

审慎推荐-A (首次)

信捷电气 603416.SH

目标估值: 70-72 元
当前股价: 61.67 元
2017 年 03 月 06 日

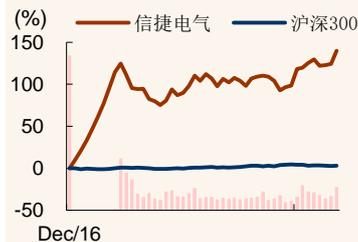
主营业务业务受益于制造业回暖, 全产品线专注智能制造

基础数据

上证综指	3234
总股本(万股)	10040
已上市流通股(万股)	2510
总市值(亿元)	62
流通市值(亿元)	15
每股净资产(MRQ)	3.8
ROE(TTM)	
资产负债率	19.8%
主要股东	李新
主要股东持股比例	35.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	8	223	223
相对表现	7	220	211



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《汇川技术(300124)——新能源车电驱继续成为增长主力, 营收增长符合预期》2016-07-14
- 2、《汇川技术(300124)——平台化优势凸显, 新能源车电驱、轨交业务成增长新引擎》2016-06-23

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001
研究助理
赵智勇
021-68407742
zhaozy5@cmschina.com.cn

信捷电气作为国内领先的小型 PLC 企业, 技术能力、成本控制水平是其成功的关键。受益于制造业回暖和智能制造产业升级需求, 公司上市后市占率将得以继续提升, 产品线也将更加丰富。预估每股收益 16 年 1.01 元、17 年 1.40 元、18 年 1.90 元, 对应 PE 61.1、44.0、32.4 倍, 首次覆盖, 给予审慎推荐评级。

- 工控行业整体回暖, 新一轮复苏下公司收入快速提升。2016 年宏观经济回升带动工业复苏, 工控自动化市场 2016 年下半年出现反转趋势, 小型 PLC、伺服等产品出现正增长; 产业升级需求利好工控行业发展; 下游 OEM 市场需求回升, 整体转好。在行业进入复苏的大背景下, 公司 2016 年实现收入 3.55 亿元, 同比增长 17%, 2017 年收入增速有望继续提升。
- 本土品牌扩大化, 公司小型 PLC 市占率有望继续提升。小型 PLC 在 OEM 市场子行业的市场规模较为分散, 随着中国装备制造业的发展与技术进步, 本土企业的研发和推出定制化产品的速度优于外资企业, 市场份额逐渐上升, 则公司未来几年小型 PLC 市场份额有望代替外资品牌快速上升, 同时公司欲推出中型 PLC 产品增加品牌知名度与技术实力。
- 巨大客户基数为配套产品销售提供有利支撑, 扩大销量与市场。公司在过去十几年的发展积累了忠实的客户群体, 接近 50% 的收入来自合作 5 年以上的客户, 2016 年近 2 亿的 PLC 收入代表着公司产品每年装备了超过 30 万台的下流设备。公司通过将小型 PLC 与人机界面、伺服系统等产品配套, 能够充分扩大公司整体销售收入, 提供一体化的系统解决方案。
- 产业升级, 为智能制造业务的快速发展提供基础。目前公司以建立“可编程控制器+人机界面+伺服、变频等运动控制部件+机器视觉等检测部件+机械臂”完整的产品线为主要战略方向, 未来将进一步为客户提供“整体工控自动化解决方案”, 意欲转型成为整套智能装置供应商。
- 投资建议: 首次覆盖, 给予“审慎推荐”评级
- 风险提示: 新产品拓展低于预期、下游市场恢复低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入(百万元)	294	303	355	468	636
同比增长	19%	3%	17%	32%	36%
营业利润(百万元)	69	78	97	133	171
同比增长	7%	12%	25%	37%	29%
净利润(百万元)	76	81	101	141	191
同比增长	21%	7%	25%	39%	36%
每股收益(元)	1.00	1.08	1.01	1.40	1.90
PE	61.4	57.1	61.1	44.0	32.4
PB	17.6	14.1	5.1	4.6	4.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、以小型 PLC 作为核心产品，切入智能装备制造领域.....	4
1.1 延长锁定期，彰显管理层长期发展决心.....	4
1.2 专注电气控制系统，拥有完整产品线.....	5
1.3 成长迅速，毛利率较高.....	6
二、工控自动化行业复苏，公司受益领先于行业.....	7
2.1 宏观经济复苏，工业自动化整体回暖.....	7
2.2 多种因素为工业自动化发展带来机遇.....	8
2.3 下游需求复苏，OEM 市场领先增长.....	9
三、上市刺激市占率持续上升，存量客户提供盈利空间.....	10
3.1 核心竞争力增强，小型 PLC 市占率上升空间大.....	10
3.2 深厚客户积累将为配套产品扩大市场，增加销量.....	12
3.3 配合国家政策，实现智能装置产业化.....	13

图表目录

图 1：信捷电气发展历程.....	4
图 2：智能控制系统及装置造业的上下游.....	5
图 3：信捷电气收入结构（单位：万元）.....	6
图 4：信捷电气主要产品毛利占比（2016H1）.....	6
图 5：信捷电气利润指标（单位：百万元）.....	7
图 6：ROE 分解.....	7
图 7：同行业可比公司毛利情况.....	7
图 8：同行业可比公司费用率（%）.....	7
图 9：PPI 及 PMI 指数变化.....	8
图 10：中国工业相关指标（%）.....	8
图 11：2004-2016 年中国自动化市场规模及变化趋势.....	8
图 12：中国自动化市场产品格局变化.....	8
图 13：2012-2016 年 OEM 行业细分市场规模及增速.....	9
图 14：2012-2016 年项目型市场细分市场规模及增速.....	9
图 15：API（自动化用户采购指数）同比走势.....	10
图 16：中国 OEM 行业自动化市场规模同比变化趋势.....	10

图 17: 中国可编程控制器市场规模 (含 DIO, 单位: 百万元) 及增长率.....	10
图 18: 中国 2015 大型 PLC 市场份额.....	11
图 19: 中国 2015 中型 PLC 市场份额.....	11
图 20: 中国小型 PLC 市场份额.....	11
图 21: 2015 年中国小型 PLC 在 OEM 市场的份额.....	11
图 22: 自动化产品本土品牌市场份额变化.....	12
图 23: 信捷电气小型 PLC 收入情况 (单位: 百万)	12
图 24: 驱动系统与人机界面营收及毛利情况	12
图 25: 2015 年中国伺服系统 Top10 (销售额排名)	12
图 26: 驱动系统与人机界面营收及毛利情况	14
图 27: 机器视觉应用领域分布	14
图 28: 全球机器人销量及预测	14
图 29: 中国机器人全球占比及密度	14
表 1: 信捷电气前十大股东情况.....	4
表 2: 信捷电气产品线	5
表 3: 2015 年我国 PLC (不含 DIO) 市场结构 (单位: 百万元)	11
表 4: 信捷电气客户结构 (单位: 万元)	13
附: 财务预测表	16

一、以小型 PLC 作为核心产品，切入智能装备制造领域

1.1 延长锁定期，彰显管理层长期发展决心

公司最早成立于 2000 年，前身为信捷科技，之后于 2003 年成立信捷自动化（主营工业自动化产品的生产和销售）、耐拓软件（主营研发销售嵌入式软件、工业组态软件及可编程控制器软件），2010 年成立信卓智能（主营视觉产品研发），2011 年与 12 年以上四家公司注销，资产合并整体变更为股份有限公司，于 2016 年 12 月 21 日上市。此次 IPO 公司新发股份全部面向公众，没有 PE 介入。

核心团队股票锁定期主动延长，看好公司未来发展。公司控股股东、实际控制人李新，作出 5 年不减持承诺，其他核心管理层承诺 3 年内不减持，比通常情况的承诺锁定期多两年，说明管理层对公司未来前景非常看好，同时也激励管理层为公司发展作出努力。

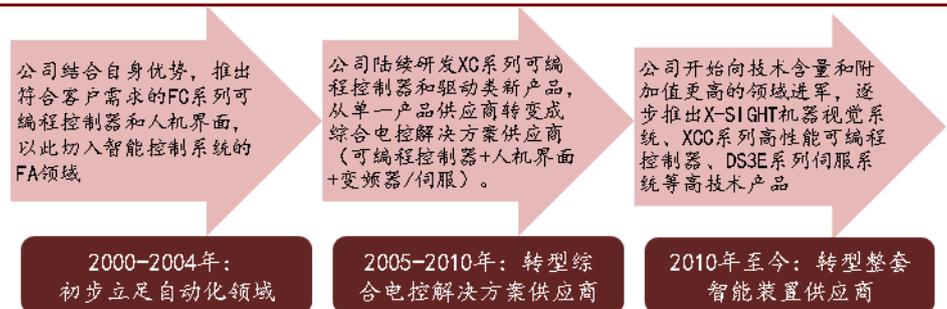
表 1：信捷电气前十大股东情况

序号	股东姓名	发行前		发行后		备注	锁定期
		持股数量(股)	持股比例	持股数量(股)	持股比例		
1	李新	35,239,400	46.80%	35,239,400	35.10%	董事长兼总经理	5 年
2	邹骏宇	21,793,000	28.94%	21,793,000	21.71%	董事、副经理	3 年
3	吉峰	8,436,000	11.20%	8,436,000	8.40%	副经理	3 年
4	陆锡峰	2,812,000	3.73%	2,812,000	2.80%	副经理	3 年
5	过志强	2,109,000	2.80%	2,109,000	2.10%	审计部经理	3 年
6	韦益红	907,450	1.21%	907,450	0.90%	董事、董秘、副经理	3 年
7	张莉	850,000	1.13%	850,000	0.85%	项目经理	3 年
8	田勇生	351,500	0.47%	351,500	0.35%	财务负责人	3 年
9	周湘荣	300,000	0.40%	300,000	0.30%	项目经理	3 年
10	社会公众	-	-	25,100,000	25.00%	-	-
11	其他	2,501,650	3.32%	2,501,650	2.49%	-	-
合计		75,300,000	100.00%	100,400,000	100.00%	-	-

资料来源：招股说明书、招商证券

公司及其前身自创立以来，一直专注于满足国内工业自动化行业细分市场的需求，经过十几年的发展，逐渐成为国内自动化行业成规模的企业。公司目前拥有 1 家控股子公司德国信捷，主要业务为电子工业自动化产品的销售，从事信捷产品在德国的销售。此外公司拥有 1 家研究院，主要从事电气机械及器材、工业自动控制系统装置的开发、工业自动化控制软件的技术开发、技术转让。

图 1：信捷电气发展历程



资料来源：信捷电气招股说明书、招商证券

1.2 专注电气控制系统，拥有完整产品线

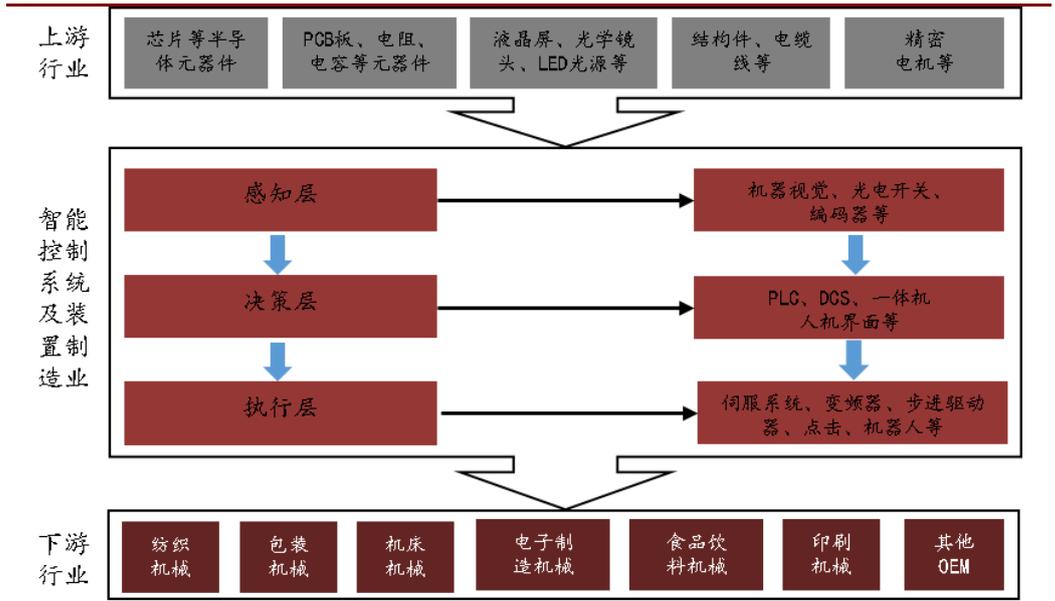
公司主要从事工业自动化控制产品的研发、生产和销售，为 OEM 自动化行业提供智能控制系统解决方案。

狭义工控自动化产品以硬件为主，主要分布在工控结构中的执行层和控制层。根据行业网站中国工控网的分类，自动化产品分为 6 类：控制相关 (Control) (包括 PLC、HMI 等)、驱动(Drive) (包括变频器等)、运动控制 (Motion Control) (包括伺服产品等)、反馈 (Feedback) (包括通用传感器等)、执行装置 (Actuator) (包括接触器等)、其他。

公司产品主要集中在控制层，进而衍生到驱动层，包括可编程控制器 (PLC)、人机界面 (HMI)、驱动系统 (主要是伺服驱动器和伺服电机) 等，形成了较完整的智能控制系统部件核心产品线，此外公司将自有的 PLC 装配其他自有部件制造特定行业应用的智能装置。

公司在小型可编程控制器 (PLC) 领域为市场份额排名靠前的内资企业，同时具备为工厂自动化 (FA) 领域客户提供“整体工控自动化解决方案”的能力。

图 2：智能控制系统及装置制造业的上下游



资料来源：信捷电气招股说明书、招商证券

表 2：信捷电气产品线

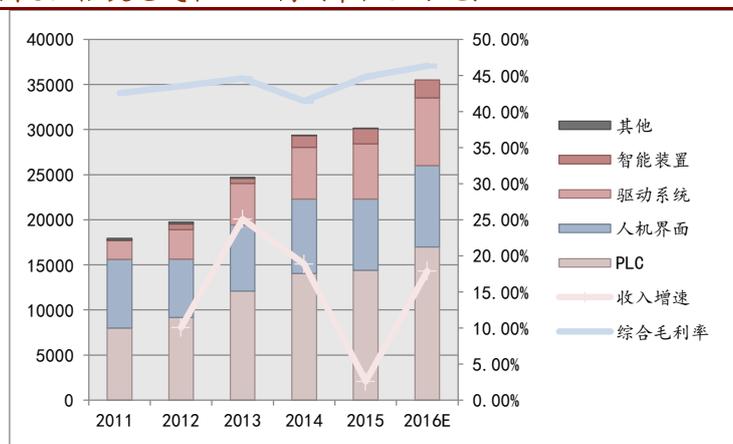
产品线	型号	图片
可编程控制器	XC 系列、XD 系列 (含 XD3、XD5、XDM 运动控制型及 XDC 运动控制总线型)、XE 系列 DS (含 DS2、DS3 及支持运动总线控制的 DS3E 型) 系列伺服驱动器	
伺服系统		
步进驱动	两相步进驱动器、三相步进驱动器	
机器视觉	X-SIGHT 一体式 SV 系列机器视觉	

产品线	型号	图片
低压变频器	VB3 系列、VD4 系列、VB5 系列、V5 系列、VB5N 系列	
工业触摸屏	TH 系列、TG 系列、TE 系列、MP 系列	
文本显示器	OP 文本显示器	
一体机	XPG 系列、XP 系列、XMH 系列、XMP 系列	
通讯模块	G-BOX、T-BOX、MA、COM-BLUETOOTH、COM-USB	
信息管理软件	Webinfo 系列软件（基于 web 的面向工业 4.0	

资料来源：招股说明书、招商证券

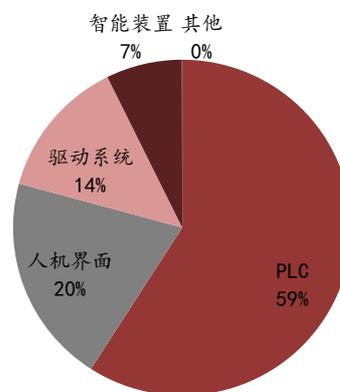
公司逐渐形成以小型 PLC 为主打产品的智能装备系统产品线。公司以小型 PLC 起家，到目前为止小型 PLC 是仍然公司的主要及优势产品，其营收占比近五年来保持在 45%-50% 的水平，且 2016 年上半年小型 PLC 毛利占比超过 50%；另外公司也逐步发展智能装置系统的其他产品，近两年主推的驱动系统（主要是伺服驱动器和伺服电机）的营收占比从 12% 上升至 22%，贡献 14% 的毛利率；人机界面营收占比从 42% 降至 25%，毛利占比为 20%；此外公司近年开始将自有的 PLC、人机界面等其他产品进行装配，为特定行业定制智能装置，营收和毛利占比分别上升至 6% 和 7%。

图 3：信捷电气收入结构（单位：万元）



资料来源：Wind、招商证券

图 4：信捷电气主要产品毛利占比（2016H1）

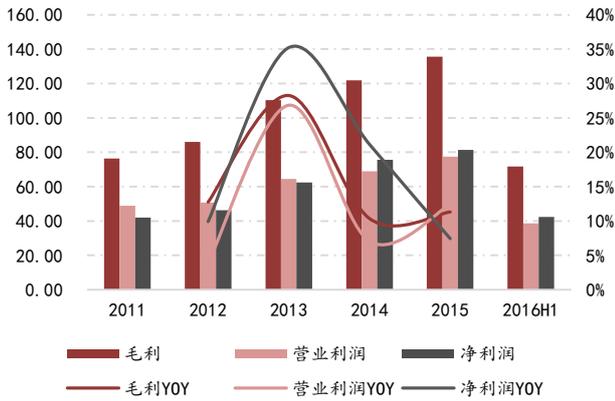


资料来源：Wind、招商证券

1.3 成长迅速，毛利率较高

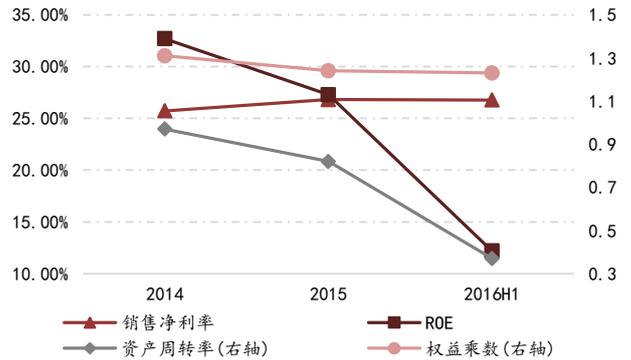
公司过去五年成长显著，净利润、营业利润、毛利润逐年提高，盈利规模不断增厚；业绩增速与行业整体走势保持一致，净利率基本稳定在 25% 左右。

图 5: 信捷电气利润指标 (单位: 百万元)



资料来源: Wind、招商证券

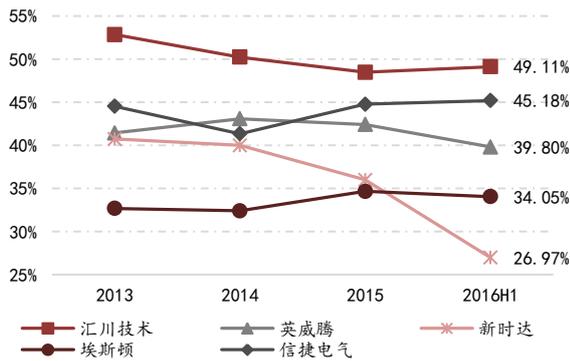
图 6: ROE 分解



资料来源: Wind、招商证券

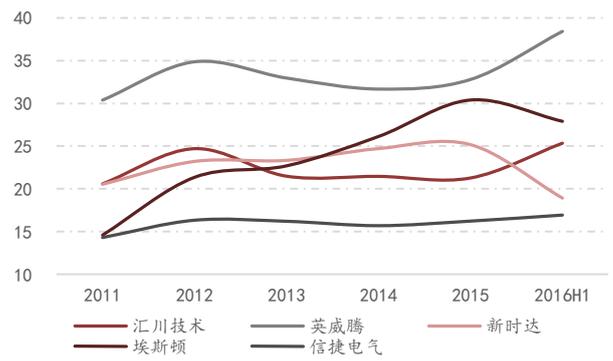
2014 年度毛利率最低, 主要由于公司为扩大市场份额、增加市场竞争力, 调降主要产品价格。随着公司近两年主推的驱动系统和智能装置产品开始发力, 盈利能力得到释放。与同行业其他可比公司比较, 公司的毛利率水平处于第二, 为行业中上水平。

图 7: 同行业可比公司毛利情况



资料来源: Wind、招商证券

图 8: 同行业可比公司费用率 (%)



资料来源: Wind、招商证券

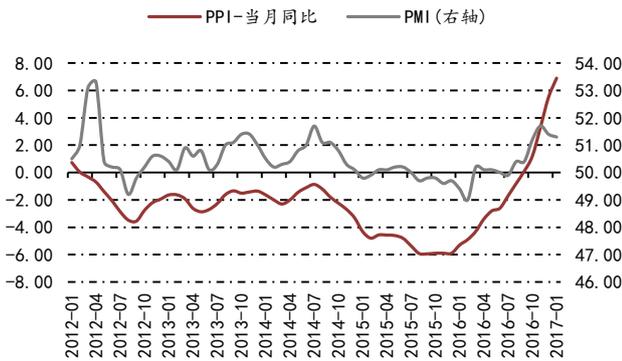
2016 年费用随业务规模扩大、人员增加而上升, 但期间费用率基本稳定, 维持在 16% 左右, 表明公司费用控制措施得当。同行业来看, 公司的费用率一直都处于最低水平, 说明较其他上市公司费用控制较好。

二、工控自动化行业复苏, 公司受益领先于行业

2.1 宏观经济复苏, 工业自动化整体回暖

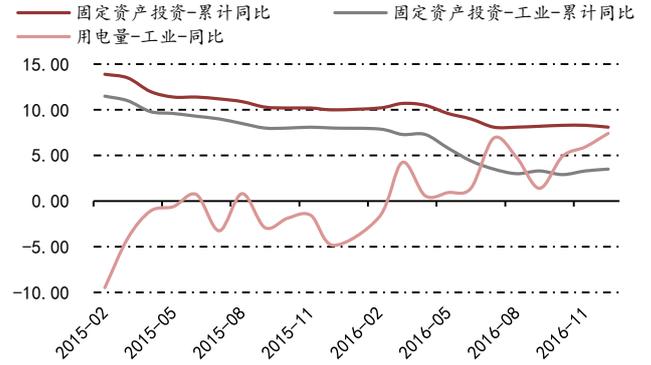
2016 年宏观经济略有回升迹象, 带动工业复苏。2016 年全年 GDP 增速为 6.7%, 虽创下近年最低水平, 但整体来说中国经济目前进入平稳运行阶段; 另外 2016 年在供给侧结构性改革、适度扩大总需求等政策作用下, 工业生产和市场需求稳定增长, 供需关系逐步改善。从各项指标来看, 2016 年上半年 PPI 降幅收窄, 下半年开始一路上涨, 目前 PPI 指数已回升至 2015 年 1 月的水平; PMI 指数 2016 年以来基本都在荣枯线以上且有上扬趋势; 工业固定资产投资同比增速从 2016 年下半年开始停止下降, 工业用电量同比也呈上升趋势。宏观经济进入新常态的状况下工业也有复苏趋势。

图 9: PPI 及 PMI 指数变化



资料来源: 国家统计局、招商证券

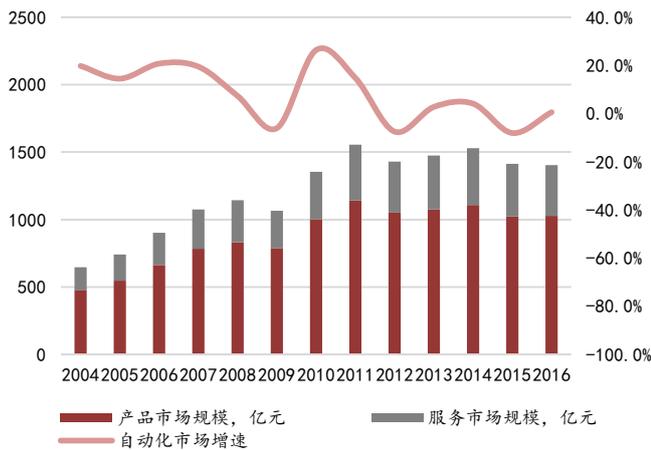
图 10: 中国工业相关指标 (%)



资料来源: Wind、招商证券

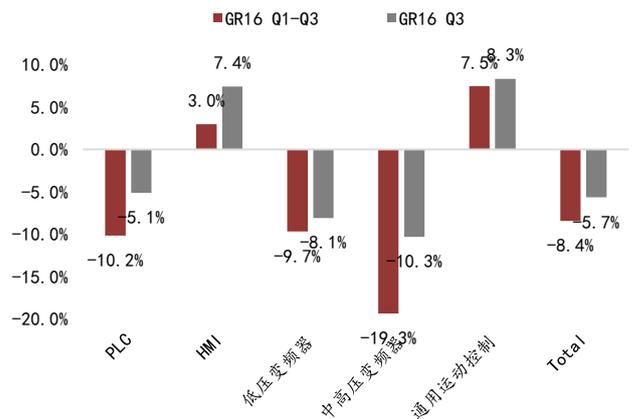
工控自动化市场降速趋缓, 产品将维持千亿规模。自动化产品需求与下游行业的设备及应用直接相关, 受制造业低迷和投资下降影响, 主要的自动化产品自 2012 年以来需求出现负增长。但是随着宏观经济“新常态”趋于稳定, 经济整体的回暖, 工控自动化行业从 2016 年开始降速趋缓。2016 高技术产业增加值比上年增长 10.8%, 比规模以上工业快 4.8 个百分点, 占规模以上工业比重为 12.4%, 比上年提高 0.6 个百分点。

图 11: 2004-2016 年中国自动化市场规模及变化趋势



资料来源: 中国工控网、招商证券

图 12: 中国自动化市场产品格局变化



资料来源: 中国工控网、招商证券

2016 年上半年以来自动化产品的下降趋势趋缓, 伺服等产品出现正增长。经历 2015 年超过 8% 的市场下滑, 中国自动化市场在 2016 年三季度下降幅度降至 5.7%。PLC、变频器第三季度的下降幅度都减半, HMI 和伺服产品 (通用运动控制) 在三季度由于下游 3C 电子、锂电池行业的高速发展, 都出现高增长。

2.2 多种因素为工业自动化发展带来机遇

人口老龄化及人工成本的持续上涨。随着我国人口结构老龄化、物价水平的上涨及个人意识的增强, 制造业城镇员工年平均工资从 2003 年的 12,671 元上涨至 2014 年的 51,369 元, 年均增长 27.76%。自动化产业可减少人工成本、提高生产效率和产品品质。据国际机器人联合会 (IFR) 统计, 2015 年世界工业机器人密度 (即每万名制造业工人拥有的机器人数量) 平均值为 69。国内如中联重科、长城汽车都开始采购焊接机器人以替代价格不菲的焊接工人。虽然目前我国机器人密度仅为 49, 远低于主要工业化国家, 但工信部已经规划到 2020 年使我国工业机器人密度达到 100 以上。

节能减排的硬约束。我国过去的发展付出了巨大的资源和环境代价，我国已经提出“十三五”期间将继续推进节能减排，到 2020 年单位 GDP 碳排放要比 2005 年下降 40%~45% 的国际承诺低碳目标。工业节能市场涉及的产品包括高低压变频器、伺服、传感器、控制阀、可编程控制器、高效节能电机等，其中涉及电气设备节能市场比例约 28% 左右，每年带动 200-300 亿的市场。

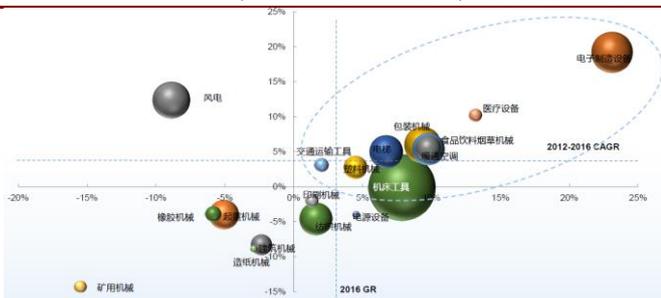
「中国制造 2025」对自动化行业的推进。目前我国正极力推进工业转型升级，2015 年国务院印发《中国制造 2025》，提出要“推进信息化与工业化深度融合，加快发展智能制造装备和产品。”、“突破新型传感器、智能测量仪表、工业控制系统、伺服电机及驱动器和减速器等智能核心装置，推进工程化和产业化”、“突破机器人本体、减速器、伺服电机、控制器、传感器与驱动器等关键零部件及系统集成设计制造等技术瓶颈”，将“中国制造”转变为“中国智造”。

2.3 下游需求复苏，OEM 市场领先增长

自动化下游根据行业呈分化趋势。自动化产品的下游主要包括 OEM 客户及项目型客户。OEM 市场对应配套型设备生产商，产品及数量需求相对稳定持续，对应行业包括纺织、食品机械、电梯、包装设备等；项目型市场一般与固定资产投资相关，单体金额大，需求波动性也较大。对应行业包括：冶金、化工、电力油气等。

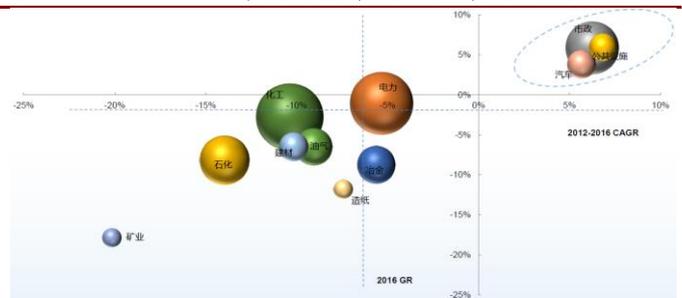
下游行业涉及到工业领域的众多行业，预期随着国内经济总量仍将维持较快增速，下游行业投资规模的增长会带动通用工业自动化产品需求量的提高；此外，这些行业出于降低能耗、提高工艺水平的内在需求，也将不断加大设备配套、节能改造和工艺技术改造的投入，进而带动可编程控制器、伺服系统、智能装备市场需求的增长。

图 13：2012-2016 年 OEM 行业细分市场规模及增速



资料来源：中国工控网、招商证券

图 14：2012-2016 年项目型市场细分市场规模及增速

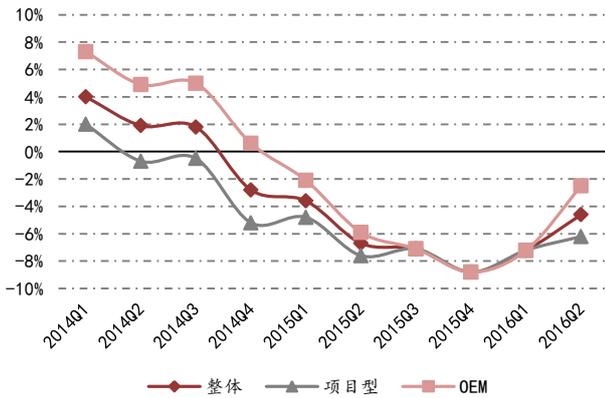


资料来源：中国工控网、招商证券

下游市场需求回升，OEM 市场好转。2016 年上半年自动化用户采购总额为 457.5 亿，同比萎缩 5.7%，API（自动化用户采购指数）同比降幅减少，需求小幅上涨。2016 年一季度起，OEM 市场与项目型市场的 API 同比虽然依旧下降，但下降幅度有所减小。OEM 市场用户采购额规模为 211.5 亿元，同比萎缩 4.5%；项目型市场用户采购规模为 246 亿元，同比萎缩 6.6%，萎缩幅度大于 OEM 市场。二季度自动化市场下游需求整体“暂时回暖”。

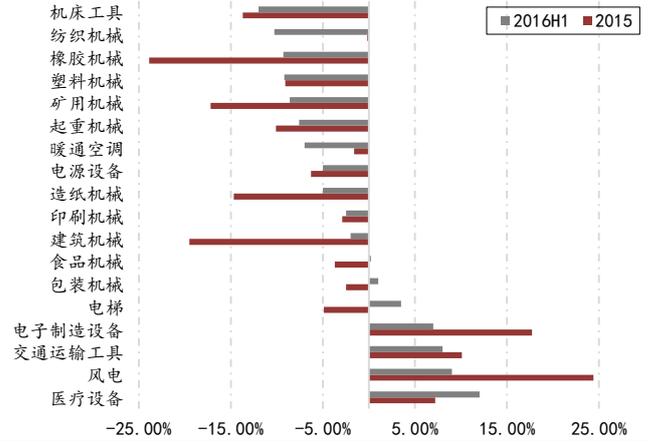
从下游主要应用行业来看，2016 年上半年包括机床工具、橡胶机械、矿用机械、以及起重机械在内的多数 OEM 行业需求仍然较差，但市场规模降幅已然有所改善，包装机械以及电梯行业的自动化市场规模同比转为上升，OEM 自动化市场规模整体好转。

图 15: API (自动化用户采购指数) 同比走势



资料来源: 中国工控网、招商证券

图 16: 中国 OEM 行业自动化市场规模同比变化趋势



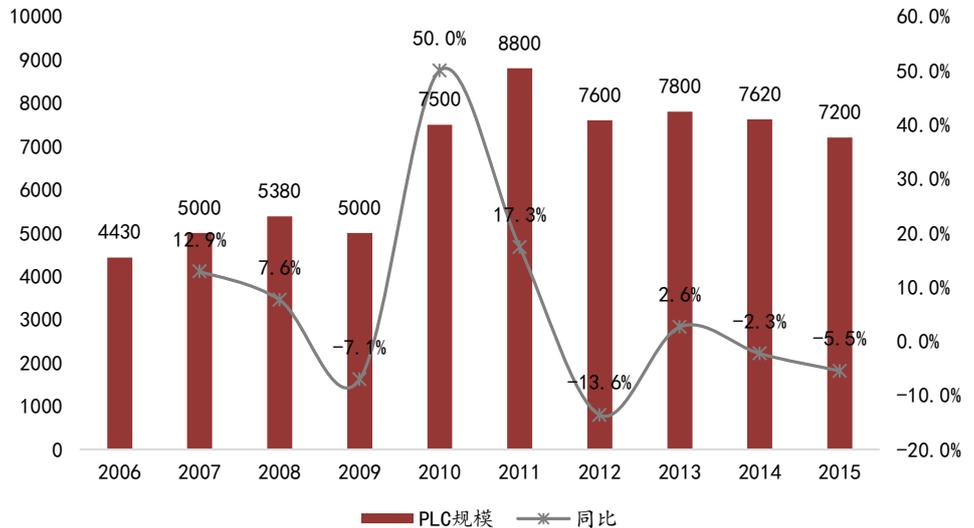
资料来源: 中国工控网、招商证券

三、上市刺激市占率持续上升, 存量客户提供盈利空间

3.1 核心竞争力增强, 小型 PLC 市占率上升空间大

可编程控制器(PLC)是一种专用于工业控制的计算机,是智能控制系统最核心的部件,自产生以来产量、用量与销量均居各种工业控制装置榜首。受我国宏观经济放缓的影响,2014 与 2015 年 PLC 市场规模均下滑,2016 年 PLC 产品有小幅增长,其中小型 PLC 受益于下游 OEM 客户,增幅较大。

图 17: 中国可编程控制器市场规模 (含 DIO, 单位: 百万元) 及增长率



资料来源: 中国工控网、招商证券

行业以输入输出 (I/O) 点数大小将 PLC 分为大、中、小型 PLC。PLC 的应用行业主要分为项目型市场和 OEM 市场。2015 年国内 57.16% 的 PLC 销售额来自 OEM 市场,其中 94.18% 的小型 PLC 来自 OEM 市场。

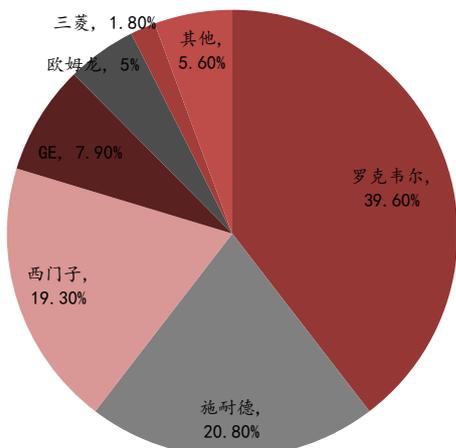
表 3: 2015 年我国 PLC (不含 DIO) 市场结构 (单位: 百万元)

可编程控制器	OEM 市场	占比	项目型市场	占比
小型	2,656.00	94.18%	164	5.82%
中型	662.7	31.11%	1,467.30	68.89%
大型	88.3	8.74%	921.7	91.26%
合计	3,407.00	57.16%	2,553.00	42.84%

资料来源: 中国工控网、招商证券

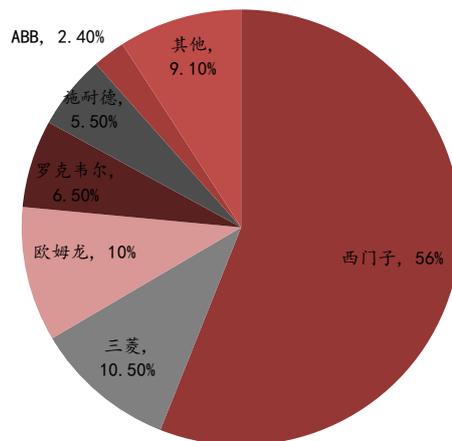
信捷电气以研发、生产和销售 PLC 起步, 其主要产品是小型 PLC。大中型 PLC 市场(含 DIO) 集中度非常高, 基本被欧美品牌垄断, 日系品牌在中型市场有一定份额。

图 18: 中国 2015 大型 PLC 市场份额



资料来源: 中国工控网、招商证券

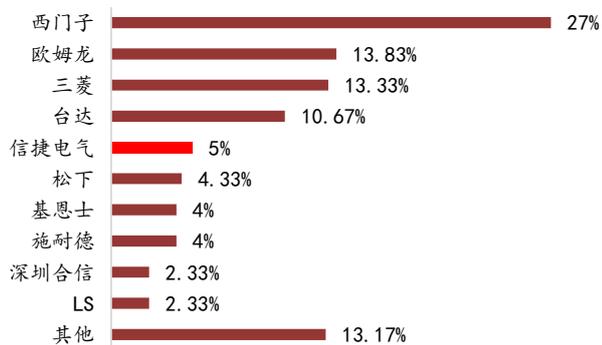
图 19: 中国 2015 中型 PLC 市场份额



资料来源: 中国工控网、招商证券

小型 PLC 产品以经销模式为主、注重性价比, 市场份额总体来说比较分散, 占有领先地位的企业是西门子、三菱、欧姆龙和台达, 信捷电气排名第五, 为市场份额排名第一的内资企业。2013 到 2015 年公司小型 PLC 市场份额分别为 3.87%、4.6%和 5%, 呈逐年上升趋势。

图 20: 中国小型 PLC 市场份额



资料来源: 中国工控网、招商证券

图 21: 2015 年中国小型 PLC 在 OEM 市场的份额

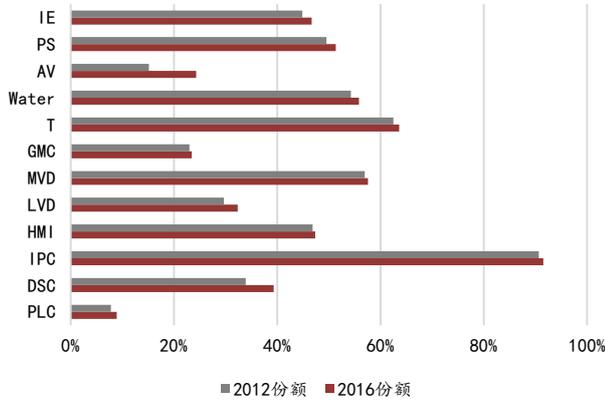


资料来源: 中国工控网、招商证券

本土品牌国产化替代市占率提升, 公司小型 PLC 市场份额有望升至前三, 增速超过 30%。PLC 产品有较高技术和市场壁垒, 公司在 PLC 产品领域已发展十几年, 是国产小型 PLC 领域产品线最丰富的的厂家之一, 有扎实的技术基础与忠实的客户群。小型 PLC 在 OEM 市场子行业的市场规模较为分散, 随着中国装备制造业的发展与技术进步, 本土企业的研发和推出定制化产品的速度优于外资企业, 市场份额逐渐上升, 假设行业前三为国产

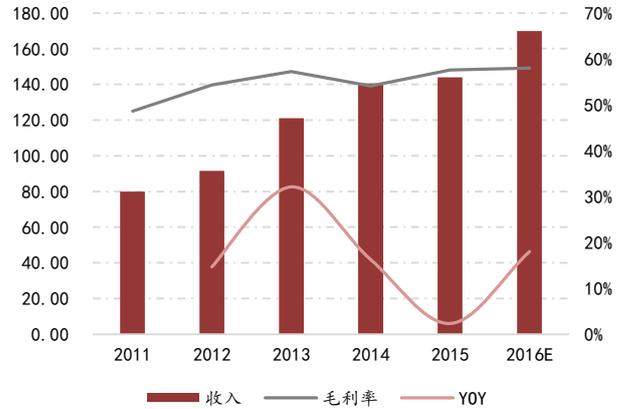
品牌的市场份额上限，则信捷电气未来几年小型 PLC 市场份额有望替代外资品牌上升至 13%，未来收入增速将超过 20%。

图 22: 自动化产品本土品牌市场份额变化



资料来源：中国工控网、招商证券

图 23: 信捷电气小型 PLC 收入情况 (单位: 百万)



资料来源：中国工控网、招商证券

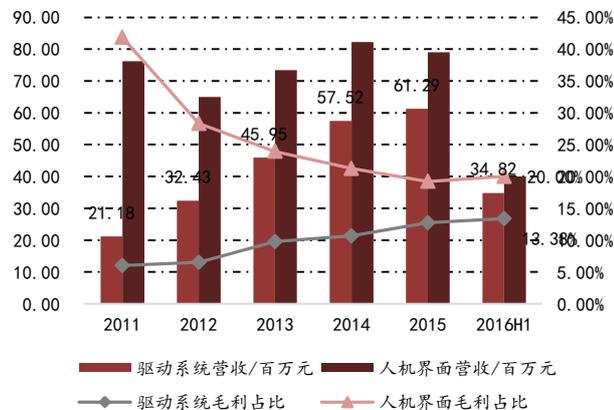
公司欲推出中型 PLC，提升品牌知名度、增强技术实力。目前由于国外品牌在大、中型 PLC 产品市场占有超过 90% 的市场份额，内资企业想要突破壁垒取得一席之地将会有很大难度。但公司可以借中型 PLC 的推出进一步提升品牌影响力，增强技术实力。

3.2 深厚客户积累将为配套产品扩大市场，增加销量

公司除核心产品 PLC 外，2016 年上半年伺服系统与人机界面分别占公司营收的 22% 和 25%，也是公司近年来大力发展的主要产品。

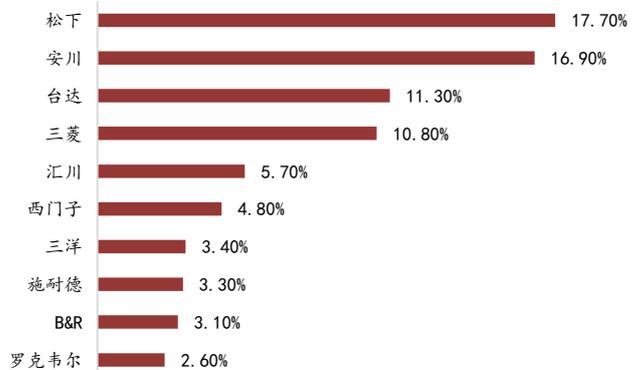
伺服系统是一种运动控制部件，主要是完成 PLC 下达的命令。2015 年伺服系统市场规模为 61 亿元，同比下滑 2.4%，中国工控网预计 2016 年伺服市场规模有 0.8% 的小幅增长。由于伺服产品的运动控制特性，目前主要用于 OEM 行业，其中机床 (29.5%)、纺织机械 (10.7%)、包装机械 (9%) 等传统行业仍然是伺服的主要市场，另外快速发展的电子设备制造行业 (15.9%) 近年对伺服产品的应用也趋于成熟。

图 24: 驱动系统与人机界面营收及毛利情况



资料来源：Wind、招商证券

图 25: 2015 年中国伺服系统 Top10 (销售额排名)



资料来源：中国工控网、招商证券

长期以来国外品牌一直占据着伺服系统的绝大部分市场份额，2015 年部分本土厂商通过多年技术积累与良好的性价比，市场认可度提升，本土品牌市场份额达到 28.4%。公

司预计 2017 上半年推出第三代高性能高端伺服。

人机界面是连接 PLC 等工业控制设备以便实现人与机器信息交互的数字设备，主要分为文本显示器、触摸屏、平板电脑三类。人机界面市场竞争激烈，人机界面市场中高端需求增多，文本显示器市场明显出现萎缩，触摸屏市场继续增长，但低端产品价格竞争激烈，平板电脑市场未来将增加；2015 年全国人机界面市场规模为 22.3 亿元，同比下滑 4.3%。

人机界面的应用行业基本与小型 PLC 一致。人机界面的三大类产品中，文本显示器使用较少，2015 年市场份额为 1.3%；而绝大多数机械设备都采用触摸屏作为人机交互设备，2015 年份额为 81.6%；少数高端复杂的设备采用平板电脑控制，2015 年份额为 17.0%。

人机界面由欧美、日本、台湾、大陆供应商共同参与市场竞争。2014 年人机界面市场 TOP10 品牌集中度进一步提高，由 75.0% 上升至 76.6%，前三名分别为西门子、Weinview（威纶）和 Pro-face，市场份额合计达 39.5%，提升 8.8 个百分点。西门子、信捷电气市场份额有所上升。尽管竞争加剧，由于 OEM 厂商和最终用户更青睐一站式服务，使得西门子、三菱、台达、信捷电气等既销售产品、又能提供行业整体解决的企业综合竞争力得到进一步体现。

表 4：信捷电气客户结构（单位：万元）

合作年限	2016H1		2015		2014		2013	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
1-2 年	546.89	3.45%	647.76	2.14%	-	0.00%	-	0.00%
2-3 年	789.43	4.99%	892.15	2.95%	467.16	1.59%	-	0.00%
3-5 年	1,826.70	11.54%	3,804.28	12.57%	4,152.28	14.12%	2,102.67	8.49%
5 年以上	7,649.78	48.32%	14,966.80	49.46%	14,890.37	50.63%	13,140.28	53.04%
总计	10,812.80	68.30%	20,310.99	67.13%	19,509.81	66.33%	15,242.95	61.53%

资料来源：招股说明书、招商证券

经销为主、直销为辅的模式利于借助小型 PLC 带动其他产品销售。信捷电气在过去十几年的发展中累积了忠实的客户群体，来自合作 5 年以上的经销商收入接近 50%。如果伺服系统在小型 PLC 产品客户中的渗透率为 30%，则公司伺服产品的销售额将达到 11673 万元，比现在翻两番。公司 IPO 募集资金部分将用于运动型 PLC、高端伺服系统生产线建设项目。项目建成后将形成年产 1.7 万台运动型可编程控制器、6.5 万台高端伺服系统的生产规模。

3.3 配合国家政策，实现智能装置产业化

根据《高端装备制造业“十二五”规划》中提出的发展目标，到 2020 年，建立完善的智能制造装备产业体系，产业销售收入超过 30,000 亿元、年均增长率超过 25%，将高端装备制造业培育成为国民经济的支柱产业。

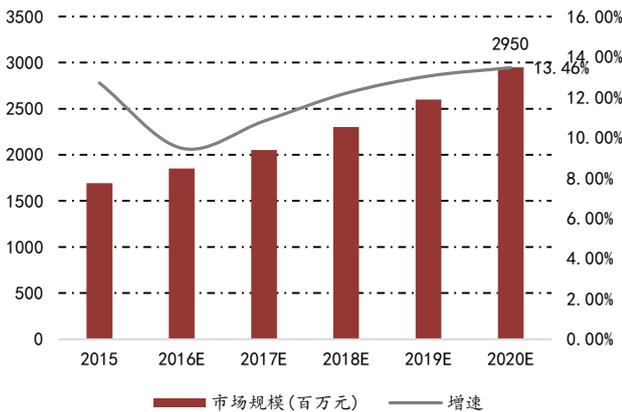
智能制造装备涵盖工业控制中感知、决策、执行环节的各类智能装备，典型的如基于机器视觉的智能装置或装备、工业机器人。机器视觉（Machine Vision，简称 MV）是通过光学的装置和非接触的传感器自动地接收和处理一个真实物体的图像，以获得所需信息或用于控制机器运动的装置、广泛应用于工业控制领域。

机器视觉产品应用行业集中度较高，且主要应用行业的市场需求都有增长，我们预计未

来五年内市场规模增速不低于 10%。2015 年电子制造行业以 49.7% 的市场份额占整体市场的一半，电子制造、汽车、制药、食品与包装机械、印刷机械五大应用行业的市场份额达 74.0%，市场集中度持续提升。随着各行业智能化程度的加深，我们预计机器视觉在 2020 年将达到 30 亿元左右的市场规模。

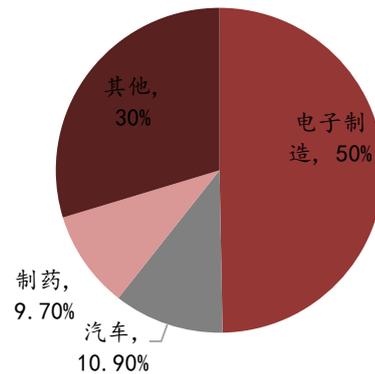
信捷电气作为工业自动化公司，从事机器视觉核心部件的开发与视觉解决方案的提供，公司的视觉产品和视觉系统已经在纺织机械、机床行业等领域成功应用。公司智能装置收入 2016 年上半年达到 6%，毛利率将近 60%。

图 26: 驱动系统与人机界面营收及毛利情况



资料来源：中国工控网、招商证券

图 27: 机器视觉应用领域分布



资料来源：中国工控网、招商证券

工业机器人是指面向工业领域，具有多关节机械手或多自由度的机器人。工业机器人在汽车、电子两个行业应用占比约 70%，未来随着这两个行业的进一步发展，工业机器人的市场规模将进一步上升。与此同时我国工业机器人市场规模也在不断增长目前我国工业机器人密度为 49，低于全球平均水平 69，2015 年我国新装工业机器人约 68556 台，比上年增长 20.07%，居世界第一。随着我国工业化进程的加快，工业机器人市场规模将有很大的增长空间。

公司计划投资 1.28 亿元，建成年产 3000 套智能机器视觉装备及其他智能控制系统或装置产品的生产线。新产线规划期 2 年，预计今年将开始逐步达产，建成后将极大提升公司智能装置产能，通过规模化生产降低制造成本，提高产品的可靠性。我们预计随着募投项目落地，公司智能装置将实现快速增长。

图 28: 全球机器人销量及预测

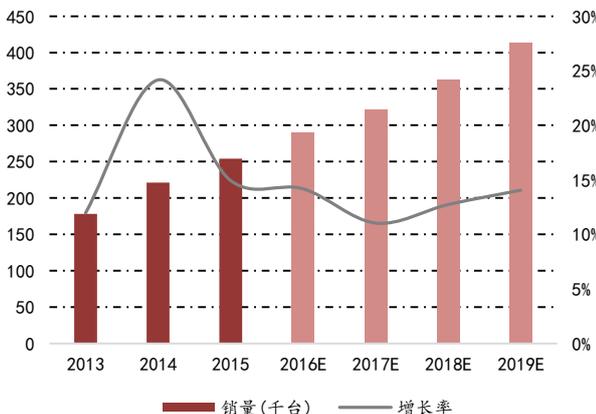
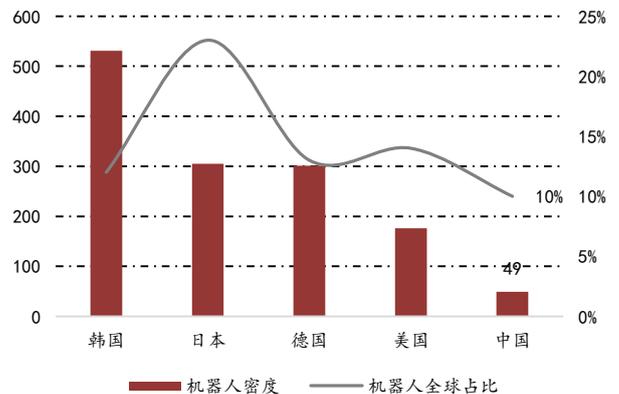


图 29: 中国机器人全球占比及密度



资料来源：IFR、招商证券

资料来源：IFR、招商证券

目前公司以建立“可编程控制器+人机界面+伺服、变频等运动控制部件+机器视觉等检测部件+机械臂”完整的产品线为主要战略方向，未来将进一步实现智能装备产业化，为客户提供“整体工控自动化解决方案”；而公司 IPO 募得资金 1.28 亿元将投入建成年产 3000 套智能机器视觉装备及其他智能控制系统或装置产品的生产线。该项目建成后将通过规模化生产降低制造成本，增加公司智能装置装配能力，实现战略布局，预计智能装置收入增速将达到 50% 以上。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	259	309	1063	1146	1290
现金	96	141	875	916	977
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	40	45	52	69	94
应收款项	45	54	56	55	75
其它应收款	1	1	1	1	2
存货	74	67	76	100	137
其他	3	2	3	3	5
非流动资产	75	93	243	326	406
长期股权投资	0	0	61	61	61
固定资产	30	50	140	227	309
无形资产	31	30	27	25	22
其他	14	12	15	14	14
资产总计	334	402	1306	1472	1696
流动负债	63	64	76	93	117
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	47	40	45	60	82
预收账款	3	5	6	8	10
其他	13	19	25	25	25
长期负债	7	9	24	42	62
长期借款	0	0	15	33	53
其他	7	9	9	9	9
负债合计	69	73	100	135	180
股本	75	75	100	100	100
资本公积金	27	27	784	784	784
留存收益	162	226	320	452	631
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	265	329	1205	1337	1516
负债及权益合计	334	402	1306	1472	1696

现金流量表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	59	76	91	109	129
净利润	76	81	101	141	191
折旧摊销	4	4	11	16	21
财务费用	0	0	(12)	(21)	(21)
投资收益	(0)	(1)	(1)	(2)	(3)
营运资金变动	(16)	(4)	(8)	(25)	(58)
其它	(5)	(5)	0	0	0
投资活动现金流	(9)	(18)	(161)	(100)	(100)
资本支出	(9)	(18)	(100)	(100)	(100)
其他投资	0	1	(61)	(0)	(0)
筹资活动现金流	(17)	(13)	803	32	32
借款变动	(10)	(11)	15	18	20
普通股增加	0	0	25	0	0
资本公积增加	(0)	(0)	757	0	0
股利分配	(7)	(7)	(7)	(9)	(12)
其他	1	4	13	23	24
现金净增加额	34	45	734	41	61

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	294	303	355	468	636
营业成本	172	167	190	251	343
营业税金及附加	3	3	3	5	6
营业费用	15	17	27	35	48
管理费用	32	33	52	68	92
财务费用	(0)	(1)	(12)	(21)	(21)
资产减值损失	4	7	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	2	3
营业利润	69	78	97	133	171
营业外收入	19	17	20	30	50
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	88	94	117	162	220
所得税	12	13	16	22	29
净利润	76	81	101	141	191
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	76	81	101	141	191
EPS (元)	1.00	1.08	1.01	1.40	1.90

主要财务比率

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
年成长率					
营业收入	19%	3%	17%	32%	36%
营业利润	7%	12%	25%	37%	29%
净利润	21%	7%	25%	39%	36%
获利能力					
毛利率	41.4%	44.8%	46.6%	46.4%	46.0%
净利率	25.7%	26.9%	28.5%	30.1%	30.0%
ROE	28.6%	24.7%	8.4%	10.5%	12.6%
ROIC	22.3%	20.2%	6.0%	7.0%	8.2%
偿债能力					
资产负债率	20.7%	18.2%	7.7%	9.2%	10.6%
净负债比率	0.1%	0.0%	1.1%	2.2%	3.1%
流动比率	4.1	4.8	13.9	12.4	11.0
速动比率	2.9	3.8	13.0	11.3	9.8
营运能力					
资产周转率	0.9	0.8	0.3	0.3	0.4
存货周转率	2.2	2.4	2.7	2.8	2.9
应收帐款周转率	7.0	6.1	6.5	8.4	9.8
应付帐款周转率	4.0	3.9	4.5	4.8	4.8
每股资料 (元)					
每股收益	1.00	1.08	1.01	1.40	1.90
每股经营现金	0.79	1.01	0.91	1.09	1.29
每股净资产	3.51	4.37	12.00	13.32	15.10
每股股利	0.09	0.09	0.09	0.12	0.16
估值比率					
PE	61.4	57.1	61.1	44.0	32.4
PB	17.6	14.1	5.1	4.6	4.1
EV/EBITDA	18.2	15.6	13.6	10.2	7.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

胡毅：曾就职于力神、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究储能与新能源电池产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，研究新能源发电产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。