



工业 4.0 标的, 产品具备专业壁垒

- **事件:** 公司发布 2015 年半年报及利润分配预案, 实现营业收入 1.9 亿元, 同比增长 11.5%; 实现净利润 3040.0 万元, 同比增长 8.1%; 拟向全体股东每 10 股转增 6 股。
- 公司上半年收入增速与前两年基本持平 (增速 11% 左右), 业绩稳定增长, 其中控制系统收入占比 70% 左右, 配套产品销售占比 30% 左右, 均保持稳定。受营业成本增加影响, 毛利率略有降低, 再加上市场拓展和研发创新导致的三费增加, 净利润增速略低与收入增速。我们认为, 随着 2015 年底募投项目完成, 再经过一年孵育, 2017 年公司业绩有望实现较大提升。
- **投资逻辑:** 1、**公司产品专业壁垒较高。** 公司为国内唯一医药、生物工业自动化控制系统整体解决方案的提供商, 工业 4.0 标的。公司具备了自动化控制系统关键产品的自主设计、研发和加工能力, 能够提供生产全工段自动化控制系统。相较于其他部件提供商, 公司产品对系统性、经验性要求高, 专业壁垒明显更高, 行业视野也更广阔。
- 2、**公司专注细分领域, 竞争优势突出。** 相较于大型综合性企业, 公司长期专注于医药及生物专业细分领域, 相对于国外竞争对手, 公司提供的自动化控制系统解决方案具有良好的性价比, 且定价机制较为灵活, 技术支持深入和全面; 较国内主要竞争对手而言, 公司能投入更多的财力和物力到医药及生物产业的产品研发和技术创新活动中, 并结合丰富的行业经验提供高技术标准和适用性的自动化控制系统。
- 3、**公司产品属过程自动化领域, 医药生物工业自动化趋势明显。** 在人口老龄化、劳动力短缺等外在因素驱动和产业转型升级、工业“4.0”大背景下, 医药生物制造业也积极顺应药企生产发展需求及集中度提高的趋势, 再加上国家政策引导、GMP 严标准带来的更多硬件投入 (2000-3000 亿元), 公司将从中受益。
- **业绩预测与估值:** 公司业绩目前处于扩展上升期, 估算未来三年每股收益分别为 1.02 元、1.22 元和 1.73 元, 对应动态市盈率为 70 倍、58 倍和 41 倍。公司基本面优质, 且为“工业 4.0”明确标的, 公司总市值 (56 亿元) 和流通市值 (14 亿元) 小, 上市后内生外延发展空间大, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 自动化行业发展低于预期的风险, 公司市场拓展缓慢的风险等。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	319.49	381.00	415.00	552.00
增长率	11.00%	19.25%	8.92%	33.01%
归属母公司净利润 (百万元)	52.08	62.09	74.09	104.91
增长率	6.91%	19.22%	19.33%	41.60%
每股收益 EPS (元)	0.86	1.02	1.22	1.73
净资产收益率 ROE	16.71%	6.08%	16.55%	18.98%
PE	82.90	69.54	58.27	41.15
PB	13.85	11.55	9.64	7.81

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

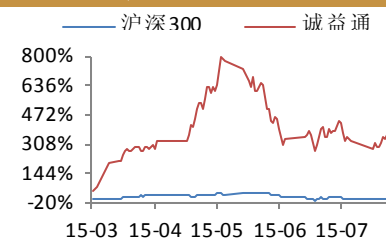
分析师: 庞琳琳

执业证号: S1250513070002

电话: 010-57631198

邮箱: pll@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	0.61
流通 A 股(亿股)	0.15
52 周内股价区间(元)	24.96-186.00
总市值(亿元)	56.00
总资产(亿元)	9.41
每股净资产(元)	9.68

相关研究

1 公司业绩分析

公司 2015 年上半年度通过积极开拓市场，加强内部管理，严格控制成本费用，公司盈利水平较去年同期持平稳发展态势，共实现营业收入 1.9 亿元，同比增长 11.5%，实现归属于公司普通股股东净利润 3034.0 万元，同比增 8.1%。

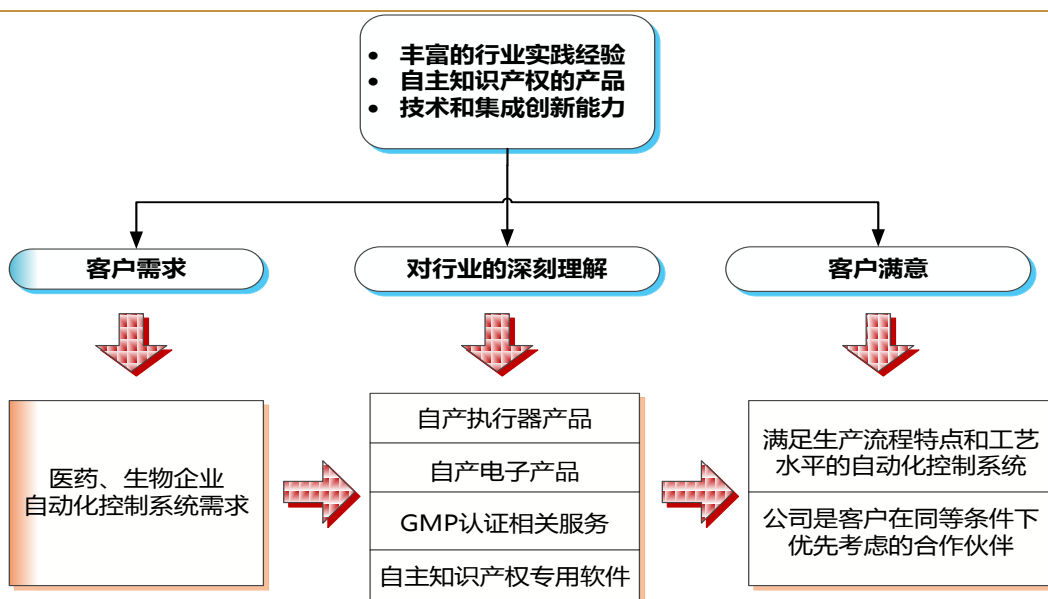
公司上半年收入增速与前两年基本持平（增速 11%左右），业绩稳定增长，其中控制系统收入占比 70%左右，配套产品销售占比 30%左右，均保持稳定。报告期内，公司发生销售费用 1008.0 万元，同比增长 19.9%；发生管理费用 1994.6 万元，同比增长 15.6%；发生财务费用 32.3 万元，同比减少 39.4%。受营业成本增加影响，公司产品毛利率略有降低，再加上市场拓展和研发创新导致的三费增加，净利润增速略低与收入增速。我们认为，随着 2015 年底募投项目逐步完成，再经过一年繁育，2017 年公司业绩有望实现较大提升。

2 公司产品专业壁垒较高

公司系医药、生物工业自动化控制系统整体解决方案的提供商，为工业 4.0 标的。公司以自主研发的核心技术和自主生产的关键设备及组件为依托，面向大中型制药、生物企业，提供个性化的自动化控制系统产品及整体解决方案。经过多年的发展和积累，公司形成了多项自主研发的专利及非专利核心技术，具备了执行器、控制器等自动化控制系统关键产品的自主设计、研发和加工能力，能够提供发酵/合成、分离纯化、成品制备、辅助工段等四大类自动化控制系统。公司凭借产品专业壁垒优势，在国内细分领域中标率领先与同业，居于龙头地位。同时，公司研发能力扎实，转化能力突出：公司注重自身技术研发，拥有已授权 3 项发明专利及 48 项实用新型专利，软件著作权 1 项，且所有专利技术均已运用到公司实际产品当中。

相较于其他部件提供商，公司产品对系统性、经验性要求高，专业壁垒明显更高，行业视野也更广阔。

图 1：公司经营模式示意图



数据来源：招股说明书，西南证券整理

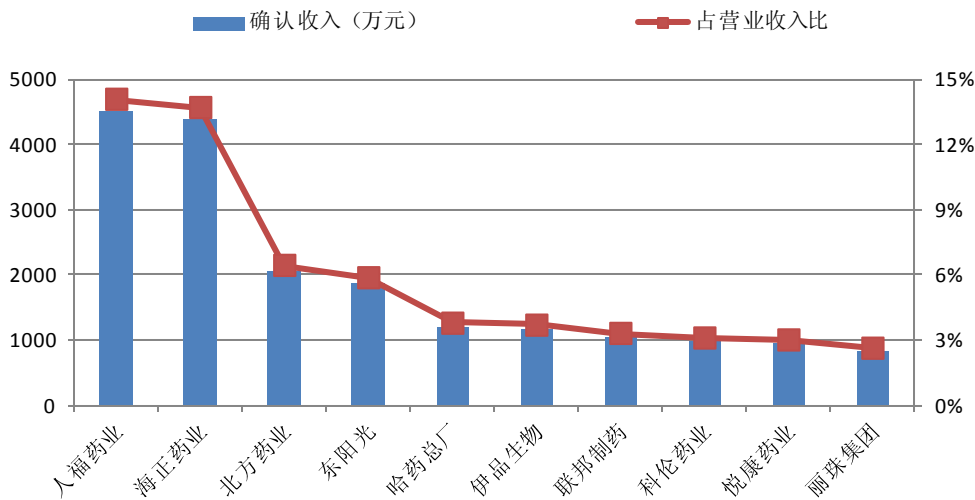
3 公司专注细分领域，竞争优势突出

公司的主要竞争对手包括西门子公司、ABB 集团、艾默生公司、罗克韦尔公司等国外巨头以及北京和利时、中控科技集团等国内优秀公司。上述主要竞争对手均为全行业的综合型自动化公司，由于制药及生物产业只是上述竞争对手众多业务领域的一部分，投入的财力和物力存在一定的分散性。

而公司长期专注于医药及生物产业，在生产过程中的发酵、连消、水消、提取、转化、精制、溶媒回收、制剂和能源管理等方面积累了丰富的知识和技术经验，形成了独到的系统设计理念和实施方法，同时公司还自主生产部分关键组件。相对于国外竞争对手，公司提供的自动化控制系统解决方案具有良好的性价比，且定价机制较为灵活，提供深入和全面的技术支持；较国内主要竞争对手而言，公司能投入更多的财力和物力到医药及生物产业的产品研发和技术创新活动中，并结合丰富的行业经验提供高技术标准和高适用性的自动化控制系统。

同时，公司产品及服务遍及东北、华北、西北、华东、西南等各个区域，并积累了大量优质的客户资源，如海正医药、鲁抗医药、健康元、伊品生物、东阳光、广济药业、联邦制药及科伦药业等，与客户之间建立了良好的互信关系及业务粘性，降低了彼此间的交易成本，有效地保证了销售工作的顺利开展和业务规模的稳步增长。

图 2：公司 2014 年前 10 名客户收入情况



数据来源：招股说明书，西南证券整理

4 医药生物工业自动化趋势明显，公司将从中受益

根据《“十二五”智能制造装备产业发展规划》，到 2020 年将我国智能制造装备产业培育成为具有国际竞争力的先导产业，建立完善的智能制造装备产业体系，产业销售收入超过 3 万亿元，国内市场占有率超过 60%。在人口老龄化、劳动力短缺等外在因素驱动和产业转型升级、工业“4.0”大背景下，医药生物制造业也积极顺应药企生产发展需求及集中度提高

的趋势，再加上国家政策引导、GMP 严标准可能带来的更多硬件投入（2000-3000 亿元），医药工业自动化企业将从中受益。而公司主营产品及计划研发的各种软、硬件项目正是迎合了行业发展趋势，未来市场空间广阔。

表 1：近年部分行业相关政策

时间	文件	相关内容
2010.01	《关于加快医药行业结构调整的指导意见》	医药行业应坚持自主创新、技术改造与淘汰落后相结合，提高自主创新能力，重点推进生物医药技术的创新与产业化。
2011.03	《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	推动生物产业等重点领域跨越发展，支持企业提高装备水平、优化生产流程，加快淘汰落后工艺技术和设备，提高资源综合利用水平。
2011.04	《产业结构调整指导目录(2011 年本)》	将“药物生产过程中的膜分离、超临界萃取、新型结晶、生物转化、自控等技术开发与应用”、以及“现代生物药物、发酵、纯化技术开发和应用”等项目列为国家鼓励发展的重点项目。
2012.01	《医药工业“十二五”发展规划》	发展微生物大规模发酵及分离纯化技术，并重点开发和生产符合 GMP 规范要求的制药设备，并在产业政策、财税金融、医保政策、药品监管调控和人才队伍建设等方面给予大力支持，促进医药工业转型升级和快速发展。
2012.07	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	在高端装备制造产业中，重点发展具有感知、决策、执行等功能的智能专用装备，突破新型传感器与智能仪器仪表、自动控制系统等关键技术
2013.01	《生物产业发展规划》	2013 至 2015 年，生物医药产业产值年均增速达到 20%以上，大力推进先进发酵工艺与装备的应用示范。

数据来源：招股说明书，西南证券整理

5 估值与评级

公司业绩目前处于扩展上升期，估算未来三年每股收益分别为 1.02 元、1.22 元和 1.73 元，对应动态市盈率为 70 倍、58 倍和 41 倍。公司基本面优质，且为“工业 4.0”明确标的，公司总市值（56 亿元）和流通市值（14 亿元）小，上市后内生外延发展空间大，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	319.49	381.00	415.00	552.00	净利润	52.08	62.09	74.09	104.91
营业成本	203.15	245.71	266.33	352.78	折旧与摊销	5.00	19.33	26.53	29.53
营业税金及附加	1.77	2.11	2.29	3.05	财务费用	1.29	0.41	-0.70	-2.30
销售费用	17.86	21.72	24.49	33.12	资产减值损失	2.92	3.00	4.00	5.00
管理费用	17.86	40.01	39.43	46.92	经营营运资本变动	-51.69	15.04	-33.37	-41.34
财务费用	1.29	0.41	-0.70	-2.30	其他	14.96	-3.79	-6.63	-7.35
资产减值损失	2.92	3.00	4.00	5.00	经营活动现金流净额	24.54	96.08	63.93	88.45
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-15.15	-72.00	-30.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	0.16	4.25	6.80	8.50
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-14.99	-67.75	-23.20	-1.50
营业利润	58.61	68.04	79.17	113.43	短期借款	17.68	-17.68	0.00	0.00
其他非经营损益	2.42	5.00	8.00	10.00	长期借款	3.82	0.00	0.00	0.00
利润总额	61.03	73.04	87.17	123.43	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	8.95	10.96	13.07	18.51	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	52.08	62.09	74.09	104.91	其他	-2.33	-0.26	0.87	2.52
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	19.17	-17.94	0.87	2.52
归属母公司股东净利润	52.08	62.09	74.09	104.91	现金流量净额	28.72	10.39	41.59	89.48
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	73.21	83.60	125.20	214.68	成长能力				
应收和预付款项	251.43	291.19	299.13	485.25	销售收入增长率	11.00%	19.25%	8.92%	33.01%
存货	198.20	276.18	238.00	443.08	营业利润增长率	9.06%	16.09%	16.34%	43.28%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	6.91%	19.22%	19.33%	41.60%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	8.93%	37.85%	21.80%	33.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	144.14	197.15	199.95	178.75	毛利率	36.41%	35.51%	35.82%	36.09%
无形资产和开发支出	31.71	28.37	25.04	21.70	三费率	16.60%	16.31%	15.23%	14.08%
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利率	16.30%	16.30%	17.85%	19.01%
资产总计	698.70	876.49	887.32	1343.47	ROE	16.71%	16.61%	16.55%	18.98%
短期借款	17.68	0.00	0.00	0.00	ROA	8.90%	8.36%	9.73%	9.00%
应付和预收款项	338.58	471.96	408.70	759.94	ROIC	23.25%	20.01%	20.50%	26.36%
长期借款	30.82	30.82	30.82	30.82	EBITDA/销售收入	21.03%	24.31%	27.19%	27.25%
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	营运能力				
负债合计	387.08	502.78	439.52	790.75	总资产周转率	0.46	0.43	0.47	0.41
股本	45.60	60.80	60.80	60.80	固定资产周转率	7.10	3.04	2.44	3.27
资本公积	85.71	85.71	85.71	85.71	应收账款周转率	1.75	1.79	1.90	1.55
留存收益	180.32	242.40	316.50	421.41	存货周转率	1.02	0.89	1.12	0.80
归属母公司股东权益	311.62	373.71	447.80	552.72	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	0.99	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	311.62	373.71	447.80	552.72	资产负债率	55.40%	57.36%	49.53%	58.86%
负债和股东权益合计	698.70	876.49	887.32	1343.47	带息债务/总负债	12.53%	6.13%	7.01%	3.90%
					流动比率	1.47	1.38	1.62	1.50
					速动比率	0.91	0.79	1.04	0.92
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2014E	2015E	2016E	每股指标				
EBITDA	67.20	92.64	112.83	150.44	每股收益	0.86	1.02	1.22	1.73
PE	82.90	69.54	58.27	41.15	每股净资产	5.13	6.15	7.37	9.09
PB	13.85	11.55	9.64	7.81	每股经营现金	0.40	1.58	1.05	1.45
PS	13.51	11.33	10.40	7.82	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	47.87	34.43	27.90	20.34					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn