

# 主业回暖，机器人与互联网新业务爆发在即

深度研究报告/机械行业

2016年5月6日

## 报告摘要：

### ● 业绩亮丽，主业回暖，机器人业务爆发

公司15年年报归母净利1.03亿元，同比增长129.49%，公司投资的工业机器人的代理销售及系统集成业务快速发展，收入较去年同期增长3014.87%。16年一季度收入同比增长30.67%，净利润同比增长20.77%。综合来看，主业回暖筑底，受益于工业机器人业务爆发，加上公司买方信贷坏账风险充分释放，带动业绩强势回归，反弹在即。

### ● 主业稳定支撑公司外延扩张战略

目前公司对主营业务的定位是稳定公司的横机业务，通过产品研发、国内外市场拓展、降成本费用、处置部分闲置资产及业务以及风险管理等方式将电脑横机业务打造成公司的营收及利润的稳定贡献渠道，成为公司的现金流业务。

海外营收在主营收入中占比已达41.1%，东南亚电脑横机市场前景广阔，公司率先布局巩固市场领先优势；鞋面编织横机产业，预计未来市场规模625亿，未来三年将分别达到7,000台、10,000台、15,000台，公司率先研究出横编一体成型的鞋面机，竞争优势明显，云集国内大牌客户；公司推出高效的自动对目缝合系统，迎合市场需求，市场规模约90亿元；公司的全成型电脑横机，是电脑横机的下一代新产品，极具竞争力。

### ● 战略转型全面发力，布局工业和服务机器人产业

**工业机器人系统集成布局：**公司积极外延式并购，先后投资芜湖固高、布局慈星机器人（浙江）、苏州鼎纳（江苏）、东莞中天（广东）完善了区域布局，定位于掌握核心技术的系统集成商，2015年经初步测算营收达到8000万左右。我国机器视觉市场容量和企业家数在快速增长，公司控股苏州鼎纳，未来三年公司业绩增速有望超过50%。

**服务机器人布局：**公司控股在智能交互与虚拟现实领域具有核心竞争力北京盛开互动，布局服务机器人领域，2016推出阿U兔智儿童机器人，2018年全球市场规模为50.43亿美元。

### ● 投资移动视频和移动广告，全面拥抱互联网

公司公告拟以10亿元现金购买两家公司，涉足移动视频和移动广告行业。管理层以积极的心态全面拥抱互联网变革，之前控股慈星互联，打造面向全世界毛衫市场的C2M、C2B智能柔性定制平台，平台将从2016年起开始营运，毛衫个性化定制业务未来三年具有高成长性。

### ● 高现金资产+低资产负债打开想象空间

公司层外延扩张意愿强烈，步伐逐渐加快。公司的资产负债率不到10%，将继续寻求好的标的，并加大对机器人及互联网业务的投资力度。控股股东孙平范先生已经有投资新三板公司九鼎集团及拟上新三板公司爱去欧净水科技、阿优文化、通过香港康宁公司投资卡泽洛尼外骨骼机器人等项目，不排除控股股东继续对外投资行为。

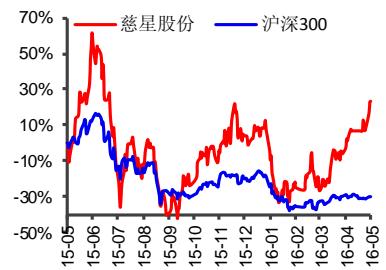
### ● 风险提示：经济下行以及收购公司业绩不达预期。

**强烈推荐**

首次评级

**合理估值：21-23元**
**交易数据 (2016-05-05)**

收盘价	18.36
近12个月最高/最低	25.19/8.53
总股本 (百万股)	802.00
流通股本 (百万股)	793.22
流通股比例	98.91%
总市值 (亿元)	147.25
流通市值 (亿元)	145.64

**该股与沪深300走势比较**


## 分析师

**分析师：朱金岩**

执业证号：S0100515030001

电话：(8610)8512 7532

Email:zhujinyan@mszq.com

## 联系人：

**研究助理：刘振宇**

执业证号：S0100115050027

电话：(8610)8512 7653

Email: liuzhenyu@mszq.com

**研究助理：李勇鹏**

执业证号：S0100115100037

电话：(8610)8512 7653

Email:liyongpeng@mszq.com

## 相关研究

## ● 盈利预测与投资建议

我们看好主业企稳后，转型机器人与互联网带来的估值提升机会，预计 16-18 年 EPS 0.21、0.27、0.34 元，首次覆盖，给予“强烈推荐”的投资评级，合理估值区间 21-23 元。

表 1：慈星股份盈利预测与财务指标

项目 / 年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	750	1,064	1,197	1,383
增长率 (%)	-1.83%	41.91%	12.54%	15.55%
归属母公司股东净利润 (百万元)	103	166	213	276
增长率 (%)	-129.49%	61.50%	28.26%	29.87%
每股收益 (摊薄后，元)	<b>0.13</b>	<b>0.21</b>	<b>0.27</b>	<b>0.34</b>
PE	143.40	88.80	69.23	53.31

资料来源：民生证券研究院

## 目录

<b>一、业务转型放量：主业企稳，机器人业务彻底爆发.....</b>	<b>4</b>
1、慈星股份股权结构图.....	4
2、公布15年年报：主业企稳，新业爆发，归母净利同比翻番.....	4
3、主业电脑横机收入与去年同比有所下降.....	5
4、买方信贷坏账风险充分释放，严控三费成效明显.....	6
<b>二、创新驱动，主业内暖，有力支撑公司外延扩张战略.....</b>	<b>8</b>
(一) 主营业务行业具备极大的海外拓展空间 .....	8
1、主业需求空间仍确定性可期.....	8
2、东南亚市场前景广阔，公司率先布局巩固市场领先优势.....	9
(二) 创新驱动发展，三大产品引领行业变革 .....	11
1、鞋面编织横机，未来市场规模625亿.....	11
2、自动对目缝合系统，未来市场规模为约90亿元.....	13
3、全成型电脑横机，电脑横机的下一代新产品.....	13
<b>三、战略转型全面发力，布局工业+服务机器人产业.....</b>	<b>14</b>
(一) 中国机器人市场均具备千亿空间.....	14
1、中国工业机器人未来三年市场规模超过700亿，CGAR约26% .....	14
2、2015-2018全球服务机器人市场规模394亿美元，CGAR约21% .....	14
(二) 公司战略清晰，全面布局工业+服务机器人.....	15
1、与固高合作，攻占工业机器人控制系统制高点 .....	15
2、着力打造工业机器人系统集成业务，完善了区域布局.....	17
3、控股北京盛开互动，布局服务机器人领域 .....	18
4、控股苏州鼎纳，进军机器视觉市场.....	19
<b>四、投资移动视频和移动广告，全面拥抱互联网.....</b>	<b>21</b>
插图目录 .....	24
表格目录 .....	25

## 一、业务转型放量：主业企稳，机器人业务彻底爆发

### 1、慈星股份股权结构图

图 1：慈星股份股权结构图

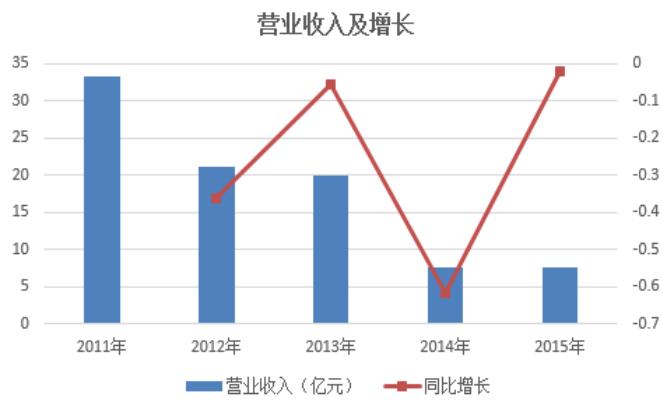


资料来源：公司公告，民生证券研究院

### 2、公布 15 年年报：主业企稳，新业爆发，归母净利同比翻番

2015 年主营业务收入约 7.50 亿元，同比略微减少 1.55%，归母净利同比增加 129.49%，公司投资的工业机器人的代理销售及系统集成业务快速发展，较去年同期增长 3014.87%。自 2012 年起，国内毛衫行业持续不景气，电脑横机替换手摇横机的需求已近饱和，而对电脑横机的因设备磨损老化的自然更新需求尚处于初期阶段，电脑横机市场竞争加剧，电脑横机销售量大幅减少且产品销售价格有所下降，慈星股份营业收入大幅下降，且计提的坏账准备及其他减值的金额增加，导致公司在 2014 年出现巨额亏损。

公司新业务自动化设备与项目集成今年集中爆发，成为业绩新增长点。2015 年全年贡献 8013.48 万元，较去年同期增长 3014.87%，目前已经成为公司除电脑横机以外的第二大主业，业绩放量的速度比想象中要快。

**图 2：慈星股份主营业务收入及增长**


资料来源：Wind, 民生证券研究院

**图 3：慈星股份归属于上市公司股东净利润及增长**

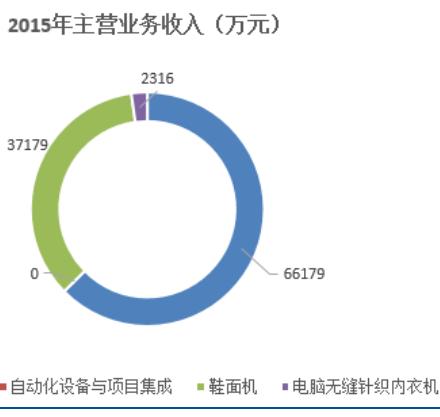

资料来源：Wind, 民生证券研究院

### 3. 主业电脑横机收入与去年同比有所下降

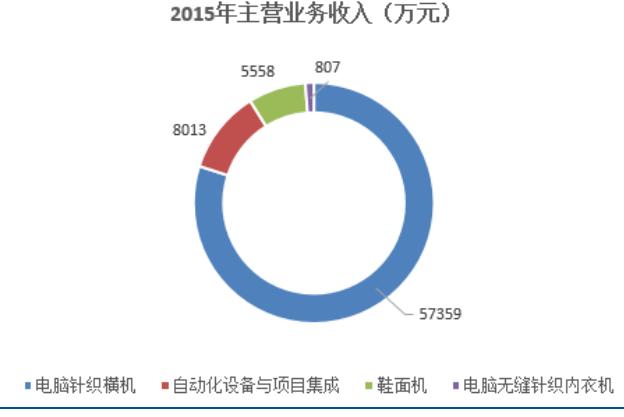
2015年横机销量较去年有所下滑。2014年电脑横机销售收入约6.62亿元，在主营业务收入中占比91.4%，2015年电脑横机销售收入5.74亿元，占总营收的77.04%，较去年占比下降14%，这主要是公司自动化设备已成长为公司的第二主业，开始贡献业绩。

预计电脑横机销量2016年将逐渐企稳，以形成稳定现金流。2008—2011年在行业进口替代、人工替代的驱动下，慈星股份凭借先进技术、高性价比优势和完善的营销售后体系，市场销量和份额快速提升，2011年电脑横机销量达到28463台，市场份额为36%，但是近年来，电脑横机市场需求大幅下滑，市场竞争加剧，公司订单有较大幅度下滑，产品销售价格有所下降，2014年销量在9500台左右，市场份额约24%；2015年销量较上年基本上维持稳定，公司预计2016年将进行价格调整，所以销量预计会有一定上升。

电脑横机的毛利率较为稳定，保持在41%左右。这得益于公司的品牌优势、技术优势和规模效益的成本优势，预计随着公司进一步降低成本控制费用，尽管产品价格在降低，产品的毛利率将会保持稳定。

**图 4：慈星股份 2014 年主营业务构成**


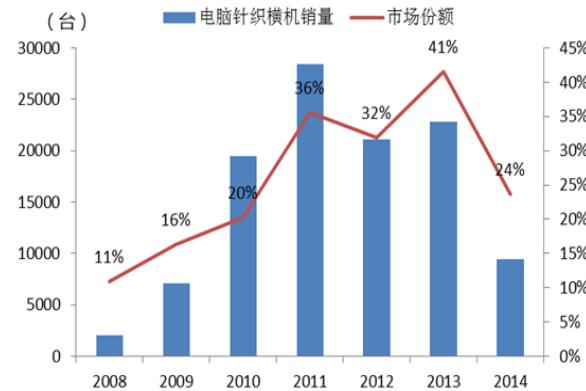
资料来源：wind, 民生证券研究院

**图 5：慈星股份 2015 年主营业务构成**


资料来源：Wind, 民生证券研究院

**图 6：慈星股份电脑横机收入和毛利率**


资料来源：Wind，民生证券研究院

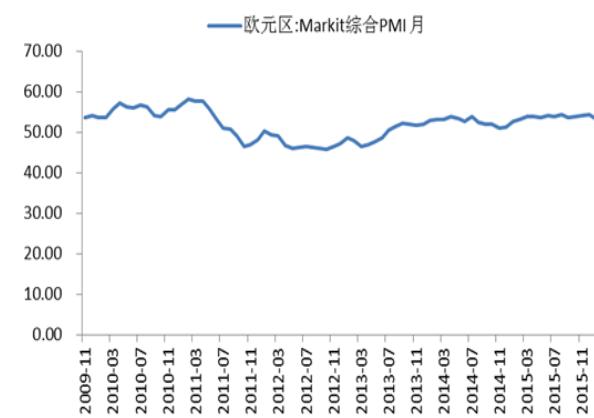
**图 7：慈星股份电脑横机销量和市场份额**


资料来源：公司公告，中国纺织机械协会，民生证券研究院

**电脑横机业务下游毛衫行业企稳回暖。**电脑横机用于生产毛衫等针织服装，而由于穿衣习惯，欧美地区是毛衫的消费大区，在中国一人一年平均顶多消费一件，欧洲国家人平均消费六七件；自欧债危机爆发后，下游毛衫需求量和产量下降，在2013年探底之后，针织服装的产量已经整固企稳，纺织服装、服务业的固定资产投资完成额增速在2014年3月探底后呈现企稳回暖趋势，随着欧美经济不断复苏，下游毛衫行业向好趋势将进一步明朗化。

**图 8：针织服装产量和纺织服装制造业固定投资完成额**


资料来源：Wind，民生证券研究院

**图 9：欧元区经济缓慢复苏**


资料来源：Wind，民生证券研究院

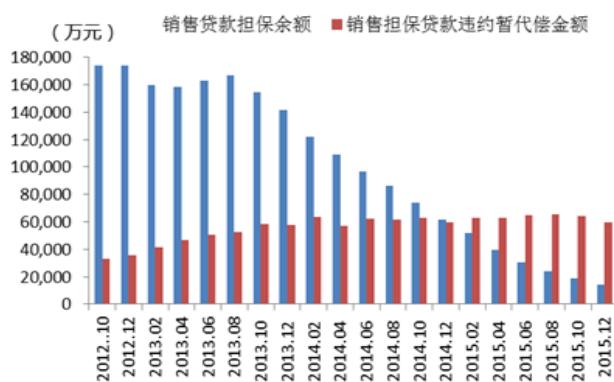
#### 4、买方信贷坏账风险充分释放，严控三费成效明显

**激进的销售方式导致坏账损失大幅提升。**为解决毛衫针织厂商临时性设备升级资金压力，抓住电脑针织横机升级换代的市场机遇，公司在产品销售过程中接受客户采用买方信贷结算的付款方式，其中买方信贷具体包括销售担保贷款和委托贷款两种方式，客户贷款期限一般为2年左右，2008年至2011年，公司通过买方信贷方式实现的销售金额占总销售额63%-75%，但是2012年后下游行业经济景气度下降，客户的经营面恶化而大面积违约，企业的坏账损失大幅提升，从2010年到2014年，累计坏账计提达到8亿。

**买方信贷坏账风险释放完毕。**公司加大客户代偿款的追讨工作，同时加强买方信贷的资信审核并大幅降低了买方信贷模式的销售规模，控制降低了风险。销售贷款担保余额由 2012 年 10 月的 17.43 亿降到了 2015 年 12 月的 1.45 亿，降幅 91.69%，销售担保贷款违约暂代偿金额 2014 年 10 月的 6.31 亿元降到到 2015 年 12 月的 5.95 亿元，买方信贷坏账风险释放完毕，现已出清历史负担，对未来利润影响较小。

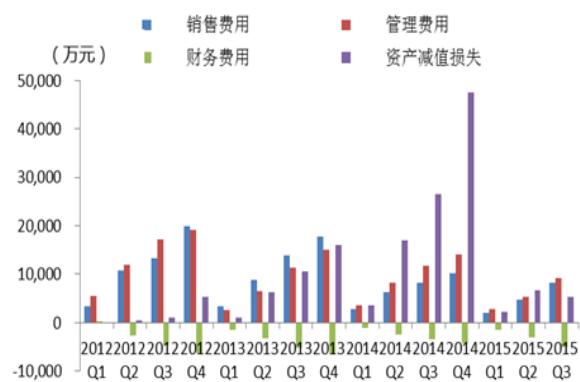
**严控三费，盈利能力有效提升。**公司严格控制财务费用、管理费用、销售费用，大力降低成本，三费支出总额由 2012 年的 3.26 亿降到 2014 年的 2 亿，2015 年还会较大幅度降低，企业的盈利能力得以有效提升。并筹划员工持股计划激励员工的积极性，提升公司的管理效率。

图 10：慈星股份买方信贷担保余额和暂时代偿金额情况



资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 11：慈星股份严控三费，降低资产减值损失



资料来源：Wind，民生证券研究院

## 二、创新驱动，主业回暖，有力支撑公司外延扩张战略

### (一) 主营业务行业具备极大的海外拓展空间

#### 1、主业需求空间仍确定性可期

从电脑针织横机的发展前景来看，电脑针织横机对传统手摇针织横机的替代需求、现有电脑针织横机的自然更新升级需求、以及欧美经济复苏所带来的国产横机的出口需求，将在未来几年内成为我国电脑针织横机市场快速发展的主要推动力。

**替代需求：2015—2018 平均每年需求 1.25 万台。**根据国际纺织制造商联合会数据显示，中国手摇横机在 2004—2013 年 10 年间的保有量为 30.2 万台，加上 2014 年、2015 年增加的 6000 台左右，则国内手摇横机出货量在 2014 年底应为 30.8 万台，扣除三年间已经替换掉的 15.4 万台，则仍有 15.4 万台的手摇横机/半自动横机替换空间。而一台电脑横机相当于三台手摇横机的生产效率，据此折算，我国仍有 5 万台电脑横机的替换空间，若 2015—2018 四年替换完毕，则平均每年替换 1.25 万台。

**更新需求 2016—2018 年均潜在替换量可达 5.3 万台。**随着设备的磨损老化以及市场容量逐步增大，自然更新需求随之增长，未来将为我国电脑横机提供长期、稳定的市场空间。同时，作为先进制造设备，我国电脑针织横机产品将在实现与全球技术发展同步的同时，不断强化自主创新以提高产品性能，而性能的提升必将带来针织企业设备的二次更新换代，技术升级不断创造新的市场需求。根据中国纺机协会的统计数据显示，国产电脑横机平均使用寿命为约 8 年。则 2016 年的国内潜在替换数量为 2008 年的电脑横机出机量，以此类推，预测国产电脑横机将在 2018 年迎来替换需求的高峰，2016-2018 年均潜在替换量可达 5.3 万台。

**出口需求：2015 年达到 2 万台/年的出口规模。**随着欧美经济的复苏，近年来我国毛衫的出口保持了良好的发展态势，由此也促进了国产横机的出口市场规模。根据海关与纺机协会统计数据显示，国产电脑横机 2010 年至 2014 年的出口台数分别为约 1020 台、2800 台、5500 台、8000 台、15000 台，按照近年来的年均复合增长率保守估计，国产电脑横机有望在 2015 年达到 2 万台/年的出口规模。

图 12：国内电脑横机行业发展阶段

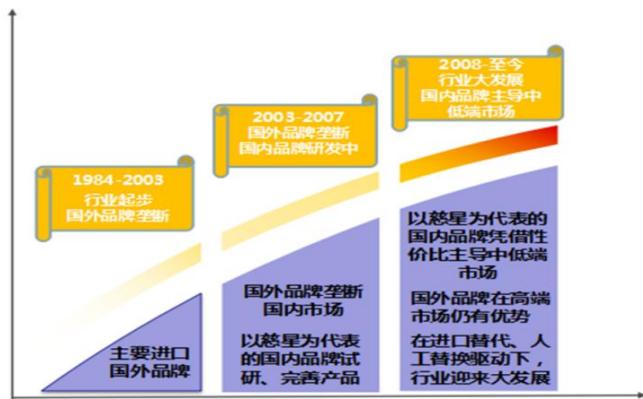


图 13：国内电脑横机市场历史销量和未来销量预测



资料来源：民生证券研究院整理

资料来源：中国纺织机械协会，民生证券研究院

## 2、东南亚市场前景广阔，公司率先布局巩固市场领先优势

**东南亚国家纺织产业比较优势突出。**纺织行业是劳动密集型行业，而东南亚国家的纺织工人工资相对我国低很多，据统计，东南亚国家一般纺织工人平均每月工资是 50~250 美元，其中孟加拉国较低，越南较高，而我国东部沿海地区纺织工人均每月工资是 500~600 美元，纺织企业在中国的生产成本比越南高 35%；东南亚国家加入 TPP 协议，享受对多国出口零关税政策，欧盟对柬埔寨、越南等国纺织品征收约 2%~3% 的低关税，对我国同类产品则征收约 12% 的关税，这使得东南亚国家纺织品在欧美市场更具价格优势；东南亚国家高度重视发展保护纺织产业，政府纷纷出台各种优惠政策成功吸引大量海外投资者投资建厂，中国纺服装企业在东南亚国家设厂，企业的利润能够提高 20% 左右。

**东南亚国家纺织市场前景广阔。**麦肯锡公司在最近做的一项问卷调查中发现，在客户决策人心目中，前 5 名的优先采购货源国都是东南亚国家；预计到 2025 年，全球纺织品销售额达 7020 亿美元，其中东南亚占 16%，约为 1100 亿美元。

表 1：东南亚重要纺织产业国概况

东南亚诸国	纺织产业概况
孟加拉国	纺织服装业约占工业总产值的 38%，占出口的 80%，拥有 2 千多家纺织厂，6 千多家成衣加工厂，2012~2013 财政，孟加拉国纺织服装业出口总额为 215.1 亿美元，2013~2014 财政，成衣制造业出口收入 120.4 亿美元，同比增长 15%；纺织机械主要依赖进口，很多纺织机械产自德国、日本，缝制机械需求量将不断上升；有 11 亿米的坯布用半机械化/机械化动力织机以及手摇织机生产；一般纺织工人平均每月工资约 40 多美元，对外资纺织厂商减免 10 年所得税
越南	2007~2013，越南纺织服装出口额均增长率为 17%，2013 出口额 220 亿美金，出口量占全国总产量的 80% 以上；纺织服装业已成为越南最具规模的经济行业，共有企业 4000 家，行业所使用的机器大部分都是进口的；有关专家表示，未来一段时间，越南纺织品出口规模将占东南亚的 50%；预计到 2025 年越南纺织品出口额将达 500 亿美元
印度	纺织业是印度国家支柱产业之一，纺织品出口占总出口外汇 27% 左右，纺织工业占国家工业生产总值 14%。世界纺织服装贸易份额占有率达到 4.5%，力争到 2020 年上升至 8%，印度纺织业的优点是劳动力价格低，原料多样化，有传统设计技术及庞大的国内市场；印度纺织业平均工资为 0.38 美元/小时；2012~2017 年，印度纺织服装业的计划投资额将增加 295 亿美元
缅甸	缅甸被国际买家视作是尚未开发的成衣生产中心与下单采购的目标国，成衣出口 2009~2013 年均复合增长率 24.7%，2013 年出口额 12 亿美金，占出口总额 10%~12%，预计未来 10 年内缅甸成衣产品出口额将增加至 100 亿美元；纺织品及成衣制造商家数为 240 家，家数呈稳定增长，合格缝纫工每月 85 至 110 美元不等，服装的工艺及制造品质高，大多数工厂聚焦于中端至高端产品制造；通过官方渠道申请进口纺织机械享有三减两免
柬埔寨	纺织业占柬埔寨出口的 96%，和 GDP 的 13%，制衣业出口量占全国出口工业产品的 75%；美、欧、日等 28 个国家给予柬埔寨普惠制待遇，中柬两国关系好，柬给予我国企业的优惠政策多；明年将提高纺织业工人最低工资至每月 140 美元，对外资纺织厂商减免 9 年所得税
印度尼西亚	纺织成衣业是印度尼西亚制造业的支柱产业，纺织、皮革及运动鞋产业合计产值对印尼经济增长的贡献度约为 9%，2008~2013 年，这些产业年平均增长率达 4%，预估今年印尼纺织品出口金额为 120 亿美元
巴基斯坦	纺织和服装生产总额占国内生产总值的 46%，出口额占出口总额的 67%，在未来几年出口纺织品和成衣超过 200 亿美元，同时将会投入 320 亿美元到纺织机械业，近几年，巴支付了超过 40 亿美元（进口额增长了 66.29%）进口大量的纺织机械及服装机械，从 2010 年开始，将允许企业享受这类设备进口零关税和 5 年免税政策

资料来源：民生证券研究院整理

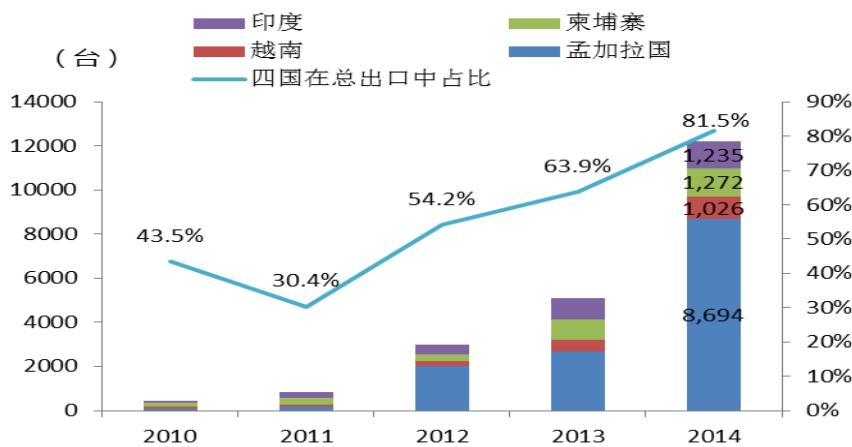
表 2：纺织品优先采购货源国排名

货源国	采购优先度排名
孟加拉国	1
越南	2
印度	3
缅甸	4
柬埔寨	5
中国	6
印度尼西亚	7
巴基斯坦	8

资料来源：麦肯锡，民生证券研究院

**国产横机有竞争力，获得可东南亚市场认可。**孟加拉、柬埔寨及越南等东南亚国家是仅次于中国的毛衫生产基地，基于下游产业的蓬勃发展，这些国家正在成为一个新兴的电脑横机消费市场，但本地的电脑横机厂商比较少，多数设备依赖进口，日本和欧洲的电脑横机由于技术先进，性能好，生产率高，占据了东南亚的高端市场，而中国出口的电脑横机性价比更高，正逐步获得可市场的认可，近几年出口东南亚国家的电脑横机数量快速增加，孟加拉国、越南、柬埔寨和印度四国电脑横机总出口量由 2010 年的 444 台增加到 2014 年的 12227 台，向四国出口的电脑横机总量占总出口的比例由 43.5% 增加到 81.5%。

图 14：东南亚四国电脑横机出口数量及占比近几年都在快速提高



资料来源：中国纺织机械协会，民生证券研究院

**东南亚电脑横机市场需求大。**据初步统计仅孟加拉拥有 40-50 万台的手摇横机的保有量，按照目前替换率，全渗透情况下约 20-30 万台的电脑横机需求。初步判断上述国家预计 2016 年左右将进入类似于中国 2008 年到 2011 年期间的人工替代阶段，将爆发极大需求，市场规模有 100 多亿到 200 多亿。

**公司创新发展模式，加快东南亚拓展。**近年来，公司充分发挥多年国内市场积累的品牌、技术、性价比优势，积极创新业务模式加快开拓孟加拉、柬埔寨及越南等东南亚市场，打造新的增长极。一方面采用代加工衣片模式，在上述国家设立公司，租用厂房为合作客户代加工衣

片，收取加工费；另一方面采用类融资租赁模式，在上述国家设立公司，租用厂房将电脑机租给合作客户收取租赁费。

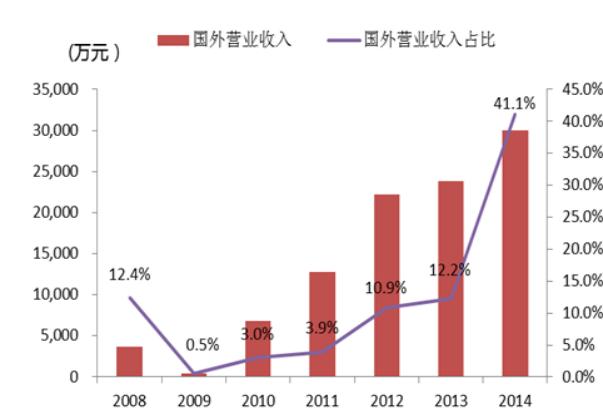
公司海外主营业务收入增加较快，在主营收入中占比已达 41.1%。2014 年海外主营业务收入约 7.3 亿元，同比增加 25.7%，海外主营业务收入占总主营业务收入 41.7%，2015 年三季度前五大客户都来自国外。但今年公司出口业务出现下滑，因为国内其他厂家也开始开拓海外市场，同时日本岛精公司推出了 2 万美元左右的产品，对公司产品销售构成了进一步挑战，如果针织行业产业转移的速度符合预期，公司将依靠完善的售后服务与零配件供应体系，打败日本岛精、德国斯托尔，抢占海外市场份額。

表 3：2015 年三季度前五大客户都来自国外

2015年三季度前五大客户		
客户名称	金额	占总营业收入的比例(%)
RGR SWEATER LTD	2253万	3.82
NATURAL WOOL WEARS LTD	1530万	2.59
HAESONG CORPORATION LTD	1290万	2.19
MATRIX SWEATERS LTD	1223万	2.07
STARLIGHT SWEATERS LTD	984万	1.67
合计	7280万	12.34

资料来源：公司公告，民生证券研究院

图 15：国外营业收入及占比近几年都在快速提高



资料来源：Wind，民生证券研究院

## （二）创新驱动发展，三大产品引领行业变革

### 1、鞋面编织横机，未来市场规模 625 亿

各大体育品牌催热鞋面编织横机产业。2012 年，耐克革命性地推出飞织鞋面，并在多款跑鞋上使用后，阿迪达斯也跟着推出了飞织鞋产品。至 2014 年，安踏、361°、匹克等国内知名运动品牌也都推出了同类产品。融合服装针织技术和体育用品制鞋科技的飞织鞋，具有轻便性、贴合感与透气性三大优势，给人带来全新的体验和感受，已成为运动用品行业的一个大热点，显示出了巨大的市场潜力。公司跑步系列产品的全球销售额保持着每年 30% 以上的增长率，势头远超足球和篮球两大品类，飞织系列跑鞋有望成为公司下一个 10 亿美元销售额的商品。

图 16：耐克飞织鞋面和飞织跑鞋



资料来源：公司公告，民生证券研究院

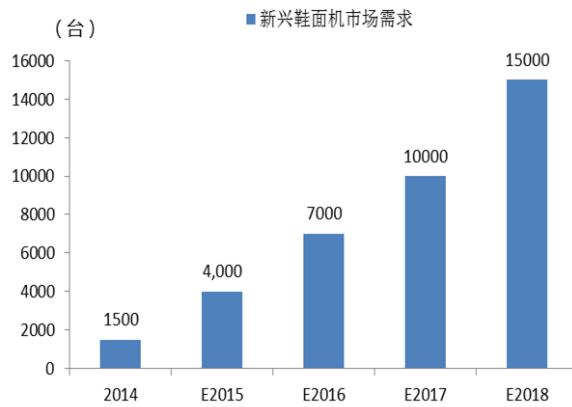
**鞋面编织横机市场需求未来几年将持续较快地增长。**鉴于目前鞋面编织横机尚处于产品导入期，2014年，我国鞋面编织横机的产销量约为1,500台，根据2015年前8个月的生产情况分析，2015年我国鞋面编织横机的总产量将提高到约4,000台，预计2016、2017、2018年将分别达到7,000台、10,000台、15,000台，鞋面编织横机未来几年将持续较快地增长。

图 17：慈星鞋面编织横机



资料来源：公司官网，民生证券研究院

图 18：我国鞋面编织横机产销量预测



资料来源：中国纺织机械协会，民生证券研究院

**鞋面编织横机市场潜力巨大，市场规模625亿。**中国每年生产运动鞋50亿双左右，占全球运动鞋产量的4/5，则全球运动鞋产量为62.5亿双左右，目前以轻薄为特点的跑步鞋占比已超过30%，鞋面编织横机的年产能为5000双/台，鞋面编织横机单价约为10万/台，若未来50%跑步鞋采用编织方式，则在运动鞋领域预计全球鞋面编织横机市场需求量为62.5万台，市场规模约为625亿。除此之外鞋面编织横机还能向雪地靴等非皮革类制鞋领域延伸，所以未来市场规模将更大。

**公司率先研究出横编一体成型的鞋面机，云集国内大牌客户。**鞋面机与电脑针织横机有很多相似之处，慈星凭借其在电脑针织横机领域强大丰富的技术储备于2013年率先研究出横编一体成型的鞋面机，打破了德国电脑横机制造商STOLL的单极格局。目前鞋面机客户主要有晋江的国际品牌代工厂以及李宁、安踏、鸿星尔克、361度等国内品牌。慈星采取多种措施

加快市场推广和培育，在客户群集中的江设立研究院，为客户提供纱线—制版—后道等一条龙服务，给客户解决新工艺新设备的后顾之忧，慈星将通过各类展销会及产品推介会等形式加大鞋面机在制鞋集群区域的市场推广及销售工作，并争取进入更多品牌代工厂。

**公司鞋面机竞争优势明显，随着市场成熟将再创针织横机辉煌。**自该产品上市以来，实现累计订单 1000 台目标并完成大部分订单发货，2014 年营业收入 3789 万元，在鞋面机市场份额占比为 8%-10%。STOLL 的横编一体成型鞋面机的价格为 30-40 万/台，慈星的横编一体成型鞋面机为 10 万/台，具有明显得价格优势。随着 Adidas 以及其他运动品牌的跟进，引领编织鞋面快速普及，公司有望凭借设备性价比高、技术领先和客户基础等优势再创针织横机辉煌。

## 2、自动对目缝合系统，未来市场规模为约 90 亿元

事坦格“Aquarius”毛衫自动对目缝合系统是公司针对目前毛衫生产过程中缝合工艺复杂、用眼疲劳严重、劳动强度大、缝合工难招等严重影响毛衫产业可持续发展的难题，整合公司旗下中国、瑞士和意大利三地研发人员共同打造的一款高效缝合系统。该系统实现了毛衫后期加工的自动针对针缝合，在降低劳动强度，提高生产效率的同时降低了损耗，突破了传统毛衫缝合只能通过繁琐的手工视觉对目的瓶颈，将使毛衫缝合的工艺流程得到极大提升。

此新产品系客户刚需延展，该产品已在 2014 年 6 月份上海展会时展出，目前已完成功能性样机设计及制作，正进行稳定性测试及市场验证工作，同时开始着手建立批量生产的供应体系及备货，争取尽早实现产品的定型并进入大批量生产推广阶段。

目前存量电脑横机约有 45 万台，按照 10 台电脑横机对应 1 台自动对目缝合系统来计算，需要约 4.5 万台自动对目缝合系统，自动对目缝合系统的价格为 20 万/台，则市场规模为约 90 亿元

## 3、全成型电脑横机，电脑横机的下一代新产品

**全成型电脑横机与上一代产品相比优势明显。**随着针织时装业的迅速发展，消费者的潮流触觉越来越敏锐，人工成本逐渐上升，毛衫后整理工序工人紧缺等等原因的影响，全成型电脑横机，作为电脑横机的下一代新产品，成为众多毛衫企业的首选，以适应市场的需求，降低对劳动力的依赖性，减少相关的成本费用，同时还可以缩短备货时间，提高劳动生产率。

**慈星的全成型电脑横机极具竞争力。**慈星瑞士研发团队负责全成型电脑横机项目的研究工作，全成型电脑横机的样机已经研发出来，该产品已在意大利 ITMA 国际纺机展首次亮相展出，该产品非常适合毛衫个性化定制服务，为公司推出的针织毛衫定制平台坚定坚实技术基础；由于采用独创的技术路线，预计国产化后售价在 20-30 万元，而作为唯一日本道精竞争对手日本道精的同类产品售价在 15 万美元/台，慈星的全成型电脑横机将极具竞争力。

### 三、战略转型全面发力，布局工业+服务机器人产业

#### (一) 中国机器人市场均具备千亿空间

##### 1、中国工业机器人未来三年市场规模超过 700 亿，CGAR 约 26%

中国已连续两年成为全球第一大工业机器人市场。近年来中国市场工业机器人销售量保持较快增长，由 2001 年的 700 台增长到 2014 年 57096 台，年均复合增长率为 40.3%，2014 年中国工业机器人市场约占全球市场总销量的四分之一，已连续两年成为全球第一大工业机器人市场。

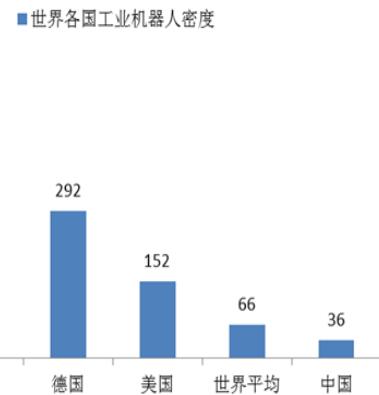
未来三年市场规模为超过 700 亿元。我国工业机器人密度只有 36 台/万人，远低于世界平均水平和发达国家，未来我国工业机器人市场潜力巨大。据 IFR 预测，2015 年我国工业机器人销量 75000 台，2018 年销量将达到 150000 台，2016—2018 年均复合增长率约 26%。假设单台机器人平均售价为 20 万元，则未来三年市场规模为超过 700 亿元。

图 19：2015—2018 我国工业机器人销量 CAGR 约 26%



资料来源：IFR，中国产业信息网，民生证券研究院

图 20：我国工业机器人密度远低于世界平均和发达国家水平



资料来源：IFR，民生证券研究院

国内企业工业机器人销量较快增长。2014 年国内企业在我国销售工业机器人总量超过 16900 台，按可比口径计算 2014 年销量较上年增长 25%，考虑到前期研发企业实现投产、新企业进入等因素，实际销量比上年增长 76.6%。从具体企业看，超过 85% 的国内企业销售量较上年增长，部分龙头企业销量增幅近 50%。2015 全年国产工业机器人销售总量将超过 22000 台，同比增长约 30%。

##### 2、2015-2018 全球服务机器人市场规模 394 亿美元，CGAR 约 21%

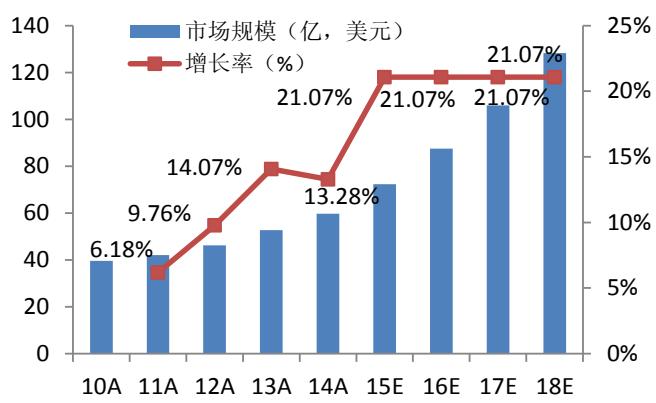
2014 年全球服务机器人市场规模约为 59.7 亿美元，2010-2014 年均复合增长率 10.8%。其中家庭/个人服务机器人的市场份额为 36.85%，专业服务机器人为 63.15%。专业服务机器人全球销售额约为 37.7 亿美元，销量约为 24207 台，销量同比增长 11.5%；个人/家用服务机器人 2014 年全球销售额约 22 亿美元，销量约为 470 万台，销量同比增长 28%；

个人/家用服务机器人占比不断提高。

2015-2018年全球服务机器人市场总规模约394亿美元，四年年均复合增长率21.07%。

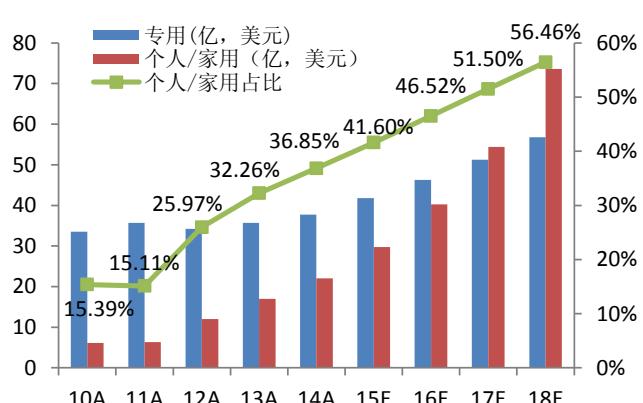
其中专业服务机器人市场规模为196亿美元，个人/家庭服务机器人市场规模将超越专业服务机器人达到198亿美元。2015-2018年全球服务机器人需求总量将达到3515万台/套，其中专业服务机器人销量15.2万台/套，个人/家庭服务机器人3500万台/套。个人/家用服务机器人市场规模将超越专用机器人市场规模。日本机器人协会预计，至2025年全球服务机器人产业的规模将达到每年500亿美元，是现在规模的10倍。

图 21：2015—2018 全球服务机器人销量 CAGR 约 21%



资料来源：IFR，民生证券研究院

图 22：全球专用和个人/家用服务机器人市场规模



资料来源：IFR，民生证券研究院

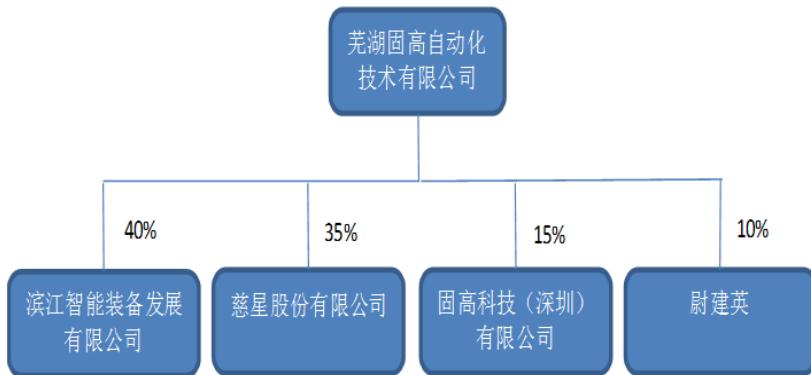
我国服务机器人行业依然面临较大的发展机遇和发展空间。但在服务机器人领域，发达国家虽然已经取得一定进展，但服务机器人仍属于新兴产业，中国与发达国家之间的差距并不大，在一些技术上甚至还处于领先地位。同时，由于服务机器人需要结合特定的市场进行研发，我国本土企业更容易结合本地文化和环境进行市场定位，从而拥有一定的竞争优势。所以，我国服务机器人行业依然面临较大的发展机遇和发展空间。

## (二) 公司战略清晰，全面布局工业+服务机器人

### 1、与固高合作，攻占工业机器人控制系统制高点

投资芜湖固高，主营工业机器人驱控系统。慈星股份持有芜湖固高35%的股份，芜湖固高主要产品有工业机器人运动控制器、工业机器人伺服驱动器以及其他相关外围设备，将重点开发、生产工业机器人驱控一体化控制器以及工业机器人在不同行业中具体应用的工艺软件包，涉及到机器人上下料、码垛、打磨、喷涂等行业的应用。目前已经完成控制器研发工作，2014年完成几十套控制器销售，2015年经营计划目标出货600-800套，主要是给埃夫特配套为主，待产品更加成熟稳定，将进一步加大市场推广工作。

图 23: 芜湖固高股权结构



资料来源：公司公告，民生证券研究院

参股公司固高科技具有强大的技术优势。固高科技是国内技术领先的自动控制产品供应商，国家级高新技术企业。固高科技致力于运动控制、图像与视觉传感、机械优化设计、伺服驱动等工业自动化技术的研发和应用，自主研发的基于 PC 的开放式运动控制器、嵌入式运动控制器、网络式运动控制器、计算机可编程自动化控制器产品与系统，综合性能已达到了国际一流水平，填补了国内同行业的多项空白。固高科技在运动控制器市场份额位居首位，2013 年达 14.2%，特别在 PC-based 控制器领域市场份额更是高达 45.32%。固高科技的产品广泛应用于数控机床、机器人、服装加工机械、生产自动化等 60 个行业，服务 1700 多家客户和 200 多家系统集成商。截至目前，固高科技自主研发的控制系统，涵盖了从三轴到八轴各类型号机器人。其中，技术难度最大的八轴机器人控制系统已经可以实现批量生产。

图 24: 固高科技主营产品



资料来源：公司官网，民生证券研究院

国内机器人控制器市场正在启动。2014 年中国控制器市场规模达 19.6 亿元，其中，机器

人控制器约 2.9 亿元，占比 13%，多数控制器厂商表示，其机器人控制器的出货量在 2014 年的增幅都在 50% 以上，预计 2017 年机器人用控制器在控制器市场上占比将提升至 23% 以上。

预计 2017 年中国工业机器人用伺服系统市场规模达 20.4 亿元。2014 年中国伺服系统市场规模达 49 亿元，同比增长 10%；其中，工业机器人用伺服系统市场规模约 7.6 亿元，占比 16%。未来国内外伺服系统厂商将机器人市场作为重点的发展方向，预计 2017 年工业机器人用伺服系统在伺服系统市场上占比将提升至 26% 以上，市场规模达 20.4 亿元。

## 2、着力打造工业机器人系统集成业务，完善了区域布局

系统集成应用是机器人产业中非常重要的一环。系统集成应用某种程度上起到组织和推广的作用。一般从方案的制定开始，包括系统设计、目标环境准备、子系统整合、机器人系统整合、测试和现场调试，直到实际运行、验收和售后服务，全过程都由系统集成商承担。

我国企业在工业机器人系统集成领域可扬长避短。目前我国企业还没有掌握核心零部件关键技术，核心零部件（控制器、伺服驱动、减速器等）仍然依赖进口，成为制约我国机器人产业发展的主要瓶颈。但是我国系统集成商仍然可以依据客户需求配置国外的高端设备、国内的中端或低端设备，甚至在高端设备上也可以部分选用国产品牌，再综合打包成系统，以为客户提供一套数字化工厂的一体化解决方案。这样系统的先进性以及总体稳定性都较高，而且价格相对合理，也更具优势，能够为国产品牌机器人的研发推广打开一扇窗，从而弥补自身核心零部件关键技术的不足，实现与国外先进企业差异化竞争。

我国企业在工业机器人系统集成领域有一定竞争优势。在工业机器人领域，我国企业目前主要的竞争优势在系统集成方面，国际四大机器人公司（德国库卡、日本发那科、日本安川、瑞士 ABB）在工业机器人制造领域有深厚积累和强大实力，但在系统集成领域，中国企业赶超势头很猛，中国企业市场份额由曾经的 20% 达到现在的 50%。

积极外延式并购，定位于掌握核心技术的系统集成商。在工业机器人系统集成领域，公司围绕市场、技术、生产需求整合并购资源，投资控股了慈星机器人、苏州鼎纳及东莞中天，建立了各具特色的技术研发和市场营销中心，实现了工业机器人系统集成业务在长三角、珠三角区域的布局。这三家公司业务形成良好互补，协同效应明显，2015 年经初步测算营收达到 9000 万左右，基本上达到公司年初制定的目标。

**表 4：工业机器人系统集成领域布局情况**

控股公司	地点	股权结构	经营范围	特点
慈星机器人	浙江	慈星股份 (80%) 艾伏特 (20%)	以埃夫特工业机器人的销售和系统集成为主，重点开发汽车零部件生产行业的焊接搬运、电子及小家电行业精装配、五金行业打磨等行业集成	充分整合行业领先的企业及技术资源，致力于为客户提供最具性价比的“机器换人”解决方案，并充分利用行业领先的系统研发优势，与主流的工业机器人本体制造商、终端合作伙伴紧密合作
东莞中天	广东	慈星股份 (60%)	主营业务为自动化机器研发、制造，核心产品包括机器人自动打磨房、高铁钢轨全自动打磨机器人等，主要应用在3C、汽车、卫浴等行业	中天机械设计制造及自动化领域专业技术人才占企业总人数的80%以上，在同行业中占据领先地位
苏州鼎纳	江苏	慈星股份 (68%) 江苏鼎图 (32%)	主要为包装印刷、电子、纺织、汽车制造、半导体、医疗制药等行业客户提供自动化装配线、视觉检测设备和解决方案，根据客户要求进行二次开发和定制服务，同时也是全球机器视觉领导品牌康耐视在苏州地区正式授权的代理商和解决方案提供商	视觉控制器丰富了公司自动化业务产品，可以应用在机器人领域，例如用于指引机器人在大范围内的操作和行动

资料来源：公司公告，民生证券研究院

**图 25：慈星机器人**


资料来源：公司官网，民生证券研究院

**图 26：慈星机器人视觉定位应用**


资料来源：公司官网，民生证券研究院

### 3、控股北京盛开互动，布局服务机器人领域

**控股北京盛开互动，预计今年推出儿童机器人。**公司投资控股北京盛开互动，使公司具备了较强的职能交互、人工智能及虚拟现实的开发能力，为公司合资设立开心果机器人的产品开发打下了基础，公司将于 2016 年进军服务机器人市场，将基于阿 U 的明星 IP 和内容产品结合盛开互动的人工智能及机器视觉等方面的技术积累，并借助阿 U 动漫品牌进行全国性的传播和影响推广服务机器人产品。公司第一个产品阿 U 免智儿童机器人预计将于今年推出。

**盛开互动优秀人才荟萃。**盛开互动是国家级高新技术企业与双软企业，依托中科院，共建“中科院数字互动媒体实验室”。公司创始人王阳生博士是中国系统仿真学会数字娱乐仿真本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

专业委员会的创始人与首任主任，公司核心团队均来自中科院体系。

**智能交互与虚拟现实领域具有核心竞争力。** 盛开互动专注于新媒体与虚实互动技术的研发应用，在智能交互与虚拟现实领域具有核心竞争力。公司曾参与了多项科技部 863 计划和其他国家级科技项目。通过投资盛开互动，慈星将获取大量在人机交互、虚拟现实，图形、图像以及语音处理等多个方面的国际先进技术，为进军服务机器人领域奠定基础。

图 27：盛开互动产品经营范围

智能应用系列	增强现实系列	虚拟仿真系列	体感互动系列	投影互动系列	触碰互动系列	电子沙盘系列	特殊显示系列	大屏显示系列
								
妙拍 变脸秀 智能导览 智能遥控 智能中控 场景合成和互动 虚拟拍照等等	二维码识别 特殊图案识别 自然图案识别 拍照合成 人像特效 等等	虚拟驾驶 虚拟飞行 虚拟划船 虚拟高尔夫 虚拟讲解员 等等	动作、声音、 手影识别 互动表情、试 衣、游戏 主动三维 等等	互动摄影机 互动地面、墙面 互动橱窗、镜子 互动翻书、台面 激光互动 等等	单点、多点触碰 场馆导览 电子签名 电子书 互动车型 等等	电子沙盘 投影沙盘 升降沙盘 等等	水、沙、雾幕 立体电视 旋转电视 全息显示 立体LED等 等等	弧、环幕 折、球幕 LED屏、DLP拼接 LCD拼接 拼接融合 等等

资料来源：公司官网，民生证券研究院

#### 4、控股苏州鼎纳，进军机器视觉市场

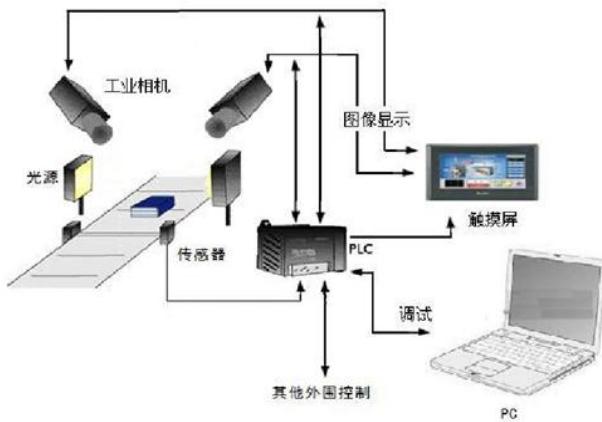
**机器视觉应用范围广泛。** 机器视觉就是用机器代替人眼来做测量和判断。随着微处理器、半导体技术的进步，以及劳动力成本上升和高质量产品的需求，国外机器视觉于 20 世纪 90 年代进入高速发展期，广泛运用于工业控制领域。

图 28：全球机器视觉主要应用领域



资料来源：立本信息研究中心，民生证券研究院

图 29：典型的工业用机器视觉系统图



资料来源：立本信息研究中心，民生证券研究院

**2018 年全球市场规模为 50.43 亿美元。** 全球机器视觉系统及部件市场规模由 2007 年 21.79 亿美元增长到 2013 年 34.01 亿美元，CAGR 为 7.7%，预计 2014—2018 年 CAGR 为 8.4%，2018 年市场规模为 50.43 亿美元。

**我国机器视觉市场正成为全球重要目标市场。** 2013 年全球机器视觉产业主要分布于北美、

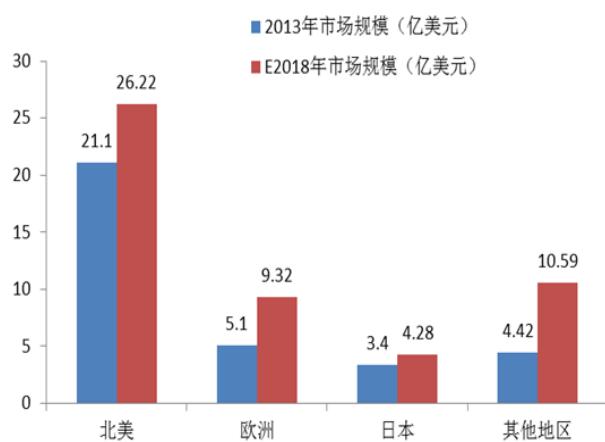
欧洲以及日本地区。其中北美占比 62%，欧洲占比 15%，日本为 10%。随着全球制造中心向中国转移，成为国际机器视觉厂商的重要目标市场，预计到 2018 年包括中国在内的其他国家机器视觉占比将达到 21%，市场规模达到 10.59 亿元。

图 30：全球机器视觉系统及部件市场规模和预测



资料来源：立本信息研究中心，民生证券研究院

图 31：全球机器视觉产业分布和预测



资料来源：立本信息研究中心，民生证券研究院

**我国机器视觉市场容量在快速增长。** 2006 年以后，我国机器视觉市场进入快速发展期，2010 年市场规模达到 8.3 亿元，同比增长 48.2%，到 2011 年突破了 10 亿元。2011 年以来，制造行业发展环境不佳，机器视觉也增速态势下滑，2012 年行业市场规模约 12.5 亿元。2013 年市场有所好转市场规模达到了 14.9 亿元增长 19.2%。

**我国机器视觉市场从业企业数量也在快速增长。** 目前进入中国的国际机器视觉品牌已超 100 多家，国内机器视觉企业也超过 102 家，机器视觉产品代理商超过 200 家，专业的机器视觉系统集成商超过 50 家，涵盖从光源、工业相机、工业镜头、图像采集卡以及智能相机等所有机器视觉产业链产品。

图 32：我国机器视觉市场规模



资料来源：立本信息研究中心，民生证券研究院

图 33：我国机器视觉市场从业企业数量



资料来源：立本信息研究中心，民生证券研究院

**苏州鼎纳拥有人才优势。** 2015 年 4 月慈星投资控制江苏鼎图投资有限公司切入机器视觉

系统业务。公司现拥有员工 70 余人，95%为大学本科及以上学历，研发设计团队由 20 多名博士、硕士及资深专业人员组成。其中，核心技术团队人员拥有十五年以上自动化检测设备的设计研发经验。公司成立至今已成功完成数千个视觉检测和研发项目。

**公司产品丰富，应用广泛。**产品系列包括读码器、机器视觉、视觉系统、视觉检测、工业镜头、视觉光源、辅件等七大类产品；下游客户广泛，包括自动化设备、汽车、电子、消费品、食品饮料、物流、医药医疗、半导体、太阳能、造纸、纺织等 11 个行业。

图 34：苏州鼎纳产品经营范围

读码器	机器视觉	视觉系统	视觉检测	工业镜头	视觉光源	辅件
						
条码验证器 手持式读码器 固定式读码器 激光轮廓仪	视觉软件 视觉传感器 工业相机 In-Sight 视觉系统	纱布、无纺布检测系统 机器视觉定位系统 In-Sight 视觉系统	表面检测 字符识别	非远心近摄镜头 变焦镜头	明线	OpenCV标定板 白平衡/彩色校准板 等等

资料来源：公司官网，民生证券研究院

**未来三年公司业绩增速有望超过 50%。**公司目前订单充足，但是由于项目的非标性，人员数量对业务规模产生限制。随着慈星对苏州鼎纳的收购，公司将步入发展快车道，预计公司 2016 年员工数量可突破 100 人，未来三年公司业绩增速有望超过 50%。

## 四、投资移动视频和移动广告，全面拥抱互联网

**投资移动视频和移动广告。**公司 2016 年 4 月 25 日公告拟投资 4 亿元收购杭州多义乐网络科技有限公司 100% 的股权及拟投资 6 亿元收购杭州优投科技有限公司 100% 的股权。杭州多义乐主营业务为移动互联网视频内容分发和移动视频广告平台，其对赌的未来三年的业绩承诺分别是 2016 年 3000 万元、2017 年 4500 万元及 2018 年 6750 万元，每年 50% 的成长。杭州优投定位于移动互联网广告营销领域，利用公司的技术创新能力和对移动广告的独特理解，通过大数据处理和数据挖掘能力达成广告和用户场景的精确匹配，致力于让用户有良好体验的前提下，节约广告主的营销成本，提升 APP 开发者的流量收益。其对赌的未来三年的业绩承诺分别是 2016 年 4000 万元、2017 年 6000 万元及 2018 年 9000 万元，每年 50% 的成长。

**控股慈星互联，打造面向全世界毛衫市场的 C2M、C2B 生态系统。**2015 年 12 月慈星控股投资控股慈星互联科技有限公司，自主开发针织产品智能柔性定制平台，该平台将整合公司的现有客户毛衫代工厂、定制化生产系统、设计师以及毛衫卖家的资源，拟建立一个全新的、面向全世界毛衫市场的 C2M、C2B 生态系统。通过智能化身体尺寸采集系统、虚拟试穿系统、智能工艺模块、电子商务平台及成衣生产自动化等多个系统模块的整合实现个性化定制，

符合消费者日益追求个性化的消费需求。

**C2M模式代表制造业未来发展的核心商业模式。** C2M 模式是一种由客户到工厂的新型互联网工业模式和商业生态模式，旨在实现生产者和消费者直接对接，基于大数据和智能制造实现消费者个性化订单的低成本生产，并同步构建产业生态圈。C2M 模式的主要特点有三：以完备产品数据库满足个性化；以标准数字化生产流程保障低成本；以短周期和零库存实现高收益。

**公司财务报表数据预测汇总**
**利润表**

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
一、营业总收入	750	1,064	1,197	1,383
减：营业成本	449	661	788	928
营业税金及附加	5	5	7	8
销售费用	102	133	144	152
管理费用	123	160	144	138
财务费用	(57)	(56)	(57)	(55)
资产减值损失	109	80	50	30
加：投资收益	2	4	5	6
二、营业利润	22	84	126	187
加：营业外收支净额	90	100	110	120
三、利润总额	112	184	236	307
减：所得税费用	12	18	24	31
四、净利润	101	166	213	276
归属于母公司的利润	103	166	213	276
五、基本每股收益(元)	0.13	0.21	0.27	0.34

**主要财务指标**

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
EV/EBITDA	-313.94	198.73	110.90	64.47
<b>成长能力:</b>				
营业收入同比	-1.83%	41.91%	12.54%	15.55%
营业利润同比	-105.4%	284.6%	49.9%	48.0%
净利润同比	-128.86%	64.94%	28.26%	29.9%
<b>营运能力:</b>				
应收账款周转率	2.28	2.64	3.05	4.35
存货周转率	1.33	1.80	1.85	2.33
总资产周转率	0.18	0.25	0.27	0.29
<b>盈利能力与收益质量:</b>				
毛利率	40.0%	37.8%	34.2%	32.9%
净利率	13.7%	15.6%	17.8%	20.0%
总资产净利率 ROA	2.4%	4.0%	4.8%	5.9%
净资产收益率 ROE	2.6%	4.2%	5.1%	6.3%
<b>资本结构与偿债能力:</b>				
流动比率	14.43	12.63	11.71	11.04
资产负债率	5.6%	6.1%	6.8%	7.5%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>每股指标:</b>				
每股收益	0.13	0.21	0.27	0.34
每股经营现金流量	0.09	1.25	0.40	0.51
每股净资产	4.82	5.03	5.29	5.63

资料来源：公司公告、民生证券研究所

**资产负债表**

项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	815	1,854	2,233	2,699
应收票据	20	32	36	41
应收账款	381	426	359	277
预付账款	31	43	48	55
其他应收款	220	308	347	401
存货	522	661	630	557
其他流动资产	1,007	0	0	0
<b>流动资产合计</b>	<b>3,034</b>	<b>3,324</b>	<b>3,653</b>	<b>4,031</b>
长期股权投资	10	10	15	20
固定资产	192	183	173	164
在建工程	558	578	578	578
无形资产	202	182	161	141
其他非流动资产	22	18	18	18
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,064</b>	<b>969</b>	<b>901</b>	<b>854</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,097</b>	<b>4,293</b>	<b>4,555</b>	<b>4,884</b>
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	13	16	19
应付账款	95	139	165	195
预收账款	64	66	79	93
其他应付款	5	21	21	21
应交税费	16	11	11	11
其他流动负债	6	13	20	27
<b>流动负债合计</b>	<b>210</b>	<b>263</b>	<b>312</b>	<b>365</b>
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>负债合计</b>	<b>229</b>	<b>263</b>	<b>312</b>	<b>365</b>
股本	802	802	802	802
资本公积	1,928	1,928	1,928	1,928
留存收益	1,117	1,283	1,496	1,772
少数股东权益	17	17	17	17
<b>所有者权益合计</b>	<b>3,868</b>	<b>4,030</b>	<b>4,243</b>	<b>4,519</b>
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>4,097</b>	<b>4,293</b>	<b>4,555</b>	<b>4,884</b>
<b>现金流量表</b>				
项目 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流量	68	999	322	411
投资活动现金流量	177	(16)	(0)	1
筹资活动现金流量	(197)	56	57	55
现金及等价物净增加	63	1,039	379	466

## 插图目录

图 1: 慈星股份股权结构图 .....	4
图 2: 慈星股份主营业务收入及增长 .....	5
图 3: 慈星股份归属于上市公司股东净利润及增长 .....	5
图 4: 慈星股份 2014 年主营业务构成 .....	5
图 5: 慈星股份 2015 年主营业务构成 .....	5
图 6: 慈星股份电脑横机收入和毛利率 .....	6
图 7: 慈星股份电脑横机销量和市场份额 .....	6
图 8: 针织服装产量和纺织服装制造业固定投资完成额 .....	6
图 9: 欧元区经济缓慢复苏 .....	6
图 10: 慈星股份买方信贷担保余额和暂时代偿金额情况 .....	7
图 11: 慈星股份严控三费，降低资产减值损失 .....	7
图 12: 国内电脑横机行业发展阶段 .....	8
图 13: 国内电脑横机市场历史销量和未来销量预测 .....	8
图 14: 东南亚四国电脑横机出口数量及占比近几年都在快速提高 .....	10
图 15: 国外营业收入及占比近几年都在快速提高 .....	11
图 16: 耐克飞织鞋面和飞织跑鞋 .....	11
图 17: 慈星鞋面编织横机 .....	12
图 18: 我国鞋面编织横机产销量预测 .....	12
图 19: 2015—2018 我国工业机器人销量 CAGR 约 26% .....	14
图 20: 我国工业机器人密度远低于世界平均和发达国家水平 .....	14
图 21: 2015—2018 全球服务机器人销量 CAGR 约 21% .....	15
图 22: 全球专用和个人/家用服务机器人市场规模 .....	15
图 23: 芜湖固高股权结构 .....	16
图 24: 固高科技主营产品 .....	16
图 25: 慈星机器人 .....	18
图 26: 慈星机器人视觉定位应用 .....	18
图 27: 盛开互动产品经营范围 .....	19
图 28: 全球机器视觉主要应用领域 .....	19
图 29: 典型的工业用机器视觉系统图 .....	19
图 30: 全球机器视觉系统及部件市场规模和预测 .....	20
图 31: 全球机器视觉产业分布和预测 .....	20
图 32: 我国机器视觉市场规模 .....	20
图 33: 我国机器视觉市场从业企业数量 .....	20
图 34: 苏州鼎纳产品经营范围 .....	21

## 表格目录

表 1: 东南亚重要纺织产业国概况.....	9
表 2: 纺织品优先采购货源国排名.....	9
表 3: 2015 年三季度前五大客户都来自国外.....	11
表 4: 工业机器人系统集成领域布局情况.....	18

## 分析师及研究助理简介

**朱金岩**，机械行业分析师，北京大学软件工程硕士，重点覆盖铁路装备、智能装备、农业机械、仪器仪表等细分行业，四年从业经验，2012年加入民生证券。

**刘振宇**，大机械组组长，机械行业专家，北京科技大学材料学本科及硕士，本科学习金属材料学，研究生开发杂散电流数据采集系统。在中国冶金科工集团从事投资管理五年，在北京市规划委系统从事项目验收两年，2015年加入民生证券。在机械装备和基础材料领域有扎实的理论基础和丰富的实业经验。

**李勇鹏**，机械行业专家，北京理工大学力学系本科及硕士，航空航天领域从业7年。先后在中航工业沈飞民机公司、中国运载火箭技术研究院从事民用飞机设计、航天运输系统领域战略规划、运载火箭总体论证及技术研究、空间机器人、农业机器人等领域研究，对航空、航天及相关装备制造行业技术趋势、政策方向及行业情况具有深入了解。2015年加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 民生证券研究院：

**北京**：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

**上海**：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101室；200120

**深圳**：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座；518040

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上

行业评级标准	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨幅为基准。	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投資目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。