

日期: 2014年12月17日

行业: 通用设备



潘贻立  
021-53519888\*1909  
Panyili@shzq.com  
执业证书编号: S0870514060001

IPO 询价 RMB 12.80  
合理估值区间 RMB 22.75-27.30

**基本数据 (IPO)**

发行数量不超过 (百万股) 20.00  
发行后总股本 (百万股) 80.00  
发行方式 网下询价网上定价  
保荐机构 华西证券

**主要股东 (IPO 前)**

周建灿 28.69%  
王森根 22.86%  
陈根荣 16.88%  
周纯 14.35%  
上海诚鼎二期股权投资基金合伙 6.00%

**收入结构 (14Q2)**

地铁类 37.95%  
隧道类 28.33%  
民用与工业类 28.49%  
核电类 3.98%  
船用类 0.80%  
风机配件及维修 0.45%

报告编号: PYL14-NSP11

首次报告日期: 2014年12月17日

**高端应用领域的通风机设备制造企业****■ 投资要点:****通风机产品专注于高端领域, 行业发展迎来契机**

公司主营业务为风机、消声器、风阀等通风设备及通风系统的研发、生产和销售, 其产品专注于地铁、隧道、核电等高端领域, 近年来保持高速增长。随着我国大力发展基础设施建设和清洁能源, 通风机设备及系统也多应用于此领域, 通风机行业将会得到良好的发展契机。预计2016年, 我国公路隧道通风系统市场增幅预计可以达到18%, 市场规模有望达到105亿元。同时, 核电通风系统市场也在2012年后逐步回升, 2014年我国核电通风系统市场规模约为19亿元, 预计核电启动还将带动风机需求进一步增长。

**募投项目增厚公司产能, 增强企业综合竞争力**

此次募投项目计划总投资为24,408.00万元, 建设周期均为2.5年。地铁、隧道智能通风系统投资项目为年产2,000套地铁、隧道智能通风系统, 达产后将年均新增销售收入30,620万元(不含税), 新增利润总额为5,210万元。三代核电(AP1000)通风空调系统产业化项目建成后年产2套百万千瓦级三代核电(AP1000)通风空调系统, 可提高企业经济规模和研发能力。项目达产后可新增年收入23,318万元(不含税), 年均新增利润总额为4,397万元。

**给予上市6个月内的估值区间为22.75-27.30元**

初步预计2014-2016年公司可分别实现每股收益(按发行后股本摊薄)0.65元、0.79元和0.97元。根据同行业上市公司估值水平, 公司属于通用设备行业, 我们给予公司2014年35-42倍的合理PE, 判断公司上市后6个月内股价的合理估值区间为22.75-27.30元/股。

此次募投项目的实际资金需要量为24,408万元, 拟用募集资金金额21,826万元, 加上发行费用总计3,774万元后, 按发行新股数量不超过2,000万股计算。按照目前的新股发行方式, 综合参考公司基本面、所处行业、可比上市公司估值水平、市场情况、募集资金需求等, 考虑到公司不涉及老股转让, 建议每股询价区间为12.80元。

**■ 数据预测与估值:**

至12月31日(¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	294.70	331.54	392.87	493.06
年增长率	7.68%	12.50%	18.50%	25.50%
归属于母公司的净利润	47.17	51.64	63.22	77.91
年增长率	17.06%	9.49%	22.42%	23.24%
按最新股本摊薄后的每股收益(元)	0.59	0.65	0.79	0.97

注: 按发行后总股本计算

## 一、公司及所在行业背景

### 1.1 公司所处行业及简况

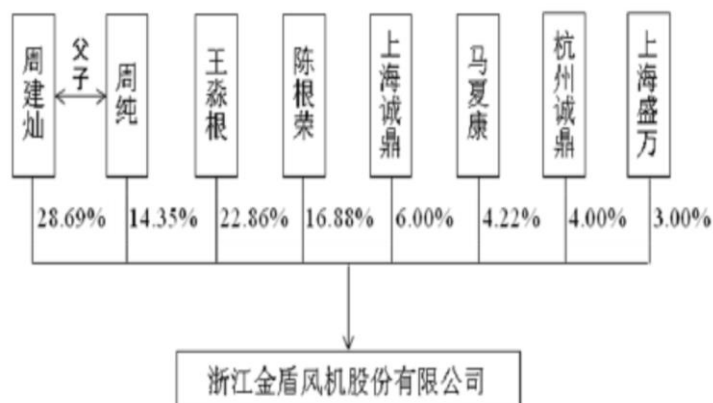
公司所属行业为风机行业，细分行业为通风机行业。根据中国证监会《上市公司行业分类指引（2012年修订）》的分类，公司所属行业为C34制造业-通用设备制造业；根据国民经济行业分类与代码(GB/T4754-2011)，公司属于通用设备制造业中的风机、风扇制造。公司产品按用途可以分为地铁类、隧道类、核电类、民用与工业类、船用类通风设备及系统。

### 1.2 公司简介

公司主营业务为风机、消声器、风阀等通风设备及通风系统的研发、生产和销售，主要应用于地铁、隧道、核电等高端领域的通风、除尘和冷却。其产品主要包括地铁隧道轴流风机、隧道射流风机、地铁隧道智能通风系统等。

公司前身系金盾有限成立于2005年12月，公司当时注册资本为5,000万元。目前公司控股股东、实际控制人为周建灿、周纯父子，共持有公司发行前43.04%的股权。

图1 发行人股权结构



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

### 1.3 所属行业增长前景概况

通风机行业产品多应用于我国产业政策鼓励发展领域。近年来，由于我国大力发展基础设施建设和清洁能源，通风机设备及系统也多应用于此领域，因此通风机行业将会得到良好的发展契机。通风

机行业隶属于风机行业，为其子行业之一。我国风机行业自 2008 年起销售逐年递增，其中 2008 年销售收入为 399.28 亿元，增幅达到 41.21%，2012 年销售收入达到 743.17 亿元。预计到 2015 年销售额将会超过 1000 亿元。

地铁领域：随着我国城镇人口不断上升，道路交通拥堵问题日益凸显。城市轨道交通具有准时、高效、便捷、客运量大等特点，可以有效缓解城市交通压力，是城镇交通发展方向之一。目前北京、天津、重庆等地都加大了城市轨道交通建设。我国内地共有 53 个城市正在建设或规划新的城市轨道交通项目，总规划历程超过 14,000 公里。2012 年国家发改委公式的审批铁路建设项目中城市轨道交通项目 43 个，城际铁路建设项目 7 个，铁路新增项目 1 个。

通风系统为城市轨道交通建设中的重要一环，预计 2016 年，我国地铁通风系统的市场规模将会达到 34 亿元，2012 至 2016 年的复合增长率约为 37.54%。

图 2 2008-2016 中国地铁通风系统市场规模

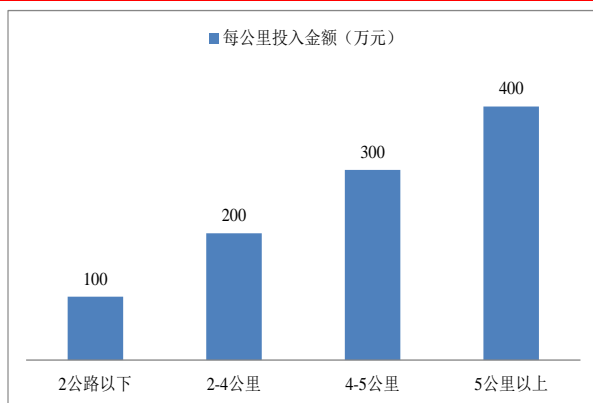


资料来源：公司公告，上海证券研究所

隧道领域：目前我国公路建设处于快速发展时期。“十一五”期间我国新增公路 66.3 万公里。伴随着公路的发展，我国隧道总量及长度也在不断增加。截至 2013 年年底，公路隧道为 11,359 处、960.56 万米，比 2006 年增加了 7,571 处，776.38 万米。其中特长隧道 562 处，250.69 万米；长隧道 2,303 处，393.62 万米。根据我国公路隧道通风设计规范要求和建设投资经验，随着公里数的增加，通风设备每公里的投资额也随之增加。预计 2016 年，我国公路隧道通风系统市场增幅预计可以达到 18%，市场规模有望达到 105 亿元。

图 1 公路隧道每公里通风设备投入

图 2 2008-2016 中国公路隧道规模



数据来源：公开信息 上海证券研究所

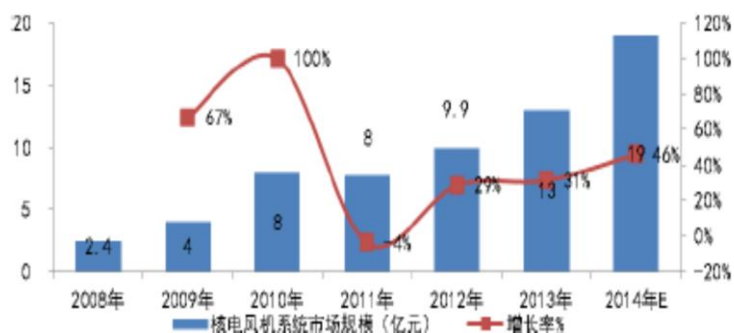


数据来源：公司公告 上海证券研究所

根据我国中华铁道网公布的信息，“十二五”期间，我国铁路建设仍将保持较快的发展。新线投产规模在3万公里以内，安排基建投资为2.8万亿元。预计到2015年，全国铁路运营里程将增至12万公里左右。按保守估计，如果每公里铁路隧道按15万元的风机系统投入计算，2010至2020年，如果新增铁路隧道9,000公里，则新增的风机系统市场规模将达到13.5亿元，平均每年新增铁路隧道通风系统为1.23亿元。

核电领域：我国发电目前主要依赖于火力发电。由于火力发电耗能高、污染重，所以清洁、稳定、高效的核电项目将会是我国未来发电发展方向。核电能源的开发将在我国能源规划中占有重要位置。截至2010年底，我国核电发电量仅占发电量的1.8%，远低于世界平均水平。2012年，我国核电累计装机容量为1,257万千瓦，与2011年持平。2013年1月，国务院正式发布《能源发展“十二五”规划》。该规划指出到2025年，运行核电装机达到4,000万千瓦。2012至2015年新增装机容量2,781.7万千瓦，到2020年，总装机容量有望达到7,000万千瓦。

图 5 2008-2014 年中国核电通风系统市场规模及增长率



数据来源：公司公告 上海证券研究所

根据对新增装机容量测算，到 2015 年，我国新增完工核电机组将达 30 台，2016 至 2020 年，新增完工核电机组数量将达到 29 台。核电政策的进一步明朗，核电通风系统市场也在 2012 年后逐步回升。2014 年我国核电通风系统市场规模约为 19 亿元。

#### 1.4 行业竞争结构及公司地位

我国通风系统市场机构层次清楚，根据竞争特点和竞争参与者，可将参与企业划分为高端领域系统主要解决方案提供商和中低端标准化产品及组合产品提供商。

高端领域系统解决方案提供商：主要为地铁、隧道、核电、石化等基础性行业提供行业配套。这类企业一般拥有自主知识产权，提供产品大部分属于非标准件产品，产品的精度、强度、性能指标及设备的允许那个能力可靠性等方面要求高，一般合同金额高、技术附加值高、企业毛利率高。总体来说，不仅可以提供高质量的通风设备，还能根据客户需求，提供个性化、专业化和精细化的系统集成服务及综合解决方案。满足通风设备安全、稳定、节能、高效等需求。这一领域系统进入门槛高，市场竞争取决于企业的技术实力与经营业绩等方面，竞争环境相对宽松。行业竞争特点主要表现在，通风系统制造商的产品和服务都在各自技术架构、行业经验以及不同领域客户需求的基础上提供，产品之间的差异化特征明显。竞争主要集中在企业的技术、行业经验、定制化制造和过程服务开展。价格因素影响较小。其次，高端产品领域的领先企业已经达到发达国家的技术水平。注重风机系统技术升级、新产品的研发以及老产品的替代。技术水平较高的企业在市场竞争中占据有利地位。

中低端标准化产品及组合产品提供商：主要提供标准化产品，生产技术、工艺要求不高，产品毛利率相对较低，销售具有较强的地域性。这类企业主要满足客户的基本使用要求，只要提供标准化产品，部分领域需要提供成套组合产品，定制化程度不高。产品技术含量低，进入门槛低，生产厂商数量多，市场竞争激烈，普遍规模较小。

浙江金盾风机股份有限公司产品主要针对地铁、隧道核电等高端产品应用领域，属于高端领域系统解决方案提供商。目前公司产品已形成从产品设计、制造、系统集成到检测的完整技术体系。由于产品定位于高端产品领域，利润率高于行业平均水平，约为 15% 左右。

## 1.5 公司的竞争优势

公司的核心竞争优势主要表现在：（1）技术与研发优势：公司通过研发、创新，形成了许多项通风设备和通风系统的核心技术，在国内同行业内处于领先水平。此外，公司注重与高校合作，建立金盾通风机械装备升级研究研发中心，拥有具有多项专利技术。公司很多产品在同行业内具有领先优势，如公司研发的高强度、轻量化铸造铝合金作为专用叶轮新材料，设计出机翼宽型叶片，实现通风设备大流量、低能耗的要求；公司研制的金属幕帘风阀，开创地下长隧道横向排烟新模式，满足了活着工况下地铁快速排烟要求；公司开发的三代核电（AP1000）通风空调系统可以保证在高温热、高辐照环境下安全不间断运行；采用自动化控制技术，实现无人职守。（2）公司具有系统集成优势：公司建设风机检测中心并开发地铁隧道智能通风系统模拟测试装置，通过建设符合隧道建设单位招标检测的检测装置，实现各部件的优化匹配，提高整体系统的运行效率。公司的集成能力在行业中处于领先水平，使得公司的竞争能力和市场地位上得到有效提升。（3）公司采用差异化定制优势：主要表现在应对市场需求的反映快速和协调配合能力、设计制造能力强（4）公司注重细分市场的品牌优势（5）公司具有检测优势：建造了按 AMCA 标准设计并通过 CNAS 认证的风机检测中心，试验与检测技术处于国内领先水平。该检测能力可以实现基于国家标准的全面检查、特殊要求检测和针对地铁通风系统的集成检测。

公司的竞争劣势：（1）发展资金不足：高端通风系统应用领域的特点决定了企业开展业务时必要具备一定的资金实力，同时部分客户对供应商的资本规模也有一定的要求。公司目前的资金主要来自内部积累，融资渠道相对狭窄，造成公司在重大合同承揽、前沿技术研发及产品产业化等方面资金不足，成为规模扩张、品牌提升的瓶颈；（2）市场知名度有待进一步提升：公司只在地铁和隧道领域建立了自己的品牌知名度，在核电行业方面与国内同行业及国外领先核电通风系统装备制造企业相比，公司取得民用核安全设备设计、制造许可时间较短，在品牌影响力和市场知名度等方面仍需进一步的提高。此外，在大型工业领域的市场认可度和品牌知名度仍需进一步的提高。

公司同行业的主要竞争对手有：南风股份、上风高科、江苏中联风能机械有限公司等。

## 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

公司由金盾有限于 2011 年 7 月整体变更设立的股份有限公司，股权结构如下：

表 1：公司的股东实际情况

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	周建灿	1,721.40	28.69%	1,721.40	21.52%
2	王森根	1371	22.86%	1371.60	17.15%
3	陈根荣	1,012.80	16.88%	1,012.80	12.66%
4	周纯	861.00	14.35%	861.00	10.76%
5.	上海诚鼎	360.00	6.00%	360.00	4.50%
6.	马夏康	253.20	4.22%	253.20	3.17%
7.	杭州诚鼎	240.00	4.00%	240.00	3.00%
8.	上海盛万	180.00	3.00%	180.00	2.25%
9.	社会公众股	-	-	2,000.00	25.00%
	<b>合计</b>	<b>6,000.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>8,000.00</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

### 2.2 公司业务简况及经营模式

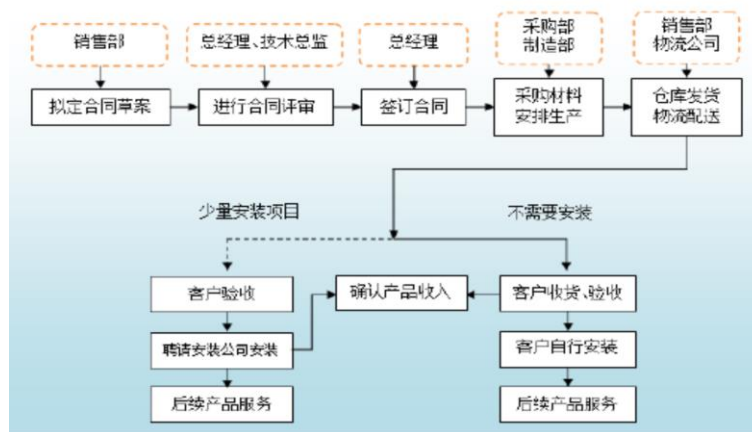
#### 生产模式

公司生产模式主要分为 2 种。(1) 自主生产，根据公司“订单生产”模式，采取自主生产与委托加工相结合的生产模式，核心部件、系统集成、调试检测等核心生产工艺由公司自主完成。(2) 外协生产，对于热镀锌、热处理等特殊工艺及部分加工精度低的非核心部件或生产工艺及技术相对简单的风机产品均采取委托加工外协生产的方式。

#### 销售模式

公司根据其自身产品的特点和行业特征，针对销售环节多采用直销模式。除对新加坡地铁的出口采取代理销售的模式外，其余均为直销。公司客户主要集中在北京、上海等地铁建设领先的城市或地区中心；对潜在客户及重点客户采取全程跟踪服务。目前公司已在国内 15 个城市或地区设立了售后服务网点。公司一般不提供安装服务，形成覆盖全国的营销网络和服务网络。

图 6 公司直销流程图

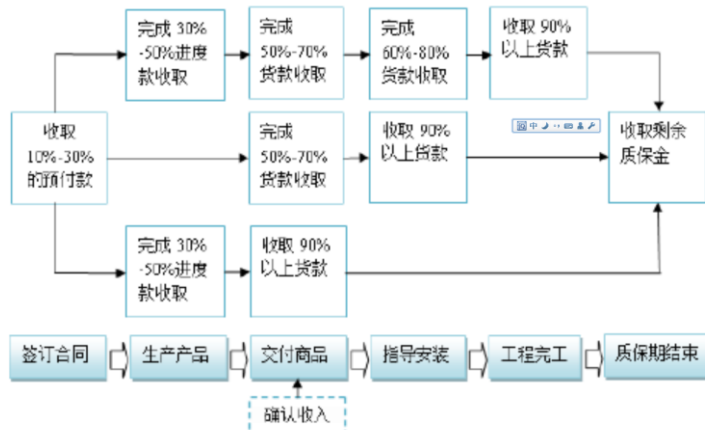


资料来源：公司公告，上海证券研究所

### 收入确认

由于公司产品是主要应用于地铁、隧道和核电等领域的专业设备，客户按照合同的进程按照一定比例向公司支付预收款、(产品进度款)、商品支付款、工程结算款和质量保证金。公司在支付商品时确定收入。

图 7 公司结算模式



资料来源：公司公告，上海证券研究所

### 2.3 公司主营业务收入构成和产销情况

报告期内，公司主营业务收入来自地铁类、隧道类、核电类、民用于工业类、船用类、风机配件及维修类产品。针对公司目前而言，地铁类、隧道类、民用与工业类营业收入占营业总收入的较大比重。由于公司相关核电项目取得相应许可证时间较短，品牌影响力仍在建设中，所以核电类产品收入所占比重不高。但随着公司上

市募集资金后，针对公司三代核电（AP1000）通风空调系统产业项目的资金的补充，相信公司核电领域未来发展前景广阔，主营业务收入有望进一步扩大。

表 2：公司报告期内主营业务收入按产品划分

项目	2013		2012		2011	
	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)	金额(万元)	比例(%)
地铁类	15,527.80	52.69%	11,212.39	40.97%	8,491.16	36.58%
隧道类	7,518.07	25.51%	8,341.24	30.48%	6,456.82	27.82%
核电类	609.95	2.07%	993.38	3.63%	1,996.73	8.60%
民用与工业类	5,193.23	17.62%	6,389.51	23.35%	5,749.30	24.77%
船用类	436.82	1.48%	311.14	1.14%	370.92	1.60%
风机配件及维修	184.28	0.63%	120.75	0.44%	146.98	0.63%
<b>合计</b>	<b>29,470.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>27,368.42</b>	<b>100.00%</b>	<b>23,211.91</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 3：公司产品产销量情况

项目	2014 年 1-9 月		2013	
	产量(台/套)	产销率	产量(台/套)	产销率
地铁类	4,204	100.94%	4,949	102.16%
隧道类	1,702	100%	3,303	100.58%
核电类	131	100%	334	100%
民用与工业类	6,531	100.59%	8,496	103.84%
船用类	127	100%	396	101.9%
风机配件及维修	9.41	0.06%	50.17	0.28%
<b>合计</b>	<b>14,946.89</b>	<b>100%</b>	<b>18,111.98</b>	<b>100%</b>

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

表 4：公司主要产品毛利率

项目	2013	2012	2011
1、营业收入(单位：万元)			
地铁类	15,527.80	11,212.39	8,491.16
隧道类	7,518.07	8,341.24	6,456.82
核电类	609.95	993.38	1,996.73
民用与工业类	5,193.23	6,389.51	5,749.30
船用类	436.82	311.14	370.92
风机配件及维修	184.28	120.75	146.98
<b>合计</b>	<b>29,470.16</b>	<b>27,368.42</b>	<b>23,211.91</b>
2、营业成本(单位：万元)			
地铁类	9,630.37	6,982.34	5,232.51
隧道类	4,630.57	5,236.02	3,986.19
核电类	241.10	485.38	845.93
民用与工业类	3,364.17	4,557.30	4,180.00

船用类	195.60	134.26	180.28
风机配件及维修	50.17	87.99	103.59
合计	18,111.98	17,4883.29	14,5228.50
3、毛利率			
地铁类	5,897.43	4,230.05	3,258.65
隧道类	2,887.50	3,105.23	2,470.63
核电类	368.50	508.00	1,150.80
民用于工业类	1,829.06	1,832.21	1,569.30
船用类	241.22	176.88	190.64
风机配件及维修	134.11	32.76	43.39
综合毛利率	11,358.18	9,885.12	8,683.41

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

## 2.4 募资项目

公司自创立以来，坚持依靠科技进步，不断加大研发投入，以高新工艺、高新技术发展企业，推行现代企业制度，注重质量管理，企业综合实力得以增强。项目的实施将优化公司产品结构、形成新的利润增长点，从而增强竞争力，满足发展要求。本项目的实施，对公司突出主业，提高自主创新能力和生产规模，树立知名品牌、提高核心竞争能力具有重要的意义。

此次募集资金主要用于地铁、隧道智能通风系统、三代核电（AP1000）通风空调系统产业项目和针对流动资金的补充，计划总投资为 24,408.00 万元，建设周期均为 2.5 年。若此次募集资金数额少于项目所需资金，公司将通过自有资金和银行贷款解决。

表 5：公司 IPO 募集资金项目概况

项目名称	总投资额 (万元)	固定资产 投资 (万元)	铺底流 动资金 (万元)	新增营业 收入 (万元)	期限 (年)
地铁、隧道智能 1 通风系统投资项 目	11,530.00	10,240.90	1,900.00	30,620.00	2.5
三代核电 2 (AP1000) 通风 空调系统产业化 项目	7,878.00	3,667.84	1,280.00	23,318.00	2.5
3 补充流动资金	5,000.00	-	--	--	-
<b>合计</b>	<b>24,408.00</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

此次募投项目的实际资金需要量为 24,408 万元，拟用募集资金金额 21,826 万元，此次公开发行新股数量不超过 2,000 万股。

### 地铁、隧道智能通风系统投资项目

项目为年产 2,000 套地铁、隧道智能通风系统项目。建设期为 2.5 年，该项目将有利于满足国家铁路、公路隧道、铁路隧道建设对通风系统的高效节能、高安全可靠性的要求，同时有利于进一步增强企业综合竞争力。

**项目主要经济效益指标：**项目完全达产后，公司将年均新增销售收入 30,620 万元（不含税），新增增值税和销售税金及附加 1,939 万元，新增利润总额为 5,210 万元，项目投资利润率为 33.89%，投资利税率为 45.19%，内部收益率（全部投资所得税后）为 27.47%，投资回收期（税后，含建设期）为 6.51 年。

### 三代核电（AP1000）通风空调系统产业化项目

项目为年产 2 套百万千瓦级三代核电（AP1000）通风空调系统，包括核电风机 750 台，核电空调机 160 台，核电防火阀 680 台，核电电加热器 320 台。该项目建成后将提高企业经济规模和研发能力，增强企业综合竞争力。

**项目主要经济效益指标：**项目总投资为 7,878 万元，其中固定资产投资 6,598 万元，铺底流动资金 1,280 万元。项目达产后可新增年收入 23,318 万元（不含税），年均新增利润额为 4,397 万元。项目的投资利润率为 41.86%，投资利税率为 55.82%，内部收益率（全部投资税后所得）为 37.72%，投资回收期（税后，含建设期）为 5.58 年。

## 三、财务状况分析及盈利预测

### 3.1 盈利能力、成长能力及资产周转能力指标的分析

在城市化进程加快推进和低碳经济的背景下，公共交通基础设施建将成为国家重点领域。预计 2015 年地铁通风系统市场规模将达到 24 亿元；2015 年隧道通风系统市场规模将达到 89.09 亿元；铁路隧道、过江及海底隧道通风系统市场规模也将迎来较大增长空间。对于核电项目，清洁高效核电能源将是中国能源发展的一个必然趋势。我国针对核电项目越来越强调国产化的重要性，以 AP1000 为例，前四台机组的国产化率以接近 50%。

此次募集资金到位后，针对地铁、隧道智能通风系统，将会有助于公司扩大产能，改善之前难以满足订单需求的产能不足现状，帮助公司巩固目前在地铁、隧道通风系统市场的领先地位，满足公司可持续发展需要。针对三代核电项目，公司将会优化公司产品结构，提高自主创新能力和生产规模，形成新的利润增长点，有利于公司树立知名品牌、提高核心竞争力。

**表 6：公司主要财务指标增长情况（单位：万元）**

项目	2013 年度	2012 年度	2011 年度
营业收入	29,470.16	27,368.42	23,211.91
营业利润	4,976.33	4,489.86	4,022.10
利润总额	5,242.03	4,676.31	4,208.75
净利润	4,716.68	4,029.33	3,608.93

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

通过和同行业相关公司比较，可以发现 2011 年至 2013 年其销售毛利率均高于同行业平均水平；证明公司在通风机行业内具有较强的盈利能力。伴随公司实力在相关领域的进一步巩固发展，特别是融资后有助于其扩大在核电领域的实力，公司盈利能力有望进一步增强。

**表 7：公司和相关公司的销售毛利率比较（单位：%）**

公司	2013 年度	2012 年度	2011 年度
陕鼓动力 601369	30.51%	35.49%	33.64%
南风股份 300004	38.13%	37.13%	36.72%
上风高科 000967	7.58%	8.72%	10.49%
金通灵 300091	18.36%	18.85%	23.98%
平均值	23.65%	25.05%	26.21%
金盾股份	38.54%	36.12%	37.41%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

报告期内，公司的应收账款周转率低于同行业可比上市公司平均水平，主要由于公司产品主要针对地铁、隧道和核电领域，项目建设周期长，公司在确认收入后收回剩余项目款的时间也相对较长，同时由于项目完工后还要保留 5%-10% 的质保金在质保期（1-2 年）期满后才能收回，导致公司应收账款周转率低于业内平均水平。存货周转率则高于同行业平均水平，说明公司营运能力强，产品变现能力高于其他相关公司。

**表 8：公司和相关公司的周转率比较（单位：%）**

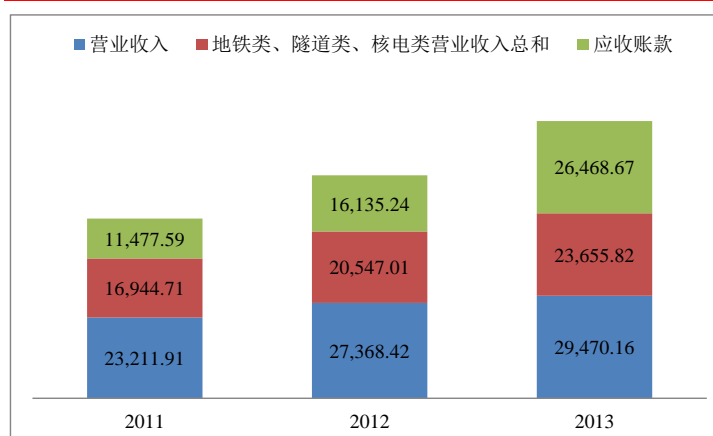
公司	指标	2013 年度	2012 年度	2011 年度
陕鼓动力	应收账款周转率	3.11	3.64	3.46
601369	存货周转率	2.62	2.36	2.75

南风股份	应收账款周转率	1.09	0.92	1.69
300004	存货周转率	1.95	2.04	2.79
上风高科	应收账款周转率	3.51	4.28	4.17
000967	存货周转率	12.10	11.82	13.12
金通灵	应收账款周转率	1.59	1.54	2.19
300091	存货周转率	2.45	2.30	3.43
平均值	应收账款周转率	2.33	2.60	2.88
	存货周转率	4.78	4.63	5.52
金盾股份	应收账款周转率	1.38	1.98	2.27
300411	存货周转率	9.63	8.38	6.75

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

报告期内，公司应收账款随地铁类、隧道类、核电类产品的销售增加而增加，与公司经营模式基本匹配，进一步证明公司的应收账款主要是由于其签订地铁、隧道、核电等长期合同特点决定。2013年公司应收账款占营业收入比重较大，分析主要原因为前期合同项目建设及项目所需质保金造成。

图 8 近三年公司营业收入和应收账款增长趋势



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

### 3.2 盈利预测及主要假设

- 1) 国家宏观经济不出现在目前背景下无法预期的剧烈动荡；
- 2) 募投项目进展顺利，按时投产、达产，并取得接近预期收益；
- 3) 公司所处行业与市场环境不会发生重大不利变化；主营业务发展稳定。

### 3.3 公司盈利预测

基于以上假设，初步预计 2014-2016 年公司可分别实现营业收

入 331.54 百万元、392.87 百万元和 493.06 百万元，同比增长 12.50%、18.50% 和 25.50%；分别实现归属于母公司所有者的净利润 51.64 百万元、63.22 百万元和 77.91 百万元，同比增长 9.49%、22.42% 和 23.24%；分别实现每股收益（按发行后股本摊薄）0.65 元、0.79 元和 0.97 元。

**表 9：公司利润表预测（单位：百万元）**

项目（单位：百万元）	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>一、营业总收入</b>	294.70	331.54	392.87	493.06
增长率	7.68%	12.50%	18.50%	25.50%
毛利率	38.54%	38.50%	38.50%	38.50%
<b>二、营业总成本</b>	244.94	274.68	323.53	407.02
营业成本	181.12	203.90	241.62	303.23
营业税金及附加	2.21	2.49	2.95	3.70
销售费用	22.48	26.52	31.43	39.44
管理费用	22.13	24.87	28.68	35.99
财务费用	6.29	1.99	3.14	4.93
资产减值损失	10.71	14.92	15.71	19.72
<b>三、主营业利润</b>	49.76	56.86	69.34	86.04
增长率	10.83%	14.26%	21.95%	24.08%
收入比	16.89%	17.15%	17.65%	17.45%
<b>四、营业利润</b>	49.76	56.86	69.34	86.04
营业外净收益	2.66	2.50	2.50	2.50
<b>五、利润总额</b>	52.42	59.36	71.84	88.54
减：所得税	5.25	7.72	8.62	10.62
<b>六、净利润</b>	47.17	51.64	63.22	77.91
少数股东损益	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	47.17	51.64	63.22	77.91
增长率	17.06%	9.49%	22.42%	23.24%
收入比	16.00%	15.58%	16.09%	15.80%
<b>七、每股收益：</b>				
按最新股本摊薄后的每股收益（元）	0.59	0.65	0.79	0.97
增长率	17.06%	9.49%	22.42%	23.24%

资料来源：Wind 上海证券研究所；每股收益按股本 80.00 百万股摊薄

## 四、风险因素

### 4.1 市场投资风险

公司产品主要应用于地铁、公路等国家重大基础建设项目。这些项目的营业收入占公司总营业收入的比重大。虽然我国市场对加速城镇交通基础建设的需求较大，但由于公路、铁路等交通建设所

需投资巨大。目前，国际经济发展前景不明朗的影响，我国宏观经济环境也会受到影响。因此有可能造成相关建设放缓或缩减投资，从而对公司的营业收入造成影响。

## 4.2 技术风险

公司主要产品技术含量较高，多数核心技术为公司自主创新。虽然公司加强自身知识产权的保护，但是随着通风机行业的发展，业内人才需求量不断增大，人才竞争日益激烈，公司有可能出现研发和技术队伍人才流失或严重技术泄密的潜在技术风险。同时，国内通风机市场竞争激烈，新产品、新技术不断涌现，若公司不能紧跟国内外通风机行业技术的发展趋势，满足客户多样化的个性需求，或技术更新、研发出现研究方向偏差都将会影响公司的产品创新能力，造成公司经营业绩下降。

## 4.3 成长性风险

公司主要营业收入来自针对地铁、隧道、核电等领域的配套产品销售。但此些项目均为国家主导型投资建设项目。如果国家及地方政府放缓相关项目的建设或减少投资，都会对公司未来成长带来影响。

## 4.4 募集资金投资项目风险

公司此次募集资金所建项目有助于公司提高自身生产能力，提高社会地位，进而增强竞争力和盈利能力，但同时也对公司对市场的拓展能力提出要求。如果公司所占市场份额与公司生产能力不相匹配，则会造成公司因产能扩大市场规模增长放缓、利润水平下降的风险。此外，虽然我国安全利用核能的总体策略不会改变，但是受日本福岛核电事故的影响，我国一定程度上放缓核电产业投资，短期对核电装备制造业仍会存在潜在影响，给公司带来一定的投资风险。

# 五、估值及定价分析

## 5.1 国内同类公司比较分析

目前，和公司业务模式或盈利水平相近的可比上市公司对应2014-2016年的动态市盈率均值分别为61倍、38倍和27倍。

**表 10：同行业可比上市公司估值比较（单位：元/股）**

证券代码	证券简称	股价	EPS	PER(倍)
------	------	----	-----	--------

			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
601369	陕鼓动力	8.80	0.56	0.26	0.32	0.42	15.75	33.69	27.26	21.19
300004	南风股份	45.74	0.25	0.52	0.96	1.36	182.96	87.56	47.73	33.76
	样本均值						99.36	60.62	37.50	27.48

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

## 5.2 股票估值

初步预计公司2014年可实现每股收益(按发行后股本摊薄)0.65元。根据同行业上市公司估值水平，公司属于通用设备行业，我们给予公司2014年35-42倍的合理PE，判断公司上市后6个月内股价的合理估值区间为22.75-27.30元/股。

## 5.3 询价估值

此次募投项目的实际资金需要量为24,408万元，拟用募集资金金额21,826万元，加上发行费用总计3,774万元后，按发行新股数量不超过2,000万股计算。按照目前的新股发行方式，综合参考公司基本面、所处行业、可比上市公司估值水平、市场情况、募集资金需求等，考虑到公司不涉及老股转让，建议每股询价区间为12.80元。

## 分析师承诺

分析师 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。