

审慎推荐-A (首次)

克来机电 603960.SH

当前股价: 42.76 元

2017年07月13日

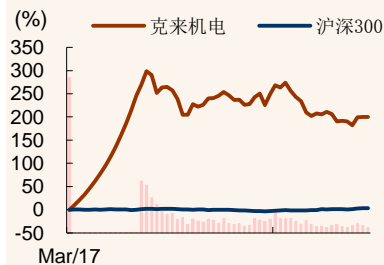
柔性自动化“新贵”，订单充沛业绩将释放

基础数据

上证综指	3211
总股本(万股)	8000
已上市流通股(万股)	2000
总市值(亿元)	34
流通市值(亿元)	8
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	10.5
资产负债率	27.1%
主要股东	谈士力
主要股东持股比例	23.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-13	332	332
相对表现	-19	329	319



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

诸凯

zhukai@cmschina.com.cn

克来机电专注于汽车电子装配、检测线柔性自动化装备的开发制造，深度绑定业内顶级客户博世。我们预测克来机电 2017 年收入 3 亿元，净利润 6700 万元，对应 PE 51 倍，虽然估值较高，但公司具备核心技术和客户资源，未来几年均将保持较高增速增长。首次覆盖，给予“审慎推荐-A”投资评级。

- **柔性自动化“新贵”，深度绑定博世等顶级客户。**克来机电是国内柔性装备领域的佼佼者，在汽车电子柔性装配领域拥有很高的知名度，深度绑定博世等世界顶级客户。一季度公司业绩快速增长，实现营业收入 5337 万元，同比增长 149.45%；归母净利润 1248 万，同比增长 151.24%。
- **汽车行业柔性装配大有前景，国产化率将大幅提高。**公司 90% 的收入来自于汽车电子装配线及检测线，目前汽车行设备投资仍在中速增长，且国产化率极低，随着国内柔性装备业的发展进步，我国在汽车领域的柔性自动化装备占比有望从现在的 15%，提高到 60%，大量的优质国产装备将替代国外装备。
- **夯实汽车电子领域，将适时拓展其他下游。**公司在汽车电子装配线领域有非常强的实力，行业地位巩固。然而，柔性装备线的应用不仅仅局限于汽车行业，公司目前正在着力开发 3C 自动化、食品包装、医药自动化等多个行业，且接洽客户均是业内顶级品牌，目前已经为“美心月饼”等制品成功提供包装生产柔性装备。
- **订单充沛，产能将进一步提升。**公司 2016 年收入 1.92 亿元，净利润 3900 万元，虽然营收规模较小，但目前在手订单非常充沛，预计超 4 亿元，产能处于非常紧张的状态。随着公司新厂房的投产，业绩有望大幅释放。
- **业绩预测及投资建议。**我们预测，未来将继续在汽车电子柔性自动化领域深耕，受益于柔性装备国产化率提升，公司有望迎来业绩爆发期。我们预测克来机电 2017 年收入 3 亿元，净利润 6700 万元，对应 PE 51 倍，虽然估值较高，但公司具备核心技术和客户资源，未来几年均将保持较高增速增长。首次覆盖，给予“审慎推荐-A”投资评级。

□ **风险因素：客户较为集中，汽车行业投资国产化率提升速度低于预期。**

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	155	192	300	447	649
同比增长	28%	24%	56%	49%	45%
营业利润(百万元)	35	39	68	127	171
同比增长	17%	13%	72%	87%	35%
净利润(百万元)	31	36	67	115	153
同比增长	8%	17%	88%	71%	32%
每股收益(元)	0.51	0.60	0.84	1.44	1.91
PE	84.3	71.8	51.0	29.8	22.5
PB	13.0	11.0	7.5	6.2	5.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、柔性装备大有发展，深度绑定顶级客户	4
1、公司历史沿革	4
2、专注柔性装备，获高端下游青睐	5
3、学者当家，技术有保障	5
二、柔性自动化装备行业概况	6
1、下游汽车行业投资企稳，公司订单有保障	6
2、柔性自动化装备行业上升趋势明显，未来可期	9
3、行业格局	11
(1) 柔性自动化装备和工业机器人行业格局	11
(2) 下游汽车电子行业格局	14
三、柔化装备新龙头，进一步拓展下游	15
1、专注汽车电子，主营业务突出	15
2、盈利能力傲视国内，在手订单高达 4 亿	16
四、业绩预测与建议	21
五、风险因素	22

图表目录

图 1：上海克来机电正门	4
图 2：公司大事件	4
图 3：新能源汽车自动装配生产线	5
图 4：点火线圈测试生产线	5
图 5：公司股权结构图	6
图 6：中国 2010-2017 年汽车销量及同比增速	7
图 7：中国汽车工业月度固定资产投资（亿元）	7
图 8：新能源汽车当月销量与环比增速	8
图 9：柔性自动化装备分类	9
图 10：排名前六的汽车电子供应商 2016 年营收（亿美元）	10
图 11：机械制造业周期图	10
图 12：行业增长驱动力分解图	11

图 13: 国内市场份额划分.....	12
图 14: 国内市场国外企业市占率 (以 85%为基数)	12
图 15: 国内市场份额划分.....	12
图 16: 国内市场我国企业市占率 (以 15%为基数)	12
图 17: 我国自动化装备产业链	13
图 18: 国内主要竞争对手毛利率.....	13
图 19: 全球汽车电子主要企业营收 (亿美元)	14
图 20: 全球汽车电子行市占率	15
图 21: 2016 年营收分行业占比.....	15
图 22: 2014 年营收分行业占比.....	15
图 23: 2016 年公司营收分产品占比	16
图 24: 营业收入及增长率.....	16
图 25: 归母净利润及增长率.....	17
图 26: 主要竞争对手毛利率.....	17
图 27: 克来机电净利率和毛利率.....	18
图 28: 克来机电分产品毛利率	18
图 29: 公司及主要竞争对手的 ROE.....	18
图 30: 公司及主要竞争对手流动比率	19
图 31: 2016 年前五名大客户营收占比.....	19
图 32: 2015 年前五名大客户营收占比.....	19
图 33: 各国机器人每万人密度(台)	20
图 34: 公司及主要对手研发占营业收入比	21
表 1、销售收入结构预测.....	22
附: 财务预测表	23

一、柔性装备大有发展，深度绑定顶级客户

1、公司历史沿革

国内汽车电子龙头，深度绑定大客户。克来机电是国内柔性自动化装备领域的龙头，致力于汽车电子装配线、检测线、工业机器人系统集成的研发、制造，是世界最大的汽车电子供应商德国博世的的核心供应商之一。公司位于上海市宝山区，前身是于2003年成立的克来机电有限公司，其中陈久康和谈士力各出资50%，另有十多名上海大学教师参与日常经营。克来有限在经历3次增资后，于2013年变更为股份有限公司。2017年3月，公司在上海证券交易所主板成功上市。

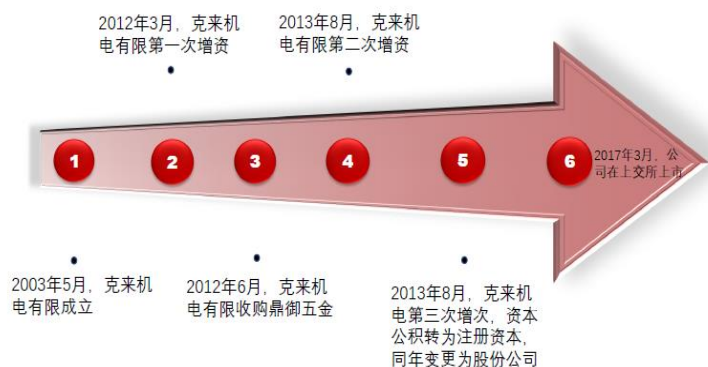
收购鼎御五金扩大产能。2012年6月公司成功收购鼎御（上海）五金塑料有限公司，缓解了公司因为业务量快速增加导致的原厂区产能不足的问题。由于鼎御五金原有厂房和生产设备与公司需求拟合度高，在收购完成后，公司获得了较大协同效应，使公司短期产能迅速提升，为公司发展奠定了基础。

图 1：上海克来机电厂房



资料来源：克来机电官网官网、招商证券

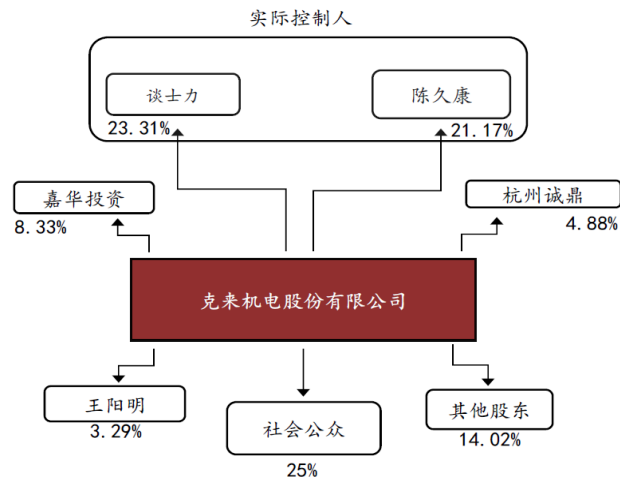
图 2：公司大事件



资料来源：招股说明书、招商证券

克来罗锦、克来鼎罗的董事长兼总经理。而机电工程与自动化教授出身的陈久康任公司副董事长。公司股权结构稳定。

图 5：公司股权结构图



资料来源：wind、招商证券

教授当家，保障核心竞争力。公司的核心决策层均是顶尖学者出身，其中谈士力为上海大学机电工程设计院院长，陈久康教授更是国家科技进步二等奖获得者、国家特殊津贴享受者。非标柔性自动化装备一直是汽车电子领域的皇冠，对企业的技术能力、应急响应能力有着很高的要求。学者出身的实际控制人有更多的内外资源进行技术攻关，有助于企业掌握核心竞争力。

管理经验丰富，精准把握企业未来方向。经过多年行业的历练，管理层积累了丰富的企业管理经验，能够精准把握企业未来方向，例如：公司收购鼎御五金为其未来发展打下了坚实基础，在公司还属于中小企业时，便着手扩充产能，跳出了系统集成公司不能做大的行业怪圈。在未来 2-3 年内，公司订单充沛，进一步提升产能、扩产销售人员、丰富客户群体是公司的当务之急。公司已经意识到并开始着手解决这些问题，这也是公司上市的重要原因，体现了现有管理团队对公司和行业敏锐的洞察力。

奖励创新，重视研发。克来机电作为一个研发立足的公司，其研发人员占比高达 55%，为了鼓励技术人员更好的投入工作，公司有一套较为完善的研发激励机制。克来机电通过项目进度、项目技术水平、创新程度三个维度评价员工，并与工资奖金挂钩；对于新产品、新项目的研发，公司给予一次性大额奖励。这无疑激发了技术人员的工作热情，减少了人员流动性，增加了公司稳定性。

二、柔性自动化装备行业概况

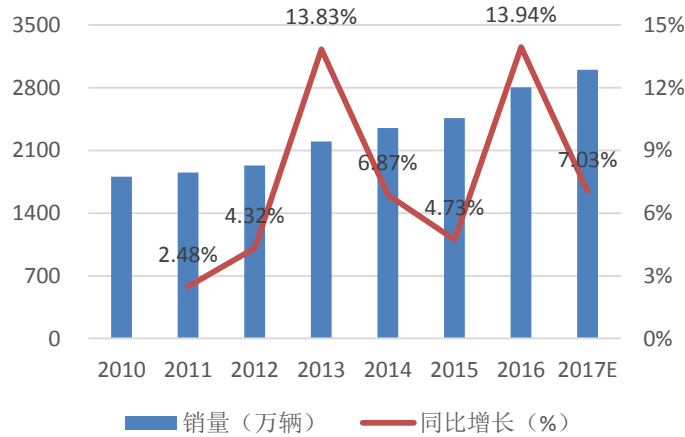
1、下游汽车行业投资企稳，公司订单有保障

公司下游行业主要是汽车行业。凭借着精度和效率的优势，越来越多的柔性自动化装备开始取代人工为汽车生产核心零部件。因此，近年来，柔性自动化装备行业始终处于一个大发展的阶段，我国作为世界上最大的汽车产销国，对柔性装备有着巨大的需求。

汽车行业增速增长，行业稳中向好。汽车行业是我国的支柱型产业，2009 年以来我国的汽车销量一直稳居世界第一。据中国汽车工业协会数据，截止 2017 年 3 月，我国汽

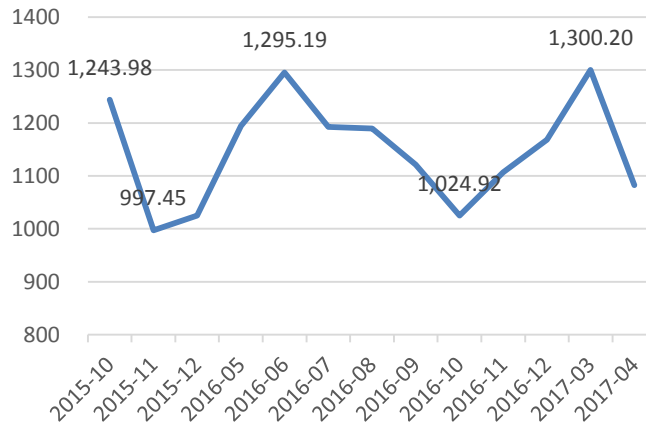
车整车进口同比增长 9.63%；出口同比增长 21.21%。而今年 1-5 月，我国汽车销量约 1100 万辆，同比小幅增长 3.9%。预计全年销量约 3000 万台，同比中速增长 7%。得益于购置税政策，汽车工业固定资产投资在 2016 年末有大幅增加，同年汽车销量有一次集中释放，这种影响持续到 2017 年一季度，2017 年 4 月行业固定资产投资有一定下降，这主要是购置税政策效应提前释放。但我们预计政策影响还将持续 1-2 年，2017 年达到 7.03% 的中速增长不难。

图 6：中国 2010-2017 年汽车销量及同比增速



资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

图 7：中国汽车工业月度固定资产投资（亿元）



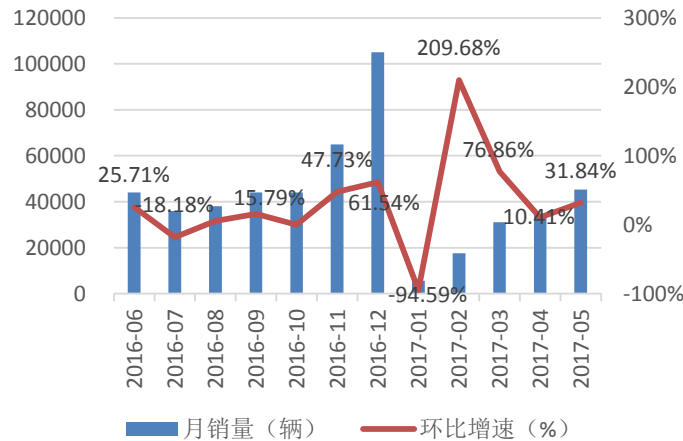
资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

人口红利消失，柔性装备应用密度不断扩大。由于我国人口红利的消失，劳动力成本不断增加，越来越多的企业开始考虑引进智能装备以替代现有的劳动密集型工厂，同时柔性自动化装备和工业机器人的成本不断降低，使得这一诉求变为可能。据 IFR 的数据，2014 年有 9.89 万台工业机器人销往汽车制造领域，同比增长 43%；有 4.84 万台工业机器人销往电子行业，同比增长 34%。未来这一趋势不会衰退，下游智能装备的密度会持续高速扩大。

新能源汽车增长明显，配套柔化装备大有可为。过去两年，国内迎来了新能源汽车的爆发式增长时期，据中国汽车工业协会统计，2017 年 5 月，我国新能源汽车销售 45300

台，同比增长 31.83%。在 2016 年末提前释放销量后，新能源汽车销量触底反弹，迎来了持续 5 个月的高增长。此外，与新能源汽车配套的充电桩也在快速增加中，据相关部门制定的政策，我国 2017 年新增充电桩将达到 80 万个。这意味着新能源汽车及其配套的柔化自动化装备将迎来发展新机遇。

图 8：新能源汽车当月销量与环比增速



资料来源：中国汽车工业协会、招商证券

我国汽车保有量低于其他国家，未来上升空间仍然巨大。我国汽车销量自 2009 年以来一直稳居世界第一，占全球总销量 25-30%。但从保有量情况看，我国每千人保有量在 135-145 的水平。纵观全球，美国的千人保有量为 800，韩国为 381，日本为 599，所以我国的汽车保有量水平很低，这意味这中国的汽车市场仍然有相当大的增长空间。未来，我国汽车行业销量还有网继续提升。

汽车电子万亿市场空间可期，优质国产装备将替代进口。汽车的智能性、舒适性已经成为人们购买汽车的重要参考因素。我们估计未来汽车电子占整车成本的比重会远远不止目前的 50%，总体来看，汽车电子领域将呈现高增长的态势。据前瞻数据库预测，目前我国汽车电子规模约为 5000 亿人民币，到 2025 年行业将达到万亿空间。随着我国企业解决的工艺和材料问题，届时，我国在汽车领域的柔性自动化装备占比有望从现在的 15%，提高到 60%，大量的优质国产装备将替代国外装备。

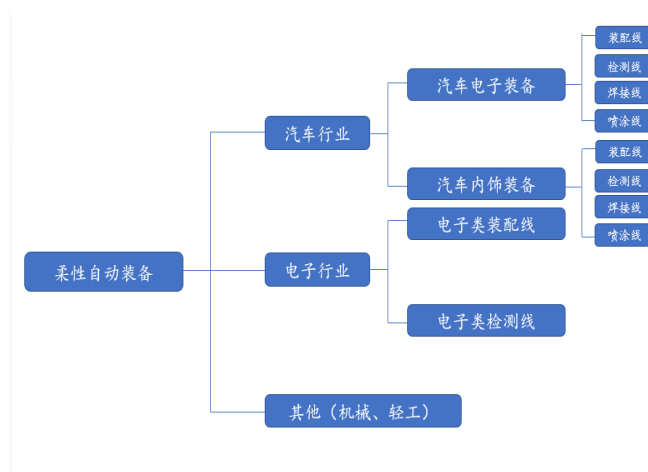
巨头博世加大柔化装备投入，上游企业将获更多订单。德国博世是汽车电子行业的龙头，在细分领域有 6% 的市占率。就目前的情况来看，博世在国内装备的投入量约为 15 亿，并计划在三年内将其产值翻番，这必然带来配套装备的大幅增加。目前国内企业在博世系内的装备占有率仅为 30%，在解决材料和加工工艺问题后，有望达到 70%。考虑到其他的国内外汽车电子供应商，延锋，西门子，法雷奥，德尔福等在柔化装备领域的大力投入。国内装备供应商将迎来订单的大幅增长。

商务部放宽外商在汽车电子装备领域的限制,有利于国内企业技术升级,抢占市场份额。2017年修订的《外商投资产业指导目录》放宽了外资在汽车电子制造和研发方面的限制,这有利于细分龙头企业以合资模式引进国外先进技术,为他们抢占更多市场份额打下基础。

2、柔性自动化装备行业上升趋势明显,未来可期

柔性自动化装备主要应用于电子类行业和汽车行业。柔性自动化装备是一个智能化程度高、自适应能力强的生产系统。按功能分,又可以分为装配线、测试线、焊接线等,每一类下面又可细分出众多子线。每一条子线之间不具有可复制性,因为他们都是针对客户的要求专门定制的。相对于电子类行业,规模效应明显的汽车行业是柔性装备应用最多的领域。它主要包含汽车电子装配线和检测线、汽车内饰装配线和检测线等。

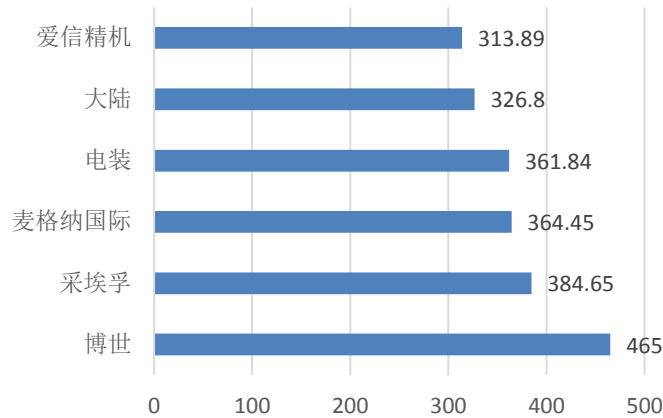
图 9: 柔性自动化装备分类



资料来源:网络资源、招商证券整理

柔化装备市场空间大,国内企业大有可为。汽车电子和汽车内饰约占汽车零部件销售的65%-75%,根据《美国汽车新闻》披露的营收数据,我们估计2016年全球汽车零部件销售额约为53040亿人民币,其中行业巨头德国博世,以3162亿人民币占据约6%的市场份额。根据我们的调研,目前德国博世在国内的装备投入量约为15-20亿人民币,全球范围内有望达到100亿人民币,以博世所占6%的市场份额,我们估计全球汽车行业柔化装备的市场空间应该在1700亿-2000亿左右,而国内汽车行业柔化装备的市场空间应该在500-600亿左右(依据国内汽车销量占世界份额)。如果同时考虑柔化装备在其他行业(如电子类、机械、轻工)的应用,国内整个的市场空间应该不低于1000亿,且还在高速增长中,所以这是一个大市场,目前国内装备受制于技术水平,市占率比较低,约为10-20%,若能逐步提升自己的材料和工艺水平,国内企业应该大有可为。

图 10: 排名前五的汽车电子供应商 2016 年营收 (亿美元)

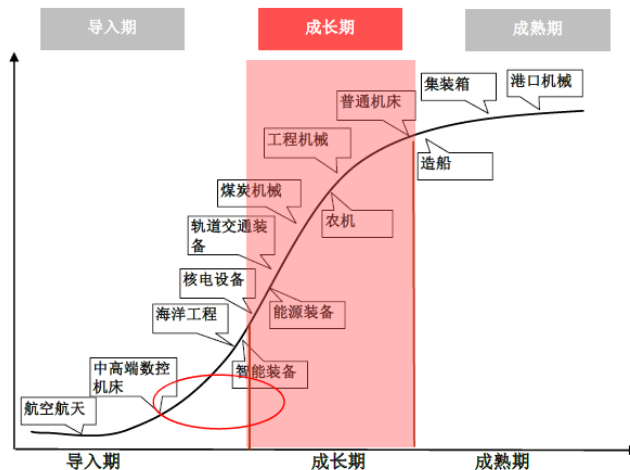


资料来源: 美国汽车新闻、招商证券

劳动密集型产业转移, 中国智造 2025 将大展拳脚。相对于东南亚各国, 中国的人力成本优势已然不存在, 产业升级已成必然, 国家层面上, 中国智造 2025 出台了众多支持自动化装备的政策, 并给予相应补贴。由于行业的进入壁垒高, 现有的企业有限, 公司作为行业里拥有领先技术的代表性企业, 发展前景广阔。随着国内核心零部件和机器人本体技术的突破, 作为下游的柔化自动生产装备, 必然可以降低成本, 迎来一个高速发展期, 并向除汽车、电子以外的行业扩展。届时, 市场空间将得到极大拓展。

工业化普及率提高, 行业即将进入高速成长期。相对于发达国家我国仍然处于工业化水平很低的阶段, 随着人口红利的消失、柔性自动化生产设备使用性价比的提高, 在可预见的未来, 我国工业必然走产业升级的道路, 其中智能装备产业在 3 年内将由导入期后期进入高速成长期。届时将迎来一波爆发式增长。

图 11: 机械制造业周期图



资料来源: 招股说明书、招商证券

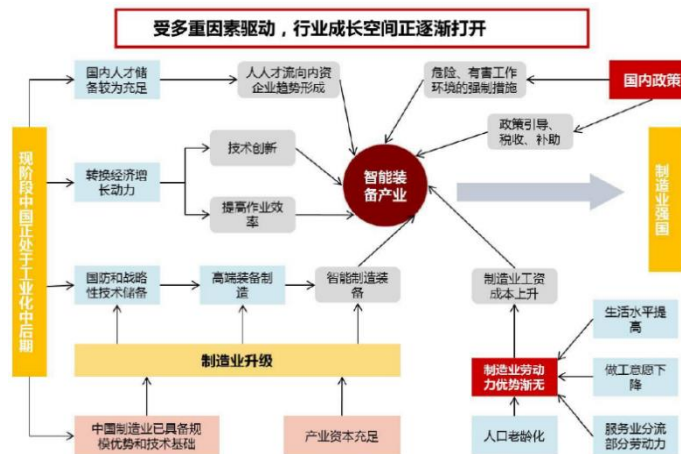
经济发展、产业链条、人口结构是行业发展的核心驱动力。经济增速放缓, 产业升级势在必行, 是行业发展的重要机遇; 人口结构变化, 人力成本上升, 为柔性自动化装备替代人工提供可能; 上中游产业被国外企业垄断, 国内下游企业没有议价能力, 是当前阻

碍行业发展的主要因素，但目前一些国内企业开始向上中游发力，攻克了如控制器在内的一系列难题，初步具有竞争力，假以时日，将解决行业发展的难题。

耕耘柔性自动化领域十余载，初具进口替代能力。克来机电作为一个在汽车电子柔化装备耕耘 10 多年的企业，在国内乃至国外非标自动化装备领域议价争得了一席之地。公司已经和博世、上汽、延锋、法雷奥等一大批国内外知名企业进行了深入绑定。公司更是汽车电子巨头博世在国内的唯一核心供应商。在保障技术水平和售后服务的同时，国内公司具有明显的成本优势和应急响应能力（下游企业看重），具有很强的进口替代能力。未来该领域 80% 以上的市场份额被国外企业占据的问题将不复存在。

联合上汽发力新能源汽车，克来发出国内汽车电子最强音。近期，公司出资 2550 万与上汽旗下的联创电子（上汽汽车电子核心供应商）合资成立克来圣罗自动化设备有限公司，克来机电占比 51%。由于联创电子在新能源汽车领域颇具实力，此举将助力克来机电向新领域迈进。同时有望使公司成为上汽的核心供应商，这无疑将增加公司的产品认可度。

图 12: 行业增长驱动力分解图



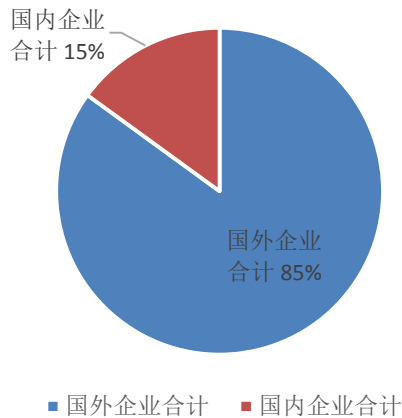
资料来源：招股说明书、招商证券

3、行业格局

(1) 柔性自动化装备和工业机器人行业格局

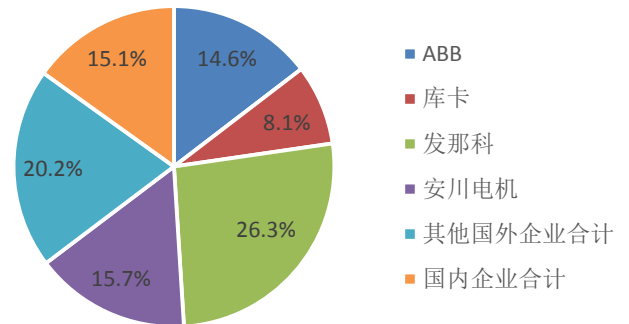
美、日、欧三足鼎立，国内企业可分一杯羹。得益于核心零部件和机器人本体的技术优势，柔性自动化装备和工业机器人长久以来被美、日、欧企业占据。国际主流供应商占据中国市场 65% 的份额，而所有的国外企业占据国内 85% 以上的市场份额。剩余 15% 被国内主要企业，博时股份、克来机电、智云股份、华昌达等占据。随着柔性化自动生产线和工业机器人集成系统行业开始向中国转移。无论是通过和国外企业成立合资公司或者自我研发，国内代表性企业开始逐步提高自己的市场份额。

图 13: 国内市场份额划分



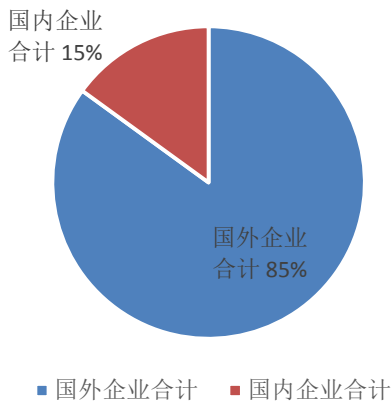
资料来源: 招股说明书、招商证券

图 14: 国内市场国外企业市占率 (以 85%为基数)



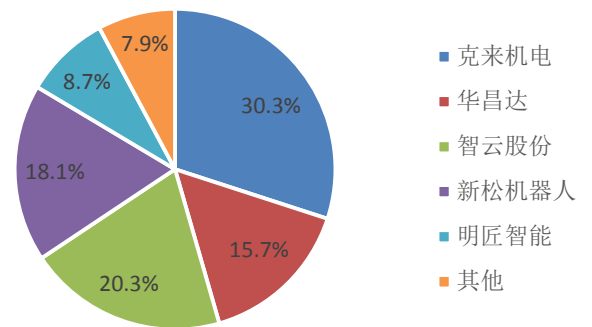
资料来源: 网络资料、招商证券整理

图 15: 国内市场份额划分



资料来源: 招股说明书、招商证券

图 16: 国内市场我国企业市占率 (以 15%为基数)

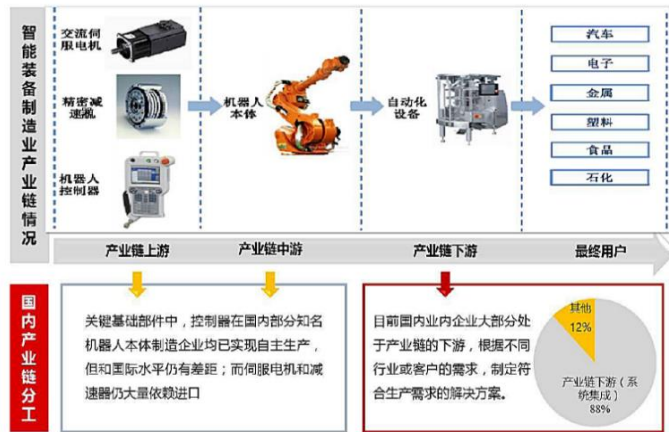


资料来源: 网络资料、招商证券整理

上中游乏力，核心零部件几乎依靠国外进口。 四家主要的国际供应商：ABB、库卡（KUKA）、发那科（FANUC）、安川电机（YASKAWA）占据国内相关产业 65% 的市场份额，所有国外企业累计占有约 85% 的国内份额。国内柔性自动化产业的上游和中游分别是核心零部件和机器人本体。为了生产处质量过硬的产品，关键部件几乎全部依赖进口，议价能力几乎为零，不仅推高了下游柔性产品价格，也不利于国内企业拿出充足的经费搞研发，企业发展陷入恶性循环。

依托工业体系，大力搞研发。 相对于国外企业，我国企业拥有大而全的国家工业体系，加之产学研的体制优势、工程师红利等因素。已经有部分企业，如新松机器人，在核心零部件上有所作为，其产品质量已经接近于国外同类企业，由于柔性自动化装备更新需求比较低，国产新零部件进入市场，并且得到市场认可还需要数年时间，在这段时间内，研发攻关的投入明显大于收入，因此对企业的资金实力有一定要求，一旦产品成熟，将具有很强的进口替代性，届时我国的柔性自动化装备行业也将受益于此。

图 17：我国自动化装备产业链



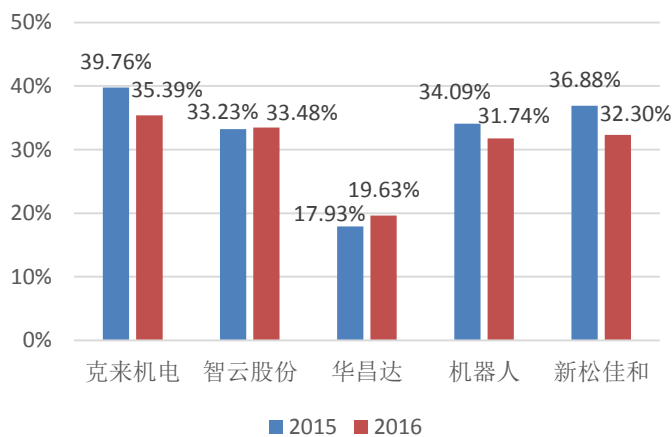
资料来源：招股说明书、招商证券

相对成本优势依然存在。虽然近年来国内人力成本不断增加，但相较于美、日、欧企业，成本优势依然存在。此外行业属于轻资本行业，技术人员占据企业员工的相当比重，相较于国内企业，国外企业工程师人数少、薪酬高，难以以降低成本。而国内企业有丰富的人力和工程师资源，同质量的产品大约是国外企业价格的 70%-80%。

得益于地理优势，国内企业快速响应能力强。行业的客户群体特别看重柔化装备供应商的维护响应时间，在发生问题时要求迅速到场，快速排查，解决问题，国内企业由于地理优势，可以在这方面做到极致，使得国外企业的竞争力相对下降。

技术经验立足，克来机电国内一流，拉近与国外差距。公司的实际控制人均为相关学科的顶尖教授出身，其中更有国家科技进步二等奖获得者，在技术研发上面有得天独厚的优势。此外，下游客户对柔性自动化生产设备供应商的项目经验、研发水平要求十分严格，克来机电在行业摸爬滚打十多年，具有较强技术研发底蕴、项目经验丰富。目前公司在博世系的国产装备中占据 33% 的市场份额，是第二名的 10 倍左右，毛利率优势明显。

图 18：国内主要竞争对手毛利率



资料来源：招股说明书、招商证券

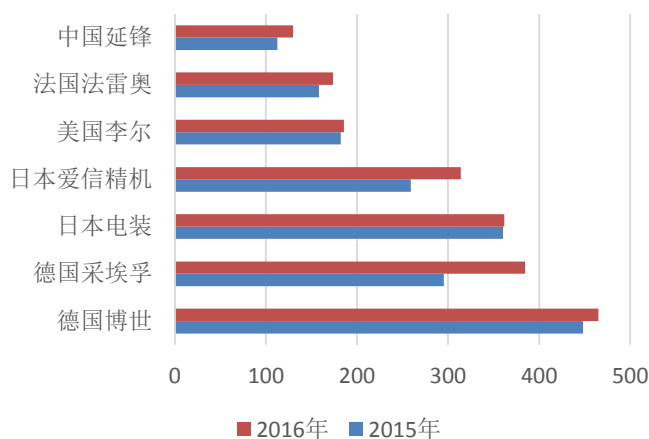
大行业、高壁垒，行业集中度有望提高，形成 3-5 家行业领导者。我们估计全球柔性自动化行业目前的市场空间为 1000 亿以上，未来还将持续高速增长。反观美、日、欧，该行业在经过几轮大浪淘沙之后，形成了几家占据大量市场份额的高端企业。现在，中国的柔性自动化行业正处于起步阶段，考虑到该行业技术壁垒高、向上游议价能力低，我们预计未来行业中一些中小型企业将被淘汰，国内将留下 3-5 家行业领导企业，与国外同行展开激烈竞争。

（2）下游汽车电子行业格局

美、德、日是汽车电子行业领导者，新兴市场国家发展快速。美国、德国、日本是全球传统的主要汽车市场，掌握着国际汽车电子行业的核心技术。目前全球汽车电子产品主要市场仍集中于欧洲、北美、日本等地区，但是随着汽车制造产业向新兴国家和地区的逐步转移，中国、印度、南美等发展中国家和地区汽车电子新兴市场正快速发展。

超级行业，不乏大型领导企业。汽车电子行业全球大约有 3-4 万亿人民币的市场。国内大约有 5000 亿人民币的空间。目前国内企业在相关行业尚未形成竞争力，汽车电子行业主要由国外的行业巨头、以及中外合资企业把持。博世、江森、李尔、电装、大陆等品牌均有较大的规模。根据《美国汽车新闻》发布的 2017 年消息，前 20 名的供应商中，有 6 家来自德国，有 6 家来自日本，有 3 家来自美国，其余部分均来自欧美发达国家，来自中国的企业（合资）只有延锋汽车内饰系统，排名 14 位。

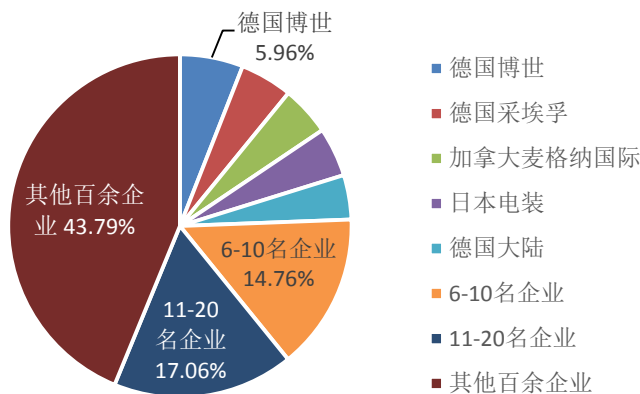
图 19：全球汽车电子主要企业营收（亿美元）



资料来源：美国汽车新闻、招商证券

行业集中度低，最大企业营收高，占比低。德国博世是汽车电子领域排名第一的企业，其 2016 年相关营收高达 3162 亿人民币，但其市占率仍然只有 6%。可见这是一个大行业、小集中的情况。克来机电想要有更大的发展，要利用好博世带来的认可度，大力发展行业中其他的顶级下游厂商，同时需要向汽车电子以外的下游行业发展。

图 20: 2016 年全球汽车电子行市占率



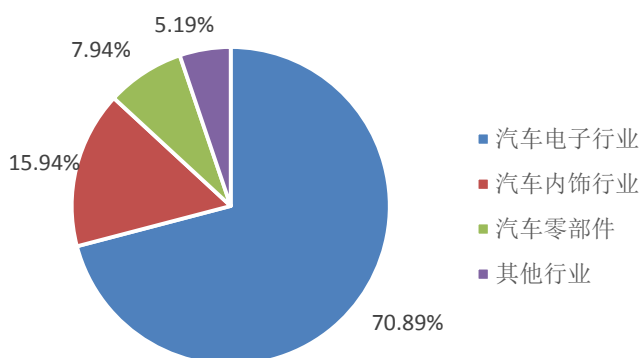
资料来源: 美国汽车新闻、招商证券

三、柔化装备新龙头，进一步拓展下游

1、专注汽车电子，主营业务突出

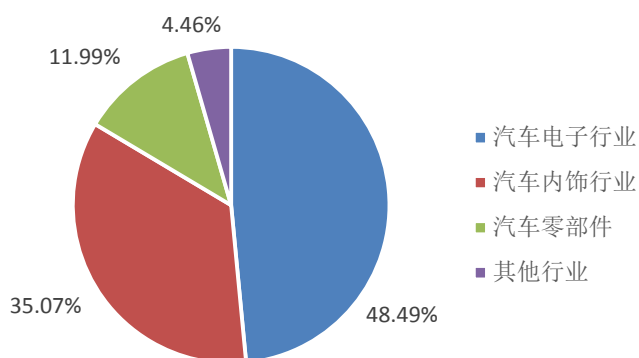
耕耘汽车行业数十载，主营业务突出。自动化装配线是公司收入占比最高的业务 2014-2016 年营业收入分别为 1.2 亿，1.55 亿，1.92 亿元，净利润率比较高，在 20%左右。柔性自动化装配线、自动检测线和工业机器人系统应用是公司三大业务，其中装配线占比最高，2016 年装配线收入占比 76%。汽车行业是公司最主要下游行业，占收入比重的 95%。

图 21: 2016 年营收分行业占比



资料来源: 调研纪要、招商证券

图 22: 2014 年营收分行业占比

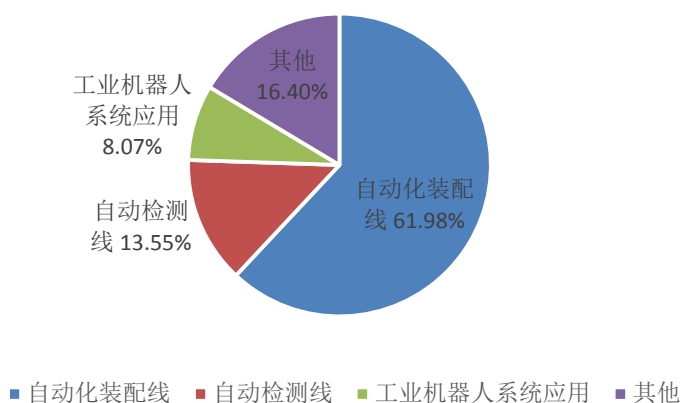


资料来源: 调研纪要、招商证券

深度介入汽车电子，反映公司技术水准。总体来看，2014 年-2016 年公司在汽车行业的收入占比大致保持不变，但是内部资源出现了从汽车内饰行业向汽车电子行业的转移，相对于汽车内饰行业，电子装备行业技术要求更高，资源投入更大，这说明公司经过两年的发展，取得了不少的技术突破，获得了更大的品牌认知度。

核心技术应用比例高，装配线撑起半边天。公司的产品中，核心技术的应用比例高达80%，公司专注与高端客户市场，并未切入毛利较低的低端市场。2016年，公司来自柔性自动化产品占营收比75.54%，其中装配线占比61.98%，检测线占比13.55%。来自工业机器人的占比8.07%。

图 23：2016 年公司营收分产品占比

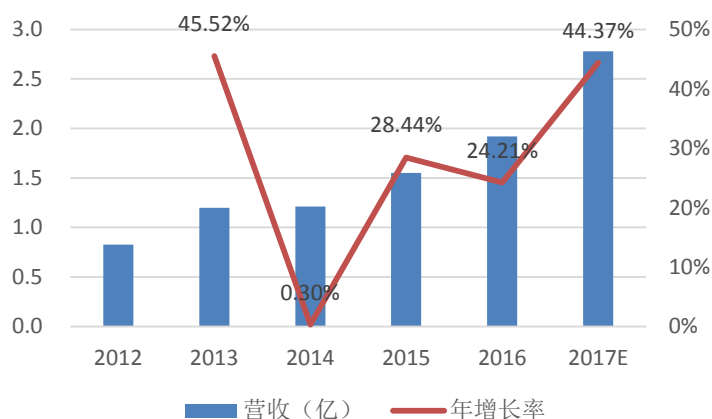


资料来源：调研纪要、招商证券

2、盈利能力傲视国内，在手订单高达 4 亿

营业收入节节攀升，在手订单高达 4 亿。2014 年-2016 年公司的营业收入分别为：1.21 亿、1.55 亿、1.92 亿，近两年的同比增长率为：2016 年 23.87%、2015 年 28.1%。2014 年公司营收增长率几乎为零主要是下游汽车行业该年市场低迷，行业订单量减少。但在 2015 年公司营收随即恢复高速增长，并始终保持在 20% 以上的增速水平。预计公司 2017 年营收持续保持高速稳定增长。

图 24：营业收入及年增长率



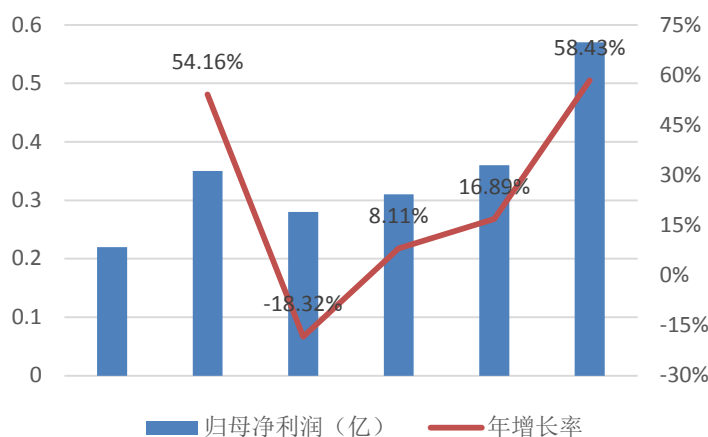
资料来源：wind、招商证券

归母净利润持续增长，IPO 后利润可期。2014 年以来公司归母净利润持续增长，2014-2016 年的归母净利润分别为 0.28 亿、0.31 亿、0.36 亿。同比增长率为-18.32%、

8.11%、16.89%。我们预测，在公司上市融资以后，2017 年的归母净利润为 0.57 亿，同比增长 58.43%。募投项目 2018 年完成时，产能将完全释放，那时将达到 4 亿产能，2018 年预期利润更高。

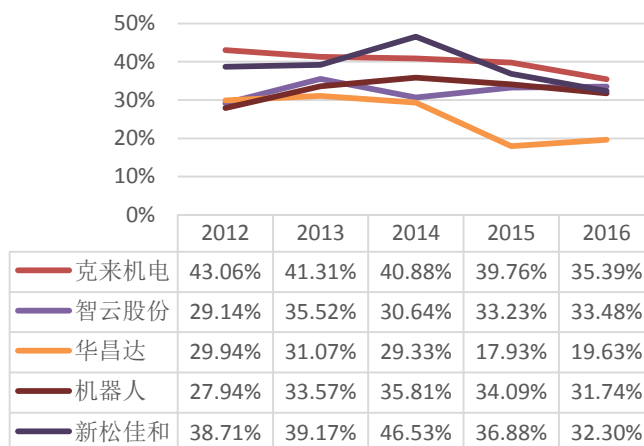
公司将积极拓展 3C、食品包装、医疗等领域。之前公司之前一直专注于汽车行业，然而凭借强大的技术实力和登陆资本市场的契机，公司将逐步拓展其他领域，如 3C 自动化柔性装配、食品包装柔性装配等领域，目前已经为美心月饼等知名客户提供整条柔性装配生产线。

图 25: 归母净利润及年增长率



资料来源: wind、招商证券

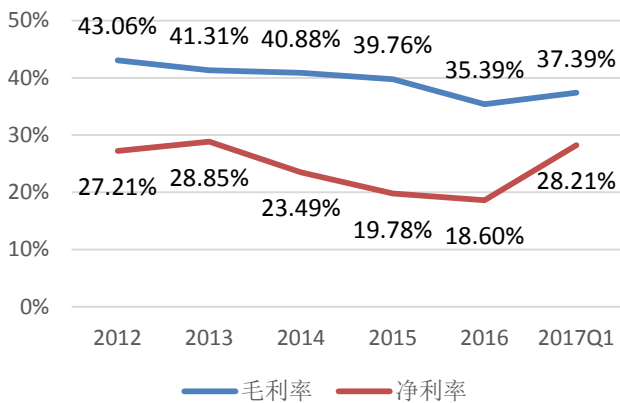
图 26: 主要竞争对手毛利率



资料来源: wind、招商证券

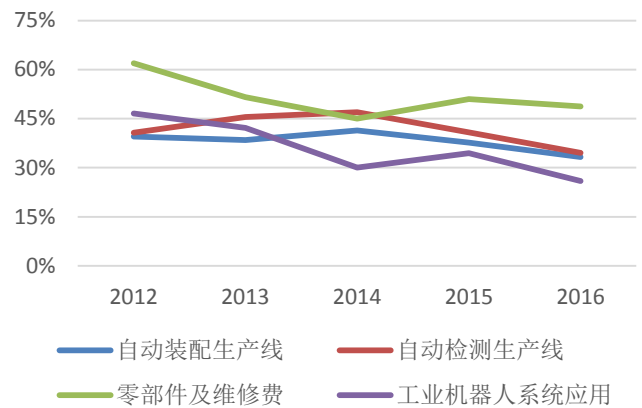
毛利率持续高于同行，乃业界翘楚。公司毛利率维持在 35% 以上的高位，同时公司毛利率高于行业内的主要竞争对手，华昌达（德梅柯），智云股份等。2016 年毛利率降低，主要是因为公司开始介入新的领域，处于市场开拓阶段，产品价格比较低。一旦通过低价打入市场，有利于得到业界认可。

图 27: 克来机电净利率和毛利率



资料来源: wind、招商证券

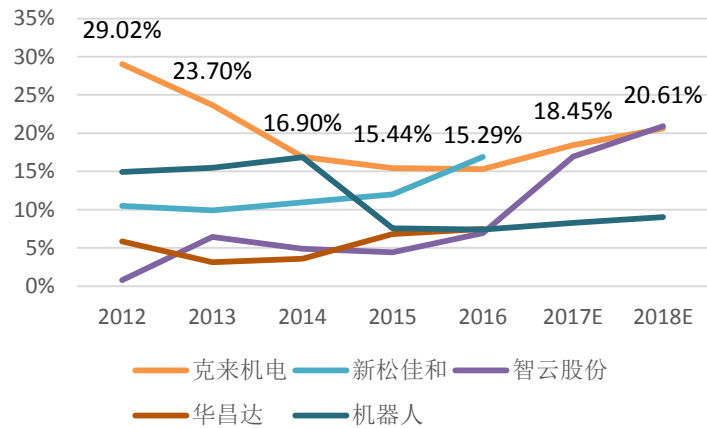
图 28: 克来机电分产品毛利率



资料来源: wind、招商证券

自有资本利用率高,ROE 明显高于竞争对手。公司 2014 年-2016 年 ROE 分别为:16.90%、15.44%、15.29%, 明显高于同行竞争企业, 公司自有资本的利用率高, 我们预测公司 2017 年和 2018 年 ROE 分别为: 18.45%、20.61%。明显高于我们对行业领导者机器人 8.28%、9.02%的预测。公司 2014 年-2016 年 ROE 处于低位, 主要是下游汽车行业处于相对低迷期、同时公司投入了资源开拓新的天窗线, 为了打入市场, 降低了产品价格。

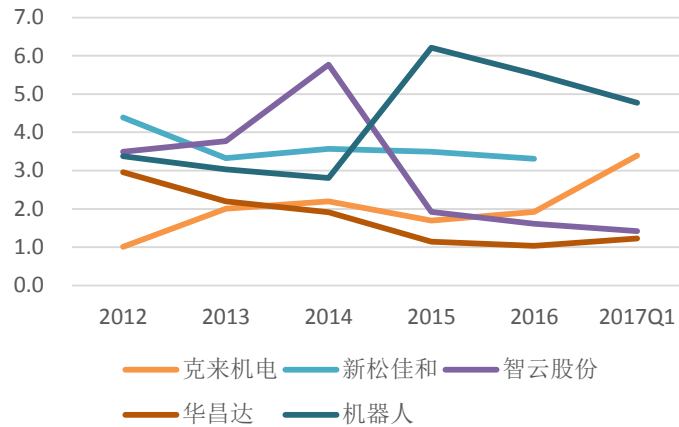
图 29: 公司及主要竞争对手的 ROE



资料来源: wind、招商证券

上市前流动比率低于行业平均水平, 上市后得到改善。公司 2014 年-2016 年流动比率为: 2.19、1.70、1.92, 低于行业的平均水平, 更明显低于同期新松佳和以及机器人。这主要是由于公司上市时间最晚, 在上市之前公司的主要融资方式是银行借款, 目的是用于公司扩大生产。上市后公司获得了相应资金用于解决产能不足问题。流动比率低的问题得到改善。

图 30: 公司及主要竞争对手流动比率

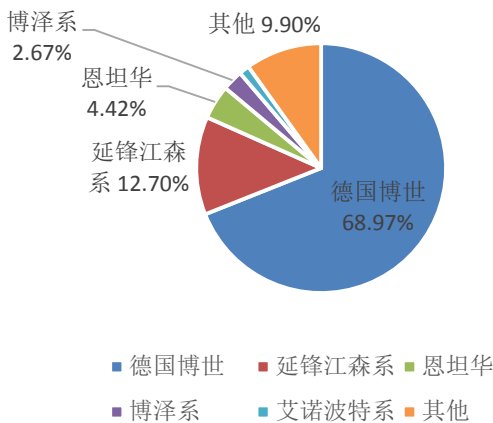


资料来源: wind、招商证券

2017 年一季度业绩大幅增长, 未来产能释放想象空间大。根据公司 17 年一季度财报, 该季度公司实现营业收入 5337 万元, 同比增长 149.45%; 实现归母净利润 1248 万, 同比增长 151.24%。公司的募投扩产项目将在近两年逐步完成, 届时公司将达到 4 亿产能, 未来利润的想象空间更大。

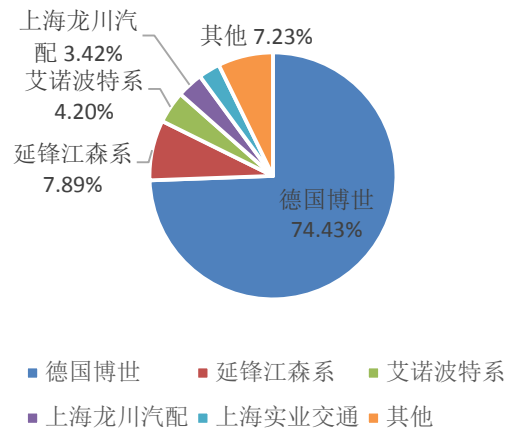
深度绑定大客户, 订单稳定且可持续。2014 年度、2015 年度、2016 年度, 公司对前五大客户的销售收入占当年主营业务收入的比重分别为 80.71%、92.77%和 90.10%。其中, 对第一大客户博世系的销售收入占当年主营业务收入的比重分别为 44.20%、74.43%和 68.96%。其他的主要客户分别为博泽系、恩坦华汽车系统、上海实业交通、延锋汽车饰件等。这些公司都是下游行业翘楚, 对供应商要求严格, 一旦进入核心供应圈, 基本不会再换。有助于公司提升业内知名度, 实现持续增长。

图 31: 2016 年前五大客户营收占比



资料来源: 招股说明书、招商证券

图 32: 2015 年前五大客户营收占比



资料来源: 招股说明书、招商证券

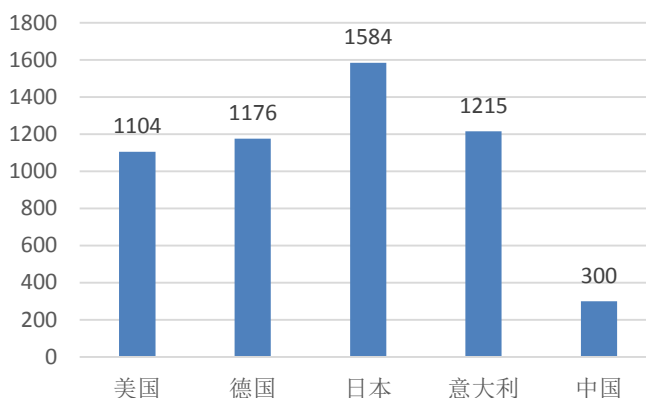
德国博世国内唯一核心供应商, 彰显技术、经验优势。近年来, 博世旗下的联合电子逐步提高国内装备的采购比率。博世对供应商经验、技术、应急响应特别看重, 使得国内市场上符合其要求的企业很少。公司在联合电子的国产装备中占比 33%, 是第二名的 10

倍。

依托上海大学，保障人才梯队。公司与上海大学虽然没有股权来往，且公司不属于校办企业，但是双方人才培养和人才交流频繁，公司为上海大学学生和年轻教师提供项目实践和管理机会，上海大学则为公司提供前沿理论支撑和先进实验室，为公司尖端技术研发提供实验平台，产学研模式优势明显。

中国工业机器人潜力巨大，公司营收有望再创新高。随着我国智能产业的发展，工业机器人在公司的营收中占据相当比重，据 OFweek 机器人网统计：当前中国汽车行业的工业机器人密度为 300 台/万工人，远不及发达国家，考虑到我国的产业升级空间，未来将有 200 亿人民币的进口替代空间。

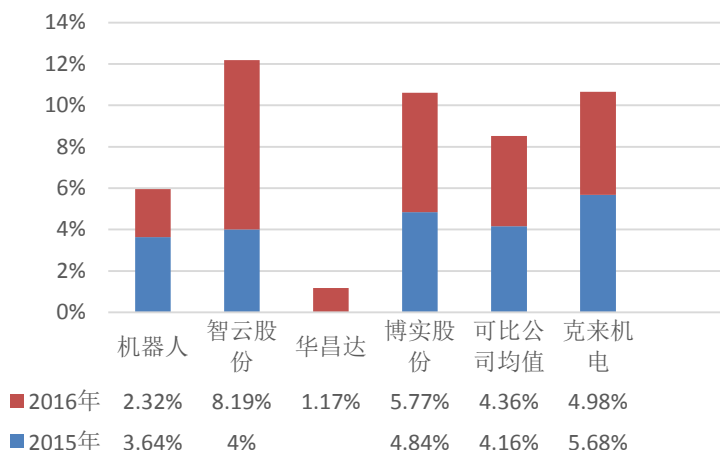
图 33： 各国机器人每万人密度(台)



资料来源：OFweek 机器人网、招商证券

顶尖教授掌舵，研发比例高于平均水平。作为一个由上海大学教授和国家特殊津贴享受者合作创立并实际控制的公司，其研发人员的比例高达 55%，其销售人员也都是技术出身。公司上市前主要靠银行借款为产能扩大融资，但公司用于研发的比例仍稍高于业内平均水平，2014 年研发费用占比较低，是因为当时公司为非上市公司，2014 年经历了下游行业的低迷，公司收入降低，但研发费用仍然占比 4.73%。同期其他竞争对手均为上市公司，资金实力远高于克来机电。

图 34：公司及主要对手研发占营业收入比



资料来源：招股说明书、招商证券

募投项目释放产能，上市助飞克来。公司 2017 年 3 月实现 A 股 IPO 上市，募投项目为扩充产能解决当前产能不足的问题，项目达成后公司将在 18 年释放约 4 亿产能，届时公司在优先满足博世的需求后，完全有能力向其他领域扩展，并向更多汽车电子厂商提供优质产品。

布局新能源电子，医疗、食品领域实现小幅销售额。公司近来出资 2500 余万与上汽旗下的联创电子合作成立了克来圣罗自动化公司，由于联创电子的新能源汽车电子业务突出，此举将帮助克来机电业务向下游拓展。柔性自动化生产线所需机电一体化技术是具有通用性的，公司已将上述技术成功应用于医疗领域、食品领域、烟草领域、3C 领域等，与中集、雨鸟、强生医疗等公司建立合作关系并已经在上述领域实现了小幅销售额。

成立云南克来众诚，试水新产品线。公司与云南众诚士德合资成立参股子公司云南克来众诚，利用云南众诚士德在烟草、家电、食品行业的渠道资源优势，试水新下游应用领域。2016 年 3 月，公司成功承接了美心月饼机器人包装线项目。

四、业绩预测与建议

我们预测，未来将继续在汽车电子柔性自动化领域深耕，受益于柔性装备国产化率提升，公司有望迎来业绩爆发期。我们预测克来机电 2017 年收入 3 亿元，净利润 6700 万元，对应 PE 51 倍，虽然估值较高，但公司具备核心技术和客户资源，未来几年均将保持较高增速增长。首次覆盖，给予“审慎推荐-A”投资评级。

表 1、销售收入结构预测

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
营业收入	155	192	300	447	649	816	1014
自动装配生产线	99	119	173	242	315	362	416
自动检测生产线	36	26	37	48	57	66	75
零部件及维修	17	32	60	96	153	215	279
工业机器人	4	16	31	62	124	174	243
收入增长率	28.4%	24.2%	56.1%	49.0%	45.1%	25.7%	24.3%
自动装配生产线	50.5%	20.5%	45.0%	40.0%	30.0%	15.0%	15.0%
自动检测生产线	48.5%	-26.5	40.0%	30.0%	20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	39.8%	35.4%	32.4%	40.0%	39.4%	39.0%	38.7%
自动装配生产线	37.8%	33.3%	33.3%	43.0%	43.0%	43.0%	43.0%
自动检测生产线	40.8%	34.5%	34.5%	38.0%	38.0%	38.0%	38.0%

资料来源：公司数据、招商证券

五、风险因素

客户较为集中，汽车行业投资国产化率提升速度低于预期。

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	236	249	517	667	882
现金	47	58	217	252	276
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	25	38	57	83
应收款项	80	52	74	111	160
其它应收款	0	0	0	0	1
存货	101	104	169	224	329
其他	8	11	17	23	33
非流动资产	102	132	124	116	110
长期股权投资	1	1	1	1	1
固定资产	35	32	29	26	24
无形资产	53	51	46	41	37
其他	13	48	48	48	48
资产总计	338	381	640	783	992
流动负债	139	130	167	214	305
短期借款	40	20	0	0	0
应付账款	17	22	36	48	70
预收账款	67	68	112	147	216
其他	15	19	19	19	19
长期负债	1	17	17	17	17
长期借款	0	10	10	10	10
其他	1	7	7	7	7
负债合计	140	146	184	231	322
股本	60	60	80	80	80
资本公积金	64	64	210	210	210
留存收益	74	110	166	261	379
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	198	234	457	552	670
负债及权益合计	338	381	640	783	992

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	13	61	9	40	48
净利润	31	36	67	115	153
折旧摊销	7	7	9	8	8
财务费用	2	1	(11)	(10)	(7)
投资收益	0	0	(6)	(5)	(5)
营运资金变动	(29)	16	(53)	(71)	(105)
其它	2	1	2	3	5
投资活动现金流	(31)	(38)	5	4	4
资本支出	(30)	(38)	(1)	(1)	(1)
其他投资	(1)	0	6	5	5
筹资活动现金流	1	(13)	146	(10)	(27)
借款变动	2	(13)	(20)	0	0
普通股增加	0	0	20	0	0
资本公积增加	0	0	146	0	0
股利分配	0	(5)	(11)	(20)	(35)
其他	(1)	6	11	10	7
现金净增加额	(17)	10	160	34	25

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	155	192	300	447	649
营业成本	93	124	203	268	394
营业税金及附加	1	2	3	5	7
营业费用	3	3	5	7	10
管理费用	19	23	35	53	77
财务费用	2	1	(11)	(10)	(7)
资产减值损失	1	0	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	6	5	5
营业利润	35	39	68	127	171
营业外收入	2	3	11	9	9
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	36	43	79	136	180
所得税	6	7	11	21	28
净利润	31	36	67	115	153
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	31	36	67	115	153
EPS (元)	0.51	0.60	0.84	1.44	1.91

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	28%	24%	56%	49%	45%
营业利润	17%	13%	72%	87%	35%
净利润	8%	17%	88%	71%	32%
获利能力					
毛利率	39.8%	35.4%	32.4%	40.0%	39.4%
净利率	19.8%	18.7%	22.5%	25.8%	23.5%
ROE	15.4%	15.3%	14.8%	20.9%	22.8%
ROIC	13.1%	12.8%	10.3%	17.5%	20.3%
偿债能力					
资产负债率	41.3%	38.5%	28.7%	29.5%	32.5%
净负债比率	11.8%	7.9%	1.6%	1.3%	1.0%
流动比率	1.7	1.9	3.1	3.1	2.9
速动比率	1.0	1.1	2.1	2.1	1.8
营运能力					
资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.6	0.7
存货周转率	1.4	1.2	1.5	1.4	1.4
应收帐款周转率	2.2	2.9	4.8	4.8	4.8
应付帐款周转率	6.6	6.4	7.0	6.4	6.7
每股资料 (元)					
每股收益	0.51	0.60	0.84	1.44	1.91
每股经营现金	0.22	1.02	0.11	0.50	0.60
每股净资产	3.31	3.90	5.71	6.90	8.37
每股股利	0.09	0.18	0.25	0.43	0.57
估值比率					
PE	84.3	71.8	51.0	29.8	22.5
PB	13.0	11.0	7.5	6.2	5.1
EV/EBITDA	64.3	60.2	40.3	21.4	15.6

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。

刘荣，招商证券机械行业首席分析师，研发中心执行董事，曾就职于大鹏证券、长城证券研究所。自 2007 年以来连续 6 年上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2014 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2015 年上海第一财经最佳分析师第二名。2016 年《每市组合》超额收益率和绝对收益率机械行业第二名。

诸凯，北京大学经济学硕士、新加坡国立大学金融工程硕士，2016 年 7 月加入招商证券。

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。