

锐奇股份（300126） 机械

—国内领先的专业电动工具制造商

估值区间 29.75-34.00 元

投资要点：

1、公司主要从事高等级专业电动工具的研发、生产和销售，公司是国内最具竞争力的专业电动工具制造商之一。公司产品根据使用用途划分，可分为砂磨类、建筑道路类、金属切削类、木工类等系列产品。近三年公司业绩实现了快速增长，近三年营业收入及净利润复合增长率分别为 27%、46%。

2、高等级专业电动工具市场前景广阔，经过近 7 年左右的高速发展，国内专业电动工具的需求量在 2007 年前以年均 12% 左右的速度增长，至 2008 年国内市场容量为 1,300 万台，销售额达到 40 亿元。受到国家推出拉动内需政策加大基础建设投入政策的影响，未来建筑道路及金属加工行业发展前景看好，从而带动专业电动工具行业需求量的增加。

3、公司具有领先的研发和技术优势，国内众多电动工具企业采用 OEM 的生产出口方式，较少企业具有独立的研发体系与设计能力。相较而言，公司非常注重自身独立研发与创新能力的获得，研发和创新能力在业内处于领先水平。公司目前拥有各项专利 66 项，另有 12 项专利申请已被受理，拥有专利数量在业内处于领先水平。

4、募集资金用于高等级专业电动工具产业化项目、扩产及技术改造项目及研发中心项目等。其中，高等级专业电动工具产业化项目主要生产钢材机、铝材机和各种充电工具，项目达产后产能为 108 万台；高等级专业电动工具扩产及技术改造项目主要生产砂磨类、建筑道路类和木工类电动工具，项目达产后新增产能 76 万台。

5、预计公司 2010-2012 年全面摊薄 EPS 分别为 0.85 元、1.28 元和 1.91 元，参照同行业及创业板公司的估值，公司合理估值区间 29.75-34.00 元，建议询价区间 25.50-29.75 元。

2010 年 9 月 14 日

主要数据

发行量(万股)	2105
发行后总股本(万股)	8420
社会公众股占比(%)	25

联系方式

研究员：	何鹏程
执业证书编	S0020109041409
电 话：	021-51097188-1921
电 邮：	hepengcheng@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市寿春路 179 号 (230001)

目录

第1部分 公司概况	3
第2部分 行业分析	4
2.1 行业概况	4
2.2 市场供需分析	7
2.3 行业竞争分析	8
第3部分 公司竞争优势分析	9
3.1 研发和创新优势	9
3.2 品牌优势	9
3.3 营销网络优势	10
第4部分 募投项目情况	10
第5部分 估值与申购建议	10
第6部分 风险提示	11

图表目录

图 1. 近年全球电动工具行业销售额	4
图 2. 全球电动工具市场区域占比	5
图 3. 行业的上下游	6
图 4. 电动工具分级和主要品牌分布图	6
图 5. 专业电动工具下游行业需求分别占比	7
表 1. 近年公司收入构成情况	3
表 2. 发行前后公司股本结构	3
表 3: 市场的主要竞争者市场占有率	9
表 4. 募投项目基本情况	10

第 1 部分 公司概况

公司主要从事高等级专业电动工具的研发、生产和销售，经过几年的快速发展现已成为国内最具竞争力的专业电动工具制造商之一。公司主要产品根据使用用途划分，可分为砂磨类、建筑道路类、金属切削类、木工类等系列产品。

电动工具是一种机械化工具，它由电动机或电磁铁作为动力，通过传动机构驱动工作头进行作业。电动工具已被广泛应用于国民经济各个领域，并进入了家庭使用，是一种使用量大、使用面广的机械化工具。随着电动工具应用的发展，电动工具整体的产品体系大致可以分为工业级、专业级和通用级三个级别。

随着我国宏观经济的稳定快速发展和国家产业政策的支持，专业电动工具市场需求巨大，但该市场主要由外资品牌主导。锐奇工具主要定位于从事高等级专业电动工具的研发、生产和销售，在高等级专业电动工具行业走自主研发创新之路，替代进口品牌。目前，发行人在专业电动工具行业拥有的锐奇（KEN）品牌，已成为高等级专业电动工具内资领导品牌之一。

表 1. 近年公司收入构成情况

产品分级	主要产品	营业收入 (万元)	收入 占比	毛利 (万元)	毛利 占比
工业级	角磨机\石材切割机\钢材机	386.16	1.80%	109.4	2.06%
专业级	角磨机\钢材机\电钻\曲线锯\电园锯\电磨\电镐\砂光机等	21,060.72	98.20%	5197.09	97.94%
	合计	21,446.88	100%	5,306.49	100%

数据来源：招股说明书

吴明厅、应媛琳夫妇直接持有公司 4,200 万股，吴明厅先生通过瑞浦投资持有公司 1,196.448 万股，合计持有公司 5,396.448 万股，占公司发行前总股本的 85.45%，为公司实际控制人。发行前股本为 6,315 万股，本次公开发行 2,105 万股后，吴明厅、应媛琳夫妇实际控制公司 64.09% 的股份，仍为实际控制人。

表 2. 发行前后公司股本结构

	发行前		发行后	
	持股量	比例	持股量	比例
一、有限售条件流通股	6,315	100%	6,315	75.00%
其中：吴明厅	3,000	47.50%	3,000	35.63%
应媛琳	1,200	19.00%	1,200	14.25%
瑞浦投资	1,196.448	18.95%	1,196.448	14.21%
平安财智	315	4.99%	315	3.74%
吴钊	270	4.28%	270	3.21%
胡祖超	240	3.80%	240	2.85%
俞文贤	93.552	1.48%	93.552	1.11%
二、无限售条件流通股	-	-	2,105	25.00%
三、股本总额	6,315	100%	8,420	100%

数据来源：招股说明书

第 2 部分 行业分析

2.1 行业概况

20世纪60年代，由于科技发展水平的提升和世界经济的不断增长，电动工具的应用开始兴起，电动工具制造业率先在欧美发达国家实现产业化并迅速发展。70年代，日本以其相对较低的制造成本赢得竞争优势，迅速成为电动工具制造业的主导者之一。90年代，伴随着中国制造业在全球的竞争力的提高，中国电动工具制造业也开始起步，逐渐显示出竞争优势。

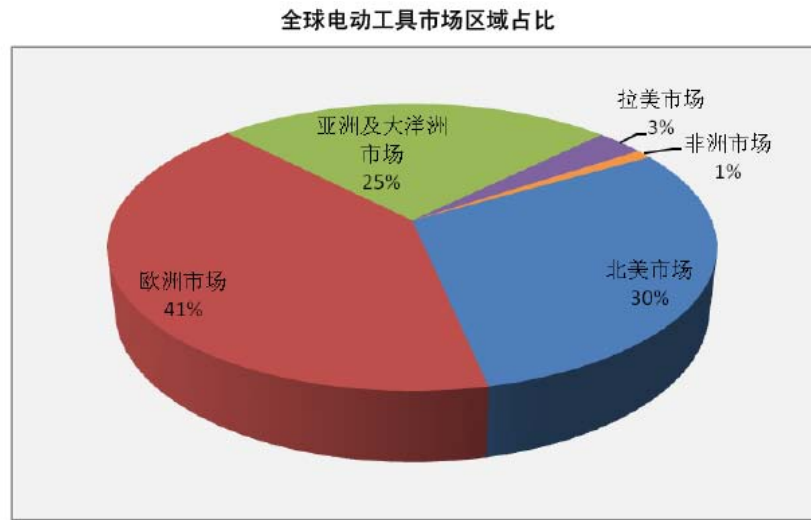
图 1. 近年全球电动工具行业销售额



数据来源：招股说明书

从市场规模来看，经过上世纪90年代以来的快速发展，全球电动工具的市场容量在2008年已达到约140亿美元，全球电动工具的需求量2006年-2008年保持年均3%左右的增长率，市场规模稳定增加。虽然2008年下半年开始受到金融危机影响，全球电动工具市场增长受阻，但从2009年的情况来看，市场正逐步恢复，预计全球电动工具市场容量在2012年将超过150亿美元。

图 2. 全球电动工具市场区域占比



数据来源：招股说明书

按地区分，全球电动工具市场可划分为欧洲市场、北美市场、亚洲及大洋洲市场、拉美市场、非洲市场五大块，2008年分别占有41%、30%、25%、3%和1%的市场份额。

从具体国别看，根据中国电动工具网统计，2008年美国市场为全球最大市场，占全球市场的25%，规模超过42亿美元；欧盟各国中德国、法国、英国等国家市场规模较大；目前发展中国家市场规模占全球电动工具市场比例还不高，部分发展中国家市场增速较快。

我国的电动工具发展主要分为三个阶段：第一阶段为起始期，从1942年第1台电动工具诞生，到20世纪60年代电动工具制造业初具规模，但70%以上电动工具是电钻。第二阶段为成长期，从20世纪70年代初到80年代末。改革开放为电动工具发展注入了新的活力，电动工具制造业不断壮大，到1989年，我国已有89家电动工具厂，产量为230多万台，有65个品种、158个规格，电钻的比重降至50%左右。

第三阶段为发展期，20世纪90年代以来，伴随着中国制造产业在全球的竞争力的提高，中国电动工具制造业逐渐显示出的竞争优势。中国电动工具行业在承接国际分工转移的过程中不断发展，已成为国际电动工具市场的最主要的供应国。

专业电动工具的应用领域涵盖建筑道路、装饰装潢、木材加工、金属加工以及其它制造业。受到国家推出拉动内需政策加大基础建设投入政策的影响，未来建筑道路及金属加工行业发展前景看好，从而带动专业电动工具行业需求量的增加。

图 3. 行业的上下游



数据来源：招股说明书

随着电动工具应用的发展，电动工具整体的产品体系大致可以分为工业级、专业级和通用级三个级别。

图 4. 电动工具分级和主要品牌分布图



数据来源：招股说明书

工业级电动工具：工业级电动工具主要用于对工艺精准度要求很高的作业场所，能够提供高精度的解决方案，具有技术含量高、客户要求高、一次作业成型的特点。高精度行业如航空业用的工业级型材切割机，能够完成高精度角度的型材切割。国内工业级电动工具产能主要集中在上海，主要品牌均为外资品牌，如瑞士喜力得HILTI、美国米沃奇

milwaukee、德国泛音Fein。

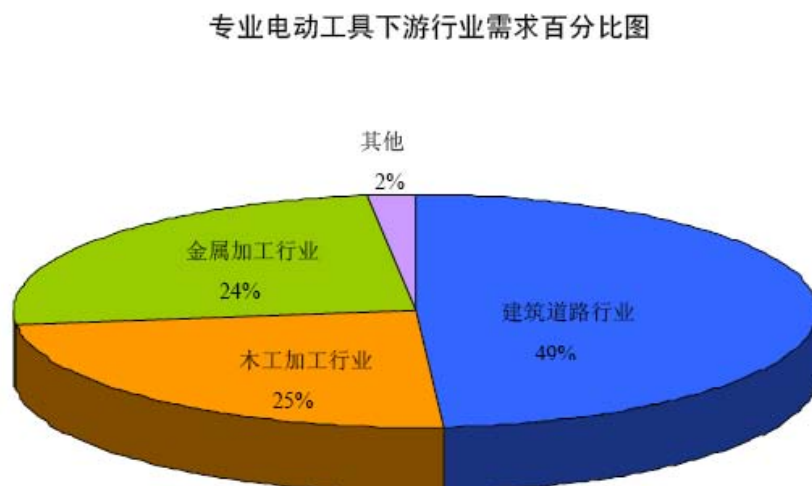
专业级电动工具：专业级电动工具具有功率大、转速高、电机寿命长的特点，能够持续长时间重复作业，主要应用于有较强专业要求的先进制造及装备领域。专业应用市场对专业级电动工具的要求主要体现在对性能指标要求较高，即针对特定使用领域，要求专业级电动工具必须满足一定效率、寿命和加工精度等技术指标。专业电动工具不仅被广泛用于建筑道路、装饰装潢、木材加工、金属加工以及其他制造业等领域的钻、切、磨等加工环节，而且随着应用的不断普及和新技术的应用，社会对专业电动工具的需求量正在逐年增加，应用的领域也在不断扩展。如专业角磨机、电锤、开槽机、电钻等广泛用于厂房、宾馆、商业大厦的建筑及建筑装潢领域。主要品牌有德国博世BOSCH（杭州），日本牧田MAKITA（昆山），中国锐奇（上海），国内产能主要集中在上海及周边邻近地区。

通用级电动工具：通用级电动工具又称为DIY（Do It Yourself）电动工具，该类工具主要被应用于精准度要求不高和持续作业时间不长的场合，因而技术含量要求不高。如家庭用的装饰类电动工具，在欧美发达国家人力成本高，人们为节省雇人服务的成本，偏好于自己动手解决家居生活中的简单的装饰问题。中国通用级电动工具制造商主要采用OEM出口方式生产的通用级电动工具，在这种生产方式下，企业主要积累的是生产能力，始终无法建立起属于自己的销售渠道和自主品牌，对OEM提供商有很大的依赖，抗风险能力较差。

2.2 市场供需分析

根据中国电动工具网统计，经过近7年左右的高速发展，国内专业电动工具的需求量在2007年前以年均12%左右的速度增长，至2008年国内市场容量为1,300万台，销售额达到40亿元。专业电动工具的市场需求主要在建筑道路行业、金属加工行业、木材加工行业。市场需求的情况呈现以下特点：

图 5. 专业电动工具下游行业需求分别占比



数据来源：招股说明书

建筑道路行业仍是专业电动工具主要的下游行业，其占到专业电动工具应用市场的一半左右。根据中国电动工具网统计，截止到2008年，建筑道路用专业电动工具市场规模达到19.72亿元，增长率为9.78%。随着国家对基础建设投资力度的加大，未来3年建筑道路用专业电动工具市场将保持较高的增速。

金属加工用专业电动工具在电动工具目前所占的比重是24%。根据中国电动工具网统计，截止到2008年，金属加工用专业电动工具市场规模为9.40亿元，占总体市场规模的24%。未来随着金属加工行业的持续快速发展以及金属加工用专业电动工具市场的不断开拓，其市场规模将快速扩大，增速将高于建筑道路用和木材加工用专业电动工具。

木材加工行业用专业电动工具所占比重呈现不断下降的趋势，主要是由于受到金融危机的影响，以出口为主的木材加工行业增速出现大幅下降，导致木材加工行业用专业电动工具所占比重呈现不断下降的趋势。

根据中国电动工具网统计，2008年我国专业电动工具的产量达到5,200万台，其中出口3,700万台。产量相比2007年增长了15.56%。与此同时，电动工具企业的数量也在不断增长，规模不断扩大，竞争日趋激烈。由于我国大部分企业生产导向为主，主要为国外厂商进行OEM生产，缺乏对本土市场的深刻理解，因此较少内资企业能够生产高等级的专业电动工具。

2.3 行业竞争分析

根据中国电动工具网统计，经过近7年左右的高速发展，国内专业电动工具的需求量在2007年前以年均12%左右的速度增长，截至2008年，中国专业电动工具市场容量达到40亿元人民币。中国专业电动工具行业正处于快速成长阶段，市场潜力巨大。2008年中国专业电动工具整体产能已达5,200多万台，但其中近7成产能为跨国公司在我国工厂的产能。不过中国专业电动工具行业也出现少数优秀企业如锐奇工具，通过自主开发新产品、创建自主品牌以及开拓海外市场，已经成功进入国际市场。

根据中国电动工具网统计，国内生产专业电动工具的企业主要有博世电动工具（中国）有限公司、牧田（中国）有限公司、牧田（昆山）有限公司、百得（苏州）科技有限公司、百得（苏州）电动工具有限公司、百得（苏州）精密制造有限公司、福建日立工机有限公司、广东日立工机有限公司、本公司、江苏东成电动工具有限公司、江苏国强电动工具有限公司。

从2009年度国内市场占有率来看，博世、牧田、东成、锐奇的市场占有率分别位居第一位至第四位。锐奇作为内资品牌市场占有率增长最快的企业之一，已连续多年高速增长，市场占有率不断提升，在内资企业中市场占有率排名第二。

表 3： 市场的主要竞争者市场占有率

企业名称	2006年	2007年	2008年
博世	16.67%	14.59%	15.00%
牧田	10.00%	10.27%	8.75%
东成	6.06%	6.76%	7.50%
锐奇	4.24%	5.14%	6.75%
日立	4.85%	3.78%	3.00%
百得	1.52%	2.16%	1.50%
国强	3.03%	2.97%	3.00%

数据来源：招股说明书

第 3 部分 公司竞争优势分析

3.1 研发和创新优势

国内众多电动工具企业采用OEM的生产出口方式，较少企业具有独立的研发体系与设计能力。相较而言，公司非常注重自身独立研发与创新能力的获得，研发和创新能力在业内处于领先水平。公司目前拥有各项专利66项，另有12项专利申请已被受理，拥有专利数量在业内处于领先水平。公司优秀的研发和创新能力被广泛认可，并获得多项认证和荣誉。2006年，公司被上海市科学技术委员会认定为“高新技术企业”，并荣获“上海市科技企业创新奖”；2007年，公司被全国工商业联合会等认定为“中国优秀民营科技企业”，被上海市科学技术委员会、上海市经济委员会共同认定为“上海市小巨人培育企业”，公司还被上海市知识产权局评定为“上海市专利工作试点企业”；2008年和2009年，公司连续两年荣获“上海市装备制造业与高新技术产业自主创新品牌”，并再次被上海市科学技术委员会等部门共同认定为“高新技术企业”；2010年，公司再次被上海市知识产权局评定为“上海市专利工作试点企业”。

3.2 品牌优势

与国内众多电动工具企业进行贴牌生产相比，公司非常重视品牌建设。锐奇品牌在国内专业级电动工具市场是内资领导品牌之一。报告期内，公司自主品牌产品销售收入占比达到80%以上。公司在专业级电动工具领域拥有“锐奇（KEN）”品牌、“”品牌。2006年，上海市工商行政管理局认定公司商标“锐奇”为“上海市著名商标”；2007年，国家质量监督检验检疫总局授予公司主要系列产品为“中国名牌产品”和“国家免检产品”。公司是国内同行中少数出口自主品牌产品的企业之一。公司的商标已经根据《商标国际注册马德里协定》在法国、德国、意大利、罗马尼亚、俄罗斯等多个国家进行了注册，公司的自主品牌产品已经成功打入国际市场，并且在海外市场获得了客户的广泛认可。

3.3 营销网络优势

公司拥有一支行业经验丰富的营销团队，通过多年来的营销渠道建设，使公司的营销网络管理水平无论是相对内资品牌还是外资品牌均处于行业领先地位。专业电动工具产品是先进制造工业作业的装备设备，营销网络在市场拓展和市场地位的巩固方面扮演着非常关键的角色。由众多经销商构成的营销网络为公司销售业绩增长和售前售后服务提供了有力支持。公司已在全国各地发展了300多家国内渠道经销商和20多家海外经销商，形成具有较高覆盖率的高效分销网络。公司坚持以市场为导向，秉承客户至上的服务理念，注重培育客户忠诚度。经过长期的营销推广，公司已在专业电动工具行业树立起良好的品牌形象，对销售业绩增长起到有效的推动作用。除了完善的经销商网络之外，公司还建立了新型销售渠道，如与国际著名的装饰建材销售巨头百安居、家得宝、麦德龙进行合作，通过大型建材超市销售公司产品。

第4部分 募投项目情况

公司募投资金用于高等级专业电动工具产业化项目、扩产及技术改造项目及研发中心项目等，募投项目紧紧围绕主业进行。其中，高等级专业电动工具产业化项目主要生产钢材机、铝材机和各种充电工具，项目达产后产能为108万台；高等级专业电动工具扩产及技术改造项目主要生产砂磨类、建筑道路类和木工类电动工具，项目达产后新增产能76万台。

表 4. 募投项目基本情况

项目名称	总投资	建设周期	年销售收入	年利润总额
1 高等级专业电动工具产业化项目	154.53	1.5年	434.64	77.91
2 高等级专业电动工具扩产及技术改造项目	65.07	1年	131.08	28.28
3 专业电动工具研发中心项目	38.47	1年		
4 其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-		

资料来源：招股说明书

第5部分 估值与申购建议

预计公司 2010-2012 年全面摊薄 EPS 分别为 0.85 元、1.28 元和 1.91 元，参照同行业及创业板公司的估值，公司合理估值区间 29.75-34.00 元，建议询价区间 25.50-29.75 元。

第 6 部分 风险提示

一、主要原材料价格上涨的风险

专业电动工具主要原材料为矽钢片、漆包铜线、铝件、塑料，目前国内有众多的生产厂家供应上述原材料。公司原材料所处行业竞争充分，产品价格透明度高，较大规模生产厂家的供应价格差别不大，货源充足，能够充分满足生产需求。近三年一期矽钢片、铜材、铝件、塑料等原材料的价格波动幅度较大，而这种波动公司不一定能通过及时提高价格来转移给下游客户。原材料价格的波动将不利于公司的成本控制，并对公司的经营业绩有一定影响。

二、客户集中的风险

近三年一期，公司向前 5 名客户销售收入总额占当期营业收入的比例为 26.58%、42.48%、32.79%、32.81%，公司存在销售客户相对集中的风险。如果公司主要销售客户的生产经营情况发生不利变化，将有可能减少对公司的订单，从而对公司的销售收入产生不利影响。同时，公司对主要客户存在较大金额的应收账款，如果主要客户出现重大经营或财务风险，将可能使公司遭受较大损失。

三、出口退税率变化风险

2007 年上半年国家有关部门对电动工具整机的出口退税率从 17%大幅度调低至 9%后。经过数次调整，截至 2009 年 6 月 3 日，财政部、国家税务总局《关于进一步提高部分商品出口退税率的通知》（财税[2009]88 号）对部分电动工具类产品的退税率恢复到 17%。若国家继续调整出口退税政策，调低公司主要产品的出口退税率，公司的盈利水平将受到一定影响。

国元证券投资评级体系:

(1) 公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 ±5%之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

(2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn