

2019 年 10 月 17 日

科创板询价报告之中国电器

机械

建议询价区间：[9.42, 11.30]元/股

主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,598	3,171	3,795	4,476
(+/-)	33.7%	22.1%	19.7%	17.9%
营业利润	227	249	325	391
(+/-)	76.2%	9.8%	30.5%	20.3%
归属母公	207	229	299	360
司净利润				
(+/-)	84.9%	10.8%	30.5%	20.3%
EPS (元)	0.58	0.57	0.74	0.89

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

● 公司致力于电器行业标准规范、检测技术、系统集成技术、电能转换技术、先进控制技术、材料技术等应用范围较广、具有行业普适性的共性技术研究，取得一系列核心技术，通过科技成果转化，形成质量技术服务、智能装备、环保涂料及树脂等三大业务领域，为下游电器制造企业提供产品质量提升相关的解决方案和技术服务。

● 检测行业在迎来爆发式增长的同时也即将洗牌。目前，我国检测行业正处于快速发展阶段，呈现机构众多、单个机构规模较小的竞争格局。整个检测行业市场化程度还较低，在技术水平、管理经验和经营方式等方面与国外相比都存在较大差距，技术及创新能力较强的检测机构其公信力及品牌效益尚未充分发挥。在政策放开、政策采购、机构整合、客户要求提升、资本进入等多重因素作用下，中国检测行业在迎来爆发式增长的同时也即将迎来洗牌，行业将涌现一批综合性的大型服务机构以及专注提供深度质量技术服务的专业化服务机构。

● 在家电智能装备领域大有可为。随着家电行业制造成本的上升和市场竞争加剧，提升家电工艺装备的信息化、数字化、自动化水平，实现精益生产管理成为了该行业目前关注的热点。家电行业智能制造的目标是生产过程的优化，大幅度提升生产系统的性能、功能、质量和效益，重点发展方向是数字化车间、数字化产线。在经济转型和劳动力成本上升的背景下，全球机器人市场需求持续提升。借助工业机器人的应用，国内主要家电企业开展自动化、智能化改造，以便更快速响应市场变化的产品更迭，获得更高效能的生产制造能力和更高品质的产品质量控制。

● 涂料品种逐渐从溶剂型涂料为主转型为环保涂料。中国涂料近十年呈现快速发展的情况，与我国快速增长的经济密不可分。为了减少 VOC 对大气的污染以及有限资源的利用率，环保型涂料得到了快速发展。同时随着“漆改粉”、“漆改水”及国家环保政策持续的推进，中国主要涂料品种逐渐从溶剂型涂料为主转型为环保涂料。

● 质量技术和检测服务比肩国际巨头。在质量技术服务方面，

分析师：魏旭锟
执业证书编号：S1050518050001
电话：021-54967800
邮箱：weixk@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(8621) 64339000
网址：http://www.cfsc.com.cn

中国电器院长期从事电器产品环境适应性基本规律与机理研究，自 1980 年以来，公司累计主持和参与制修订 1,000 多项国际、国家、行业和地方标准；近年来，公司主持和参与制修订 IEC 国际标准 30 项。公司通过技术标准创新，引领着行业技术进步，奠定了公司在电器行业质量技术服务的优势地位；在质量检测方面，中国电器院出具的检测报告获得了全世界 70 多个国家和地区共计超过 100 个权威机构的认可，授权单位包括中国合格评定国家认可委员会（CNAS）、美国能源之星、德国 DAkkS、沙特 SASO、海湾 GSO、香港 EMSD 等多个国家和地区的权威机构。2017 年度，公司质量技术服务人均创收 44.70 万元，高于国内行业平均水平 21.24 万元，接近于 Intertek、BV、SGS 等国际巨头。

● **公司估值与询价建议：**我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 2.29 亿元、2.99 亿元和 3.60 亿元，按照发行后 40,450 万股计算，公司 EPS 分别为 0.57 元、0.74 元和 0.89 元。我们选取的对比公司 2019 年平均市盈率 18.17 倍，公司价格中枢为 10.36 元/股，合理价格区间为 9.42 元-11.30 元/股。

● **风险提示：**1) 客户集中度高的风险；2) 中美贸易战加剧的风险。



目录

一、公司概况	5
1. 公司简介	5
2. 公司融资历程及股权构成情况	6
二、三大业务所在行业前景光明	7
1. 中国将为一带一路国家提供技术质量服务	7
2. 家电投资放缓，产业升级和一带一路带动智能装备增长	9
3. 过去十年环保涂料及树脂获得快速增长	10
三、公司在三大领域优势突出	11
1. 质量技术和检测服务比肩国际巨头	11
2. 智能装备业务国内领先	12
3. 环保涂料及树脂业务国内前三	12
四、公司财务状况渐入佳境	12
1. 营业收入持续快速增长	12
2. 规模效应带动盈利能力提升	13
3. 经营性净现金流持续增长	13
五、公司募投项目	14
六、同行业重点公司	14
七、公司估值及询价建议	16
1. 假设条件	16
2. 公司估值与询价建议	17
八、风险提示	18

图表目录

图表 1 公司三大业务.....	5
图表 2 公司提供的产品及服务明细.....	6
图表 3 公司股权结构.....	6
图表 4 公司股权结构.....	7
图表 5 检测行业产业链.....	8
图表 6 检测行业市场前景.....	8
图表 7 2014-2018 年家用电器和音像器材零售额.....	9
图表 8 2014-2017 年家用电器行业固定资产投资情况.....	9
图表 9 2008-2017 年全国涂料总产量.....	11
图表 10 公司营业收入及增速.....	13
图表 11 公司归母净利润及增速.....	13
图表 12 公司毛利率和净利润率.....	13
图表 13 公司 ROE.....	13
图表 14 公司销售商品提供劳务获得现金/营业收入（%）.....	14
图表 15 公司经营性净现金流.....	14
图表 16 公司募投项目概况.....	14
图表 17 质量技术服务行业主要公司.....	14
图表 18 智能装备业务的主要公司情况.....	15
图表 19 环保涂料及树脂业务的主要公司情况.....	16
图表 21 公司盈利预测假设.....	17
图表 22 同类公司估值情况（以 2019 年 10 月 16 日收盘价为基准）.....	17
图表 23 公司盈利预测.....	19

一、公司概况

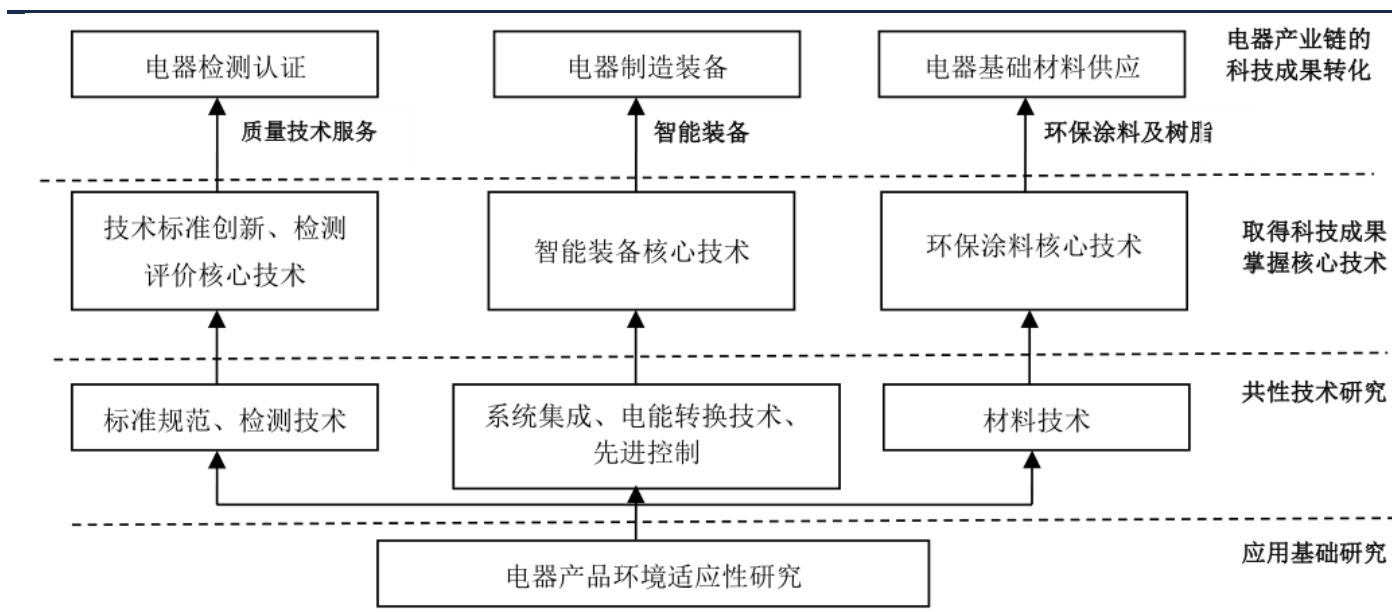
1. 公司简介

中国电器院作为国家首批转制科研院所，前身为始建于1958年的第一机械工业部广州电器科学研究所，长期从事电器产品环境适应性基本规律与机理研究，致力于提升我国电器产品在不同的气候、机械、化学、电磁等复杂环境中的适应能力，提升电器产品质量水平。

公司建有工业产品环境适应性国家重点实验室、国家技术标准创新基地（家用电器及电器附件）、国家日用电器质量监督检验中心、国家智能汽车零部件质量监督检验中心等12个国家级科技研发和技术服务平台，拥有15个IEC国际标准对接平台和11个国家标准平台，是我国电器行业接轨国际、提高国际话语权的重要支撑平台，亦是国内电器领域领先的应用型研究机构和技术创新平台。

公司从电器产品环境适应性问题出发，聚焦电器产品质量提升，致力于电器行业标准规范、检测技术、系统集成技术、电能转换技术、先进控制技术、材料技术等应用范围较广、具有行业普适性的共性技术研究，取得一系列核心技术，通过科技成果转化，形成质量技术服务、智能装备、环保涂料及树脂等三大业务领域，为下游电器制造企业提供产品质量提升相关的解决方案和技术服务。

图表 1 公司三大业务



资料来源：华鑫证券研发部，公司招股说明书申报稿

(1) 质量技术服务

在共性技术研究支撑下，通过技术标准创新引领，公司已形成了一站式质量技术服务模式：为电器及其相关应用领域提供检测、认证以及相关延伸服务（含标准服务、计量校准、检验、能力验证、实验室技术服务、培训等）。

(2) 智能装备

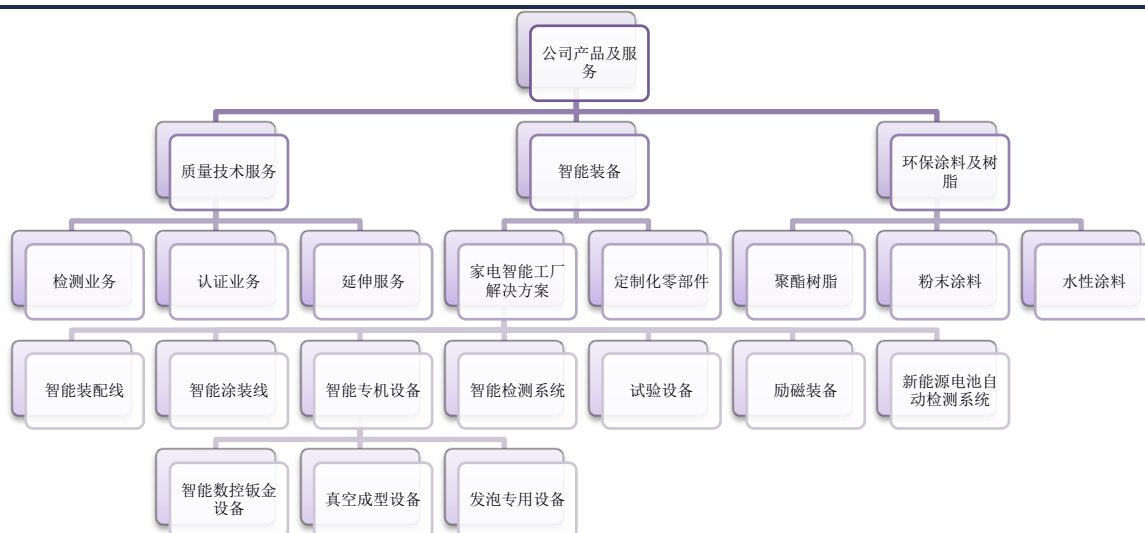
公司是 2017 年工信部推荐的“第一批智能制造系统解决方案供应商推荐目录”

中 23 家供应商之一。公司智能装备的主要产品包括家电智能工厂解决方案、励磁装备、新能源电池自动检测系统。

(3) 环保涂料及树脂

公司基于对电器产品耐候性、耐久性防护技术的研究，通过科技成果转化，为电器及相关产品提供耐久性保障。公司环保涂料及树脂主要包括聚酯树脂、粉末涂料、水性涂料。

图表 2 公司提供的产品及服务明细



资料来源：华鑫证券研发部，公司招股说明书申报稿

2. 公司融资历程及股权构成情况

2010年12月，中国电器科学研究院整体改制为中国电器科学研究院股份有限公司，国机集团持有新公司 100%股权。2019年3月，中国电器科学研究院股份有限公司整体变更设立股份公司，并更名为中国电器科学研究院股份有限公司。公司融资历程如下：

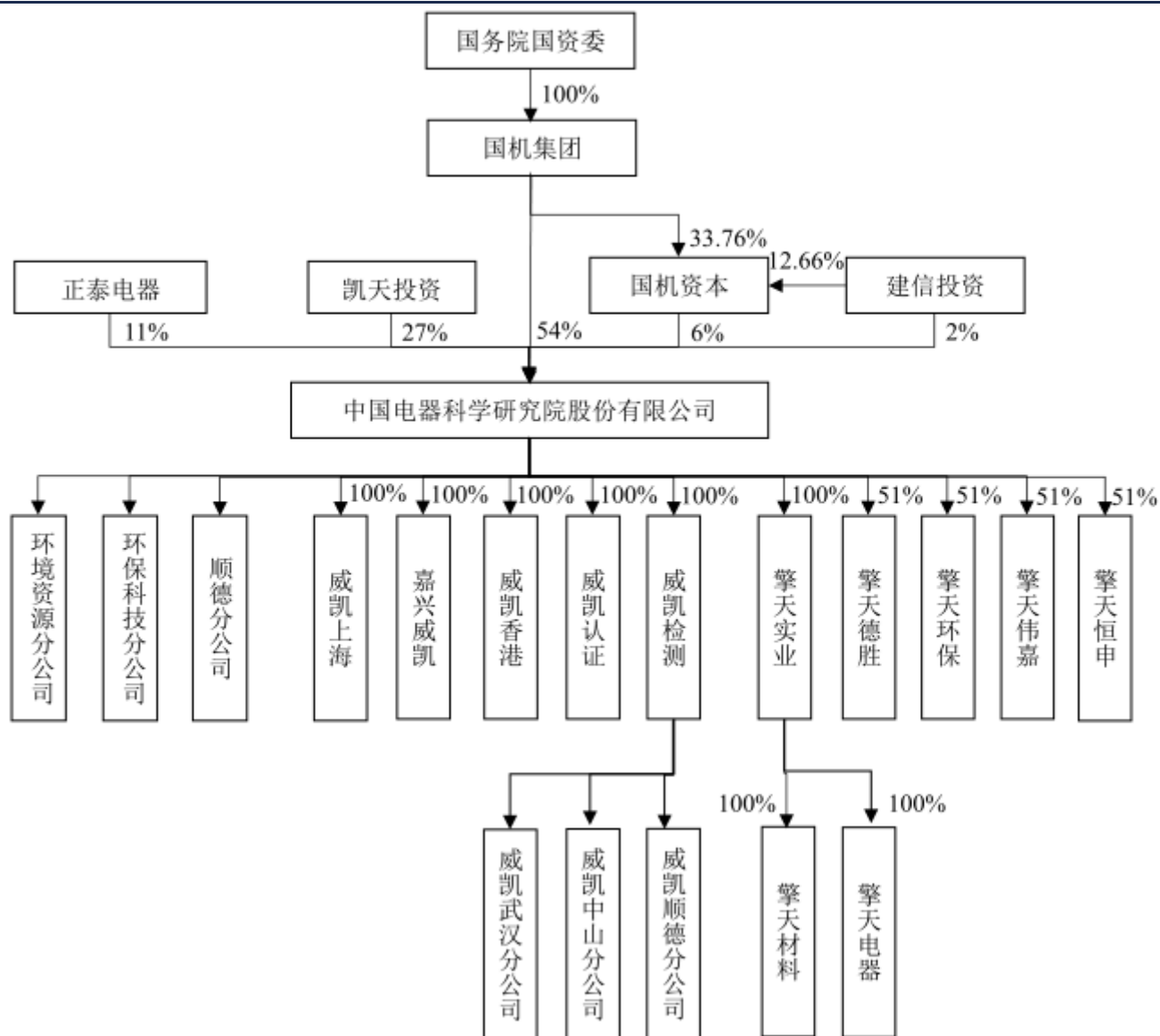
图表 3 公司股权结构

融资时间	参与机构与个人	认购金额(万元)	认购数量(万股)	投后股份数(万股)
2017 年 1 月	国机研究院	21270	21270	21270
2017 年 6 月	凯天投资等五位法人	14,180.00	14,180.00	35,450.00

资料来源：公司招股意向书，华鑫证券研发部

国际集团直接持有公司54%的股权，通过国机资本间接持有公司6%的股权，公司实际控制人为国务院国资委。公司股票发行前股权结构图如下：

图表 4 公司股权结构



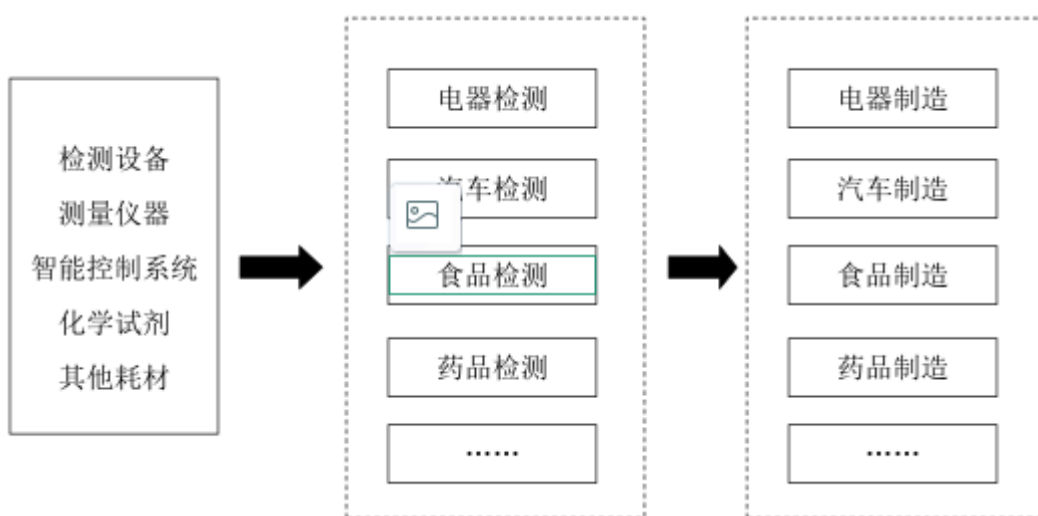
资料来源：公司招股说明书，申报稿华鑫证券研发部

二、三大业务所在行业前景光明

1. 中国将为一带一路国家提供技术质量服务

检测行业主要依据行业标准，利用相关检测设备对相关行业产品、服务进行检测评价。检测行业产业链上游主要为检测设备、检测试剂等行业，下游为电器制造、汽车制造等行业。

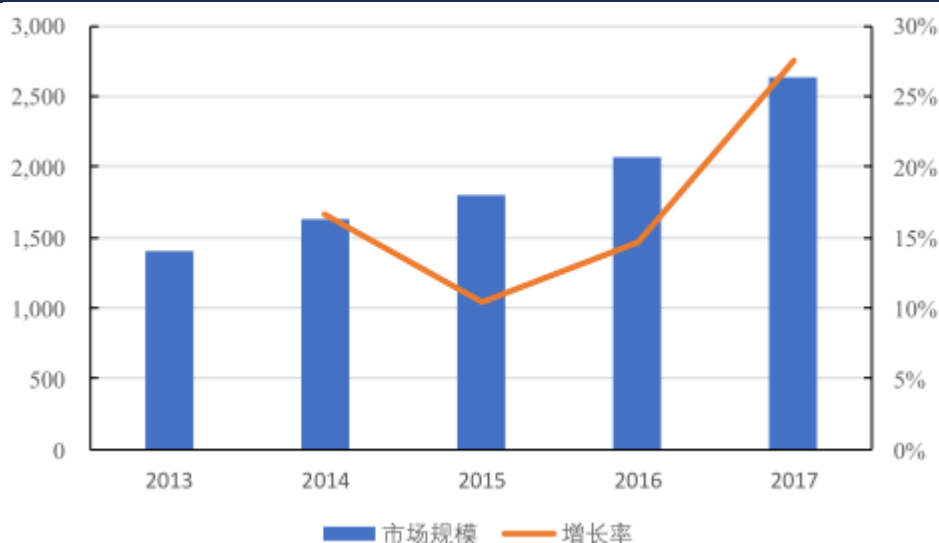
图表 5 检测行业产业链



资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

根据国家质量监督检验检疫总局（现为国家市场监督管理总局）和国家认监委发布的《2017 年度全国检验检测服务业统计报告》和 2017 年度全国认证认可检验检测服务业统计信息，从 2014 年至 2017 年，我国检验检测机构服务收入分别为 1,630.89 亿元、1,799.98 亿元、2,065.11 亿元和 2,377.47 亿元，2015 年、2016 年、2017 年增长率分别为 10.37%、14.73%和 15.13%，国内检测行业市场容量稳步增长。

图表 6 检测行业市场前景



资料来源：历年全国检验检测服务业统计报告，华鑫证券研发部

目前，我国检测行业正处于快速发展阶段，呈现机构众多、单个机构规模较小的竞争格局。整个检测行业市场化程度还较低，在技术水平、管理经验和经营方式等方面与国外相比都存在较大差距，技术及创新能力较强的检测机构其公信力及品牌效益尚未充分发挥。根据国家市场监督管理总局和国家认监委统计数据，截至 2017 年末，我国检验检测机构共计 36,327 家，从业人员共计 119,337 人，全员劳动生产率达到 21.24 万元/人，行业集中度较低。从机构属性来看，国有控股机构 18,066 家，民营企业 16,660 家，集体控股 842 家，港澳台及外商投资企业 257 家，其他机构 502 家。

在政策放开、政策采购、机构整合、客户要求提升、资本进入等多重因素作用下，中国检测行业在迎来爆发式增长的同时也即将迎来洗牌，大量中小微检测机构将面临

淘汰或被整合的风险，行业将涌现一批综合性的大型服务机构以及专注提供深度质量技术服务的专业化服务机构。随着技术发展及行业标准的不断更新，行业内具有技术创新及标准化能力、亲自参与行业标准制修订的企业，凭借行业公信力以及对新技术、新标准的理解与使用能力将在行业竞争中占得先机。

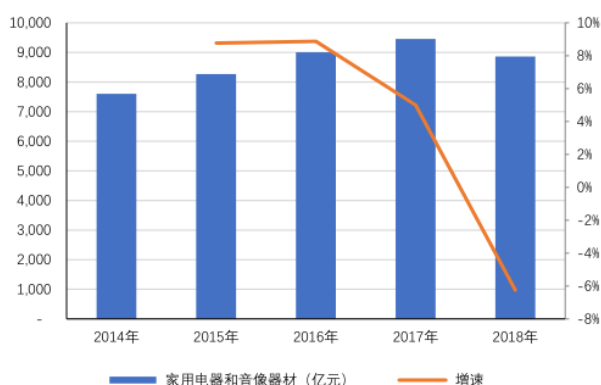
随着我国经济总量的增加，国际地位的提高，非常有利于中国检测品牌的加速培育。我国的检测体系起步较晚，但其在世界上的话语权日益增加。由于发达国家对本土检测机构有先入为主的偏见，我国的优秀检测机构很难打开欧美市场。但中国的质量体系、标准体系、合格评定体系较于“一带一路”沿线的中亚、东欧、西亚等国家先进和发达，因此，“一带一路”战略将是优秀检测机构走出国门成为国际实验室的良好机遇。凭借在“一带一路”沿线国家取得的市场知名度和品牌效应，将大幅有利于国内优秀检测机构未来进入欧美发达国家市场。

2.家电投资放缓，产业升级和一带一路带动智能装备增长

公司智能装备主要应用于家电行业，为家电厂商提供家电智能工厂设计、生产线及专机设备供应以及零部件配套等解决方案。公司智能装备需求主要来自于家电厂商新增产能、产品更新等新建厂房以及生产线更新需求。

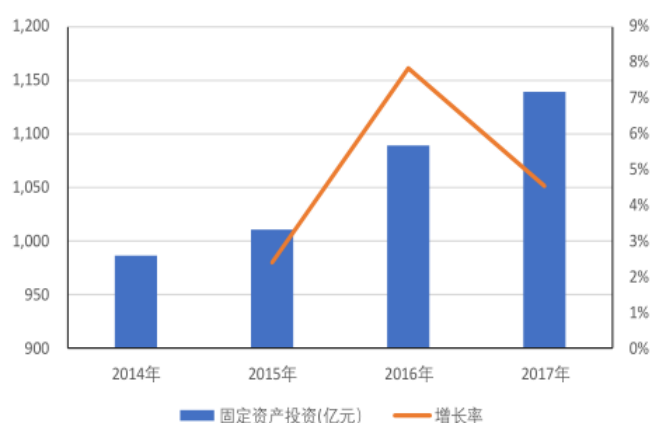
随着房地产增速放缓，家电消费需求转型升级，我国家电行业整体增速明显放缓，家电行业的固定资产投资由大规模的新增产能投资逐步转为现有生产线的更新改造投资，固定资产投资总体上呈低速增长态势。

图表 7 2014-2018 年家用电器和音像器材零售额



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 8 2014-2017 年家用电器行业固定资产投资情况



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

随着家电行业制造成本的上升和市场竞争加剧，提升家电工艺装备的信息化、数字化、自动化水平，实现精益生产管理成为了该行业目前关注的热点。家电行业智能制造的目标是生产过程的优化，大幅度提升生产系统的性能、功能、质量和效益，重点发展方向是数字化车间、数字化产线。从以产品为中心向以用户为中心转变，从流水线生产向规模定制化生产转变，从生产型制造向服务型制造转变。近些年，国内涌现了少数具有较强竞争力的智能制造装备企业，它们积累了大量自主知识产权，产品性能和技术水平达到全球较高水平，在部分下游应用领域，与国外企业相比形成较大竞争优势。在经济转型和劳动力成本上升的背景下，全球机器人市场需求持续提升。虽然近年来，我国机器人技术进步较快，国产品牌崛起，但中国生产的机器人目前还相对落后，呈现进口多出少，低端多高端少，较大金额贸易逆差的现状。近年来，海尔、格力、美的等家电巨头纷纷向智能制造转型升级，可望助力中国机器人产业整



体升级。借助工业机器人的应用，国内主要家电企业开展自动化、智能化改造，以便更快速响应市场变化的产品更迭，获得更高效能的生产制造能力和更高品质的产品质量控制。

另一方面，“一带一路”沿线发展中国家近年来经济快速发展，城市化进程加速，家电处于普及时期，家电的消费需求十分旺盛。据家电市场研究平台家电在线统计，2018 年我国冰箱行业总销售 7,518.9 万台，同比增长 0.2%；而同期我国冰箱出口“一带一路”区域总量为 659.6 万台，同比增长高达 9.4%。以印度为例，印度国土面积 298 万平方公里，人口 13.39 亿，莫迪政府上台以来，多次强调“建房子给所有人”，房地产行业快速发展，家电普及率逐步提高，家电市场高速增长。为保护本国的家电制造产业，“一带一路”沿线地区政府在政策上普遍鼓励本土化制造，对家电产品进口采取差异化税率，对家电整机进口征收高额进口税率，而对于散件零部件进口则给予优惠税率。以孟加拉为例，全散件零部件进口税率为 0%，而整机进口税率高达 25%。在政策的导向作用下，原来的整机进口纯贸易模式市场竞争力大幅下降，本地化制造成为大趋势。仅孟加拉近年来新增的半散件生产模式的家电工厂就 10 多家，全散件生产模式的家电工厂 8 家。但由于“一带一路”沿线国家家电制造业尚处于发展的初期阶段，缺乏家电制造经验和技能，家电制造装备依赖于成套从国外进口。同时，上述国家普遍缺乏熟练的产业工人，生产效率较低，对家电制造装备智能化、自动化的需求更为迫切，家电智能制造装备行业发展前景广阔。

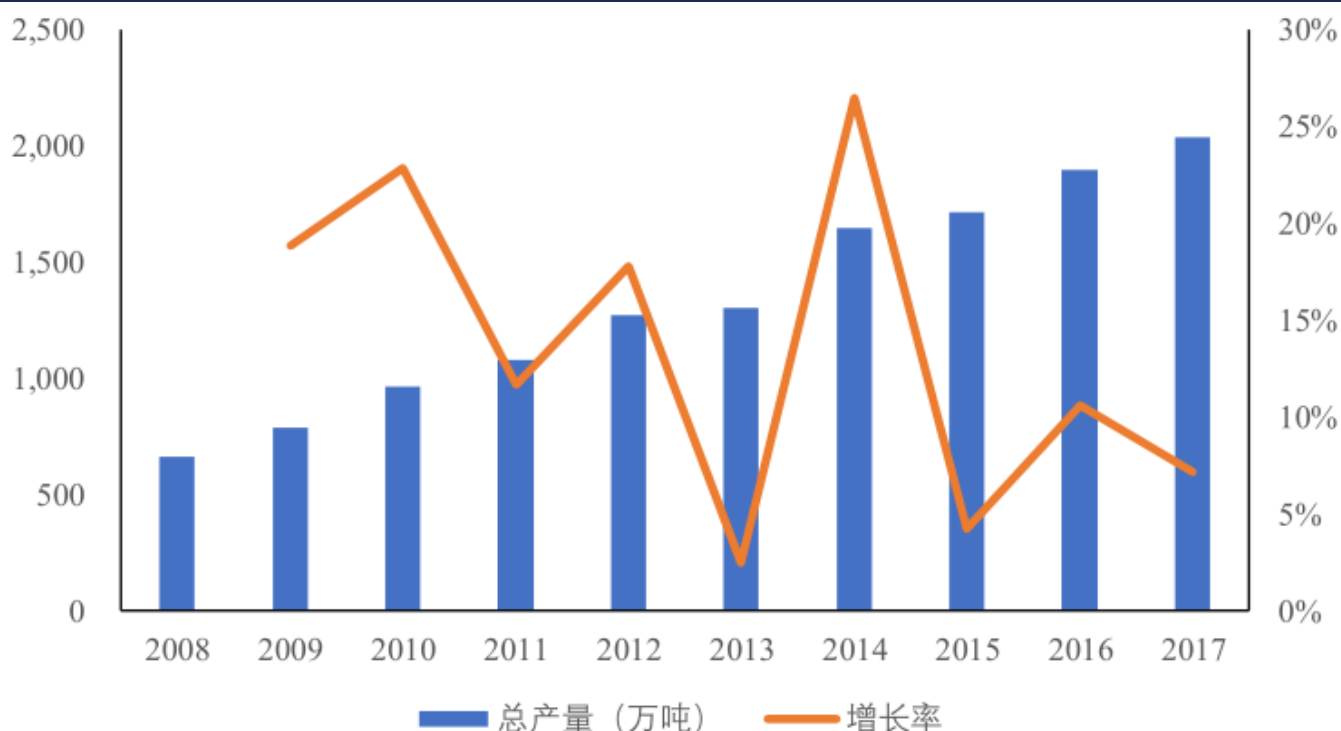
3.过去十年环保涂料及树脂获得快速增长

涂料主要由成膜物质（主要为树脂和固化剂）、颜填料、溶剂和助剂等组成，是国民经济和国防工业配套的重要工程材料，属于精细化工领域。涂料具有防腐、防潮等防护作用，并提供优美外观，其品种主要包括建筑涂料、车用涂料、工业防护涂料、家具涂料、卷材涂料、粉末涂料及其他类型涂料。涂料的应用领域不仅涵盖汽车涂料、建材、冶金、制造、交通、船舶、集装箱、工业地坪、道路标识系统等众多领域，还包含在人们日常所使用的各种生活生产用品当中，例如家具、家电、生产设备等，可以说涂料与人们的日常生活息息相关。

2010 年，中国涂料产量超过美国，居世界第一，达到 870 多万吨，另据国家统计局公布的数据显示，2017 年全国涂料累计产量 2,036.4 万吨，同比增长了 12.38%。

中国涂料近十年呈现快速发展的情况，与我国快速增长的经济密不可分。但是相比欧美国家，从人均消费量，人均劳动生产率，资源利用率，产品的附加值等方面与欧美日等发达国家差距甚大，同时中国涂料的结构中溶剂型涂料仍然占据较大的比例。溶剂型涂料常用大量挥发性有机物质（VOC）作为溶剂，为了减少 VOC 对大气的污染以及有限资源的利用率，环保型涂料得到了快速发展。同时随着“漆改粉”、“漆改水”及国家环保政策持续的推进，中国主要涂料品种逐渐从溶剂型涂料为主转型为环保涂料。环保型涂料的发展方向主要有：水性涂料、高固体分涂料、辐射固化涂料及粉末涂料等。水性涂料以水作为溶剂或分散介质，又可分为水溶性涂料和水分散涂料；粉末涂料是一种不含溶剂、100%为固体的粉末状涂料，又可分为热塑性粉末涂料和热固性粉末涂料。而树脂作为涂料中重要组成部分，往往对涂料性能起到关键的作用，是其中的关键原材料。

图表 9 2008-2017 年全国涂料总产量



资料来源：历年全国检验检测服务业统计报告，华鑫证券研发部

三、公司在三大领域优势突出

1. 质量技术和检测服务比肩国际巨头

在质量技术服务方面，中国电器院长期从事电器产品环境适应性基本规律与机理研究，依托国家重点实验室等重要科研平台，秉承多年研究积累和试验数据，围绕电器行业的标准规范、检测技术、系统集成技术、电能转换技术、先进控制技术、材料技术等质量提升共性技术研发，取得了一系列科技创新及核心技术成果，具备主导或参与行业标准制修订的相关技术能力。公司在家电行业拥有大量标准领域专家，能够制修订各种类型的标准，引领行业的发展，提升行业质量及技术水平。自 1980 年以来，公司累计主持和参与制修订 1,000 多项国际、国家、行业和地方标准；近年来，公司主持和参与制修订 IEC 国际标准 30 项。公司通过技术标准创新，引领着行业技术进步，奠定了公司在电器行业质量技术服务的优势地位。

在质量检测方面，公司拥有涉及多个层面的高含金量的重要资质授权，通过开展强制性认证检测、国际认证、国内自愿性认证检测、国家监督抽查、地方监督抽查、电商平台抽查、试验室能力验证、品牌商采购验收等业务在中国电器领域建立了强大的品牌影响力和公信力。中国电器院出具的检测报告获得了全世界 70 多个国家和地区共计超过 100 个权威机构的认可，授权单位包括中国合格评定国家认可委员会（CNAS）、美国能源之星、德国 DAkkS、沙特 SASO、海湾 GSO、香港 EMSD 等多个国家和地区的权威机构。2017 年度，公司质量技术服务人均创收 44.70 万元，高于国内行业平均水平 21.24 万元，接近于 Intertek、BV、SGS 等国际巨头。

2. 智能装备业务国内领先

公司依托装备产业省部级技术研发中心和应用型创新平台，把握行业发展趋势，开展智能制造技术创新，构建了家电智能工厂闭环服务模式，推动整厂规划设计、智能工厂集成、数字化车间等系统解决方案在相关行业的推广应用，为企业提供智能制造系统解决方案研发设计服务。

公司是国内领先的家电智能工厂系统解决方案供应商，是 2017 年工信部确定推荐的第一批 23 家智能制造系统解决方案供应商之一，是广东省战略性新兴产业骨干企业（智能制造领域）、“广东省装备制造业骨干企业”。公司可为家电企业提供智能制造系统专业化定制服务，包括机器人冲压生产线、自动化装配（检测）生产线、机器人视觉引导系统、钣金成型自动化生产线等，为家电企业提供从单个生产工艺到完整的生产工艺流程实现“机器换人”的系统解决方案。除服务于国内各大家电企业外，公司家电智能制造与试验装备已出口到“一带一路”沿线的 30 多个国家和地区。

公司为国内外发电厂提供发电机智能化励磁系统，技术水平处于国内领先地位，多次荣获省部级科技成果奖励，在水电巨型机组领域打破了国外厂商的垄断，并出口到二十多个国家，在水电励磁市场占有率稳居国内前两位。公司是国内较早研制电池检测设备的机构。公司产品“动力电池后处理自动化充放电系统”列入广东省首台套重点技术装备推广目录，具有自动化程度高、可靠性高的特点，整体技术处于国内领先地位，客户包括比亚迪、国轩高科、天津力神、宁德时代和宁德新能源等国内主流电池厂商。

3. 环保涂料及树脂业务国内前三

公司专业从事聚酯树脂以及下游高端环保涂料（粉末涂料、水性涂料）的研发、生产与销售，产品已在全球二十多个国家和地区应用。经过产业化与多年的发展，目前公司的产品几乎涵盖电器行业所有领域。公司是广东省粉末涂料产业技术创新联盟理事长单位，在 2016 年粉末涂料行业名牌企业评选被评为“十大杰出企业”、2016 年中国化工学会涂料涂装专业委员会组织的行业评选中“空调（家电）用纯聚酯粉末涂料”被评为“中国粉末涂料十大特色产品”。公司的聚酯树脂产品是以“国家 863 计划”科研成果为依托发展而来，产品质量达到国际先进水平。公司现有混合型聚酯、TGIC 固化型聚酯、羟烷基酰胺固化型聚酯和异氰酸酯固化型树脂 4 大系列近 80 余个牌号，产品除用于本公司制造粉末涂料外，大部分供应给国内其他粉末涂料制造企业，包括 PPG、立邦、老虎（Tiger）、阿克苏诺贝尔（Akzo）等全球知名的涂料企业以及大部分国产粉末涂料企业，2014-2017 年公司聚酯树脂产量位居国内前三。

四、公司财务状况渐入佳境

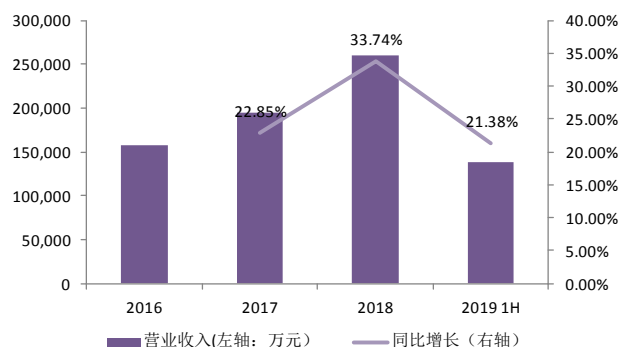
1. 营业收入持续快速增长

2016-2018年，公司实现营业收入15.81亿元、19.42亿元和25.98亿元，同比分别增长22.85%和33.74%。质量技术服务方面，受益于下游家电市场增长，公司质量技术服务收入呈现稳步增长的态势，2016-2018年，公司销售检测报告数量分别为 10.63 万份、13.17 万份、14.88 万份；智能装备方面，公司顺应国家“一带一路”倡议，为

境外客户提供生产线设备、定制化零部件在内的增长；环保涂料及树脂方面，随着我国增强对环保的重视，公司环保涂料及树脂收入增长显著。

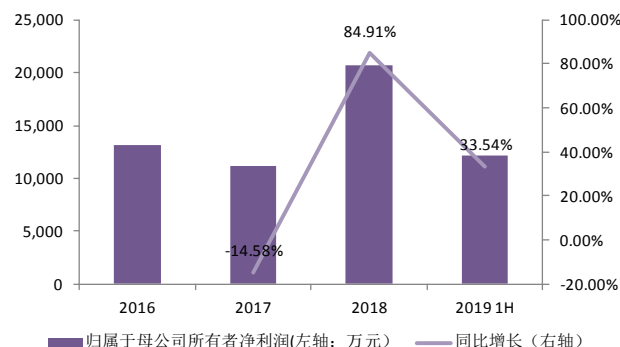
2016年-2018年，公司归属母公司所有者净利润分别为1.31亿元、1.12亿元和2.07亿元，同比增速分别为-14.58%和84.91%。2017年公司净利润下滑，主要因为2016年公司营业外收入基数较大所致。

图表 10 公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 11 公司归母净利润及增速



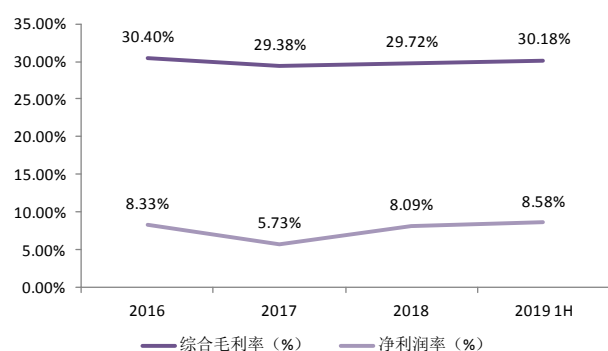
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2. 规模效应带动盈利能力提升

2016-2018年，公司综合毛利率分别为30.40%、29.38%和29.72%。2017年度，公司主营业务毛利率较上年度降低1.47%，主要为质量技术服务毛利率上升9.92%、智能装备业务毛利率较上年降低3.75%以及环保涂料及树脂毛利率较上年度降低4.47%综合所致。2018年度，公司主营业务毛利率较上年度上升0.46%，主要为智能装备业务毛利率较上年上升4.52%，环保涂料及树脂毛利率较上年度降低4.07%所致。

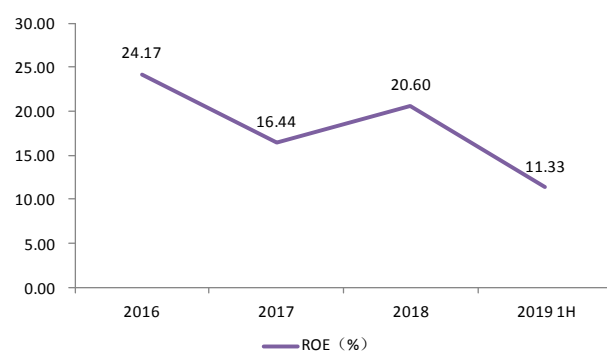
2016-2018年，公司净利润率分别为24.17%、16.44%和20.60%，公司盈利能力较强。

图表 12 公司毛利率和净利润率



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 13 公司 ROE



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

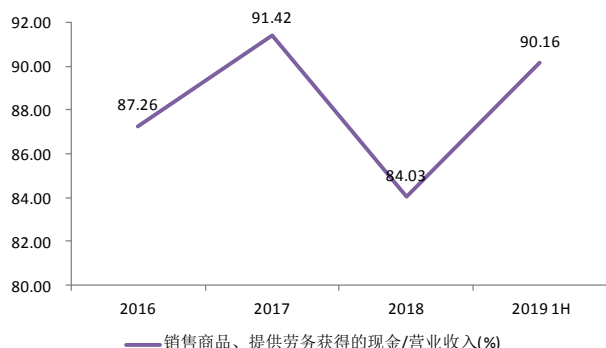
3. 经营性净现金流持续增长

2016-2018年，公司销售商品、提供劳务获得的现金分别是营业收入的87.26%、91.42%和84.03%，公司销售业务回款能力一般。

2016-2018年，公司经营性净现金流分别为1.60亿元、1.36亿元和1.74亿元，2016年度和2017年度，公司经营活动产生的现金流量净额高于净利润水平，主要系当期

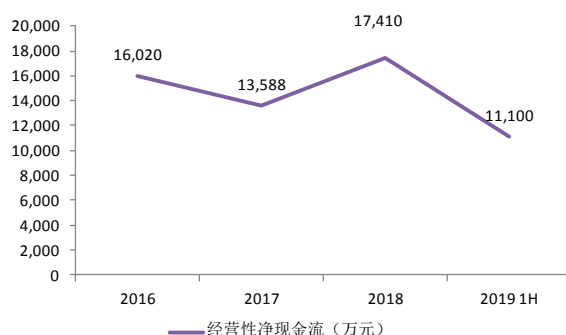
经营性应付项目增加所致。2018 年度公司经营活动产生的现金流量净额低于净利润，主要系当期公司业务规模增长，应收账款及应收票据较上年增长20,737.50万元，使得经营性应收项目增加较多25,488.93万元所致。

图表 14 公司销售商品提供劳务获得现金/营业收入 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 15 公司经营性净现金流



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

五、公司募投项目

公司拟使用本次发行的募集资金用于电器质量基础技术研发能力提升项目、重大技术装备环境适应性公共技术服务平台项目、擎天聚酯树脂项目和补充流动资金，项目预计投资总额为 10.09 亿元，拟投入募集资金 9.09 亿元。公司募集项目资金使用计划如下：

图表 16 公司募投项目概况

序号	项目名称	投资总额 (万元)	拟投入募集资金 (万元)
1	电器质量基础技术研发能力提升项目	14,320.00	14,320.00
2	重大技术装备环境适应性公共技术服务平台项目	36,053.40	32,568.40
3	擎天聚酯树脂项目	25,000.00	18,500.00
4	补充流动资金	25,500.00	25,500.00
合计		100,873.40	90,888.40

资料来源: 公司招股意向书, 华鑫证券研发部

六、同行业重点公司

(1) 质量技术服务

公司质量技术服务业务在行业内主要公司情况如下：

图表 17 质量技术服务行业主要公司

公司名称	企业简介
瑞士通用公证行 (SGS)	SGS 集团总部位于瑞士日内瓦，创建于 1878 年，是历史最久、规模最大、业务最多元化的大型检测机构之一，截至目前全球员工数量超过 97,000 多名，分支机构及实验室超过 2600 家。服务网络遍及全球，服务对象包括国内外企业、政府和国际机构，业务范围覆盖消费品、农产品食品及生命科学、矿产、石油化工、工业、贸易等多个行业领域。根据 SGS 集团公布的 2018 年财报数据显示，SGS 集团全年营收 67 亿瑞士法郎，利润为 6.9 亿瑞士法郎。



公司名称	企业简介
中国家用电器研究院	中国家用电器研究院成立于 1965 年，前身是北京家用电器研究所，拥有多名国内优秀的行业专家、专业技术人才和员工队伍，目前已形成以家用电器检测所、家电及轻工标准技术产业研究所、测试计量技术研究所、应用技术研究所、噪声及通用工程技术研究所、信息传媒中心和检查中心为主体的五大业务研究所及两大中心，是国家级家用电器质量监督检验中心及能力验证提供者。
华测检测（CTI） （300012.SZ）	华测检测成立于 2003 年，总部位于深圳。2009 年在深圳证券交易所上市，成为国内检验检测服务业首家上市公司。目前，华测检测在全国设立了六十多个分支机构，并在台湾、香港、美国、英国、新加坡等地设立了海外办事机构，拥有多个领域的 130 多个实验室，是一家集检测、校准、检验、认证及技术服务为一体大型综合性第三方机构。根据其 2018 年报，华测检测实现总营收 26.81 亿元。
苏试试验（300416.SZ）	苏试试验成立于 1956 年，是国内力学环境试验设备及解决方案提供商。2015 年，苏试试验在深交所创业板上市。该公司生产振动试验设备，属试验机领域、光机电一体化的高端智能装备，用来模拟振动、冲击、跌落和碰撞等环境条件，以考核工业产品质量的可靠性；除此之外，该公司还提供相应产品环境适应性和可靠性试验服务。根据其 2018 年报，苏试试验实现营业收入 6.29 亿元。
电科院（300215.SZ）	电科院是一家全国性的独立第三方综合电器检测机构，主要从事输配电电器、核电电器、机床电器、船用电器、汽车电子电气、太阳能及风能发电设备等各类高低压电器的技术检测服务，是我国电器检测行业的龙头企业之一。公司设立了“国家电器产品质量监督检验中心”，具体从事电器产品的检测和质量监督检验业务，是技术检测行业国家级的综合性电器检测实验室。2018 年电科院销售收入为 7.09 亿元。
工业和信息化部电子第五研究所（中国赛宝实验室）	工业和信息化部电子第五研究所，又名中国电子产品可靠性与环境试验研究所、中国赛宝实验室，始建于 1955 年，是中国最早从事可靠性研究的权威机构。实验室总部位于广州市天河区，占地面积 22 万平方米，拥有各类试验、分析测试和计量等仪器设备 7,000 多台套，职工 3,900 多人。在广州、苏州、重庆、宁波、佛山、香港、南京、孝感、芜湖、泰州、威海建有实验室；在广州、海南（万宁）、拉萨、三沙建有不同条件特点的试验站，在全国各省会城市均设有办事处。

资料来源：公司招股意向书，华鑫证券研发部

（2）智能装备

公司智能装备业务的主要公司情况如下：

图表 18 智能装备业务的主要公司情况

公司名称	企业简介
QS 集团（QSGroup S.p.A.）	QS 集团是一家意大利公司，专门设计和制造工业自动化系统和各种工业领域的专用设备，包括家用电器，汽车，制药，化工，食品和饮料，金属和机械等领域，是全球顶尖的综合自动化公司之一，有着 40 多年的经验。一直为白色家电行业提供交钥匙解决方案。除了 QS 集团主要的白色家电业务部门外，该公司多年来还发展其他各种工业领域的业务，包括：汽车，食品，制药，化学和机械。通过在全球各个国家开设分支机构和代表处，QS 集团在全球范围内积极开展业务，并以成为全球化公司的目标，不断扩大在全球的业务。
湖北三丰智能输送装备股份有限公司 （300276.SZ）	三丰智能是国内最早从事智能物流输送成套装备的研发、设计、生产制造、安装调试与技术服务于一体的企业之一。公司一直专注于从事智能输送成套设备的研发设计、生产制造、安装调试与技术服务，以技术为依托为客户提供智能输送整体解决方案。公司的主要产品有智能物流输送装备、工业机器人、自动化仓储与分拣设备、智能立体停车系统、工业自动化控制系统、无人机、环保节能涂装设备、智能精准焊接设备等；销售产品广泛应用于汽车、工程机械、农业机械、仓储物流、轻工、食品、冶金、建材等行业。2018 年实现收入 17.92 亿元。
上海佐竹冷热控制技术有限公司	上海佐竹冷热控制技术有限公司是专业研究、设计和制造各类冷热产品试验设备及环境控制设备的高新技术企业，是由上海汽车空调器厂有限公司、东方贸易株式会社、佐竹化学机械工业株式会社、佐竹冷热株式会社、特欣（香港）投资咨询有限公司共同投资的合资企业。公司以日本佐竹公司的技术为基础，研制各类全自动、高精度的冷热试验设备，以满足国内外客户在产品开发、质量控制和科学研究等各方

公司名称	企业简介
	面的需求。
瑞士 ABB 公司	瑞士 ABB 公司是全球著名的励磁系统制造商，其 UNITROL 系列产品以技术先进著称，在全球励磁市场享有深远影响力。产品自本世纪初进入中国以来，在国内大型水、火电机领域，具有较高市场占有率，是国内大型发电机组励磁系统的主要供应商之一。
国电南瑞科技股份有限公司 (600406.SH)	国电南瑞科技股份有限公司是专业从事电力自动化软硬件开发和系统集成服务的提供商。公司主要产品涵盖发电、输电、变电、配电、供电等各领域，提供相关设备和解决方案。其产品之一是励磁系统，在国内大型水电、火电市场占有率较高，具有较强行业影响力。2018 年国电南瑞实现收入 24.20 亿元。
浙江杭可科技股份有限公司	浙江杭可自成立以来，始终致力于各类可充电电池，特别是锂离子电池的后处理系统的设计、研发、生产与销售，目前在充放电、内阻测试仪等后处理系统核心设备的研发、生产方面拥有核心技术和能力，并能提供锂离子电池生产线后处理系统整体解决方案。公司依托专业技术、精细化管理和贴身服务，为韩国三星、韩国 LG、日本索尼（现为日本村田）、宁德新能源、比亚迪、国轩高科、比克动力、天津力神等国内外知名锂离子电池制造商配套供应各类锂离子电池生产线后处理系统设备。
珠海泰坦新动力电子有限公司	泰坦新动力是无锡先导智能装备股份有限公司的全资子公司（股票代码：300450.SZ），是一家研发、制造能量回收型化成、分容、分选等锂电池后端自动化生产线装备的专业厂家。2018 年先导智能实现收入 38.90 万元

资料来源：公司招股意向书，华鑫证券研发部

（3）环保涂料及树脂

环保涂料及树脂业务的主要公司情况如下：

图表 19 环保涂料及树脂业务的主要公司情况

公司名称	企业简介
安徽神剑新材料股份有限公司 (002361.SZ)	公司专业从事粉末涂料专用聚酯树脂系列产品的生产、销售和研发，为国家级重点高新技术企业。公司拥有独具特色的节能环保型粉末涂料聚酯树脂配方及工艺技术、自动化控制双釜半连续流程技术、在线负压真空取样分析技术等。系列产品长期为全球前两大粉末涂料供应商阿克苏诺贝尔、杜邦，以及海尔、格力、三星、LG 等高端客户提供配套服务，是国内粉末涂料原材料专业供应商，市场占有率名列前茅。
阿克苏诺贝尔粉末涂料有限公司	在中国深圳、苏州、宁波、黄山、武汉、成都 6 个生产基地，其产品涉及粉末涂装的各个应用领域，主要在铝型材、汽车、机箱、家电、管道、热敏基材等领域，且以产品质量稳定、技术要求高、价格高而占据行业的高端领域；2017 年销售量约为 6.4 万吨左右，约占我国粉末涂料市场份额的 5%。
荷兰皇家帝斯曼集团 (DSM)	荷兰皇家帝斯曼集团是历史最长、全球领先粉末涂料树脂供应商，是最早进入中国的外资企业之一，在荷兰、西班牙、美国、上海及台湾设有五个生产基地。DSM 在中国的总部为帝斯曼（中国）有限公司，于 2004 年 5 月 1 日在上海成立，负责中国境内的粉末涂料树脂的生产与销售，产品应用领域涉及建筑材料、机械设备、金属家具、家电行业。根据中国化工学会涂料涂装专业委员会的统计资料，帝斯曼（中国）有限公司 2017 年聚酯树脂销售量为 42000 吨。

资料来源：公司招股意向书，华鑫证券研发部

七、公司估值及询价建议

1. 假设条件

- （1）未来 3 年机器视觉市场需求增速保持快速增长；
- （2）未来三年智能检测装备和无人物流车业务收入保持高速增长；精密测量仪器和智

能制造系统业务保持快速增长；

(3) 公司费用控制良好，但研发费用保持较大的投入力度

(4) 按照本次发行股份数量为 5,000 万股计算，公司发行后总股本为 40,450 万股。

图表 20 公司盈利预测假设

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年
营业总收入	158,106.11	194,236.26	259,779.69	317,128.07	379,503.19	447,565.77
智能装备	66,768.62	81,610.27	114,698.75	143,373.44	174,915.59	209,898.71
环保涂料及树脂	56,707.26	71,013.54	91,935.90	111,242.44	132,378.50	154,882.85
质量技术服务	30,829.84	36,488.50	46,513.40	54,885.81	63,667.54	73,217.67
其他业务	3,800.39	5,123.95	6,631.64	7,626.39	8,541.55	9,566.54
营业成本	110,037.52	137,163.31	182,572.00	222,164.07	263,989.05	311,274.48
智能装备	45,482.78	58,653.30	77,261.08	95,343.34	113,695.14	136,434.16
环保涂料及树脂	42,116.48	55,916.06	76,132.12	91,218.80	109,212.26	127,778.35
质量技术服务	19,231.65	19,141.87	24,428.84	30,187.20	35,017.15	40,269.72
其他业务	3,206.60	3,452.08	4,749.97	5,414.73	6,064.50	6,792.24
收入增速 (%)		22.85	33.74	22.08	19.67	17.93
智能装备		22.23	40.54	25.00	22.00	20.00
环保涂料及树脂		25.23	29.46	21.00	19.00	17.00
质量技术服务		18.35	27.47	18.00	16.00	15.00
其他业务		34.83	29.42	15.00	12.00	12.00
毛利率 (%)	30.40	29.38	29.72	29.95	30.44	30.45
智能装备	31.88	28.13	32.64	33.50	35.00	35.00
环保涂料及树脂	25.73	21.26	17.19	18.00	17.50	17.50
质量技术服务	37.62	47.54	47.48	45.00	45.00	45.00
其他业务	15.62	32.63	28.37	29.00	29.00	29.00

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2. 公司估值与询价建议

针对质量技术服务行业，我们选取华测检测、苏试试验、电科院作为对比对象；针对智能装备业务，选取埃斯顿、三丰智能、先导智能和国电南瑞；针对环保涂料及树脂业务，选取神剑股份。同类公司估值如下：

图表 21 同类公司估值情况（以 2019 年 10 月 16 日收盘价为基准）

代码	简称	最新价格 (元)	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
			2017	2018	2019	2017	2018	2019		
300012.SZ	华测检测	14.78	0.08	0.16	0.26	184.75	92.38	57.15	8.68	244.98
300416.SZ	苏试试验	24.50	0.49	0.55	0.69	50.00	44.55	35.53	4.40	33.22
300215.SZ	电科院	6.92	0.17	0.17	0.18	40.71	40.71	38.44	2.61	52.48
002747.SZ	埃斯顿	8.99	0.11	0.12	0.15	81.73	74.92	59.42	4.77	75.06
300276.SZ	三丰智能	8.70	0.17	0.45	0.47	51.45	19.15	18.51	1.90	69.18
300450.SZ	先导智能	31.63	1.29	1.06	1.18	24.59	29.72	26.82	7.73	278.84
600406.SH	国电南瑞	21.80	0.79	0.93	0.99	27.59	23.44	22.13	3.93	1007.62
002361.SZ	神剑股份	4.22	0.14	0.09	0.81	30.14	46.89	5.21	1.97	35.35
平均						33.44	29.80	18.17	3.88	347.75

资料来源：Wind，华鑫证券研发部



基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 2.29 亿元、2.99 亿元和 3.60 亿元，按照发行后 40,450 万股计算，公司 EPS 分别为 0.57 元、0.74 元和 0.89 元。我们选取的对比公司 2019 年平均市盈率 18.17 倍，公司价格中枢为 10.36 元/股，合理价格区间为 9.42 元-11.30 元/股。

八、风险提示

主要风险包括：1) 客户集中度高的风险；2) 中美贸易战加剧的风险。



图表 22 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	2,598	3,171	3,795	4,476
货币资金	321	979	764	917	营业成本	1,826	2,222	2,640	3,113
应收款	933	1,139	1,363	1,607	营业税金及附加	18	18	18	18
存货	619	753	895	1,056	销售费用	199	277	323	373
其他流动资产	121	121	121	121	管理费用	126	154	184	217
流动资产合计	1,994	2,992	3,143	3,700	研发费用	199	238	285	336
非流动资产:					财务费用	3	-1	-2	-2
可供出售金融资产	104	104	104	104	费用合计	328	430	505	588
固定资产+在建工程	381	696	935	829	资产减值损失	31	38	46	54
无形资产+商誉	102	102	102	102	公允价值变动	-1	0	0	0
其他非流动资产	54	54	54	54	投资收益	-11	3	3	3
非流动资产合计	642	956	1,195	1,090	营业利润	227	249	325	391
资产总计	2,636	3,948	4,339	4,790	加: 营业外收入	5	1	1	1
流动负债:					减: 营业外支出	2	0	0	0
短期借款	5	0	0	0	利润总额	229	250	325	391
应付账款、票据	699	850	1,010	1,191	所得税费用	19	20	26	31
其他流动负债	780	780	780	780	净利润	210	230	299	360
流动负债合计	1,483	1,630	1,790	1,971	少数股东损益	3	1	1	1
非流动负债:					归母净利润	207	229	299	360
长期借款	2	0	0	0					
其他非流动负债	114	114	114	114	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
非流动负债合计	116	114	114	114	成长性				
负债合计	1,599	1,744	1,904	2,085	营业收入增长率	33.7%	22.1%	19.7%	17.9%
所有者权益					营业利润增长率	76.2%	9.8%	30.5%	20.3%
股本	355	405	405	405	归母净利润增长率	84.9%	10.8%	30.5%	20.3%
资本公积金	536	1,395	1,395	1,395	总资产增长率	10.3%	49.8%	9.9%	10.4%
未分配利润	73	218	418	653	盈利能力				
少数股东权益	14	14	14	14	毛利率	29.7%	29.9%	30.4%	30.5%
所有者权益合计	1,037	2,113	2,344	2,614	营业利润率	8.7%	7.8%	8.6%	8.7%
负债和所有者权益	2,636	3,857	4,248	4,699	三项费用/营收	12.6%	13.6%	13.3%	13.1%
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	EBIT/销售收入	0.0%	7.9%	8.6%	8.7%
净利润	210	230	299	360	净利润率	8.1%	7.2%	7.9%	8.0%
折旧与摊销	62	86	111	111	ROE	20.3%	10.9%	12.8%	13.8%
财务费用	0	-1	-2	-2	营运能力				
存货的减少	-16	-134	-142	-160	总资产周转率	98.6%	80.3%	87.5%	93.4%
营运资本变化	-112	-54	-64	-63	资产结构				
其他非现金部分	29	0	0	0	资产负债率	60.7%	44.2%	43.9%	43.5%
经营活动现金净流量	174	125	202	245	现金流质量				
投资活动现金净流量	-128	-400	-350	-5	经营净现金流/净利	0.83	0.55	0.67	0.68
筹资活动现金净流量	-85	932	-67	-88	每股数据(元/股)				
现金流量净额	-37	658	-215	152	每股收益	0.58	0.57	0.74	0.89
					每股净资产	2.92	5.22	5.79	6.46

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

魏旭锟：华鑫证券研究员，华东理工大学工商管理硕士，五年汽车和机械行业工作经历，2013年5月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：机械行业

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>