

工具行业空间巨大，公司具备高速成长预期

投资要点

- **国内刃量具行业综合实力最强企业之一。**公司专业从事现代高效刀具和量检具研发设计及生产制造。作为国内刃量具行业综合实力最强的企业之一，公司参与过多项国家标准的修制定，拥有省级高新技术研发中心，其技术创新团队被评为浙江省重点创新团队，其精密测量实验室被国防科工委确认为渐开线花键检测能力合格满意实验室。公司有十五个品种的产品先后通过国家和省市科技部门组织的成果鉴定，水平处于国际先进、国内领先地位。公司商标被评为浙江省名牌、著名商标和中国驰名商标。
- **工具行业可持续发展，市场需求稳步提升、数控机床开发不断提速及现代高效工具占有率逐年增长为公司发展带来新机遇。**经过多年的发展，我国已形成了颇具规模且相对完整的机床工具制造体系，具有一定的综合制造和配套能力，并成功跻身世界机床生产大国之列，为我国工具行业可持续发展奠定了基础。未来工具行业的发展将迎来新的机遇，下游装备制造业的扩张和升级、高档数控机床研制取得突破和现代高效工具快速发展将为行业带来变革，为工具行业规模的扩大和盈利的提升带来新机会。
- **募投项目提升公司核心竞争力和盈利能力。**公司此次拟发行股数不超过 1,667 万股人民币普通股，其中公开发行新股数量不超过 1,667 万股，公司股东公开发售老股总数不超过 312 万股，拟使用募集资金 2.13 亿元用于投资年产 35.5 万件（套）精密复杂、高效刃量具生产建设项目，项目建成后将帮助公司扩大产能、提升产品档次和技术水平，并进一步提升公司的核心竞争力和盈利能力。
- **盈利预测与估值分析：**按发行后不超过 6,667 万股的总股本测算，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.22 元、1.57 元和 2.09 元。综合考虑，我们认为公司 2015 年动态市盈率在 25-30 倍较为合理，对应二级市场的合理的股价区间为 30.50-36.60 元。
- **风险提示：**公司经营业绩波动的风险；业务受宏观经济波动影响的风险；公司下游客户需求下降的风险；市场竞争风险；能否保持持续创新能力的风险；原材料供应商较为集中的风险；募集资金投资项目的实施风险。

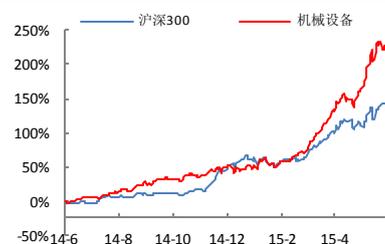
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	173.23	207.88	261.93	348.36
增长率	16.31%	20.00%	26.00%	33.00%
归属母公司净利润(百万元)	68.03	81.18	104.92	139.01
增长率	14.91%	19.32%	29.25%	32.49%
每股收益 EPS(元)	1.02	1.22	1.57	2.09
净资产收益率 ROE	20.96%	13.29%	14.88%	16.74%
PE	12.52	10.49	8.12	6.13
PB	2.62	1.39	1.21	1.03

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳
执业证号: S1250513070002
电话: 010-57631198
邮箱: pl@swsc.com.cn

所属行业市场表现



数据来源: 西南证券

本次发行情况

发行前总股本(万股)	5000
本次发行(万股)	1667
发行后总股本(万股)	6667
2014年每股收益(摊薄后)(元)	1.36
2014年扣除非经常性损益后的每股收益(摊薄后)(元)	1.3

主要指标(2014年)

每股净资产(元)	6.49
毛利率(%)	61.83
流动比率(倍)	2.33
速动比率(倍)	1.76
应收账款周转率(次)	3.28
资产负债率(合并报表)(%)	22.66
净资产收益率(加权平均)(%)	21.26

相关研究

目 录

1. 国内刃量具行业综合实力最强企业之一	1
1.1 公司基本情况.....	1
1.2 公司股本构成.....	1
2. 行业情况	2
3. 公司优势	3
3.1 技术优势突出.....	3
3.2 适应产业升级趋势.....	4
3.3 产品与服务相融合.....	4
3.4 市场先发优势.....	4
3.5 品牌优势.....	4
4. 募集资金用途	5
5. 盈利预测与估值分析	5
6. 风险提示	5

图 目 录

图 1: 发行前公司股权结构	1
图 2: 2003-2014 年下游行业固定资产投资完成额	2
图 3: 2005-2014 年金属切削机床数控化比率	2
图 4: 2007 年中日德美四国机床刀具消费情况	3
图 5: 2010-2013 年 70 余家会员单位产销统计	3

表 目 录

表 1: 公司募投项目	5
附表: 财务预测与估值	6

1. 国内刃量具行业综合实力最强企业之一

1.1 公司基本情况

公司是浙江省海盐县的一家专业从事现代高效刀具和量检具研发设计及生产制造的企业。公司的产品分为精密复杂刃量具和精密高效刀具两大类，其中精密复杂刃量具包括拉刀、搓齿刀、花键量具、滚刀及成型铣刀四个系列，精密高效刀具包括高效钢板钻、高效铣刀、非标钻铣刀具三个系列。上述产品主要应用于汽车零部件制造、电站设备制造、飞机零部件制造、精密机械制造等领域。

经过二十多年的努力，公司已发展成为国内刃量具行业综合实力最强的企业之一，参与过多项国家标准的修制定。公司拥有省级高新技术研发中心，其技术创新团队 2011 年被评为浙江省重点创新团队，其精密测量实验室被国防科工委确认为渐开线花键检测能力合格满意实验室。公司有十五个品种的产品先后通过国家和省市科技部门组织的成果鉴定（或填补国内空白，或被列入国家创新基金项目和国家重点产业振兴项目，或获得重点领域首台（套）产品称号），产品水平处于国际先进、国内领先地位。公司的商标被评为浙江省名牌、著名商标和中国驰名商标。

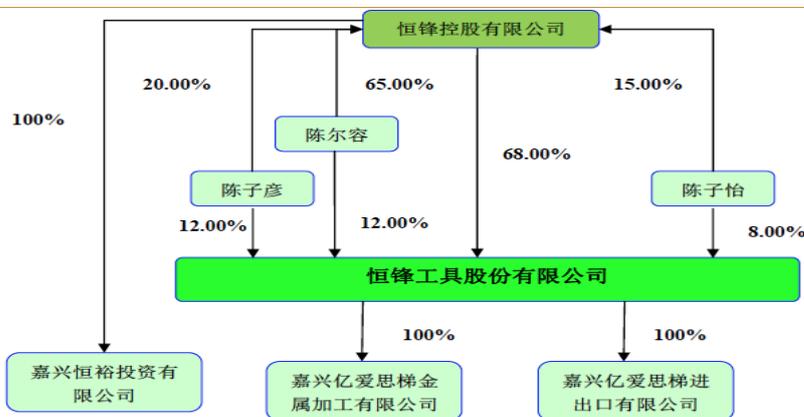
目前公司总占地面积 45000 多平方米，总建筑面积 25000 多平方米。拥有各种专业制造设备、热处理设备等 500 多台套，测量仪器 30 多台套，其中进口先进精密数控磨削设备及仪器等 40 多台套。

1.2 公司股本构成

公司的控股股东为恒锋控股，持有公司发行前 68% 的股份，实际控制人为陈尔容和陈子彦、陈子怡父子三人。公司此次发行股数不超过 1,667 万股，包括公开发行新股和公司股东公开发售老股，其中公开发行新股数量不超过 1,667 万股，公司股东公开发售老股总数不超过 312 万股，公开发行股份数量不低于公司发行后总股本的比例 25.00%。

本次发行后恒锋控股依然为公司的控股股东，陈尔容和陈子彦、陈子怡父子三人为公司的实际控制人。截至招股意向书签署日，公司拥有亿爱思梯加工、亿爱思梯进出口两家子公司。

图 1：发行前公司股权结构



数据来源：招股意向书，西南证券整理

2. 行业情况

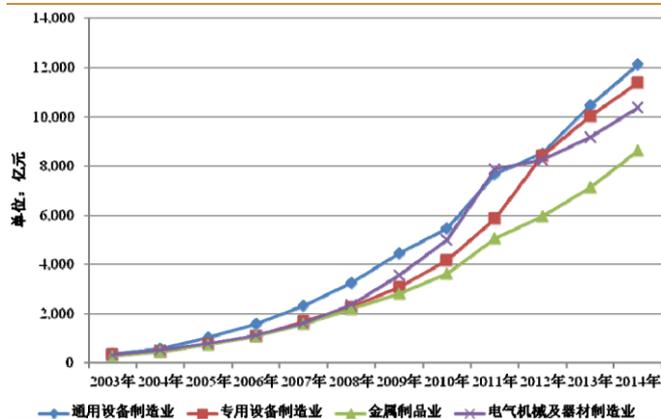
公司处于机床工具行业下属的工具行业，作为装备制造业的“母机”和“牙齿”，机床及工具行业既是高技术产业发展的支撑，又是工业现代化的基础，更是国防工业发展的保障，其性能和质量已成为衡量国家工业化水平和综合国力的重要标志。经过多年的发展，我国已形成了颇具规模且相对完整的机床工具制造体系，具有一定的综合制造和配套能力，并成功跻身世界机床生产大国之列，为我国工具行业可持续发展奠定了基础。中国是全球最大的机床及工具消费国，自产机床工具的数量也居世界第一。近年来，国产机床工具产业更是进入了一个稳步发展的机遇期。

机床及工具的需求来自于下游装备制造业的固定资产投资，近年来我国在多个装备制造领域的扩张，直接带动了高端机床市场的增长（见图2）。在此背景之下，作为机床配套消耗品的刀具和量具等工具产品市场需求不仅呈现出量的增长，更随着下游产业升级而相应进行着结构的调整和品种的升级。

在市场需求稳步提升的背景下，国家出台了一系列的产业政策以支持机床工具行业的发展。一批国家急需、长期依靠进口、受制于国外的高档数控机床研制取得了新的突破。目前，数控机床品种已达1,500多种，并以每年100多种的速度增加。国内所需的中低档数控机床基本上可以自给自足，中档和高档数控机床可以部分满足市场。相对于传统普通机床，数控机床具有高度柔性、加工精度高、加工质量稳定可靠、生产效率高等优点，同时对加工用工具的要求亦有所提升。现代高效工具正是现代数控机床上的牙齿，对于机床加工效率和加工质量起着重要的作用。随着传统机床数控化率的提高（见图3），其对于现代高效工具的需求还有较大的增长空间。

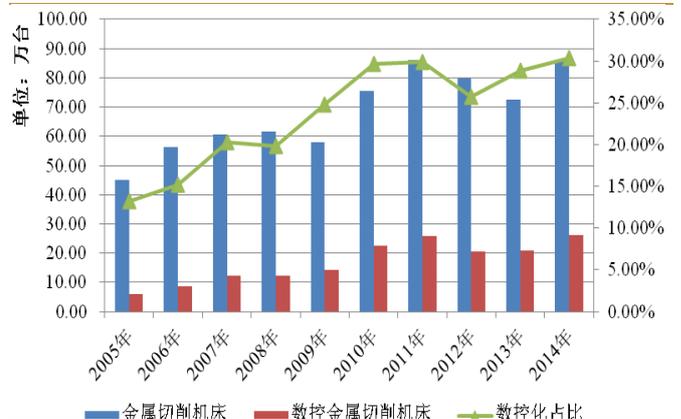
随着数控机床的广泛应用，我国现代高效工具也获得了较快的发展，目前已经批量进入了多个领域。部分工具产品的性能已达到或接近国际先进水平，有效地打破了进口同类产品在一些领域的垄断地位。虽然国产现代高效工具行业起步较晚，但已经取得了长足的发展，现代高效工具的市场占有率逐年增长。然而，在我国工具市场上，以现代高效工具为代表的高端领域，进口产品仍占绝对优势。2013年我国刀具消费额约为330亿元，其中115亿元为进口现代高效刀具，国产215亿元刀具中仅有20多亿元为现代高效刀具，未来大力发展现代高效刀具，以国产替代进口的市场空间较大。此外，对比发达国家，我国目前仍存在机床消费为主、刀具消费较少的情况，刀具消费占机床消费比例低，未来提升空间较大（见图4）。

图 2: 2003-2014 年下游行业固定资产投资完成额



数据来源: 招股意向书, 西南证券整理

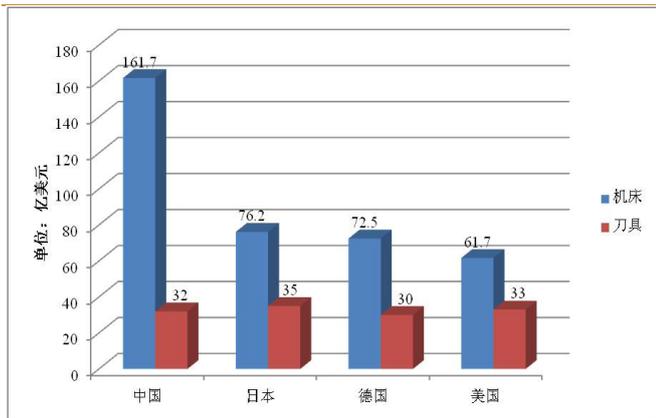
图 3: 2005-2014 年金属切削机床数控化比率



数据来源: 招股意向书, 西南证券整理

由图 4 可见，我国机床消费额巨大，远高于其它三国的消费金额，但是刀具的消费金额却未能与机床消费金额相匹配，究其原因在于我国的刀具消费结构中，廉价低效的传统标准刀具占据主流地位，现代高效刀具消费较少。更为深刻的原因在于，我国制造业正处于产业升级阶段，虽然大量的投入机床设备，但是缺少相应的现代高效刀具，仍未能充分发挥出机床的功能，生产效率远落后于发达国家的水平。随着全球竞争的加剧，我国装备制造业的产业升级，必定要大量使用现代高效刀具以发挥已有机床设备的功能。

根据中国机床工具工业协会工具分会对国内 70 余家主要工具企业 2010-2013 年的产销统计，我国 2010-2013 年度工具产销情况见图 5。

图 4：2007 年中日德美四国机床刀具消费情况


数据来源: wind, 西南证券整理

图 5：2010-2013 年 70 余家会员单位产销统计


数据来源: wind, 西南证券整理

根据图 5，从销售额角度来看，受益于制造业的复苏，国内工具行业 2011 年销售额较 2010 年有所上升，从 992,456.20 万元提高到 1,301,419.39 万元，涨幅达到 31.13%。进入 2012 年以来，受到国家宏观经济增速放缓和产业结构调整的影响，工具行业的销售额较之前有略微回落。

3. 公司优势

3.1 技术优势突出

公司为高新技术企业，自设立以来坚持技术创新的路线，奠定了公司的技术基础。公司建立了技术质量研发中心(为省级高新技术研发中心)，技术创新团队现有研发人员 59 人(为省级重点创新团队)，拥有精密数控加工机床、精密数控刀量具测量仪器等先进的研发配套设备。公司为全国刀标委复杂刀具分会副主任单位和国家量标委花键量具工作组召集单位，曾多次参与或主持刀具量具类国家及行业标准的修制订工作。公司是浙江省创新型试点企业，其技术质量研发中心下属渐开线花键测量实验室被国家国防科工委认定为“渐开线花键检测能力合格满意实验室”。

公司拥有五大类核心基本技术和八小类核心应用技术。公司核心技术层次清晰，结构齐备，应用范围不仅涵盖现有各类产品的研发、设计及生产制造环节，也是公司后续新产品持续推出的技术基础。公司一直以发展现代高效工具为目标，在国内的轿车、航空航天、发电设备等领域的零部件加工刀具和量具开发方面取得了突出成绩。公司共拥有 3 项发明专利、

27项实用新型专利、2项外观设计专利，公司自主研发开发的多个品种的精密切具先后通过浙江省科技厅组织的成果鉴定，技术水平领先。

3.2 适应产业升级趋势

我国在《装备制造业调整和振兴规划》中明确提出了“重点发展高效、高性能、精密复杂刀具”。公司紧随高端设备制造业的发展，以替代进口产品为目标，不断开发出适应我国高端设备制造业的精密复杂刃量具和精密高效刀具。公司在2011年获得中央投资重点产业振兴和技术改造项目的资金申请批复，达成年产5.7万件（套）数控机床精密刀具系列产品技术改造项目。在此过程中奠定的技术基础、市场趋势把握能力，将推动公司在后续发展中继续保持行业领先的地位。

3.3 产品与服务相融合

公司具备了精密复杂刃量具、精密高效刀具的定制化能力。同时，在产品系列不断丰富，产品规格持续扩充的基础上，公司针对客户的需求，推出了六大解决方案。此外，公司还具有优良的精磨改制能力。能为客户提供刀具精磨改制服务。

3.4 市场先发优势

公司已在高端零部件加工刀具和量具市场上较国内大部分同行企业具有了较为突出的先发优势。目前公司产品已广泛应用于汽车零部件加工、航空航天零部件加工、汽轮机转子加工、风电设备加工、精密机械加工、模具加工、钢结构及铁轨打孔加工等高端领域并获得客户好评。公司在2010年和2011年连续被奇瑞汽车股份有限公司评为优秀供应商；在2012年分别被上海电气电站设备有限公司汽轮机厂和浙江双环传动机械股份有限公司评为专项优胜供应商和优秀供应商。在2013年分别被上海电气电站设备有限公司汽轮机厂和浙江双环传动机械股份有限公司评为专项优胜供应商和最佳合作伙伴。

3.5 品牌优势

公司在我国工具行业中具有突出的品牌优势。公司商标被评为浙江省名牌、著名商标，于2014年12月被国家工商行政管理总局商标评审委员会认定为驰名商标。公司商标在国内市场具有相当高的知名度，并通过实施品牌战略，已建立了良好的品牌体系。

4. 募集资金用途

公司本次拟公开发行不超过 1,667 万股人民币普通股，其中公开发行新股数量不超过 1,667 万股，公司股东公开发售老股总数不超过 312 万股，拟使用募集资金 2.13 亿元用于投资以下项目：

表 1：公司募投项目

项目名称	募集资金年度投入额（万元）		
	第一年	第二年	第三年
年产 35.5 万件（套）精密复杂、高效刃量具生产建设项目	9,299.41	11,020.00	990.00

数据来源：公司招股意向书，西南证券整理

5. 盈利预测与估值分析

按发行后不超过 6,667 万股的总股本测算，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 1.22 元、1.57 元和 2.09 元。综合考虑，我们认为公司 2015 年动态市盈率在 25-30 倍较为合理，对应二级市场的合理的股价区间为 30.50-36.60 元。

6. 风险提示

公司经营业绩波动的风险；公司下游客户需求下降的风险；市场竞争风险；能否保持持续创新能力的风险；原材料供应商较为集中的风险；募集资金投资项目的实施风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	173.23	207.88	261.93	348.36	净利润	68.03	81.17	104.91	139.01
营业成本	66.12	81.07	102.15	135.86	折旧与摊销	18.32	29.16	35.16	43.16
营业税金及附加	1.89	2.27	2.87	3.81	财务费用	0.93	-0.95	-4.43	-5.42
销售费用	6.85	8.11	10.08	13.24	资产减值损失	91.38	96.71	96.71	96.71
管理费用	6.85	23.91	29.86	39.36	经营营运资本变动	-6.55	-39.35	-31.25	-81.64
财务费用	0.93	-0.95	-4.43	-5.42	其他	-8.38	-3.57	-6.93	-7.76
资产减值损失	0.91	0.97	0.97	0.97	经营活动现金流净额	72.35	68.38	102.82	93.68
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-31.78	-60.00	-80.00	-5.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	0.30	2.55	2.55	2.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-31.48	-57.45	-77.45	-2.45
营业利润	76.55	92.50	120.43	160.54	短期借款	49.00	-65.00	0.00	0.00
其他非经营损益	2.78	3.00	3.00	3.00	长期借款	-3.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	79.33	95.50	123.43	163.54	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	11.30	14.33	18.51	24.53	支付股利	-27.00	-8.12	-10.49	-13.90
净利润	68.03	81.18	104.92	139.01	其他	-0.18	214.36	4.96	6.12
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	18.66	141.25	-5.53	-7.77
归属母公司股东净利润	68.03	81.18	104.92	139.01	现金流量净额	59.53	152.18	19.84	83.46
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	58.57	210.75	230.60	314.06	成长能力				
应收和预付款项	74.52	97.29	119.19	168.72	销售收入增长率	16.31%	20.00%	26.00%	33.00%
存货	48.59	67.30	78.72	115.48	营业利润增长率	20.12%	20.83%	30.19%	33.30%
其他流动资产	0.06	0.06	0.06	0.06	净利润增长率	14.91%	19.32%	29.25%	32.49%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	13.68%	25.52%	24.61%	30.56%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	187.08	218.29	263.51	225.72	毛利率	61.83%	61.00%	61.00%	61.00%
无形资产和开发支出	24.54	23.20	21.85	20.51	三费率	16.02%	14.94%	13.56%	13.54%
其他非流动资产	6.19	6.19	6.19	6.19	净利率	39.27%	39.05%	40.06%	39.90%
资产总计	399.55	623.07	720.11	850.74	ROE	20.96%	13.29%	14.88%	16.74%
短期借款	65.00	0.00	0.00	0.00	ROA	20.00%	15.11%	16.45%	18.50%
应付和预收款项	8.89	11.37	13.98	19.51	ROIC	21.89%	23.27%	24.41%	27.51%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	56.70%	59.31%	58.65%	57.58%
其他负债	1.00	1.00	1.00	1.00	营运能力				
负债合计	74.89	12.37	14.98	20.51	总资产周转率	0.43	0.33	0.36	0.41
股本	50.00	66.67	66.67	66.67	固定资产周转率	1.04	1.31	1.43	1.58
资本公积	3.67	199.99	199.99	199.99	应收账款周转率	2.43	2.24	2.29	2.16
留存收益	270.98	344.04	438.46	563.57	存货周转率	1.36	1.20	1.30	1.18
归属母公司股东权益	324.65	610.70	705.13	830.23	销售商品提供劳务收到的现金	0.92	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	324.65	610.70	705.13	830.23	资产负债率	18.74%	1.98%	2.08%	2.41%
负债和股东权益合计	399.55	623.07	720.11	850.74	带息债务/总负债	86.79%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.43	30.36	28.60	29.18
					速动比率	1.78	24.91	23.34	23.54
					股利支付率	39.69%	10.00%	10.00%	10.00%
					每股指标				
					每股收益	1.02	1.22	1.57	2.09
					每股净资产	4.87	9.16	10.58	12.45
					每股经营现金	1.09	1.03	1.54	1.41
					每股股利	0.40	0.12	0.16	0.21
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	98.23	123.29	153.63	200.57					
PE	12.52	10.49	8.12	6.13					
PB	2.62	1.39	1.21	1.03					
PS	4.92	4.10	3.25	2.45					
EV/EBITDA	6.59	5.22	4.06	2.70					
股息率	—	—	—	—					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

北京地区

王亚楠

010-57631295

13716334008

wangyanan@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-50755210

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-50755210

13632421656

lyj@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-83288793

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-88286971

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-88286972

15219509150

luoc@swsc.com.cn