

国内电机绕组制造装备的龙头公司

上市首日定价区间:

16.50 - 21.00 元

报告日期: 2012-03-22

报告关键点:

- 公司是国内电机绕组制造装备的龙头供应商。
- 公司的电机绕组制造装备将受益于未来新能源汽车的推广。
- 预计2012年EPS为0.91元, 上市首日定价区间: 16.5-21元。

报告摘要:

- 公司是国内电机绕组制造装备的龙头供应商:** 公司主要从事电机定子绕组制造装备的研发、设计、制造、销售及服务, 产品主要应用于电机生产行业, 特别是各类家用电器电机、工业用中小型电机、汽车电机等的电机定子绕组的大规模自动化生产。公司是国内电机绕组制造装备的领军企业, 是国内最早从事电机绕组制造装备研发生产的厂家。2008-2010三年市场份额分别为5.6%, 6%和6.7%, 稳步提升。目前公司已经成功的开拓了工业客户和汽车客户, 从过去的家电客户依赖型转向了全面的发展。
- 公司近三年的净利润年复合增速为18.9%:** 公司在过去三年的营业收入年复合增长率达到了34%, 主要是过去两年下游行业的复苏, 家电行业的刺激政策, 所带来的旺盛需求所致。过去三年公司的毛利率保持稳定, 对下游供应商的议价能力较强和对成本的较好控制是主要的原因。公司过去三年的净利润年复合增速为18.9%, 低于收入的增速, 主要是由于公司的销售规模不断扩大, 期间费用上升所致。
- 未来市场的增速主要靠电动汽车拉动:** 在2009年3月国家颁布的《汽车产业调整和振兴规划细则公布》中, 新能源汽车三年规模目标为“改造现有生产能力, 形成50万辆纯电动、充电式混合动力和普通型混合动力等新能源汽车产能, 目前大客车电机驱动系统均价在20万元以上, 国内新能源客车中电机驱动系统占整车售价比例超过1/5-1/6, 轿车电机驱动系统均价约3万元-5万元不等, 按照产业规划中的新能源汽车规模目标测算, 电机驱动系统将在3-5年内形成200亿-300亿产值的产业规模。公司2009年开始接获深圳市比亚迪汽车有限公司的新能源汽车电机绕组制造装备订单, 新能源汽车电机绕组制造装备有望成为公司新的利润增长点。
- 盈利预测与询价建议:** 按照发行后股本摊薄, 我们预测公司2012-2014年EPS分别为0.91元、1.24元、1.44元。我们建议给予公司2012年EPS18-23倍的市盈率, 得出上市公司上市首日定价区间16.5元-21元。
- 风险提示:** 1. 存在家电刺激政策退出, 导致家电市场增速放缓的风险; 2. 存在新能源汽车推进不达预期的风险。

发行数据

总股本(万股)	5,000
发行数量(万股)	1,667
网下发行(万股)	328
网上发行(万股)	1,339
保荐机构	广发证券股份有限公司
发行日期	2012-03-26
发行方式	网下询价, 上网定价

股东信息

山东中际投资控股有限公司	63.82%
泽辉实业(香港)有限公司	26.69%
浙江富鑫创业投资有限公司	4.00%
上海泽禾股权投资合伙企业(有限合伙)	4.00%
深圳市中科宏易创业投资有限公司	1.50%

黄守宏
010-66581627
执业证书编号

首席行业分析师
huangsh@essence.com.cn
S1450511020024

报告联系人

邢达

010-66581767
xingda@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	123.5	162.1	207.3	253.1	296.3
Growth(%)	36.7%	31.2%	27.9%	22.1%	17.1%
净利润	41.9	51.2	60.5	82.9	95.8
Growth(%)	34.0%	22.2%	18.1%	37.0%	15.5%
毛利率(%)	50.8%	50.2%	49.7%	49.4%	49.3%
净利润率(%)	33.9%	31.6%	29.2%	32.7%	32.3%
每股收益(元)	0.84	1.02	0.91	1.24	1.44
每股净资产(元)	3.11	4.14	7.76	9.00	10.44
净资产收益率(%)	26.9%	24.8%	11.7%	13.8%	13.8%
ROIC(%)	49.6%	30.4%	24.1%	20.0%	18.8%

1. 中国电机绕组制造装备行业的龙头公司

公司是国内电机绕组制造装备的领军企业之一，是国内最早从事电机绕组制造装备研发生产的厂家之一，是中国电器工业协会电工专用设备分会理事单位和分马力电机分会理事单位，是全国电工专用设备标准化技术委员会委员单位。2008年12月公司被认定为高新技术企业。

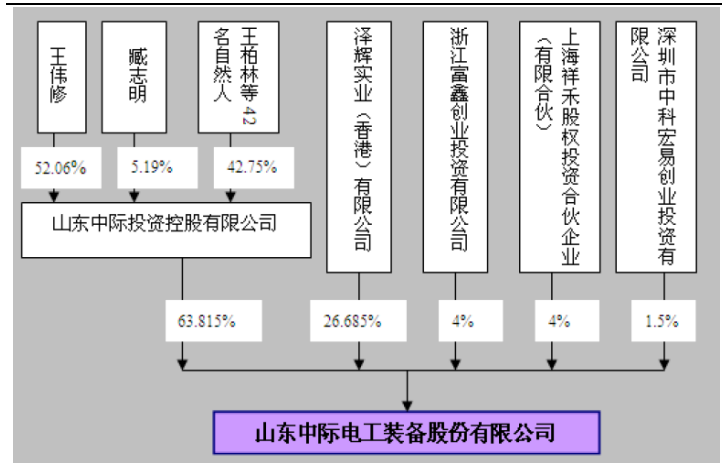
1.1. 股权结构

公司是由龙口中际电工机械有限公司于2010年10月整体变更设立的外商投资股份有限公司。

山东中际投资控股有限公司是公司的控股股东，目前持有公司3,190.75万股股份，占公司发行前总股本的63.815%。王伟修先生目前持有山东中际投资控股有限公司52.06%的股份，是中际控股的实际控制人。现任中际装备的董事长兼总经理。

富鑫创投、祥禾投资和中科宏易创投均为专业投资机构，主要投资于具有高成长、行业领先的企业。发行人作为国内电机绕组制造装备业的领军企业，具备突出的成长性和自主创新能力。为进一步优化发行人的股权结构，改善公司治理，2010年8月12日，龙口中际董事会做出决议，同意吸收富鑫创投、祥禾投资和中科宏易创投作为发行人的新股东。上述三家新股东共计认购了发行人146.26万元出资额，增资金额为4,085万元。

图 1 中际装备发行前股权结构图



数据来源：招股说明书

公司本次发行前总股本5,000万股，按本次发行1,667万股计，发行后总股本6,667万股，本次发行的股份占发行后总股本的25.00%。本次发行前后公司股本及股权结构变化如下表所示：

表 1 中际装备发行前后股权比例

项目	股东名称	发行前		发行后	
		股份数 (万股)	持股 比例	股份数 (万股)	持股 比例
一、有限售 条件的股 份	山东中际投资控股有限公司	3,190.75	63.82%	3,190.75	47.86%
	泽辉实业(香港)有限公司	1,334.25	26.69%	1,334.25	20.01%
	浙江富鑫创业投资有限公司	200.00	4.00%	200.00	3.00%
	上海祥禾股权投资合伙企业(有限合伙)	200.00	4.00%	200.00	3.00%
	深圳市中科宏易创业投资有限公司	75.00	1.50%	75.00	1.12%
二、本次发行流通股		-	-	1,667.00	25.00%
总股本		5,000.00	100.00%	6,667.00	100.00%

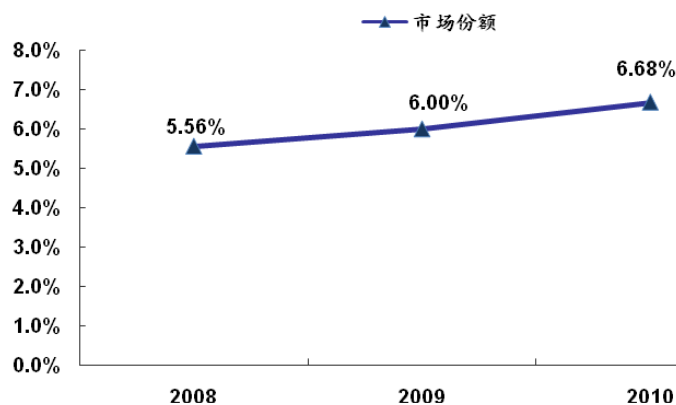
数据来源：招股说明书

1.2. 主要业务与产品简介

公司是国内电机绕组制造装备的领军企业之一，是国内最早从事电机绕组制造装备研发生产的厂家之一，是国内少数能为客户提供定子绕组制造系列成套装备的厂家之一，在国内电机绕组制造装备生产企业中，其研发能力、技术水平和生产规模均具有突出优势。

根据中国电器工业协会统计数据，2008 年和 2009 年，国内电机绕组制造装备行业的市场规模分别为 16 亿元和 15 亿元。发行人 2008 年和 2009 年营业收入分别为 0.89 亿元和 0.90 亿元，占国内市场规模的比例分别为 5.56%和 6%。发行人 2010 年营业收入为 1.24 亿元，根据中国电器工业协会预测，2010 年国内电机绕组制造装备的市场容量为 18 亿元，相应地发行人国内市场占有率为 6.86%，市场占有率位居国内前列。

图 2 2008-2010 公司在国内的市场份额



数据来源：招股说明书

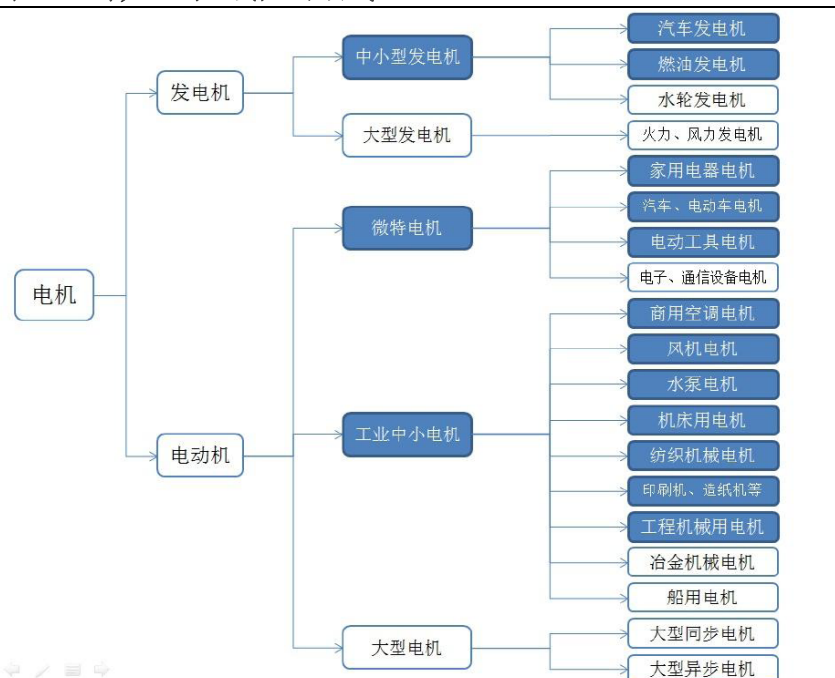
表 2 公司主要竞争对手情况

序号	企业名称/国家	基本情况
1	德国 STATOMAT	该公司产品以自动化程度较高的单工序机、多工序机和全自动定子装配生产线为主，产品技术水平较高，其绕线机、嵌线机和模块化装配系统等产品具有较高技术优势。
2	美国联盟公司	英文名称为 Alliance Winding Equipment. Inc.，组建于 1986 年，在生产电机制造专用设备方面拥有 20 多年的经验，在英国、俄罗斯、中国、印度设有合资公司。该公司产品包括定子、转子专用设备，除能制造单一工序设备、多工序组合设备外，还能生产小功率电机、中小型电机的全自动生产线。该公司是唯一一家在中国设立合资工厂的国外企业，在行业中居于领先地位。
3	美国 AMT 公司	始建于 1970 年，已有 30 多年的历史，是生产电机绕线设备的全球领先企业。在美国南部，墨西哥，印度，欧洲等设有分厂，主要产品为电机定子装配设备。AMT 可提供定制的电机定子自动生产线。
4	意大利 FVZ 公司	成立于 1976 年，总部设在意大利，拥有员工 20 余人，产品主要为异步电机绕线设备和自动装配线，主要以欧洲市场为主，近 70% 的产品销往欧洲市场。
5	美国 Windamatic 公司	成立于 1941 年，拥有近 60 年的历史，是目前成立时间最早的生产电机制造专用设备的企业。
6	日本三工机器	成立于 1952 年，总部设在日本稻泽市爱知县，主要生产、销售汽车的备用轮胎和电机槽绝缘插入机、绕线机、嵌线机、绑扎机、整形机等相关设备。
7	韩国哉建	成立于 1988 年，注册地为韩国昌原。主要从事机械加工设备、电机绕组制造设备、空调压缩机生产用设备及消耗品如砂轮、刀具、汽车零部件、家电行业加工设备。

数据来源：招股说明书

公司主要从事电机定子绕组制造装备的研发、设计、制造、销售及服务，产品主要应用于电机生产行业，特别是各类家用电器电机、工业用中小型电机、汽车电机等的电机定子绕组的大规模自动化生产。

图 3 公司产品的主要应用领域



数据来源：招股说明书

图 4 公司产品：插入机系列



数据来源：招股说明书

图 5 公司产品：绕线机系列



数据来源：招股说明书

图 6 公司产品：嵌线机系列



数据来源：招股说明书

图 7 公司产品：整形机系列



数据来源：招股说明书

图 8 公司产品：绑扎机系列



数据来源：招股说明书

图 9 定子检测标识插槽组合机系列



JKC1-1613 定子检测标识插槽组合机

数据来源：招股说明书

图 10 绕嵌线组合机



数据来源：招股说明书

图 11 半自动生产线产品



数据来源：招股说明书

图 12 自动生产线产品

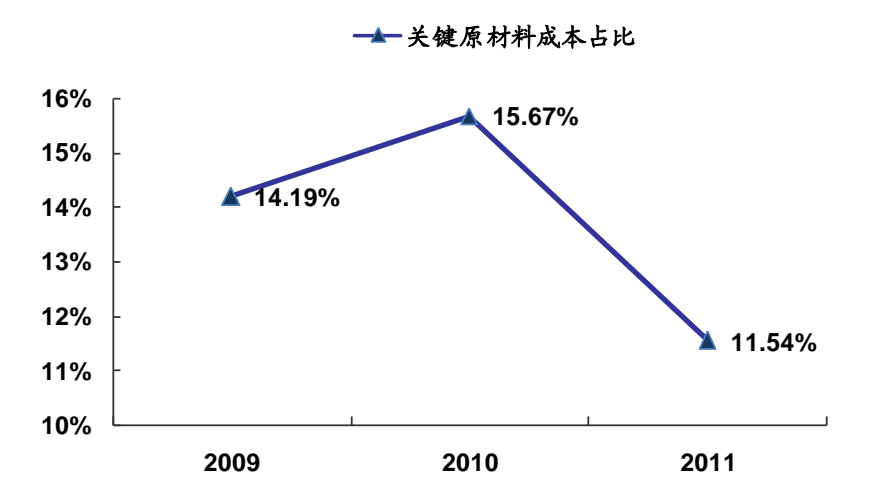


数据来源：招股说明书

1.3. 公司的业务模式与主要客户和供应商

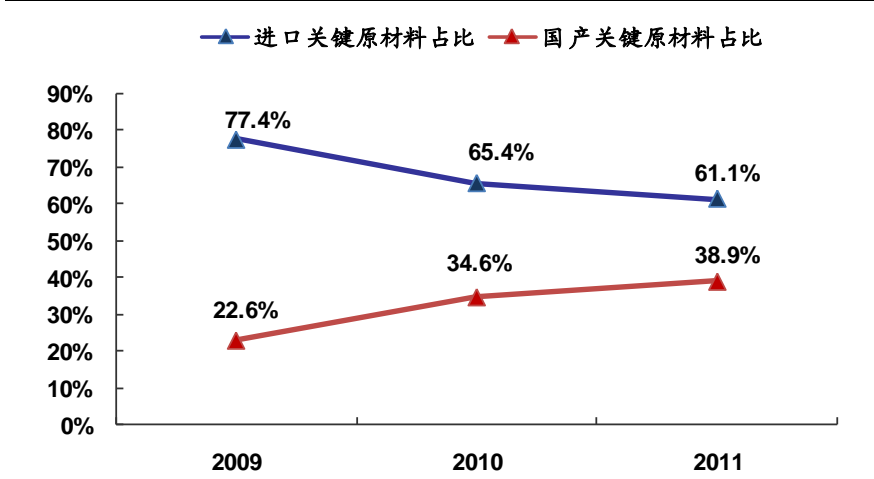
采购模式: 公司设立供应保障部, 负责采购所需原材料、辅助材料, 保证生产经营活动正常进行。公司的采购模式是与公司定制生产的生产模式紧密结合。从关键原材料的国产/进口占比来看, 进口的关键原材料较多, 但是关键原材料占总成本的占比不大, 且近两年呈现下降趋势, 另外公司在关键原材料中的进口采购比例近两年也呈下降趋势, 因此公司的总体原材料采购对外依存度不高。

图 13 关键原材料总成本占比情况



数据来源: 招股说明书

图 14 关键原材料中进口/国产占比情况



数据来源: 招股说明书

表 3 2011 年公司主要进口原材料情况

名称	品种	2011 年进口关键原材料采购情况			是否为关键元件
		产地	金额	占营业成本比例	
编码器	电器元件	意大利	14.86	0.18%	否
电磁阀	电器元件	日本	33.89	0.42%	否
电动执行器	电器元件	日本	89.18	1.10%	否
可编程控制器	电器元件	日本	46.17	0.57%	是
控制器	电器元件	英国	494.87	6.13%	是
模块	电器元件	日本	12.3	0.15%	否
		英国	356.82	4.42%	否
驱动器	电器元件	日本	213.64	2.65%	是
伺服电机	电器元件	日本	177.28	2.20%	是
油缸	气动元件	台湾	107.99	1.34%	否
轴承	轴承类	韩国	66.92	0.83%	否
		日本	46.43	0.58%	否
合计			1660.35	20.56%	

数据来源：招股说明书

表 4 2011 年公司前五名采购商情况

供应商名称	采购金额（万元）	占比（%）	采购货物名称
烟台建菱机电科技有限公司	1,071.86	14.26%	电器元件
烟台卓瑞电子科技有限公司	689.13	9.17%	电器元件
SMC（中国）有限公司	493.61	6.57%	气动液压元件
罗普伺达机器人（上海）有限公司	359.83	4.79%	气动液压元件
青岛欧凯瑞工业设备有限公司	284.33	3.78%	气动液压元件
合计	2,898.76	38.58%	

数据来源：招股说明书

生产模式：由于电机产品的规格众多，下游客户的实际需求千差万别，公司产品的专用性强，个性化订制明显，公司采取定制生产模式。公司产品具有“多品种、小批量”的特点。产品以单工序机为主，多工序机、半自动生产线和自动生产线为公司近两年推向市场的新产品。

公司的单工序机、多工序机及重要零部件的生产由设计开发、机加工和装配三大单元组成，半自动线和自动线的生产由设计开发、机加工、装配和系统集成四大单元组成。公司产品的生产过程至少涵盖“前期技术交流、产品与工艺方案设计”、“签署业务合同和技术协议”、“产品具体方案与工艺规程设计”、“零部件加工、外购外协件采购和加工”、“装配集成”、“现场试车发货”、“安装验收”七个流程。一般零部件、铸造、电镀等加工环节由公司长期合作的外协单位完成。因此公司的产品生产周期相对较长，通常为 3-6 个月。

公司的外协加工业务主要为机床加工、电镀、焊接等非关键工序，采用外协的目的主要是为了集中资源进行研究开发以及关键工序的加工，缓解产能不足的问题。外协加工业务占公司营业成本的比例很小，报告期内均未超过 5%

销售模式：由于电机制造厂家对电机绕组制造装备个性化要求明显，公司与下游客户每个批次的合作均需通过技术交流将专用设备的功能与电机产品的制造特性要求充分对接，制定出专用装备配置方案，达成供需双方业务合作的技术协议。基于电机绕组设备的生产的以上特性，公司产品除个别出口订单委托经销商代理之外，绝大部分采用直销的形式销售。

对于与公司具有多年稳定合作关系和订货金额较大的客户或者订购公司新产品的客户，公司采取“合同签订”、“现场试车”、“客户验收”和“质保期满”四个阶段分期收款方式。销售合同签署时，客户预付 20% - 40% 预付款；产品定制完成、现场试车、客户提货时，付 30% - 40% 的提货款；产品由客户最终验收，客户出具验收报告时，付至 90% - 95% 的货款；公司产品质保期 1 年，质保金为货款的 5% - 10%。

对于其他客户或者新客户，公司采取“预付款”、“提货款”、“调试验收清余款”三个阶段分期收款方式。销售合同签署时，客户预付 40% - 50% 预付款；产品定制完成、现场试车、客户提货时，付 40% - 50% 的货款；产品由客户最终验收、客户出具验收报告后 1 个月付清余款。

在公司的报告期内，前一种方式结算的收入占总销售收入的份额较高，2011 年占比为 87.6%。

表 5 2011 年公司前五名客户销售情况

客户名称	销售收入	占主营业务收入的比例
1 杭州富生电器有限公司	1,724.20	10.67%
2 浙江卧龙家用电机有限公司	1,612.92	9.98%
3 黄石艾博科技发展有限公司	1,478.43	9.15%
4 浙江迪贝电气股份有限公司	1,051.16	6.50%
5 南通长江电器实业有限公司	985.05	6.10%
合计	6,851.77	42.40%

数据来源：招股说明书

1.4. 财务分析

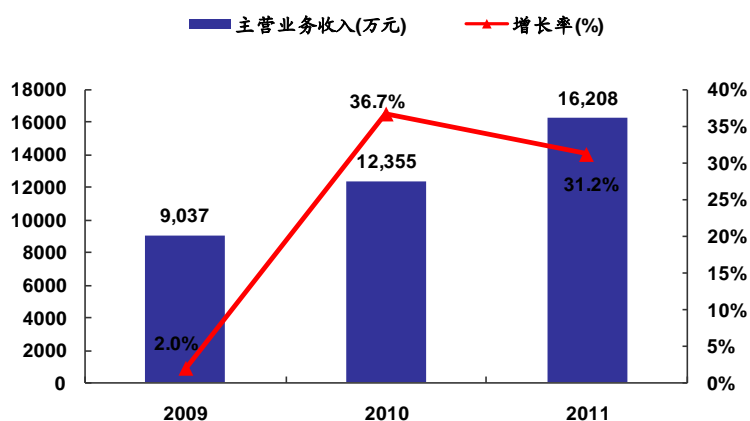
1.4.1. 营业收入保持 34% 的年复合增长率

中际装备在过去两年的营业收入年复合增长率达到了 34%，主要是在过去两年下游行业复苏，需求旺盛带来的增长。

2010 年，在国家扩大内需政策以及海外市场回暖的带动下，家电行业实现了快速增长，主要家电产品产量均出现了大幅增长。家电行业的旺盛需求带动了电机厂商的高增长，从而推动本公司实现大幅增长。2010 年客户新增订单金额达到 1.54 亿元，同比增加 107.65%，带动了公司营业收入大幅增长。

从电机行业上市公司的销售收入来看，大洋电机（sz: 002249）2010 年同比上涨了 50.91%；通达动力（sz: 002576）2010 年同比上涨了 87.29%；卧龙电气（sh: 600580）2010 年同比上涨了 30.09%。上述数据显示，电机行业的主营业务收入变动趋势与发行人同期主营业务收入的变动趋势相一致。

图 15 2009-2011 公司主营业务收入增长情况

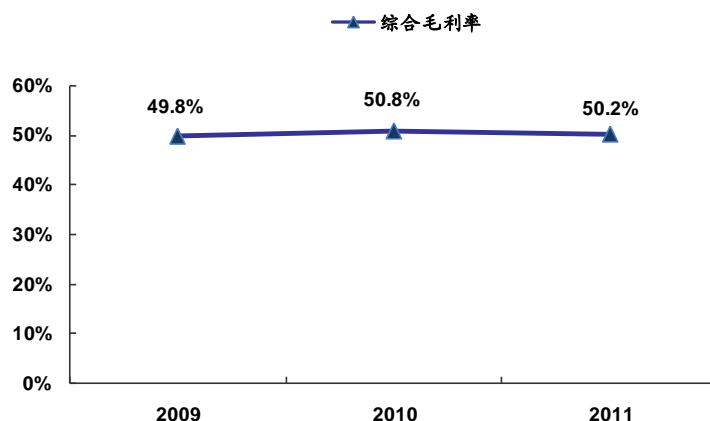


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

1.4.2. 毛利率分析

在报告期内公司的毛利率保持稳定。虽然近年来大宗商品和人力成本在上涨，但是公司的产品价格也稳中有升，另外产品中的核心原材料元器件价格有所下降，抵消了大宗商品和人力成本上涨对公司毛利率带来的负面影响。

图 16 2009-2011 公司主营业务收入增长情况

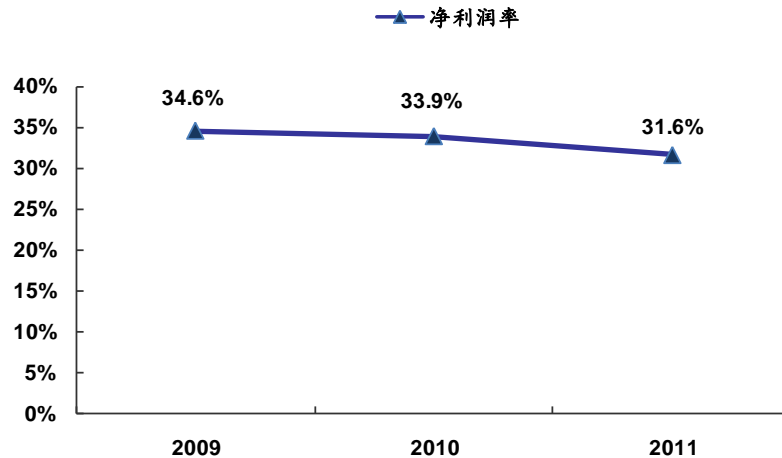


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

1.4.3. 净利润分析

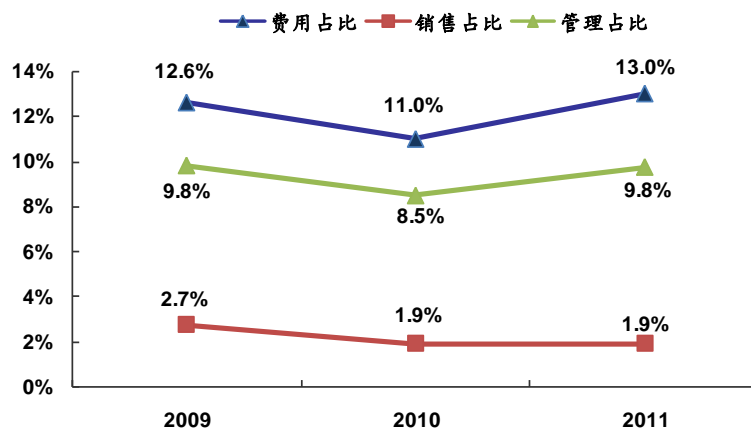
公司的净利润率在过去三年呈逐年下降趋势，主要原因是由于公司由于生产经营规模扩大导致的期间费用上升，另外公司的所得税率提升也是净利润率下降的主要原因。公司的销售费用控制的较好，但是随着研发费用，折旧费用的提升，公司的管理费用率增长很快，导致了期间费用的大幅增长。

图 17 2009-2011 净利润率变动情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

图 18 2009-2011 期间费用率变动情况



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心整理

2. 行业及公司竞争优势分析

根据中国电器工业协会的统计，2001 年，我国电机绕组制造装备的市场容量为 6.2 亿元。2009 年，市场容量达到 15 亿元，2001 年至 2009 年的复合增长率为 14.25%，2010 年预计市场容量达到 18 亿元。

2.1. 家用电器电机市场增速将有所放缓

随着社会发展、科技进步和人民生活质量不断提高，家用电器已经成为人们日常生活中必不可少的一部分。家用电器是我国居民生活中重要的耐用消费品，家电工业在轻工业中居于支柱地位，对促进经济发展发挥着积极作用。目前我国家电工业的生产规模已居世界首位，是具有较强国际竞争力的产业之一。2001 年至 2010 年，中国家电行业市场规模由不足 2,000 亿元增长至 9,642 亿元，2011 年预计将突破 1 万亿元。

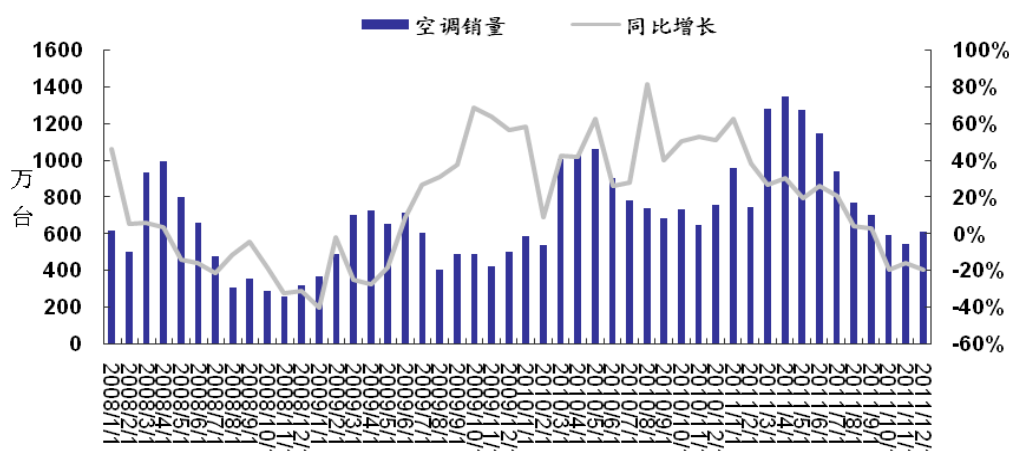
十一五期间，我国家电工业既经历了全球经济快速增长带来的国内外市场需求旺盛的繁荣发展时期，也经历了金融危机对行业发展的巨大冲击。得益于我国经济强劲增长的大环境以及政府“家电下乡”等多项拉动内需政策的有力支持，我国家电工业实现

了快速、稳步的增长，在全球家电业的地位持续提升。

十二五期间，随着家电行业刺激政策的结束，行业增速略显不足。商务部在 2011 年底宣布，家电以旧换新政策将于今年底如期结束。按照家电下乡政策文件，2012 年也将是家电下乡政策实施的最后一年。由于刺激政策提前透支了市场未来几年的购买力，可以预计到 2012 年家电产业的销量增速将明显放缓，考虑到农民收入水平的提升带来的购买力的提高，预计家电行业的市场将由“量增”向“质增”转变。目前公司家电行业的营业收入占总收入的 65%左右，因此家电行业的增速放缓将对公司造成重大影响。

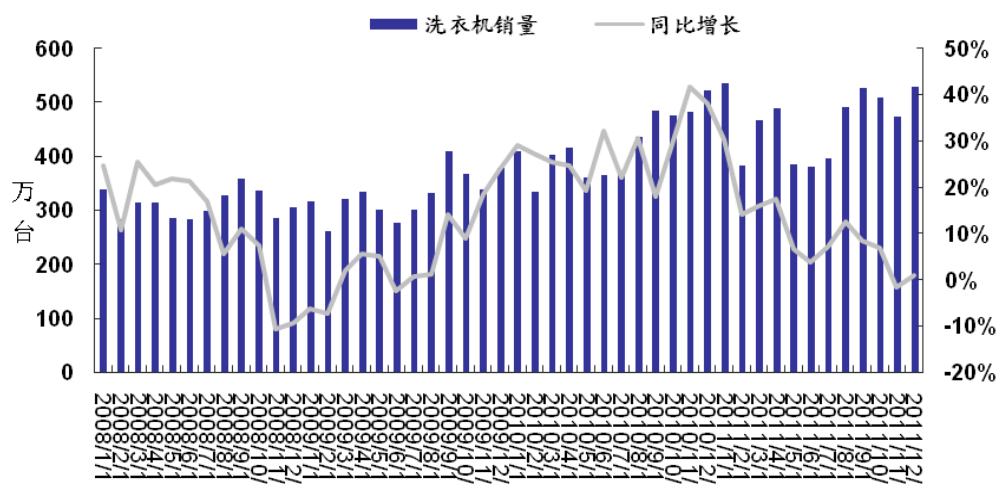
从 2011 年 12 月份全国的家电销量中，冰箱行业同比增长 10%，洗衣机行业同比增长 1%，空调行业同比下降 20%，增速下滑趋势较为明显。

图 19 2008-2011 空调销量增速情况



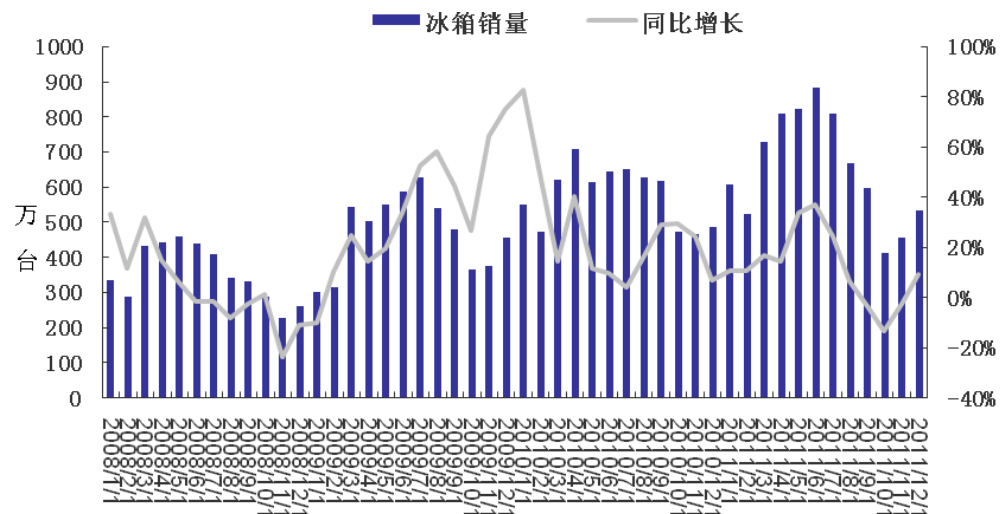
数据来源：产业在线，安信证券研究中心整理

图 20 2008-2011 洗衣机销量增速情况



数据来源：产业在线，安信证券研究中心整理

图 21 2008-2011 冰箱销量增速情况



数据来源：产业在线，安信证券研究中心整理

2.2. 电动汽车带来汽车电机市场的增速

中国汽车行业的蓬勃发展为汽车电机带来前所未有的机遇。同时，根据中国汽车工业协会编制的《汽车行业“十二五”规划》，到 2015 年中国汽车产业的发展目标和发展战略是促进汽车产业与关联产业、城市交通基础设施和环境保护协调发展，从汽车制造大国转向汽车强国。新能源车被列为中国汽车行业今后五年发展的重中之重。在 2009 年 3 月国家颁布的《汽车产业调整和振兴规划细则公布》中，新能源汽车三年规模目标为“改造现有生产能力，形成 50 万辆纯电动、充电式混合动力和普通型混合动力等新能源汽车产能，目前大客车电机驱动系统均价在 20 万元以上，国内新能源客车中电机驱动系统占整车售价比例超过 1/5 - 1/6，轿车电机驱动系统均价约 3 万元 - 5 万元不等，按照产业规划中的新能源汽车规模目标测算，电机驱动系统将在 3-5 年内形成 200 亿 - 300 亿产值的产业规模。公司 2009 年开始接获深圳市比亚迪汽车有限公司的新能源汽车电机绕组制造装备订单，新能源汽车电机绕组制造装备有望成为公司新的利润增长点。

2.3. 电机绕组制造装备市场自身面临升级改造

在 20 世纪八九十年代，我国电机制造企业从国外进口了一大批电机绕组生产设备。目前这些设备已经基本达到使用年限，需要升级、换代及更新。由于我国电机制造业加强技术创新、转变产品结构的客观需求，电机制造企业在提高电机产品质量和效率、提高产品全生命周期的可靠性、降低生产成本方面将进行较大规模的投入。电机绕组制造装备市场本身面临升级换代，将有一定市场增量。

另外，我国目前尚有部分电机制造中小企业仍采用手工或半机械化手段生产电机，人工成本较高，生产效率和质量难以得到保证。在电机行业日益激烈的竞争中，这些企业为提高自身竞争力，也将会在生产装备方面进行投入，采用机械化、专业化绕组制造装备来提高企业的生产能力。这部分的市场需求主要以单机绕组制造产品以及半自动化、自动化生产线为主。大电机、普通工业电机、电动工具用电机等其他电机也对绕组制造装备也有较大的市场需求。

3. 募集资金项目分析

中际装备本次拟公开发行 1,667 万股，拟募集资金 2 亿元，全部用于公司主营业务相关项目和运营资金。募集资金项目主要包括 3 个：（1）高效节能电机绕组制造装备生产基地建设项目；（2）技术中心建设项目；（3）其他与主营业务相关的营运资金。募投资金将进一步扩大公司的产能，增强公司的核心竞争力。

表 6 募投项目情况

项目名称	总投资(万元)	预计建设周期			第 4 年
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	
高效节能电机绕组制造装备生产基地建设项目	15,556	8,274.30	2,628.37	3,517.06	1,136.27
技术中心建设项目	5,000	2,600	2,400		
其他与主营业务相关的营运资金	-				
合计	20,556	10,874.30	5,028.37	3,517.06	1,136.27

数据来源：招股说明书

高效节能电机绕组制造装备生产基地建设项目：项目产品为高效节能型电机绕组专用装备，属光机电一体化先进数控加工制造领域面向高效节能型电机制造的专用数控设备，该装备可自动完成节能型电机的定子检测标识、槽绝缘纸插入、线圈绕制、嵌线、整形、绑扎等工序，大大提高了电机的制造质量和稳定性，降低了能源消耗，解决了节能电机数字化生产制造的复杂工艺难题。项目完全达产后，将形成年产 229 台（套）高效节能电机绕组制造装备（包含 15 条自动生产线）的生产能力。本项目财务评价计算期为 10 年，达产后年销售收入为 15,503.00 万元，可实现税前利润 6,198.13 万元。根据计算，本项目税前内部收益率为 37.72%，税后内部收益率为 34.00%，投资回收期（含建设期，税后）为 4.64 年。

中际装备技术中心建设项目：项目主要从事电机绕组专用装备研发，建设内容包括土建工程、设备购置及技术人员投入三部分。

（1）土建工程：项目工程主要为建设技术中心办公楼 5,000 平方米，试制车间 2,000 平方米。

（2）设备购置：项目需购置安装研发实验设备共 67 台（套），投资 1,574.00 万元。

（3）技术人员投入：项目需引进研发技术人员 50 人，投入 1,500.00 万元。

4. 公司风险分析

4.1. 家电行业增速下滑的风险

公司目前在家电领域的销售比重仍在 65% 左右。虽然从长期来看，保障房建设力度加大、城市化进程加快、城乡居民收入的不断提高、商用电器未来将迎来快速发展等因素对于国内家电厂商来说均为长期利好因素，家电行业作为国民经济的重要产业未来发展空间仍然巨大；但从短期来看，受家电下乡政策退出、住宅类房地产市场低迷、欧债危机等情况影响，家用电器行业的增速有所放缓，有可能对公司的经营业绩产生一定的不利影响。

4.2. 新能源汽车的推广不达预期的风险

我国汽车工业市场巨大，但是只有在新能源汽车中才用到电机。因此汽车行业的市场增速主要取决于新能源汽车的普及程度。考虑到目前电池技术的不完善，充电桩设施尚未大规模铺开，因此未来新能源汽车的推广存在放缓的风险。

5. 盈利预测与公司估值

根据我们的模型,按照发行后股本摊薄,我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.91 元,1.24 元、1.44 元。我们建议给予公司 2012 年 EPS18-23 倍的市盈率,得出上市公司上市首日定价区间 16.5 元-21 元。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	123.5	162.1	207.3	253.1	296.3	成长性					
减: 营业成本	60.8	80.7	104.2	128.0	150.4	营业收入增长率	36.7%	31.2%	27.9%	22.1%	17.1%
营业税费	0.1	1.4	1.7	2.0	2.4	营业利润增长率	38.5%	19.3%	19.8%	37.8%	15.8%
销售费用	2.3	3.1	4.5	5.0	6.0	净利润增长率	34.0%	22.2%	18.1%	37.0%	15.5%
管理费用	10.5	15.8	27.4	23.3	28.0	EBITDA 增长率	44.1%	25.2%	9.1%	34.5%	28.4%
财务费用	0.7	2.2	-1.1	-2.2	-2.6	EBIT 增长率	40.4%	21.9%	13.6%	36.9%	15.8%
资产减值损失	0.4	0.8	1.0	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	36.2%	25.1%	11.5%	36.1%	15.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	104.5%	40.5%	64.2%	23.0%	11.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	81.2%	32.9%	150.1%	16.0%	16.0%
营业利润	48.7	58.1	69.6	96.0	111.2	利润率					
加: 营业外净收支	0.2	1.6	1.5	1.5	1.5	毛利率	50.8%	50.2%	49.7%	49.4%	49.3%
利润总额	48.9	59.7	71.1	97.5	112.7	营业利润率	39.4%	35.9%	33.6%	37.9%	37.5%
减: 所得税	7.0	8.5	10.7	14.6	16.9	净利润率	33.9%	31.6%	29.2%	32.7%	32.3%
净利润	41.9	51.2	60.5	82.9	95.8	EBITDA/营业收入	43.5%	41.5%	35.4%	39.0%	42.8%
资产负债表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
货币资金	37.0	37.3	180.4	180.1	228.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	127	146	146	114	211
应收帐款	24.8	33.6	41.2	51.2	60.1	流动营业资本周转天数	189	229	240	271	281
应收票据	18.3	16.2	26.3	31.7	34.8	流动资产周转天数	352	331	434	517	512
预付帐款	12.5	5.0	8.5	13.9	13.0	应收帐款周转天数	61	65	65	65	67
存货	48.8	61.8	85.9	102.0	119.7	存货周转天数	131	123	128	134	135
其他流动资产	0.8	1.7	2.4	3.3	4.1	总资产周转天数	544	571	760	889	871
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	381	469	566	643	640
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	26.9%	24.8%	11.7%	13.8%	13.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	19.0%	17.5%	10.4%	12.4%	12.5%
固定资产	45.7	86.1	82.0	77.9	268.8	ROIC	49.6%	30.4%	24.1%	20.0%	18.8%
在建工程	3.9	23.2	123.2	173.2	-	费用率					
无形资产	28.9	28.3	30.5	32.6	34.8	销售费用率	1.9%	1.9%	2.2%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	0.2	0.4	2.0	2.0	2.0	管理费用率	8.5%	9.8%	13.2%	9.2%	9.4%
资产总额	220.9	293.5	582.2	667.9	765.8	财务费用率	0.6%	1.3%	-0.5%	-0.9%	-0.9%
短期债务	20.0	40.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	11.0%	13.0%	14.8%	10.3%	10.6%
应付帐款	16.5	19.5	32.5	35.2	41.6	偿债能力					
应付票据	7.0	1.9	6.8	8.7	7.8	资产负债率	29.5%	29.5%	11.1%	10.1%	9.1%
其他流动负债	21.7	25.1	15.4	13.6	10.2	负债权益比	41.9%	41.8%	12.5%	11.3%	10.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.18	1.80	5.32	5.65	6.60
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.43	1.08	3.99	4.14	4.88
负债总额	65.3	86.6	64.8	67.6	69.7	利息保障倍数	66.99	28.00	60.49	42.57	42.34
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	50.0	50.0	66.7	66.7	66.7	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	105.7	156.9	450.8	533.6	629.4	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	155.7	206.9	517.4	600.3	696.1	股息收益率					
现金流量表						2010	2011	2012E	2013E	2014E	
净利润	41.9	51.2	60.5	82.9	95.8	业绩和估值指标					
加: 折旧和摊销	4.2	7.0	4.9	4.9	18.2	EPS(元)	0.84	1.02	0.91	1.24	1.44
资产减值准备	0.4	0.8	1.0	1.0	1.0	BVPS(元)	3.11	4.14	7.76	9.00	10.44
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
财务费用	1.0	2.4	-1.1	-2.2	-2.6	PB(X)	-	-	-	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	P/FCF	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-36.2	-29.0	-39.4	-35.1	-27.5	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
经营活动产生现金流量	32.3	33.0	25.8	51.5	84.9	CAGR(%)	25.5%	23.2%	21.9%	15.0%	14.5%
投资活动产生现金流量	-47.2	-49.5	-103.0	-53.0	-38.0	PEG	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	26.1	16.8	221.2	2.2	2.6	ROIC/WACC	11.7	7.1	5.7	4.7	4.4
						REP	-	-	-	-	-

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

黄守宏，电力设备与新能源行业首席分析师，华中理工大学工学学士，北京大学工商管理硕士。高级工程师，16年电力行业工作经验。2007.7加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳电力设备与新能源行业分析师。

分析师声明

黄守宏声明，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

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	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	马正南	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	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