



机械行业
Machinery industry

2010年8月13日

万讯自控 (300112) 新股定价报告

合理价值区间为 19.25—22.00 元

市场数据

当前价格 (元)	N.A.
52 周价格区间 (元)	N.A.
总市值 (百万)	N.A.
发行前总股本 (万)	5363
本次发行股本 (万)	1800
发行后总股本 (万)	7163
日均成交额 (百万)	N.A.
近一月换手 (%)	N.A.

财务科目 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	131.56	136.30	174.36	219.86	273.83
同比增长率	17.54%	3.61%	27.92%	26.10%	24.55%
归属于母公司净利润	19.98	26.40	39.95	51.90	65.61
同比增长率	18.14%	32.13%	51.31%	29.91%	26.43%
毛利率	44.70%	49.75%	52.02%	52.59%	52.80%
EPS	0.37	0.49	0.55	0.72	0.92

投资要点:

- **公司是国内领先的过程自动化仪表供应商和相应的项目服务商。** 主要产品包括电动执行器、流量计、控制阀、信号调理仪表以及其他仪器仪表, 型号和种类有数百种, 涵盖了工业自动化系统的核心环节。公司产品广泛应用于电力、石化、钢铁、冶金、水泥、建材等国家支柱性行业。
- **政府政策大力支持行业发展。** 由于工业自动化是先进制造业、国家重大装备制造业发展战略的核心内容之一, 国家相关政策给予了高度的重视。近年来, 国家相继出台了《国家中长期科学和技术发展规划纲要 (2006-2020 年)》、《当前优先发展高技术产业化重点领域指南 (2007 年度)》、《产业结构调整指导目录 (2005 年本)》、《电子信息产业调整和振兴规划 (2009 年)》、《装备制造业调整和振兴规划》等一系列重要政策。相关政策均提出加快发展工业自动化控制系统和仪器仪表行业, 以推进信息技术与传统工业结合, 提升工业自动化和智能化水平。
- **工业自动化仪器仪表行业的市场容量巨大, 公司产品具有广阔的发展空间。** 据统计, 2009 年我国工业自动化控制系统制造业 (包含工业自动化仪器仪表行业) 的总产值为 1126.23 亿元, 而公司 2009 年的销售收入仅为 1.36 亿元。国外的跨行业综合企业集团如西门子、ABB 等企业的年销售收入达数十亿美元, 国外的专业大型公司如英国罗托克公司、德国 Vega 公司等年销售收入也有数亿美元。公司与全球的行业领先企业相比, 规模仍然偏小。由于公司处在一个快速成长的国内市场中, 中国的产业升级和信息化发展是今后工业发展的主旋律, 未来市场空间巨大。

王昕
刘伟 (协助)
+86- 0755 -21515596
liuwei@jyzq.cn

执业证书编号
王昕: S0370209020074
刘伟: S0370108110544

- **自主模式+国际合作模式两种具有竞争力的业务模式。**自主模式下，公司自主研发、自主采购、自主生产并采用自有商标自主销售；国际合作模式下，公司选择的合作伙伴基本都是仪器仪表行业某细分领域的领军企业，公司与合作伙伴进行研发合作、自主采购、自主生产，并采用合作伙伴的商标或采用自有商标在国际上销售。公司自主产品和国际合作产品的特性和应用领域存在明显差异，可以实现差异化销售。通过国际合作模式，公司可以迅速介入到高端产品的研发领域，在消化吸收的基础上，掌握合作产品的核心技术，同时国际合作产品为公司提供了重要的收入和利润来源，为公司的自主研发提供了持续的资金支持。此外，未来还有望借助合作伙伴，将自己的产品销售至海外市场。
- **公司的综合竞争优势突出。**公司的综合竞争优势主要体现在管理优势、研发优势、销售优势、成本优势以及业务模式优势。管理优势主要是指公司经过长期发展，建成一支具备国际化视野及国际化合作经验的技术型核心管理团队，学会用国际化的标准来进行研发、生产和管理公司，为以后的开拓国际市场打下了良好基础。此外就是早在2002年就引入了ERP/CRM等管理系统软件，信息化走在行业前列。公司先后聘请了国内外著名的管理顾问公司，协助建立了公司的管理体系，该体系运行良好，提升了管理水平。研发优势指公司建立了IPD（集成产品研发）研发管理体系，形成以市场为导向、面向客户需求的高效率研发管理模式，2009年12月31日公司被认定为国家高新技术企业也是对公司研发实力的肯定。销售优势主要是指公司建立了经销为主、直销为辅的销售体系，拥有一支120人的专业营销和客户服务队伍，在大陆建立了21个办事处，构建了覆盖全国的销售网络，成为同行中营销体系最健全、营销网络覆盖面最广的公司之一。成本优势是公司在国际合作的过程中，不断提高本地化生产的比例，不断降低生产和采购成本，从而使得公司的主要产品在技术上与国际先进水平基本相当，产品成本低于国外竞争对手，竞争优势突出。
- **募投项目具有良好的市场前景。**公司此次上市募集资金主要投向“智能仪表研发及扩产项目”、“智能电动执行器研发及产业化项目”、“流量计研发及产业化项目”和“其他与主营业务相关的营运资金项目”四大项目。

表1 公司募集资金投向

单位：万元

序号	项目名称	项目计划投资额	其中：利用募集资金投资额	建设期
1	智能仪表研发及扩产项目	2,538.97	2,498.97	3
2	智能电动执行器研发及产业化项目	4,114.73	4,071.73	2
3	流量计研发及产业化项目	2,877.54	2,875.54	2
4	其他与主营业务相关的营运资金项目			

Source: 招股说明书、金元证券

通过四大项目的建设可以提升公司的技术水平和自主创新能力；增加产品的种类和产品系列，拓宽产品的应用领域；深化与国外合作伙伴的合作，提升公司在未来合作过程中的地位；提升产品质量和降低生产成本；提升产业链协调能力。通过上市，也可以巩固和扩大公司的品牌影响力。

四大项目总投资额为 9531.24 万元，其中利用设备净值为 85.00 万元。智能仪表研发及扩产项目计划总投资 2538.97 万元，建设期 3 年，预计达产实现收入 4521.00 万元，净利润 1004.51 万元；智能电动执行器研发及产业化项目计划总投资 4114.73 万元，建设期 2 年，预计达产实现销售收入 8600.00 万元，净利润 1370.81 万元；流量计研发及产业化项目计划总投资 2877.54 万元，建设期 2 年，预计达产实现销售收入 6150.00 万元，净利润 1142.29 万元。预计募投项目达产后将实现总销售收入 14785.73 万元，净利润 3517.61 万元。

- 公司的合理估值区间为 19.25-22.00 元。预计 2010-2012 年公司 EPS 分别为 0.55 元、0.72 元和 0.92 元，未来三年收入复合增长率和利润复合增长率分别为 26.10%、35.45%。2010 年 8 月 12 日创业板上市的机械行业公司的 2010 年平均预测 PE 为 43.16 倍，综合考虑公司的业务特性，我们认为公司新股发行价格合理动态 PE 为 35--40 倍，对应合理价值区间为 19.25—22.00 元。

图 1、公司 2010 年中期主营业务收入结构

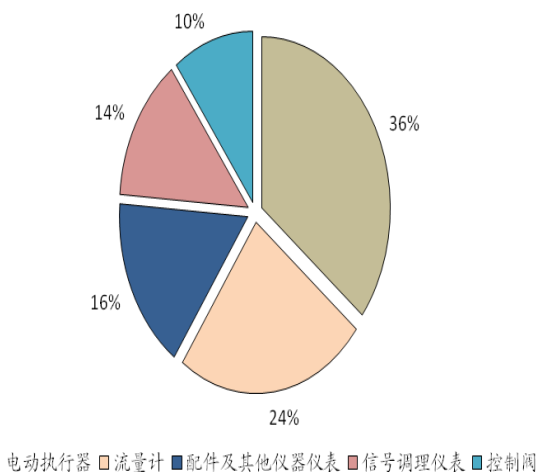


图 2、公司 2010 年中期主营业务毛利结构

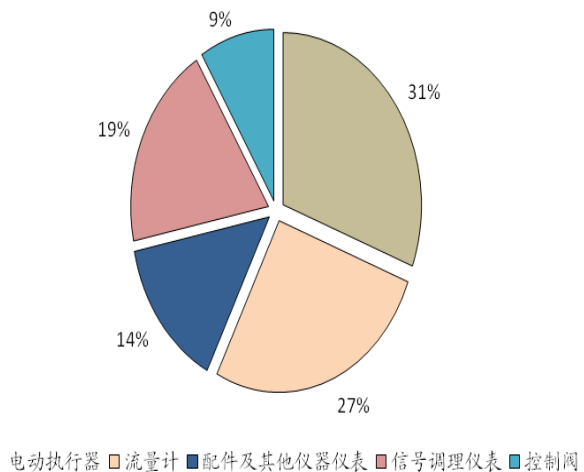
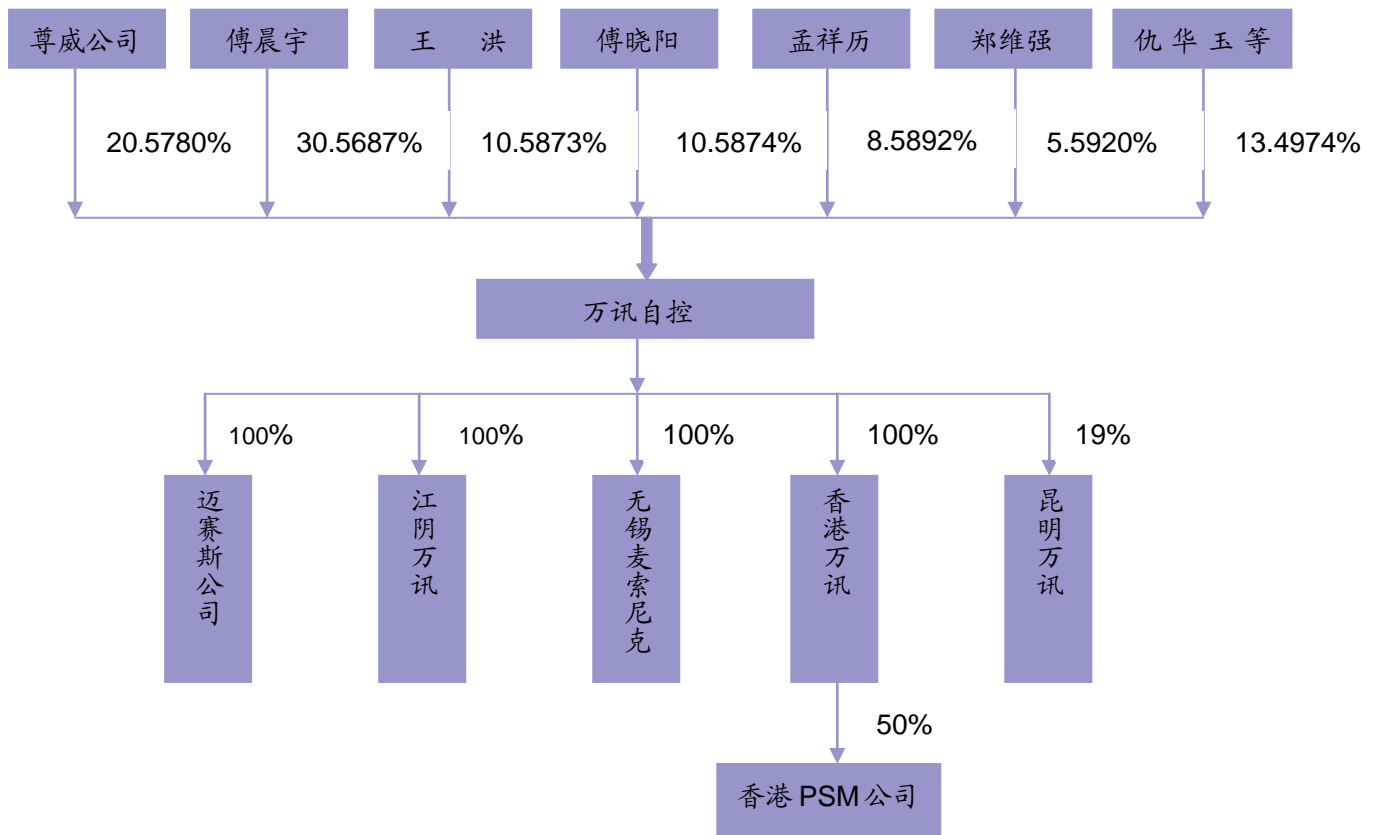
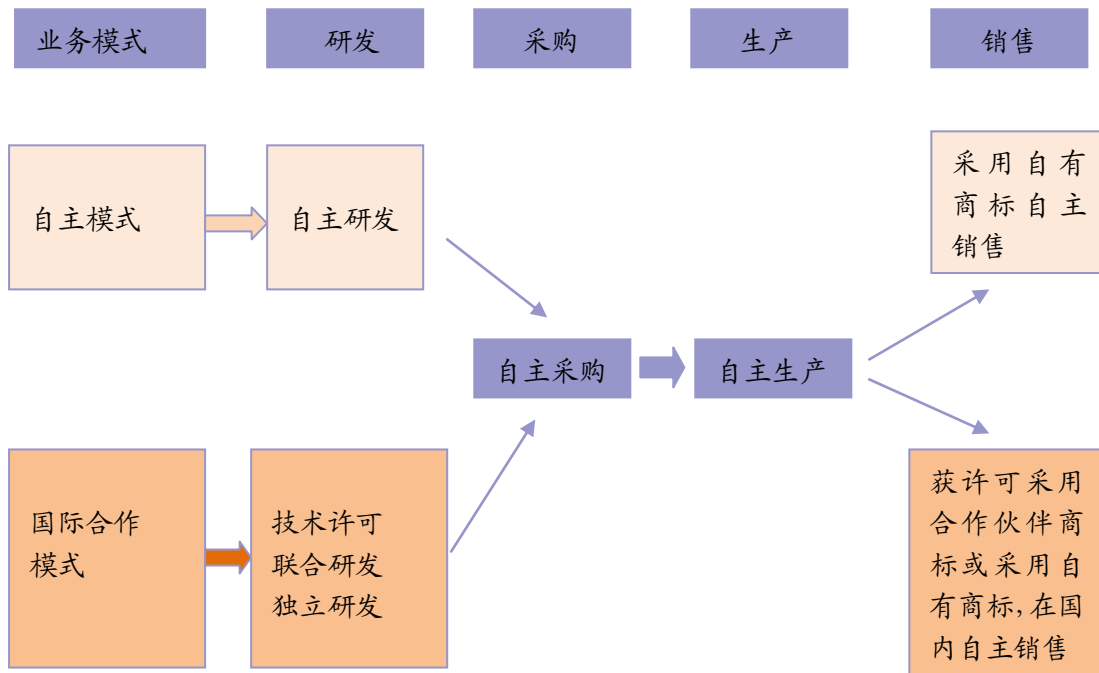


图3 公司的股权结构图及控股和参股公司情况



资料来源：招股说明书、金元证券

图4 公司的业务模式



资料来源：招股说明书、金元证券

盈利预测基本假设:

- (1) 公司成熟产品保持稳定增长
- (2) 募投产品的产能按照原定的计划释放和实现销售
- (3) 毛利率随着规模效应的体现保持稳中有升

附表 1、营业收入各品种收入成本预测 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1. 电动执行器					
该产品收入	52.62	52.50	61.95	72.17	84.08
该产品成本	34.01	28.95	33.76	39.12	45.57
收入增长率	4.32%	-0.23%	18.00%	16.50%	16.50%
毛利率	35.38%	44.85%	45.50%	45.80%	45.80%
2. 流量计					
该产品收入	30.85	25.25	37.88	54.92	72.49
该产品成本	14.01	10.45	15.65	22.52	29.72
收入增长率	-4.73%	-18.15%	50.00%	45.00%	32.00%
毛利率	54.58%	58.60%	58.69%	59.00%	59.00%
3. 信号调理仪表					
该产品收入	13.06	17.80	21.00	26.26	32.82
该产品成本	3.69	4.66	5.15	6.44	8.04
收入增长率	20.48%	36.29%	18.00%	25.00%	25.00%
毛利率	71.73%	73.82%	75.48%	75.48%	75.50%
4. 控制阀					
该产品收入	14.83	24.32	31.62	41.10	53.43
该产品成本	9.65	12.98	17.24	22.41	29.14
收入增长率	140.75%	63.99%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	34.94%	46.64%	45.47%	45.47%	45.47%
5. 配件及其他仪器仪表					
该产品收入	19.38	15.65	21.91	25.42	31.01
该产品成本	11.19	11.30	11.86	13.75	16.78
收入增长率	60.03%	-19.25%	40.00%	16.00%	22.00%
毛利率	42.27%	27.80%	45.88%	45.88%	45.88%
合计					
营业收入	130.74	135.52	174.36	219.86	273.83
营业成本	72.55	68.34	83.66	104.24	129.25
营业收入增长率	17.54%	3.61%	28.66%	26.10%	24.55%
毛利率	44.51%	49.57%	52.02%	52.59%	52.80%

Source: wind、金元证券

附表 2、利润表预测 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	131.56	136.30	174.36	219.86	273.83
减: 营业总成本	72.74	68.49	83.66	104.24	129.25
营业税金及附加	0.20	0.53	0.00	0.00	0.00
营业费用	17.69	19.55	22.86	28.83	35.91
管理费用	17.95	19.49	22.42	28.28	35.22
财务费用	(0.56)	0.01	(1.59)	(2.54)	(3.74)
资产减值损失	0.45	(1.86)	0.00	0.00	0.00
加: 公允价值变动收益/(损失)	(0.09)	0.25	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
二、营业利润	22.99	30.34	47.00	61.05	77.19
加: 其他非经营损益	0.48	0.92	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	23.47	31.25	47.00	61.05	77.19
减: 所得税	3.24	4.85	7.05	9.16	11.58
四、净利润	20.23	26.40	39.95	51.90	65.61
减: 少数股东损益	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00
五、归属于母公司的净利润	19.98	26.40	39.95	51.90	65.61

Source: 金元证券

附表 3、资产负债表预测 (单位: 百万元)

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	11.56	14.48	61.26	81.99	147.76
应收和预付款项	36.33	34.39	26.42	50.18	45.18
存货	38.54	24.67	39.39	40.44	58.54
其他流动资产	1.10	3.55	3.55	3.55	3.55
长期股权投资	0.37	0.93	0.93	0.93	0.93
投资性房地产	3.41	2.03	1.74	1.46	1.17
固定资产和在建工程	26.22	26.27	23.46	20.66	17.82
无形资产和开发支出	0.00	9.29	9.29	9.29	9.29
其他非流动资产	0.22	0.10	0.05	0.05	0.05
资产总计	117.74	115.70	166.08	208.54	284.28
短期借款	5.80	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	26.75	10.86	24.54	19.32	34.78
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	(0.00)	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	32.55	10.86	24.54	19.32	34.78
股本	53.63	53.63	53.63	53.63	53.63
资本公积	20.26	20.41	20.41	20.41	20.41
留存收益	10.85	30.80	67.50	115.18	175.46
归属母公司股东权益	84.74	104.84	141.54	189.22	249.50
少数股东权益	0.45	0.00	0.00	0.00	0.00

股东权益合计	85.19	104.84	141.54	189.22	249.50
负债和股东权益合计	117.74	115.70	166.08	208.54	284.28

Source: 金元证券

附表 4、现金流量表预测 (单位: 百万元)

现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	7.48	37.08	49.17	23.34	68.51
投资性现金净流量	(5.88)	(15.66)	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	4.34	(14.86)	(2.39)	(2.61)	(2.75)
现金流量净额	5.96	6.57	46.78	20.73	65.76

Source: 金元证券

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来 6 个月内超越大盘 15%以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 5%~15%;

中性: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%;。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2008. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed .