

日期: 2014年1月17日

行业: 专用设备



曾小勇

021-53519888*1930

Zengxiaoyong@shzq.com

证券从业证书编号: S0870510120014

潘贻立

021-53519888-1909

Panyili@shzq.com

执业证书编号: S0870112110005

IPO 询价区间 RMB 5.83-7.13

首日定价区间 RMB 8.33-10.18

基本数据 (IPO)

新股发行数量不超过 (百万股)	34.5
发行后总股本不超过 (百万股)	138
保荐机构	民生证券

主要股东 (IPO 前)

蓝海投资江苏有限公司	63.00%
安富国际(香港)投资有限公司	25.00%
上海东磁投资管理有限公司	3.75%
上海力鼎投资管理有限公司	3.35%
上海金安投资管理有限公司	1.89%

收入结构 (MRQ)

金属针布	52.02%
弹性盖板针布	21.34%
带条针布	11.65%
固定盖板针布	5.31%
其他	4.93%

报告编号: PYL14-NSP03

首次报告日期: 2014年1月17日

开拓我国纺织梳理器材行业先河

■ 投资要点:

募投项目扩充高端产品产能

公司此次募集资金将全部用于主营业务的扩大产能,产品结构优化,重点扩充高端产品产能,以及巩固和提升公司的市场地位。公司拟向社会公开发行 3,450 万股人民币普通股,募集资金计划全部用于 4,000 吨金属针布、10,000 套盖板针布、50,000 根固定盖板针布及 25,000 条带条针布的建设,项目总投资 18,211.60 万元。项目达产后每年将新增销售收入 22,979.72 万元。

产品质量竞争优势

2006 -2011 年,公司销售收入在我国纺织梳理器材行业中均排名第一,2010 年公司产品的国内市场占有率为 18.51%,公司凭借多年的工艺技术积累,产品质量不断提升,已接近国际先进水平,已具备替代进口产品的能力。

中端产品毛利率有所上升,中端产品毛利率保持稳定

2012 年,中端产品占比较高金属针布毛利率有所上升,导致中端产品总体毛利率基本保持稳定;由于产能利用率下降、人工和折旧等成本上升导致低端产品毛利率下降。

上市 6 个月内的估值区间为 8.33-10.18 元

公司属于专用设备制造行业,综合考虑同行业中小板上市公司估值水平后,认为给予公司 13 年每股收益 25 倍市盈率这一估值水平较为合理,以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 8.33-10.18 元,相对于 2012 年的静态市盈率(发行后摊薄)为 22-27 倍。

建议询价区间为 5.83-7.13 元

由于新股发行价格由项目资金需求量、新股发行费用和新发股数确定。假定公司发行 3,450 万股新股,公司本次募集资金额为 18,211.60 万元,据此推算发行价格不低于 5.28 元,其相对于 13 年每股市盈率为 14.27 倍。我们建议给予相对公司合理股值 30% 的折扣率,对应的询价区间为 5.83-7.13 元。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业总收入	421.58	415.80	461.40	554.28
年增长率 (%)	-0.82	-1.37	10.97	20.13
归属于母公司所有者净利润	51.67	50.66	57.07	63.81
年增长率 (%)	-12.22	-1.96	12.67	11.80
每股收益(最新股本摊薄,元)	0.37	0.37	0.41	0.46

注:有关指标按最新总股本计算

2014年1月17日

重要提示:请务必阅读尾页分析师承诺、公司资格说明和免责条款。

一、行业背景

1.1 公司所处行业及简况

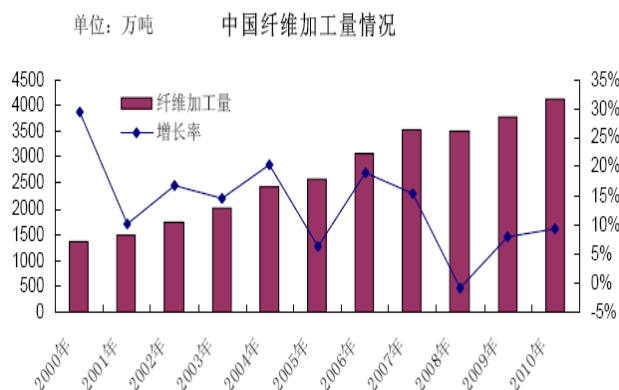
公司属纺织梳理器材行业，是纺织机械行业的下属于行业，主要从事纺织梳理器材的研发、生产和销售，并配套专项工艺和技术服务。纺织梳理器材的应用领域主要是棉纺、毛纺、麻纺、绢纺、非织造布、织物后整理等，其中棉纺领域的纺织梳理器材需求最大，约占总用量的70%。棉纺、毛纺、麻纺、绢纺纺纱前的梳理工序是纺织梳理器材最传统和主要的应用领域，使用纺织梳理器材的品种也最多。

1.2 行业增长前景

纺织梳理器材是纤维梳理工序不可或缺的重要器材，是纺织企业常用的消耗性器材和纺织机械生产企业整机装配用的关键基础件，其中，纺织企业用量约占90%，纺织机械生产企业用量约占10%，纺织机械生产企业购买纺织梳理器材装配成整机后销售给纺织企业。纺织梳理器材是纺织过程中的消耗性器材，其用量与纺织行业的纤维加工量直接相关。随着国际纺织品贸易自由化进程的逐步推进，我国纺织行业呈现持续较快发展的良好局面，形成了从上游纤维原料加工到服装、家用、产业用终端产品制造不断完善产业体系，我国的纤维加工量保持持续快速增长态势。加上国家、地方政府以及中国纺织工业联合会制定的产业政策，都为纺织机械器材行业的发展提供了良好的发展机遇。

我国纤维加工量由2000年的1,360万吨增长到2010年的4,130万吨，年均复合增长率为11.75%，高于全球3.44%的增长率。金融危机后，随着全球经济的逐步回暖，2009年、2010年我国纤维加工量逐步回升，分别较上年增长8%、9.26%。与此同时，我国的人均纤维消费量从2000年的7.5公斤增长到2010年的18公斤，年均复合增长率9.15%，增速较快，绝对额已经高于全球平均水平，但与发达国家人均30公斤的水平，未来仍具有较大的增长空间。随着中国人民生活水平的不断改善，我国在2015年人均消费纤维预计可达到25公斤的水平。

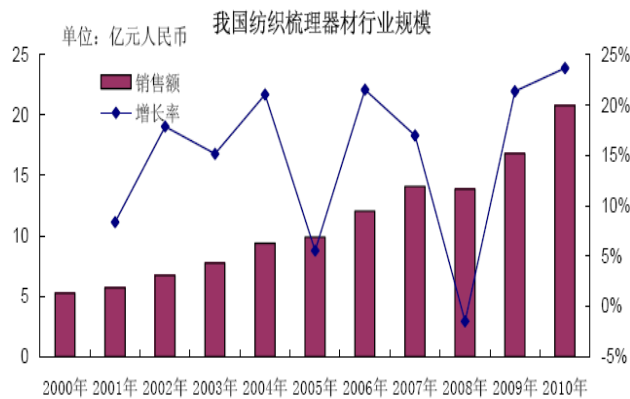
图 1 中国纤维加工量的发展状况



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

随着全球纺织工业向我国的产业转移，纺织品的需求日益多元化，纺织品的需求档次不断提升，我国纺织梳理器材规模从 2000 年的 5.27 亿元增长到 2010 年的 20.8 亿元，呈快速增长趋势，年均复合增长率为 14.72%。全球金融危机后，随着我国纺织行业需求逐步回暖，带动纺织梳理器材需求大幅增长，2009 年和 2010 年我国纺织梳理器材销售额分别较上年增长 21.36%、23.66%，随着我国纺织工业的持续增长，纺织梳理器材市场需求进一步增长。

图 2 中国纺织梳理器材行业发展状况



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

在全球人口增长和经济发展的背景下，纺织行业规模不断增长，工艺技术不断进步。我国作为纺织工业产能转移的主要地区，纺织机械行业的持续增长将带动配套于纺织梳理机械上的纺织梳理器材的需求稳步增长，纺织梳理器材产品需求旺盛。未来，随着我国纺织行业振兴计划和科技进步等政策的深入实施，我国纺织行业的整体装备水平和技术水平将持续提升，进一步增强我国纺织行业的全球竞争力。

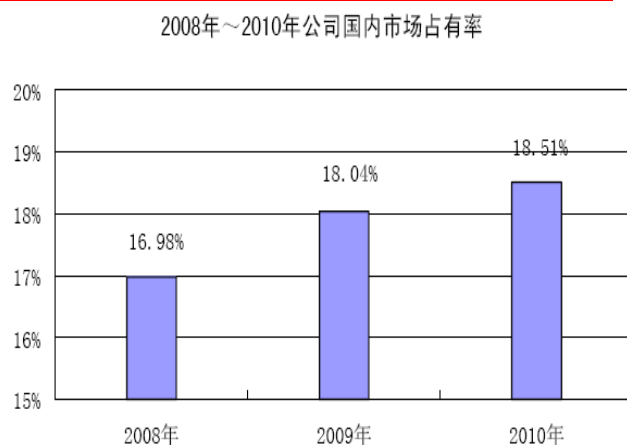
1.3 行业竞争结构及公司地位

我国的纺织工业发展存在着不平衡性，不同装备水平的纺织企业均存在，约有 30 家左右，产品以中低端为主，供求保持平衡。目前，我国纺织梳理器材毛利率水平仍较高，企业盈利状况较好，但随着我国纺织梳理器材企业生产规模的不断增长，行业竞争状况逐渐加剧，利润率水平将呈下降趋势。竞争的逐步加剧，缺乏创新能力和可持续发展能力的企业的市场空间将不断缩小。在高端市场，由于高端产品需求增长较快，而国内具有自主设计和研发能力的企业较少，导致高档产品供不应求，主要为国际知名企业所垄断。

纺织梳理器材是一种耗材，是纺织机械企业在生产时需配备必要的纺织梳理机的关键基础件，由于其消耗性特点，后期的更换需求则由纺织企业直接向纺织梳理器材生产企业采购，纺织梳理器材的市场需求中，纺织企业更新换代梳理器材的需求约占 90% 左右。

纺织梳理器材行业属于技术密集型行业，在产品的生产设备、技术工艺、原材料配套、技术人才以及客户资源等方面对新进入者形成了壁垒，我国主要有约 30 家企业长期从事纺织梳理器材的生产和销售，供应格局较为稳定，新进企业很少。2006-2011 年，公司销售收入在我国纺织梳理器材行业中均排名第一，2010 年公司产品的国内市场占有率为 18.51%。

图 3 公司近年的国内市场占有率情况



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司凭借多年的工艺技术积累，产品质量不断提升，部分高端产品质量已接近国际先进水平，钻石品牌的高速高产梳棉机用齿条、高速高产梳棉机用弹性盖板针布、高速高产梳棉机用固定盖板针布

通过江苏省科技厅的技术鉴定，棉精梳机锡林和纤维素纤维专用针布通过中国纺织工业联合会的技术鉴定，产品质量接近国际先进水平，已具备替代进口产品的能力。

二、公司分析及募集资金投向

2.1 公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

金轮科创股份有限公司是由金轮针布（江苏）有限公司整体变更而设立的。公司控股股东为蓝海投资，持有公司 63% 的股权。实际控制人为陆挺先生，是公司董事长、总裁，通过蓝海投资和安富国际（HK）间接控制公司 88% 的股权。

图 4 公司的股东及实际控制人情况

序号	股东名称	发行前		发行后	
		持股数(万股)	持股比例	持股数(万股)	持股比例
1	蓝海投资江苏有限公司	6,520.50	63.00%	6,520.50	47.25%
2	安富国际（香港）投资有限公司	2,587.50	25.00%	2,587.50	18.75%
3	上海东磁投资管理 有限公司	389.08	3.75%	389.08	2.82%
4	上海力鼎投资管理 有限公司	346.92	3.35%	346.92	2.51%
5	海门金源投资有限 公司	195.50	1.89%	195.50	1.42%
6	上海金安投资管理 有限公司	195.50	1.89%	195.50	1.42%
7	上海攀成德企业管 理顾问有限公司	57.50	0.56%	57.50	0.42%
8	上海聚慧投资发展 有限公司	57.50	0.56%	57.50	0.42%
9	社会公众股	-	-	3,450.00	25.00%
合计		10,350.00	100%	13,800.00	100%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

采购模式：

公司供应部对原材料采购实行统一管理，供应部具体负责制定公司及子公司的采购计划、供应商选择与谈判、合同制定等工作，主要原辅材料由母公司统一采购并与供应商结算，除了子公司白银金轮除进口高端钢丝及高端底布由母公司统一采购，其余原辅材料均由白银金轮负责合同执行及货款结算。公司结合资金管理需要，根据原材料对生产的重要性程度，实行物资分类采购与管理。公司主要原辅材料主要采用直接从生产商购买的方式。

生产模式：

公司实行业务部管理制，分别由针布事业部及钢丝事业部负责纺织梳理器材及钢丝制品的生产经营与管理。纺织梳理器材的生产中，针布事业部根据各产品的历史发货量情况，分别采用库存生产及订单生产相结合的模式组织生产。公司将最近6个月平均发货量高于基准值的针布规格确定为常规型号，采用库存生产的模式，计划部门根据上季度月均发货量确定最高、最低库存，并结合销售计划制定公司及子公司的生产计划；其他规格为非常规型号，公司采取订单生产的模式，一般不安排库存，计划部门根据临时订单制定生产计划。公司钢丝生产主要是为自身针布生产配套，公司钢丝事业部根据针布事业部的钢丝需求计划，制定生产计划并组织实施生产。

销售模式：

公司产品以国内销售为主。报告期，公司国内销售收入占主营业务收入的比例平均为96.90%，国外销售收入所占比重较低。公司国内销售主要采取直销模式，2011年国内客户数在4,000家以上，报告期，公司国内直销收入占国内销售收入比重在90%以上。2011年，公司国内经销商50家左右，公司与国内经销商采用买断式经销的模式，其客户规模普遍较小，经销收入比重较低。

销售商品收入确认时间的具体判断标准：

当公司已将商品所有权上的主要风险和报酬转移给购买方；既没有保留与所有权相联系的继续管理权，也没有对已售出的商品实施有效控制；收入的金额能够可靠地计量；相关的经济利益很可能流入企业；相关的已发生或将发生的成本能够可靠地计量时，则可以确认商品销售收入实现。

2.3 报告期公司主营业务收入构成情况

报告期，主营业务收入占营业收入的比例平均为95.25%，是公

司营业收入的主要来源。金属针布和弹性盖板针布是纺织梳理机械上使用最广、消耗最大的梳理器材，也是公司主营业务收入的重要组成部分。公司按产成品种类的主营业务收入占比情况如下：

图 5 公司报告期内主营业务收入按产品划分

产品	2012		2011		2010	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
金属针布	21,931.43	54.61%	23,081.16	56.95%	19,919.26	60.20%
弹性盖板针布	8,997.25	22.41%	9,712.54	23.96%	7,970.89	24.09%
固定盖板针布	4,910.60	12.23%	2,653.28	6.55%	2,313.16	6.99%
带条针布	2,238.17	5.57%	3,263.63	8.05%	2,001.49	6.05%
其他	2,079.39	5.18%	1,820.50	4.49%	881.26	2.67%
合计	40,156.83	100.00%	40,531.11	100.00%	33,086.06	100.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司为在全球金融危机的背景下积极扩大市场份额，采取了低价销售策略，2010 年下半年起，由于原材料、人工等成本上升，公司上调了部分低端产品的销售价格，同时，产品结构也不断优化，使得产品均价提升。2012 年带条针布单价大幅增长主要是产品结构变化所致，单价相对较高的起毛类产品占比大幅增加所致。

图 6 公司报告期内主要产品的销售均价

产品	2012		2011		2010	
	单价(万元/套)	增幅	单价(万元/套)	增幅	单价(万元/套)	增幅
金属针布	27.07	3.84%	26.07	10.47%	23.60	0.51%
弹性盖板针布	2,800.79	3.57%	2,704.31	6.35%	2,542.95	1.32%
固定盖板针布	307.20	-6.73%	329.35	9.15%	301.75	10.26%
带条针布	1,933.46	47.32%	1,312.38	18.22%	1,110.15	0.08%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

报告期，公司国内销售收入占主营业务收入的比重平均为 96.90%，国外销售比重平均仅为 3.10%，这主要是由于我国是全球最大的纺织梳理器材需求市场，约占全球需求的一半左右，且公司的国际销售起步较晚，目前还正在积极发展国外经销业务。国内销售主要集中在江苏、山东、浙江、河北、河南等地区，这些地区是我国纺织产业分布的集中区，也是公司的销售重点区域。

图 7 公司报告期内主营业务收入按地区划分

项目	2012		2011		2010	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)

国内销售	38,320.69	95.43%	38,826.95	95.80%	32,033.24	96.82%
江苏省	11,626.92	28.95%	11,892.45	29.34%	10,111.04	30.56%
山东省	8,232.32	20.50%	9,141.12	22.55%	7,821.74	23.64%
浙江省	5,379.90	13.40%	4,448.51	10.98%	3,109.49	9.40%
河北省	2,686.30	6.69%	2,634.77	6.50%	2,227.15	6.73%
河南省	1,971.70	4.91%	2,359.90	5.82%	1,875.91	5.67%
其他省份	8,423.55	20.98%	8,350.20	20.61%	6,887.91	20.82%
国外销售	1,836.14	4.57%	1,704.16	4.20%	1,052.82	3.18%
合计	40,156.83	100.00%	40,531.11	100.00%	33,086.06	100.00%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

图 8 公司主要产品的产销率

产品类别	时间(年)	产能(套)	产量(套)	销量(套)	产能利用率	产销率
金属针布(吨)	2012	11,000	8,088	8,103	73.53%	100.19%
	2011	10,000	9,016	8,854	90.16%	98.20%
	2010	9,000	8,921	8,439	99.12%	94.60%
弹性盖板针布(套)	2012	42,000	30,463	32,124	72.53%	105.45%
	2011	40,000	37,284	35,915	93.21%	96.33%
	2010	34,200	33,329	31,345	97.45%	94.05%
固定盖板针布(根)	2012	90,000	72,863	72,857	80.96%	99.99%
	2011	90,000	83,507	80,561	92.79%	96.47%
	2010	84,000	81,321	76,659	96.81%	94.27%
带条针布(条)	2012	29,000	26,005	25,398	89.67%	97.67%
	2011	26,000	24,809	24,868	95.42%	100.24%
	2010	21,000	20,148	18,029	95.94%	89.48%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2011 年，由于原材料、人工等成本上升导致毛利率下降。2012 年，中端产品占比较高金属针布毛利率有所上升，导致中端产品总体毛利率基本保持稳定；由于产能利用率下降、人工和折旧等成本上升导致低端产品毛利率下降。

图 9 公司主要产品毛利率

项目	2012	2011	2010
1、营业收入(单位：万元)			
金属针布	21,931.43	23,081.16	19,919.26
弹性盖板针布	8,997.25	9,712.54	7,970.89
固定盖板针布	4,910.60	2,653.28	2,313.16
带条针布	2,238.17	3,263.63	2,001.49
其他	2,079.39	1,820.50	881.26
其他业务收入	2,001.10	1,976.38	1,888.52
营业收入合计	42,157.93	42,507.49	34,974.58
2、营业成本(单位：万元)			

金属针布	11,071.81	12,193.78	11,017.34
弹性盖板针布	6,329.83	6,161.64	4,932.39
固定盖板针布	3,412.93	1,325.05	1,179.25
带条针布	1,187.65	2,167.38	1,233.92
其他	1,734.96	1,342.38	716.07
其他业务成本	1,745.34	1,439.89	1,486.28
营业成本合计	25,482.51	24,630.11	20,565.25
3、毛利率			
金属针布	49.52%	47.17%	44.69%
弹性盖板针布	29.65%	36.56%	38.12%
固定盖板针布	46.94%	50.06%	49.02%
带条针布	30.50%	33.59%	38.35%
其他	16.56%	26.26%	18.74%
其他业务毛利率	12.78%	27.15%	21.30%
综合毛利率	39.55%	42.06%	41.20%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

2.4 募集资金投向

公司该次募集资金将全部用于主营业务的扩大产能，产品结构优化，以及巩固和提升公司的市场地位。公司拟向社会公开发行3,450万股人民币普通股，募集资金计划全部用于4,000吨金属针布、10,000套盖板针布、50,000根固定盖板针布及25,000条带条针布的建设项目，项目总投资18,211.60万元。

图 10 IPO 募集资金投向（单位：万元）

项目名称	预计投资额 (万元)	募集资金使 用量(万元)	建设投 资(万元)	预计新增营业 收入(万元/年)	预计新增净 利(万元/年)
建设资金	14,712.81	14,712.81	14,712.81	22,979.72	4,071.68
流动资金	3,498.79	3,498.79	3,498.79		
合计	18,211.60	18,211.60	18,211.60	22,979.72	4,071.68

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

按照发行3,450万股，每股需募集资金约5.28元。

1) 全面提高公司生产能力，扩大主要产品产能

募集资金投资项目总额为18,211.60万元，其中建设投资14,712.81万元，流动资金3,498.79万元。建设地点位于江苏省海门市四甲镇富强路86号，即公司现有生产基地的西北侧。项目建设内容包括金属针布及固定盖板针布车间1栋，弹性盖板针布及带条针布车间1栋，钢丝生产车间2栋，以及厂区绿化、厂区道路等，生产线建设包括金属针布、弹性盖板针布、固定盖板针布、带条针布生

产线各一条。建设期2年，第2年边建设边投产，投产后的第3年达产。

2) 项目主要经济效益指标

通过募集资金投资项目的实施，优化产品结构，重点扩充高端产品产能，公司主要产品产能将大幅提升，公司具备消化新增产能的能力。公司2009年至2012年，高端产品的年复合增长率达到39.11%，2012年高端产品占总销售额的34.38%，规模仍有较大提升空间，募投项目投产后将进一步提升公司高端产品的产能以及公司的整体毛利率。针布钢丝是公司梳理器材的主要原料之一，公司募投项目将建设1条钢丝生产线，不仅可以降低原材料的采购成本，且有利于公司延展产业链，提高核心竞争力。该项目建设期2年，第2年边建设边生产，第2年、第3年生产负荷分别为30%、70%，第4年达产，达产后每年将新增销售收入22,979.72万元。

图 11 公司 2012 年主要产品产能状况及项目新增产能情况

项目	2012 年 产能	新增产能	达产前产能 年均复合增 长率	2008-2012 年销量年均 复合增长率
金属针布(吨)	11,000	4,000	8.06%	11.56%
弹性盖板针布(套)	42,000	10,000	5.48%	14.22%
固定盖板针布(根)	90,000	50,000	11.68%	12.72%
带条针布(条)	29,000	25,000	16.82%	42.42%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

图 12 公司主要财务指标增长情况(单位：万元)

项目	2012 年		2011 年		2010 年
	金额	增长率	金额	增长率	金额
营业收入	42,157.93	-0.82%	42,507.49	21.54%	34,974.58
营业利润	5,904.19	-16.75%	7,091.92	42.88%	4,963.42
利润总额	6,177.75	-12.56%	7,065.06	43.37%	4,927.80
归属于母公司所 有者的净利润	51,667.3	-12.22%	5,886.09	40.71%	4,183.10

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

图 13 专用设备制造业可比上市公司营运能力比较 (单位: 次)

证券代码	公司简称	应收帐款周转率			存货周转率		
		2012年	2011年	2010年	2012年	2011年	2010年
300307	慈星股份	12.82	30.45	36.67	1.61	2.30	3.00
002595	豪迈科技	2.69	3.17	3.45	2.62	3.68	4.41
002042	华孚色纺	11.22	12.44	16.79	2.30	2.03	2.61
002611	东方精工	11.32	15.38	13.60	2.03	2.55	2.55
	平均值	9.51	15.36	17.63	2.14	2.64	3.14
002722	金轮股份	5.75	7.83	6.77	2.53	2.38	2.37

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

报告期, 公司的应收账款周转率逐年提高。金融危机后, 纺织行业市场需求持续迅速回暖, 2010年、2011年纺织行业产品销售状况良好, 其现金流状况得以大幅改善, 对公司应收账款的回款速度产生积极影响, 且公司拥有严格的客户信用管理制度, 因此回款正常, 2010年、2011年应收账款周转率相对较快。

报告期, 公司的存货周转率相对同行业上市公司偏低, 主要由于公司产业链较长, 产品的主要原材料钢丝、底布等均为自制, 导致公司生产和交货周期较长, 约为 30 天。

3.2 公司盈利预测及主要假设

1) 主营业务的产品毛利率趋于稳定, 原材料价格不出现大幅度波动;

2) 募投项目顺利达产;

3) 宏观经济继续平稳发展, 公司所处行业与市场环境不发生重大不利变化。

基于以上假设, 初步预计 2013-2015 年公司可分别实现营业收入同比增长-1.37%、10.97%和 20.13%; 分别实现归属于母公司所有者的净利润同比增长-1.96%、12.67%和 11.80%; 分别实现每股收益(按最新股本摊薄) 0.37 元、0.41 元和 0.46 元。

图 14 公司分项产品收入预测(单位: 万元)

类别		2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
金属 针布	销售收 入(万元)	19,919.26	23,081.16	21,931.43	21,054.18	21,685.80	24,288.10
	毛利率	44.69%	47.17%	49.52%	50.00%	50.00%	50.00%
弹性	销售收	7,970.89	9,712.54	8,997.25	8,547.39	9,145.70	9,511.53

盖板	入(万元)						
针布	毛利率	38.12%	36.56%	29.65%	29.00%	29.00%	29.00%
固定	销售收						
盖板	入(万元)	2,313.16	2,653.28	4,910.60	7,120.37	9,612.49	14,995.49
针布	毛利率	49.02%	50.06%	46.94%	30.00%	30.00%	30.00%
带条	销售收						
针布	入(万元)	2,001.49	3,263.63	2,238.17	2,529.13	3,110.83	3,453.02
	毛利率	38.35%	33.59%	30.50%	46.00%	46.00%	46.00%
	销售收						
其他	入(万元)	881.26	1,820.50	2,079.39	2,328.91	2,585.09	3,179.66
	毛利率	18.74%	26.26%	16.56%	17.00%	17.00%	17.00%
	销售收						
其他	入(万元)	1,888.52	1,976.38	2,001.10	-	-	-
业务	毛利率	21.30%	27.15%	12.78%	-	-	-
营业收入(万元)		29,209.28	34,974.58	42,157.93	41,579.97	46,139.92	55,427.80
综合毛利率		33.62%	41.20%	39.55%	40.17%	39.55%	38.84%
收入增长			19.74%	20.54%	-1.37%	10.97%	20.13%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

图 15 公司利润表预测 (单位：百万元)

项目 (单位：百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	421.58	415.80	461.40	554.28
增长率	-0.82%	-1.37%	10.97%	20.13%
毛利率	39.55%	40.17%	39.55%	38.84%
二、营业总成本	362.54	339.68	379.77	460.14
营业成本	254.83	248.79	278.91	338.98
营业税金及附加	3.88	2.33	2.58	3.10
销售费用	50.86	16.22	17.99	21.62
管理费用	34.74	42.00	46.60	55.98
财务费用	17.29	29.11	32.30	38.80
资产减值损失	0.94	1.25	1.38	1.66
三、主营业利润	59.04	76.12	81.63	94.13
增长率	-16.75%	1.18%	12.40%	11.80%
收入比	14.00%	14.37%	14.55%	13.54%
四、营业利润	59.04	76.12	81.63	94.13
营业外净收益	2.74			
五、利润总额	61.78	59.74	67.14	75.07
减：所得税	10.11	9.08	10.07	11.26
六、净利润	51.67	50.66	57.07	63.81
归属于母公司所有者的净利润	51.67	50.66	57.07	63.81
增长率	-12.22%	-1.96%	12.67%	11.80%
七、每股收益：				
发行后的加权平均股本(百万股)	138.00	138.00	138.00	138.00
按最新股本摊薄后的每股收益(元)	0.37	0.37	0.41	0.46

增长率	-12.22%	-1.96%	12.67%	11.80%
-----	---------	--------	--------	--------

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

四、风险因素

4.1 下游市场需求波动带来的风险

公司下游客户集中在纺织行业和受纺织行业景气度影响较大的纺织机械行业，纺织行业的景气程度对纺织梳理器材的市场需求影响较大，纺织行业处于景气阶段时，市场需求旺盛；纺织行业处于低迷阶段时，纤维加工量和纺织机械设备需求变弱，市场需求下降。纺织行业的周期性波动会一定程度导致其市场需求发生变化，进而影响公司的经营业绩。

4.2 市场竞争加剧的风险

我国是全球纺织梳理器材最大的消费市场，也是全球主要纺织梳理器材生产企业最关注的市场之一。近年来，随着国内企业综合竞争力的提升，优势企业产品性能与国外先进产品间的差距在逐步缩小，国际著名企业在国内直接设厂，或与国内企业进行合作生产的可能性增大，有可能通过并购国内企业等方式更为直接地参与到国内市场的竞争，我国梳理器材行业的市场竞争状况将会因此而进一步加剧。我国纺织梳理器材生产企业的集中度相对较低，随着纺织梳理器材生产企业制造技术等方面的日益积累，国内市场产品同质化现象逐步明显，产品竞争将会进一步加剧。

4.3 原材料价格波动风险

线材和特种钢丝是公司的主要原材料，占公司主要产品金属针布生产成本的45%左右。钢材价格的波动将会影响线材和特种钢丝的采购价格，从而导致公司毛利率发生波动，进而影响公司经营业绩的稳定性。

五、估值及定价分析

5.1 国内同类公司比较分析

根据可比公司2012年业绩和2013、2014年预测的每股收益，

同行业重点上市公司 2012 年平均静态市盈率为 34 倍，2013 年平均动态市盈率 26 倍。

图 16 同行业上市公司估值比较

证券代码	证券简称	股价	EPS				PER(倍)			
			2012A	2013E	2014E	2015E	2012A	2013E	2014E	2015E
300307	慈星股份	12.95	0.47	0.44	0.55	0.75	27.38	29.53	23.66	17.27
002595	豪迈科技	36.33	0.99	1.58	2.17	2.84	36.74	22.93	16.73	12.81
002042	华孚色纺	4.58	0.11	0.27	0.37	0.45	42.05	17.11	12.29	10.28
002611	东方精工	11.26	0.35	0.31	0.38	0.46	31.88	35.76	29.32	24.70
样本均值							34.51	26.33	20.50	16.27

数据来源: Wind, 股价以1月15日收盘价计

5.2 公司可给的估值水平及价格区间

公司属于专用设备制造行业，综合考虑同行业中小板上市公司估值水平后，认为给予公司 13 年每股收益 25 倍市盈率这一估值水平较为合理，以该市盈率为中枢且正负区间为 20% 的公司合理估值区间为 8.33-10.18 元，相对于 2012 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 22-27 倍。由于新股发行价格由项目资金需求量、新股发行费用和新发股数确定。假定公司发行 3,450 万股新股，公司本次募集资金额为 18,211.60 万元，据此推算发行价格不低于 5.28 元，其相对于 13 年每股市盈率为 14.27 倍。我们建议给予相对公司合理股值 30% 的折扣率，对应的询价区间为 5.83-7.13 元。

分析师承诺

分析师 曾小勇、潘贻立

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。