

2016年03月11日

昊志机电 (300503.SZ)

公司分析

证券研究报告

电主轴行业的国内领军企业

■电主轴行业的国内领军企业，技术实力领先。

公司自2006年成立以来一直专注从事高速精密电主轴的设计、生产与销售以及相关零配件与维修业务。目前，公司的产品包括PCB钻孔机与成型机主轴、数控雕铣机主轴、高速加工中心主轴以及其他领域主轴四类，涉及九大系列上百种相关产品，在国内外均占部分市场份额。另外，目前公司有国家专利上百个，并与高校联合共建四个实验室。

■电主轴行业成长空间大，售后市场需求广阔。

伴随我国机床行业的快速增长、结构调整以及专业化分工深化，具有多方面技术和性能优势的电主轴将受益于下游机床工业产业升级。而进口电主轴价格高、交货期长、维修困难，国内产品进口替代空间广阔。此外，电主轴常因操作不当、部件磨损等原因导致故障，也会因长期使用精度下降而需要维护检修。目前中国数控机床消费总额占全球比例高达42%，机床保有量不断提高。因此，其售后市场需求广阔。

■募投项目扩充产能，提升盈利能力。

为了满足不断增长的市场需求，公司募集资金投资以扩大产能并提高科研实力，投入电主轴生产线扩建项目、研发中心升级扩建项目，总投资合计3.08亿元。根据招股说明书测算，项目达产后，将新增销售收入约2.08亿元，净利润约0.4亿元。项目将有效扩张公司产能，提高公司市场占有率与盈利能力。

■投资建议：首次给予买入-A评级，我们预计2016年-2018年公司营业收入243.4百万元、262.9百万元、283.9百万元，实现归属母公司净利润44.7百万元、48.1百万元、51百万元，同比增长8.3%、2.8%、5.5%。按照发行后股本计算，对应的EPS为0.45元、0.47元、0.5元，参考可比公司2016年动态市盈率平均值为44倍，我们认为给予公司2016年动态市盈率45倍较为合理，6个月目标价20.25元。

■风险提示：消费电子行业发展速度放缓的风险、主轴行业市场竞争加剧的风险、公司业绩下滑的风险、存货账面价值较大的风险。

摘要(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	200.1	221.3	243.4	262.9	283.9
净利润	40.1	43.4	44.7	47.1	50.0
每股收益(元)	0.40	0.43	0.45	0.47	0.50
每股净资产(元)	4.11	4.54	6.83	7.21	7.61

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
毛利率	57.9%	52.7%	52.0%	52.0%	52.5%
净利率	20.0%	19.6%	18.4%	17.9%	17.6%
净资产收益率	9.8%	9.6%	6.5%	6.5%	6.6%
ROIC	3.2	2.6	1.9	2.2	1.4

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

投资评级 **买入-A**
首次评级

6个月目标价：**20.25元**
股价(2016-03-11) **13.45元**

交易数据

总市值(百万元)	1,345.00
流通市值(百万元)	336.25
总股本(百万股)	100.00
流通股本(百万股)	25.00
12个月价格区间	11.12/13.45元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	7.73	28.22	1.92
绝对收益			

邹润芳

分析师
SAC 执业证书编号：S1450514040001
zouf@essence.com.cn
021-68763702

王书伟

分析师
SAC 执业证书编号：S1450511090004
wangsw@essence.com.cn
021-68763578

朱元骏

报告联系人
zhuyj2@essence.com.cn
021-68765053

相关报告

内容目录

1.电主轴行业的国内领军企业	3
1.1.公司概况	3
1.2.股权结构	4
2.行业需求空间巨大	5
2.1.下游机床产业升级，中高端电主轴市场成长空间大	5
2.2.数控机床总保有量大，电主轴售后服务需求广阔	6
3.行业竞争格局与公司竞争优势	7
3.1.行业竞争格局：国产厂商崛起，规模壁垒逐渐形成	7
3.2.公司竞争优势明显	8
4.募投项目：扩充产能，应对市场需求	10
4.1.募投项目情况介绍	10
4.2.募投项目收益情况	11
5.盈利预测及估值	11
5.1.盈利预测	11
5.2.合理目标价为 17.55 元	11
6.风险提示	12

图表目录

图 1：电主轴行业产业链	4
图 2：公司 2015 年主营业务收入详细构成	4
图 3：公司主营业务收入及同比增长	4
图 4：公司净利润及同比增速	4
图 5：公司股权结构情况	5
图 6：2014 年世界金属加工机床消费占比情况	6
表 1：公司主要产品与服务情况	3
表 2：国内外电主轴行业的主要生产厂商（除昊志机电外）	8
表 3：国内电主轴行业的主要售后服务厂商（除昊志机电外）	8
表 4：募投资金拟投资项目情况	10
表 5：募投项目收益情况	11
表 6：可比上市公司估值水平（EPS 为 wind 一致预期）	11

1. 电主轴行业的国内领军企业

1.1. 公司概况

公司成立于 2006 年，继承了原广州大可精密机械有限公司所经营全部电主轴相关业务，并于 2011 年整体改制为股份有限公司。自成立以来，公司以全面实现进口替代并进军国际市场为发展战略目标，一直专注于从事主轴整机业务以及相关零配件与维修业务。

公司的主轴整机业务主要指高速精密电主轴的设计、生产制造与销售。电主轴是数控机床的核心功能部件，需要具备高转速、高精度、高效率、高可靠性等特点，其质量与技术水平直接决定了机床的品质、性能、工作效率及运行稳定性。公司的主轴整机业务主要分成 PCB 钻孔机和成型机主轴、数控雕铣机主轴、高速加工中心主轴以及其他领域主轴四类，涉及九大系列上百种相关产品。

另外，电主轴常因工况环境恶劣、操作不当、部件磨损等导致故障，也会因长期使用精度明显下降而需要维护、保养或检修。公司目前可向数控机床的终端用户提供不同品牌、不同系列的数百种主轴（包括电主轴和机械主轴）的零配件配套及维修服务。

表 1：公司主要产品与服务情况

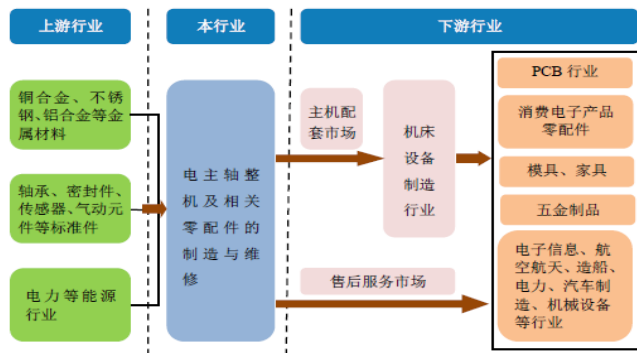
	分类	主要产品	配套机床用途
主轴 整机 业务	PCB 钻孔机和成型机主轴	PCB 钻孔机电主轴、PCB 成型机电主轴	计算机、智能手机、通信设备、汽车电子工业等对应电子产品的印制电路板（PCB）制造
	数控雕铣机主轴	玻璃雕铣电主轴、金属雕铣电主轴、蓝宝石玻璃雕铣电主轴、高光/超精电主轴、抛光机机械主轴	消费电子产品（如手机、平板电脑）玻璃防护屏、金属外观件、模具和精密五金件、家居浮雕制造与加工
	高速加工中心主轴	小型高速加工中心电主轴、直联主轴/皮带主轴	消费电子金属件、精密模具的制造与加工
	其他领域	高速内圆磨床电主轴、数控车床主轴、动力头电主轴、木工电主轴等	主要应用于轴承、精密机械零件、汽车密机械零件、家居制造的制造与加工
	分类	介绍	
零配 件及 维修 业务	PCB 行业	电主轴在无故障运行 15 个月左右后一般需要维护、保养或检修。故障会极大地影响 PCB 制造商的产品质量和生产效率。PCB 制造商对电主轴维修需求的即时响应能力要求高。	
	其他	玻璃、金属的加工环境较 PCB 行业更为恶劣，随着主轴使用年限的逐渐增加，其故障出现频率和维修难度也不断提高。	

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

公司获批国家知识产权局发明专利、实用新型专利上百个；企业产品执行标准通过广州市质量技术监督局的备案；多个产品通过广州市科技成果鉴定；并有多个产品荣获广东省高新技术产品称号及广州市自主创新产品称号。另外，公司长期聘用行业专家作为公司的技术顾问，并且与国内著名高校、研究所进行联合开发，建有广州昊志—哈工大电主轴联合实验室；广州昊志—哈工大电机联合实验室；广州昊志—哈工大航空宇航摩擦学研究所轴承联合实验室；广州昊志—广东省工业技术研究院高性能电主轴联合技术创新中心。

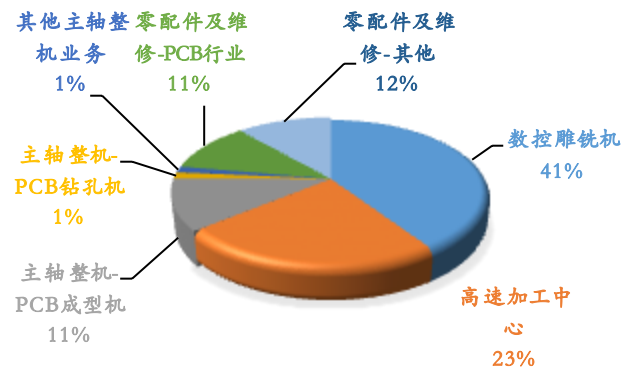
公司主营业务收入主要来自于主轴整机业务，2015 年的收入中，主轴整机业务与零配件及维修业务占营业收入比分别是 73%、27%。其中，数控雕铣机、高速加工中心、PCB 钻孔机与成型机的占比较高，分别为 41%、23%、12%。

图 1：电主轴行业产业链



资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

图 2：公司 2015 年主营业务收入详细构成

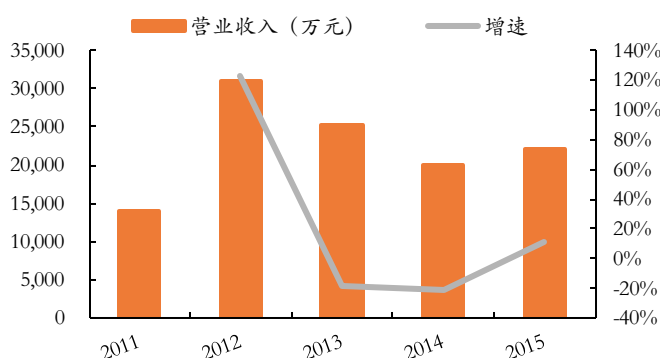


资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

电主轴行业受消费电子产品与 PCB 产品景气度的影响较大。2012 年以前，电容式触摸屏在智能手机、平板电脑领域的广泛应用，直接带动了玻璃防护屏市场的快速增长，进而带动了玻璃雕铣机市场的持续火爆，公司营业收入与净利润大幅攀升。2013 年后，智能手机、平板电脑等消费电子产品出货量的增速明显放缓，玻璃防护屏的市场需求增速也明显下滑。用于玻璃防护屏加工的数控雕铣机在经历了前期快速增长后，市场景气度大幅下滑，公司营业收入与净利润随之下降。

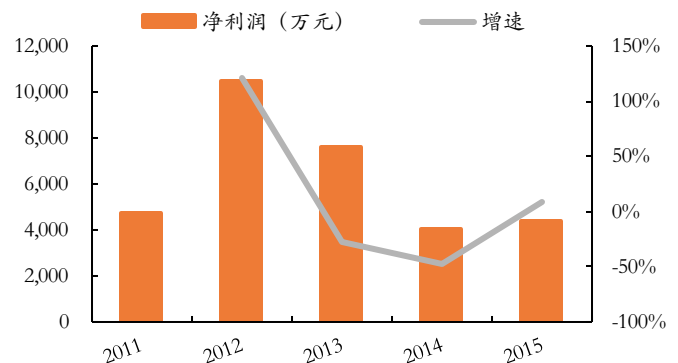
而 2015 年公司的营业收入 22,125.67 万元，净利润 4,344.57 万元，主营业务增长率 10.58%。得益于公司用于消费电子产品金属外观件和结构件加工的高速加工中心主轴销售收入大幅增长，2015 年公司主轴整机业务收入较 2014 年增长 17.15%，从而带动公司营业收入与净利润回升。

图 3：公司主营业务收入及同比增长



资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

图 4：公司净利润及同比增长



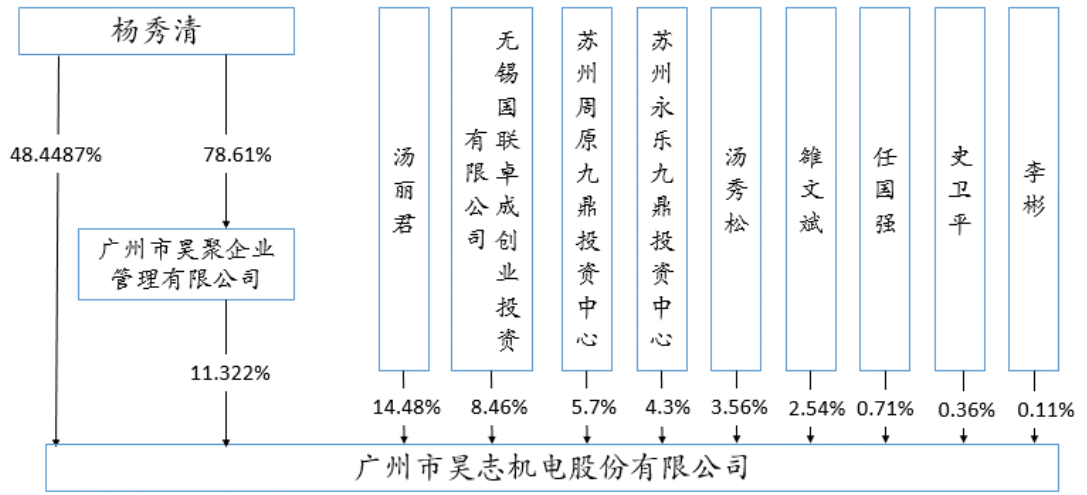
资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

1.2. 股权结构

公司实际控制人为汤秀清先生，目前直接持有公司 48.45% 的股份，并通过昊聚公司间接持有公司 8.90% 的股权，合计持股比例 57.35%。汤秀清于 2005 年创立大可精密机械有限公司，开始从事贸易及电主轴的研发、

生产、销售及维修。自公司成立以来，汤秀清一直担任公司副董事长、总经理，并自 2009 年受让大族数控所持公司 51% 股权后，成为公司控股股东和实际控制人。

图 5：公司股权结构情况



资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

2. 行业需求空间巨大

2.1. 下游机床产业升级，中高端电主轴市场成长空间大

随着我国机床工业产业升级和结构调整的不断深入，我国机床行业的数控化率将不断提高。以产量占比最大的金属切削机床为例，目前其产量数控化率只有 30% 左右。而从全球范围看，目前发达工业国家机床行业的产量数控化率一般为 60~70%，我国机床行业数控化率有望进一步提高。2015 年 5 月国务院印发的《中国制造 2025》提出，2013 年我国工业企业关键工序数控化率为 27%，实现制造强国的战略目标，到 2025 年，我国工业企业关键工序数控化率将达到 64%。

在产品结构方面，由于普通、经济型数控机床已无法满足某些行业及产品的加工要求，具有高速度、高精度、复合化、智能化、开放化、多轴联动等性能特点的中高端和大型数控机床的市场需求将显著增加。根据中国机床工具工业协会公布的有关资料，2012 年、2013 年，数控机床进口平均单价仍分别同比增长 8%、28.8%，反映出市场需求结构不断升级，中高端产品市场需求明显增加。

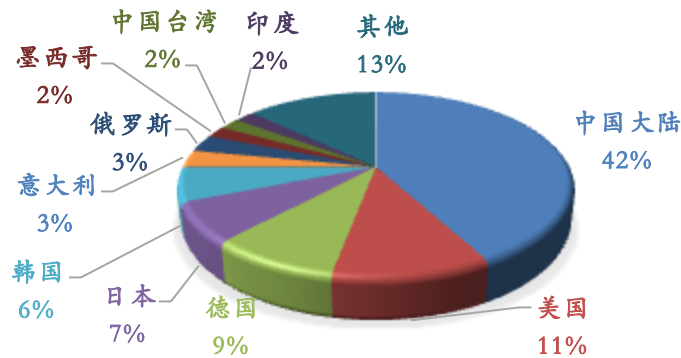
下游机床产业技术升级对未来中高端电主轴带来了强劲的需求。目前，在美国、德国、日本、瑞士、意大利等工业发达国家，电主轴已占据了主轴市场的主要份额，而国内机床行业的主轴使用状况恰好相反。伴随我国机床行业的快速增长、结构调整以及专业化分工的深化，具有多方面技术和性能优势的电主轴必将成为我国机床工业产业升级的有力推动者，并将在越来越多的应用领域逐步替代机械主轴，成为主轴市场的主力军，同时将促进具有“专、精、特”等特点的电主轴专业生产厂商的崛起。

另一方面，由于进口电主轴价格昂贵、交货期长，某种程度上增加了国内机床制造商的制造成本，也限制了其大规模普遍应用。此外，由于电主轴易发生故障，检修维护频率高，造成国内保有的大量进口电主轴检修困难，维修周期长，维护费用高，严重影响了国内机床终端用户的正常生产。目前数控机床及功能部件行业国产化率不断提高。国内电主轴生产厂商技术水平不断提高，实现国内产品进口替代空间广阔，与此同时，国内中高端电主轴有望进军国际市场，迎接具有广阔需求的出口市场。

2.2.数控机床总保有量大，电主轴售后服务需求广阔

根据美国 Gardner 公司的统计，2014 年，我国机床消费总额达 317 亿美元，占全球主要机床消费国消费总额的 42%，居世界第一位。

图 6：2014 年世界金属加工机床消费占比情况



资料来源：招股说明书、安信证券研究中心

电主轴是数控机床功能部件中的易损件，其技术含量高、结构复杂，常因工况环境恶劣、操作不当、部件磨损等导致故障，也会因长期使用精度明显下降而需要维护、保养或检修。在一些机床保有量较大的行业和厂家，电主轴的维修保养已经成为其不得不面对的日常业务活动。

PCB 钻孔机与成型机电主轴售后服务市场巨大。根据台湾电路板协会的统计，2007 年至 2014 年台湾设备制造商（含其全球子公司）向我国大陆分别销售 PCB 钻孔机和成型机累计 4,969 台、4,050 台，期间每台 PCB 钻孔机和成型机配套电主轴的数量一般分别为 5~7 支和 4~7 支（其中各有 1 支备用），而电主轴的使用寿命一般为 7~9 年，在其使用年限内，更换零配件及维修费用约为其初始购置成本的 2.5 倍，由此保守估算，2014 年底在我国大陆市场上，台湾设备制造商生产的 PCB 钻孔机和成型机所配套电主轴的零配件及维修市场规模约为 1.22 亿元。除我国台湾地区外，日本、欧美和我国大陆等国家和地区也有大量的 PCB 钻孔机和成型机制造商，其产品也在我国大陆长期大量销售，市场规模应较为庞大。

其他领域电主轴售后服务市场亦同样广阔。根据中国机床工具工业协会主轴功能部件委员会专家测算,2010年国内消费电子产品零配件制造业、小型精密模具、五金制品、家具制造等细分市场的数控雕铣机产销量约为45,000台,其配套的电主轴至少在45,000支以上。2010年以来,随着下游市场的蓬勃发展,国内用于消费电子零配件加工的CNC设备及配套主轴的保有量迅速扩大,以公司为例,2010年至2015年公司已累计对外销售数控雕铣机主轴近6万支。自大规模应用以来,数控雕铣机的使用年限还相对较短,大多数中小玻璃防护屏生产企业的综合管理水平相对一般,对主轴的维修要求也相对较低。由于玻璃、金属的加工环境更为恶劣,随着使用年限的逐渐增加,其故障频率和维修成本将不断提高,这将给零配件及维修市场带来大量的市场需求。

目前,由于市场壁垒相对较低,业内聚集了为数不少但服务水平参差不齐的维修厂家。随着下游行业竞争的不断加剧,在交货期、维修成本等较为接近的情况下,主轴保有量大、维修业务频繁的机床终端用户,更倾向于维修经验丰富、交货期短、具备自主生产能力的专业维修厂家;此外,电主轴的原生产厂家因在故障判断、故障排除与调试、零配件的配套能力等方面具有先天优势而更具市场竞争力。

3.行业竞争格局与公司竞争优势

3.1.行业竞争格局:国产厂商崛起,规模壁垒逐渐形成

主机配套市场:国内外差距大,国产厂商崛起。我国电主轴的产业化起步较晚,与瑞士、德国、日本、台湾等先进水平相比,国内电主轴行业在技术实力、产品性能、业绩口碑等方面还有较大差距,在市场竞争中往往处于弱势地位。近年来,在某些细分领域,国内部分厂家凭借日臻完善的研发实力和制造水平,已推出了具备较强竞争力的产品,并占据越来越高的市场份额。

PCB钻孔机和成型机电主轴行业发展成熟,国外主要厂商有英国西凤、英国ABL、瑞士MCT、德国Kessler等,这些厂商均具有悠久的生产和研发历史,产品技术先进,性能优异,长期占据全球主要市场份额,但其产品价格较为昂贵,后期维护成本也相对较高。国内目前已规模化生产PCB钻孔机和成型机电主轴的企业较少。PCB钻孔机与成型机子行业方面,昊志机电的产品不仅实现了大规模进口替代,而且已成功打入作为全球PCB加工设备主要市场之一的台湾市场,成为了该行业的龙头企业。公司2013年至2014年在台湾设备制造商的PCB钻孔机电主轴采购中的占比约为19.77%、21.24%,而PCB成型机电主轴采购中的占比分别约为54.09%、54.61%。

在玻璃雕铣机电主轴市场,除北京精雕科技有限公司等极少数企业采用自主生产的电主轴外,国内玻璃雕铣机厂家几乎全部从我国大陆或台湾的专业电主轴厂家采购配套的电主轴,其中国产电主轴已占据了较高的市场份额。2009年,昊志机电的玻璃雕铣机电主轴销售量仅为1,278支,而2015年销量大幅增长至10,861支。目前公司重点布局华南、华东及台湾地区,为富士康等知名厂商建立合作关系,确立了国内行业的龙头地位。

而在金属雕铣机及高速加工中心等领域的电主轴使用比例还相对较低,行业内大多仍采用机械主轴。随着电主轴技术的不断发展,消费电子金属外观件和结构件中各种新材料和工艺的不断涌现,以及对加工精度、加工效率的要求不断提高,电主轴的技术优势将不断凸显,但国内满足该领域电主轴技术要求的厂家还相对较少,竞

争也相对缓和。昊志机电早在 2009 年就已推出了高速加工中心电主轴，目前已形成多个产品系列，主要产品已能够与我国台湾、日本等的进口品牌直接竞争。2015 年公司已对东莞市润星机械科技有限公司、深圳创世纪等行业知名企业实现大批量销售，奠定了国内龙头地位。

表 2：国内外电主轴行业的主要生产厂商（除昊志机电外）

电主轴子行业	国外厂商名称	国内厂商名称
PCB 钻孔机与成型机	英国西风、英国 ABL、德国 Kessler、瑞士 FISCHER PRECISE 集团、瑞士 MCT	无
数控雕铣机	德国 Kessler、瑞士 IBAG	速锋科技、爱贝科精密机械、科隆电机、星晨高速电机、阳光精机司、博华机电、睿莹精密机械、普森精密主轴工业(台湾)、普慧企业(台湾)、矩将科技(台湾)
高速交工中心	瑞士 IBAG、德国 Kessler、瑞士 FISCHER PRECISE 集团	睿莹精密机械、罗翌科技(台湾)
其他	瑞士 IBAG、日本 NAKANISHI	轴研科技(002046.SZ)

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

售后服务市场：行业集中度低，规模壁垒逐渐形成。行业内聚集了一批服务水平参差不齐的维修厂家。随着国内主轴保有量的不断扩大，售后服务市场已逐渐形成了鲜明的竞争格局，即小型的维修企业（多为个体经营性质）主要提供单个、零散、简单的低值低档电主轴的维修业务，而主轴保有量大、维修业务频繁的机床终端用户，在交货期、维修成本等较为接近的情况下，则更倾向于维修经验丰富、交货期短、具备自主生产能力的专业维修厂家；此外，故障主轴的原生产厂家因在故障判断、排除与调试、零配件的配套能力等方面的先天优势而更具市场竞争力。在售后服务市场，公司还通过“建站服务”、“统包维修”等颇具特色的销售模式，极大地提高了客户粘性。目前，公司已拥有富士康在内的多家高端客户的资源。

表 3：国内电主轴行业的主要售后服务厂商（除昊志机电外）

厂商名称	介绍
大船科技	该公司成立于 1982 年，总部位于台湾桃源县，主要从事 PCB 成型机及相关应用材料制造、销售和维修服务，并于 1995 年设立大船科技(东莞)有限公司，专业从事 PCB 的机械和镭射钻孔机销售、维修以及 HDI 板代加工业务。
科隆电机	该公司专业从事 PCB 钻孔机、成型机、斜边机主轴的维修服务及零配件和耗材的销售，并提供 PCB 行业电主轴及数控雕铣机电主轴整机产品。
汉唐科技	该公司成立于 2004 年，主要从事高速电动机主轴的研发、制造、维修和销售。
速锋科技	该公司是一家专业研发、制造和维修 PCB 钻孔机、成型机，高光玻璃机关键部件主轴及其零配件的高新技术公司，主要产品有：PCB 钻孔机和成型机电主轴、数控雕铣机电主轴，并提供零配件及维修等。
威赛科技	该公司是美国威赛国际公司的子公司，专业从事 PCB 行业电主轴的维修及零配件供应。

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

3.2. 公司竞争优势明显

■ 技术研发优势

经过长期经营积累，公司已形成了先进的研发体系，建立了完善的研发平台，积累了高素质的研发团队，掌握了完整的电主轴设计生产相关的技术工艺，研发实力和技术水平达到国内领先水平。2015 年，公司被广东省科学技术厅授予“广东省电主轴工程技术研究中心”，被广州市经济贸易委员会、广州市财政局、广州市国家税务局、广州市地方税务局、中华人民共和国广州海关、中华人民共和国黄埔海关联合授予“市级企业技术中心”，进一步巩固了公司的技术研发优势。

■ 产品优势

现有主要应用领域内产品品种齐全,性能优异。目前,公司的主轴产品可分为滚珠主轴和气浮主轴两大类,涵盖9大系列百余种产品型号。公司在多个细分领域上推出了多个型号的产品,覆盖了中高端市场常见的技术指标等级。另外,公司产品面向中高端市场,主要产品的综合性能达到国内领先水平,部分产品可与国际领先品牌直接竞争。

产品储备丰富。在金属加工领域,公司储备了多款与已大批量销售的直联主轴功能类似而性能更加优异的电主轴产品,待市场成熟,可实现对直联主轴的替代。此外,基于对行业发展趋势的洞察,公司还有针对性地进行了新产品的研发储备,以满足消费电子产品相关材料、结构和技术工艺不断变革以及生产效率要求不断提高的需求。

■ 精密制造优势

公司现已拥有一大批精密制造设备和检测设备,截至2015年底,公司原值在100万元以上的设备达21台,原值在30万元以上的设备达141台,其中有91台(占比为65%)为瑞士、台湾、日本等的进口品牌。上述精密设备积累不仅保证了公司大规模的精密制造能力,也使公司能可靠地完成零配件的粗糙度、精度、输出性能、质量平衡性等各项参数的测试和检验。

■ 经营模式优势

形成了“整机—配件—服务”的完整业务链。业务体系使公司能及时响应客户在电主轴生命周期内的多层次、个性化需求,并形成主机配套和售后服务两个市场技术经验共同积累补充、品牌影响力和市场拓展相互促进的良性发展态势。

建立了全方位、多元化的综合服务体系。产品销售前,公司在为客户提供标准化、系列化的产品线方便其选择的同时,还深入了解客户的多样性和差异化需求,为其提供定制化服务,从不同用途、工艺的电主轴的全新设计开发,到主轴的夹头规格、装配面尺寸、接头标准、颜色等细节的调整均可满足客户需求;销售过程中,公司根据需要可指派专业的售后服务工程师在客户安装调试过程中提供技术上的指导,确保产品达到客户预期;产品销售后,公司及时为客户提供现场服务,或提供免费服务电话提供远程咨询,售后服务达到了业内先进水平。

创新的采用了“建站服务”等颇具特色的销售模式。在售后服务市场,公司能提供行业内不同品牌、不同系列的上百种电主轴产品的维修服务,通过“建站服务”、“统包维修”等销售模式提高市场客户的粘性。

■ 高端客户优势

在主机配套市场,公司的核心客户从最初的大族数控发展到目前的台湾大量、远洋恒达、大宇精雕、富士康、深圳创世纪、东莞市润星机械科技有限公司等数十家行业知名企业,这类客户大都对进入其供应链的供应商的认

证比较严格,除了对产品进行较长时间的严格测试和试用外,还会全面考察企业研发能力、产品质量、公司信誉、供货能力、管理水平、产品价格等各重要方面,因此供应商转换成本相对较高,除非供应商基本面发生重大不利变化,或双方交易条件存在较大分歧,一般不会考虑更换。

在售售后服务市场,大型机床终端用户在选择电主轴的日常故障维修及零配件供应商时,一般会看好维修经验丰富、交货期短、具备自主生产能力的维修厂家。目前,公司的重点客户包括富士康、无锡健鼎、建滔化工集团、三希集团等一大批大型 PCB 制造商和消费电子产品零配件制造商。公司创新地采用了“建站服务”等颇具特色的销售模式,极大的提高了客户粘性。

4.募投项目：扩充产能，应对市场需求

4.1.募投项目情况介绍

公司募集资金投资项目全部围绕公司主营业务展开,以扩大产能,满足不断增长的市场需求,同时建设升级研发中心,提高公司研发能力。此次募集的资金将分别投入以下项目:

表 4: 募投资金拟投资项目情况

序号	项目名称	项目投资总额 (万元)	募集资金投资额 (万元)	铺底流动资金	建设期
1	电主轴生产线扩建项目	27,846.21	14,760.90	6,166.67	2 年
2	研发中心升级扩建项目	2,945.60	2,000.00	0	2 年
	合计	30,791.81	16,760.90	6,166.67	

来源: 招股说明书、安信证券研究中心

(一) 电主轴生产线扩建项目

本项目以公司现有技术为基础,通过扩大场地、建设先进的生产线、提高技术装备水平,显著升 PCB 钻孔机和成型机电主轴、数控雕铣机电主轴、高速加工中心电主轴等公司现有的优势产品的生产能力,并进一步拓展公司的生产线,实现动力头电主轴等公司已有产品储备的大规模生产和销售,提高公司的持续盈利能力。本项目生线配置有明显的“柔性生产”特征,公司可以根据市场需求合理调整与灵活配置产能,切实保证新建生产线的利用效率。

(二) 研发中心升级扩建项目

本项目通过新建研发场地、购置先进的设备及设计开发软件等,为公司研发团队的进一步壮大、基础试验和验证能力的提高提供软硬件支持,进一步提升公司的研发效率,加大资源覆盖领域,加快基础技术攻关项目的研发进度,推动成果产业化,为公司在内保持技术领先优势、进一步拓宽下游应用领域提供技术支持。

4.2.募投项目收益情况

本次募集资金项目实施后，公司将形成项目达产后，公司将新增年产能 PCB 钻孔机电主轴 5,000 支、PCB 成型机电主轴 3,000 支、数控雕铣机电主轴 13,500 支（其中高光/超精电主轴 3,000 支）、高速加工中心电主轴 3,000 支、动力头电主轴 10,000 支，合计共 34,500 支电主轴的产能。按照目前公司 70%左右的产能利用率来计算，达产后，公司的电主轴年销售量会从目前的 20,000 支左右提升到 44,000 支左右。根据招股说明书测算，电主轴的销售收入可从项目实施前的 17,000 万元增加到 37,000 万元，税后净利润可新增约 4,000 万元，本项目投资利润率为 14.64%，投资回收期为 7.66 年（含建设期）。

研发中心升级扩建项目是为公司研发团队的进一步壮大、基础试验和验证能力的提高提供软硬件支持。本项目并不直接产生经济效益，而是通过研发条件的改善带来综合效益的提升。

表 5：募投项目收益情况

募投项目	新增销售收入 (万元)	年均净利润 (万元)	投资利润率	投资回收期
电主轴生产线扩建项目	20,758.31	4,076.08	14.64%	7.66
研发中心升级扩建项目	不产生直接经济效益	/	/	/

数据来源：招股说明书、安信证券研究中心

5.盈利预测及估值

5.1.盈利预测

我们预计 2016 年-2018 年公司营业收入 243.4 百万元、262.9 百万元、283.9 百万元，实现归属母公司净利润 44.7 百万元、48.1 百万元、51 百万元，分别同比增长 8.3%、2.8%、5.5%。按照新发行 10000 万股计算，对应的 EPS 为 0.45 元、0.47 元、0.5 元。

5.2.合理目标价为 17.55 元

公司是国内电主轴装备制造的先行者，在技术、市场、人才等方面具备明显先发优势。我们选取日发精机、亚威股份作为估值可比公司，可比公司对应的 2016 年的动态市盈率平均值为 44 倍，我们认为给予公司 2016 年动态市盈率 45 倍较为合理，6 个月目标价为 20.25 元。

表 6：可比上市公司估值水平（EPS 为 wind 一致预期）

股票代码	股票名称	股价		EPS				P/E			P/B
		2016/3/11	2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E			
002520.SZ	日发精机	16.52	0.13	0.37	0.58	127.08	44.64	28.48	3.68		
002559.SZ	亚威股份	10.64	0.2	0.24	0.26	53.20	44.33	40.92	2.71		

数据来源：wind、安信证券研究中心

6.风险提示

- 应收账款无法及时回的风险
- 消费电子行业发展速度放缓的风险
- 公司业绩下滑的风险
- 主轴行业市场竞争加剧的风险
- 存货账面价值较大的风险
- 主要供应商、销售客户均相对集中的风险
- 募集资金投资项目风险
- 产品无法满足终端应用的风险

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	200.1	221.3	243.4	262.9	283.9	成长性					
减:营业成本	84.2	104.6	116.8	126.2	134.8	营业收入增长率	-20.7%	10.6%	10.0%	8.0%	8.0%
营业税费	3.0	2.8	2.9	3.2	3.4	营业利润增长率	-47.5%	-13.6%	-17.3%	14.6%	9.4%
销售费用	23.8	25.8	26.8	28.9	31.2	净利润增长率	-47.2%	8.3%	2.8%	5.5%	6.0%
管理费用	37.0	43.1	46.2	49.9	53.9	EBITDA 增长率	-37.8%	-8.5%	14.3%	35.9%	18.8%
财务费用	-0.1	-0.3	1.3	8.8	8.2	EBIT 增长率	-48.2%	-14.1%	-13.3%	37.1%	6.1%
资产减值损失	8.3	7.4	18.0	10.0	13.0	NOPLAT 增长率	-47.7%	-13.1%	-14.1%	35.5%	6.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.0%	19.2%	14.4%	72.1%	-25.8%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	6.5%	10.6%	50.3%	5.7%	5.7%
营业利润	43.9	37.9	31.3	35.9	39.3	利润率					
加:营业外净收支	2.4	11.6	20.0	20.0	20.0	毛利率	57.9%	52.7%	52.0%	52.0%	52.5%
利润总额	46.2	49.5	51.3	55.9	59.3	营业利润率	21.9%	17.1%	12.9%	13.7%	13.8%
减:所得税	6.1	6.0	6.7	7.8	8.3	净利润率	20.0%	19.6%	18.4%	17.9%	17.6%
净利润	40.1	43.4	44.7	47.1	50.0	EBITDA/营业收入	32.1%	26.6%	27.6%	34.7%	38.2%
						EBIT/营业收入	21.9%	17.0%	13.4%	17.0%	16.7%
						运营效率					
						固定资产周转天数	262	218	229	274	302
						流动资产周转天数	366	415	352	391	390
						流动资产周转天数	529	573	671	749	630
						应收帐款周转天数	204	245	196	215	219
						存货周转天数	200	218	204	218	212
						总资产周转天数	831	837	1,034	1,304	1,203
						投资资本周转天数	630	642	681	916	934
						投资回报率					
						ROE	9.8%	9.6%	6.5%	6.5%	6.6%
						ROA	8.2%	8.0%	5.2%	4.6%	6.0%
						ROIC	11.2%	9.2%	6.6%	7.8%	4.8%
						费用率					
						销售费用率	11.9%	11.7%	11.0%	11.0%	11.0%
						管理费用率	18.5%	19.5%	19.0%	19.0%	19.0%
						财务费用率	0.0%	-0.1%	0.5%	3.4%	2.9%
						三费/营业收入	30.3%	31.0%	30.5%	33.3%	32.9%
						偿债能力					
						资产负债率	15.6%	16.2%	20.1%	31.2%	10.0%
						负债权益比	18.5%	19.3%	25.2%	45.3%	11.1%
						流动比率	5.31	5.44	9.24	6.13	6.28
						速动比率	3.31	3.36	6.94	4.11	4.11
						利息保障倍数	-747.16	-136.27	25.56	5.08	5.80
						分红指标					
						DPS(元)	-	-	0.09	0.09	0.10
						分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
						股息收益率					

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	40.1	43.4	44.7	47.1	50.0	EPS(元)	0.40	0.43	0.45	0.47	0.50
加:折旧和摊销	20.4	21.1	34.5	46.5	61.0	BVPS(元)	4.11	4.54	6.83	7.21	7.61
资产减值准备	8.3	7.4	-	-	-	PE(X)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	0.3	0.0	1.3	8.8	8.2	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	-	1.0	1.0	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	-62.1	-51.0	98.1	-202.5	160.0	CAGR(%)	6.2%	5.5%	-16.2%	6.2%	5.5%
经营活动产生现金流量	8.4	6.6	178.6	-99.0	280.2	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-4.8	-16.0	-200.0	-200.0	-	ROIC/WACC	3.2	2.6	1.9	2.2	1.4
融资活动产生现金流量	-4.4	-15.8	287.2	119.0	-256.0	REP	-	-	-	-	-

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邹润芳、王书伟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳		panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034