

日期: 2010 年 9 月 27 日
行业: 其他电子设备制造业



邓永康
021-53519888-1919
ykdeng@126.com
执业证书编号: S0870200010011

IPO 报价区间 RMB 27.90~33.48 元
上市合理定价 RMB 37.20~44.64 元

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股)	11.90
发行后总股本 (百万股)	46.00
发行数量占发行后总股本	25.87%
发行方式	网下询价配售 20% 网上定价发行 80%
保荐机构	华泰联合证券

主要股东 (IPO 前)

胡庆周	41.94%
郑汉辉	13.73%
古远东	12.58%
王东石	3.81%
深圳市哲灵投资有限公司	3.81%

收入结构 (10H1)

生活电器智能控制产品	95.94%
温度检测智能控制产品	2.83%
其他智能控制产品	1.23%

报告编号: DYK10-NSP13

首次报告日期: 2010 年 9 月 27 日

国内领先的小型生活电器 智能控制服务商

■ 投资要点:

公司在小型电器智能控制产品领域占据行业领先地位

公司在小型电器智能控制产品领域占据行业领先地位。其中发钳智能控制器、咖啡壶智能控制器市场占有率均位居第一，风筒智能控制器市场占有率仅次于香港金宝通，位居第二。

营业收入和利润高速增长

公司近 3 年的营业收入近 3 年复合增长率达到 39.81%，净利润的复合增长率达到 54.18%。

毛利率较为稳定

2007 年度、2008 年度、2009 年度及 2010 年 1-6 月，公司综合毛利率分别为 21.65%、19.76%、22.14% 及 22.94%，除 2008 年略有下降外，基本处于较稳定。

提高核心竞争力，提升收入与盈利水平

电子智能控制产品技改及产能扩大项目建成后将实现 3,000 万套的产能。电子智能控制研发中心建成后，可以为公司提供全面的技术支持，将有利于公司进一步深化与下游厂商的合作。

盈利预测

我们预计公司 10-12 年归属于母公司的净利润将实现年递增 64.23%、39.90%、33.31%，相应的稀释后每股收益为 0.93 元、1.30 元、1.74 元。

定价结论

综合考虑公司的盈利能力、成长性以及最近上市的创业板上市公司的估值情况，我们认为给予英唐智控 10 年动态市盈率 40-48 倍较为合理，公司合理估值区间为 37.20-44.64 元。综合考虑公司的基本面等因素，我们建议的询价区间为 27.90-33.48 元，对应 10 年动态市盈率区间为 30 倍-36 倍，对应 09 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 48.95 倍-58.74 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥. 百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	172.64	230.85	369.00	507.50	716.00
年增长率 (%)	46.18	33.72	59.84	37.53	41.08
归属于母公司的净利润	13.91	26.09	42.85	59.94	79.91
年增长率 (%)	26.80	87.56	64.23	39.90	33.31
(发行后摊薄) 每股收益(元)	0.30	0.57	0.93	1.30	1.74

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

● 我国成为全球电子智能控制产品的新增长点

电子智能控制产品受益于消费升级，产品需求增长较为稳定。即使在2008年金融危机下，仍然取得正增长。根据国际货币基金组织（IMF）的报告，2006年电子智能控制行业在良好的经济环境刺激下，增幅达到21.8%。2007年，经济形势继续保持良好态势，电子智能控制行业的增长率为18.9%。2008年全球电子智能控制市场在受国际金融危机影响下，增长率仍达9.8%，市场规模达到6,680亿美元。预计到2012年，全球电子智能控制行业的增长率为19.1%，市场规模将达到10,520亿美元。

最近几年，以中国、巴西和俄罗斯为首的国家电子产品大幅度增长，成为全球电子智能控制产品新的增长点。电子智能控制产品的增长主要与消费升级有关，我国已明确拉动内需的方针策略，预计未来我国消费升级将深化，带动国内电子智能控制产品出现快速增长，预计2009年到2012年，我国电子智能控制产品增长率将超过20%。

● 公司所处的行业竞争结构及公司的地位

电子智能控制产品行业由于下游厂商需求分散造成了产品差异较大、产能较分散，因此全球电子智能控制产品行业总体集中度较低。在国际电子智能控制器产品市场，英维斯、代傲等行业巨头在某些细分市场领域尤其是高端市场上具有较高的市场占有率，但就整体市场而言，却仅占很小的市场份额。国内电子智能控制行业起步较晚，行业集中度更低，主要企业有金宝通、拓邦股份、和而泰、英唐智控、德丰、瑞德等。

公司在小型电器智能控制产品领域占据行业领先地位。其中发钳智能控制器、咖啡壶智能控制器市场占有率均位居第一，风筒智能控制器市场占有率仅次于香港金宝通，位居第二。

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

公司系由深圳市英唐电子科技有限公司于2008年6月16日整体变更设立的股份有限公司。截至2008年3月31日，英唐电子经审计的账面净资产为27,023,263.93元，折为股份公司股本2,600万股，每股面值1元，由各股东按原各自持股比例持有，余额1,023,263.93元转入资本公积。

公司实际控制人为胡庆周，持有5%以上股权的股东有胡庆周，郑汉辉，古远东，持股比例分别为41.94%、13.73%和12.58%。

图 1 英唐智控发行前股权结构



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

公司营业收入主要来自生活电器智能控制产品。2007年、2008年、2009年和2010年上半年，生活电器智能控制产品的营业收入分别为11,360.60万元、16,289.72万元、21,767.82万元和14,716.85万元，占主营业务收入的比例分别达到96.20%、94.35%、94.29%和95.94%。在2007年、2008年、2009年和2010年上半年，公司的主要毛利均来自生活电器智能控制产品，毛利额占总毛利额的比重分别达到93.53%，82.80%，81.59%和88.22%。

图 2 英唐智控营业收入结构

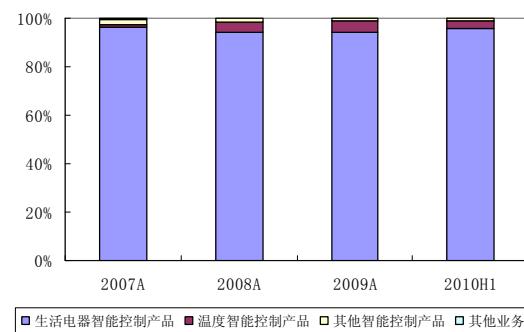
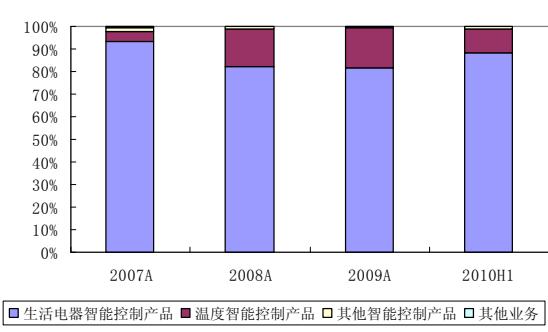


图 3 英唐智控毛利结构



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 募资项目

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股1,190万股，占发行后总股本的25.87%。全部用于公司主营业务相关的项目及主营业务发展所需要的运营资金。本次发行募集资金投入项目安排如下：

表1 公司IPO募投项目概括 单位：万元

	项目名称	总投资	第一年	第二年
1	电子智能控制产品技改及产能扩大项目	11,000.00	2,605.6	8394.4
2	电子智能控制研发中心	4,950.00	4,950	
3	其他与主营业务相关的资金项目			

资料来源：公司招股说明书；上海证券研究所整理

电子智能控制产品技改及扩建项目

该项目计划建设周期为 24 个月，项目建成后，预计第 1 年达产率为 60%，第 2 年达产率为 80%，第 3 年达产率达到 100%，本项目实现 3,000 万套的预计产能。达产 47.17% 时即可实现盈亏平衡，项目投产后第 1 年达产 60%，即可实现盈利，全面达产后预计可实现收入 45,000 万元，预计净利润 4,300 万元，项目自有资金内部收益率约为 34%，投资回收期约为 2.91 年（不含建设期），项目投资具有较好的经济效益，并在赣南老区产生良好的就业、税收等社会效益。

电子智能控制研发中心建设项目

在电子智能控制行业，具备强大的技术研发能力，是保持竞争优势的核心要素。电子智能控制研发中心建成后，可以为公司提供全面的技术支持，将有利于公司进一步深化与下游厂商的合作。公司研发环境将得到改善，有利于吸引更多的优秀人才，有增强公司自主创新能力的能力。

三、公司财务状况及盈利预测

● 毛利率较稳定

2007 年度、2008 年度、2009 年度及 2010 年 1-6 月，公司综合毛利率分别为 21.65%、19.76%、22.14% 及 22.94%，除 2008 年略有下降外，基本处于较稳定状态，报告期内的平均综合毛利率为 21.60%，处于较高水平。

● 营业收入和利润高速增长

公司营业收入、净利润均实现了持续快速增长。2007 年、2008 年、2009 年及 2010 年 1-6 月公司营业收入分别为 11,809.58 万元、17,264.34 万元、23,085.00 万元及 15,339.10 万元，2008 年较 2007 年增长了 46.19%，2009 年较 2008 年增长了 33.71%，近 3 年复合增长率达到 39.81%，2010 年 1-6 月营业收入较 2009 年同期增长了 91.78%。公司净利润分别为 1,097.46 万元、1,391.23 万元、2,608.93 万元及 1,697.75 万元，近 3 年复合增长率达到 54.18%，2010 年 1-6 月净利润较 2009 年同期增长了 85.12%。

图 4 英唐智控毛利率变化趋势

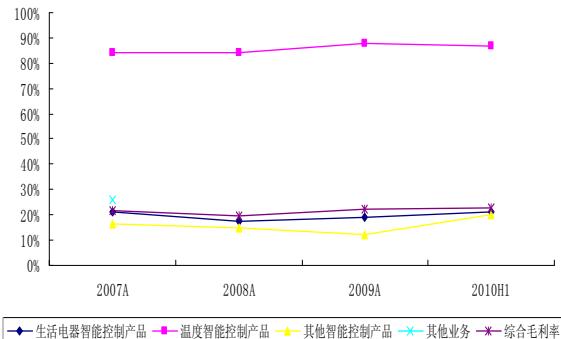
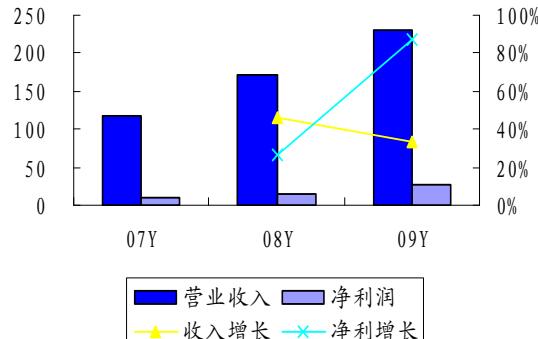


图 5 英唐智控近年来收入及净利润增长率

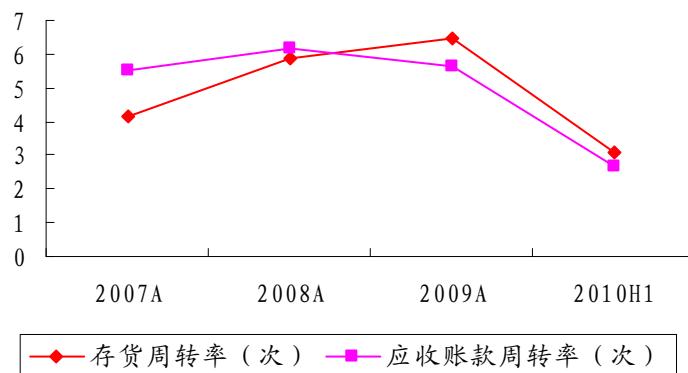


资料来源：公司招股意向书；Wind；上海证券研究所整理

● 应收账款周转率保持稳定、存货周转率上升较快

2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年 1-6 月，公司的应收账款周转率分别为 5.51、6.14、5.66 和 2.66 次；存货周转率分别为 4.18、5.85、6.47 和 3.07 次。2008 年应收账款周转率有所上升，2009 年应收账款周转率略有下降，总体而言，应收账款周转率较为稳定。2008 年和 2009 年公司存货周转率均上升较快，主要是公司通过 ERP 系统等手段加强物料管理、生产和销售管理，提高了存货周转率。

图 6 英唐智控存货和应收账款周转率变化趋势



资料来源：公司招股意向书；上海证券研究所整理

● 业绩预测

1) 该项目计划建设周期为 24 个月，项目建成后，预计第 1 年达产率为 60%，第 2 年达产率为 80%，第 3 年达产率达到 100%。

2) 生活电器智能控制产品 10 年、11 年和 12 年的毛利率分别为 21.20%、20.70% 和 20.30%。

表2 公司未来三年分业务收入及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
生活电器智能控制产品					
收入	162.90	217.68	354.00	490.00	695.00
毛利率	17.2%	19.2%	21.2%	20.70%	20.30%

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

我们预计公司 10-12 年归属于母公司的净利润将实现年递增 64.23%、39.90%、33.31%，相应的稀释后每股收益为 0.93 元、1.30 元、1.74 元。

表3 英唐智控损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	172.64	230.85	369.00	507.50	716.00
营业成本	138.54	179.73	283.27	393.89	561.20
营业税金及附加	0.16	0.2	0.33	0.46	0.64
销售费用	4.66	5.57	9.23	12.18	17.18
管理费用	14.35	14.99	23.99	30.45	42.96
财务费用	1.55	1.14	1.48	0.00	0.00
资产减值损失	0.89	1.16	1.50	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	12.49	28.05	49.21	70.52	94.02
营业外收入	1.95	2.61	1.5	0.00	0.00
营业外支出	0.05	0.07	0.3	0.00	0.00
利润总额	14.39	30.59	50.41	70.52	94.02
所得税费用	0.48	4.5	7.56	10.58	14.10
净利润	13.91	26.09	42.85	59.94	79.91
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	13.91	26.09	42.85	59.94	79.91
摊薄 EPS (元)	0.30	0.57	0.93	1.30	1.74

数据来源：公司招股意向书 上海证券研究所

四、风险因素

技术创新力量不足的风险

电子智能控制行业的特征就决定了公司新产品毛利率较高，但未来将呈现下降趋势，公司需要依靠持续创新能力不断研发新产品，才能保持毛利率的稳定。公司专注的小型生活电器产品需求具有个性化、多样化、更新换代快等特点。如果公司的技术创新力量不足，在技术积累、产品研发等方面不能及时跟上智能控制技术的变化趋势，不能适应市场环境的快速变化，公司的现有市场份额可能会有所降低，同时公司的综合毛利率也存在下降的风险。

人民币升值与全球经济低迷的风险

公司报告期内出口金额远大于进口金额，人民币升值总体上对公司呈负面影响。如果人民币升值，将提高公司出口产品的价格，降低公司出口产品的竞争力。全球经济低迷也是公司可能面临的重要风险，倘若未来金融危机的影响出现变化并持续恶化，则将对公司经营业绩造成较大的负面影响。

五、估值及定价分析

● 同类公司的比较

目前在 A 股公司中，与英唐智控业务相近的上市公司在 10 年、11 年的市盈率为 47.15 倍、34.13 倍。

表 4 国内可比公司估值情况

股票代码	公司简称	股价	每股收益（元/股）				市盈率（倍）				
			2008	2009	2010E	2011E	2008	2009	2010E	2011E	
002139.SZ	拓邦股份	21.43	0.22	0.27	0.43	0.61	97.81	80.11	49.46	35.37	
002402.SZ	和而泰	36.98	0.43	0.55	0.82	1.12	86.22	67.59	44.85	32.89	
平均								92.01	73.85	47.15	34.13

数据来源：WIND 资讯，上海证券研究所；股价以 9 月 21 日收盘价计

● 公司可给的估值水平及报价区间

综合考虑公司的盈利能力、成长性以及最近上市的创业板上市公司的估值情况，我们认为给予英唐智控 10 年动态市盈率 40-48 倍较为合理，公司合理估值区间为 37.20-44.64 元。综合考虑公司的基本面等因素，我们建议的询价区间为 27.90-33.48 元，对应 10 年动态市盈率区间为 30 倍-36 倍，对应 09 年摊薄后每股收益的市盈率区间为 48.95 倍-58.74 倍。

分析师承诺

分析师 邓永康

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。

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
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	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
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	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。