

锐奇股份（300126）：苦练内功，扛起电动工具整合大旗

增持（维持）

机械行业

报告日期：2011年5月30日

证券分析师：张雷

执业证书编号：A0140511010022

010-66045454 zhanglei002@txsec.com

联系人：何思源

021-58824282-803 hesy@txsec.com

事件描述：

近日，我们对锐奇股份（300126）进行了实地调研，与公司管理层就投资者普遍关心的公司收购豪迈工具部分资产项目的具体情况、公司未来发展战略、现有业务生产经营情况、以及行业未来发展的趋势进行了沟通交流。

此次收购的基本情况：1）锐奇股份以2,600万元的价格收购豪迈工具所拥有的“砂光机”（又称“打磨机”）全系列产品、“工业用吸尘器”全系列产品、以及四款新型“铝材机”产品相关的资产和业务，并由本公司子公司嘉兴汇能工具有限公司（以下简称“嘉兴汇能”）作为运营主体予以运营。2）公司将所持有的嘉兴汇能的49%的出资按其注册资本（1600万）原价转让给豪迈工具实际控制人应志宁先生。3）嘉兴汇能相关权力机构将依法聘请应志宁先生担任总经理，任期至少为三年。根据应志宁先生承诺，本次资产收购完成后，嘉兴汇能2011年度主营业务税后净利润将不低于1,800万元，2012、2013年度将在此基础上稳步增长。若2011年度至2013年度期间嘉兴汇能任何一年度未实现承诺的业绩目标，将用自有资金补足。

评论：

1. 收购实现“双赢”，公司收获丰厚。对公司来说，根据“对赌”协议，最悲观的情形下，公司仍能稳定获得三年900万以上的现金流，已能够基本覆盖收购成本。事实上，公司还凭借此举迅速开辟了新产品线，收获了多项专利技术和技术人才，收获无疑是丰厚的。对被收购方来说，被收购远好于独自经营——在收获现金的同时，其产品能利用锐奇的品牌、生产管理、技术检测、渠道等诸多优势销售规模迅速做大，由于被收购方实际控制人将持有嘉兴汇能49%的股权，能够充分“被激励”，以分享业绩的成长。
2. 行业整合大势所趋，牛刀小试模式创新，持续壮大还看锐奇。我们认为这次收购是一次成功的收购，也是很好的模式创新，看好公司成为行业整合的领导者。原因如下：

（1）电动工具行业亟需整合且优质资产众多。我国电动工具行业企业主要集中在长三角地区，大部分都是中小型民营企业，行业集中度低、竞争十分激烈，产品技术含量较低且主要集中在中低端，毛利率普遍不高。目前，全行业正面临原材料价格上涨、人工工资上升、以及人民币升值的压力，资产整合和升级的动力充足。业内企业规模偏小、产品技术含量较低、以及缺乏品牌的特点，决定了行业整合不能是简单的兼并重组，而是优势企业利用资金、技术、品牌、渠道的优势对自身的重新塑造。此外，电动工具行业资产较轻的特点，使得核心资产被收购后能够迅速形成生产力，这也为整合式收购提供了客观条件。

（2）收购模式的核心在于公司对电动工具行业的深刻理解和行业领先地位。我们认为就此次的收购模式而言，要求收购的主导者必须具备以下条件：一是必须对行业有深刻的认识才能寻找出适合的标的，这是一般的投行并购部门或风险投资者短期内难以复制的；二是必须在行业内具备足够的品牌、人才、渠道优势，才能够加速将产品和技术转化为生产力，这是一般的创业孵化器所不具备的；三是必须有充足的资金和资本运作经验，这是一般业内生产企业所不具备的。

我们认为该收购模式能够成功的关键在于要求公司对电动工具行业有深刻理解并在行业内处于明显领先的地位：对行业认识深刻不但需要长时间的浸淫和积累，也需要在技术和创新上占据高点，具备足够的前瞻性；市场领先地位则是在激烈的市场竞争中自然形成。这就决定了该模式下成功收购者的稀缺，而稀缺也就意味着价值。从此次收购来看，公司成功地扮演了收购主导者的角色，我们有理由相信公司将在未来电动工具行业的整合中起到举足轻重的作用。

（3）后续整合值得期待。公司管理层认为要抓住目前行业整合的机遇，迅速扩张，奠定国内领先优势，与博世、牧田展开正面竞争，并发展成为具有国际竞争力的优秀企业。此次收购只是小试牛刀，未来公司将继续积极寻求具有核心技术的优秀并购对象，采用此次收购的模式，横向整合做大，纵向一体化做强。具体的收购领域将包括产业链的拓展和产品线的丰富。

3. 原募投项目进展顺利，产品供销两旺。目前上海技改项目厂房基本完成，即将完工验收；嘉兴项目正在土建，进展顺利。公司为嘉兴项目提前培训的员工，目前已在嘉兴租用厂房开始生产。公司目前在手订单充足，对于完成年内40%的利润增长目标较为乐观（不包括并购带来的利润增厚）。

4. 盈利预测：不考虑未来新增并购项目，我们预计公司2011-2013年的EPS分别为0.55元、0.82元和1.1元，按照5月27日的收盘价12.73元计算，对应的动态PE分别为23倍、15倍和12倍，考虑到公司未来并购重组会带来利润增厚和规模效应，维持公司“增持”的投资评级。

5. 风险提示：1) 上游成本持续上涨的风险；2) 汇率风险；3) 未来并购项目存在的不确定性风险。

附表:锐奇股份(300126)盈利预测(万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	31,871	41,781	66,643	99,284	137,792
增长率(%)	14.70%	31.09%	59.50%	48.98%	38.79%
减:营业成本	23,028	32,261	49,269	73,618	102,222
毛利率(%)	27.75%	22.79%	26.07%	25.85%	25.81%
减:营业税金及附加	116	104	200	298	413
销售费用	1,330	1,575	2,532	3,475	4,823
管理费用	2,264	2,458	4,332	5,957	8,268
财务费用	159	-29	-333	0	689
期间费用	3,753	4,004	6,531	9,432	13,779
期间费用率(%)	11.77%	9.58%	9.80%	9.50%	10.00%
资产减值损失	147	53	333	496	689
加:公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	4,827	5,359	10,310	15,440	20,688
增长率(%)	58.16%	11.03%	92.38%	49.76%	33.99%
营业利润率(%)	15.15%	12.83%	15.47%	15.55%	15.01%
加:营业外收入	72	958	400	0	0
减:营业外支出	10	7	0	0	0
利润总额	4,889	6,310	10,710	15,440	20,688
增长率(%)	45.49%	29.06%	69.72%	44.17%	33.99%
利润率(%)	15.34%	15.10%	16.07%	15.55%	15.01%
减:所得税	636	896	1,606	2,316	3,103
实际税负比率(%)	13.0%	14.2%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	4,253	5,414	9,103	13,124	17,585
归属母公司所有者净利润	4,253	5,414	8,375	12,468	16,706
增长率(%)	41.92%	27.30%	54.69%	48.87%	33.99%
净利润率(%)	13.34%	12.96%	12.57%	12.56%	12.12%
少数股东损益	0	0	728	656	879
总股本	6,315	8,420	15,156	15,156	15,156
每股收益(元)	0.70	0.79	0.55	0.82	1.10

资料来源:公司公告、天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041