

国内领先的智能输送成套设备提供商

三丰智能(300276)新股报告

报告关键点:

- 未来几年,国内智能输送成套设备市场容量数百亿,仅汽车行业近百亿的市场需求
- 核心产品自行小车悬挂输送系统市场占有率连续三年国内排名位列第一

报告摘要:

- 公司是国内领先的智能输送成套设备提供商。公司始终致力于智能输送成套设备的研发设计、制造、安装调试与技术服务,以及以技术为依托为客户提供智能输送整体解决方案。公司主要产品从空间形态上,可分为智能悬挂输送成套设备和地面智能输送成套设备两大类。
- 公司的智能输送成套设备应用领域广阔。主要应用于汽车、工程机械行业的焊装、涂装和总装等自动化生产线,并可广泛应用于农业机械、家电、化工、烟草、仓储物流、摩托车、食品、医药、冶金、建材等众多行业领域。预计到2015年仅汽车和工程机械行业对智能输送成套设备的需求将分别超过100亿元和60亿元。
- 公司核心技术优势突出。公司已取得15项专利,其中发明专利1项,另外10项专利申请已被受理,并拥有包括智能控制技术在内的8项核心技术,其中六项核心技术达到国际先进水平。并且XD单轨小车悬挂输送机、XS双轨小车悬挂输送机和XZ大型重载智能悬挂物流输送系统被列为国家重点新产品。另外,公司已累计承担省级以上科技与新产品开发计划项目十余项,目前正主持起草“双轨小车悬挂输送机”的行业标准。
- 公司拥有一批优质的客户群。公司自成立以来已累计为200多家客户完成智能输送成套设备交钥匙工程600余项,公司客户已遍及全国主要的汽车整车、零部件生产企业和工程机械生产企业,包括中国一汽、上汽集团、三一集团、徐工集团等行业优秀企业。
- 募投项目扩充核心产能,提升研发能力。募集资金主要投向智能输送成套设备改扩建项目和企业技术中心建设项目。目前公司的产能为85套,已严重制约了公司的发展,扩建项目达产后将形成年产150套智能输送成套设备的生产能力,其中80套汽车领域智能输送成套设备、35套工程机械领域智能输送成套设备、35套其它领域智能输送成套设备。而技术中心的建成将巩固公司的技术优势,丰富产品线,提升公司的核心竞争力。
- 我们预计2011-2013年公司实现EPS分别为0.93、1.29、1.57元。综合考虑可比公司估值水平及近期创业板发行市盈率等因素,给予公司2011年27-30倍动态PE相对合理,对应合理价格区间为25.11-27.90元。
- 风险提示: 1. 下游应用领域集中的风险; 2. 存货风险; 3. 原材料价格波动风险

财务和估值数据摘要

(万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	11,384.2	19,442.3	29,084.5	39,834.5	48,987.7
Growth (%)	39.5%	70.8%	49.6%	37.0%	23.0%
净利润	1,601.6	3,664.0	5,594.1	7,765.1	9,419.0
Growth (%)	94.6%	128.8%	52.7%	38.8%	21.3%
毛利率 (%)	32.4%	35.5%	35.7%	35.4%	35.0%
净利润率 (%)	14.1%	18.8%	19.2%	19.5%	19.2%
每股收益(元)	0.36	0.81	0.93	1.29	1.57
每股净资产(元)	0.91	2.22	8.85	10.14	11.71
净资产收益率 (%)	39.1%	36.7%	10.5%	12.8%	13.4%
ROIC (%)	55.0%	75.8%	49.2%	37.7%	25.5%

上市首日定价区间:

25.11-27.90 元

报告日期: 2011-11-1

发行数据

总股本(万股)	4,500
发行数量(万股)	1,500
网下发行(万股)	300
网上发行(万股)	1,200
保荐机构	海通证券股份有限公司
发行日期	2011-11-03
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

朱汉平	53.03%
朱汉梅	22.10%
天津和光远见股权投资基金合伙企业(有限合伙)	6.85%
汪斌	4.42%
朱汉敏	4.42%
陈绮璋	4.42%
华人创新集团有限公司	1.64%
湖北九派创业投资有限公司	1.64%
三一集团有限公司	1.50%

王书伟

021-68763578
执业证书编号

张仲杰

021-68767839
执业证书编号

行业分析师

wangsw@essence.com.cn
S1450511090004

高级行业分析师

zhangzj@essence.com.cn
S1450511020002

目 录

1. 公司是国内智能输送成套设备供应商	3
1.1. 公司概况	3
1.2. 公司股权结构	4
2. 智能输送设备：产业升级带来旺盛需求	4
2.1. 机械化、自动化是产业升级的必然趋势	4
2.2. 下游行业的发展与升级确保广阔需求空间	5
2.2.1. 汽车行业	5
2.2.2. 工程机械行业	6
2.2.3. 其他行业	7
3. 公司所处市场竞争形势	8
4. 公司主要竞争优势	9
4.1. 核心技术优势	9
4.2. 客户优势	9
4.3. 配套服务优势	10
5. 盈利能力分析	10
6. 募投项目分析	11
7. 盈利预测与估值	11
8. 风险提示	12

图表目录

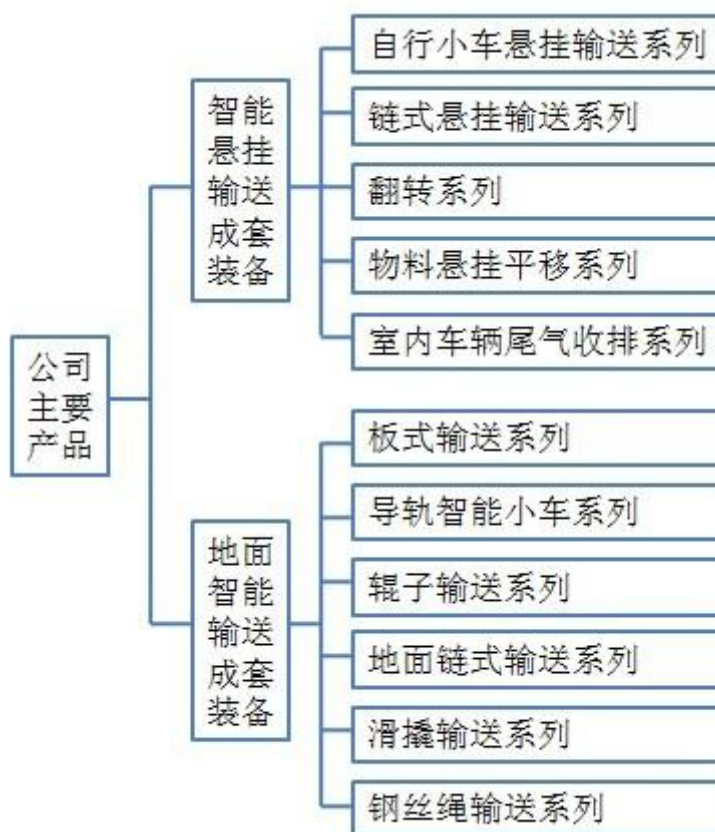
图 1 公司主要产品系示意图	3
图 2 公司主营业务增长情况（万元）	4
图 3 公司主营业务分应用行业构成变动情况	4
图 4 发行前公司股权结构示意图	4
图 6 全国汽车产量及增速	6
图 7 全国车辆拥有量及增速	6
图 7 我国汽车行业固定资产投资完成总额及增速	6
图 8 汽车行业智能输送成套设备市场需求量	6
图 9 我国工程机械行业总产值及增速	7
图 10 工程机械行业智能输送设备市场需求量	7
图 11 我国农用机械产量变动	7
图 12 近三年公司营业收入及净利润	10
图 13 公司各产品毛利率变动情况	10
表 1 公司国内外主要竞争对手	8
表 2 公司拥有的 8 项核心技术	9
表 3 公司拥有的主要客户群	9
表 4 募集资金的主要项目投向	11
表 5 可比公司估值表	11

1. 公司是国内智能输送成套设备供应商

1.1. 公司概况

- 公司前身为黄石市三丰机械有限公司，成立于 1999 年 9 月 23 日。2010 年 11 月 22 日整体变更为湖北三丰智能输送装备股份有限公司，注册资本 4500 万元。
- 公司自成立以来一直专注于智能输送成套设备的研发设计、制造、安装调试与技术服务，以技术为依托为客户提供智能输送整体解决方案。公司智能输送成套设备主要应用于汽车、工程机械行业的焊装、涂装和总装等自动化生产线，并可广泛应用于农业机械、家电、化工、烟草、仓储物流、摩托车、食品、医药、冶金、建材等众多行业领域。
- 公司的主要产品按空间形态上区分，可分为智能悬挂输送成套设备和地面智能输送成套设备两大类，共 11 大系列、50 余个品种、120 余种规格，已形成较完备的产品体系，能满足客户个性化的智能输送要求。

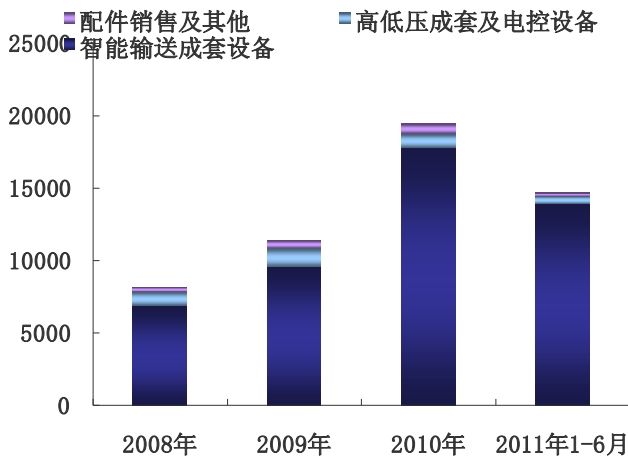
图 1 公司主要产品系示意图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

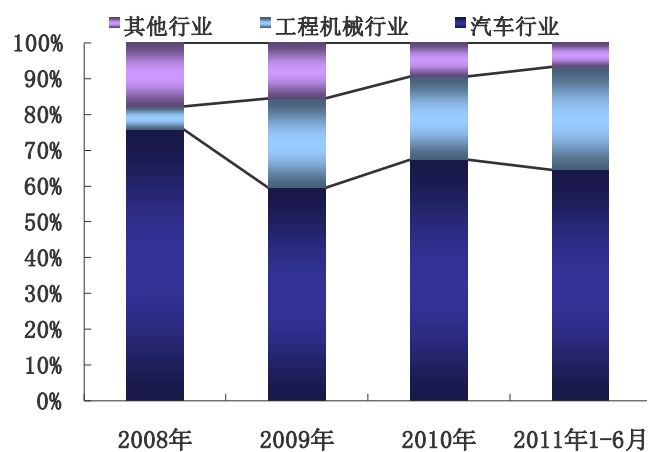
- 近三年公司的业务实现了高速增长。营业收入从 2008 年的 8161.78 万元增长至 2010 年的 19442.31 万元，年复合增长率为 54.34%。净利润从 2008 年的 822.80 万元增长至 2010 年的 3663.98 万元，年复合增长率为 111.02%。2011 年 1-6 月，公司营业收入为 14,658.89 万元，净利润为 2,724.33 万元，继续保持良好的增长态势。
- 按产品结构来分，公司营业收入的 90% 以上来自智能输送成套设备，子公司久丰智能的高低压成套及电控设备业务占收入比重较小；按应用领域来分，汽车、工程机械属于公司目前重点应用行业，近三年公司在汽车和工程机械行业产品合计收入分年复合增长率为 62.01%，是公司收入的主要来源。

图 2 公司主营业务增长情况 (万元)



数据来源：招股说明书, 安信证券研究中心

图 3 公司主营业务分应用行业构成变动情况

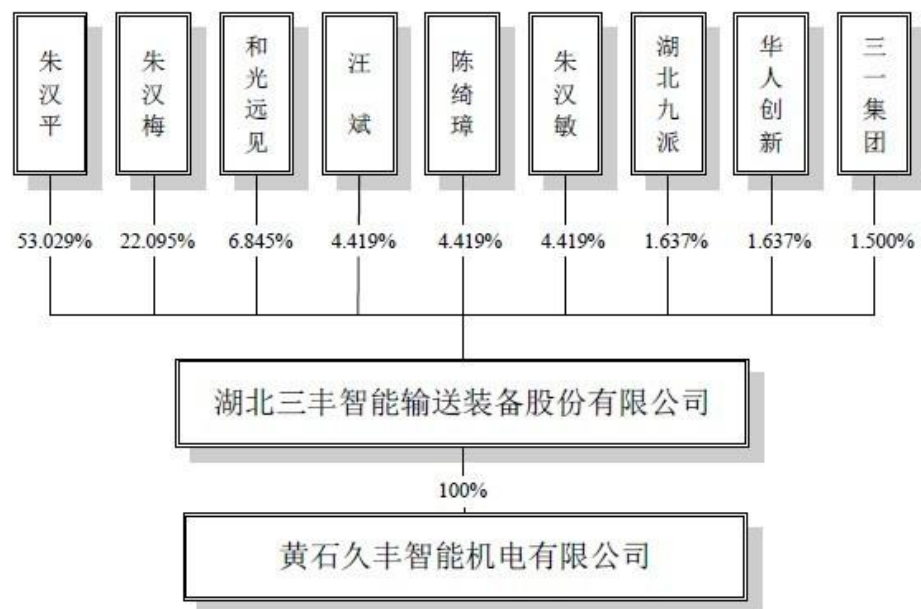


数据来源：招股说明书, 安信证券研究中心

1.2. 公司股权结构

- 此次发行前，持有公司 5%以上股份的股东有朱汉平、朱汉梅以及和光远见。朱汉平持有本公司 23,862,858 股股份，占公司发行前股份总数的 53.029%，是公司的控股股东和实际控制人，现任公司董事长、总经理。朱汉梅和和光远见分别持有公司 22.095%和 6.845%的股份，朱汉梅现任公司副总经理。实际控制人朱汉平和朱汉梅为兄妹关系，与朱汉敏为兄弟关系。
- 本次公开发行 1500 万股，占发行后总股本的比例为 25%。发行后朱汉平、朱汉梅及和光远见的持股比例分别变为 39.772%、16.571%及 5.134%。

图 4 发行前公司股权结构示意图



数据来源：招股说明书, 安信证券研究中心

2. 智能输送设备：产业升级带来旺盛需求

2.1. 机械化、自动化是产业升级的必然趋势

- 机械化、自动化是一国产业生产能力发展到一定阶段的必然趋势，通过利用机械代替人工，实现标准化的流水线作业，可以极大提高生产效率，并确保产品质量。因此，机械化、自动化、智能化往往是各个产业尤其是制造业升级的方向。目前

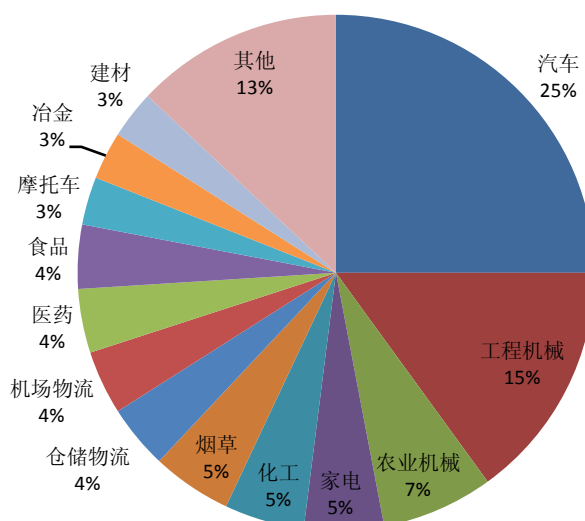
以美国、日本为代表的发达国家绝大多数工业均已通过机械化、自动化以及智能化促进了生产效率的提高，实现了产业的升级。

- 智能输送成套设备是应用一系列的自动化控制技术、信息技术和先进制造技术，实现物料及工件在指定方位间定时、定速、定点输送以及控制其在预设空间方位完成升降、摇摆、倾斜、翻转等指定动作的一套完整的物流体系，是大型生产线、物流传输体系的主要组成部分。随着生产（物流）系统智能化程度的不断提高，由智能输送成套设备实现自行移动、认址对位，代替传统人工搬运、分拣，可以大幅度提高生产（输送）效率、降低人力成本，同时，由智能输送成套设备实现柔性化的生产、物流方式，可提高整体管理水平，助推产业升级。
- 智能输送装备行业在我国主要是从改革开放后成套引进国外自动化生产线而发展起来，起步较晚，但由于该行业兼具高端装备制造业和物流业的双重属性，为实现我国的产业结构升级起到不可或缺的作用，因此将长期受到国家政策的鼓励和支持。
- 在 2006 年出台的《起重运输（物料搬运）机械行业“十一五”发展规划》中就明确指出要重点发展物料搬运装备包括：（1）汽车、造船和制造业生产线所需的智能、柔性化各种物料搬运成套设备；（2）大型自动化立体仓库及各式仓储物料搬运装卸成套设备；（3）大型物流配送分拣中心及信息自动化系统等成套装备；（4）大型机械式立体停车系统成套设备。2010 年《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》指出，针对高端装备制造产业，需强化基础配套能力，积极发展以数字化、柔性化及系统集成技术为核心的智能制造装备。

2.2. 下游行业的发展与升级确保广阔需求空间

- 智能输送成套设备可以根据输送物料重量和场地空间有针对性的设计各种不同产品方案来服务于规模化流水线作业，因此只要有流水线作业需求的行业均为智能输送成套设备的潜在下游应用行业。目前智能输送成套设备主要应用于汽车、工程机械、农业机械、家电、化工、烟草、仓储物流、摩托车、食品、医药、冶金、建材等众多行业、领域，其中汽车和工程机械的占比较大合计约占市场需求总量的 40%。

图 5 2009 年智能输送成套设备市场需求结构



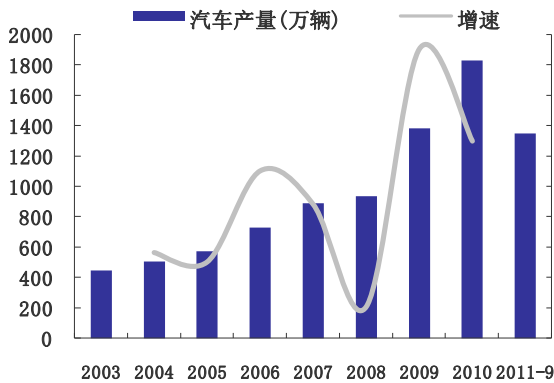
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

2.2.1. 汽车行业

- 汽车行业是目前国内智能输送装备最主要的应用领域，占需求总量的 25%。在汽车整车及零部件生产领域，智能输送成套设备的应用贯穿于冲压、焊装、涂装、总装四大环节，特别是在涂装及总装环节应用更为普遍。

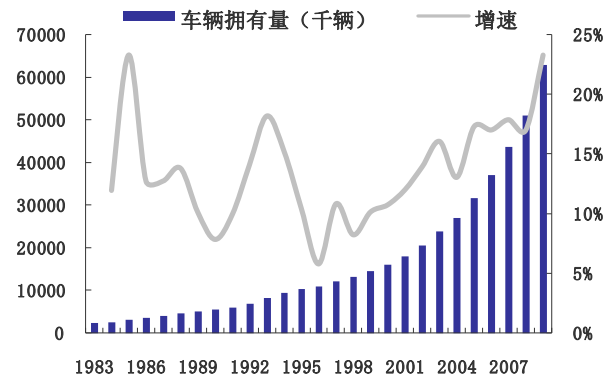
- 近年来，随着我国经济的快速发展和国民生活水平的不断提高，我国汽车行业得到了快速的发展。2010年全国的汽车产销量分别为1826.47万辆和1806.19万辆，均居全球首位。车辆拥有量也从1978年的135.8万辆增长至2009年的6288万辆，实现了高速的增长。

图 6 全国汽车产量及增速



数据来源：Wind, 安信证券研究中心

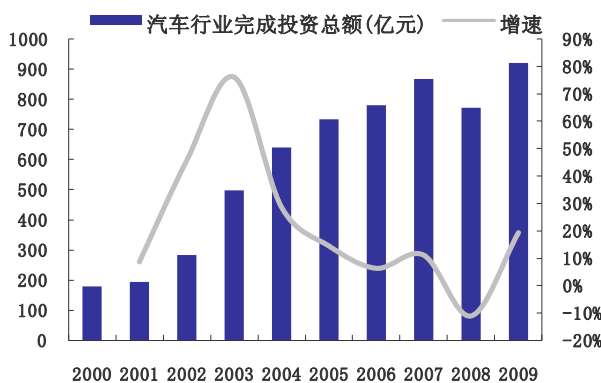
图 7 全国车辆拥有量及增速



数据来源：财汇资讯, 安信证券研究中心

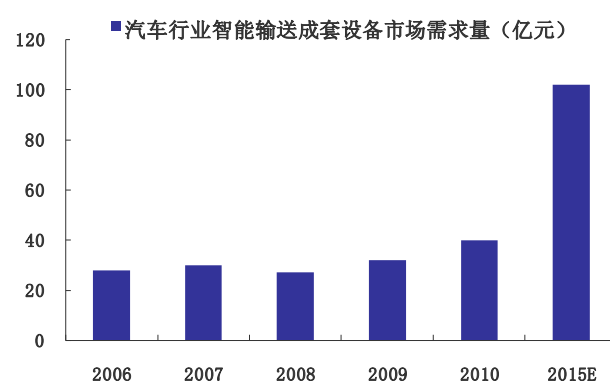
- 国内汽车消费需求的启动带动了该行业固定投资的快速增长，也随之带动了对配套的智能输送成套装备的需求。据统计，2009年，汽车行业对智能输送成套设备市场需求量达到32.78亿元，2010年达到40.98亿元，预计到“十二五”末期，汽车行业对智能输送成套设备的年市场需求量超过100亿元。
- 2010年，我国千人汽车保有量仍仅为52辆/千人，而全球千人汽车保有量为128辆/千人，美国千人汽车保有量更是达到950辆/千人，这表明我国汽车市场仍有巨大的发展空间。尤其是中西部地区，随着中部崛起和西部大开发的推进，这些地区人均收入的上升将进一步激发对汽车消费的需求。

图 7 我国汽车行业固定资产投资完成总额及增速



数据来源：中国汽车工业协会, 安信证券研究中心

图 8 汽车行业智能输送成套设备市场需求量



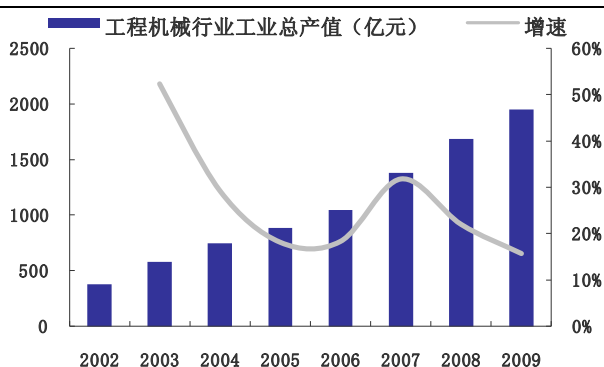
数据来源：招股说明书, 安信证券研究中心

2.2.2. 工程机械行业

- 工程机械行业是智能输送设备行业的另一下游需求增长点。受益于我国基础设施建设的推进，工程机械行业近年来发展迅速，行业总产值从2002年的381.5亿元增长至2009年的1955.5亿元，年复合增长率达26.3%。2010年，我国工程机械行业销售收入达到4,357亿元，同比增长38%，已超越北美、日本、西欧，成为全球最大的工程机械市场。
- 预测到“十二五”期末，我国工程机械行业销售规模将达到9000亿元，年平均增长率约为17%，其中出口260亿美元左右。相比于过去5年27.5%的平均增速以及过去10年23.8%的平均增速而言，未来行业增速趋缓是中长期的发展趋势，这

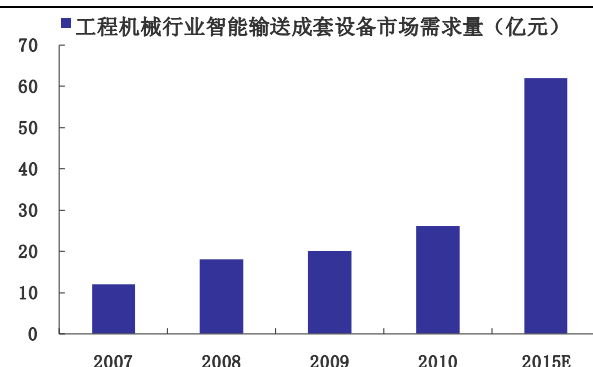
也说明工程机械市场容量远未达到饱和，行业天花板还为时尚早，未来五年行业趋势仍向上。

图 9 我国工程机械行业总产值及增速



数据来源：中国机械工业协会，安信证券研究中心

图 10 工程机械行业智能输送设备市场需求量



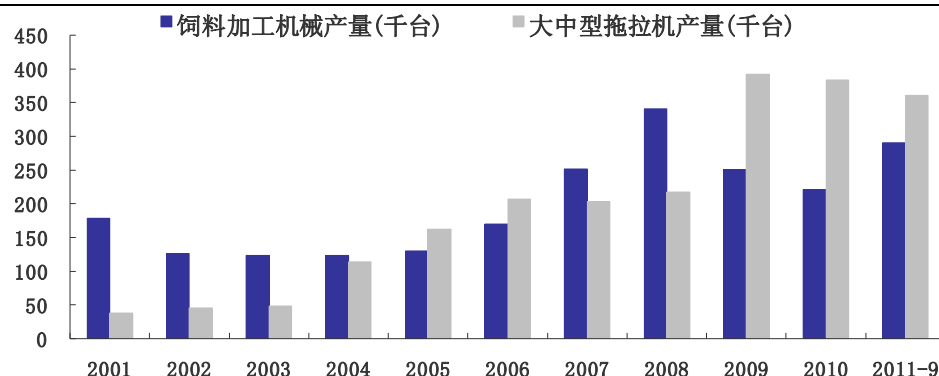
数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 从发改委公布新修订的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》中可以看到，工程机械未来重点发展高端工程机械产品，如 30 吨以上液压挖掘机、6 米及以上全断面掘进机、320 马力及以上履带推土机、600 吨及以上架桥设备、400 吨及以上履带起重机、100 吨及以上全地面起重机、钻孔 100 毫米以上凿岩台车、400 千瓦及以上砼冷热再生设备等等。这就为我国工程机械行业的产能结构调整升级提供了政策支持。
- 智能输送成套设备则为工程机械行业的产业升级提供了在生产及物流系统上的支持，解决了过去“地摊式生产”的低效局面。近年来，国内规模以上工程机械企业纷纷引进智能输送成套设备，实现生产线、物流系统自动化，降低人力成本、提高生产效率和管理水平。2009 年，工程机械行业对智能输送成套设备市场需求量达到 20.09 亿元，预计到“十二五”末期，工程机械行业对智能输送成套设备的年市场需求量超过 60 亿元。

2.2.3. 其他行业

- 智能输送装备还广泛适用于农业机械、家电、化工、烟草、仓储物流、摩托车、食品、医药、冶金、建材等众多行业领域，用以提升其机械化、自动化水平。
- 以农业为例，以农业机械代替原始的人工生产，既可大幅提高生产效率又可为推进城市化释放更多的劳动力，因此不仅得到国家政策的大力支持，也是有志于做大做强的农业企业为实现现代化生产的必然选择。2006 年至 2010 年期间，中国农业机械工业总产值从 1,083.22 亿元增长至 2,838.10 亿元，平均增长率达到 21.25%。相对于美国等发达国家来说，我国农业生产的机械化进程才刚刚起步，未来的发展空间巨大。而作为机械化、自动化生产的重要组成部分，智能输送成套设备行业无疑将会从中受益。

图 11 我国农用机械产量变动



数据来源：wind，安信证券研究中心

- 仓储物流业则是智能输送装备行业另一个重要的潜在需求增长点。随着货物运输包装向着大型化、托盘化的发展，仓储也必然要向机械化智能输送过渡，实现最低的人力作业，加大企业集成度，减少人身伤害和货物损害，提高作业效率。2006年至2009年期间，中国仓储业固定资产投资额由470亿元增加至1,766亿元，平均增长率达55.52%。随着《物流业调整和振兴规划》以及相应细则的出台和落实，物流行业将迎来快速发展期，而智能输送成套设备作为自动化仓储系统的设备中的核心设备，市场前景将十分广阔。

3. 公司所处市场竞争形势

- 目前国内智能输送装备行业竞争格局分为三个层次：其一是具备整体工程设计、总包能力的国际知名企业，如德国AFT、美国ASI、日本大福株式会社等，凭借强大的综合设计、项目总包能力在国内市场占据60%以上的市场份额，在部分高端产品如大型自动化立体仓库、大型物流配送分拣系统等领域，国际知名企业所占市场份额更高，这就为国内企业实行进口替代战略提供了广阔的空间；其二是具备较强的智能输送成套设备研发设计能力，且具有生产、安装调试及售后服务综合能力的国内优势企业，包括本公司、天齐股份等；其三是不具备产品研发设计能力，或研发设计能力不强的众多本土企业。

表 1 公司国内外主要竞争对手

序号	企业名称	说明
1	日本大福株式会社	公司致力于物料搬运技术与设备的开发、研究，将仓储、搬运、分拣和管理等多种技术综合为最佳、最理想的物料搬运系统，提供给了全世界各行各业的广大用户。该公司已在东京证券交易所二板创业市场上市。作为跨国公司，公司在日本以外地区的销售额约占其总销售额的50%。2010年度，公司实现销售收入1,115.42亿日元。
2	德国AFT公司	公司是工业输送技术设备的集团公司，主要经营物料工业输送成套设备的设计、制造和安装、调试业务。八十多年来，AFT公司为世界许多著名大公司设计制造和安装了高质量的输送设备，如：德国奔驰汽车集团、宝马汽车集团、大众汽车集团、美国福特汽车集团等。而且为这些大型集团公司在世界各地的分公司制造安装了最先进的输送设备。
3	美国ASI公司	公司成立于1972年，总部位于美国密苏里州的堪萨斯城。作为美国自动化输送系统的国际供应商，ASI曾承揽了大大小小的工程项目，年销售额达上亿美元。ASI擅长为有高产量需求的客户提供服务，同时也为一些以自动化生产为主的厂商以及一些重型工业制造提供自动控制，输送设备的零部件及相应的技术支持。ASI对客户项目的多种服务，包括：系统的机械和电气设计、输送设备零部件的制造、安装、调试以及试生产。
4	江苏天奇物流系统工程股份有限公司	公司是国内外现代制造业物流自动化技术装备知名供应商，主要产品有汽车总装物流自动化系统、汽车焊装物流自动化系统、车身储存物流自动化系统、汽车涂装物流自动化系统、机场物流自动化系统、自动化立体仓库系统，产品还涉及到散料输送设备、风力发电设备的风叶、塔桶等。产品主要应用于汽车、家电、机场、机床、内燃机、冶金、化工、煤炭、码头、造纸、食品、能源等十多个行业。该公司于2004年6月在深圳证券交易所中小企业板挂牌交易。2010年，公司实现销售收入6.60亿元。
5	山西东杰智能物流装备股份有限公司	公司由原太原东方物流设备有限公司依法变更设立，原名“山西东方智能物流股份有限公司”，资产规模近3亿元，生产厂房面积36,000平方米，主要产品包括机器人系列、智能电动小车系列、积放式柔性生产线、反向积放式柔性生产线及雪橇式柔性自动化生产线，摩擦驱动输送线、立体停车库设备。2009年，公司实现销售收入1.78亿元。
6	承德天宝机械股份有限公司	公司由原承德输送机集团有限责任公司及其下属子公司并购重组形成，拥有铸钢、锻造、金属结构、机械加工、热处理、电气等加工手段，为用户提供大型成套重型机械装备，主要产品有物料输送设备、机场邮政系统设备、风电设备、矿山设备。该公司工程设计院为国家认定的技术中心。2009年，公司实现销售收入1.65亿元。

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 由于智能输送成套设备下游行业应用广泛，市场容量大，同行业内企业产品各有侧重，并且国家在产业政策上没有准入限制，市场化程度较高，因此总体上市场集中度较低，国内各企业市场占有率普遍不高。最近三年公司的市场占有率稳步提高，由2008年的0.62%提高到2010年的1.08%。尤其是在汽车和工程机械行业，公司已树立了一定的品牌优势，2010年的市场占有率分别为3.20%和1.75%。

- 公司的重点产品为自行小车悬挂输送系统，根据中国机械工程学会物流工程分会的统计，本公司 2008 年、2009 年及 2010 年度自行小车悬挂输送系统市场占有率分别约为 9%、10%、14%，连续三年国内市场占有率排名均位列第一位。

4. 公司主要竞争优势

4.1. 核心技术优势

- 公司在智能输送成套设备领域拥有多项自主知识产权和核心技术，已取得 15 项专利，其中发明专利 1 项，另外 10 项专利申请已被受理，并拥有包括智能控制技术在内的 8 项核心技术，其中六项达到国际先进水平。并且 XD 单轨小车悬挂输送机、XS 双轨小车悬挂输送机和 XZ 大型重载智能悬挂物流输送系统被列为国家重点新产品，其中 XS 双轨小车悬挂输送机还被列入“科技部科技型中小企业技术创新基金支持项目”。
- 公司目前正主持起草“双轨小车悬挂输送机”的行业标准，另有多项项目被列入湖北省重大新产品开发专项基金项目计划、湖北省科学技术研究与开发资金及项目计划、湖北省科技攻关计划、湖北省百项重点高新技术产品推广计划项目等，体现了公司出色的技术实力。

表 2 公司拥有的 8 项核心技术

序号	核心技术名称	技术来源	技术所处阶段	创新类别	技术水平
1	智能控制技术	自主研发	批量生产	集成创新	国际先进
2	EMS 单轨自行小车输送技术	自主研发	批量生产	集成创新	国际先进
3	多轨悬挂输送技术	自主研发	批量生产	集成创新	国际先进
4	重载智能悬挂输送技术	自主研发	批量生产	原始创新	国际先进
5	重载智能地面输送技术	自主研发	批量生产	集成创新	国际先进
6	RGV 地面智能输送技术	自主研发	批量生产	集成创新	国内领先
7	室内车辆尾气自动收排技术	自主研发	批量生产	集成创新	国内先进
8	工厂物流输送系统集成技术	自主研发	批量生产	集成创新	国内领先

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

- 另外，公司建立了“湖北省企业技术中心”、“黄石市企业工程技术中心”、“院士专家工作站”、“省博士后创新岗位”，并和机械工业第九设计研究院、东风设计研究院有限公司、黄石理工学院等国内设计院所及高等院校建立了良好的技术交流渠道与合作关系，为进一步巩固和提升自身的核心技术优势提供了保证。

4.2. 客户优势

- 公司自成立以来一直致力于为客户提供智能输送成套设备的解决方案，并凭借良好的空间整体布局能力、强大的产品研发设计能力、稳定的产品性能、完善的售后服务体系等在业内赢得了良好的口碑，自成立以来已累计为 200 多家客户完成智能输送成套设备交钥匙工程 600 余项，公司客户已遍及全国主要的汽车整车、零部件生产企业和工程机械生产企业。

表 3 公司拥有的主要客户群

类别	客户名称
汽车整车	中国一汽、上汽集团、东风集团、中国长安、北汽集团、广汽集团、华晨汽车集团、吉利汽车、奇瑞汽车、福建戴姆勒、重汽集团、长城汽车、北方奔驰、南骏汽车、力帆汽车、庆铃汽车、华泰汽车、陕西重汽、宇通客车、山西大运、海马汽车、江淮汽车、金龙集团、桂林客车、华菱汽车

汽车零部件	全柴动力、玉柴集团、汉德车桥、江淮发动机公司、厦门金龙车身公司、东安汽车发动机、奇瑞汽车发动机厂、一拖柴油机公司
工程机械	三一集团、徐工集团、中联重科、山重建机、成都成工、广西柳工、中国龙工、安徽合力、杭叉集团、山河智能、厦工集团、宜工集团等

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

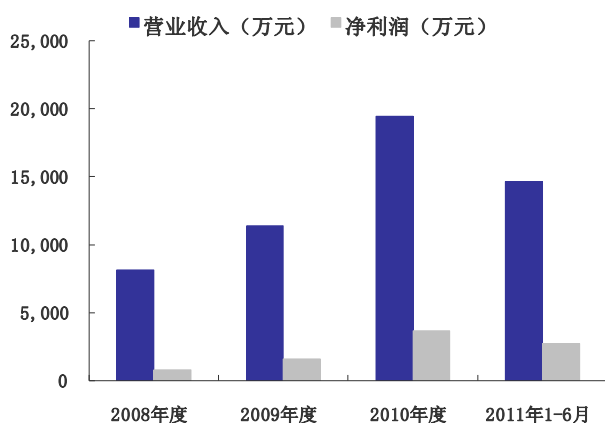
4.3. 配套服务优势

- 公司在产品研发设计、生产制造、安装调试及技术服务等众多环节已经建立了完整的服务流程和服务体系，能及时响应客户个性化需求。与国际竞争对手相比，公司充分发挥本土厂商的优势，利用灵活的服务方式贴近客户需求，在较短时间内向客户交付产品并提供长期周到的售后服务。
- 公司按照销售区域的划分在全国范围内设有 7 个主要办事处，负责各区域内的项目洽谈、招投标、客户需求咨询、安装管理及后期维护保养。公司按照 GB/T19001-2008idtISO9001-2008 标准建立了科学、严密、高效的质量控制体系，并配合专业的技术中心及售后服务小组实现对产品售前和售后质量的有效控制。

5. 盈利能力分析

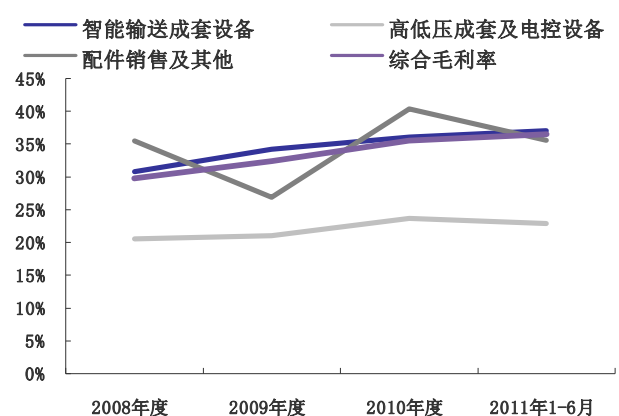
- 近三年，公司的营业收入实现了高速增长，2009 年较 2008 年增长了 39.48%，2010 年较 2009 年增长了 70.78%，年复合增长率达 54.34%。而 2009 年和 2010 年我国智能输送装备行业市场需求量分别较上年增长 18.28%和 24.99%。公司营收增长远高于行业的增长主要得益于 1) 公司多年积聚的发展潜力开始显现；2) 公司产品重点向大型化和成套化方向发展。2011 年 1-6 月，公司营业收入为 14,658.89 万元，净利润为 2,724.33 万元，继续保持良好的增长态势。
- 公司的净利润在近三年由 2008 年的 822.8 万元，增长到 2010 年的 3663.98 万元，年复合增长率为 56.64%，同期营业收入年复合增长率为 111.02%。净利润的增长明显高于营业收入的增长，主要体现在公司产品毛利水平的不断提升以及公司期间费用的逐年下降。

图 12 近三年公司营业收入及净利润



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

图 13 公司各产品毛利率变动情况



数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

- 近三年及一期，公司的综合毛利率稳步上升，分别为 29.77%、32.42%、35.55% 和 36.48%。公司毛利率上升主要是由于两方面原因：1) 公司通过技术创新和成本控制使得各类产品的毛利率均有明显上升，以公司的主要毛利来源智能输送成套设备为例，其毛利率从 2008 年的 30.84% 上升至 2011 年上半年的 37.04%，增长了近 7 个百分点；2) 高附加值、高毛利产品占比明显上升，而毛利相对较低的高低压成套及电控设备在公司营业收入的比重已从 2008 年的 12.14% 下降至 3.84%，从而提升了公司综合的毛利水平。

- 2011 年新签合同确保 2012 年业绩增长。智能输送成套设备为个性化设计、量身定制性产品，生产周期较长（大约一年左右），当年的收入主要来自上年度的销售合同。例如：2011 年 9 月 30 日，以实现营业收入 2.18 亿元，实现营业收入的合同全部都是 2011 年以前签订的合同。而在 2011 年 1-9 月，公司已签订合同金额 3.2 亿元，预计 2011 年签订的合同总额将达 4.5 亿元，确保了明年业绩的继续高增长。

6. 募投项目分析

- 公司此次拟公开发行 1500 万股，募集资金主要运用于智能输送成套设备改扩建项目和企业技术中心建设项目。
- 公司 2010 年的产能为 85 套，产能利用率已达 124%，产能的瓶颈使得公司不得不放弃一些订单项目也使得公司的一些储备技术无法得到有效应用。达产后，将形成年产 150 套智能输送成套设备的生产能力，其中 80 套汽车领域智能输送成套设备、35 套工程机械领域智能输送成套设备、35 套其它领域智能输送成套设备，预计实现新增年均销售收入 2.98 亿元，年均利润总额 5,075 万元。
- 企业技术中心的组建有利于巩固公司的技术优势，提升公司的核心竞争力，并不断丰富产品种类与产品系列，推动公司向各潜在的产品应用领域进军。

表 4 募集资金的主要项目投向

项目名称	预计投资总额（万元）	建设期	达产期	项目效益
智能输送成套设备改扩建项目	15,000	2 年	2 年	项目建成达产后，预计实现新增年均销售收入 2.98 亿元，年均利润总额 5,075 万元，年均净利润为 4,314 万元
企业技术中心建设项目	4,500	2 年	-	将有效缩短产品开发周期、丰富产品线、提升产品质量
其他与主营业务相关的营运资金	-	-	-	-

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

7. 盈利预测与估值

- 我们预计 2011-2013 年公司收入增长率为 50.6%、41.9%、23.3%，净利润分别增长 53.7%、43.8%、21.7%，实现 EPS 分别为 0.93 元、1.29 元、1.57 元，未来三年净利润复合增长率 30%。
- 目前公司所处行业的上市公司不多，我们选取天奇股份、天汽模、盛运股份、机器人等四家上市公司进行对比分析，这四家公司均为专用设备制造企业，尽管各自主营业务范围存在一定差异，但四家可比上市公司产品中均包含输送设备产品，具有一定可比性。我们选取了 2011 年 10 月 28 日相应的价格数据作为参考，也参考了近期创业板首发股票的发行市盈率。我们认为公司合理估值适用的 2011 年动态市盈率在 27-30 倍之间，对应的合理价格区间为 25.11-27.9 元。

表 5 可比公司估值表

证券代码	证券简称	股价	EPS			PE		
			10A	11E	12E	10A	11E	12E
002009	天奇股份	12.78	0.35	0.60	0.83	39.45	21.26	15.31
002510	天汽模	15.04	0.40	0.53	0.62	54.42	28.15	24.11
300090	盛运股份	10.70	0.42	0.33	0.45	79.28	32.83	23.81
300024	机器人	22.14	0.80	0.54	0.77	72.44	41.37	28.70
平均		—	—	—	—	61.40	30.90	22.98

数据来源：wind，安信证券研究中心

表 6 创业板最近20只首发新股市盈率对比

证券代码	证券名称	首发价格	EPS			PE		
			2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
300256	星星科技	21.00	0.72	0.79	1.22	29.07	26.52	17.18
300257	开山股份	63.00	1.90	2.25	3.31	33.11	28.03	19.05
300258	精锻科技	25.00	0.97	0.88	1.19	25.82	28.28	21.00
300259	新天科技	21.90	0.69	0.75	0.99	31.52	29.15	22.21
300260	新莱应材	27.00	0.87	0.96	1.29	31.20	28.25	20.96
300261	雅本化学	22.00	0.58	0.55	0.84	37.72	39.95	26.11
300262	巴安水务	18.00	0.62	0.58	0.72	28.91	31.14	25.05
300263	隆华传热	33.00	0.85	0.98	1.43	38.83	33.55	23.00
300264	佳创视讯	16.50	0.49	0.50	0.64	33.71	32.94	25.96
300265	通光线缆	14.38	0.48	0.39	0.57	29.69	36.66	25.05
300266	兴源过滤	26.00	0.93	0.92	1.24	27.94	28.34	21.01
300267	尔康制药	17.97	0.48	0.62	0.89	37.31	28.88	20.08
300268	万福生科	25.00	1.11	0.96	1.25	22.50	25.96	20.06
300269	联建光电	20.00	0.74	0.75	1.00	26.89	26.64	19.91
300270	中威电子	35.00	1.15	1.38	1.96	30.44	25.38	17.86
300271	紫光华宇	30.80	1.27	1.39	2.00	24.20	22.21	15.42
300272	开能环保	11.50	0.44	0.42	0.52	26.01	27.70	21.95
300273	和佳股份	20.00	0.45	0.60	0.85	44.20	33.51	23.45
300274	阳光电源	30.50	1.10	1.04	1.45	27.69	29.32	21.01
300275	梅安森	26.00	0.97	1.06	1.48	26.88	24.44	17.56
均值		25.23	0.84	0.89	1.24	30.68	29.34	21.19

数据来源: wind, 安信证券研究中心

8. 风险提示

- 下游应用领域较集中的风险。近三年及一期公司产品的应用领域主要集中于汽车行业和机械设备行业, 合计占比为 82.18%、84.41%、90.54%和 87.65%。虽然公司目前所拥有的智能输送成套设备关键技术具有良好的可移植性, 可以广泛应用于其他如农业机械、家电、化工、烟草、仓储物流、摩托车、食品、医药、冶金、建材等众多行业领域, 但如果公司不能有效地进行业务拓展, 则会造成对汽车、工程机械行业的发展过于依赖的风险。
- 存货风险。近三年及一期, 公司存货余额分别为 6,714.64 万元、8,779.03 万元、9,063.55 万元和 9,540.40 万元, 占相应期末流动资产的比例分别为 49.62%、49.41%、44.13%和 37.66%。虽然公司采用了按订单生产的模式, 但随着公司业务规模逐步扩大, 存货占用公司营运资金可能会进一步增加, 从而对公司的生产经营产生一定的负面影响。
- 原材料价格变动风险。公司的主要原材料包括钢材和外购件, 受外围经济环境的影响, 近三年主要原材料的采购价格波动幅度较大, 如果未来主要原材料价格发生大幅波动而公司未采取有效措施予以应对, 则会对公司的业绩带来不利影响。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	万元	模型更新时间	2011-10-26		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						成长性					
营业收入	11,384.2	19,442.3	29,084.5	39,834.5	48,987.7	营业收入增长率	39.5%	70.8%	49.6%	37.0%	23.0%
减: 营业成本	7,694.0	12,531.2	18,711.0	25,747.1	31,826.0	营业利润增长率	135.6%	146.2%	60.5%	38.8%	21.3%
营业税费	51.8	203.7	197.9	289.9	401.0	净利润增长率	94.6%	128.8%	52.7%	38.8%	21.3%
销售费用	689.4	982.3	1,308.8	1,712.9	2,057.5	EBITDA 增长率	100.2%	124.9%	54.8%	39.8%	22.7%
管理费用	939.1	1,627.1	2,472.2	3,326.2	4,041.5	EBIT 增长率	115.3%	134.3%	51.9%	37.0%	21.7%
财务费用	131.8	110.4	-185.6	-378.0	-418.3	NOPLAT 增长率	82.4%	117.7%	44.0%	36.9%	21.8%
资产减值损失	212.9	-111.5	-	-	-	投资资本增长率	58.0%	121.6%	79.1%	80.0%	2.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	64.3%	144.2%	431.4%	14.6%	15.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-						
营业利润	1,665.2	4,099.2	6,580.3	9,136.5	11,080.2	利润率					
加: 营业外净收支	234.8	191.3	1.0	-1.0	1.0	毛利率	32.4%	35.5%	35.7%	35.4%	35.0%
利润总额	1,900.0	4,290.5	6,581.3	9,135.5	11,081.2	营业利润率	14.6%	21.1%	22.6%	22.9%	22.6%
减: 所得税	298.4	626.5	987.2	1,370.3	1,662.2	净利润率	14.1%	18.8%	19.2%	19.5%	19.2%
净利润	1,601.6	3,664.0	5,594.1	7,765.1	9,419.0	EBITDA/ 营业收入	17.1%	22.5%	23.2%	23.7%	23.7%
资产负债表						EBIT/ 营业收入	15.8%	21.7%	22.0%	22.0%	21.8%
						运营效率					
货币资金	1,409.0	1,700.8	39,112.0	31,219.0	40,827.0	固定资产周转天数	39	57	65	72	86
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	51	71	108	127	120
应收帐款	5,151.5	4,931.5	11,791.4	14,759.7	16,812.5	流动资产周转天数	495	355	606	717	670
应收票据	1,094.3	2,269.8	2,961.2	4,178.5	5,281.8	应收帐款周转天数	112	76	85	95	94
预付帐款	1,333.4	2,571.8	4,618.8	6,486.6	9,465.2	存货周转天数	245	165	173	197	196
存货	8,779.0	9,063.6	18,933.3	24,684.5	28,578.6	总资产周转天数	583	439	695	841	814
其他流动资产	-0.0	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	投资资本周转天数	129	148	191	250	264
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	39.1%	36.7%	10.5%	12.8%	13.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	7.7%	13.8%	6.5%	7.7%	7.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	55.0%	75.8%	49.2%	37.7%	25.5%
固定资产	1,204.8	4,901.6	5,634.9	10,229.3	13,249.0	费用率					
在建工程	720.4	-	1,555.2	7,835.5	5,843.7	销售费用率	6.1%	5.1%	4.5%	4.3%	4.2%
无形资产	969.6	1,034.3	965.4	901.2	841.2	管理费用率	8.2%	8.4%	8.5%	8.4%	8.3%
其他非流动资产	127.5	138.4	131.1	135.7	136.7	财务费用率	1.2%	0.6%	-0.6%	-0.9%	-0.9%
资产总额	20,789.6	26,611.7	85,703.4	100,430.1	121,035.7	三费/营业收入	15.5%	14.0%	12.4%	11.7%	11.6%
短期债务	1,000.0	1,050.0	2,900.0	2,000.0	2,000.0	偿债能力					
应付帐款	2,128.4	2,126.1	4,554.8	5,919.5	6,821.4	资产负债率	80.3%	62.5%	38.1%	40.0%	42.3%
应付票据	-	-	435.2	199.6	329.0	负债权益比	408.2%	166.4%	61.6%	66.7%	73.3%
其他流动负债	11,958.5	11,299.5	23,632.7	30,991.5	40,434.1	流动比率	1.18	1.27	2.41	2.04	2.00
长期借款	1,300.0	-	-	-	-	速动比率	0.60	0.71	1.82	1.42	1.43
其他非流动负债	311.7	446.7	623.2	748.9	891.5	利息保障倍数	13.63	38.14	-34.45	-23.17	-25.49
负债总额	16,698.6	16,622.2	32,712.6	40,615.1	51,483.5	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS (元)	-	-	-	-	-
股本	200.0	4,500.0	6,000.0	6,000.0	6,000.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	3,891.0	5,489.5	47,083.6	54,848.8	64,267.7	股息收益率	-	-	-	-	-
股东权益	4,091.0	9,989.5	53,083.6	60,848.8	70,267.7	业绩和估值指标					
现金流量表						2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	1,601.6	3,664.0	5,594.1	7,765.1	9,419.0	EPS (元)	0.36	0.81	0.93	1.29	1.57
加: 折旧和摊销	145.5	158.2	367.4	693.7	936.1	BVPS (元)	0.91	2.22	8.85	10.14	11.71
资产减值准备	212.9	-111.5	-	-	-	PE (X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB (X)	-	-	-	-	-
财务费用	130.9	138.7	-185.6	-378.0	-418.3	P/FCF	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-1,606.9	-2,755.3	-4,082.0	-3,195.7	586.8	CAGR (%)	69.3%	37.0%	22.8%	15.5%	10.0%
经营活动产生现金流量	484.0	959.1	1,693.9	4,885.1	10,523.5	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-621.9	-4,352.0	-2,592.1	-1,904.1	-1,904.1	ROIC/WACC	10.6	14.6	9.5	7.3	4.9
融资活动产生现金流量	910.2	3,684.6	38,402.3	-333.1	670.2	REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

王书伟，机械行业分析师，主要负责工程机械、基础件、及工业制冷与空调设备等行业的分析研究；华东师范大学经济学硕士，3年证券行业研究经验，2011年加入安信证券研究中心。

张仲杰，机械行业高级分析师，工程师，经济学硕士，曾获2008年《新财富》最佳分析师评选机械行业小组第一名，9年机械行业工作经验，10年证券从业经历，2009年8月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

王书伟、张仲杰分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
 B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	周蓉	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034