

宝馨科技（002514）：精密数控钣金专家

机械/通用机械

合理价格区间：18.25 元-21.9 元

报告日期：2010 年 11 月 18 日

主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	172	255	313	389
(+/-)	13.3%	48.3%	22.6%	24.3%
营业利润	38	58	69	84
(+/-)	35.0%	54.3%	18.0%	22.0%
归属于母公司 的净利润	32	50	59	71
(+/-)	0.1%	55.4%	18.0%	22.0%
每股收益（元）	0.63	0.73	0.86	1.05

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2010.11.22/待定
发行后总股本（万股）	6800
发行股数（万股）	1700
发行价格（元）	23.00
发行市盈率（倍）	48.94
发行动态市盈率（倍）	31.5
行业滚动市盈率（倍）	-
第一大股东	萨摩亚广讯
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	68.63/51.47%
发行前每股净资产（元）	2.69
发行前资产负债率	42.24 %

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

天相机械研究组

联系人：天相机械研究组

hesy@txsec.com 021-58824282-803

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 发行前公司股本为5100万股，本次拟公开发行不超过1700万股，占发行后股本总额的25%。发行后萨摩亚广讯有限公司持有公司51.47%的股份，是公司的控股股东。叶云宙夫妇是实际控制人。
- **精密数控钣金专家。**公司专注于运用数控钣金技术，研发、设计、生产、销售工业级数控钣金结构产品，主要为世界知名企业提供服务。公司的工业级数控钣金件主要用于电力设备、金融设备、新能源设备、医疗设备和通讯设备。公司业务以电力设备数控钣金件为主，逐步向金融、新能源、医疗和通讯领域拓展，从增长趋势来看新能源设备将是新的增长点。
- **定制化业务模式锁定供货权，研发能力成为关键。**根据数控钣金行业特点，公司采取定制化业务模式，根据客户每个产品的特定需求，提供“量身定制”的差异化产品和服务。依靠研发能力锁定供货权。通过融入客户供应链维持长期稳定的供货关系。
- **优质稳定客户资源。**公司主要客户均是国际一流企业，其中APC为公司最重要的战略客户，占收入的50%以上。优秀客户有以下优势：（1）保证公司业务稳定持续；（2）带来新的高端客户业务机会（3）提升公司专业能力和技术水平（4）促进公司改进经营管理。
- **募股资金投向分析。**本次募集资金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，项目投资总额为2.04亿元，公司本次拟使用募集资金1.91亿元。数控钣金结构件扩建项目建设期2年，预计3年完全达产，新增数控钣金件生产能力400万件，新增收入2亿元；研发检测中心建设期一年。研发检测中心的建设将提高公司产品研发能力，同时也有利于公司吸引和培养核心技术人才，保持公司在技术上的领先优势。
- **盈利预测及估值。**我们预计公司2010-2012年EPS分别为0.73元、0.86元、1.05元。综合考虑可比公司平均估值水平，我们认为公司2010年动态市盈率在25-30倍较为合理，对应的合理价格区间18.25元-21.9元。



正文目录

1. 公司概况	4
1.1 公司基本情况	4
1.2 公司股本结构	5
1.3 公司主营业务构成状况	6
2. 行业分析	7
2.1 数控钣金结构件行业基本情况	7
2.1.1 数控钣金结构件行业发展迅速	7
2.1.2 数控钣金结构件行业的特点	8
2.2 公司数控钣金结构件主要下游行业发展前景分析	8
2.2.1 数控钣金结构件在电力设备领域的发展前景	8
2.2.2 数控钣金结构件在通信设备领域的发展前景	9
2.2.3 数控钣金结构件在金融设备领域的发展前景	10
2.2.4 数控钣金结构件在医疗设备领域的发展前景	10
2.2.5 数控钣金结构件在新能源设备领域的发展前景	10
3. 公司竞争力分析	11
3.1 公司的发展战略——全国最大的数控钣金制造服务商	11
3.2 公司的竞争优势	11
3.2.1 公司采用定制化业务的商业模式——核心是研发设计。	11
3.2.2 依托供应链建立稳定合作关系	12
3.2.3 优质、稳定客户资源	13
4. 募集资金项目分析	15
5. 盈利预测与估值分析	15
5.1 盈利预测假设	15
5.2 估值——合理价格区间：18.25 元-21.9 元	17
6. 风险揭示	18



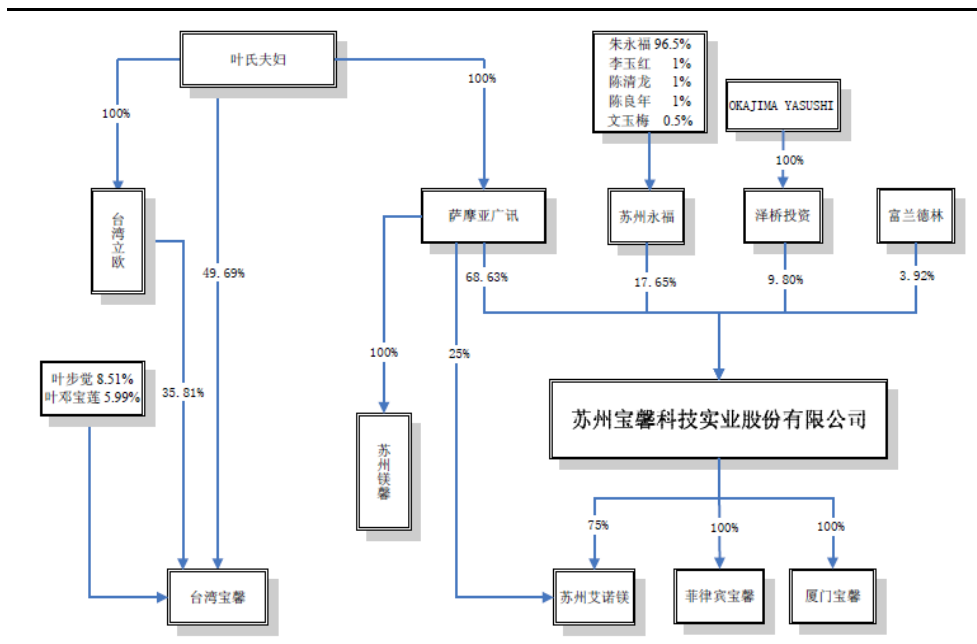
图表目录

图表 1	公司产品的主要服务领域及公司主要客户	4
图表 2	公司产品主要服务领域示例	4
图表 3	发行前股权结构	5
图表 4	发行前后股本结构对比	5
图表 5	公司历年收入构成	6
图表 6	公司主要产品历年毛利率	6
图表 7	公司 2010 年上半年收入的构成	6
图表 8	2010 年上半年公司毛利的构成	6
图表 9	公司产品主要销售的国家和地区	7
图表 10	历年出口收入（万元）	7
图表 11	金属结构件产值及外包情况（亿元）	7
图表 12	精密钣金在外包金属结构件产值中的占比情况（亿元）	8
图表 13	中国 UPS 销售情况	9
图表 14	中国机房产品市场规模及增长情况	9
图表 15	中国风电累计装机容量（兆瓦）	11
图表 16	中国风电新增装机容量（兆瓦）	11
图表 17	公司的发展战略	11
图表 18	公司的业务模式	12
图表 19	供应链关系同一般订单关系的比较	12
图表 20	公司主要客户	14
图表 21	2009 年公司前五大客户销售占比情况	14
图表 22	募投项目概况（万元）	15
图表 23	数控钣金技改项目达产时间表	15
图表 24	主要产品销售收入假设	16
图表 25	宝馨科技（002514）盈利预测表	17
图表 26	可比上市公司估值指标（2010 年 11 月 16 日收盘价）	18

1.2 公司股本结构

发行前，叶云宙夫妇通过全资投资公司萨摩亚广讯有限公司持有公司68.63%的股份，是公司的控股股东，实际控制人。管理层通过苏州永福投资有限公司持有公司17.65%的股份。英属维尔京群岛泽桥投资有限公司持有公司9.8%的股份，富兰德林咨询（上海）有限公司3.92%股份。公司股权结构较为合理。

图表 3 发行前股权结构



资料来源：招股说明书，天相投顾

发行前，公司总股本为5100万股，本次拟公开发行不超过1700万股，占发行后股本总额不超过25%。发行后萨摩亚广讯有限公司持有公司51.47%的股份，是公司的控股股东。叶云宙夫妇是实际控制人。叶云宙夫妇通过萨摩亚广讯有限公司及管理层通过苏州永福投资有限公司所持股份的锁定期为36个月。英属维尔京群岛泽桥投资有限公司，富兰德林咨询（上海）有限公司所持股份的锁定期为12个月。

图表 4 发行前后股本结构对比

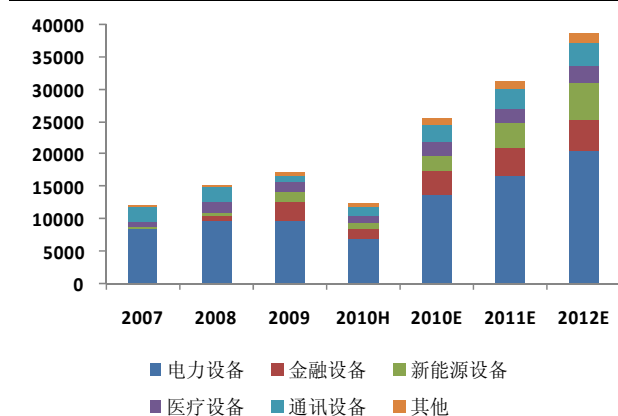
序号	股东	发行前		发行后		锁定期
		持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例	
1	萨摩亚广讯有限公司	3,500	68.63%	3,500	51.47%	36 个月
2	苏州永福投资有限公司	900	17.65%	900	13.24%	36 个月
3	英属维尔京群岛泽桥投资有限公司	500	9.80%	500	7.35%	12 个月
4	富兰德林咨询（上海）有限公司	200	3.92%	200	2.94%	12 个月
6	此次发行	-	-	1700	25.00%	
	合 计	5,100	100%	6,800	100%	

资料来源：招股说明书；天相投顾整理

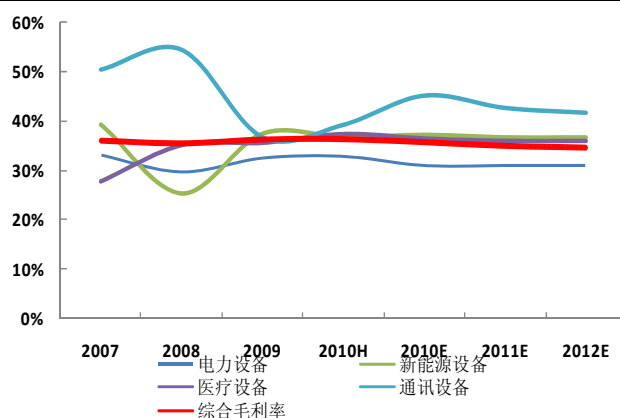
1.3 公司主营业务构成状况

公司的工业级数控钣金件主要用于电力设备、金融设备、新能源设备、医疗设备和通讯设备。公司业务以电力设备数控钣金件为主，逐步向金融、新能源、医疗和通讯领域拓展，从增长趋势来看新能源设备将是新的增长点。具体来说，产品主要用于不间断电源（UPS）、网络关键物理基础设施（NCPI）、通信基站、服务器、医疗消毒设备和影像设备、ATM、新能源汽车电池、风力发电变频器等。公司采用成本加合理利润的定价方式，综合毛利率一直稳定保持在35%以上的水平。

图表 5 公司历年收入构成



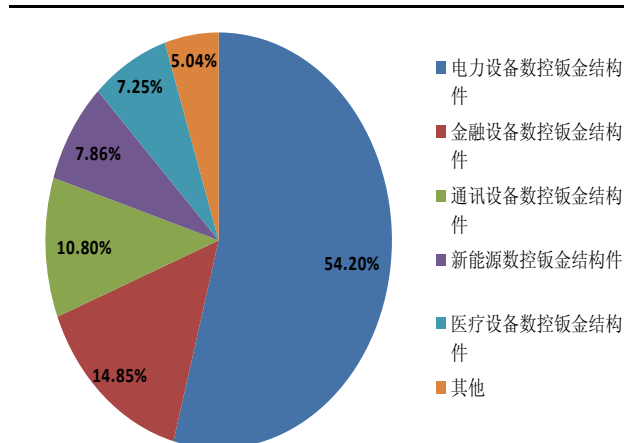
图表 6 公司主要产品历年毛利率



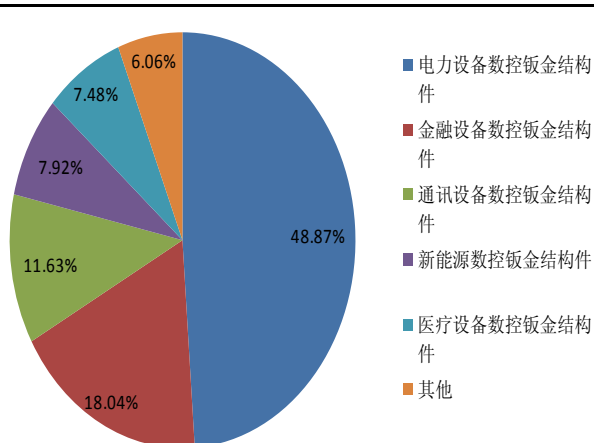
资料来源：招股说明书，天相投顾整理

从2010年上半的销售情况看，电力设备数控钣金件是公司收入最主要的来源，占收入的54.2%，金融设备、通讯设备、新能源设备、医疗设备数控钣金件分别占收入的14.85%，10.8%，7.86%和7.25%。从毛利构成来看，分别占毛利的48.87%，18.04%，11.63%和7.92%。

图表 7 公司 2010 年上半年收入的构成



图表 8 2010 年上半年公司毛利的构成



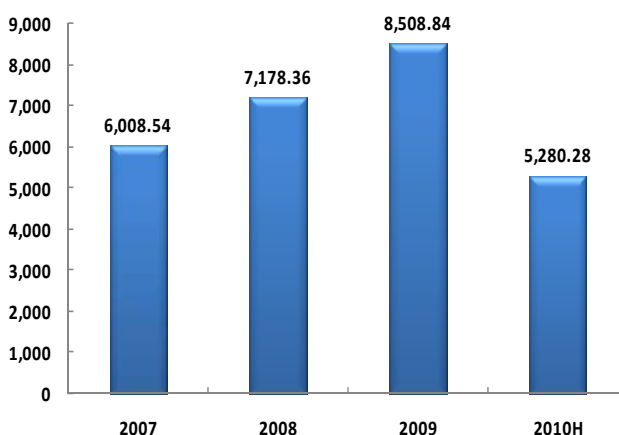
资料来源：招股说明书，天相投顾整理

产品远销欧洲、美洲、东南亚等地，销售区域涉及十几个国家和地区。2007年度至2010年1-6月，公司出口销售收入分别为6,008.54万元、7,178.36万元、8,508.84万元、5,280.28万元，分别占当期营业收入的49.94%、47.30%、49.47%、42.36%。

图表 9 公司产品主要销售的国家和地区



图表 10 历年出口收入（万元）



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

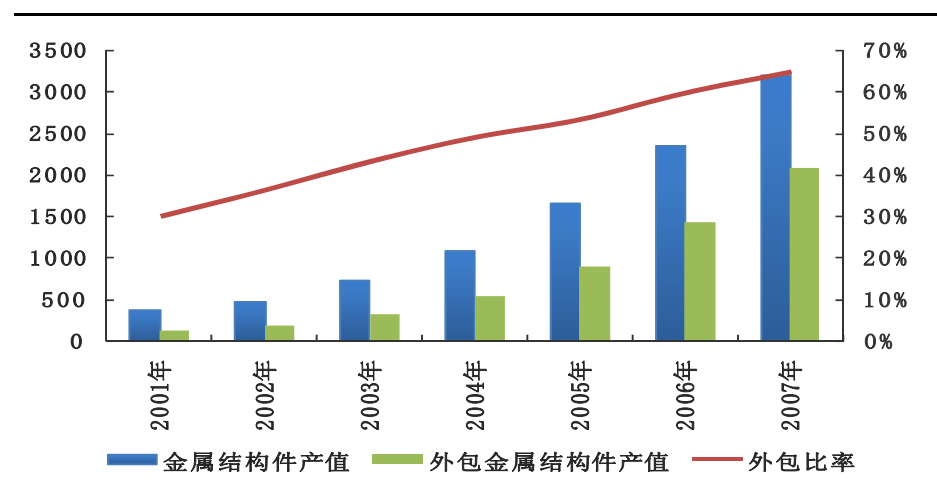
2. 行业分析

2.1 数控钣金结构件行业基本情况

2.1.1 数控钣金结构件行业发展迅速

随着全球范围的经济扩张和产业调整，自上世纪80年代以来全球制造业加快向亚洲、拉美等新兴市场转移，目前，中国已经成为世界制造业的重要基地。精密金属制造行业在工业生产总值中的比重也逐年提高。权威数据统计，外包给精密金属制造行业加工的金属结构件产值从2001年的371.7亿元增长至2007年的3196.2亿元，年复合增长率为35.98%。

图表 11 金属结构件产值及外包情况（亿元）



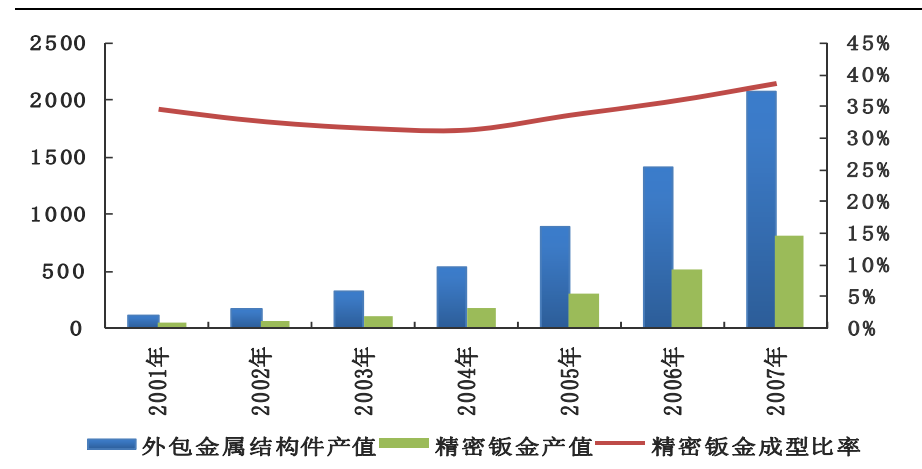
资料来源：招股说明书，天相投顾整理

精密钣金制造在通讯设备、精密机床、汽车、飞机制造等行业有着广泛的运用，是重大技术装备制造的关键技术之一，随着工业进步和产业升级，精密钣金在外包金属结构件产值中的占比正逐步提升，整个金属结构件行业的情况，一定程度反应了数



控钣金结构件的发展情况。

图表 12 精密钣金在外包金属结构件产值中的占比情况（亿元）



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

2.1.2 数控钣金结构件行业的特点

（1）产品具有定制化、多品种、小批量的特征

数控钣金行业运用数控技术和数控设备，完成产品的制造加工。与冲压相比，数控钣金适合于多品种、小批量的定制化非标准产品，在大批量产品领域，不具经济性。源于此，在数控钣金行业，产品具有定制化、多品种、小批量的特征。

（2）产品的交货期要求严格

由于数控钣金结构产品为客户终端产品的必备件，且多为定制化非标准产品，一般一个下游客户仅有少数数控钣金结构产品供应商。若供应商不能如期交货，将直接影响客户生产线的正常运行。因此，客户对数控钣金结构产品的交货期要求非常严格，并将如期交货能力作为选择供应商的重要考虑因素。

（3）生产设备能够灵活生产不同规格和形状的产品

行业内企业主要运用数控设备进行制造加工。相比冲压需要开发不同的模具以生产不同形状的产品，数控钣金企业仅需编制不同的数控程式，即可利用同样的数控设备，加工不同规格、形状的产品。数控钣金加工的灵活性较好。

（4）企业的服务领域相对稳定

数控钣金结构产品的应用领域很广泛，不同的下游应用行业对原材料、结构设计、加工制造技术等方面的要求存在差异，对技术人员与生产人员的操作要求也有不同的侧重。为了发挥竞争优势，行业内企业的服务领域相对稳定。例如，本公司就专注于金属薄板（通常原材料厚度小于6mm）的工业级产品服务领域。

2.2 公司数控钣金结构件主要下游行业发展前景分析

2.2.1 数控钣金结构件在电力设备领域的发展前景

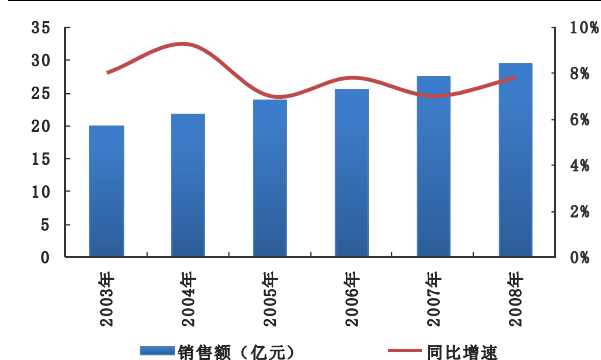
随着信息化建设的持续深入，电力用户对电力可靠性和节能性的要求逐渐提

高，银行、证券、通信、政府等行业部门的机房，对UPS 和NCPI 产品的需求量较大。

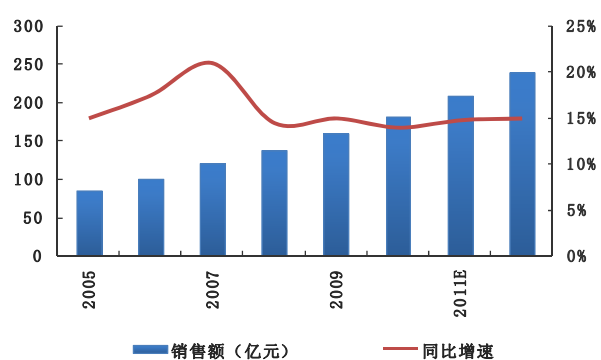
根据IMS的报告，2008年UPS 全球的市场容量约80亿美元，2008年上半年保持了14%的增长速度，其中欧洲、中东、非洲（EMEA）、亚洲增长较快，而美国继续保持个位数的增长。受金融危机的影响，2008年下半年和2009年上半年全球UPS的市场需求存在一定程度的下滑，但是，2009年三季度以来，全球UPS的市场需求回暖较为明显，2009年第四季度增长超过10%，预计2010年全球UPS市场将继续复苏。

随着信息技术的不断发展，机房安全性和可用性的要求不断提高，机房产品市场不断增长，使得作为机房产品重要组成部分的NCPI 也得到了较好的发展。根据公司估算，每年全球UPS和NCPI对数控钣金产品的需求规模在10亿美元以上。

图表 13 中国 UPS 销售情况



图表 14 中国机房产品市场规模及增长情况



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

2.2.2 数控钣金结构件在通信设备领域的发展前景

信息技术的发展，移动通信技术和互联网技术应用的普及，移动用户和网民数量持续增加，促进了全球范围内的IT 投资，对通讯设备的需求量不断增加。《电子信息产业调整和振兴规划》中明确提出加快第三代移动通信网络、下一代互联网和宽带光纤接入网建设，开发适应新一代移动通信网络特点和移动互联网需求的新业务、新应用，带动系统和终端产品的升级换代。

2009 年，全球服务器出货量为190万台，同比增长1.9%，全球服务器工厂收入达130亿美元，2009 年我国通用服务器市场稳健增长，总销售量为70.27万台，比2008 年增长了3.7%。

我国服务器市场进入稳定增长阶段，信息化建设是我国服务器市场增长的直接动力。随着我国信息化带动工业化进程的不断推进，以政府、金融、电信等为代表的重点行业部门对IT 产品与服务的需求持续增长。服务器整体市场增长的主要动力来自于以下四个方面：一是国家宏观经济发展良好；二是电子政务步入快车道，各地政府信息化建设投入不断增加；三是中小企业市场信息化步伐加快，IT 应用投资规模不断升级；四是3G、下一代互联网、宽带、网络电视等应用正在兴起。从各行业发展情况看，电信行业受金融危机影响相对较小，仍保持较快速度增长，三家运营商的3G投资建设不断深入展开，互联网市场的高速发展带来国内电信增值业务的繁荣，成为服务器市场增量的强大动力。

早在2000年，国内服务器厂商就纷纷针对用户的不同需求，推出定制化的个性化服务器产品，满足用户的不同应用需求，个性化的服务器产品市场迅速增长并成为服务器市场最具活力和创新的市场。服务器市场，尤其是定制化服务器市场的发展将使得该领域对数控钣金结构件的需求大大增加。

2.2.3 数控钣金结构件在金融设备领域的发展前景

银行业的自助服务给银行客户带来了很大的便利，自助服务银行得到了较快的发展，ATM作为自助服务银行最主要的设备，需求量呈现较快增长的趋势。RBR的数据显示，按照出货量计算，2007年全球ATM市场的增长率为6.2%，高于2006年的5.7%。RBR 报告显示，2008 年全球ATM 保有量已达到180万台，预计到2013年，全球ATM保有量将达250 万台左右，复合增长率达6.79%。

中国银行业协会发布的《2009年度银行业服务改进情况报告》显示，各银行业金融机构继续增加自助设施的投放，主要包括存款机、取款机、存取款一体机、存折补登机、查询机等自助设施，据不完全统计，2009年末全国银行业金融机构自助银行总量达到46,232个，比年初增加32%，中国银行业各金融机构共增加各类自助设施350,044 台，到2009年末，全行业共有1,003,103台自助设施投入运行。根据中国人民银行发布的中国支付体系发展报告，2009年末，我国联网的ATM数量达到21.49万台，比2008 年增长了28.30%，预计今后几年我国的ATM数量仍将保持较快增长。

2.2.4 数控钣金结构件在医疗设备领域的发展前景

2008年，全球医疗器械市场总销售额约3,360亿美元，比2007年的3,000亿美元增长了12%，医疗器械市场增长较快。全球医疗器械产品销售额合计约占世界医药市场总销售额的50%，前者的增长率高于后者。世界排名前25位的医疗器械公司的销售额合计占全球医疗器械总销售额的60%，而其他的数万家医疗器械公司的销售额合计只占40%的份额。由此可见，医疗器械产业市场集中度较高。

我国有大约13,000家医疗器械企业，多数规模较小，医疗器械行业整体发展水平较低，我国医疗器械行业过去8 年收入年复合增长率达29%，但在全球市场的占比仍不足5%。国家发改委数据显示，2009年，我国医疗设备及仪器仪表制造业总产值达到4,372.28 亿元，同比增长10.09%。2009 年12 月份单月增长幅度较高，同比增长26.45%，总产值达509.53 亿元，预计我国医疗设备及仪器仪表制造业将继续保持增长。

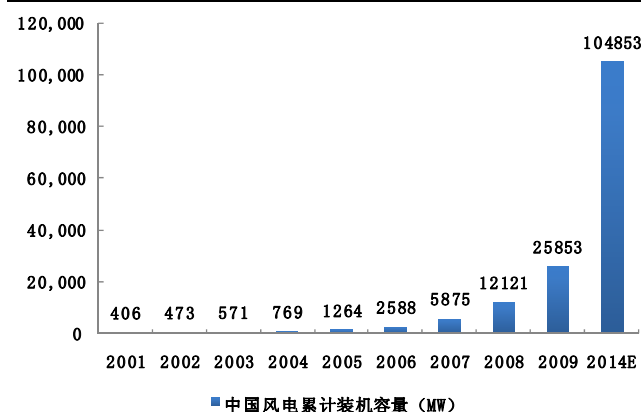
IMS的研究报告指出：中国医疗影像设备市场规模在2012年将会达到164亿元，整个中国医疗影像设备市场的复合增长率在11%以上。我国医疗卫生支出的不断增加，将会直接促进对医疗器械产品的需求，医疗器械产品可观的发展前景，将带动数控钣金结构件行业的发展。

2.2.5 数控钣金结构件在新能源设备领域的发展前景

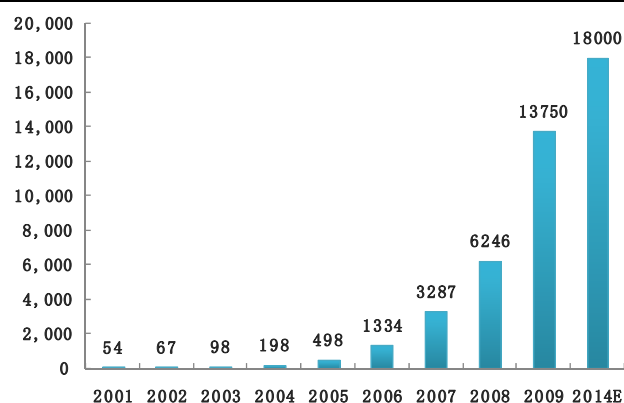
根据BTM预计，中国在2014年累计装机容量较2009年增长4倍以上，年复合增长率32.3%。中国风能协会预计到2020年中国风电累计装机容量达247.8吉瓦，较2009年增长10倍，年复合增长率22.8%。事实上中国风电的扩容速度常常超出市场的普遍预期。风力发电量的增加将有助于风力发电设备的市场发展，对数控钣金结构件的需求也会随之增加，公司在该领域有着广阔的发展前景。

新能源行业的广阔发展前景将给公司发展带来良好的利润增长点。

图表 15 中国风电累计装机容量（兆瓦）



图表 16 中国风电新增装机容量（兆瓦）



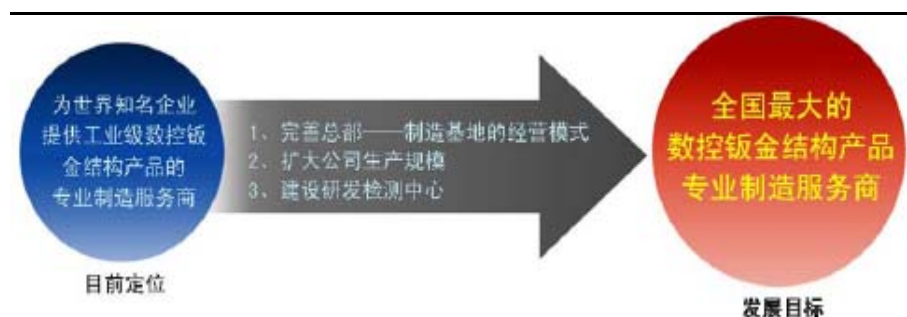
资料来源：招股说明书，天相投顾整理

3. 公司竞争力分析

3.1 公司的发展战略——全国最大的数控钣金制造服务商

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。通过完善总部——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，建设研发检测中心，增强公司研发能力，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。

图表 17 公司的发展战略



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

3.2 公司的竞争优势

3.2.1 公司采用定制化业务的商业模式——核心是研发设计。

公司采取定制化业务模式，根据客户每个产品的特定需求，提供“量身定制”的差异化产品和服务。公司为客户配套提供产品结构方面涉及的结构设计、样品开发、结构性能测试、结构件制造、结构组装、售后维护等全方位综合服务。

该业务模式的先决条件是公司必须通过客户的供应商资格认证，通过客户的供应商资格认证后，为了取得某个产品的供货权，公司还需要通过客户对该产品的认证。公司利用自身的研发实力，通过深度介入客户的研发设计，在结构设计、样品开发、

结构性能测试环节与客户进行全面合作，进而锁定产品供货权。因为产品开发成功后，如果客户选择其他的供应商，则需要重新进行产品认证，不但耗费很大的人力和成本，也会耗费很长时间，耽误产品的市场投放时机。

图表 18 公司的业务模式



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

定制化业务的核心是研发设计能力。公司现有技术人员 157 名，占员工总数的 24.2%，具体负责产品研发设计的部门为工程部。公司始终密切关注数控钣金结构件产品市场动向和客户的需求，不断完善公司的研发设计管理体系，通过加大研发设计的资金投入和培养多层次研发技术人员等方式，提高了公司的技术开发和创新能力。

公司除了重视自主技术开发外，还根据数控钣金行业的特点，非常重视与客户，尤其是核心客户的技术合作。在产品的研发阶段，公司就与客户的相关技术部门紧密合作，在产品的设计、样品开发、生产流程优化等方面进行紧密合作。报告期内，公司与客户已合作开发了120多个项目近4,000个零部件产品。2007年至2010年1-6月，公司样品开发的数量分别为1,012个、925个、3,500个和2,060个。

3.2.2 依托供应链建立稳定合作关系

公司的主要客户均为世界知名企业，这些企业普遍建立了现代化的供应链管理体系。公司采取进入客户供应链系统，与客户结成长期稳固的战略合作关系，实现有别于一般订单型企业的业务模式。公司采取与客户建立供应链合作关系的业务模式，一方面，公司与客户业务关系相对稳固，另一方面，也对公司的研发设计和稳定量产等方面提出了更严格的要求。

图表 19 供应链关系同一般订单关系的比较

项目	供应链关系	一般订单关系
门槛	较高。供方需要通过长时间的严格认证，且定期被评级，出现严重问题将被解除供应链关系。	较低。供方无需通过长期、严格的供应商资格认证。
约束力	约束力较强。供方与需方建立供应链关系即承担了一种责任，须在需方有需求的情况下确保按照其要求供货，保证质量和效率，否则将会受到罚款、解除供应链关系等制裁。	约束力较弱。不存在解除供应链关系等方面的压力。
供方权限	较大。与需方建立不同级别供应链关系的供方有权看到相应范围的需方信息，可根据需方动向及时、快速地做出配合反应。部分供应商可参与需方的研发设计环节。	较小。仅根据单次供货合同进行生产安排。
稳固性	关系长期、稳固。是一种战略合作的组织形式。	关系相对不稳定。
竞争强度	竞争主要在通过认证的供应商之间进行，竞争要素为研发设计能力、供货速度以及价格。	竞争相对激烈，竞争要素主要为价格。

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

3.2.3 优质、稳定客户资源

公司定位于为世界知名企业客户服务并在客户中享有良好声誉，是自身综合实力的体现，同时，也是参与市场竞争的重要优势：首先，保证公司业务稳定持续。公司所主要服务的客户均为各自行业的世界龙头企业，普遍具有较长的发展历史、稳固的市场地位、雄厚的资本实力和可观的经营业绩，其业务规模庞大，发展前景稳定，相对应必备的数控钣金结构件的需求规模也较为庞大，且具有稳定性和持续性。

其次，带来新的高端客户业务机会。世界知名企业在选择供应商时，较之价格因素，更注重供应商的能力及声誉，倾向于在具有可考历史业绩和在世界知名企业中有良好口碑的供应商中选择。公司以稳定的产品质量、可靠的交期保证以及较强的设计开发能力在客户中获得普遍认可，良好口碑的传播为公司带来过多个客户。因此，公司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。

第三，提升公司专业能力和技术水平。与公司建立合作关系的各企业客户均为其所在行业的领先企业，其产品种类多、更新换代快，对所生产产品的质量、性能、外观等方面追求精益求精，对包括结构件在内的产品各部分研发投入力度较大、研发水平较高。公司致力于从设计开发阶段即与客户展开深度合作，在较长的时间内与客户的产品研发人员共同探索客户产品的最佳调整方案及结构件的最优设计方案，因此，可通过该过程不断提升自身的专业能力和技术水平。例如，公司对APC 提供服务过程中，就曾多次与APC 丹麦、美国等地的研发中心进行合作。

第四，促进公司改进经营管理。在与世界知名企业的合作过程中，公司通过学习和借鉴客户在生产运营、成本控制、业务开发、发展规划等方面的管理经验，有效提升了运营效率和经营管理水平。



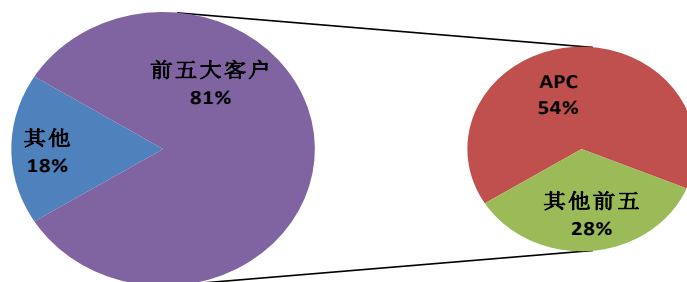
图表 20 公司主要客户



资料来源：招股说明书，天相投顾整理

2007年度至2010年1-6月，公司对前五名客户销售额合计占公司当期营业收入的比例分别为86.03%、79.03%、82.17%、76.80%，对APC的销售额占公司当期营业收入的61.29%、58.43%、53.59%、50.34%。公司的客户相对集中，其中APC为公司最重要的战略客户。

图表 21 2009 年公司前五大客户销售占比情况



资料来源：招股说明书，天相投顾整理



4. 募集资金项目分析

本次募集资金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，项目投资总额为20,425.00万元，其中土地使用权出让金1,282.00万元已由公司自有资金支付，因此，公司本次拟使用募集资金19,143.00万元用于项目建设。

以2008年的产品结构情况、产量、产能利用率等资料为参考，在假设公司产品结构不发生较大变化的情况下，根据募集资金投资项目的设备投入情况，计算出数控钣金结构件生产线扩建项目的产能约为400万件，营业收入约2亿元。

数控钣金结构件生产线扩建项目计算期为11年，其中建设期2年（含1年建设经营期），生产经营期9年，计算期第4年起为正常生产年。根据拟购置设备的实际情况，本项目达产年的生产能力为年产数控钣金结构件400万件。具体产能释放见下表。

研发检测中心新建项目拟投资的2,021.10万元中约有1,547.70万元用于固定资产投资，此部分投资将不会增加公司的产能。研发检测中心的建设将提高公司产品研发能力，同时也有利于公司吸引和培养核心技术人才，保持公司在技术上的领先优势。

图表 22 募投项目概况（万元）

项目	总投资	第一年	第二年	第三年	第四年	建设期
数控钣金结构件 生产线扩建项目	18,403.90	12,158.80	4,756.40	637.9	850.8	24个月
研发检测中心新 建项目	2021.10	2021.10				12个月
合计	20,425.00	14,179.90	4,756.40	637.9	850.8	

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

图表 23 数控钣金技改项目达产时间表

产品名称	计算期第2年产能	计算期第3年产能	计算期第4至11年产能
数控钣金结构件（万件）	120	240	400
达产率	30%	60%	100%

资料来源：招股说明书，天相投顾整理

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测假设

假设条件一：公司募投项目按照规划进度，2012年生产负荷达到30%，2013年生产负荷达到60%，2014年完全达产。

假设条件二：公司的管理水平不断提高，各项费用率相对保持稳定，预计未来三年销售费用率维持在1.6%、1.6%、1.6%，管理费用率分别为10%、10%、10%。

假设条件三：国家相关的税收政策，产业政策在未来几年内不会有大幅变动，公司采用实际税率为：15%。

假设条件四：按照公司 IPO 后 6800 万股总股本进行测算

图表 24 主要产品销售收入假设

	2009	2010H	2010E	2011E	2012E
电力设备数控钣金结构件					
销售收入（万元）	9827.77	6756.56	13758.88	16785.83	20478.71
增速	0.20%	-	40.00%	22.00%	22.00%
销售成本（万元）	6,646.05	4,548.15	9,493.62	11,582.22	14,130.31
毛利率	32.37%	32.69%	31.00%	31.00%	31.00%
金融设备数控钣金结构件					
销售收入（万元）	2678.83	1850.69	3750.36	4125.40	4950.47
增速	300.24%	-	40.00%	10.00%	20.00%
销售成本（万元）	1,423.69	1,035.68	2,175.21	2,475.24	3,094.05
毛利率	46.85%	44.04%	42.00%	40.00%	37.50%
新能源数控钣金结构件					
销售收入（万元）	1778.37	979.81	2400.79	3841.27	5761.91
增速	296.34%	-	35.00%	60.00%	50.00%
销售成本（万元）	1,116.23	621.97	1,512.50	2,439.21	3,658.81
毛利率	37.23%	36.52%	37.00%	36.50%	36.50%
医疗设备数控钣金结构件					
销售收入（万元）	1442.71	903.93	1947.66	2239.81	2575.78
增速	-8.72%	-	35.00%	15.00%	15.00%
销售成本（万元）	513.60	338.18	710.90	806.33	927.28
毛利率	35.60%	37.41%	36.50%	36.00%	36.00%
通讯设备数控钣金结构件					
销售收入（万元）	1047.40	1345.89	2723.23	3077.25	3538.84
增速	-56.62%	-	160.00%	13.00%	15.00%
销售成本（万元）	665.07	820.32	1,497.78	1,769.42	2,070.22
毛利率	36.50%	39.05%	45.00%	42.50%	41.50%
其他					
销售收入（万元）	423.70	628.66	932.14	1211.79	1575.32
增速	66.46%	-	120.00%	30.00%	30.00%
销售成本（万元）	202.96	354.93	531.32	702.84	913.69
毛利率	52.10%	43.54%	43.00%	42.00%	42.00%

资料来源：天相投顾

图表 25 宝馨科技（002514）盈利预测表

损益表输出					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	15,175	17,199	25,513	31,281	38,881
增长率(%)	26.12%	13.33%	48.34%	22.61%	24.29%
减：营业成本	9,817	10,983	16,447	20,402	25,516
毛利率(%)	35.31%	36.14%	35.53%	34.78%	34.38%
减：营业税金及附加	10	28	38	47	58
销售费用	488	438	408	501	622
管理费用	1,631	1,737	2,551	3,128	3,888
财务费用	127	109	153	250	311
期间费用	2,246	2,284	3,113	3,879	4,821
期间费用率(%)	14.80%	13.28%	12.20%	12.40%	12.40%
资产减值损失	301	120	77	63	78
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	2,802	3,783	5,838	6,891	8,408
增长率(%)	-7.55%	35.00%	54.33%	18.02%	22.02%
营业利润率(%)	18.47%	22.00%	22.88%	22.03%	21.63%
加：营业外收入	820	20	0	0	0
减：营业外支出	9	28	0	0	0
利润总额	3,613	3,775	5,838	6,891	8,408
增长率(%)	17.51%	4.48%	54.66%	18.02%	22.02%
利润率(%)	23.81%	21.95%	22.88%	22.03%	21.63%
减：所得税	430	571	876	1,034	1,261
实际税负比率(%)	11.9%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	3,183	3,204	4,963	5,857	7,147
归属母公司所有者净利润	3,191	3,194	4,963	5,857	7,147
增长率(%)	17.01%	0.09%	55.36%	18.02%	22.02%
净利润率(%)	21.03%	18.57%	19.45%	18.72%	18.38%
少数股东损益	-8	9	0	0	0
总股本	5,000	5,100	6,800	6,800	6,800
每股收益(元)	0.64	0.63	0.73	0.86	1.05
每股净资产(元)	2.14	2.18	2.26	3.12	4.18
净资产收益率(%)	31.85	30.63	32.24	27.56	25.17

资料来源：天相投顾

5.2 估值—合理价格区间：18.25 元-21.9 元

我们预计公司 2010 年-2012 年实现归属于母公司净利润分别为 4963 万元，5857 万元，7147 万元，按增发后总股本 6800 万股摊薄计算，对应的公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.73 元、0.86 元、1.05 元。

从主营产品接近程度来看，上市公司中中山精密和新朋股份的主营产品均是钣金件，但中山精密的钣金件是标准产品且涉足了 LED 业务，估值不具有可比性。新朋股



份业务相对接近。考虑到近期上市的创业板上市公司平均发行市盈率水平，我们认为公司 2010 年动态市盈率在 25-30 倍较为合理，对应的合理价格区间 18.25 元-21.9 元。

图表 26 可比上市公司估值指标（2010 年 11 月 16 日收盘价）

公司名称	代码	EPS				PE			
		2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E
新朋股份	2328	19.43	0.67	0.81	1.52	1.06	29	24	13
东山精密	2384	59.4	0.60	0.89	1.61	2.17	99	67	37
平均值							64	45	25

资料来源：天相投资分析系统

6. 风险揭示

客户集中风险：目前公司的规模较小，有必要集中有限的资源服务于少量重点客户。2007 年度至 2010 年 1-6 月，公司对前五名客户销售额合计占公司当期营业收入的比例分别为 86.03%、79.03%、82.17%、76.80%，对 APC 的销售额占公司当期营业收入的 61.29%、58.43%、53.59%、50.34%。公司的客户相对集中，其中 APC 为公司最重要的战略客户。如果公司与主要客户的合作出现问题，或者公司主要客户生产经营发生波动，将给公司的经营带来风险。

汇率风险：2007 年度至 2010 年 1-6 月，公司出口销售收入分别为 6,008.54 万元、7,178.36 万元、8,508.84 万元、5,280.28 万元，分别占当期营业收入的 49.94%、47.30%、49.47%、42.36%，出口销售收入的结算币种主要为美元。汇率的变化给公司的经营带来一定影响。

出口退税政策的风险：公司产品出口销售执行国家有关出口退税的“免、抵、退”政策。2007 年度至 2010 年 1-6 月，公司享受出口免抵退税金额分别为 820.54 万元、1,000.00 万元、1,376.37 万元、871.46 万元，占公司当期利润总额的比例分别为 26.69%、27.68%、36.46%、29.17%。

近年来，国家调整了部分商品的出口退税率。2007 年度至 2010 年 1-6 月，公司享受出口免抵退税金额占当期出口销售收入的比例分别为 13.66%、13.93%、16.18%和 16.50%，略有增长，公司经营未因出口退税政策调整受到重大影响。未来，国家可能进一步调整出口退税政策，如果公司产品的出口退税率被调低或取消，将可能对公司经营产生不利影响。

原材料价格波动的风险：2007 年度、2008 年度、2009 年度和 2010 年 1-6 月，公司生产耗用的原材料占当期主营业务成本的比例分别为 50.44%、60.47%、61.75%、63.19%。公司的主要原材料为板材，包括热镀锌板、铜板、电解板、冷轧板、不锈钢板等。报告期内，公司主要板材采购价格存在波动，进而对公司的生产经营产生一定的影响。



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

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，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：0755-83234800 邮编：518040