。因此，行业进入存在一定的壁垒。

3. 公司竞争优势

自成立以来，公司一直坚持走技术创新之路，并成功地将科研成果转化为产品优势，通过不断地提升产品技术应用水平，拓展产品应用领域，公司已经牢固地奠定了在通信、电力行业市场的优势地位，并不断地随着用户需求的变化进行调整和改进。经过多年的发展，公司已经建立了较为完善的营销和服务网络，积累了丰富的开发、设计、生产、销售和服务的经验，“科泰电源（COOLTECH）”已成为行业的著名品牌。

公司的竞争优势主要体现在以下几个方面：

（1）技术开发优势

公司主要从事中高端产品相关业务，与行业定位相适应，公司长期致力于自主创新，自 2005 年起，公司一直为上海市科委认定的高新技术企业。截至招股意向书签署之日，公司已拥有 2 项国家发明专利，1 项发明专利已获得《授予发明专利权通知书》，另有 2 项发明专利已进入国家专利局实质审核阶段；此外，公司拥有 15 项实用新型和外观设计专利，1 项计算机软件已获著作权登记。与此同时，公司大力推进科技成果转化并已成功实现了多项科技成果的产业化，实现了可观的经济效益。尤其是核安全级技术，代表了国内行业的最高技术应用水平。公司核安全级机组产品自产业化后，已成功应用于广东岭澳核电站二期、中国试验快堆等项目，并与辽宁红沿河核电站一期、福建宁德核电站一期、福建福清核电站一期、浙江方家山核电站一期、海南昌江核电站等项目签订了供货协议。通过逐步地产业化，公司的产品在多个行业领域部分地实现了进口替代，为国家重点行业的装备自主化做出了贡献。

（2）产品优势

公司产品具有个性化、智能化、环保性、高品质的重要特点。

a. 产品个性化

公司面对行业中的高端客户，根据用户的需求进行“量身定做”，提供一揽子个性化的电源解决方案。公司秉承“国际品质，个性服务”的理念，将个性化定制设计作为产品差异化竞争的切入点，取得了众多用户的认可和信赖。

图表 8 针对国内外多个重大项目中，公司提供的个性化电源解决方案

序号	解决方案名称	解决方案背景	方案个性化描述
1	通信电源解决方案	1、 由于通信设施的极端重要性，要求对电源设备进行实时智能监控； 2、 使用环境要求低噪声、防雷、抗非线性负载干扰	1、 将智能控制系统、网络远程监控系统、噪声治理系统、自动供油系统、电源切换系统、防雷装置进行系统集成，以提高电源的可控性和可靠性； 2、 采用永磁励磁或辅助绕组方式隔离非线性负载对发电机组的干扰
2	国家电网移动电源	1、 电网应急抢修及其他抢险任务对电源设备的机动性要求极高；	1、 将机组以方舱的形式集成于载重汽车底盘上，具有机动性强的特点；

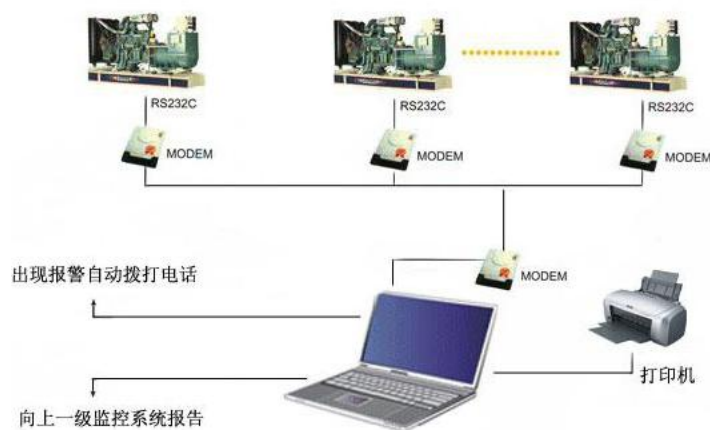
解决方案	2、 要求运行环境低噪声； 3、 使用环境的负载具有不确定性	2、 集成噪声治理系统，降低运行噪音； 3、 集成数字化并机系统，可通过多台并车提高输出功率
3 核电站应急备用电源方案	1、 应急备用电源是核电站安全的重要屏障，对备用电源的可靠性要求极高； 2、 机械性能要求进行核安全级验证； 3、 要求在8级地震中正常启动和运行； 4、 要求100次启动不能有一次失败	1、 采用多项专利技术，设计方案经老化试验、型式试验、启动和加载试验、负载试验、裕度试验、抗震试验等验证
4 非洲通信基站解决方案	1、 产品安装在人烟稀少的户外环境中，无人值守； 2、 使用环境气候炎热，风沙、日晒强烈； 3、 维修保养不便，需长时间安全运行，免维护	1、 采用专利技术，集成机底油箱，提高了补给系统的可靠性，实现长时间无人值守运行； 2、 采用电源一体化技术，将所有涉及基站发电机组备用电源及其相关的控制系统和供油系统所需的物料集中于防音箱体内和底座内，自成体系； 3、 采用隔热、防护等技术手段，满足风沙和高温环境的使用要求
5 南极工作站电源解决方案	1、 常年处于极端低温环境，需要产品具有良好的抗冻性能； 2、 要求具备在极端低温环境中正常启动的能力	1、 采用风冷型冷却方案，避免冷却用水冻结； 2、 所有配件均选用耐低温材料； 3、 使用航油加低温柴油提高着火能力，密封机房燃油空气加热使

资料来源：公司招股意向书

b. 产品智能化

公司主要产品的智能化内涵主要包括智能监控和数字化并机两个方面。

图 9 智能监控的具体模式



通过公共电话网实现对机组的远程监控，提高其可控性与可靠性。

资料来源：公司招股意向书

图 10 数字化并机的主要模式



资料来源：公司招股意向书

C. 环保性

公司采用低噪声处理技术，通过特殊的装置和材料，分别对电站所产生机械、通风和排气等不同频段的噪声进行有效地隔离、吸收和干扰，达到环保低噪声运行的效果。

图表 11 公司产品与国内外知名品牌产品的降噪性能对比情况如下表所示：

产品厂家	机组功率 (kVA)	产品类别	噪声声压级dB(A)	测量距离
法国SDMO	40-550	普通防音型	77-81	1米
	275-550	超级防音型	76	1米
英国FG Wilson	135-275	普通防音型	81-84	1米
	30-110	超级防音型	72-77	1米
日本洋马（YPG）	20-200	普通防音型	76	1米
日本明电舍（ZX）	6-270	超级防音型	70	1米
国内主要竞争对手	40-550	普通防音型	80-85	1米
科泰电源	7.5 -750	普通防音型	76-82	1米
	7.5-2250	超级防音型	70-75	1米

资料来源：公司招股意向书

c. 产品的高品质

公司企业标准规定的关键性能指标高于国际和国家标准的最高性能指标 G3 等级，并先后获得了由英国劳氏公司（LRQA）认证的 ISO9001 质量体系认证、ISO14001 环境体系认证以及欧盟 CE 认证。

图表 12 公司产品的关键性能指标与行业标准对比

序号	内容	发行人企业标准	国际、国家标准 G3指标	权威检测机构对公 司抽检数据	说明
1	启动性能	99%	99%	100%	优于
2	电压整定范围	≥95%-105%	≥95%-105%	94.2%-106.1%	优于
3	稳态电压偏差(%)	≤±1(无刷励磁)；	≤2.5	±0.47	优于

$\leq \pm 0.5$ (永磁励磁)					
4	突减100%负载（15%非线性负载）时，机组瞬态电压偏差（%）	$\leq +11$	$\leq +20$	7.9	优于
5	在突加50%负载（15%非线性负载）时，机组瞬态电压偏差（%）	≤ -12	≤ -15	-1.8	优于
6	电压恢复时间（s）	≤ 1.2	≤ 4	1.2	优于
7	电压不平衡度（%）	≤ 0.5	≤ 1	0.11%	优于
8	频率降（%）	≤ 0.5	≤ 3	-0.09	优于
9	稳态频率带（%）	≤ 0.5	≤ 0.5	0.12	优于
10	在突减100%负载（15%非线性负载）时，机组瞬态频率偏差（%）	≤ 8	≤ 10	4.7	优于
11	在突加50%负载（15%非线性负载）时，机组瞬态频率偏差（%）	≤ -7	≤ -7	-6.9	优于
12	频率恢复时间（s）	≤ 1.6	≤ 1.6	1.4	优于

资料来源：公司招股意向书

（3）国家标准制定优势

公司在不断提升科技创新能力的同时，凭借公司行业领先地位和技术优势，积极参与国家柴油发电机组行业有关标准的制定。公司参与制定国家标准可以更好地把握行业技术发展的方向，使本公司更好地符合国家有关政策法规的要求；同时提高行业技术和产品品质的门槛，减少行业的无序和恶性竞争，推动行业的健康发展。

（4）试验与检测技术优势

试验与检测技术是公司产品品质的重要保障，也是本公司个性化服务的技术基础。公司具有国内一流的试验与检测技术和设备。此外，通过多年的研发技术投入，公司拥有目前国内最先进的柴油发电机组性能实验室之一。

（5）品牌优势

公司一直坚持走技术创新之路，通过产品技术的不断提升，树立品牌知名度。目前，“科泰电源（COOLTECH）”已成为行业的著名品牌，在行业内拥有较高的知名度。产品技术在通信和电力行业、以及石油石化、民航、交通运输等其他行业处于国内同行业领先水平。

（6）营销和服务优势

公司拥有一支高素质的具有多年行业营销经验的销售服务团队。公司不仅在国内建立了营销网络，还在非洲、中东、东南亚等地区也逐步建立了自己的营销渠道。目前公司在国内拥有1家子公司、2家分公司、10家办事处、销售服务商11家，覆盖全国20余个省市；在海外拥有科泰能源、科泰国际2家子公司和埃及、安哥拉、柬埔寨3家办事处。同时，公司将售前技术支持、售后安装维修也纳入了营销系统，从而向用户提供及时、全方位的服务。目前

公司和销售服务商共拥有 100 多人的服务工程师团队，开通了 24 小时服务热线，向用户做出 4 小时到达现场的服务承诺。

（7）与重点客户、供应商长期合作关系优势

依靠卓越的产品品质和及时、全方位的服务，公司拥有中国移动、中国联通、中国电信、中兴、华为、阿尔卡特、国家电网、南方电网、中核、中广核等通信和电力行业的优质客户。其中，在中国移动的集中采购中，公司的份额连续三年位居前列；在国家电网系统内，公司 2008 年和 2009 年的集中采购中标份额均位居第二位，在核电领域 500kW 以下备用电源市场占有率位居同行业第一。同时，公司还拥有多项市场准入许可，为公司将来进一步拓展相关市场打下了基础。此外，公司与众多国际知名发动机和发电机厂商建立了长期稳定的伙伴关系，包括：日本三菱重工（MITSUBISHI）、瑞典沃尔沃遍达（VOLVO PENTA）、美国强鹿（JOHN DEERE）等。依靠这种良好的合作关系，公司获得了比较稳定的供货渠道，保证了产品的卓越品质。

三、募股资金用途

公司本次拟投资项目均经过董事会讨论，董事会全体成员一致认为：本次募集资金投资项目符合国家产业政策和公司发展战略，具有较好的市场前景和盈利能力，对公司未来的发展具有关键性的影响，在市场情况正常的条件下，能够为股东创造较高的回报。本次募集资金投资项目拟实现的目标为：扩大生产能力实现规模效应；进一步增强技术创新能力；部分外协改为自主加工，降低产品成本；进一步加强营销服务网络建设；充实营运资金。

本次募集资金投向经公司股东大会审议确定，由董事会负责实施，用于：

图表 13 公司募集资金后拟投资项目（万元）

序号	项目名称	项目实施主体	建设期	投资预算	募集资金使用量
1	智能环保集成电站产业化项目	科泰电源	1.5 年	18,296	18,296
2	研发中心项目		1.5 年	1,990	1,990
3	其他与主营业务相关的营运资金项目				

资料来源：公司招股意向书

为加快项目建设以满足公司发展需要，在募集资金到位前公司将依据该等项目的建设进度和资金需求，先行以自筹资金投入并按顺序实施上述项目，待募集资金到位后，按上述建设项目的顺序和公司有关募集资金使用管理的相关规定置换本次发行前已投入使用的自筹资金。公司将严格按照有关管理制度使用募集资金，若本次发行的实际募集资金量少于项目的资金需求量，公司将通过自筹资金来解决资金缺口。

四、盈利预测与估值

我们预测公司 IPO 摊薄后 2010-2012 年的每股收益将达到 0.69 元、0.97 元、1.27 元。综合考虑公司所处行业未来巨大的市场前景以及公司产品结构的调整,基于公司 2010 年业绩以及行业可比的上市公司平均市盈水平,我们认为给予 35-40 倍市盈率比较合理。按照 2011 年预测每股收益 0.97 元,我们预期公司二级市场的合理价格为 33.95-38.80 元之间。

图表 14 公司收入以及成本预测

单位(百万元)	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入预测				
电力行业	89.67	58.29	104.91	146.88
增长率	274.95%	-35.00%	80.00%	40.00%
通信行业	179.04	295.42	354.50	496.30
增长率	7.00%	65.00%	20.00%	40.00%
其他	75.22	67.70	108.32	140.81
增长率	-20.00%	-10.00%	60.00%	30.00%
收入合计	343.93	421.40	567.73	783.99
营业成本预测				
电力行业	60.08	37.89	68.19	95.47
毛利率	33.00%	35.00%	35.00%	35.00%
通信行业	121.75	206.79	248.15	347.41
毛利率	32.00%	30.00%	30.00%	30.00%
其他	51.15	47.39	75.82	98.57
毛利率	26.00%	25.00%	25.00%	24.00%
成本合计	232.98	292.07	392.17	541.45

图表 15 可比上市公司估值对比

	Last Price	总市值 (亿元)	EPS (元)				PE (x)				PEG
	11-24	11-24	2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	2010E
泰豪科技	14.81	67.43	0.22	0.26	0.38	0.48	68.6	56.96	38.97	30.85	1.59
科华恒盛	63.25	49.34	0.89	1.22	1.78	2.46	70.84	51.98	35.52	25.73	1.23
科士达	32.5	37.38	0.53	0.7	0.94	1.24	60.83	46.74	34.53	26.12	1.38
科陆电子	31.29	82.75	0.3	0.53	0.81	1.08	105.28	59.24	38.7	28.96	1.38
行业平均							88.09	61.28	42.05	31.16	1.53

五、风险提示

1. 供应商相对集中的风险

公司生产所需的主要原材料为柴油发动机和交流发电机，为提高集成电站的整体性能，公司多选用国际知名企业的产品。2007年、2008年、2009年和2010年1-6月，公司向前五大供应商采购的金额分别为12,266.58万元、13,172.93万元、13,500.07万元和7,315.36万元，占同期采购总额的比例分别为74.89%、61.51%、59.14%和65.79%，虽然不存在对单一供应商的过度依赖，但采购的集中度相对较高，如果这些供应商受所在地的政策影响、或销售策略发生重大改变，公司存在一定的采购风险。

2. 市场竞争风险

国内柴油发电机组行业市场可以分为低端市场和中高端市场，低端市场大部分为通用型标准产品，市场进入壁垒较低，厂商数量众多，竞争充分；而中高端市场大部分为非标准的行业专用产品，技术门槛和附加值较高，市场相对集中，国外整机进口产品占据了优势的地位。随着国内柴油发电机组行业不断走向成熟，本土厂商在技术、规模、营销等方面不断地进步，行业中高端市场的标准也势必不断地提高，如果公司不能在技术、资金、生产规模方面继续保持优势，公司将面临市场竞争加剧的风险。

3. 部分非核心部件外协加工的风险

公司对部分非核心部件，如钢质底座，钢质机厢等钣金件进行外协加工。由公司提供设计方案，外协企业代为加工，最后分别通过外协企业的出厂质检和公司的入库质检，成为生产原材料。公司对每种外协件均选择三家以上部件供应商，对外协企业不存在依赖性。在外协加工件质量控制方面，公司严格按照ISO9001:2008质量控制体系标准对外协加工件进行验收。虽然本公司已根据《合格供方评级规定》对外协企业进行分级管理，通过对其产品质量、价格、付款方式、售后服务等综合评定，合理分配外协加工份额给各企业，保证产品质量和交货的及时性。但如果上述管理措施在实际过程中未能得到切实有效执行，可能会对产品质量、交货时间等方面造成一定风险。

4. 人才资源的风险

作为高新技术企业，高素质的人才对公司的未来发展举足轻重。公司的高速发展得益于拥有众多具有专业技能、开拓、创新、实干型的技术人才和擅长企业经营管理、懂得现代科学技术的高级管理人才。伴随着柴油发电机组核心技术的不断更新和市场竞争的不断加剧，该领域相关技术人才和管理人才的竞争也日趋激烈。同时，随着公司业务规模的扩大，尤其是公司上市后，公司的管理水平需要上一个台阶，对人才结构提出了更高的要求。突出的人才需求包括经济管理、财务管理、研究开发、国内国际市场管理等方面的专才，因此，随着公司的发展，公司存在人才不足制约发展的可能。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	266.85	1067.49	1239.30	1305.55	经营活动现金流	22.35	42.60	85.59	102.42
现金	56.48	839.82	902.16	978.86	净利润	44.15	55.29	77.62	101.73
应收账款	103.24	130.87	176.01	247.77	折旧摊销	0.68	0.83	1.11	1.54
其它应收款	3.52	9.49	6.06	12.39	财务费用	1.70	4.14	5.42	6.30
预付账款	3.31	4.83	8.92	9.02	投资损失	-0.02	-0.01	-0.01	-0.01
存货	96.53	82.44	141.66	55.23	营运资金变动	-23.73	-17.83	1.54	-7.13
其他	3.76	0.03	4.49	2.28	其它	-0.43	0.18	-0.09	0.00
非流动资产	5.48	5.09	5.46	6.02	投资活动现金流	-1.20	-0.65	-1.39	-2.06
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	0.32	0.01	0.24	0.51
固定资产	3.44	3.24	3.51	4.07	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-0.88	-0.64	-1.15	-1.56
其他	2.04	1.86	1.95	1.95	筹资活动现金流	-0.95	741.39	-21.87	-23.66
资产总计	272.33	1072.59	1244.76	1311.57	短期借款	9.45	-0.75	-2.65	2.02
流动负债	131.99	130.67	239.02	223.47	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	25.80	25.05	22.40	24.42	其他	-10.40	742.14	-19.22	-25.67
应付账款	67.04	79.12	130.53	143.81	现金净增加额	20.20	783.35	62.34	76.70
其他	39.15	26.50	86.10	55.25					
非流动负债	0.32	0.11	0.14	0.19	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力				
其他	0.32	0.11	0.14	0.19	营业收入	14.56%	17.47%	34.72%	38.09%
负债合计	132.31	130.78	239.16	223.66	营业利润	48.03%	21.26%	42.67%	31.55%
少数股东权益	0.00	-0.03	-0.07	-0.11	归属母公司净利润	42.01%	25.29%	40.39%	31.03%
归属母公司股东权益	140.02	941.84	1005.67	1088.02	获利能力				
负债和股东权益	272.33	1072.59	1244.76	1311.57	毛利率	31.21%	30.69%	30.92%	30.94%
					净利率	12.31%	13.12%	13.67%	12.98%
利润表	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	31.53%	5.87%	7.72%	9.35%
营业收入	358.74	421.40	567.73	783.99	ROIC	26.58%	5.72%	7.55%	9.14%
营业成本	246.78	292.07	392.17	541.45	偿债能力				
营业税金及附加	0.18	0.19	0.29	0.39	资产负债率	48.58%	12.19%	19.21%	17.05%
营业费用	37.23	40.43	51.10	75.72	净负债比率	19.50%	19.15%	9.37%	10.92%
管理费用	19.57	19.12	25.55	37.88	流动比率	2.02	8.17	5.18	5.84
财务费用	1.70	4.14	5.42	6.30	速动比率	1.29	7.54	4.59	5.59
资产减值损失	1.06	2.11	2.84	3.38	营运能力				
公允价值变动收益	0.01	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	1.42	0.63	0.49	0.61
投资净收益	0.02	0.01	0.01	0.01	应收帐款周转率	3.76	3.60	3.70	3.70
营业利润	52.24	63.35	90.38	118.89	应付帐款周转率	4.10	4.00	3.74	3.95
营业外收入	0.67	0.91	0.97	0.85	每股指标(元)				
营业外支出	0.27	0.18	0.23	0.22	每股收益	0.74	0.69	0.97	1.27
利润总额	52.64	64.08	91.12	119.51	每股经营现金	0.37	0.53	1.07	1.28
所得税	8.48	8.80	13.49	17.79	每股净资产	2.33	11.77	12.57	13.60
净利润	44.15	55.29	77.62	101.73	估值比率				
少数股东损益	0.00	-0.03	-0.04	-0.04	P/E	19.68	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	44.15	55.32	77.66	101.76	P/B	6.20	0.00	0.00	0.00
EBITDA	53.32	64.91	92.23	121.06	EV/EBITDA	15.73	-12.55	-9.54	-7.88
EPS (元)	0.74	0.69	0.97	1.27					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

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，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，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。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。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。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。

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制度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，本公司的董事、高级职员或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。

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“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com