

地尔汉宇

隐形的黑科技企业

首次覆盖

投资亮点

公司是一家强悍的科技创新企业：1) 公司在洗衣机排水泵和洗碗机洗涤泵具有技术优势，竞争对手毫无招架之力。2) 2016 年颠覆传统洗碗机的方太洗碗机，核心洗涤泵技术即由公司提供。3) 公司发明的水疗马桶有独特的治疗功能，前景广阔。4) 公司在机器人领域掌握伺服电机、运动控制系统核心配件设计和制造能力，行业领先。5) 公司依托电机和水泵领先的技术，有计划切入新能源汽车配件领域。

家电排水泵竞争力强：1) 公司具有排水泵技术优势，产品成本更低、性能更好。2) 2014 年公司全球洗衣机排水泵占比 25%，市场第一。惠而浦、伊莱克斯、三星、海尔等龙头都是公司客户。未来市场占有率会继续提升。3) 洗涤泵也具有成本更低、性能更好的优势。随着客户测试通过，将快速放量。公司开发的洗碗机底部总成能够简化洗碗机生产工序，降低运输成本，也会受到客户青睐。4) 全球洗衣机排水泵市场容量估计为 25 亿元。洗涤泵市场规模 13 亿元，底部总成市场规模 72 亿元。

黑科技发明，水疗马桶前景广阔：1) 水疗马桶是智能座便器与肠道水疗仪的结合，是公司专利产品，属于医疗器械，并具有美国 FDA 认证。水疗马桶目前可以解决患者便秘痛苦，预防直肠癌，下一代水疗马桶还将具备治疗痔疮的理疗功能。2) 水疗马桶定价高，宣传推广难度高，因此初期销量小。但由于功能独特，我们预计前景广阔。未来也有预期进入日本市场。预计 2018 年销量将达到 4 万台，为公司贡献净利润 1 亿元。

掌握机器人核心技术：1) 公司掌握伺服电机、运动控制系统核心配件设计和制造能力（还未攻克减速器），行业领先。目前中国机器人行业核心配件主要向日本企业购买。2) 公司目前具体的机器人产品是四轴工业机器人，还将持续研制 SCARA 机器人、六轴机器人等新型工业机器人产品。

财务预测

预计 2015/16/17 年 EPS 为 1.15/1.43/1.88 元，分别同比增长 18%/24%/31%。

估值与建议

首次给予“推荐”评级，目标价 80.27 元，对应 56x 2016e P/E，107 亿市值。

风险

新业务拓展风险；整体市场估值波动风险。

何伟

分析员

wei3.he@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080512010001

SFC CE Ref: BBH812

郭海燕

分析员

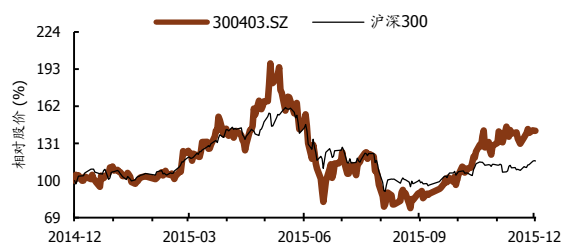
haiyan.guo@cicc.com.cn

SAC 执证编号：S0080511080006

SFC CE Ref: AIQ935

首次覆盖推荐

股票代码	300403.SZ
评级	* 推荐
最新收盘价	人民币 59.50
目标价	人民币 80.27
52 周最高价/最低价	人民币 91.18~30.68
总市值(亿)	人民币 80
30 日日均成交额(百万)	人民币 156.55
发行股数(百万)	134
其中：自由流通股(%)	51
30 日日均成交量(百万股)	2.64
主营行业	家电及相关



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	595	649	681	844
增速	21.1%	9.0%	4.9%	23.9%
归属母公司净利润	119	131	155	192
增速	28.7%	10.7%	17.9%	24.0%
每股净利润	0.88	0.98	1.15	1.43
每股净资产	3.29	8.52	9.18	10.04
每股股利	0.22	0.50	0.57	0.73
每股经营现金流	0.81	0.68	1.20	1.09
市盈率	67.3	60.8	51.5	41.6
市净率	18.1	7.0	6.5	5.9
EV/EBITDA	43.9	44.4	40.5	30.7
股息收益率	0.4%	0.8%	1.0%	1.2%
平均总资产收益率	24.3%	14.7%	12.0%	13.7%
平均净资产收益率	30.0%	16.6%	13.0%	14.9%

资料来源：彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	595	649	681	844	营业收入	21.1%	9.0%	4.9%	23.9%
营业成本	376	418	425	513	营业利润	29.3%	11.3%	20.4%	29.9%
营业税金及附加	6	6	7	8	EBITDA	67.3%	-8.9%	9.9%	32.3%
营业费用	31	31	37	43	净利润	28.7%	10.7%	17.9%	24.0%
管理费用	39	45	54	63	盈利能力				
财务费用	5	-4	-23	-23	毛利率	36.8%	35.7%	37.5%	39.2%
其他	0	0	2	0	营业利润率	23.0%	23.5%	27.0%	28.3%
营业利润	137	153	184	239	EBITDA 利润率	30.3%	25.3%	26.5%	28.3%
营业外收支	1	0	0	0	净利润率	19.9%	20.2%	22.7%	22.7%
利润总额	138	153	184	239	偿债能力				
所得税	20	22	31	43	流动比率	3.37	11.56	10.18	8.91
少数股东损益	0	0	-2	4	速动比率	2.56	10.42	9.25	7.95
归属母公司净利润	119	131	155	192	现金比率	0.70	8.32	7.19	5.83
EBITDA	180	164	180	239	资产负债率	19.5%	7.9%	8.0%	8.6%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	净现金
货币资金	64	686	662	650	回报率分析				
应收账款及票据	152	153	165	208	总资产收益率	24.3%	14.7%	12.0%	13.7%
预付款项	20	13	17	21	净资产收益率	30.0%	16.6%	13.0%	14.9%
存货	75	94	86	107	每股指标				
其他流动资产	0	7	7	7	每股净利润 (元)	0.88	0.98	1.15	1.43
流动资产合计	312	953	937	994	每股净资产 (元)	3.29	8.52	9.18	10.04
固定资产及在建工程	158	202	327	413	每股股利 (元)	0.30	0.50	0.57	0.73
无形资产及其他长期资产	77	84	71	68	每股经营现金流 (元)	0.81	0.68	1.20	1.09
非流动资产合计	236	286	399	480	估值分析				
资产合计	548	1,240	1,336	1,474	市盈率	67.3	60.8	51.5	41.6
短期借款	0	0	0	0	市净率	18.1	7.0	6.5	5.9
应付账款及票据	91	73	88	105	EV/EBITDA	43.9	44.4	40.5	30.7
其他流动负债	2	9	4	7	股息收益率	0.4%	0.8%	1.0%	1.2%
流动负债合计	93	82	92	112					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	14	15	15	15					
负债合计	107	98	107	127					
股东权益合计	441	1,142	1,230	1,346					
少数股东权益	0	0	-2	2					
负债及股东权益合计	548	1,240	1,336	1,474					
现金流量表									
净利润	119	131	153	196					
折旧和摊销	0	0	0	0					
营运资本变动	-2	-38	12	-50					
其他	0	0	-23	-23					
经营活动现金流	109	92	161	146					
投资活动现金流入	0	1	2	0					
投资活动现金流出	111	51	-143	-105					
投资活动现金流	-111	-50	-141	-105					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	0	15	0	0					
其他	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-26	578	-44	-53					
汇率变动对现金的影响	0	2	0	1					
现金净增加额	0	0	0	0					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

地尔汉宇是全球洗衣机排水泵龙头。公司是一家小而强的科技创新企业，竞争力强，在铝代铜技术上具备核心竞争力。此外公司业务布局有层次，已经战略性进入健康医疗（水疗马桶）以及装备制造（工业机器）业务。



目录

公司概况	5
强悍的科技创新企业	5
产品介绍	6
财务分析	8
公司构架	10
排水泵业务竞争力强	11
洗衣机和洗碗机配件产品市场规模	11
客户的特点	12
铝代铜技术优势	14
竞争对手无招架之力，仅依靠原材料大幅下降，欧元大幅贬值苦苦支撑	16
黑科技发明：水疗马桶	17
水疗马桶功能独特，全球唯一	17
市场推广	18
黑科技技术应用：颠覆性的方太水槽洗碗机	19
颠覆性产品——水槽洗碗机	19
背后的黑科技——地尔的洗涤泵技术	19
工业机器人技术领先	20
公司主打四轴工业机器人	20
公司掌握机器人核心技术	20
工业机器人市场兴起	21
财务分析	23
业务核心假设	23
财务预测	24
给予“推荐”评级	27
高科技企业应当享受高估值	27
在同板块中相对估值低	27
风险提示	28

图表

图表 1：家电上游公司上市时专利情况比较	5
图表 2：家用电器排水泵主要产品的图示和功能	6
图表 3：洗涤泵产品和洗碗机底部总成产品	6
图表 4：2015 年公司新开发的洗涤泵	6
图表 5：水疗马桶（普通版）	7
图表 6：水疗马桶（头等舱版）	7
图表 7：4 轴工业机器人	7
图表 8：6 轴工业机器人	7
图表 9：公司主要财务指标	8
图表 10：公司主要收入和净利润（人民币百万元）	8
图表 11：公司历史及预测毛利率趋势图	9
图表 12：公司历史及预测净利润率趋势图	9
图表 13：2014 年公司收入结构（按产品）	9
图表 14：2014 年公司收入结构（按地区）	9



图表 15: 公司股权结构图 (2014/12/31)	10
图表 16: 全球洗衣机零售量推移图	11
图表 17: 全球洗碗机零售量推移图	11
图表 18: 家用电器排水泵市场规模预测测算	11
图表 19: 2014 年公司收入主要客户结构	12
图表 20: 公司家用电器排水泵产品占客户采购比例情况	12
图表 21: 2013 年全球洗衣机品牌销量	13
图表 22: 2013 年全球洗衣机品牌销量占比	13
图表 23: 铜价走势 (元/吨)	14
图表 24: 铝价走势 (元/吨)	14
图表 25: 重要专利特点和优势	15
图表 26: 公司洗涤泵产品优势	15
图表 27: 世界主要的家用电器排水泵生产商	16
图表 28: 世界主要的家用电器排水泵生产商销量 (单位: 台)	16
图表 29: 欧元兑人民币	16
图表 30: 铜价走势	16
图表 31: 水疗马桶仓库	17
图表 32: 水疗马桶医疗器械认证	17
图表 33: 普通智能坐便器	18
图表 34: 日本智能坐便器销量 (万台)	18
图表 35: 水疗马桶 (普通版)	18
图表 36: 水疗马桶 (头等舱版)	18
图表 37: 方太款水槽洗碗机	19
图表 38: 方太款水槽洗碗机安装效果	19
图表 39: 传统洗碗机	19
图表 40: 传统洗碗机安装效果	19
图表 41: 同川科技四轴工业机器人仓库	20
图表 42: 同川科技四轴工业机器人应用	20
图表 43: 工业机器人成本结构	21
图表 44: 中国工业机器人本体市场规模预测	21
图表 45: 2014 年工业代表国机器人运用比例	21
图表 46: 2014 年中国工业机器人需求情况	22
图表 47: 2014 年中国工业机器人需求区域分布	22
图表 48: 中国工业机器人主要品牌及竞争状况	22
图表 49: 2014 年中国工业机器人市场集中度状况	22
图表 50: 公司主要产品销量、收入、毛利率预测	23
图表 51: 公司利润表	24
图表 52: 公司资产负债表	25
图表 53: 公司现金流量表	26
图表 54: 可比公司估值比较 (2015/12/23)	27



公司概况

强悍的科技创新企业

- 1) 董事长石华山是一位科技怪才。公司科技优势集中在电机和排水泵领域。
- 2) 洗衣机排水泵、洗碗机洗涤泵产品具有技术优势，成本更低、性能更好。此外，2016 年颠覆传统洗碗机的方太洗碗机，核心洗涤泵技术即由公司提供。
- 3) 水疗马桶核心技术也是排水泵的应用。水疗马桶可以解决患者便秘痛苦，预防直肠癌，功能独特，没有同类竞争对手。
- 4) 公司在机器人领域掌握伺服电机、运动控制系统核心配件设计和制造能力，行业领先。
- 5) 公司依托电机和水泵领先的技术，有计划切入新能源汽车配件领域。

截至 2014 年 6 月 30 日，公司已拥有专利 133 项，其中境内发明专利 20 项、境外发明专利 5 项。同白电配件企业上市时的专利相比，公司拥有更多的专利数量和更多的发明专利。

图表 1：家电上游公司上市时专利情况比较

	代码	公司	主业	上市时 截至时间	专利 件	发明 专利 件	在申请 专利 件	在申请 发明专利 件
1	002050	三花股份	空调阀门类配件	2004.12.31	47	0	20	5
2	002290	禾盛新材	白电外观复合材料	2009.06.30	19	0	24	14
3	002418	康盛股份	冰箱、空调制冷管路	2009.12.31	51	4	20	8
4	002420	毅昌股份	家电结构件	2009.12.31	231	3	81	12
5	002366	丹甫股份	冰箱压缩机	2009.12.31	21			
6	002413	常发股份	冰箱两器、空调两器	2009.12.31	9	3		
7	002473	圣莱达	电热水壶、温控器	2010.06.30	51	2	18	
8	002537	海立美达	冲压件、钣金件	2010.06.30	24	0	17	11
9	300217	东方电热	空调电辅热	2010.12.31	38	2	10	10
10	300279	和晶科技	家电智能控制器	2011.06.30	38	0	12	6
11	002676	顺威股份	空调风叶	2011.06.30	44	2		
12	002494	华声股份	空调电源	2011.12.31	22	3		
13	300342	天银机电	冰箱压缩机零部件	2011.12.31	60	13		
14		地尔汉宇	家用电器排水泵	2014.06.30	133	25		

资料来源：公司公告，中金公司研究部



产品介绍

排水泵包括通用排水泵、专用排水泵和冷凝泵三大类产品，前两者应用于洗衣机和洗碗机排水，后者应用于干衣机排水。

图表 2：家用电器排水泵主要产品的图示和功能

	通用排水泵	专用排水泵	冷凝泵
图示			
功能	通用排水泵用于普通容量的洗衣机、洗碗机等电器排水。	专用排水泵用于大容量、要求排水扬程高的洗衣机排水。	冷凝泵用于将干衣机底部集水槽中的冷凝水排出。

资料来源：招股说明书、中金公司研究部

洗碗机用洗涤泵核心技术同洗衣机排水泵相同。技术上的主要区别在于洗涤泵需使用大流量的单向启动电机。公司开发的洗涤泵在性能、成本、可靠性等方面超越了市场现有的洗涤泵产品。

洗碗机底部总成重新设计了洗碗机底部重要零件的集成方式，以模块化的生产和装配方式，精简零件个数，简化生产和工艺，大幅降低洗碗机制造商的制造成本和运输成本。

图表 3：洗涤泵产品和洗碗机底部总成产品

	洗涤泵产品	底部总成产品
图示		
功能	洗碗机用洗涤循环泵，主要应用于洗碗机内水加压以实现清洗和漂洗，是洗碗机的关键部件。	洗碗机底部总成集成了洗碗机所需的核心零部件，供洗碗机组装。其功能是将洗碗机底部绝大部分零部件整合在一起，形成一个可整体装卸的部件。

资料来源：招股说明书、中金公司研究部

2015 年公司新开发的洗涤泵进一步扩大了竞争优势。该洗涤泵材料成本大幅节约，更为节能，但结构简单，性能更为可靠。

图表 4：2015 年公司新开发的洗涤泵

	汉宇洗涤泵	传统洗涤泵
图示		
功能	功率 55W，重 1KG，结构简单、效率更高、成本更低。	功率 125W，重 2.3KG。

资料来源：公司资料，中金公司研究部



水疗马桶是电子智能座便器与肠道水疗仪的结合，是用户在家庭里可以非接触式灌洗直肠和清洁肛部的医疗器械。该产品可以解决便秘患者便秘的痛苦，预防直肠癌，全球独家产品。

图表 5：水疗马桶（普通版）



资料来源：互联网，中金公司研究部

图表 6：水疗马桶（头等舱版）



资料来源：互联网，中金公司研究部

工业机器人：2014 年 4 月，公司收购同川科技，进入工业机器人市场。同川科技专注工业机器人开发和销售，2015 年开始小批量销售。公司主打产品是 4 轴工业机器人，已经开始规模化出货。公司同时在研制 SCARA 机器人、六轴机器人等新型工业机器人产品。

图表 7：4 轴工业机器人



资料来源：同川科技，中金公司研究部

图表 8：6 轴工业机器人



资料来源：同川科技，中金公司研究部



财务分析

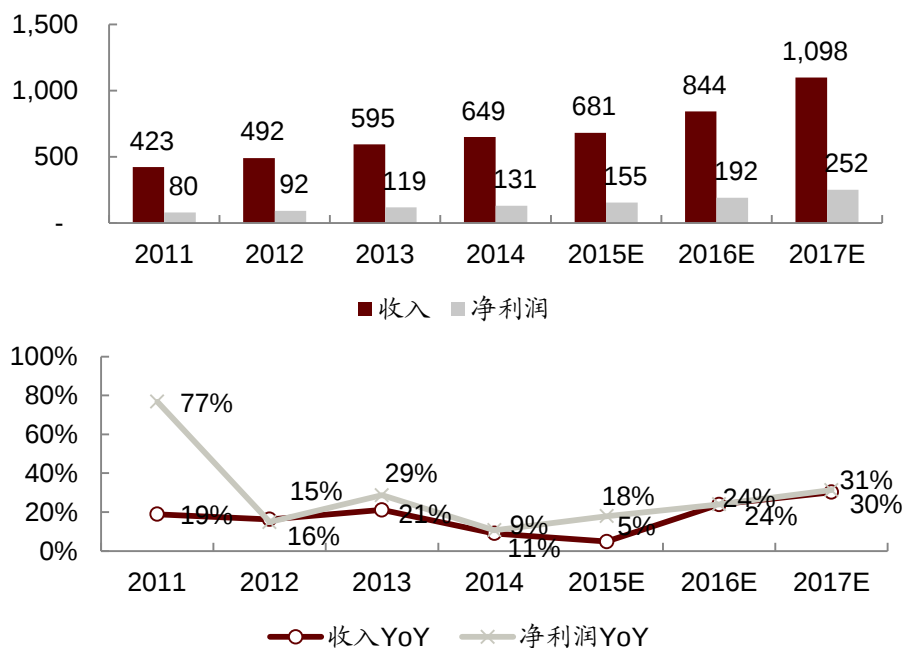
作为高科技企业，公司虽然主要业务为配件供应，但具有高毛利和高净利率。本质原因是公司并非简单的家电配件企业，而是一家掌握核心科技的高科技企业。

图表 9：公司主要财务指标

(人民币百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
总收入	595	649	681	844	1,098
营业收入	595	649	681	844	1,098
毛利率	36.8%	35.7%	37.5%	39.2%	40.6%
——内销毛利率	39.7%	36.7%			
——出口毛利率	35.8%	35.2%			
营业利润	137	153	184	239	320
净利润	119	131	153	196	262
增速	28.7%	10.7%	17.9%	24.0%	31.3%
每股净利润	0.88	0.98	1.15	1.43	1.88
营业利润率	23.0%	23.5%	27.0%	28.3%	29.1%
销售费用率	5.2%	4.8%	5.4%	5.1%	5.1%
管理费用率	6.6%	6.9%	8.0%	7.5%	7.5%
销售费用YoY	23.6%	0.6%	17.2%	17.0%	30.2%
管理费用YoY	15.3%	14.1%	22.1%	16.2%	30.2%

资料来源：公司公告、中金公司研究部

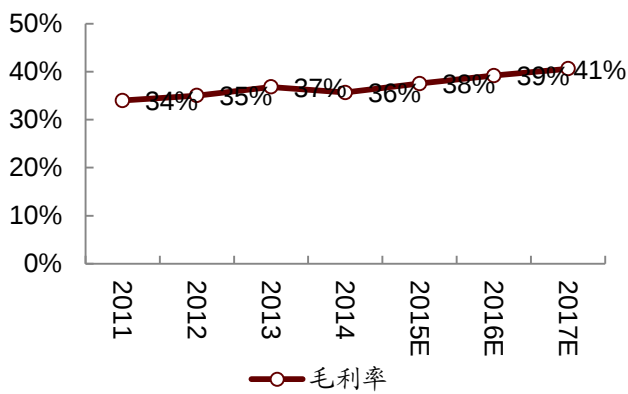
图表 10：公司主要收入和净利润（人民币百万元）



资料来源：公司公告、中金公司研究部

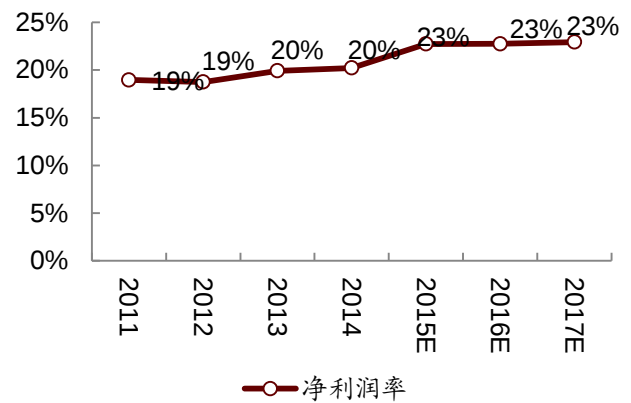


图表 11：公司历史及预测毛利率趋势图



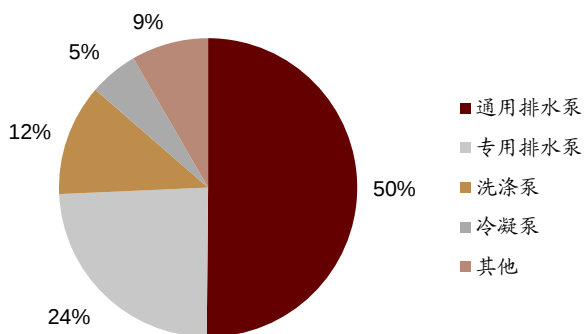
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 12：公司历史及预测净利润率趋势图



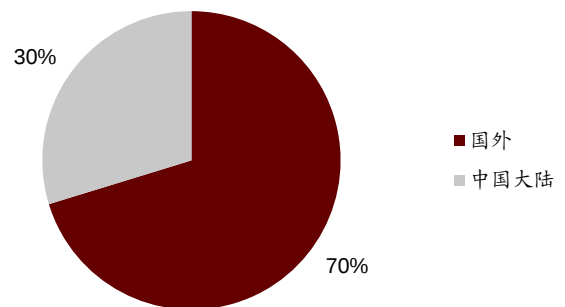
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 13：2014 年公司收入结构（按产品）



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 14：2014 年公司收入结构（按地区）

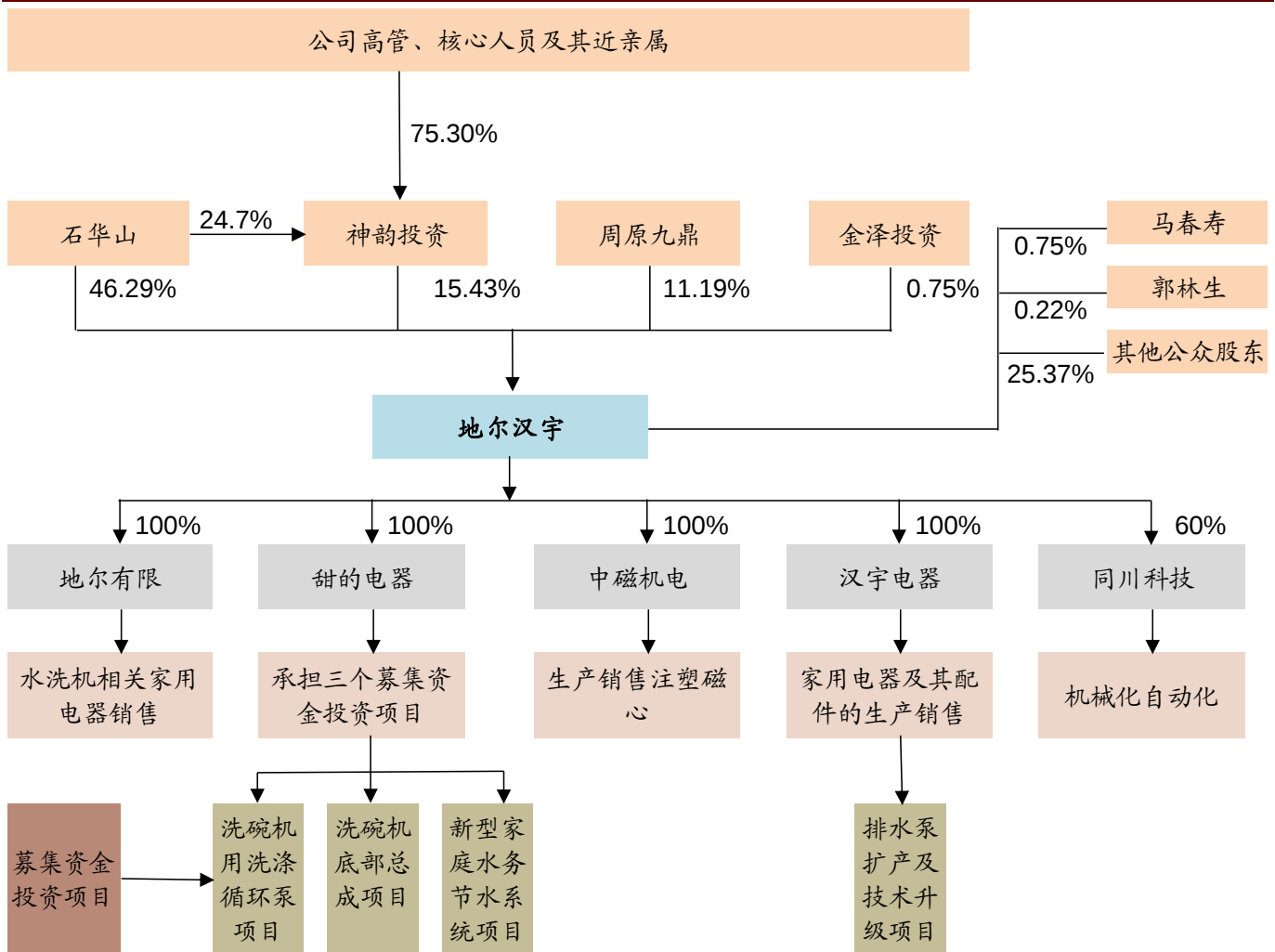


资料来源：公司公告，中金公司研究部



公司构架

图表 15：公司股权结构图（2014/12/31）



资料来源：招股说明书、中金公司研究部



排水泵业务竞争力强

洗衣机和洗碗机配件产品市场规模

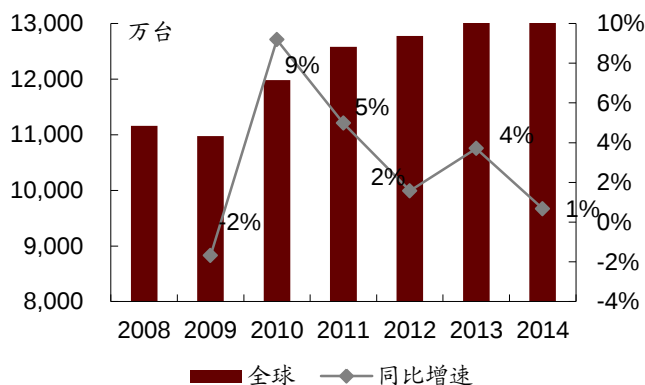
家用电器排水泵主要应用于滚筒洗衣机、洗碗机、搅拌式洗衣机、冷凝式干衣机以及部分波轮洗衣机产品。洗衣机和洗碗机对排水泵的需求基本是一对一的关系。

滚筒洗衣机配置排水泵，东亚地区流行的波轮、双筒洗衣机并不配置排水泵。随着消费水平的提高，越来越多的洗衣机设计需装配两个排水泵，从而分别实现循环水功能和排水功能。2014 年全球洗衣机（包括干衣机）零售量 1.35 亿台。中国地区洗衣机出货量 3,578 万台，但其中滚筒洗衣机 747 万台。韩国和日本市场的洗衣机零售量规模合计在 600 万台以上。

洗涤泵运用于洗碗机内部的水循环。洗碗机底部总成是一种替代型的新配件。洗碗机对洗涤泵和底部总成的需求是一对一关系。

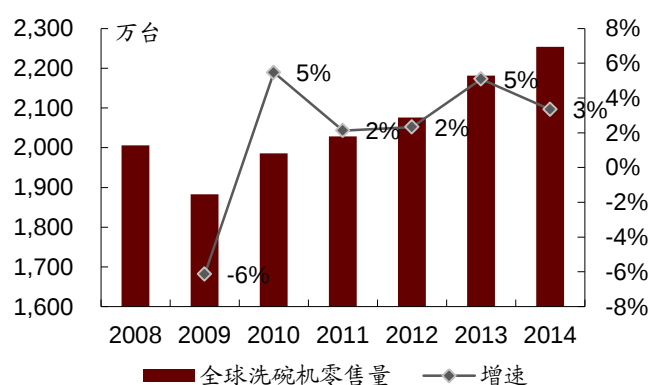
2014 年，全球洗碗机销量 0.23 亿台。洗碗机受到消费水平、消费习惯、使用条件等诸多因素限制，一直未能成为市场消费的主流，仅在发达国家和地区流行，但以后有望逐步普及。中国洗碗机市场销量自 2006 年以来保持 20% 的年均复合增长率，但 2014 年销售规模依然仅 16 万台。

图表 16：全球洗衣机零售量推移图



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

图表 17：全球洗碗机零售量推移图



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

根据机电商会研究，2012 年家用电器排水泵全球总销量约为 11,000 万个（国内市场总销量约为 1,350 万个），2006~2012 年年均复合增长率约为 3%。全球销售额 3.85 亿美元，2006~2012 年年均复合增长率约为 4%。我们估计，家用电器排水泵市场规模 25 亿元，洗涤泵和洗碗机底部总成市场规模分别为 13 亿元和 72 亿元。

图表 18：家用电器排水泵市场规模预测测算

排水泵产品	产品单价 元/件	需求量 万件	市场规模 亿元
排水泵	23	11,000	25
洗涤泵	60	2,200	13
底部总成	328	2,200	72

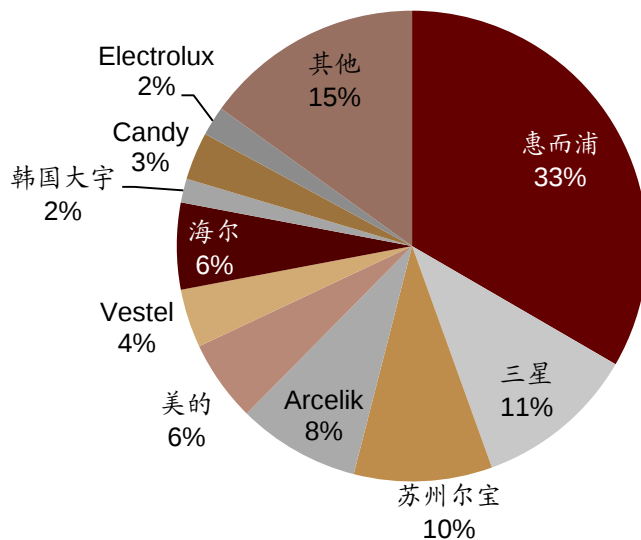
资料来源：招股说明书，中金公司研究部



客户的特点

洗衣机和洗碗机主要生产企业高度集中和高度重叠。全球洗衣机主要生产厂商包括惠而浦、伊莱克斯、西门子、ARCELIK、意黛喜、三星、LG、美的、海尔、松下等，十大生产厂商的全球市场销售份额超过 70%。洗碗机主要生产厂商包括惠而浦、西门子、伊莱克斯、美的、意黛喜、ARCELIK 等。由于海尔和美的产品销量中针对中国市场的波轮洗衣机占比较大，排水泵需求量明显低于洗衣机销量。

图表 19: 2014 年公司收入主要客户结构



资料来源：中金公司研究部

公司已经同全球主要的家电企业建立合作关系，包括海尔、美的、三星、惠而浦、伊莱克斯、VESTEL、卡迪等。目前重要的客户中公司供货很少的包括 LG、通用和西门子。惠而浦和伊莱克斯是公司未来两年的重点发展客户。LG、通用和博世西门子是继惠而浦和伊莱克斯之后需要重点开发的客户，2014 年上述三个品牌合计需求量 1,000 万台以上。

图表 20: 公司家用电器排水泵产品占客户采购比例情况

客户	2014年	2013年	2012年
三星	75%	70%	70%
海尔	50%	50%	48%
美的	48%	48%	52%
惠而浦	48%	46%	38%
伊莱克斯	10%	10%	10%
VESTEL	45%	45%	45%
卡迪	50%	43%	52%

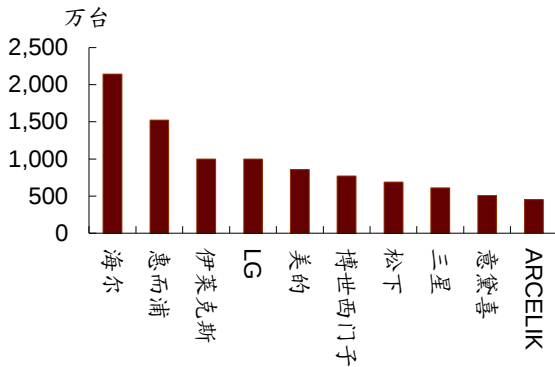
资料来源：招股说明书，中金公司研究部

国际洗碗机的主要生产商包括惠而浦、西门子、伊莱克斯、美的、意黛喜、ARCELIK 等公司。公司可利用已经拥有的市场渠道、良好的品牌以及优良的产品性能，获得客户的认可。公司目前已与韩国三星、国内海尔、美的集团、美国惠而浦、欧洲伊莱克斯、ARCELIK、VESTEL、意黛喜、卡迪等众多全球知名洗碗机生产厂商建立洗涤泵的合作开发意向，向美的、韩国东洋、ARCELIK、VESTEL、惠而浦和格兰仕等提供了试验样品。



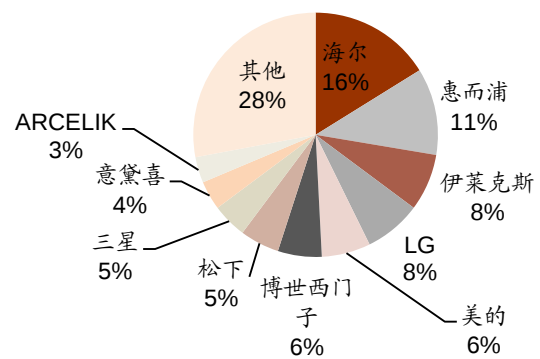
与下游厂商尤其是国际家电厂商建立长期稳定的合作关系需要相当长的周期。客户关系需要建立在长时间沟通、高标准产品和充分信任的基础之上，相当数量的优质客户资源如惠而浦、伊莱克斯和三星的积累均需要较长时间才可能完成。如公司在开发重要客户惠而浦的过程中，经过了 3~4 个月的工厂审查阶段，5 个月的零部件测试阶段，在顺利通过前两项测试后，才进入 5 个月的整机装机测试阶段。因此，即便在顺利的情况下开发一个重要客户也需要近两年时间。但一旦建立稳定的客户关系后，客户粘性较高，为保证供应需求、产品质量稳定，优质的大客户轻易不会更换零部件供应商。

图表 21：2013 年全球洗衣机品牌销量



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部

图表 22：2013 年全球洗衣机品牌销量占比



资料来源：Euromonitor，中金公司研究部



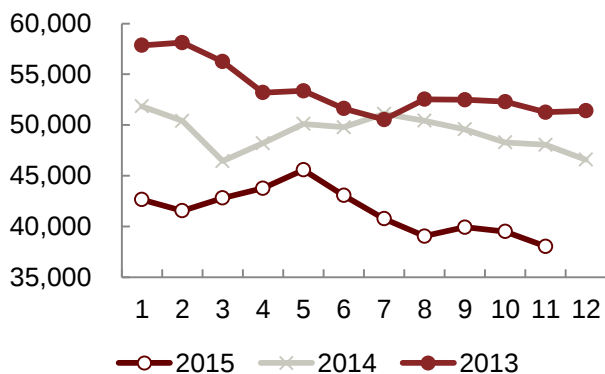
铝代铜技术优势

铜的成本偏高，家电行业出现铝代铜趋势。空调产品铝代铜，主要是在空调连管、蒸发器与冷凝器上采用铝；燃气热水器产品铝代铜，主要是用铝制内胆替代铜制内胆。电机产品铝代铜体现在漆包线的用材，例如华意压缩致力于冰箱压缩机中电机的铝代铜工作。洗衣机行业的铝代铜也是体现在电机的漆包线铝代铜上，包括洗衣机电机以及排水泵所用的微型电机。由于铝和铜的性能差异导致加工工艺难度增加，大部分企业未因为铝代铜而获得明显收益。

公司的铝代铜技术在排水泵市场获得突破性成功，获得客户的认可，并正在加速推广。**公司的铝代铜排水泵已经大量供应国际知名洗衣机生产企业，证明该产品具有竞争力。**电机铝代铜的技术难点之一是铝的发热量高，但洗衣机排水泵是微型电机同时工作环境具有特殊性，能够通过水流带走热量，因此发热量不会成为问题。此外，铝代铜焊接后接头易断，公司也较好的解决了这个问题。

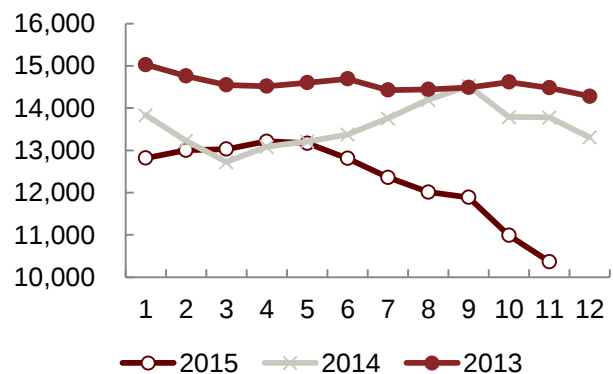
由于密度不同，同样长度的铝线重量是铜线的 30%。同样长度的铝线成本不到铜线的 10%。综合考虑工艺的不同，铝线排水泵相对于铜线排水泵具有 20%以上的成本优势。

图表 23：铜价走势（元/吨）



资料来源：华通市场，中金公司研究部

图表 24：铝价走势（元/吨）



资料来源：华通市场，中金公司研究部



专利壁垒：公司率先在家用电器排水泵的生产中采用铝代铜技术并形成专利：“铝漆包线代替铜漆包线技术及线圈塑封技术”。此外公司还具有叶轮启动机构技术、水冷技术等核心技术创新点。公司掌握的铝线圈塑封技术将铝漆包线引出线的焊接部位外表面覆盖或包覆绝缘物，使整个铝漆包线用塑料或环氧树脂容器密封的技术。使用该技术后，铝漆包线更有效防止线圈绕组被腐蚀，防止铝漆包线与铜端子之间在空气中氧气的作用下发生铜铝氧化反应，有效的防止线圈因为异常导致热量急剧升高并最终导致漆包线绝缘层失效短路、放电、着火的风险。而且，此技术应用成本低、质量可靠、制造可行性强。另外，该技术还可以有效的起到防水和防尘的作用。

图表 25：重要专利特点和优势

专利	铝漆包线代替铜漆包线技术及线圈塑封技术	叶轮启动机构技术	水冷技术
专利描述	1) 铝漆包线代替：家用电器排水泵的生产中采用铝漆包线代替铜漆包线； 2) 铝线塑封：将铝漆包线引出线的焊接部位外表面覆盖或包覆绝缘物，使整个铝漆包线用塑料或环氧树脂容器密封。	使用叶轮启动机构技术的永磁排水泵实现电机近乎零负载启动，解决了永磁单相电机启动动力矩小这一永磁排水泵的核心技术难点。	利用排水泵泵腔有水的特性，在定子铁芯表面包覆一个循环水腔，水将运行过程中定子铁芯的热量带走，降低驱动电机的温升。
技术特点和优势	1) 铝漆包线代替：大幅降低生产成本； 2) 铝线塑封：更有效防止线圈绕组被腐蚀，防止铝漆包线与铜端子之间在空气中氧气的作用下发生铜铝氧化反应，有效防止线圈因为异常导致热量急剧升高最终导致漆包线绝缘层失效短路、放电、着火的风险；防水和防尘。	风叶耦合结构成本低，使用寿命长，在整个寿命周期内启动噪音变化较小。	保持排水泵原有性能不变的条件下温升更低，实现更高的运行效率，避免了高温升可能带来的危险，也为满足不同客户需求提供了更多的解决方案。

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

公司的洗涤泵在性能、成本、可靠性等方面超越了市场现有的洗涤泵产品。目标客户与公司现有的家用电器排水泵的客户重合度高。公司 2013 年三季度向惠而浦正式出货，并已经向 ARCELIK、VESTEL、美的、东洋、格兰仕等厂商提供样品。

图表 26：公司洗涤泵产品优势

项目	感应电机 洗涤泵 (市场现有产品)	高效永磁电机 洗涤泵 (公司的产品)	改善、提高比率
功率 (W)	95	70	26%
单台重量 (Kg)	2.5	1.4	40%
使用电压范围 (V)	187~242V	170~264V	71%
流量 (L/Min)	≥ 60	≥ 60	0%
低电压流量 (L/Min)	50	60	20%
外观			体积缩小 20%，便于安装、适配性好； 不需要接地，节省端子及导线； 定子线圈与转动部件通过塑料系体隔离。
适应能力	低	高	只要能启动，转速、流量、扬程恒定。 转子腔密封设计，将食物残渣挡在转子腔外， 提高产品可靠性和寿命周期。

资料来源：招股说明书，中金公司研究部

公司的洗碗机底部总成产品是按照高集成、简易化、节能、环保的新要求，专业设计了洗碗机底部重要零件的新型集成方式，能够大幅降低洗碗机的制造成本，市场前景良好。



竞争对手无招架之力，仅依靠原材料大幅下降，欧元大幅贬值苦苦支撑

目前世界主要的家用电器排水泵生产商有意大利 ASKOLL、地尔汉宇、德国 HANNING、西班牙 COPRECI 等。上述公司各自在主要工业国家申请或拥有产品启动结构等专利。除本公司外，大部分国内家用电器排水泵生产企业由于缺少核心知识产权，只能使用意大利 ASKOLL 20 年前申请的过期专利技术，依靠低价竞争，因此产品毛利率水平较低。

图表 27：世界主要的家用电器排水泵生产商

生产商	简介
ASKOLL GROUP	意大利ASKOLL产品包括白色家电用排水泵和电机、水族缸及配件，供热系统用泵类。在全球拥有超过3,000名员工，在意大利、巴西、墨西哥、美国、罗马尼亚、斯洛伐克和中国设有工厂和办事处。2008年，ASKOLL通过并购艾默生排水泵业务获得市场领先优势。
HANNING	德国HANNING是一家生产家用电器排水泵、电动机、传动件、变频器、水泵、鼓风机以及线性调节器的德国企业，在深圳设有德亨（香港）有限公司深圳制品厂。
COPRECI	西班牙COPRECI产品包括家用电器排水泵、燃气灶具、洗涤电器及取暖器具等。COPRECI已在珠海设立了考普瑞西元器件（珠海）有限公司。

资料来源：招股说明书、中金公司研究部

随着公司市场份额的快速提升，家用电器排水泵市场已经接近于双寡头垄断格局。以公司的竞争优势，未来市场份额还有很大的提升空间。根据机电商会研究，2010~2012 年家用电器排水泵行业主要企业的市场份额如下表。2014 年公司产销量约占全球市场份额的 25% 左右（计算包括 400 万线圈出货）。

图表 28：世界主要的家用电器排水泵生产商销量（单位：台）

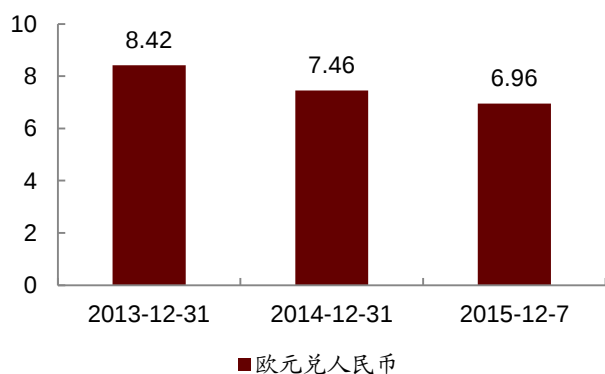
排名	公司	2010年 销售量	市场 占比	2011年 销售量	市场 占比	2012年 销售量	市场 占比
1	意大利ASKOLL	约3,500万	35%	约3,300万	31%	约3,150万	29%
2	地尔汉宇	约1,600万	16%	约1,700万	16%	约2,000万	18%
3	德国HANNING	约900万	9%				
4	西班牙COPRECI	约800万	8%				

资料来源：招股说明书、中金公司研究部

洗涤泵 2014 年已经对惠而浦规模化出货。2015 年洗涤泵样品已经送到各主要客户测试，预计 2016 年开始会放量增长。

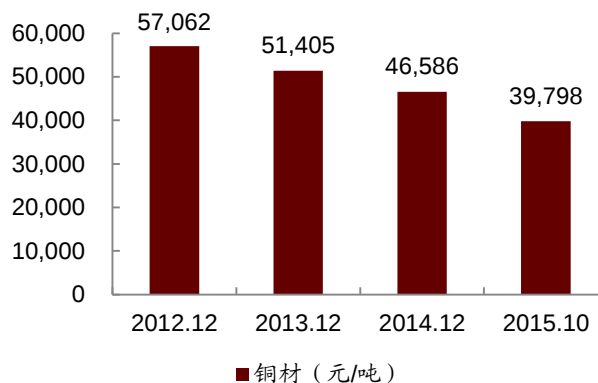
主要竞争对手都已经没有招架之力，业务处于盈亏平衡线，2013 年以来能够支撑到现在的主要原因：1）欧元兑人民币大幅贬值提升了部分竞争力。2）铜价大幅下跌提升了部分竞争力。3）客户需要 2~3 家供应商保持供应的多元化。

图表 29：欧元兑人民币



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 30：铜价走势



资料来源：华通市场，中金公司研究部



黑科技发明：水疗马桶

水疗马桶功能独特，全球唯一

水疗马桶是公司的重大发明，功能不同于普通的智能座便器，具有以水为媒介，非接触式清理肠道，解决便秘患者痛苦，预防直肠癌的功能。公司目前正在测试的第二代产品还将具有理疗痔疮的功能。产品应用前景广阔，全球唯一产品。

水疗马桶提供的治疗功能在全国有广泛的需求。资料显示，中国便秘患者占人口 5%，60 岁以上人群慢性便秘比例 15~20%。中国肛肠疾病发病率高达 59.1%，其中痔疮就占了 87.2%（资料来源：2014 年“全国肛肠疾病学术巡讲活动”）。

水疗马桶是智能座便器与肠道水疗仪的结合，是用户在家庭里可以非接触式灌洗直肠和清洁肛部的医疗器械。水疗马桶可将水柱喷入肠道大约 10~15 公分处，清理肠道，排除体内毒素。水疗马桶是智能座便器的升级，其面向的客户不同，主要针对便秘患者以及排毒美容需求。水疗马桶是公司专利产品，产品获得中国卫生部以及美国 FDA 认证。

图表 31：水疗马桶仓库



资料来源：互联网，中金公司研究部

图表 32：水疗马桶医疗器械认证



资料来源：公司资料，中金公司研究部

普通的智能坐便器起源于美国，最初设置有温水清洗功能。后经韩国，日本的卫浴公司逐渐引进技术开始制造，加入了座便盖加热、温水洗净、暖风干燥、杀菌等多种功能。智能坐便器在日本普及率高达 93%，2013 年销量规模 315 万台。中国智能马桶年产量~200 万台，企业集中在浙江、广东和福建三大卫浴产业区。产品主要出口日本，国内销量仅~30 万台，家庭普及率仅 1%，还处于普及期。

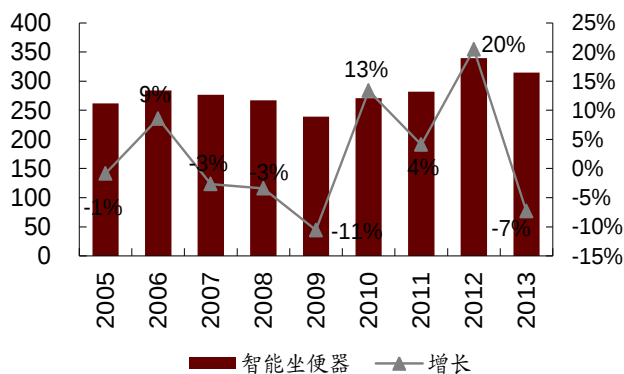


图表 33：普通智能坐便器



资料来源：互联网，中金公司研究部

图表 34：日本智能坐便器销量（万台）



资料来源：日本电机工业协会，中金公司研究部

市场推广

水疗马桶需要依靠公司独自推广，还处于导入期，预计 2015 年销量仅 5 千台。以下原因导致水疗马桶推广速度偏慢，出货量低：1) 功能特殊，不容易高调宣传。2) 产品特殊，需要消费者体验后才能说服。3) 公司产品定价高。公司普通版水疗马桶零售价 8,800~11,880 元，头等舱版水疗马桶零售价 16,800~22,880 元，远高于智能坐便器，产品仅被高端客户接受。

目前公司主要的推广方法是：1) 在全国高档商务宾馆安装水疗马桶，方便高端商务人士体验。目前已经有 33 家宾馆安装，如上海的东郊宾馆等。2) 同高端养老服务机构合作。

公司产品使用后的好评率非常高，通常一个消费者平均购买 2.5 件水疗马桶，售后再次购买的比例很高，很多会为父母或亲朋好友购买。经过不懈的努力，公司产品的认可度不断提升，2015 年下半年开始呈现快速增长势头。

图表 35：水疗马桶（普通版）



资料来源：互联网，中金公司研究部

图表 36：水疗马桶（头等舱版）



资料来源：互联网，中金公司研究部



黑科技技术应用：颠覆性的方太水槽洗碗机

颠覆性产品——水槽洗碗机

2015 年 3 月，方太发布一款颠覆性的洗碗机产品：水槽洗碗机。2014 年，中国洗碗机零售规模仅 16 万台。方太的水槽洗碗机上市不到一年，目前月出货量已经超过 3,000 台，成为行业龙头之一。

洗碗机在中国的推广一直很难，主要原因是欧式风格的洗碗机不符合中国厨房调解和烹饪习惯：1) 欧式洗碗机空间大，不适合中国的小厨房；2) 中国饮食油腻，欧式洗碗机难以洗净。3) 洗碗一次要 2 个小时，时间过长。

方太的水槽洗碗机具有如下的颠覆特点：1) 设计创新，符合中国厨房空间。方太水槽洗碗机采用水槽一体化设计，不用改水改电拆橱柜，节省了厨房空间。2) 清洗能力强，适合中国的餐饮习惯。3) 清洗速度快，一次标准清洗只用了 28 分钟，在达到清洁标准的情况下大大缩短了洗碗机的清洗时间。4) 多功能用途。水槽洗碗机既是水槽，也是洗碗机，同时还兼具果蔬净化功能。

背后的黑科技——地尔的洗涤泵技术

方太水槽洗碗机能够达到如此优秀的清洗效果，其中核心技术是地尔的洗涤泵技术。新款洗涤泵可在瞬间喷射出高于传统洗涤泵 5 倍水压的水流，瓦解最顽固的污渍，同时将洗涤时间大幅缩短。新款洗涤泵相较于普通洗涤泵具有调节水压的功能，这让洗碗机洗瓜果蔬菜也变成了可能。

图表 37：方太款水槽洗碗机



资料来源：公司官网，中金公司研究部

图表 38：方太款水槽洗碗机安装效果



资料来源：公司官网，中金公司研究部

图表 39：传统洗碗机



资料来源：公开资料，中金公司研究部

图表 40：传统洗碗机安装效果



资料来源：公开资料，中金公司研究部



工业机器人技术领先

公司主打四轴工业机器人

公司主打产品是四轴工业机器人，2015 年小规模出货。公司同时在研制 SCARA 机器人、六轴机器人等新型工业机器人产品。

1) 四轴工业机器人可替代生产过程中大量重复和危险的人工操作，适用于家电、3C 和汽车等行业工厂冲压自动化生产线。2) 四轴工业机器人是技术相对简单的产品，但具有性价比。工业企业 2014 年平均人工成本 5.4 万元左右。地尔汉字销售的四轴工业机器人单价 6~7 万元，算上维护费用、运营费用，2~3 年就可以收回成本，未来发展空间巨大。例如，家电巨头美的集团提出未来 5 年将投 50 亿用于自动化生产。3) 市场上的同类产品以组装为主，可靠性低，成本高。公司的产品具有性价比，能够以更低的价格提供更可靠的产品。4) 四轴工业机器人成本低，可在简单的工序上替代成本高的进口六轴工业机器人。进口六轴工业机器人售价高达 20 万以上。

图表 41：同川科技四轴工业机器人仓库



资料来源：互联网，中金公司研究部

图表 42：同川科技四轴工业机器人应用



资料来源：互联网，中金公司研究部

公司掌握机器人核心技术

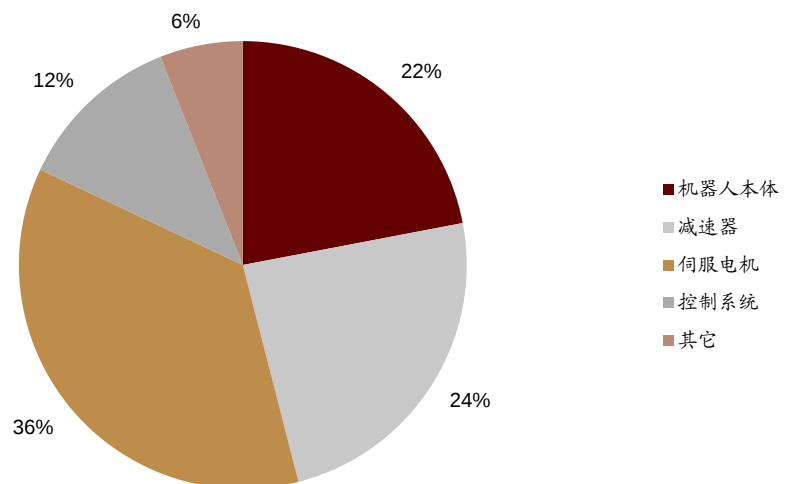
工业机器人的部件包括机器人本体、减速器、伺服电机、控制系统等 4 个部分，其中核心部件是伺服电机、运动控制系统、减速器。公司掌握了伺服电机、运动控制系统技术。

中国工业机器人行业缺乏核心技术，全球减速器 70% 都是日本的纳博在供货；伺服电机也基本上由日本的安川、松下、德国的西门子等供货，国内电机企业基本无法供应；运控系统主要由日本发那科、德国西门子等供应，国内新松、埃夫特、新时达、广数、埃斯顿有一部分技术能力。

目前全国 1,000 多家机器人企业中，广东有 300 多家，占比将近 1/3。机器人企业以民营企业为主，主要集聚在广州、深圳、佛山、东莞、惠州等城市。能够同时掌握伺服电机、控制系统的企业不多。



图表 43：工业机器人成本结构

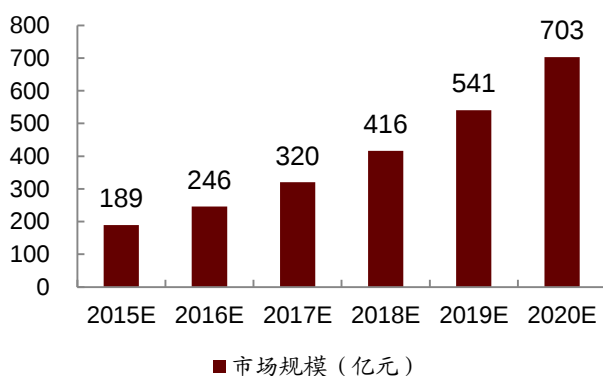


资料来源：中金公司研究部

工业机器人市场兴起

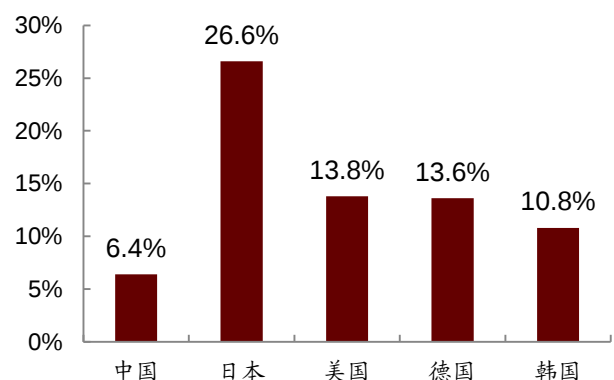
随着人力成本提升以及人口拐点的出现，中国工业自动化需求提升。中国于 2015 年 5 月提出“中国制造 2025”。中国现阶段工业机器人运用比例仍然较低，仅为 6.4%（日本 26.6%、美国 13.8%，德国 13.6%，韩国 10.8%），仍有很大拓展空间。根据 IFR（中国机器人产业联盟）预测，我国 2015 年机器人市场规模为 189 亿，并将以每年~30%的速度继续增长。IFR 预测到 2016 年，我国工业机器人存量将从 6%提升至 13%。

图表 44：中国工业机器人本体市场规模预测



资料来源：中国机器人产业联盟，中商产业研究院，中金公司研究部

图表 45：2014 年工业代表国机器人运用比例

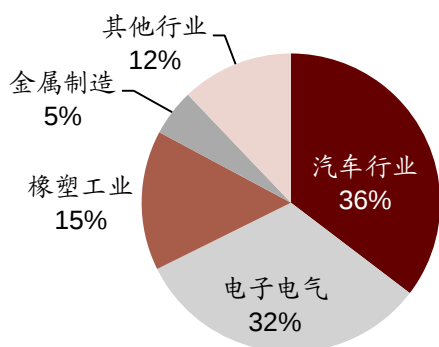


资料来源：中国机器人产业联盟，中商产业研究院，中金公司研究部

2014 年电子电气行业对工业机器人需求占比达到 32%，仅次于高自动化的汽车行业。区域分布上以工业发达、自动化程度高的华南地区为首，需求占比 30%。家电生产企业在工业自动化领域也走在前列，海尔的互联网工程是全国领先的自动化生产线。

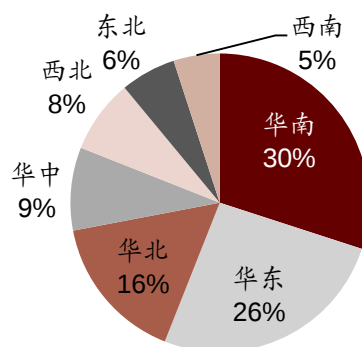


图表 46：2014 年中国工业机器人需求情况



资料来源：中国机器人产业联盟，中商产业研究院，中金公司研究部

图表 47：2014 年中国工业机器人需求区域分布



资料来源：中国机器人产业联盟，中商产业研究院，中金公司研究部

中国工业机器人市场品牌众多，国外品牌占据了一二线城市市场，份额高达 70%。国内厂商由于不掌握核心技术，依赖进口导致成本较高，市场集中度存在进一步提升的可能性。

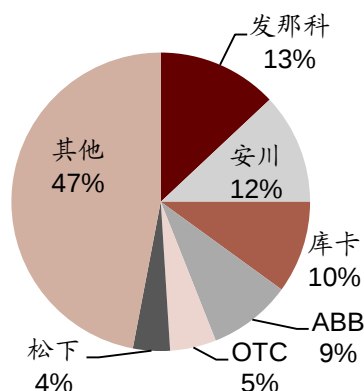
国外龙头企业在工业机器人市场具有技术和品牌优势，2014 年四大一线品牌发那科、安川、库卡、ABB 市场份额合计 44%。国内品牌技术上还处于追随状态。但随着国内品牌技术能力的提升，将逐步用性价比占领市场，实现进口替代。

图表 48：中国工业机器人主要品牌及竞争状况

层级	特质	代表公司
一线品牌	技术领先实力雄厚	安川、发那科、库卡、ABB
二线品牌	实力雄厚、研发能力突出	川崎、现代、柯马、不二越、松下
三线品牌	有一定研发能力、创新不足	新松、博实、首都莫托曼、埃夫特
其他品牌	技术能力参差不齐、实力较差	思维、昆明船舶等

资料来源：中国机器人产业联盟，中商产业研究院，中金公司研究部

图表 49：2014 年中国工业机器人市场集中度状况



资料来源：中国机器人产业联盟，中商产业研究院，中金公司研究部



财务分析

业务核心假设

图表 50: 公司主要产品销量、收入、毛利率预测

		2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
合计	销售额 (万元)	42,305	49,166	59,530	64,914	68,070	84,362	106,856
	YoY	19%	16%	21%	9%	5%	24%	27%
	成本 (万元)	27,925	31,954	37,606	41,771	42,539	51,302	60,771
	毛利率	34.0%	35.0%	36.8%	35.7%	37.5%	39.2%	43.1%
通用排水泵	销售额 (万元)	27,871	29,658	34,413	32,551	29,377	30,846	32,388
	YoY	-3%	6%	16%	-5%	-10%	5%	5%
	成本 (万元)	19,729	20,894	23,231	22,186	19,976	20,975	22,024
	毛利率	29.2%	29.6%	32.5%	31.8%	32.0%	32.0%	32.0%
	销售数量 (万)	1,273	1,404	1,681	1,619	1,538	1,614	1,695
	YoY	-7%	10%	20%	-4%	-5%	5%	5%
	平均单价 (元/个)	21.9	21.1	20.5	20.1	19.1	19.1	19.1
专用排水泵	销售额 (万元)	9,452	14,495	16,601	15,679	17,576	20,212	23,244
	YoY	126%	53%	15%	-6%	12%	15%	15%
	毛利率	43.0%	43.6%	43.5%	42.3%	42.0%	42.0%	42.0%
	销售数量 (万)	303	453	530	514	607	698	802
	YoY	136%	50%	17%	-3%	18%	15%	15%
	平均单价 (元/个)	31.2	32.0	31.3	30.5	29.0	29.0	29.0
冷凝泵	销售额 (万元)	1,961	2,275	3,023	3,434	3,915	4,502	5,177
	YoY	40.0%	16.0%	32.9%	13.6%	14.0%	15.0%	15.0%
	毛利率	37.6%	40.1%	43.9%	40.8%	41.0%	41.0%	41.0%
	销售数量 (万)	91	118	158	184	221	254	292
	YoY	53%	29%	34%	17%	20%	15%	15%
洗涤泵	销售额 (万元)			1,483	7,828	8,220	11,508	16,111
	YoY				428%	5%	40%	40%
	毛利率			35.0%	34.4%	37.0%	40.0%	40.0%
	销售数量 (万)			24	135	141	198	277
	YoY				463%	5%	40%	40%
底部总成	销售额 (万元)			62	58	58	58	58
	成本 (万元)						787	2,362
	毛利率						40.0%	40.0%
	销售数量 (万)						4	12
	YoY							200%
机器人	销售额 (万元)						328	328
	YoY							
	平均单价 (元/个)							
	销售额 (万元)					2,500	6,000	12,000
	YoY							
水疗马桶	销售额 (万元)							
	YoY							
	平均单价 (元/个)							
	销售额 (万元)							
	YoY							
其他	销售额 (万元)							
	YoY							
	平均单价 (元/个)							
	销售额 (万元)							
	YoY							

资料来源: 招股说明书, 中金公司研究部



财务预测
图表 51: 公司利润表

人民币百万元	2013	2014	2015E	2016E	2017E	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15
营业收入	595	649	681	844	1,098	161	167	140	163	177	169	161	170	173
减: 营业成本	376	418	425	513	652	102	107	89	103	113	112	101	108	105
减: 营业税费	6	6	7	8	11	2	1	1	2	1	1	1	3	2
减: 销售费用	31	31	37	43	56	9	8	8	7	8	8	9	9	9
减: 管理费用	39	45	54	63	82	10	9	11	13	14	7	15	15	16
减: 财务费用	5	(4)	(23)	(23)	(24)	1	1	-0	-0	(1)	(2)	(2)	(6)	(16)
减: 资产减值损失	1	1	(1)	0	1	0	0	0	0	-	1	-	0	-
加: 投资净收益(元)	-	-	2			-	-	-	-	-	-	-	0	2
营业利润	137	153	184	239	320	37	41	32	39	41	42	36	41	58
加: 营业外收入	1	1				0	1	0	0	1	0	1	0	0
减: 营业外支出	0	1				0	0	0	0	0	0	0	0	-
利润总额	138	153	184	239	320	37	42	32	38	42	42	37	41	58
减: 所得税	20	22	31	43	58	5	5	5	6	6	5	6	8	10
净利润(含少数股东损益)	119	131	153	196	262	32	36	27	32	35	37	32	33	48
减: 少数股东损益	-	(0)	-2	4	10	-	-	-	-0	(0)	0	(1)	(1)	(1)
净利润(不含少数股东损益)	119	131	155	192	252	32	36	27	32	35	37	32	34	49
收入增长率	21%	9%	5%	24%	30%					10%	1%	14%	4%	-2%
母公司净利润增长率	29%	11%	18%	24%	31%					12%	1%	21%	4%	37%
归属母公司净利率	20%	20%	23%	23%	23%	20%	22%	19%	20%	20%	22%	20%	20%	28%
毛利率	37%	36%	38%	39%	41%	37%	36%	36%	37%	36%	34%	37%	36%	40%
净利润率	20%	20%	22%	23%	24%	20%	22%	19%	20%	20%	22%	20%	20%	28%
营业税金率	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	1%	2%	1%
销售费用增长率	24%	1%	17%	17%	30%					-8%	1%	4%	34%	14%
管理费用增长率	15%	14%	22%	16%	30%					39%	-24%	45%	16%	14%
销售费用率	5%	5%	5%	5%	5%	6%	5%	6%	4%	5%	5%	5%	5%	5%
管理费用率	7%	7%	8%	8%	8%	6%	5%	8%	8%	8%	4%	10%	9%	9%
财务费用率	1%	-1%	-3%	-3%	-2%	1%	1%	0%	0%	0%	-1%	-1%	-3%	-9%
所得税率	14%	14%	17%	18%	18%	15%	12%	15%	16%	16%	11%	15%	19%	17%
少数股东损益比例	0%	0%	-1%	2%	4%	0%	0%	0%	-1%	-1%	1%	-2%	-2%	-1%
完全摊薄EPS(元)	0.88	0.98	1.15	1.43	1.88	0.24	0.27	0.20	0.24	0.26	0.27	0.24	0.25	0.36

资料来源: 公司公告, 中金公司研究部



图表 52：公司资产负债表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产：							
货币资金	61	92	64	686	662	650	671
交易性金融资产	2	-	-	-	-	-	-
应收票据	13	7	8	4	8	9	10
应收账款（净值）	86	102	138	147	152	193	249
预付账款	10	11	20	13	17	21	24.14
其他应收款（净值）	7	5	6	2	5	6	6.70
存货（净值）	52	56	75	94	86	107	138
其他流动资产	0	0	0	7	7	7	7
流动资产合计	230	273	312	953	937	994	1,107
经营性流动资产合计	218	239	319	345	356	445	568
非流动资产：							
固定资产	53	67	88	168	248	314	379
在建工程	3	45	70	34	79	99	112
无形资产	40	40	75	74	70	66	63
商誉	-	-	-	1	1	1	1
长期待摊费用	1	2	2	9	-	-	-
递延所得税资产	0	1	1	1	-	-	-
非流动资产合计	97	155	236	287	399	480	555
经营性非流动资产合计	97	155	236	287	399	480	555
资产总计	327	427	548	1,240	1,336	1,474	1,662
经营性资产总计	315	394	555	632	755	925	1,123
流动负债：							
短期借款	20	-	-	-	-	-	-
应付账款	33	56	72	49	68	80	95
预收账款	2	1	2	3	2	3	4
应付职工薪酬	9	7	15	15	14	18	22
应交税费	3	(0)	0	7	2	4	7
其他应付款	4	3	4	9	6	6	7
预计负债	(2)	(1)	-	-	-	-	-
其他流动负债	2	1	-	-	-	-	-
流动负债合计	71	67	93	82	92	112	135
经营性流动负债合计	51	67	93	82	92	112	135
非流动负债：							
其他非流动负债	1	13	14	15	15	15	15
非流动负债合计	1	13	14	15	15	15	15
经营性非流动负债合计	1	13	14	15	15	15	15
负债合计	72	80	107	98	107	127	150
经营性负债合计	52	80	107	98	107	127	150
所有者权益：							
股本	100	100	100	134	134	134	134
资本公积金	78	78	78	644	644	644	644
盈余公积金	8	17	29	43	66	95	135
未分配利润	69	152	234	321	386	472	587
少数股东权益	-	-	-	0	(2)	2	12
股东权益合计(不含少数股东权益)	256	348	441	1,142	1,230	1,346	1,500
股东权益合计(含少数股东权益)	256	348	441	1,143	1,228	1,347	1,512
负债及股东权益总计	327	427	548	1,240	1,336	1,474	1,662
资产负债率	21.87%	18.61%	19.51%	7.89%	8.05%	8.61%	9.03%

资料来源：公司公告，中金公司研究部



图表 53：公司现金流量表

人民币百万元	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量							
净利润	80.24	92.14	118.54	131.05	152.52	195.69	262.04
计提的资产减值准备	-0.11	0.77	0.99	0.94	-1.46	0.41	0.57
固定资产折旧	4.63	6.79	8.73	13.60	18.02	19.79	21.90
无形资产摊销	0.42	0.91	1.15	1.83	3.68	3.50	3.32
长期待摊费用摊销	0.36	0.56	0.55	1.00			
营运资本减少合计（减：增加）	-26.79	1.96	-1.66	-38.16	12.43	-49.75	-69.92
存货的减少（减：增加）	-36.55	-4.81	-18.86	-18.97			
其他经营性现金流量	-4.08	1.83	-	0.43	-23.01	-23.18	-23.56
经营活动产生的现金流量净额	18.32	99.64	109.21	91.55	161.24	146.46	194.35
投资活动产生的现金流量							
收回投资所收到的现金	511	1	-	-	2	-	-
收到的其他与投资活动有关的现金	-	-	-	1			
投资活动现金流入小计	511	1	-	1	2	-	-
购建固定无形和长期资产支付的现金	62	56	111	51	-143	-105	-100
投资所支付的现金（合计）	514	-	-	-	-	-	-
投资活动现金流出小计	576	58	111	51	-143	-105	-100
投资活动产生的现金流量净额	-66	-57	-111	-50	-141	-105	-100
筹资活动产生的现金流量							
吸收投资所收到的现金（合计）	7	-	-	611	-	-	-
借款所收到的现金	20	-	-	15	-	-	-
筹资活动现金流入小计	27	11	-	626	-	-	-
偿还债务所支付的现金	41	20	-	15	-	-	-
分配股利、利润和偿付利息所支付的现金	21	1	25	30	-67	-76	-98
支付的其他与筹资活动有关的现金	-	2	1	2	23	23	24
筹资活动现金流出小计	62	23	26	47	-44	-53	-74
筹资活动产生的现金流量净额	-35	-11	-26	578	-44	-53	-74
汇率变动对现金的影响	-	-	-	2	-	1	2
现金及现金等价物净增加额							
货币资金的期末余额	61	92	64	686	662	650	671
减：货币资金的期初余额	143	61	92	64	686	662	650

资料来源：公司公告，中金公司研究部



给予“推荐”评级

高科技企业应当享受高估值

首次给予“推荐”评级，目标价 80.27 元，对应 56x 2016e P/E，107 亿市值。

1) 给予泵类配件业务 30x 2016e P/E，估值 57 亿元；

2) 给予水疗马桶业务估值 20 亿元，对应 20x 2018e P/E。

3) 给予其他潜在的新业务（工业机器人、新能源汽车配件），以及潜在的壳价值估值 30 亿元。A 股创业板股票，具有以低估值并购非上市公司的机会，市场长期整体给予小市值股票 30 亿以上的壳价值。

在同板块中相对估值低

相比同类公司以及同期次新股，公司估值偏低。

图表 54：可比公司估值比较（2015/12/23）

	代码	公司	PE(TTM)	PE(2015e)	PS(TTM)	PB(LF)
配件	002050.SZ	三花股份	28.88	28.85	2.69	4.15
	002290.SZ	禾盛新材	N.A.	221.35	5.78	8.96
	002418.SZ	康盛股份	N.A.	353.11	5.60	7.61
	002420.SZ	毅昌股份	100.08	N.A.	1.12	3.15
	002366.SZ	丹甫股份	220.54	91.33	53.07	18.96
	002413.SZ	常发股份	405.72	N.A.	8.01	10.59
	002473.SZ	圣莱达	N.A.	N.A.	49.19	14.06
	002537.SZ	海立美达	66.43	0.00	2.30	3.39
	300217.SZ	东方电热	67.60	55.97	3.99	3.66
	300279.SZ	和晶科技	253.67	212.91	8.95	11.04
	002676.SZ	顺威股份	394.03	N.A.	4.62	7.06
	002494.SZ	华声股份	253.68	218.72	11.98	6.33
	300342.SZ	天银机电	54.42	42.84	11.25	6.85
	300475.SZ	聚隆科技	58.03	0.00	15.91	6.59
	603519.SH	立霸股份	77.16	74.12	5.00	7.08
	002223.SZ	鱼跃医疗	61.99	59.33	12.89	11.21
	002551.SZ	尚荣医疗	108.65	92.48	9.01	9.81
医疗器械	300003.SZ	乐普医疗	61.79	54.05	13.64	9.32
	300030.SZ	阳普医疗	153.14	87.76	11.35	6.97
	300244.SZ	迪安诊断	121.81	112.14	13.58	22.28
	600587.SH	新华医疗	52.85	40.29	2.11	4.78
	300024.SZ	机器人	139.31	123.03	31.78	10.03
装备制造		平均值	141.04	103.80	12.90	8.81
2014年10月 同期次新股	603688.SH	石英股份	68.65	N.A.	13.13	4.79
	300405.SZ	科隆精化	N.A.	N.A.	3.53	6.41
	300406.SZ	九强生物	52.92	N.A.	21.17	10.48
	603606.SH	东方电缆	101.39	75.81	3.31	7.40
	603018.SH	设计股份	54.97	42.22	6.04	5.11
	603010.SH	万盛股份	94.61	80.86	5.21	7.06
	300402.SZ	宝色股份	N.A.	N.A.	6.48	6.29
	300400.SZ	劲拓股份	154.07	147.51	16.58	14.11
	603456.SH	九洲药业	83.98	77.13	9.90	6.58
	300401.SZ	花园生物	248.37	245.84	28.95	7.71
	002730.SZ	电光科技	103.60	N.A.	9.92	6.47
	300398.SZ	飞凯材料	73.92	67.09	17.06	10.99
	300399.SZ	京天利	284.47	0.00	61.13	19.11
	603169.SH	兰石重装	16.73	N.A.	7.61	9.19
		平均值	111.47	92.06	15.00	8.69
	300403.SZ	地尔汉宇	52.69	50.30	10.80	6.70

资料来源：万得资讯，中金公司研究部



风险提示

- 1) 新业务拓展风险：公司在面向消费者的终端消费领域经营经验有待积累，水疗马桶的市场开拓进度存在不确定性。公司在工业机器人领域以及新能源汽车领域的市场拓展存在不确定性。
- 2) 整体市场估值波动风险。牛市和熊市市场切换时，估值体系将发生重大变化。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。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，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司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。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。星号代表首次覆盖或者评级发生其它除上、下方向外的变更（如*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入）。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150707

编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

