

日期：2014年12月19日

行业：汽车制造业



王昊
021-53519888-1957
wanghao@shzq.com
执业证书编号：S0870513070002

IPO 报价 RMB10.28 元
合理价格区间 RMB11.17~13.41 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	34.20
发行后总股本 (百万股)	136.80
发行数量占发行后总股本	25.00%
发行方式	网上定价发行
保荐机构	国信证券

主要股东 (IPO 前)

宁波高发控股有限公司	58.33%
钱高法	9.04%
钱国耀	8.04%
钱国年	8.04%
国信弘盛创业投资有限公司	6.00%

收入结构 (Y2013)

变速操纵器及软轴收入	51.65%
汽车拉索收入	32.47%
电子油门踏板收入	9.38%
电磁风扇离合器收入	2.61%
其他收入	3.89%

报告编号：WH14-NSP10

首次报告日期：2014/12/19

快速发展中的汽车操控系统供应商

■ 投资要点：**公司是汽车操纵控制系统制造领域的优秀民族企业**

宁波高发主要从事汽车操纵控制系统研发、生产和销售，主要产品包括变速操纵器及软轴、电子油门踏板、汽车拉索、电磁风扇离合器四大类。近年来，伴随着民族汽车工业的不断发展，以及公司加大对乘用车市场开发力度，其产品的市场占有率持续提升。

公司规模和业绩持续增长

公司营业收入从2011年的2.74亿元增加到2013年的4.48亿元，2012年和2013年分别实现了15.93%和40.87%的增长；同期公司分别实现归母公司净利润4,724.56万元、5,526.80万元和7,961.77万元，2012年和2013年同比增长16.98%和44.06%，说明公司具备持续增长的能力。

同期公司综合毛利率呈现窄幅波动的趋势，分别为32.43%、32.75%和31.42%。2013年毛利率下滑的主要原因是占收入比重较大的变速操纵器及软轴的毛利率从36.54%下降到35.12%。

公司在行业内竞争优势明显

公司的竞争优势有：1) 技术研发优势；2) 客户资源优势；3) 产品性价比优势。

上市6个月内的合理估值区间为11.17~13.41元

我们认为给予公司14年每股收益20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11.17-13.41元，相对于2014年的动态市盈率(发行后摊薄)为18.18-21.82倍。

建议询价价格为10.28元

在老股不进行转让的前提下，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3420万股新股，则公司总股本为13680万股，公司本次募集资金总额为3.52亿元，据此推算发行价格为10.28元，对应2014年动态市盈率16.73倍。

■ 数据预测与估值：

至12月31日 (¥.百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	447.94	560.26	740.02	938.99
年增长率	40.87%	25.07%	32.08%	26.89%
归属于母公司的净利润	79.62	84.07	104.44	130.68
年增长率	44.06%	5.59%	24.24%	25.13%
(发行后摊薄)每股收益(元)	0.58	0.61	0.76	0.96

注：有关指标按最新总股本计算 上海证券研究所

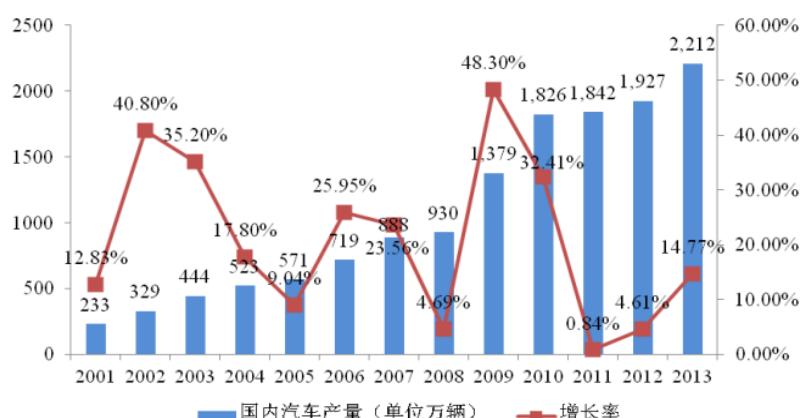
一、行业背景

1.1 公司所处行业及简况

宁波高发主要从事汽车操纵控制系统研发、生产和销售，主要产品包括变速操纵器及软轴、电子油门踏板、汽车拉索、电磁风扇离合器四大类。

自 2001 年底加入 WTO 以来，我国汽车产业蓬勃发展，已经成为我国国民经济的重要支柱产业，在促进经济发展、增加就业、拉动内需等方面发挥着越来越重要的作用。2013 年度，我国汽车工业发展良好，全国汽车产销分别为 2,211.68 万辆和 2,198.41 万辆，比上年分别增长 14.77% 和 13.87%，比上年增速分别提高 10.14 和 9.53 个百分点，增速大幅提升，产销量创历史新高，再次刷新全球记录，已连续五年蝉联全球第一。

图 1 2001-2013 年我国汽车产量增长情况



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

伴随着国内汽车产业进入了高速发展期，汽车零部件行业也迅速发展壮大。2004 年，我国汽车零部件行业工业总产值为 3,400 亿元，至 2012 年我国汽车零部件行业工业总产值为 22,267 亿元，年复合增长率为 26.48%。

1.2 行业增长前景

从国家产业政策以及下游整车行业的发展情况来看，公司所处的行业发展前景较为明朗：

汽车零部件行业是整车制造的配套行业，其行业发展前景与整车制造行业的发展前景密切相关，目前我国的整车制造行业处于产业成长期，汽车的人均保有量依旧很低，需求仍将保持持续增长，市场容量较大。在汽车成熟市场，汽车零部件与整车的产值比例为 1.7:1，2012 年，我国汽车零

部件产值与整车产值的比例仅为 0.88:1，远低于发达国家水平，未来成长的空间很大。

国家产业政策支持汽车自主品牌的发展，有力地推动了自主品牌整车企业的发展，国内发展的自主品牌汽车厂商更倾向于同本土零部件厂商合作，这为带动我国零部件行业发展创造了基础条件。

近年来，自主品牌企业发展较快，部分实力较强、技术先进的内资企业依靠提升技术水平、保证产品质量以及成本控制逐步进入汽车零部件采购体系，并在市场竞争中占据一席之地。

1.3 行业特点

随着我国汽车产业的迅速发展，我国汽车零部件制造的技术水平、研发能力和生产规模都得到了较大的提高，具备了向各类型汽车生产厂商提供所需零部件的能力，行业内生产的产品基本满足了高速发展的汽车产业。但行业内外资和合资生产企业仍占有优势地位，特别是高端的汽车零部件产品市场依然主要为外资产品占据。

汽车零部件生产企业在汽车市场上只有通过整车制造商严格的供应商认证，进入汽车零部件行业特有的金字塔式的多层供应商体系，才能获得整车制造商的订单，向其销售产品。由于每一款汽车都有不同的技术规格，零部件供应商需要根据不同车型设计与之配套的零部件，因此汽车零部件行业主要采用“以销定产”的生产模式，根据客户的销售合同来安排和组织生产。

此外，行业还具有一定的区域性和周期性。

1.4 行业竞争结构及公司地位

从行业整体竞争格局来看，外资控制了我国汽车零部件销售的大部分市场份额，国产零部件销售收入占全行业的比重较低，拥有外资背景的汽车零部件厂商占整个行业的大部分，在这些外资供应商中，独资企业超过半数受到资金、技术、人才和发展历史等因素的影响，内资企业相对于国际知名汽车零部件企业，如德国博世等公司，普遍规模较小，设备水平较低，整体竞争力不强，市场竞争大多集中于中低端产品市场。

公司产品主要为商用车和乘用车配套：商用车市场是公司产品较早开发的领域，其市场占有率在经历 2012 年和 2013 年的波动后，今年上半年有所回升，变速操纵器和变速软轴的市场占有率分别达到 5.04% 和 6.50%。公司主要产品在乘用车市场实现了较快的增长速度，市场占有率不断提高。在 2011~2012 年国内汽车市场增长放缓的情况下，公司主要产品销量仍保持着较快的增长速度。2013 年度和 2014 年上半年，国内乘用车市场发展较好，公司抓住市场发展的良好机遇，实现了销量的快速增长，市场占有率进一步提高。截止今年 6 月，变速操纵器和变速软轴的市场占有率分别达到 8.78% 和 8.18%。

1.5 公司竞争优势

公司的竞争优势主要体现在：

1) 技术研发优势：公司多年来在技术研发和技术创新方面持续投入，通过人才引进、培养等方式，拥有了一支具有专业知识和行业经验的研发团队，并在生产实践中，积累了模具设计、产品结构设计、专用设备开发、在线产品检测等生产经验。公司研发团队可以应用设计软件进行模具开发和新产品设计，具备了与整车厂商新产品同步研发的能力。

2) 客户资源优势：乘用车和商用车具有不同的功能和用途，前者主要与消费者收入水平的提升密切相关，而商用车主要与固定资产投资水平密切相关，因此，二者的风险曲线有所不同。公司立足于商用车市场和乘用车市场两个市场，有利于公司降低单一市场依赖的风险。汽车零部件行业认证周期长，产品认证程序复杂，但一旦通过整车制造商的供应商资格认证，则双方会保持长期稳定的合作关系，双方的供销关系轻易不会发生变化。

3) 产品性价比优势：公司具备模具和部分专用设备的研发、设计及制造能力，能够凭借对关键技术工艺的理解和经验，根据产品的实际情况对生产流程进行二次开发，并自主开发出成本较低、效率较高的专用生产设备。公司的主要竞争对手为跨国零部件企业在国内成立的合资企业，这些公司产品的成本和售价一般较高。公司产品在主要技术指标方面已不逊于外资或合资品牌，但销售价格具有一定优势。

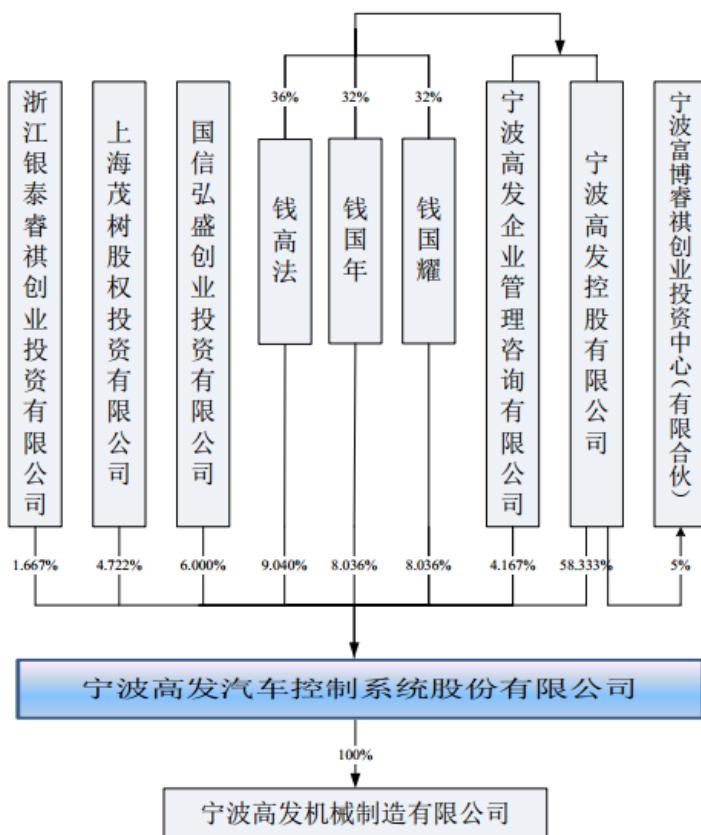
但公司在资本实力和设备产能上的不足也一定程度上制约了公司的快速发展。

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

宁波高发汽车控制系统股份有限公司由宁波高发汽车拉索有限公司整体变更设立，承继了高发有限的全部资产、负债、权益，已完成了所有资产的产权变更手续。公司的主要发起人发控股等5名法人股东和钱高法、钱国年、钱国耀3名自然人股东。

图 2 公司股权结构图



数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2.2 公司业务简况及收入利润结构变化

宁波高发目前已经形成了比较完整的产品体系，公司主要产品为汽车变速操纵器及软轴、电子油门踏板、汽车拉索和电磁风扇离合器。

图 3 公司部分产品示意图



轿车用变速操纵器

客车用变速操纵器

变速操纵软轴



内外开拉门拉索等



引擎盖拉索等



客车用电子油门踏板



轿车用电子油门踏板

踏板位置传感器

数据来源：公司招股说明书 上海证券研究所

2011 年-2014 年上半年的三年一期中，公司主营业务分别实现营业收入 2.74 亿元、3.18 亿元、4.47 亿元和 2.84 亿元，主营业务突出，占全部收入的 99.85%、99.90%、99.77% 和 99.39%。

从目前的产品分部看，公司主要产品为变速操纵器及软轴、汽车拉索和电子油门踏板，其合计销售收入占公司主营业务收入的比例超过 90%。报告期内，公司产品结构未发生重大变化。公司产品中，电子油门踏板和电磁风扇离合器系汽车零部件中的环保型升级产品，在我国节能减排标准日益提高的背景下，预计在未来数年里，市场空间将会得到较大的扩展。

表 1：公司按产品分类的营业收入情况（万元）

项目	2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
变速操纵器及软轴	23,135.07	51.65%	18,005.36	56.63%	16,997.48	61.97%
汽车拉索	14,544.83	32.47%	9,186.78	28.89%	6,183.48	22.55%
电子油门踏板	4,200.21	9.38%	2,677.06	8.42%	2,733.69	9.97%
电磁风扇离合器	1,167.43	2.61%	783.45	2.46%	592.69	2.16%
其他业务	1,746.75	3.90%	1,144.59	3.60%	919.87	3.35%
合计	44,794.29	100.00%	31,797.24	100.00%	27,427.21	100.00%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

2.3 募集资金投向

本次发行所募集资金将分别用于以下项目：

表 2：公司的募集资金项目计划概况

序号	项目名称	建设期	预计投资总额 (万元)	运用募集资金 总额(万元)	投资收益率 (%)	静态投资回 收期(年)
1	变速操纵系统产品扩产项目	1.5 年	11,498.80	11,498.80	21.93	5.09
2	加速控制系统产品扩产项目	1.5 年	7,063.20	7,063.20	25.47	4.96
3	工程技术中心扩建项目	2.0 年	4,142.00	4,142.00	-	-
4	补充流动资金	-	6,000.00	6,000.00	-	-
5	偿还银行贷款	-	2,200.00	2,200.00	-	-
合计			30,904.00	30,904.00		

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

进一步考虑预计发行费用 4,256.00 万元，此次发行共需募集资金总额 35,160.00 万元，按照发行 3,420 万股，每股市需募集资金 10.28 元

变速操纵系统产品扩产项目

项目建成后将进一步提高生产效率和产品质量，扩大变速操纵系统产品的产能，将新增变速操纵器产能 130 万套，新增变速软轴产能 235 万根，为公司未来主营业务持续增长提供保障。项目建设周期安排为 1.5 年，该项目达产后年均实现销售收入 19,396 万元、净利润 2,295 万元，投资收益率 21.93%，投资回收期（税后）为 5.09 年，财务内部收益率（税后）为 26.03%。

加速控制系统产品扩产项目

我国汽车污染物排放标准的不断提高，将推动汽车工业向节能环保方向发展，从而对汽车零部件在节能环保方面的技术提出更高的要求，将推动汽车零部件行业节能环保技术的升级，扩展节能环保型汽车零部件的市场空间。项目实施完成后，将新增电子油门踏板产能 100 万套，新增电磁风扇离合器产能 3 万台。项目建设周期安排为 1.5 年，达产后年均实现销售收入 12,165 万元、净利润 1,636 万元，投资收益率 25.47%，投资回收期（税后）为 4.96 年，财务内部收益率（税后）为 26.86%。

工程技术中心扩建项目

工程技术中心扩建项目是公司现有工程技术中心的升级。面对汽车零部件行业技术升级、材料更新、节能降耗的发展趋势，公司必须不断提高自主产品创新和技术开发能力，为了与整车厂商新车型的推出保持同步节奏，降低市场拓展风险，保持与国内整车厂商长期稳定的合作关系，公司需要在研发领域进行持续稳定的投資。

三、财务状况和盈利预测

3.1 综合毛利率窄幅波动

2011-2013年，公司分别实现毛利为8,894.64万元、10,4132.87万元和14,075.62万元，2012年和2013年分别实现了17.08%的增长和35.16%的增长。公司通过开发新客户，开拓销售渠道，同时严把产品质量关，扩大产能，形成产销两旺的发展势头，盈利能力增强，主营业务毛利逐年增长。

同期公司综合毛利率呈现窄幅波动的趋势，分别为32.43%、32.75%和31.42%。2013年毛利率下滑的主要原因是占收入比重较大的变速操纵器及软轴的毛利率从36.54%下降到35.12%。

表3：公司主要产品毛利率

项目	2013年	增长率	2012年	增长率	2011年
1、营业收入(单位：万元)					
变速操纵器及软轴	23135.07	28.49%	18005.36	5.93%	16997.48
汽车拉索	14544.83	58.32%	9186.78	48.57%	6183.48
电子油门踏板	4200.21	56.90%	2677.06	-2.07%	2733.69
电磁风扇离合器	1167.43	49.01%	783.45	32.19%	592.69
其他业务	1746.75	52.61%	1144.59	24.43%	919.87
合计	44794.29	40.87%	31797.24	15.93%	27427.21
2、营业成本(单位：万元)					
变速操纵器及软轴	15010.28	31.37%	11426.17	2.32%	11166.70
汽车拉索	11444.62	52.46%	7506.60	48.35%	5060.22
电子油门踏板	2733.61	82.08%	1501.31	7.73%	1393.62
电磁风扇离合器	605.49	61.53%	374.85	12.68%	332.66
其他业务	924.67	60.97%	574.44	-0.85%	579.37
合计	30718.67	43.66%	21383.37	15.38%	18532.57
3、毛利(万元)					
变速操纵器及软轴	8124.79	23.49%	6579.19	12.84%	5830.78
汽车拉索	3100.21	84.52%	1680.18	49.58%	1123.26
电子油门踏板	1466.60	24.74%	1175.75	-12.26%	1340.07
电磁风扇离合器	561.94	37.53%	408.60	57.14%	260.03
其他业务	822.08	44.19%	570.15	67.44%	340.50
合计	14075.62	35.16%	10413.87	17.08%	8894.64
4、毛利率(%)					
变速操纵器及软轴	35.12%		36.54%		34.30%
汽车拉索	21.31%		18.29%		18.17%
电子油门踏板	34.92%		43.92%		49.02%
电磁风扇离合器	48.13%		52.15%		43.87%
其他业务	47.06%		49.81%		37.02%
合计	31.42%		32.75%		32.43%

数据来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

3.2 主营业务和净利润持续提升 公司经营情况良好

公司营业收入从 2011 年的 2.74 亿元增加到 2013 年的 4.48 亿元，2012 年和 2013 年分别实现了 15.93% 和 40.87% 的增长。2011 年至 2013 年，公司主营业务收入实现快速增长的主要原因销售量的快速放大。在汽车行业需求持续增长的背景下，公司在稳步发展客车市场的同时，将乘用车市场作为重点发展方向并持续加大市场开拓力度，最终带来公司产品销量较大幅度提升，抵消了因销售单价降低导致公司销售收入下降的不利影响。

同期公司分别实现归母公司净利润 4,724.56 万元、5,526.80 万元和 7,961.77 万元，2012 年和 2013 年同比增长 16.98% 和 44.06%，说明公司业绩具备持续增长的能力。

3.3 资产周转能力优于行业平均水平

公司 2013 年的应收账款周转率 6.01，高于行业可比公司中位数 5.15，其中 2013 年增长较快，主要是一方面，公司当年销售收入增量主要来源于回款周期较短的客户，其销售收入增量占当年度主营业务收入增量的 54.77%；另一方面，公司加大了回款力度，部分客户以现金折扣的方式提前取得回款。

公司 2013 年的存货周转率 5.71，高于行业可比上市公司中值 4.00。公司生产销售采用“以销定产”的模式，在存货管理中公司对整车制造商所需汽车零部件通常保证 2 周左右的安全库存；对钢材和塑料等原材料通常保证 3~4 周的安全库存；对配件等原材料建立了供应商备货制，通常按需采购。在保证正常生产经营的前提下，公司尽量减少存货资金占用，加快存货周转率。目前公司存货基本保持 60 天左右周转一次。

表 4：同行业重点上市公司营运能力比较（单位：次/年）

证券代码	证券简称	应收账款周转率			存货周转率		
		2013A	2012A	2011A	2013A	2012A	2011A
002625.SZ	龙生股份	2.59	2.38	3.53	5.50	4.63	4.74
300100.SZ	双林股份	3.95	4.59	4.94	3.73	3.85	3.56
002590.SZ	万安科技	6.32	6.68	7.87	4.00	3.30	3.33
002602.SZ	世纪华通	4.27	3.67	4.35	2.55	2.44	3.38
002048.SZ	宁波华翔	7.30	9.58	10.02	6.15	6.06	4.72
000581.SZ	威孚高科	5.15	4.55	5.44	4.78	4.59	4.79
000559.SZ	万向钱潮	6.01	6.10	6.89	4.87	4.68	4.77
002448.SZ	中原内配	12.29	9.87	9.43	2.45	2.60	2.81
002406.SZ	远东传动	3.61	3.11	4.47	2.60	2.57	4.78
行业可比上市公司中值		5.15	4.59	5.44	4.00	3.85	4.72
603788.SH	宁波高发	6.01	4.80	4.34	5.71	5.28	4.91

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

3.4 主要资产偿债能力仍有提升的空间

公司 2013 年的流动比率 1.78，低于行业可比上市公司中值 2.37。公司 2013 年的速动比率 1.43，略低于行业可比上市公司中值 1.48，表明公司资产流动性一般，短期偿债能力有待提高。公司 2013 年的资产负债率 39.85%，明显高于行业可比上市公司中值 23.82%。2013 年末公司偿债能力指标较上年末略有下降，主要原因是短期借款和应付账款余额增长使得流动负债增幅较大所致。

总体上，公司的偿债能力指标和行业可比公司相比仍存在一定差距，但尚处于合理范围之内。

表 5：同行业上市公司偿债能力比较

证券代码	证券简称	流动比率			速动比率			资产负债率(%)		
		13A	12A	11A	13A	12A	11A	13A	12A	11A
002625.SZ	龙生股份	3.22	4.93	5.99	2.76	4.34	5.36	16.53	13.31	11.99
300100.SZ	双林股份	1.33	1.91	2.27	0.99	1.52	1.82	45.58	34.57	32.78
002590.SZ	万安科技	1.03	1.13	1.19	0.79	0.87	0.92	61.73	59.00	59.33
002602.SZ	世纪华通	2.45	3.68	6.29	1.48	2.60	4.92	20.49	16.10	10.26
002048.SZ	宁波华翔	1.41	1.44	1.96	1.01	1.03	1.45	44.94	41.13	29.98
000581.SZ	威孚高科	2.72	3.15	1.74	2.36	2.76	1.38	23.53	18.95	32.65
000559.SZ	万向钱潮	1.36	1.78	1.27	0.97	1.28	0.94	60.56	53.56	53.18
002448.SZ	中原内配	2.37	5.66	1.76	1.73	4.35	1.11	23.82	17.83	30.18
002406.SZ	远东传动	7.13	10.62	11.76	5.80	8.68	10.36	10.56	6.92	6.31
行业可比上市公司中值		2.37	3.15	1.96	1.48	2.60	1.45	23.82	18.95	30.18
603788.SH	宁波高发	1.78	2.09	1.99	1.43	1.67	1.58	39.85	34.91	34.91

资料来源：公司招股意向书等；上海证券研究所整理

3.4 盈利预测及主要假设

- 1) 各业务的毛利率基本维持在目前水平，不出现大范围、大幅度的降价；
- 2) 募投项目进展顺利，下游需求依然较好，我们预计 2015-2016 年募投项目将陆续释放产能。

基于以上假设，我们预计 2014-2016 年归属于母公司的净利润分别为 8,407 万元、10,444 万元和 13,068 万元，同比增长 5.59%、24.24% 和 25.13%。假定公司发行 3,420 万股新股，则公司总股本为 13,6800 万股，相应的稀释后每股收益为 0.61 元、0.76 元和 0.96 元。

四、风险因素

4.1 汽车行业增长速度下降的风险

汽车行业受宏观经济波动影响，其增长速度会呈现一定的波动：当宏观经济处于上升阶段时，汽车行业发展迅速，汽车消费需求活跃；反之，当宏观经济处于下降阶段时，汽车行业发展放缓，汽车消费需求减弱。汽车行业的后续发展存在不确定性，如果未来汽车行业尤其是乘用车市场增长速度下降或出现负增长，公司的未来发展状况会受到较大程度的不利影响。

4.2 主要客户集中的风险

报告期内，公司对前五名客户的销售收入分别为 20,150.26 万元、29,403.29 万元、19,861.19 万元、15,454.21 万元，占当期营业收入的比例分别为 70.64%、65.59%、62.40%、56.32%，客户集中度较高且在报告期内呈上升趋势。如果公司因产品不能满足客户需求、产品发生质量问题、竞争对手的竞争等原因导致与主要客户的关系发生不利变化或主要产品在主要客户中的市场份额大幅下降，公司的经营业绩会受到较大程度的不利影响。

4.3 产品价格下降风险

随着我国汽车工业的快速发展，国内汽车产销量逐年提高，整车市场竞争较为激烈。如果公司不能通过调整产品结构、开发新产品、配套新车型等方式提高产品价格，则公司产品价格存在下降的风险。同时，如果公司不能通过提升产品产量、发挥规模效应以降低产品成本或将成本压力向上游供应商传导，则公司经营业绩会受到产品价格下降的不利影响。

五、估值及定价分析

5.1 国内/国际同类公司比较分析

基于已公布的 2013 年业绩和 2014 年预测业绩的均值，可比上市公司 13 年、14 年平均市盈率为 26.63 倍、20.20 倍。

表 6 国内可比公司估值

证券代码	证券简称	股价	EPS			PER(倍)			PB
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E	
300100.SZ	双林股份	11.97	0.37	0.46	0.65	32.71	25.79	18.40	3.40
002048.SZ	宁波华翔	14.91	0.65	1.13	1.47	23.03	13.17	10.12	2.32

000581.SZ	威孚高科	27.84	1.09	1.63	2.23	25.63	17.08	12.48	2.96	
002448.SZ	中原内配	19.08	0.69	0.82	1.00	27.64	23.33	19.15	2.55	
行业可比上市公司平均							26.63	20.20	15.44	2.76

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所 (对应股价为 2014-12-19 日收盘价)

5.2 公司合理的估值水平及价格区间

公司的竞争优势有: 1) 技术研发优势; 2) 客户资源优势; 3) 产品性价比优势。我们认为给予公司 14 年每股收益 20 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 11.17-13.41 元, 相对于 2014 年的动态市盈率 (发行后摊薄) 为 18.18-21.82 倍。

在老股不进行转让的前提下, 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 3420 万股新股, 则公司总股本为 13680 万股, 公司本次募集资金总额为 3.52 亿元, 据此推算发行价格为 10.28 元, 对应 2014 年动态市盈率 16.73 倍。

附表 1 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	31,797	44,794	56,026	74,002	93,899
二、营业总成本	25,581	36,280	46,248	61,844	78,668
营业成本	21,383	30,719	38,292	51,525	65,776
营业税金及附加	234	293	392	518	657
销售费用	1,485	2,139	2,689	3,552	4,507
管理费用	2,139	2,727	3,474	4,588	5,822
财务费用	276	328	280	370	469
资产减值损失	63	73	1,121	1,291	1,436
三、其他经营收益	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
四、营业利润	6,217	8,515	9,778	12,158	15,231
加: 营业外收入	325	881	168	194	215
减: 营业外支出	73	83	56	65	72
五、利润总额	6,469	9,313	9,890	12,287	15,375
减: 所得税	942	1,351	1,484	1,843	2,306
六、净利润	5,527	7,962	8,407	10,444	13,068
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	5,527	7,962	8,407	10,444	13,068
七、摊薄每股收益(元)	0.40	0.58	0.61	0.76	0.96

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 王昊

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±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±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。

免责条款

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条款具有修改权和最终解释权。