

# 利和兴(834013.OC) 其它通用设备行业

评级：买入 首次评级

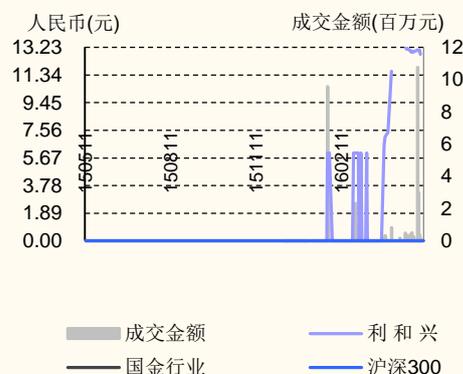
公司深度研究

市场价格(人民币): 12.75 元  
 目标价格(人民币): 17.00-19.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	12.72
总市值(百万元)	332.63
年内股价最高最低(元)	13.25/6.00
沪深 300 指数	3065.62



## 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	N/A	0.830	0.857	1.737	3.403
每股净资产(元)	1.38	3.47	5.18	8.55	15.35
每股经营性现金流(元)	-0.42	-0.52	0.78	-0.16	-0.81
市盈率(倍)	N/A	0.00	15.34	7.57	3.86
净利润增长率(%)	167.64%	578.48%	106.62%	102.54%	95.93%
净资产收益率(%)	13.07%	23.93%	33.09%	40.64%	44.33%
总股本(百万股)	N/A	13.04	26.09	26.09	26.09

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 投资逻辑

- **公司是专业的手机柔性自动化设备供应商:** 公司扎根手机制造业近 10 年, 2014 年开始自主研发的手机自动化检测和组装设备进入华为生产线, 目前已成为华为主要供应商。公司处于手机制造产业链的中游, 产品为非标定制, 业务模式是根据客户需求研发多款自动化设备方案, 经验证合格后组织生产并批量导入用户生产线。公司的业务模式决定了用户黏性高, 合作关系较深入且稳定。
- **手机柔性自动化设备增长潜力巨大, 千亿级市场可期:** 公司所处的智能手机行业整体增速放缓, 以华为、OPPO 为代表的国产手机后来居上, 2015 年整体份额超过 80%, 通过自动化改造提升品质和效率成为共识。目前手机制造自动化水平较低, 整体自动化率不足 30%, 未来三年如自动化程度达到 50%, 则相应市场规模在千亿元。
- **公司背靠华为, 实现跨越式增长:** 华为智能手机 2015 年销量突破 1 亿台, 市场份额全球第三, 营收达到 200 亿美金。受益于华为高速增长, 公司业务进入爆发期, 2015 年营收同比增长 190.38%, 净利润同比增长 576.87%。2016 年任正非提出华为终端业务要在 5 年内实现 1000 亿美金销售额。自动化设备投入未来 5 年内具备 10 倍以上的增长空间。
- **焊接机器人业务锦上添花:** 公司基于技术储备和下游客户实际需求, 2013 年开始研发焊接机器人, 目前已有一款 3KG 轻型焊接机器人提供给客户试用。公司焊接机器人具备性价比优势, 未来有望整合进自身的自动化项目以及向行业客户批量销售, 形成新的利润增长点。预计 2017 年、2018 年分别为公司贡献 1000 万、2000 万营收。

## 投资建议

- 结合以上分析, 我们认为公司处于业绩爆发期, 2016-2018 年营收分别为 2.25 亿, 4.69 亿, 9.30 亿, 净利润分别为 2200 万, 4500 万, 8900 万, EPS 分别为 0.857 元, 1.737 元, 3.403 元。结合公司增长速度和未来发展空间, 按 2016 年 PE20X 给予估值, 目标价 17-19 元, 给予买入评级。

## 风险提示

- **客户集中度过高的风险:** 作为公司第一大客户, 销售额中华为占比从 2014 年的 59.39% 上升至 2015 年的 89.01%, 未来公司的成长空间也主要依靠华为, 客户集中度风险过高。

孟鹏飞

联系人  
 (8621)61357479  
 mengpf@gjzq.com.cn

贺国文

分析师 SAC 执业编号: S1130512040001  
 (8621)60230235  
 hegw@gjzq.com.cn

- **应收账款和存货增长快的风险：**公司 2013-2015 年应收账款分别为 301 万、1523 万、2434 万，应收账款增速较快；2013-2015 年存货分别为 656 万、2230 万、4962 万，存货增速较快，存货中待交付设备约占 67.5%。公司应收账款和存货增长快主要与华为订单大幅增加相关。公司非标自动化设备交货需要与下游客户生产周期相匹配，且需要较长的测试期和收入确认期，相应带来较大的资金压力。
- **其他风险：**新产品研发失败，核心员工流失，市场竞争加剧。

## 内容目录

1、公司是专业的手机柔性自动化设备供应商 .....	5
1.1、公司介绍 .....	5
1.2、公司产品 .....	5
1.3、公司近三年经营状况 .....	5
1.4、公司股权结构及控股股东 .....	7
1.5、公司融资情况 .....	7
2、国产手机突围，推动柔性自动化设备需求持续增长 .....	8
2.1、手机市场增速放缓，行业集中度提高 .....	8
2.2、国产手机后来居上，向中高端突破 .....	9
2.3、消费者导向由性价比转向品质和品牌 .....	10
2.4、手机厂商提升竞争力，自动化设备需求持续增长 .....	11
2.5、手机自动化设备行业竞争格局及壁垒 .....	13
3、公司：背靠华为实现跨越式增长 .....	13
3.1、公司在手机制造行业积淀深厚 .....	13
3.2、公司与华为深度合作，实现跨越式增长 .....	14
3.3、焊接机器人业务锦上添花 .....	16
4、投资建议 .....	16
5、风险提示 .....	19

## 图表目录

图表 1：公司 2015 年产品销售占比 .....	5
图表 2：2013-2015 营收复合增速为 74.24% .....	6
图表 3：2013-2015 年净利润复合增速为 162.32% .....	6
图表 4：2013-2015 公司毛利率及净利率变动 .....	6
图表 5：公司 2013-2015 年三费情况 .....	7
图表 6：公司挂牌时股权结构 .....	7
图表 7：公司融资情况 .....	8
图表 8：2014Q1-2016Q1 中国智能手机用户规模 .....	8
图表 9：2011-2016E 中国智能手机销量及增速 .....	8
图表 10：2008-2015 年中国智能手机厂商及在售机型数量变化 .....	9
图表 11：2015 年中国市场智能手机市场份额 .....	9
图表 12：2011-2015 年国内外品牌手机用户关注度变化 .....	10
图表 13：2015 年各价位段安卓智能手机品牌竞争图 .....	10
图表 14：国内智能手机用户更换手机频率 .....	11
图表 15：旧手机闲置状态占比最高 .....	11
图表 16：用户更换手机品牌的主要原因 .....	11
图表 17：性能成为影响用户购买智能手机的主要因素 .....	11

图表 18: 三种检测方式比较.....	12
图表 19: 近年国内主要手机制造商自动化产线规划 .....	12
图表 20: 手机自动化设备行业竞争格局 .....	13
图表 21: 公司在产业链所处位置 .....	14
图表 22: 公司 2014 年前五名客户销售占比 .....	14
图表 23: 公司 2015 年前五名客户销售占比 .....	14
图表 24: 2011-2015 华为手机销量及增长率 .....	15
图表 25: 华为 2011-2015 年研发投入、研发投入增速及占比.....	15
图表 26: 公司与主要竞争对手毛利率对比.....	16
图表 27: 公司与主要竞争对手净资产收益率对比.....	16
图表 28: 分产品的销售预测.....	18
图表 29: 公司 2015 年营收账款余额前五名 .....	19

## 1、公司是专业的手机柔性自动化设备供应商

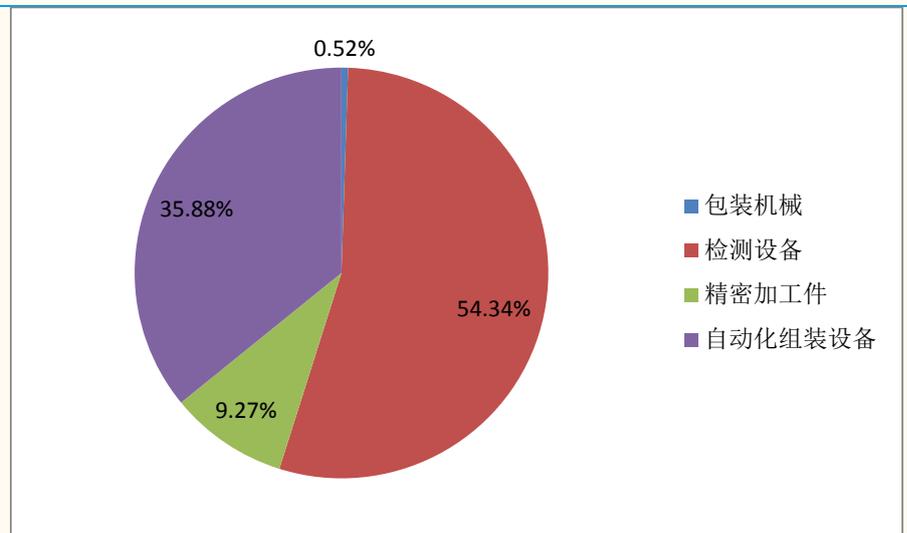
### 1.1、公司介绍

- 深圳利和兴成立于 2006 年，是专业的手机柔性自动化设备供应商，产品包括自动化测试设备、自动化组装设备、包装设备、工业机器人集成等。公司 2015 年 12 月 10 日挂牌新三板，现为做市交易。

### 1.2、公司产品

- 公司产品可以分为四大类：自动化手机检测设备、自动化手机组装设备、自动化包装设备、工业焊接机器人。
  - 手机检测和组装设备是公司核心产品,精密加工件是检测和组装设备配套使用的夹具和易耗部件。包装机械是公司传统业务，占比逐年下降；焊接机器人处于研发阶段,2015 年底开始提供给客户试用，未形成销售额。2015 年产品销售占比如下：

图表 1：公司 2015 年产品销售占比

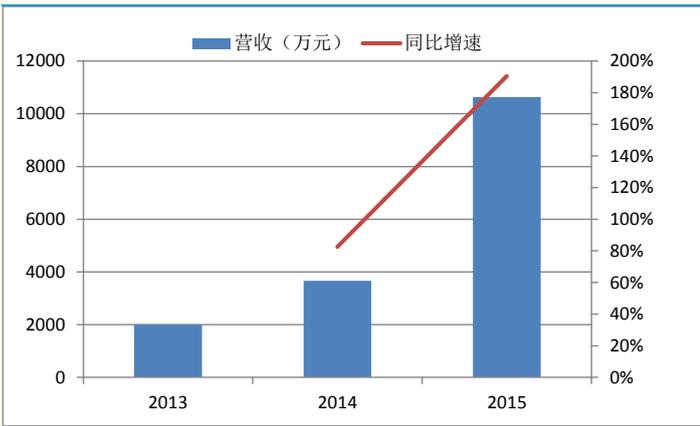


来源：公司年报，国金证券研究所

### 1.3、公司近三年经营状况

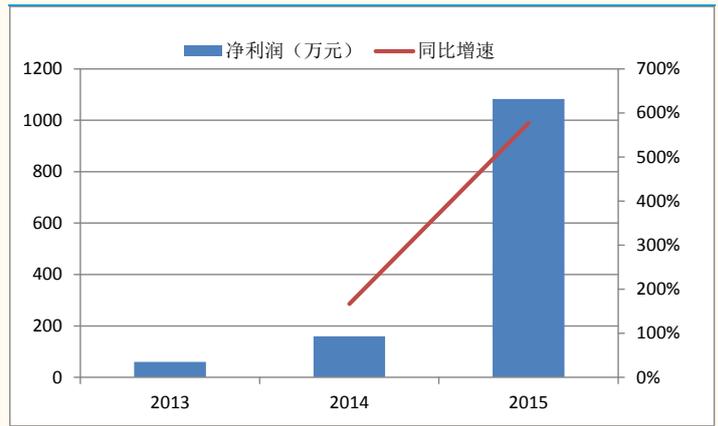
- 公司的产品均为非标设备，业务模式是根据客户需求进行研发，确认方案后进入生产，并按照客户生产周期交货。公司检测和组装产品 2015 年大批量进入华为生产线，业绩实现爆发式增长。
  - 公司 2013-2015 年营收分别为 2004 万、3660 万和 1.06 亿，复合增长率 74.24%；2013-2015 年净利润分别为 60 万、160 万和 1083 万，复合增长率 162.32%。

图表 2: 2013-2015 营收复合增速为 74.24%



来源: wind, 国金证券研究所

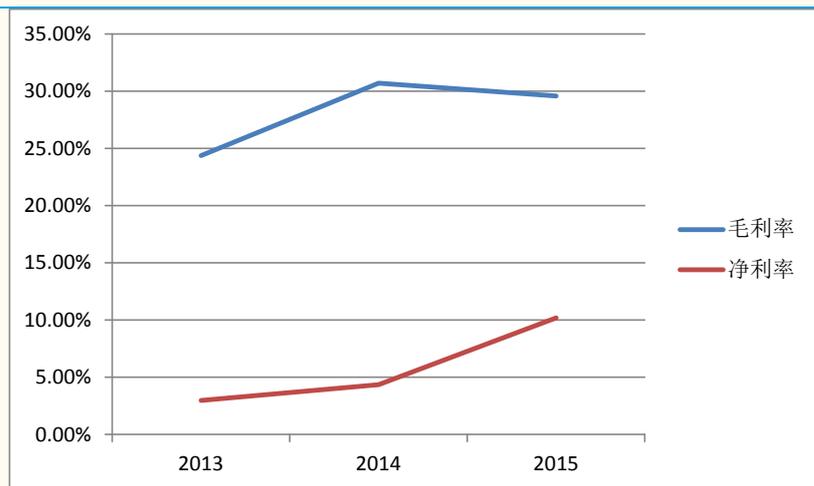
图表 3: 2013-2015 年净利润复合增速为 162.32%



来源: wind, 国金证券研究所

- 公司的测试设备随着 2015 年导入客户生产线批量加大价格有所下降, 但规模较 2014 年增长 127.31%。组装设备为 2015 年新产品, 毛利率相对较高, 当年确认 3813 万收入, 占比 35.88%。同时公司费用控制较好, 2015 年毛利率基本稳定的情况下, 净利率从 2014 年的 4.36% 提高到 10.19%。

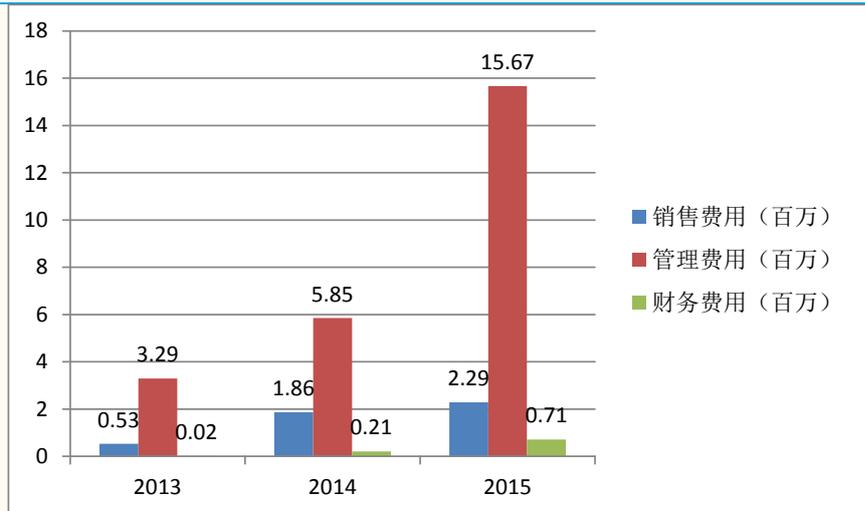
图表 4: 2013-2015 公司毛利率及净利率变动



来源: wind, 国金证券研究所

- 三费控制上, 管理费用增长较快, 主要原因是加大研发投入。公司 2014、2015 年研发费用分别为 236.57 万和 563.79 万, 同比增长 138.3%, 占管理费用的 40.4%和 35.98%。销售费用也明显上升, 但公司业务规模迅速扩大, 研发和销售费用占比反而下降。

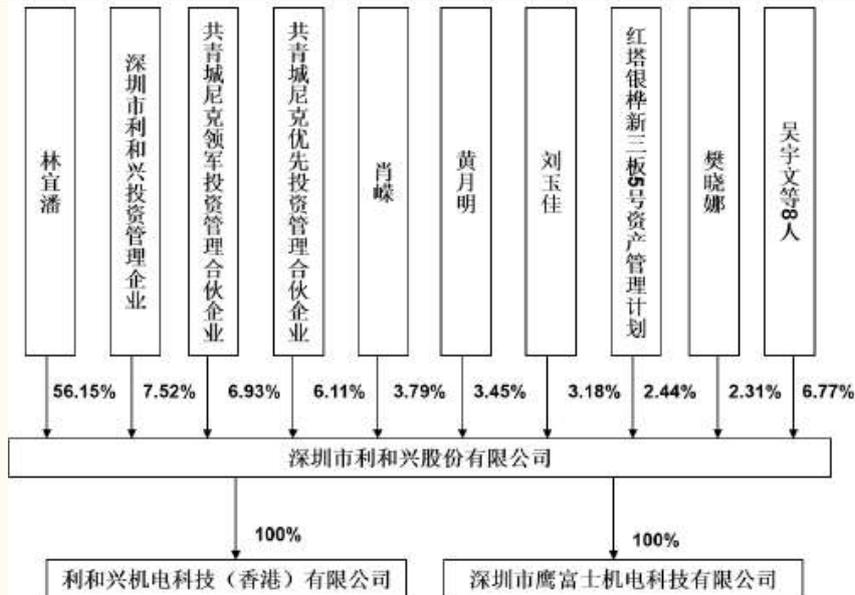
图表 5：公司 2013-2015 年三费情况



来源：国金证券研究所

#### 1.4、公司股权结构及控股股东

图表 6：公司挂牌时股权结构



来源：公开转让说明书，国金证券研究所

- 公司控股股东为林宜潘，持有 7,324,169 股，持股比例 56.15%。公司实际控制人为林宜潘、黄明月，两人系夫妻关系。黄明月持有公司 3.45% 股份，并通过利和兴投资控制公司 7.53% 的股份。两人为一行动人，合计控制公司 67.13% 的股份。

#### 1.5、公司融资情况

图表 7：公司融资情况

公告日期	融资方式	年度	最新进度	发行价（元）	发行股数（股）	募资总额（万元）
2015/11/27	定向增发	2015	已实施	6.28	2,023,710	1270

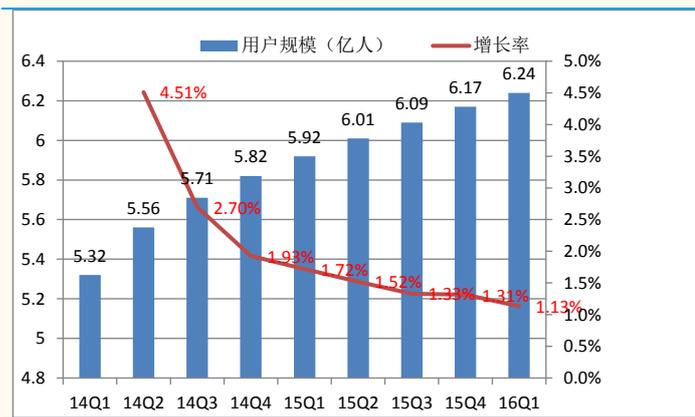
来源：wind，国金证券研究所

## 2、国产手机突围，推动柔性自动化设备需求持续增长

### 2.1、手机市场增速放缓，行业集中度提高

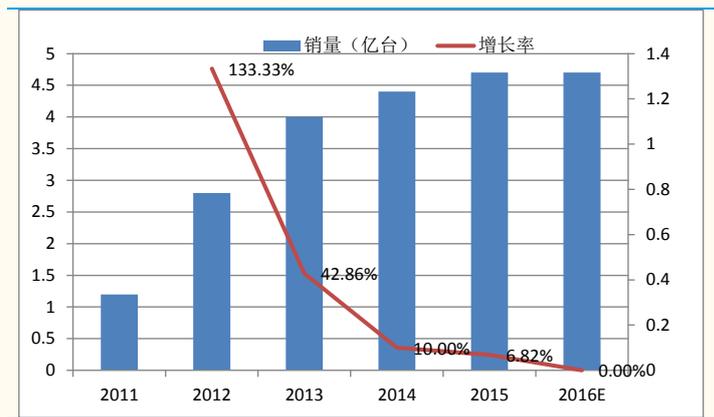
- 从用户规模来看，2014 年以来中国智能手机用户规模增速放缓，尤其从 2015 年一季度开始，用户规模增速降至 2% 以下；到 2016 年第一季度用户人数达到 6.24 亿，仅比上一季度微增 1.13%。
- 从销量来看，2013 年开始中国智能手机销量增速迅速回落，据工信部预测 2016 年将首次出现零增长。

图表 8：2014Q1-2016Q1 中国智能手机用户规模



来源：iimedia, 国金证券研究所

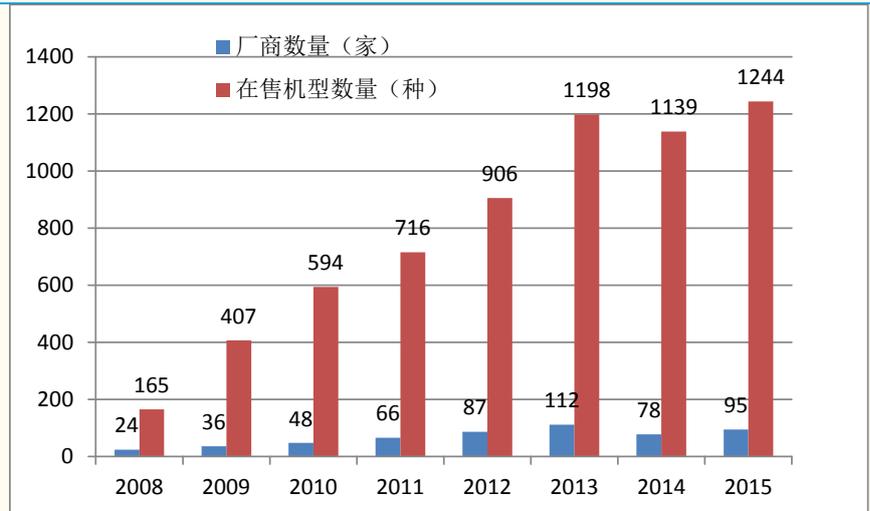
图表 9：2011-2016E 中国智能手机销量及增速



来源：工信部，国金证券研究所

- 从行业来看，市场竞争激烈，行业集中度提升。自 2013 年国内手机厂商数量突破百家后，开始进入洗牌期，截至 2015 年 10 月，参与竞争的厂商数量降至 100 家以下。在售机型数量自 2013 年以来增速已在放缓。

图表 10: 2008-2015 年中国智能手机厂商及在售机型数量变化



来源: ZDC 互联网消费调研中心, 国金证券研究所

## 2.2、国产手机后来居上, 向中高端突破

- 2015 年中国市场排名前十的手机品牌中, 除苹果和三星外, 其他八家均为国产品牌。其中华为以 13.6% 的占有率排名第一, 小米紧随其后。

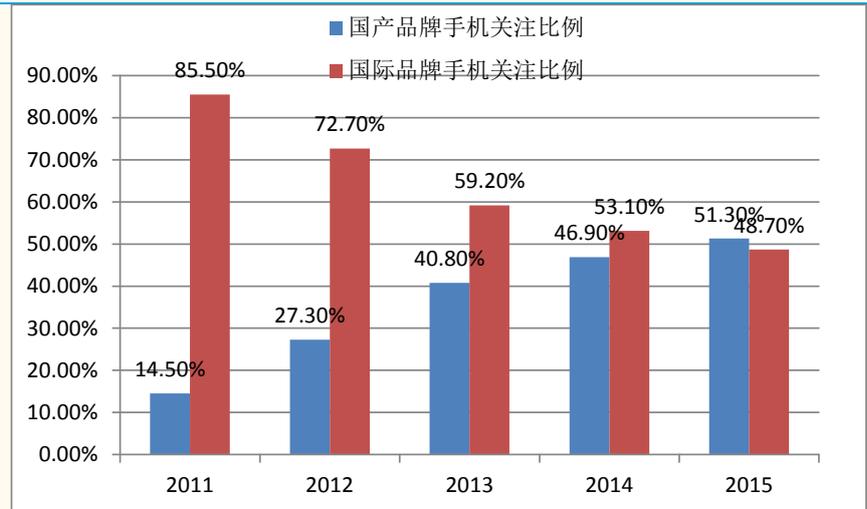
图表 11: 2015 年中国市场智能手机市场份额



来源: 赛诺数据, 国金证券研究所

- 同时用户对国产手机品牌也更加认可。用户对国产品品牌的关注比例持续上升, 从 2015 年开始对国产品品牌关注度超越国际品牌。

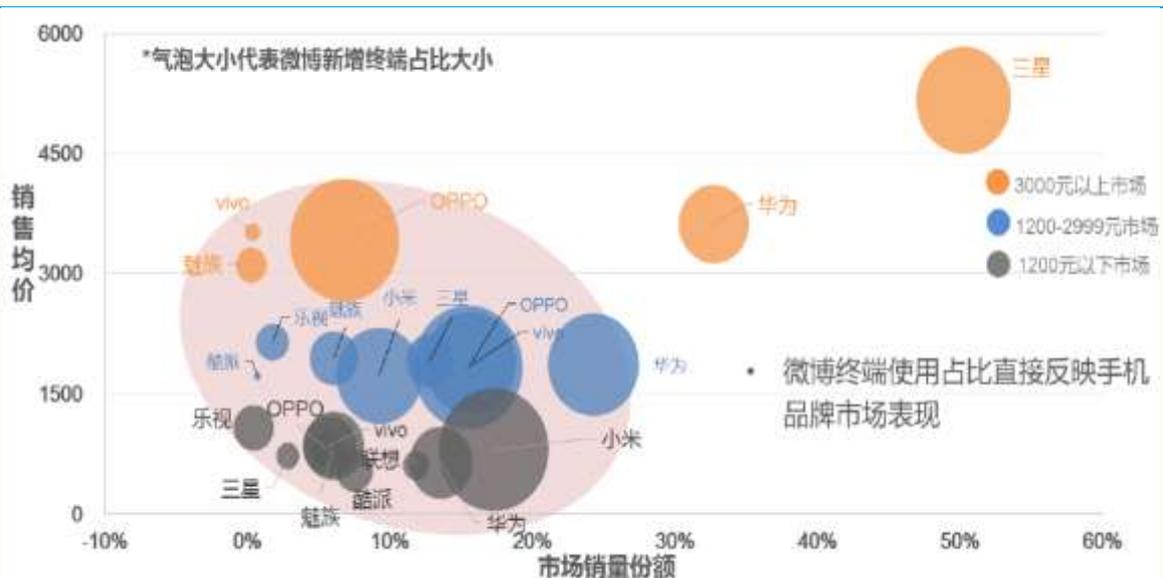
图表 12：2011-2015 年国内外品牌手机用户关注度变化



来源：赛诺数据，国金证券研究所

- 价格方面，国产手机持续向中高端突破。自 2014 年国产手机开始打破只有规模没有利润的低价位竞争困局，继突破 2000 元中端市场后又向 3000 元以上高端市场进军，与国外品牌正面竞争。

图表 13：2015 年各价位段安卓智能手机品牌竞争图

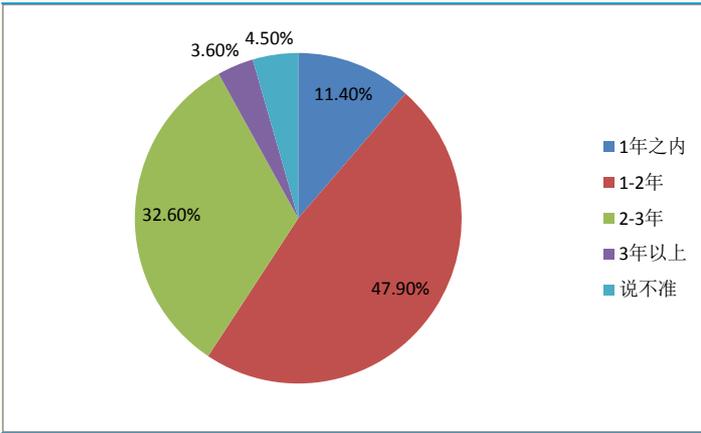


来源：新浪微博《2015 智能手机微博报告》，国金证券研究所

### 2.3、消费者导向由性价比转向品质和品牌

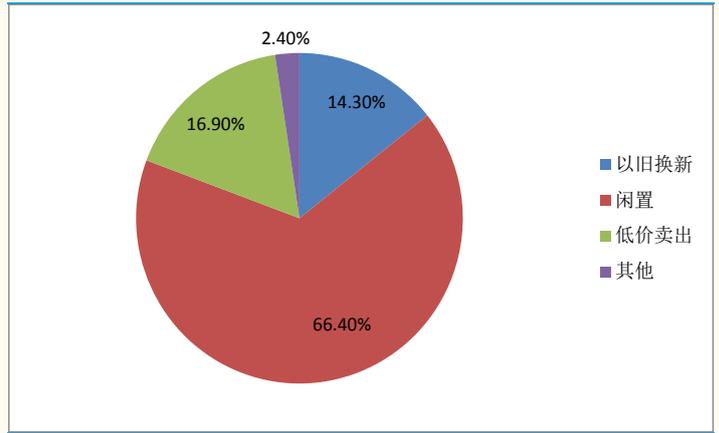
- 经历了硬件热潮的消费者，一方面更新手机频率加快，愿意为新产品和新技术买单，另另一方面更加注重品质和品牌。消费者需求的变化使中高端成为手机厂商主力竞争市场。
- 智能手机用户更新频率快，两年以内更换手机的用户占比接近 60%，约 2/3 的旧手机处于闲置状态。

图表 14：国内智能手机用户更换手机频率



来源：iiimedia, 国金证券研究所

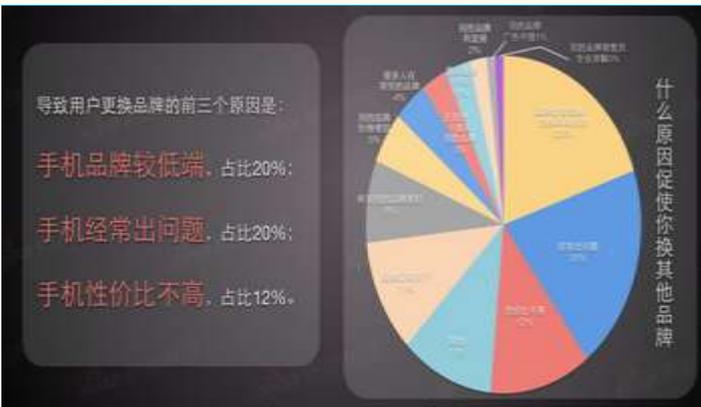
图表 15：旧手机闲置状态占比最高



来源：iiimedia, 国金证券研究所

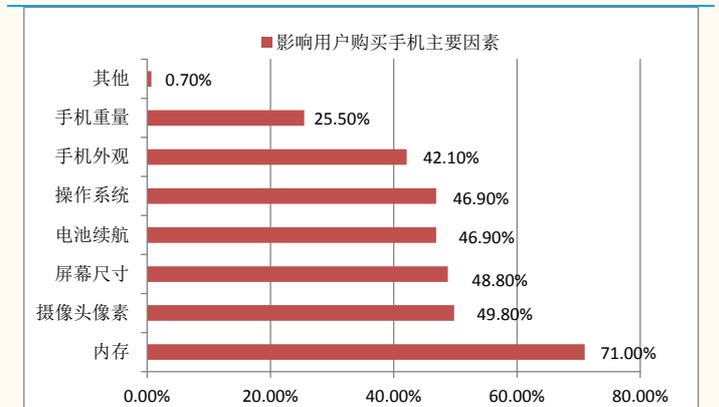
- 用户在更换手机时，品牌和品质成为主要考虑因素。

图表 16：用户更换手机品牌的主要原因



来源：新浪科技数据中心, 国金证券研究所

图表 17：性能成为影响用户购买智能手机的主要因素



来源：iiimedia, 国金证券研究所

## 2.4、手机厂商提升竞争力，自动化设备需求持续增长

- 新的竞争形势下，销量巨大且持续增长的新国产手机普遍具有提升品牌和品质，以技术创新打造核心竞争力的共识，对柔性自动化设备的需求持续增长，尤其是智能检测设备和自动化组装设备。
- 手机生产分为贴片、测试、组装三大环节共 80 多道工序，有很高的自动化升级可能性和可操作性。以外壳检测为例，目前常用的检测方式有人工检测、二次元检测/三次元检测和智能检测系统三种。从产能、精度和投资回报方面，智能检测优势都非常明显。
  - 产能方面，通常人工检测一天产量最多是 8000 件，二次元检测/三次元检测是 4800 件，智能检测是 86400 件。也就是说一台智能检测设备大概能顶替 11 个员工。
  - 精度方面，智能检测设备的精度最高，最高可达到 0.005mm，二次元检测只有 0.02mm；人工检测约为 0.03mm。精度越高即意味着手机次品率越低。
  - 投资回报周期方面，智能检测系统投资效益回收周期为 3-5 个月；人工检测由于是按月付钱，难以计算；二次元检测/三次元检测的周期为 1-2 年。

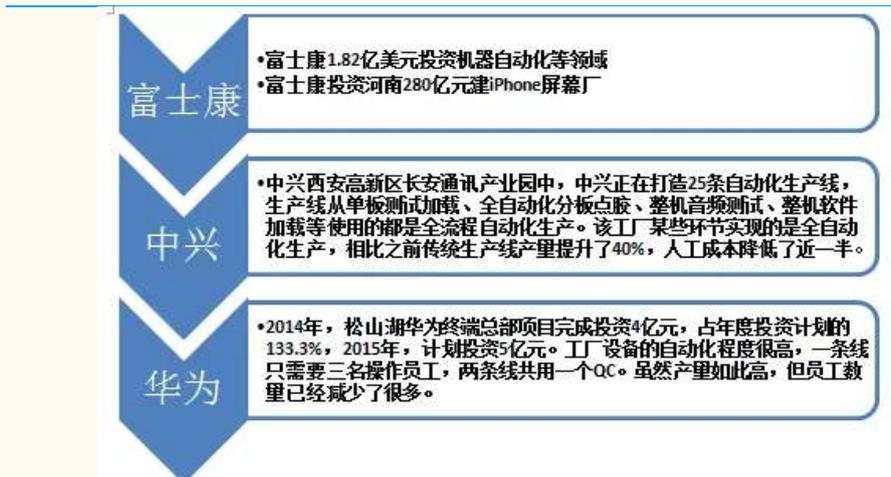
图表 18：三种检测方式比较

项目	人工检测	二次元/三次元检测	智能检测设备检测
平均产能 (PCS/H)	约800	约 200	约 3600
检测精度	约为 0.03mm	二次元约为: 0.02mm 三次元约为: 0.005mm	小视野约为: 0.005mm 大视野约为: 0.01mm
一次可检测尺寸数里	单个尺寸	单个尺寸的一个点	小视野一般为: 5个左右 大视野一般为: 10个左右
稼动时间 (一个工作日为单位)	一般 8--10 H	设备可24H, 但操作员需换班	可 24 H 工作
投资效益回收周期	***	1--2年	3--5个月
人工成本	非常高	高	低

来源：艾邦高分子，国金证券研究所

- 此外，PCB 板检测也是需求最大的环节。人工测试每换一款机型都需要重新排线，需要大量的人力和夹具来做重复性测试，产线等待时间长，效率低且误测率高。自动化检测设备 90%的部件可以通用，大大减少换线等待时间，每个平台每小时可测 400PCS 主板，相当于 15 个工人，误测率由 5%降低至 0.5%。
- 手机组装现阶段自动化程度低，且多数停留在单站，全自动柔性生产线潜力巨大。业界自动化程度最高的是富士康代工的苹果手机，约 30%，其次是华为手机。
- 富士康的组装业务在自动化领域主要涉及到零部件生产及检测、整机装配、检测、包装等，自动化设备供应商以国内外知名企业为主。据了解 2015 年 富士康在自动化领域投入约 200 亿人民币，2016 年预计在 300 亿。
- 近年国内手机制造巨头纷纷加码自动化投入，以保证品质的稳定性以及生产的计划性。

图表 19：近年国内主要手机制造商自动化产线规划



来源：新战略机器人，国金证券研究所

- 市场规模方面，因柔性自动化设备规划与手机生产企业技术方向和出货量等核心信息密切相关，保密程度较高，尚无权威机构给予相关数据。根据 isuppli 数据，富士康在国内 EMS（电子制造服务市场）份额接近 50%，2016 年自动化投入 300 亿，则行业自动化设备规模超过 600 亿元。当前

富士康自动化程度为业界最高的 30%，假设未来三年行业自动化程度达到 50%，则整个市场规模超过 1000 亿。

## 2.5、手机自动化设备行业竞争格局及壁垒

- 手机柔性自动化设备需求与下游发展趋势转变。我国手机自动化设备原来以进口为主，随着国产手机崛起，需求量巨大，对设备稳定性和服务能力要求更高，以及出于技术创新和保密性需求，希望在自动化改造中以手机厂商为主导，甚至将设备供应商纳入自己的研发体系。这一趋势使国产设备厂商获得了很大发展机会，逐渐实现进口替代。
- 目前手机柔性自动化在国内仍属新兴行业，需要熟悉下游生产工艺流程且能够灵活调整研发方向，尤其是测试设备供应商较少，且多与手机制造企业绑定。供应商主要包括四类：国际巨头如欧姆龙，国内行业龙头如大族激光，国内领先企业如大连智云、利和兴、博众精工，以及其他后进入者和小微企业。

图表 20：手机自动化设备行业竞争格局



来源：国金证券研究所

- 客户认证是行业首要壁垒。柔性自动化设备主要是为了完成下游客户生产过程中重复性的检测、组装等，在方案设计及生产、调试过程中需要适应客户多样化需求，及时对新问题进行应对和调整。由于方案非标性强、保密程度高，往往需要与客户研发体系深度对接，客户出于稳定性考虑一旦选定供应商也不会轻易更换。因此后来者难以进入，国内企业较外资优势逐渐显现。
- 其次是资金壁垒。非标化的特性决定了研发风险大且产生规模效益的周期较长。且设备需要按照客户生产周期不断进行调整，进入生产线后的测试和验收时间较长，客户多采用 3331 的付款方式，新进入者必须具有较强的资金实力。
- 然后是人才壁垒。智能手机制造中新工艺、新技术不断涌现，且涉及多种技术，对专业设计、调试和维护人员要求高。且属于新兴行业，具备丰富经验的专业人员短期内难以培养形成。

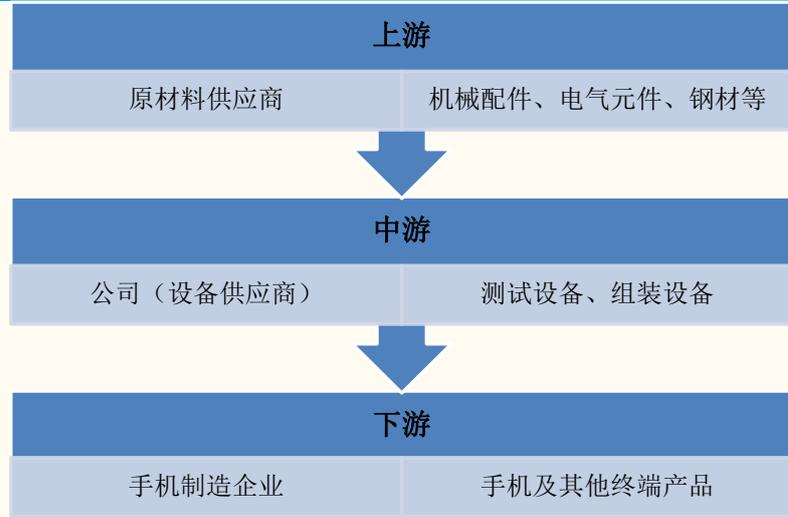
## 3、公司：背靠华为实现跨越式增长

### 3.1、公司在手机制造行业积淀深厚

- 公司扎根手机制造业近 10 年，技术积淀深厚，成立之初就跟诺基亚、富士施乐高这样国际知名企业合作，为其提供定制化柔性生产设备。公司在智能手机的检测、组装领域积累了丰富的项目经验和实力。

- 公司处于产业链的中游，与下游手机制造企业联系紧密，业务模式是根据客户需求研发多款自动化设备，经检测合格后组织生产并批量导入用户生产线。公司的业务模式决定了用户黏性高，合作关系较深入且稳定。

图表 21：公司在产业链所处位置



来源：国金证券研究所

### 3.2、公司与华为深度合作，实现跨越式增长

- 公司 2013 年开始进入华为体系，与华为共同研发手机自动化检测和组装设备，经测试合格后华为下订单批量导入生产线。公司与华为合作关系稳定，销售额中华为占比由 2014 年的 59.39% 上升至 2015 年的 89.01%，推动公司营收和净利润实现跨越式增长。

图表 22：公司 2014 年前五名客户销售占比

2014 年前五名客户	销售额 (元)	占同期销售总额的比例 (%)
华为公司	21,736,220.74	59.39
富士施乐高科技(深圳)有限公司	5,597,346.11	15.29
深圳市一达通企业服务有限公司	4,572,245.87	12.49
北京科汇奇电子有限公司	1,694,769.24	4.63
深圳市恒兆赢科技有限公司	448,000.00	1.22
合计	34,048,581.96	93.02

来源：公司公告，国金证券研究所

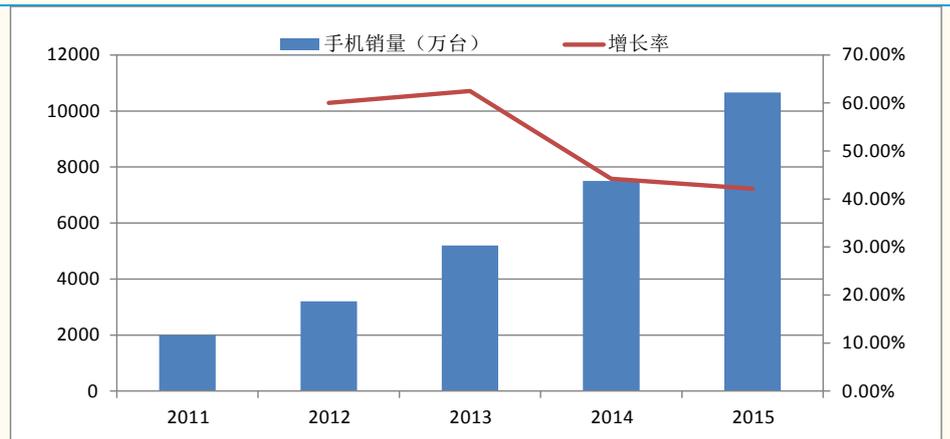
图表 23：公司 2015 年前五名客户销售占比

序号	客户名称	销售金额	年度销售占比	是否存在关联关系
1	华为公司	94,596,244.07	89.01%	否
2	富士施乐高科技(深圳)有限公司	4,003,577.15	3.77%	否
3	深圳市明信测试设备有限公司	2,412,746.99	2.27%	否
4	Microsoft Mobile (Vietnam) LLC	1,380,750.33	1.30%	否
5	深圳市光大激光科技股份有限公司	589,276.92	0.55%	否
	合计	102,982,595.46	96.90%	-

来源：公司公告，国金证券研究所

- 华为手机增长势头强劲。2015 年手机销量超过 1 亿台，成为中国第一家、全球第三家智能手机年销量过亿的厂商。2011-2015 年手机销量增长率均超过 40%，远远高于行业。

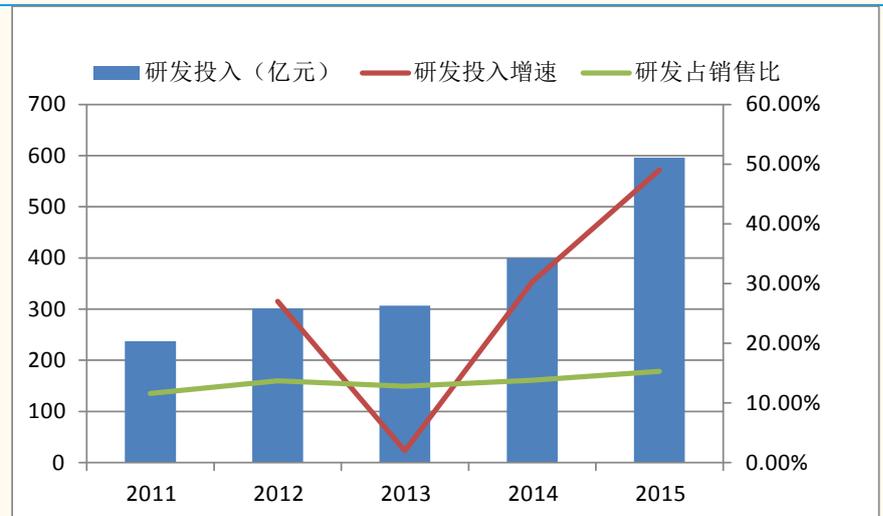
图表 24：2011-2015 华为手机销量及增长率



来源：华为年报，国金证券研究所

- 2015 年华为终端业务营收 200 亿美金，同比增长 73%。2016 年终端收入目标是 300 亿美元，年初任正非对华为终端提出要求，希望在 5 年内达到 1000 亿美元。
- 华为的高速增长，离不开对研发的极度重视。**华为研发投入全球占最高，2015 年研发投入 596 亿元，占销售收入 15%。过去十年，华为研发投入累计超过 2400 亿元。**目前全球研发人员约 7.9 万名，占据公司总人数的 45%，全球拥有 16 个研发中心，累计申请中国专利超过 5 万件，申请国外专利万余件，在全球企业专利申请量上位居第一。

图表 25：华为 2011-2015 年研发投入、研发投入增速及占比



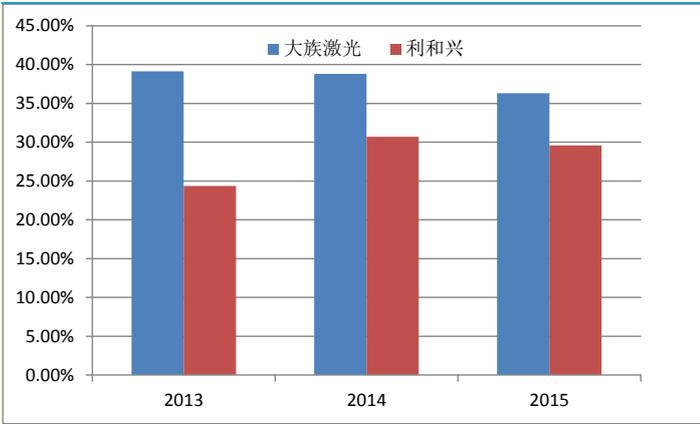
来源：华为年报，国金证券研究所

- 作为华为主要的检测和组装设备供应商，公司未来增长潜力巨大。公司与华为合作关系稳定，主要是委托开发。检测和组装设备占手机自动化生产线的主要体量，目前华为手机生产线自动化程度不足 30%，假设未来 5 年自动化程度达到 60%，自动化投入与销售额同比增长，则至少具备 10 倍的增长空间。从产业自动化发展情况来看，有望高于这个增速。
- 这种模式决定了公司竞争对手较少。主要竞争对手是大族激光，其也进入了华为研发体系。大族激光的 PCB 检测设备和公司形成直接竞争。
- 大族激光作为上市公司，资金实力雄厚，研发实力强，具备品牌效应和规模效应，毛利率和运营能力强于公司。智能手机生产线用到的自

自动化设备品种多，公司除 PCB 检测设备性价比高外，与大族激光展开差异化竞争。作为业务快速发展的中小企业，公司更具备成长性。

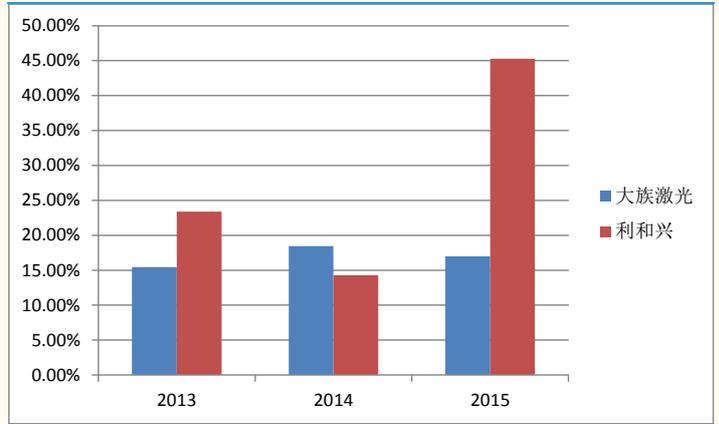
- 公司与大族激光对比如下：

图表 26：公司与主要竞争对手毛利率对比



来源：国金证券研究所

图表 27：公司与主要竞争对手净资产收益率对比



来源：wind，国金证券研究所

### 3.3、焊接机器人业务锦上添花

- 基于现有技术储备和下游客户实际需求，公司 2013 年 10 月开始投入 200 万元研发焊接机器人。目前已有一款负重 3KG 的轻型焊接机器人产品，并从 2015 年底开始提供给客户试用。
- 公司的焊接机器人本体和软件自主研发，控制系统基于台湾威强基础上二次开发，伺服电机和减速器外购，具备成本性价比优势。未来有望整合进公司的自动化项目以及向行业客户批量销售，以形成新的利润增长点。
- 机器人行业本体制造已经比较成熟，焊接机器人是应用最广的品类，国内外差距主要在稳定性和品牌说服力。公司主打性价比和服务，目前处于送客户测试阶段，保守估计假设 2017 年销售 100 台，2018 年销售 200 台，单价 10 万元计，可贡献 1000 万、2000 万销售收入。

## 4、投资建议

- **公司是专业的手机柔性自动化设备供应商：**公司扎根手机制造业近 10 年，2014 年开始自主研发的手机自动化检测和组装设备进入华为生产线，目前已成为华为主要供应商。公司处于手机制造产业链的中游，产品为非标定制，业务模式是根据客户需求研发多款自动化设备方案，经验证合格后组织生产并批量导入用户生产线。公司的业务模式决定了用户黏性高，合作关系较深入且稳定。
- **手机柔性自动化设备增长潜力巨大，千亿级市场可期：**公司所处的智能手机行业整体增速放缓，以华为、OPPO 为代表的国产手机后来居上，2015 年整体份额超过 80%，通过自动化改造提升品质和效率成为共识。目前手机制造自动化水平较低，整体自动化率不足 30%，未来三年如自动化程度达到 50%，则相应市场规模在千亿元。
- **公司背靠华为，实现跨越式增长：**华为智能手机 2015 年销量突破 1 亿台，市场份额全球第三，营收达到 200 亿美金。受益于华为高速增长，公司业务进入爆发期，2015 年营收同比增长 190.38%，净利润同比增长 576.87%。2016 年任正非提出华为终端业务要在 5 年内实现 1000 亿美金销售额。照此计算自动化设备投入未来 5 年内具备 10 倍以上的增长空间。
- **焊接机器人业务锦上添花：**公司基于技术储备和下游客户实际需求，2013 年开始研发焊接机器人，目前已有一款 3KG 轻型焊接机器人提供给客户试

用。公司焊接机器人具备性价比优势，未来有望整合进自身的自动化项目以及向行业客户批量销售，形成新的利润增长点。预计 2017 年、2018 年分别为公司贡献 1000 万、2000 万营收。

- 结合以上分析，我们认为公司处于业绩爆发期，2016-2018 年营收分别为 2.25 亿，4.69 亿，9.30 亿，净利润分别为 2200 万，4500 万，8900 万，EPS 分别为 0.857 元，1.737 元，3.403 元。结合公司增长速度和未来发展空间，按 2016 年 PE20X 给予估值，目标价 17-19 元，给予买入评级。

**图表 28: 分产品的销售预测**

项 目	2014	2015	2016	2017E	2018E
<b>检测设备</b>					
销售收入 (百万元)	25.41	57.75	127.10	266.90	530.50
增长率 (YOY)	383.08%	127.27%	120.09%	109.99%	98.76%
毛利率	30.87%	28.86%	27.00%	25.50%	24.50%
销售成本 (百万元)	17.57	41.08	92.78	198.84	400.53
增长率 (YOY)	334.16%	133.88%	125.84%	114.31%	101.43%
毛利 (百万元)	7.84	16.67	34.32	68.06	129.97
增长率 (YOY)	546.13%	112.47%	105.90%	98.33%	90.97%
占总销售额比重	69.43%	54.34%	56.60%	56.85%	57.02%
占主营业务利润比重	69.82%	52.70%	54.48%	53.83%	53.74%
<b>自动化组装设备</b>					
销售收入 (百万元)	0.00	38.13	76.26	160.15	320.30
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	100.00%	110.01%	100.00%
毛利率	0.00%	30.84%	29.00%	28.00%	27.00%
销售成本 (百万元)	0.00	26.37	54.14	115.31	233.82
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	105.32%	112.96%	102.78%
毛利 (百万元)	0.00	11.76	22.12	44.84	86.48
增长率 (YOY)	#DIV/0!	#DIV/0!	88.07%	102.76%	92.86%
占总销售额比重	0.00%	35.88%	33.96%	34.11%	34.43%
占主营业务利润比重	0.00%	37.19%	35.11%	35.47%	35.76%
<b>包装机械</b>					
销售收入 (百万元)	8.68	0.55	0.50	1.00	1.00
增长率 (YOY)	-20.66%	-93.66%	-9.09%	100.00%	0.00%
毛利率	30.86%	29.08%	28.50%	28.00%	28.00%
销售成本 (百万元)	6.00	0.39	0.36	0.72	0.72
增长率 (YOY)	-25.78%	-93.50%	-8.35%	101.40%	0.00%
毛利 (百万元)	2.68	0.16	0.14	0.28	0.28
增长率 (YOY)	-6.15%	-94.03%	-10.90%	96.49%	0.00%
占总销售额比重	23.72%	0.52%	0.22%	0.21%	0.11%
占主营业务利润比重	23.84%	0.51%	0.23%	0.22%	0.12%
<b>精密加工件</b>					
销售收入 (百万元)	2.51	9.85	20.69	41.40	78.50
增长率 (YOY)	-34.46%	292.43%	110.05%	100.10%	89.61%
毛利率	28.34%	30.84%	31.00%	32.00%	32.00%
销售成本 (百万元)	1.80	6.81	14.28	28.15	53.38
增长率 (YOY)	-40.38%	278.74%	109.56%	97.20%	89.61%
毛利 (百万元)	0.71	3.04	6.41	13.25	25.12
增长率 (YOY)	-12.52%	327.05%	111.14%	106.55%	89.61%
占总销售额比重	6.86%	9.27%	9.21%	8.82%	8.44%
占主营业务利润比重	6.33%	9.61%	10.18%	10.48%	10.39%
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>36.60</b>	<b>106.28</b>	<b>224.55</b>	<b>469.45</b>	<b>930.30</b>
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>25.37</b>	<b>74.66</b>	<b>161.56</b>	<b>343.02</b>	<b>688.45</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>11.23</b>	<b>31.62</b>	<b>62.99</b>	<b>126.43</b>	<b>241.85</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>30.69%</b>	<b>29.76%</b>	<b>28.05%</b>	<b>26.93%</b>	<b>26.00%</b>

来源: 国金证券研究所

## 5、风险提示

- **客户集中度过高的风险：**公司研发体系以华为为导向，销售额中华为占比从 2014 年的 59.39% 上升至 2015 年的 89.01%，未来公司的成长性也主要依靠华为，客户集中度过高。
- **应收账款和存货增长快的风险：**公司 2013-2015 年应收账款分别为 301 万、1523 万、2434 万，应收账款增速较快；2013-2015 年存货分别为 656 万、2230 万、4962 万，存货增速较快，存货中待交付设备约占 67.5%。公司应收账款和存货增长快主要与华为订单大幅增加相关。公司非标自动化设备交货需要与下游客户生产周期相匹配，且需要较长的测试期和收入确认期，相应带来较大的资金压力。

**图表 29：公司 2015 年营收账款余额前五名**

单位名称	账面余额	占 2015 年 12 月 31 日 余额比例(%)	坏账准备金额
华为公司	21,203,254.04	82.09	1,060,162.70
深圳市明信测试设备有限公司	2,327,783.49	9.01	116,389.17
深圳市光大激光科技股份有限公司	689,454.00	2.67	34,472.70
苏州英派克印刷包装设备有限公司	512,705.70	1.98	25,635.29
富士施乐高科技（深圳）有限公司	248,935.08	0.96	12,446.75
小计	<b>24,982,132.31</b>	<b>96.71</b>	<b>1,249,106.61</b>

来源：公司年报，国金证券研究所

- **其他风险：**新产品研发失败，核心员工流失，市场竞争加剧。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	20	37	106	225	469	930
增长率		82.6%	190.4%	111.3%	109.1%	98.2%
主营业务成本	-15	-25	-75	-162	-343	-688
%销售收入	75.6%	69.3%	70.4%	71.9%	73.1%	74.0%
毛利	5	11	31	63	126	242
%销售收入	24.4%	30.7%	29.6%	28.1%	26.9%	26.0%
营业税金及附加	0	0	0	-1	-2	-5
%销售收入	0.6%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1	-2	-2	-5	-9	-19
%销售收入	2.7%	5.1%	2.2%	2.1%	2.0%	2.0%
管理费用	-3	-6	-16	-31	-61	-112
%销售收入	16.4%	16.0%	14.7%	14.0%	13.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	1	3	13	26	54	107
%销售收入	4.7%	9.1%	12.3%	11.5%	11.4%	11.5%
财务费用	0	0	-1	0	-1	-2
%销售收入	0.1%	0.6%	0.7%	0.0%	0.2%	0.2%
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	1	2	12	26	53	105
营业利润率	4.8%	6.6%	11.0%	11.4%	11.3%	11.3%
营业外收支	0	0	1	1	1	1
税前利润	1	2	13	27	54	106
利润率	3.8%	6.4%	12.1%	11.9%	11.5%	11.4%
所得税	0	-1	-2	-4	-9	-17
所得税率	21.2%	32.0%	16.1%	16.0%	16.0%	16.0%
净利润	1	2	11	22	45	89
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	1	2	11	22	45	89
净利率	3.0%	4.4%	10.2%	10.0%	9.7%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1	2	11	22	45	89
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	0	1	1	1	1	1
非经营收益	0	0	1	-1	0	2
营运资金变动	1	-6	-20	-11	-48	-102
经营活动现金净流	2	-4	-7	10	-2	-11
资本开支	-2	-2	-4	-13	-9	-10
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-2	-2	-4	-14	-9	-10
股权募资	0	3	20	0	-1	0
债权募资	1	1	3	2	19	33
其他	0	0	-1	0	-1	-3
筹资活动现金净流	1	4	23	1	16	31
现金净流量	1	-2	12	-2	5	10

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	2	0	17	15	20	30
应收款项	3	16	26	44	91	180
存货	7	22	50	75	160	321
其他流动资产	0	0	1	4	6	10
流动资产	12	39	94	138	277	541
%总资产	79.8%	87.1%	92.2%	86.5%	89.9%	92.9%
长期投资	0	0	0	1	0	0
固定资产	3	4	5	7	7	7
%总资产	19.8%	9.6%	5.2%	4.2%	2.3%	1.2%
无形资产	0	1	2	12	22	32
非流动资产	3	6	8	22	31	41
%总资产	20.2%	12.9%	7.8%	13.5%	10.1%	7.1%
资产总计	15	44	102	160	307	582
短期借款	1	2	6	7	26	59
应付款项	6	27	44	71	144	273
其他流动负债	1	2	7	14	27	50
流动负债	8	31	56	92	196	381
长期贷款	0	1	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	8	32	56	92	196	381
普通股股东权益	8	12	45	68	112	200
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	15	44	102	160	307	582

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	#VALUE!	#VALUE!	0.830	0.857	1.737	3.403
每股净资产	0.980	1.382	3.468	5.183	8.548	15.354
每股经营现金净流	0.317	-0.418	-0.517	0.780	-0.161	-0.807
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	7.83%	13.07%	23.93%	33.09%	40.64%	44.33%
总资产收益率	3.87%	3.60%	10.66%	13.99%	14.74%	15.26%
投入资本收益率	8.56%	15.60%	21.52%	28.86%	32.83%	34.63%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	82.64%	190.39%	111.28%	109.06%	98.17%
EBIT 增长率	N/A	254.62%	292.81%	97.25%	108.70%	99.31%
净利润增长率	N/A	167.64%	578.48%	106.62%	102.54%	95.93%
总资产增长率	N/A	187.57%	129.42%	57.43%	92.31%	89.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	27.4	90.9	67.9	67.0	67.0	67.0
存货周转天数	79.0	207.6	175.4	170.0	170.0	170.0
应付账款周转天数	44.7	187.8	129.3	120.0	120.0	120.0
固定资产周转天数	55.6	42.2	18.2	9.3	4.7	2.5
偿债能力						
净负债/股东权益	-14.36%	16.35%	-25.80%	-11.50%	5.22%	14.55%
EBIT 利息保障倍数	57.9	16.1	18.4	317.1	74.2	47.0
资产负债率	50.53%	72.41%	55.45%	57.71%	63.73%	65.57%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD