

日期: 2015 年 4 月 17 日

行业: 技术硬件与设备



胡卉

021-53519888-1927



huhui@shzq.com

执业证书编号: S0870514030001

IPO 价格 RMB 11.17 元
上市合理定价 RMB 18.58-21.24 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	51.00
发行后总股本 (百万股)	447.00
发行数量占发行后总股本	11.41%
发行方式	网上定价发行 网下询价配售
保荐机构	中信建投证券股份有限公司

主要股东 (IPO 前)

北京一轻控股有限责任公司	35.00%
郑建军	16.54%
吴海宏	14.02%
赵玉岭	11.48%

收入结构 (2014Y)

控制系统	50.89%
专用服务系统	32.14%
缝纫机电控系统	12.99%
横织机电控系统	0.65%

报告编号: HH15-NSP04

首次报告日期: 2015 年 4 月 17 日

国内缝制设备生产龙头企业

■ 投资要点:**公司为国内主要的缝制设备生产企业**

公司是专业从事各类缝制及针织设备电脑控制系统研发、生产和销售的高新技术企业,主要涉及刺绣机电控系统、特种工业缝纫机电控系统和针织横机电控系统三大领域。其中,刺绣机电控系统是营业收入和利润的主要贡献来源。

核心产品国内市场占有率高

公司主导产品刺绣机电控系统 2013 年国内市场占有率约为 80% 左右。公司的工缝机电控系统产品主要有三种类型:套结机电控系统;锁眼机电控系统和花样机电控系统。2013 年的套结机电控系统产品的国内市场占有率为 36.29%;花样机电控系统产品的国内市场占有率为 9.75%;锁眼机电控系统产品的国内市场占有率为 12.40%。

募投项目为生产基地等项目建设

本次募集资金投资项目总额为 51,825.90 万元,预计使用募集资金投入 51,825.90 万元,不足部分由公司自筹解决,本次募集资金拟投资生产基地及研发体系等项目的建设。

盈利预测

假设行业景气度不出现大幅下降,公司在未来几年将保持增长势头,初步预计 2015-2017 年归母公司的净利润将实现年递增 8.53%、34.24%和 12.17%,相应的稀释后每股收益为 0.53 元、0.71 元和 0.80 元。

定价结论

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司自身的成长性,我们认为给予公司合理估值定价为 18.58 元-21.24 元,对应 2015 年每股收益的 35~40 倍市盈率。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	814.74	663.52	729.87	967.07	1054.11
年增长率 (%)	48.95%	-18.56%	10.00%	32.50%	9.00%
归属于母公司的净利润	268.72	218.90	237.63	319.18	358.05
年增长率 (%)	59.02%	-18.54%	8.55%	34.32%	12.18%
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.601	0.490	0.531	0.713	0.800

数据来源: 公司招股意向书; 上海证券研究所整理

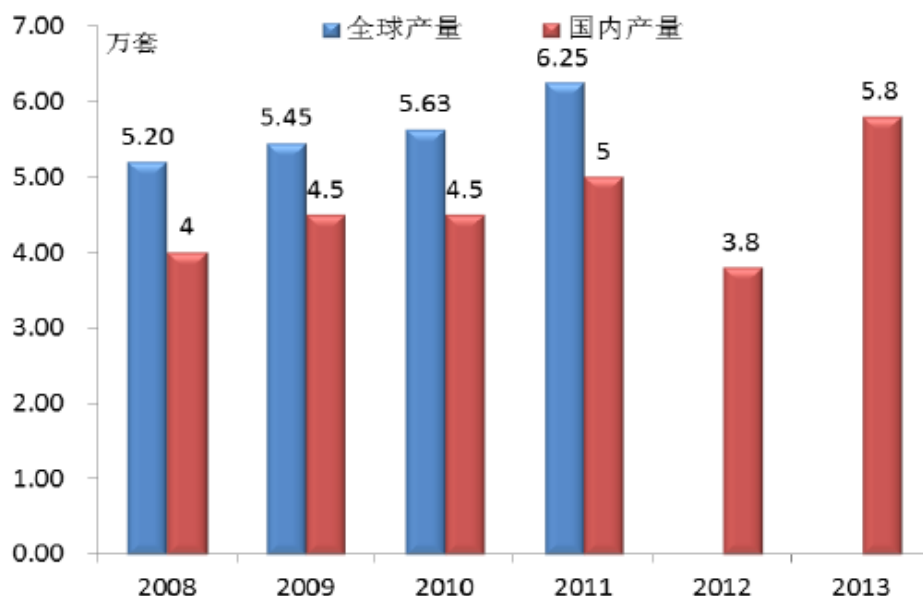
一、行业背景

● 缝制机械行业 2013 年以来有所复苏

2006 年至 2011 年，缝制机械行业发展历经了较大波澜。2008 年之前缝制机械行业保持较快发展势头，2008 年至 2009 年受国际金融危机爆发和行业自身发展周期调整的双重影响，全行业产销量等经济指标连续两年呈下滑态势。缝制机械行业自 2009 年第四季度至 2011 年下半年，逐步摆脱了低迷并呈现出复苏态势，行业结构调整和转型升级步伐明显加快，产销规模快速回升。2011 年下半年至 2012 年，由于欧债危机、国际政治局势不稳定、发达国家经济衰退等因素的综合影响，我国出现了经济增速放缓、出口大幅下滑和制造业产能过剩等现象，使得我国缝制机械制造业出现了阶段性调整。2013 年，随着境内外市场的复苏，我国缝制机械制造业出现了明显回暖。2014 年 1-11 月，缝制机械行业基本实现平稳发展，工业总产值和产销量均较上年同期略有下降，产品结构调整进一步加快。

根据中国缝制机械协会的统计，2012 年我国缝制机械行业完成工业生产总产值约 575 亿元(包含缝纫机类产品和非缝纫机类产品)，同比下降 10.58%。2013 年我国缝制机械行业完成工业生产总产值约 640 亿元(包含缝纫机类产品和非缝纫机类产品)，同比增长 11.30%。2014 年 1-11 月，我国 105 家缝制机械整机企业完成工业生产总产值约 142 亿元，同比下降 2.53%。

图 1 2008-2013 全球和国内刺绣机产量情况



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

图 2 工缝机国内需求和预测



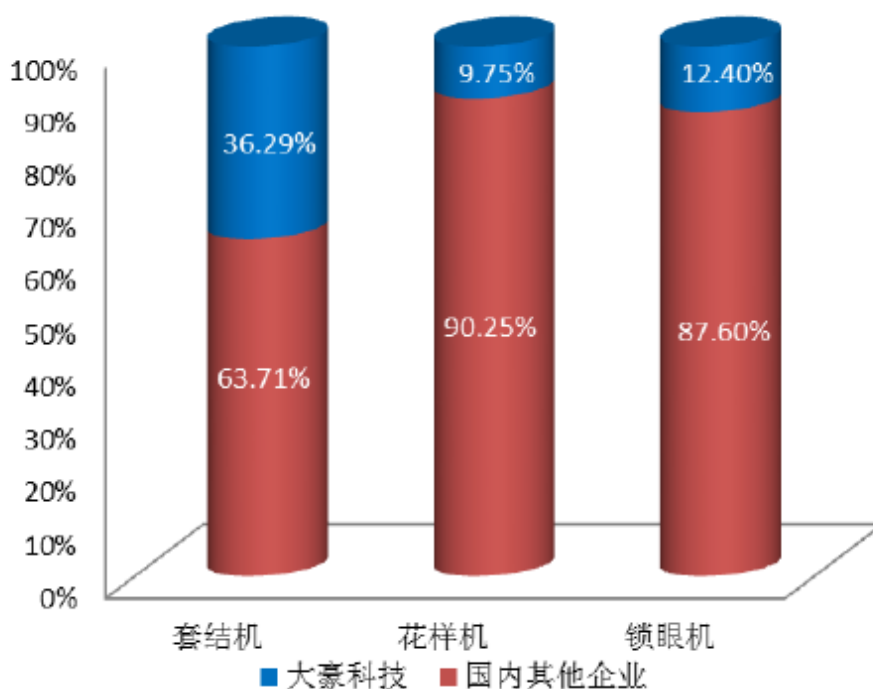
资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

公司生产的刺绣机电控系统以及特种工业缝纫机是制机械设备的核心零部件。主要产品所处行业为缝制机械制造业的上游缝制机械设备电控行业。公司的主要产品分别属于缝制和针织设备电脑控制系统行业，其中刺绣机电控系统和工缝机电控系统的生产、销售规模较大，市场占有率较高，而横机电控系统由于大部分尚处于研发和样机试用阶段，市场占有率较低。

其中主导产品刺绣机电控系统 2011 年的国内市场占有率达到 75% 以上 2012 年和 2013 年国内市场占有率约为 80% 左右。公司的工缝机电控系统产品主要有三种类型：套结机电脑控制系统；锁眼机电脑控制系统和花样机电脑控制系统。2013 年的套结机电脑控制系统产品的国内市场占有率为 36.29%；花样机电脑控制系统产品的国内市场占有率为 9.75%；锁眼机电脑控制系统产品的国内市场占有率为 12.40%。

图 3 公司工缝机电控系统国内市场占有率



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

二、公司分析及募集资金投向

● 公司历史沿革及股权结构简况

公司前身为成立于 2000 年 9 月 25 日的大豪科技开发有限公司。2011 年 12 月 16 日，大豪有限全体股东召开公司创立大会暨第一次股东大会审议通过了设立北京大豪科技股份有限公司的相关议案，由大豪有限原六名股东一轻控股、郑建军、吴海宏、孙雪理、谭庆、赵玉岭作为发起人，按照“(2011)京会兴(审)字第 8-458 号”《审计报告》的大豪有限账面净资产 361,811,637.54 元为基准，折合成总股本 36,000 万股，剩余 1,811,637.54 元计入资本公积。2011 年 12 月 26 日，公司完成了整体变更的工商变更登记手续。

公司控股股东为一轻控股，本次发行前持有公司 13,860 万股股份，占公司本次发行前股份总数的 35.00%。一轻控股为北京市国资委下属的国有独资公司。本公司实际控制人为北京市国资委。

图 4 大豪科技股权结构

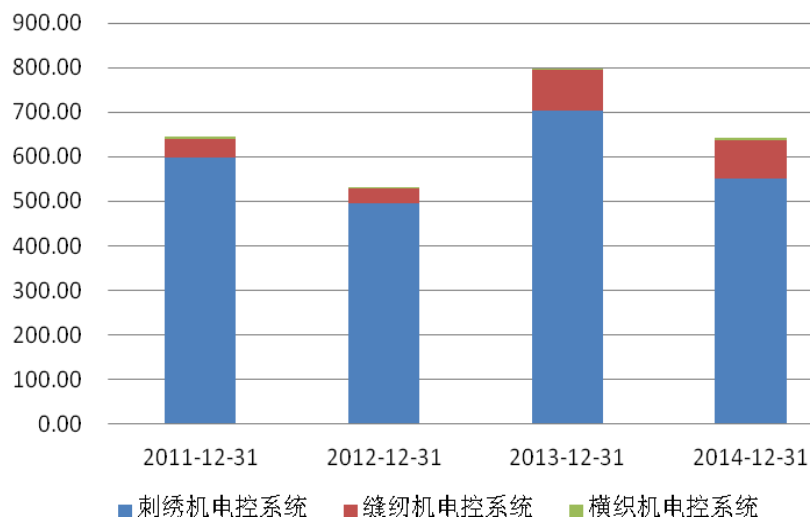


资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 主业简况及收入利润结构

公司主要的核心产品所处行业为缝制机械制造业的上游缝制机械设
电控行业。其中刺绣机电控系统为主要产品。

图 5 公司近年营业收入结构 单位：百万元



资料来源：Wind；上海证券研究所整理

● 募资项目

公司本次发行并上市后，若实际募集资金不能满足投资项目的资金需
求，则不足部分将由公司以自有资金或银行贷款补足。如本次发行募集资
金到位时间与项目资金需求的时间要求不一致，公司可视实际情况用自筹
资金对部分项目作先行投入，待募集资金到位后，以募集资金对前期投入

部分进行置换。本次募集资金拟投资的具体情况如下：

表 1 公司 IPO 募集资金项目概况 单位：万元

序号	项目名称	项目投资额	拟使用募集资金
1	生产基地建设项目	30,068.69	30,068.69
2	研发体系建设项目	8,505.00	8,505.00
3	营销网络建设项目	4,305.00	4,305.00
4	补充流动资金项目	8,947.21	8,947.21
合计		51,825.90	51,825.90

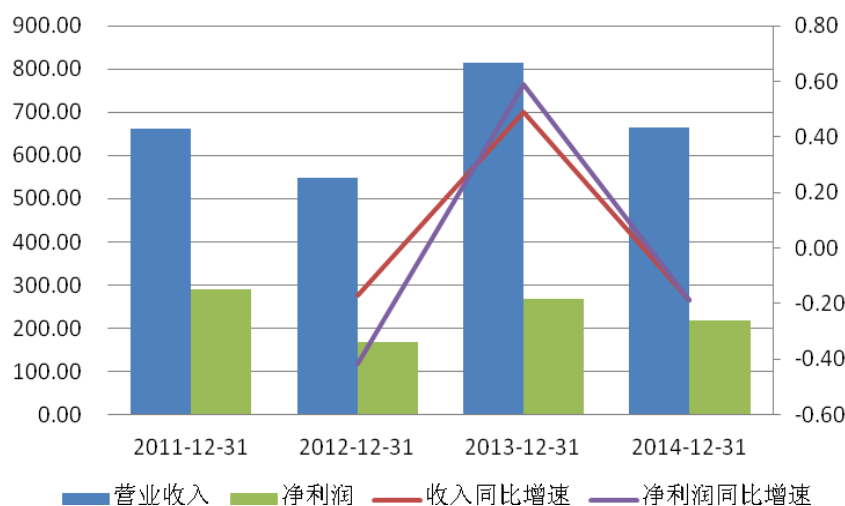
资料来源：公司招股意向书、上海证券研究所整理

三、公司财务状况及盈利预测

● 2014 年开始收入和净利润有所下滑

2014 年以来，公司主营业务有所放缓。2012 年-2014 年，公司分别实现营业收入 5.47、8.15 和 6.64 亿元，2014 收入同比下降 18.56%；净利润分别实现 1.69、2.69 和 2.19 亿元，2014 年同比下降 18.54%。2014 年公司的综合毛利率为 54.04%，结合公司近三年的业绩来看，公司综合毛利率基本维持在 51%-54%。

图 6 公司近年收入和净利润增速 单位：百万元



资料来源：Wind；上海证券研究所整理

● 业绩预测

假设行业景气度不出现大幅下降，公司在未来几年将保持增长势头，初步预计 2015-2017 年归属于母公司的净利润将实现年递增 8.53%、34.24% 和 12.17%，相应的稀释后每股收益为 0.53 元、0.71 元和 0.80 元。

表 2 公司损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	814.74	663.52	729.87	967.07	1054.11
营业总成本	535.35	442.08	451.34	593.16	634.7
营业成本	399.22	304.96	343.04	444.37	484.89
营业税金及附加	9.13	9.78	8.03	9.67	10.54
销售费用	30.68	31.12	29.56	38.68	42.16
管理费用	88.28	98.06	76.64	106.38	105.41
财务费用	-1.92	-2.03	-5.93	-5.94	-8.30
资产减值损失	9.57	0.01	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.39	0.18	0.00	0.00	0.00
营业利润	280.16	221.80	278.53	373.91	419.40
加: 营业外收入	43.87	32.86	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	4.73	0.28	0.00	0.00	0.00
利润总额	319.30	254.38	278.53	373.91	419.40
减: 所得税	47.58	36.24	41.78	56.09	62.91
净利润	271.72	218.15	236.75	317.82	356.49
减: 少数股东损益	3.01	-0.76	-0.82	-1.10	-1.23
归属于母公司所有者的净利润	268.72	218.90	237.57	318.92	357.72
摊薄 EPS	0.601	0.490	0.531	0.713	0.800

数据来源: 公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

下游行业波动导致业绩下降的风险

公司研发和生产的刺绣机电控系统、工缝机电控系统为公司的核心产品和主要收入来源。公司所处行业属于缝制机械设备整机制造行业的上游行业,公司主要产品的增长依赖于缝制机械整机设备行业的增长,而缝制机械设备整机制造行业的增长取决于服装、家纺装饰、鞋帽、箱包等终端产品加工行业的景气度。如果经济环境发生重大不利变化,经济增长持续放缓或停滞,使得消费者对服装、家纺装饰、鞋帽、箱包等产品的消费能力严重下降,将会对缝制机械制造业的发展产生不利影响。

国际市场变动的风险

现阶段,我国已经成为全球缝制机械设备制造基地,国内生产的缝制机械设备有相当的比例用于出口。本公司的产品主要销往国内的缝制机械设备整机生产企业,经过整机配套后,除用于国内销售外,还出口到几十个国家和地区。而服装、鞋帽、箱包等缝制机械设备的终端产品,其产销量则受到全球政治局势和经济景气程度的影响。因此,如果出现国际政治形势、经济环境发生重大变化的情况,以及出现非关税壁垒等贸易摩擦,则将对缝制机械设备整机出口产生较大的影响,从而影响本公司缝制机械设备电控产品的销售情况。

应收账款较高可能导致的坏账风险

2012 年末、2013 年末和 2014 年末，公司应收账款净额分别为 16,209.81 万元、10,914.81 万元和 9,800.18 万元，占当期营业收入的比例分别为 29.63%、13.40%和 14.77%，1 年以内的应收账款分别占应收账款的比例分别为 87.44%、93.00%和 84.77%。公司应收账款较高主要是由于公司所处行业的特点和业务模式所决定的。应收账款较为集中的客户主要为拥有较高的资信水平和偿债能力的大中型缝制机械设备生产厂商。该等生产厂商与本公司合作时间较长，信用状况良好，应收账款发生坏账损失的风险较小。但仍不排除宏观经济环境、客户状况发生重大不利变化、货款回收不及时等因素造成应收账款发生坏账损失的风险。

新增产能的市场风险

本次募集资金主要投向之一为生产基地建设项目，该项目将每年新增产能刺绣机电控系统 5,000 套、特种工业缝纫机电控系统 20,000 套、横机电控系统 20,000 套和专用伺服系统 50,000 轴。该项目投产后，公司能否顺利开拓市场并消化新增产能，将直接影响项目投资的收益和公司整体效益。如果未来市场环境、公司市场开拓能力等方面发生变化，导致项目新增产能不能顺利消化，将会对公司的持续发展产生不利影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

目前在 A 股上市的公司中，同行业上市公司的 15 年平均 PE 为 32.41 倍。

表 3 国内可比公司估值情况（剔除负债）

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）			
			2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E
002475.SZ	立讯精密	42.38	0.6200	0.8216	1.3198	1.9396	53.85	51.58	32.11	21.85
300134.SZ	大富科技	36.91	0.1700	1.1263	0.7154	0.8977	78.39	55.71	51.59	41.12
600487.SH	亨通光电	25.03	1.4050	0.9618	1.2146	1.4061	15.03	25.09	19.62	16.90
002008.SZ	大族激光	23.24	0.5300	0.6872	0.8826	1.1598	25.87	33.82	26.33	20.04
平均							43.28	41.55	32.41	24.98

数据来源：WIND 资讯，上海证券研究所；股价以 2015 年 4 月 16 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及价格区间

综合考虑可比同行业公司的估值情况及公司自身的成长性，我们认为给予公司合理估值定价为 18.58 元-21.24 元，对应 2015 年每股收益的 35~40 倍市盈率。

分析师承诺

分析师 胡 卉

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。