

上海君屹 (832760.OC)

专用设备制造业

评级: 买入 首次评级

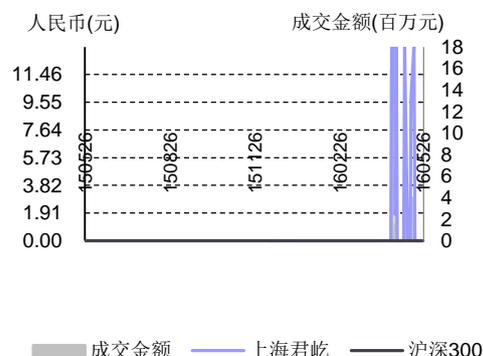
公司深度研究

市场价格(人民币): 13.34元
 目标价格(人民币): 19.00-21.00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) .78
 总市值(百万元) 226.25
 年内股价最高最低(元) 13.34/1.80
 沪深300指数 3059.23



机器人集成专家, 精耕三大下游领域

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.294	0.993	0.937	1.374	1.777
每股净资产(元)	1.82	3.21	4.90	7.25	10.45
每股经营性现金流(元)	-0.73	0.09	4.61	2.71	3.62
市盈率(倍)	N/A	0.00	14.24	9.71	7.51
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	N/A	257.50%	69.83%	46.64%	29.30%
净资产收益率(%)	16.48%	30.94%	34.45%	34.10%	30.60%
总股本(百万股)	16.00	16.96	30.53	30.53	30.53

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司面向的工业机器人和系统集成行业近年受政策鼓励, 十三五期间内我国机器人本体加集成市场总规模将超过 4000 亿元, 年增长率保持在 20%~30%。汽车焊装市场受新建和自动化改造的需求拉动在 2016 年预计市场规模也将超过 400 亿元。
- 从公司的竞争优势来看, 公司起步并立足于工业机器人集成, 现在已能提供全自动的汽车焊装生产线等产品, 并积累了丰富的项目经验, 掌握了关键技术, 在汽车焊装整线领域具备知名度。公司近三年收入和净利润高速增长, 公司 2015 年收入 1.7 亿, 净利润 1684 万。2013-2015 的收入复合增速为 117.57%, 2014 年扭亏, 2015 年净利润同比增速为 257.5%。公司毛利率高于 A 股行业可比公司(华昌达、华工科技), 2014 年扭亏后公司平均净资产收益率远高于 A 股行业可比公司。
- 公司深入布局动力电池领域, 能完成高节拍、多规格共线生产的动力电池自动化模组生产线技术领先, 订单持续增加。未来随着动力电池行业对全自动、半自动模组生产线需求的增加, 业绩有望进一步释放。激光技术应用业务中, 公司已成为国内行业内的主流供应商, 激光切割、激光清洗、激光溶覆、激光焊接方面均有成熟案例。并完成了从 200 瓦-10000 瓦各类焊接、切割的技术验证, 为开发船舶、军工、工程机械等领域做好了准备。

投资建议

- 结合以上分析, 我们认为公司立足的工业机器人行业未来成长空间确定, 受到政策扶持, 公司在汽车焊装领域已具备知名度。通过深入布局动力电池领域, 自动化模组生产线未来业绩有望进一步释放, 激光装备也将随着新下游应用的落地进一步打开市场空间。未来有望通过不断的技术研发和业绩提升建立技术优势和市场先发优势。

估值

- 我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 2.46 亿、3.42 亿、4.28 亿, 净利润分别为 2900 万、4200 万、5400 万。EPS 分别为 0.937、1.374、1.777 元。考虑新三板流动性, 按 2016 年 PE20X 予以估值, 目标价 19-21 元, 给予买入评级。

王艺国 联系人
 (8621)60937185
 wangyiguo@gjzq.com.cn

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

风险

- 市场竞争加剧、产业政策风险、新产品及技术开发不达预期风险、核心员工流失风险、应收账款占收入比重较大、存货水平高。

内容目录

1. 公司是国内领先的机器人系统集成商.....	5
1.1 公司起步并立足于机器人系统集成.....	5
1.2 公司近年经营情况.....	6
1.3 公司股权结构及控股股东.....	6
2. 制造业转型升级背景下，面向不同下游的智能装备长期看好.....	7
2.1 国内自动化需求强劲，机器人增长空间确定.....	7
2.2 汽车行业自动化改造需求旺盛，焊装生产线进口替代加速.....	9
2.3 新能源汽车及动力电池的爆发性增长带动上游相关设备销售.....	12
3. 公司：立足工业机器人和汽车焊装，拓展新能源行业应用和激光装备.....	14
3.1 公司立足于工业机器人集成，汽车焊装领域已具备知名度.....	14
3.2 公司积极拓展激光装备和新能源汽车相关领域，业绩释放可期.....	15
3.3 公司经营情况好于行业同类公司.....	17
4. 投资建议.....	18
5. 风险提示.....	18

图表目录

图表 1：公司主要产品和服务.....	5
图表 2：公司的主要客户情况.....	5
图表 3：2013-2015 收入复合增速为 117.57%.....	6
图表 4：2014 年扭亏，2015 年净利润同比增速 257.5%.....	6
图表 5：公司近三年毛利率下降，净利率提升.....	6
图表 6：公司挂牌时股权结构.....	7
图表 7：公司挂牌后的融资情况.....	7
图表 8：IFR 中国工业机器人销量及预计（2005-2017）.....	8
图表 9：中国工业机器人实际销量及预计（2005-2017）.....	8
图表 10：中国劳动年龄人口持续减少.....	8
图表 11：2000-2014 年城镇非私营单位就业人员年平均工资及名义增速.....	8
图表 12：中国机器人产业政策.....	9
图表 13：主要国家工业机器人使用密度比较.....	9
图表 14：2016-2020 中国工业机器人市场规模预测.....	9
图表 15：2010-2014 年中国汽车产量及同比增长.....	10
图表 16：中国汽车产业固定资产投资额逐步上涨.....	10
图表 17：2009-2015 年中国汽车制造设备行业市场规模.....	10
图表 18：2014 年汽车制造装备四大工艺装备占比.....	10
图表 19：2014 中日韩德汽车及其他制造业工业机器人密度比较.....	11
图表 20：汽车集成市场竞争梯队.....	11
图表 21：2015-2020E 汽车焊装市场规模.....	11

图表 22: 国内激光加工应用方式分布比例.....	12
图表 23: 2015-16 动力电池主要厂商产能规划.....	13
图表 24: 锂电池生产主要流程.....	14
图表 25: 动力锂电池激光焊接示意.....	14
图表 26: 2015 年公司前三大汽车行业客户销售情况	14
图表 27: 2014—15 国内推出新车数量变化.....	15
图表 28: 2014-15 国内新车中自主品牌依旧增速明显.....	15
图表 29: 公司激光焊接系统部分参考案例.....	15
图表 30: 公司 2012 年已搭建完成激光实验室	15
图表 31: 用于不同规格的动力电池模组生产线	16
图表 32: 公司新能源动力电池领域典型订单	16
图表 33: 公司通过不断研发投入, 打造技术的领先优势.....	17
图表 34: 公司毛利率高于同行可比公司	17
图表 35: 公司平均净资产收益率高于同行可比公司	17
图表 36: 公司应收账款占收入比例逐年增加	17
图表 37: 公司存货处于较高水平	17
图表 38: 分产品的销售预测.....	18

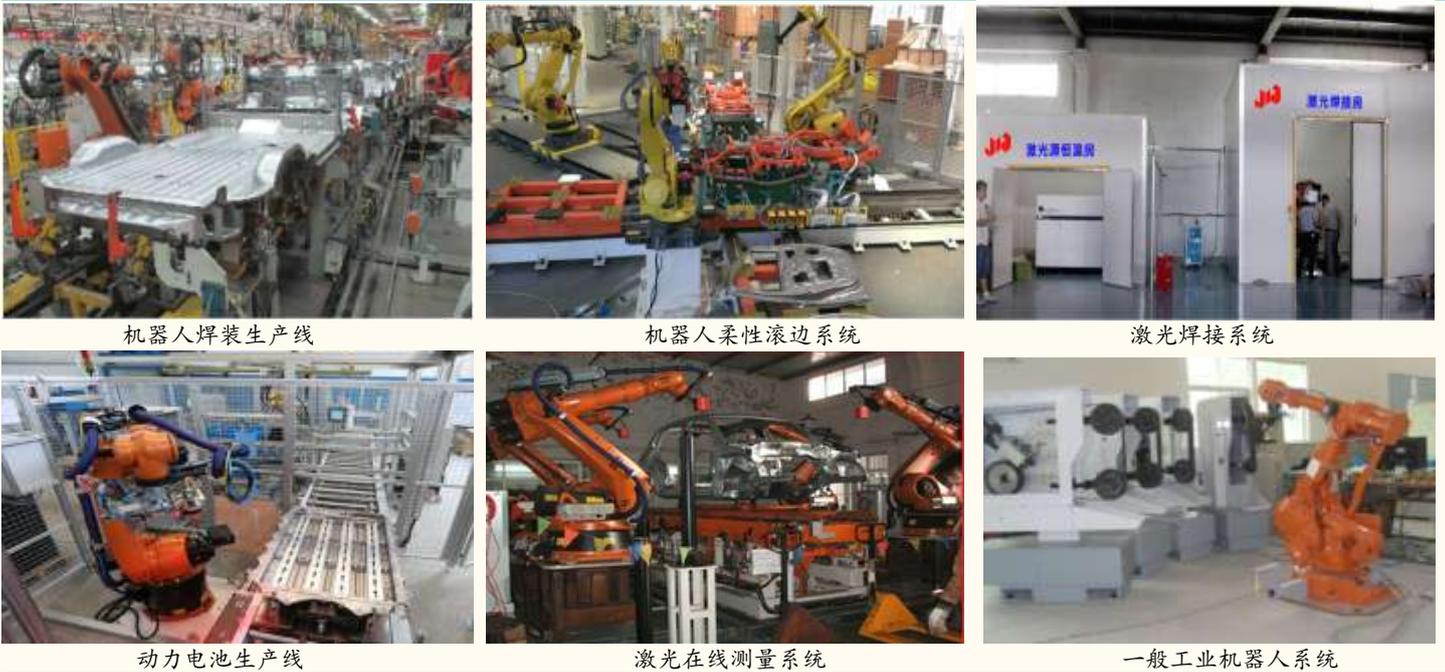
1. 公司是国内领先的机器人系统集成商

1.1 公司起步并立足于机器人系统集成

上海君屹工业自动化股份有限公司成立于2009年8月，公司主要提供与机器人系统集成相关的工业自动化领域内的产品设计、研发、仿真规划、技术咨询与服务。公司总部位于上海松江，2014年10月获得上海市高新技术企业认证。公司已设立全资子公司烟台泰屹自动化有限公司、烟台君屹科技有限公司。2015年度，公司获批5项发明专利，19项实用新型专利。

公司的产品和服务主要包括：机器人系统集成、激光技术应用、汽车动力电池装配生产线、汽车焊装生产线。公司2015年7月挂牌新三板，现在为协议交易。

图表 1：公司主要产品和服务



来源：国金证券研究所，公司网站

公司产品 and 系统可应用于汽车和零部件制造、新能源汽车、动力电池、航空航天等行业。公司目前客户涵盖奔驰、宝马、大众、福特、北汽、长城、吉利、众泰、宇通等汽车制造商，和 CATL 等动力电池制造商，以及富士康等领先企业。

图表 2：公司的主要客户情况

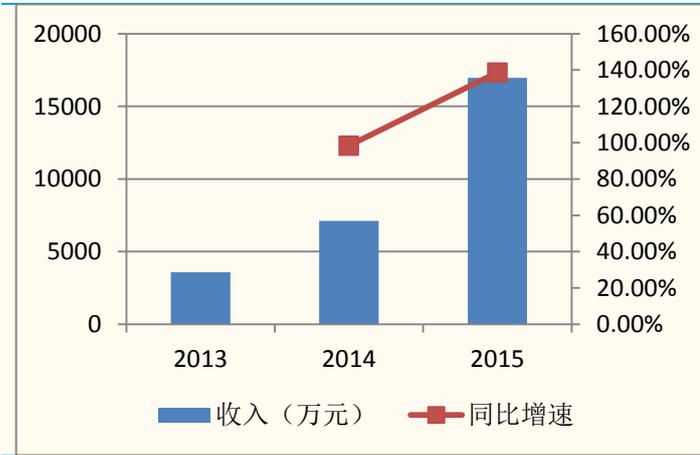


来源：国金证券研究所，公司资料

1.2 公司近年经营情况

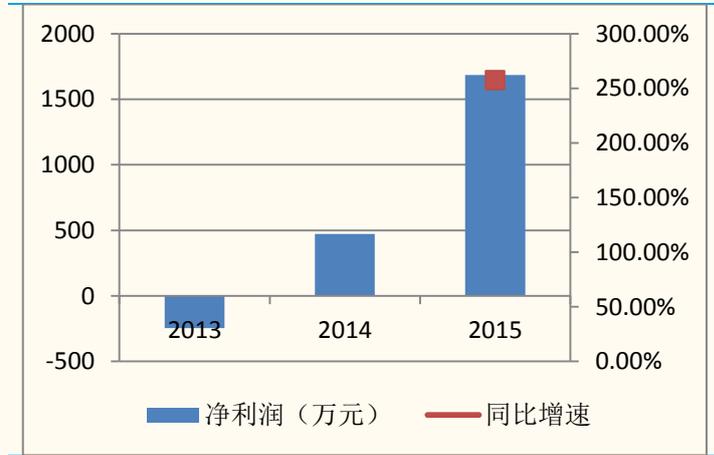
公司近三年收入和净利润高速增长。公司 2013 年收入 3584.68 万，净利润-245 万；2014 年收入 7112 万，净利润 471 万；2015 年收入 1.7 亿，净利润 1684 万。2013-2015 的收入复合增速为 117.57%，2014 年扭亏，2015 年净利润同比增速为 257.5%。

图表 3：2013-2015 收入复合增速为 117.57%



来源：国金证券研究所，choice

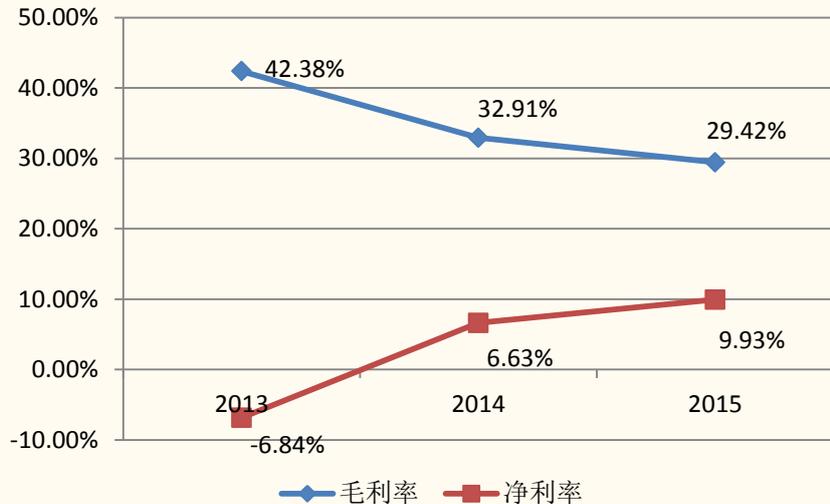
图表 4：2014 年扭亏，2015 年净利润同比增速 257.5%



来源：国金证券研究所，choice

公司近三年毛利率有所降低，净利率有所提高。毛利率从 2013 年的 42.38% 下降到 2015 年的 29.42%，净利率从 2013 年的 -6.84% 提高至 2015 年的 9.93%。

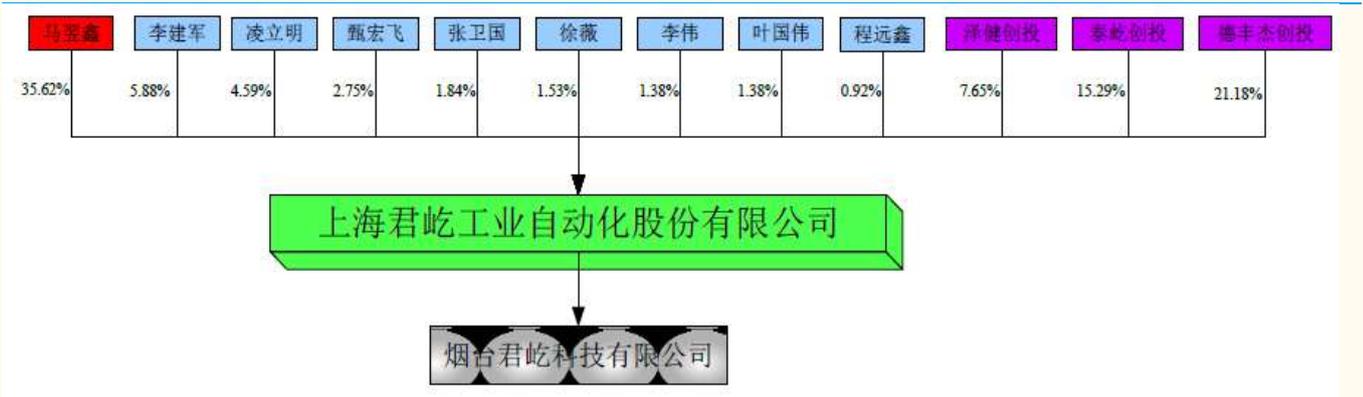
图表 5：公司近三年毛利率下降，净利率提升



来源：国金证券研究所，choice

1.3 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: 国金证券研究所, 公开转让说明书

马翌鑫先生合计持有公司 9,370,352 股表决权, 占公司总股本的 58.56%, 为公司控股股东及实际控制人。马翌鑫先生, 公司董事长, 总经理。1978 年出生, 中国国籍, 无境外永久居留权, 本科学历。2000 年 9 月至 2005 年 3 月就职于烟台宇信科技公司, 历任工程师、技术部长、销售经理; 2005 年 3 月至 2010 年 1 月就职于上海 ABB 工程有限公司, 历任项目经理、设计主管。

公司挂牌后在 2015 年共进行 2 次融资, 募集资金 930 万元。2016 年实施中的第三次增发计划募集资金 2877 万。主要用于补充公司流动资金, 降低公司资产负债率, 改善公司财务状况。

图表 7: 公司挂牌后的融资情况

公告日期	融资方式	年度	最新进度	发行价(元)	发行股数(万股)	募资总额(万元)
2015/8/4	定向增发	2015 年	实施完成	2.08	48	100
2015/11/18	定向增发	2015 年	实施完成	17.29	48	830
2016/5/6	定向增发	2016 年	实施中	13.10	219.6029	2877

来源: 国金证券研究所, Choice

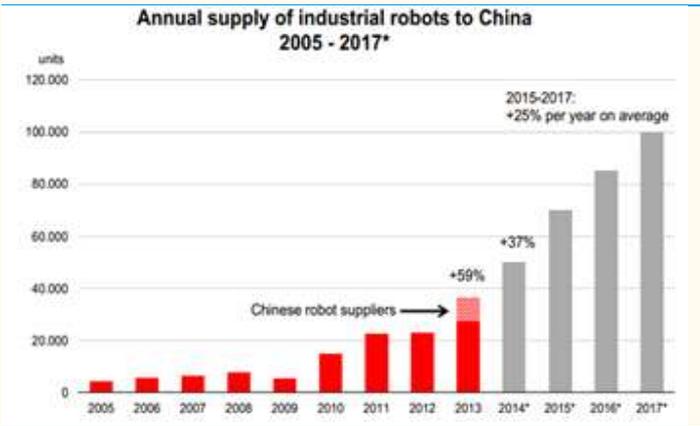
2. 制造业转型升级背景下, 面向不同下游的智能装备长期看好

2.1 国内自动化需求强劲, 机器人增长空间确定

- 2015 年被称为中国机器人产业元年, 2012 年以来在政策刺激、资本作用以及转型需求推动下, 中国已经成为全球第一大机器人市场。目前机器人占全球总量约 9%, 2015 年中国市场工业机器人销量 75000 台, 同比增长 36.6%。

IFR 预计 2014 年中国机器人销量将超过 50000 台, 2015 年-2017 年, 年均增长率将达 25%, 到 2017 年销量 10 万台。实际 2014 年销量 53000 台, 2013-2015 年均增长率超过 35%, 按目前增长态势 2017 年超过 10 万台是大概率事件。

图表 8: IFR 中国工业机器人销量及预计 (2005-2017)



来源: 国金证券研究所, IFR

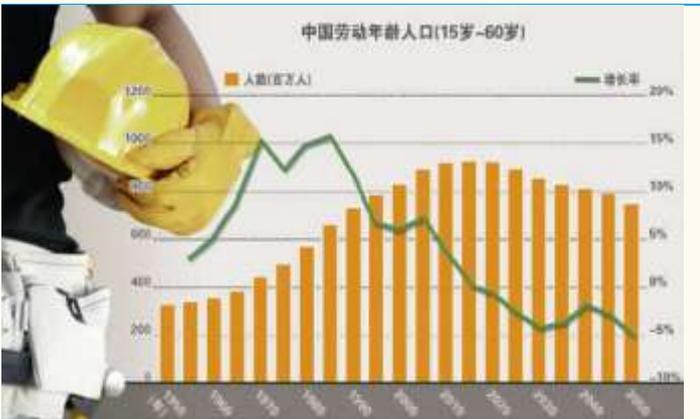
图表 9: 中国工业机器人实际销量及预计 (2005-2017)



来源: 国金证券研究所, CRIA

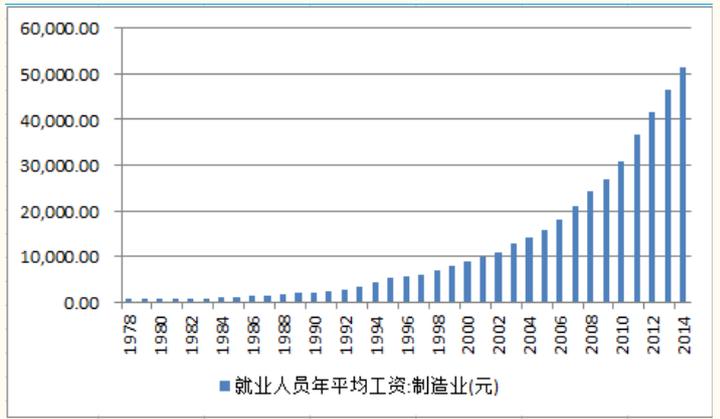
- 中国面临发展与成本相矛盾的产业背景: 人口红利消失, 劳动力供应趋紧, 工资收入增速快。

图表 10: 中国劳动年龄人口持续减少



来源: 国金证券研究所, 发改委

图表 11: 2000-2014 年城镇非私营单位就业人员年平均工资及名义增速



来源: 国金证券研究所, Wind

- 机器人发展受各级政策鼓励: 从顶层设计到地方规划, 以及产业路线图, 2012 年以来一系列扶持政策密集出台, 形成了完整的政策体系。机器人产业在我国已经上升为国家战略。

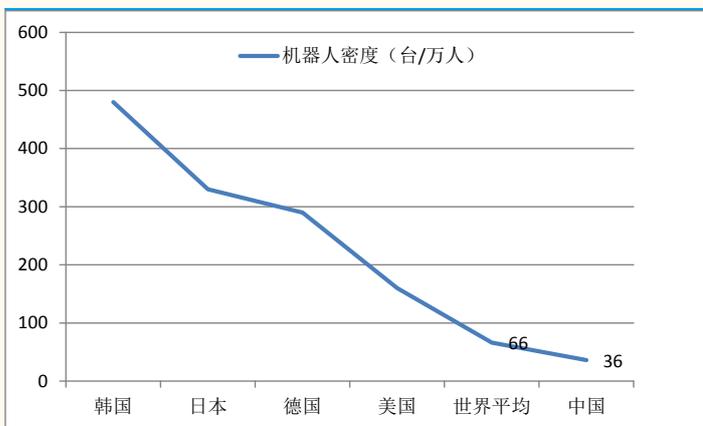
图表 12：中国机器人产业政策

序号	时间	名称	主要内容	发布单位
1	2012年	智能制造科技发展十二五专项规划	工业机器人，攻克工业机器人本体、精密减速器、伺服驱动器和电机、控制器等核心部件的共性技术，自主研发工业机器人工程化产品，实现工业机器人及其核心部件的技术突破和产业化	科技部
2	2012年	十二五国家战略性新兴产业发展规划	重点支持工业机器人等关键技术开发、产业化和应用示范，建立健全智能制造装备产业体系，国内市场占有率达到50%，形成一批具有国际竞争力的产业集聚区和企业集团	国务院
3	2012年	2012年智能制造装备发展项目拟支持单位名单	对64个智能制造装备发展项目进行财政支持（包括22个工业机器人或柔性自动化车间	财政部
4	2013年	工信部关于推进工业机器人产业发展的指导意见	到2020年，形成较为完善的工业机器人产业体系，培育3-5家具有国际竞争力的龙头企业和8-10个配套产业集群；工业机器人行业和技术创新能力、国际竞争能力明显增强，高端产品市场占有率提高到45%以上，机器人密度达到100以上，基本满足国防建设、国民经济和社会发展需要。	工信部
5	2015年	中国制造2025	围绕汽车、机械、电子、危险品制造、国防军工、化工、轻工等工业机器人、特种机器人，以及医疗健康、家庭服务、教育娱乐等服务机器人应用需求，积极研发新产品，促进机器人标准化、模块化发展，扩大市场应用。突破机器人本体、减速器、伺服电机、控制器、传感器与驱动器等关键零部件及系统集成设计制造等技术瓶颈。	国务院
6	2015年	中国机器人产业十三五规划	提出了今后五年中国机器人产业的主要发展方向，包括加强基础理论和共性技术研究、提升自主品牌机器人和关键零部件的产业化能力、推进工业机器人和服务机器人的应用示范、建立完善机器人的试验验证和标准体系建设等。	工信部

来源：国金证券研究所

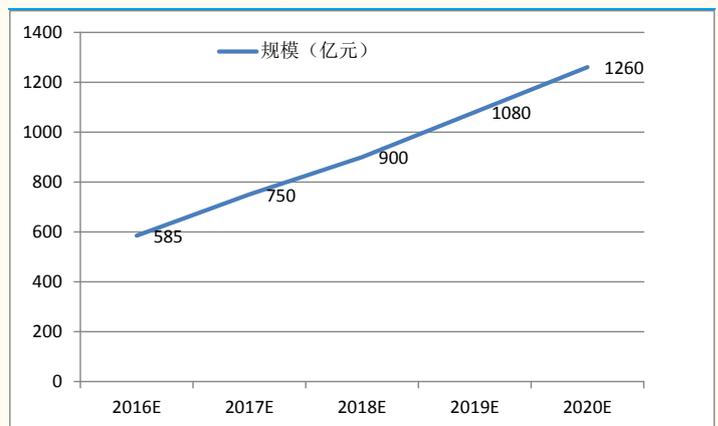
- 机器人使用密度方面，2014年底中国机器人使用密度仅为36台，国际平均水平为66台。横向对比发达国家，韩国是最高为480台，日本为330台，德国为290台，美国为160台。
- 保守估计，到2020年，我国工业机器人年销售量将接近20万台。假设单台机器人平均售价为15万元，2016~2020年5年内，我国机器人本体加集成市场规模超过4000亿元。

图表 13：主要国家工业机器人使用密度比较



来源：国金证券研究所，IFR

图表 14：2016-2020 中国工业机器人市场规模预测



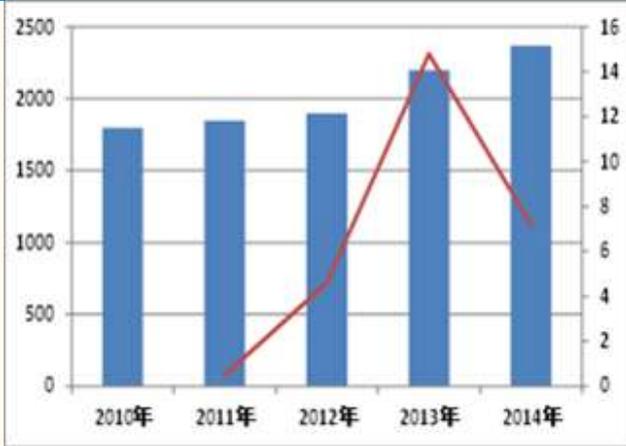
来源：国金证券研究所

2.2 汽车行业自动化改造需求旺盛，焊装生产线进口替代加速

■ 行业供需状况及市场规模

- 2015 年我国汽车产销量创新高，均接近 2500 万辆。整车厂一方面不断提高自动化生产率，另一方面持续投入对现有生产线进行柔性化改造，以适应车型多样化战略提升竞争力。因此汽车行业固定资产投资额逐年上升。

图表 15: 2010-2014 年中国汽车产量及同比增长



来源: 国金证券研究所, wind

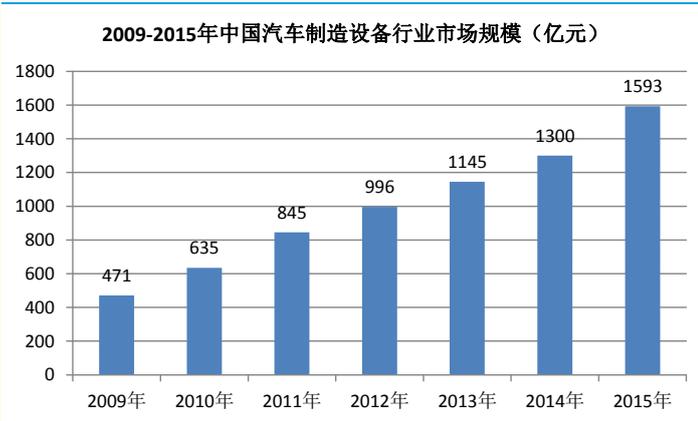
图表 16: 中国汽车产业固定资产投资额逐步上涨



来源: 国金证券研究所, wind

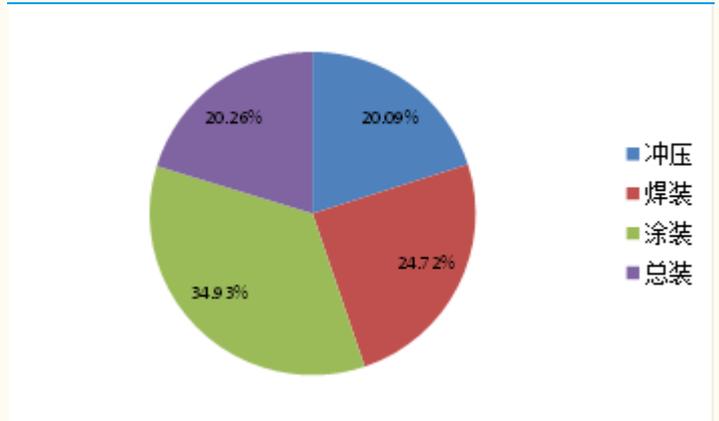
- 2013 年我国汽车整车制造装备市场规模约 1145 亿元，2014 年同比增长 13.54%，到 2015 年整体市场规模达 1,593 亿元。四大工艺占比结构比较稳定，其中涂装与焊装占比较大，分别为 34.93%与 24.72%。

图表 17: 2009-2015 年中国汽车制造设备行业市场规模



来源: 国金证券研究所, 中国汽车工业协会

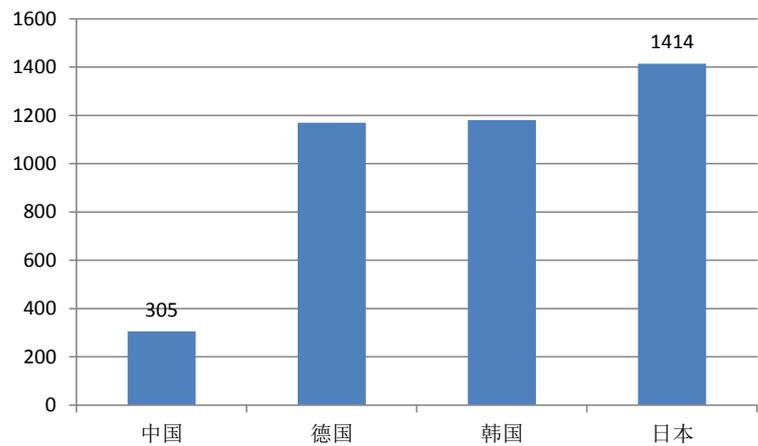
图表 18: 2014 年汽车制造装备四大工艺装备占比



来源: 国金证券研究所, 中国汽车工业协会

- 我国汽车产业机器人使用密度偏低，2014 年仅为 305 台，不到世界平均水平 1000 台的 1/4，不到日本的 1/4，除 AGV 外国产本体应用较少。进口替代空间和潜力巨大。

图表 19: 2014 中日韩德汽车及其他制造业工业机器人密度比较



来源: 国金证券研究所, IFR

- 目前整车装备市场主要分为三个梯队, 国内系统集成商主要集中在第二、第三梯队, 并逐渐开始有小部分涉足第一梯队。

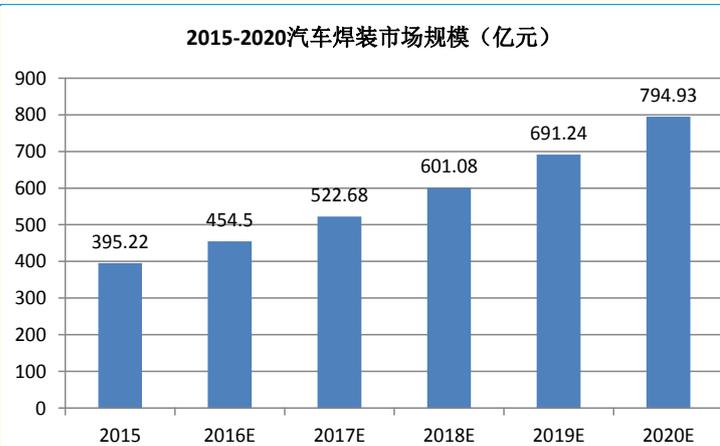
图表 20: 汽车集成市场竞争梯队

梯队	厂商	要求及装备供应商选择
第一梯队	奔驰、宝马等高端品牌整车制造商	生产线自动化率很高, 宝马、奔驰自动化率可达到 99%; 供应商进入门槛高, 业务毛利率高; 现阶段主要被柯马、ABB、FFT 等外企占领
第二梯队	大众、通用、日产、本田丰田等外资及其在国内的主要合资工厂	生产线自动化率较高, 供应商进入门槛较高和业务毛利率次之, 内外资供应商均可参与竞争
第三梯队	国产品牌整车制造商	生产线自动化率较低, 普遍不高于 50%, 供应商门槛较低, 回款时间较长, 毛利率较低。

来源: 国金证券研究所

- 焊装生产中的主焊线、总拼工位和激光焊接等领域外资仍主导, 国内供应商也开始逐渐进入。按在整车装备总额占比 24% 算, 2015-2020 年汽车焊装生产线市场规模预测如下图。随着焊装集成竞争加剧, 未来产业集中和洗牌预计将出现, 新进入者的立足将非常困难。

图表 21: 2015-2020E 汽车焊装市场规模



来源: 国金证券研究所, 中国汽车工业协会,

2.3 新能源汽车及动力电池的爆发性增长带动上游相关设备销售

■ 激光加工类设备将率先受益

据中国光学学会激光加工专委会的数据，光纤激光器 2014 年国内销售总台数近 3.5 万台，比 2013 年的 1.9 万台增长了 70%，总共有超过 3.1 万台的小功率光纤激光器进行装机，其中国产率水平达 80%。伴随着光纤激光器在国内的应用更加广泛，其价格近年呈年均 20% 的下降速度。随着成本的降低，下游应用空间将被极大的带动。

从国内激光加工系统的应用方式来看，目前激光切割占 21.84%，激光打标占 45.35%，激光焊接占 11.4%，三者合计占 78.59%。但是国际上，激光切割和焊接构成了激光加工设备销售的主体（50%以上），并且占据了激光加工设备的高端市场。

图表 22：国内激光加工应用方式分布比例



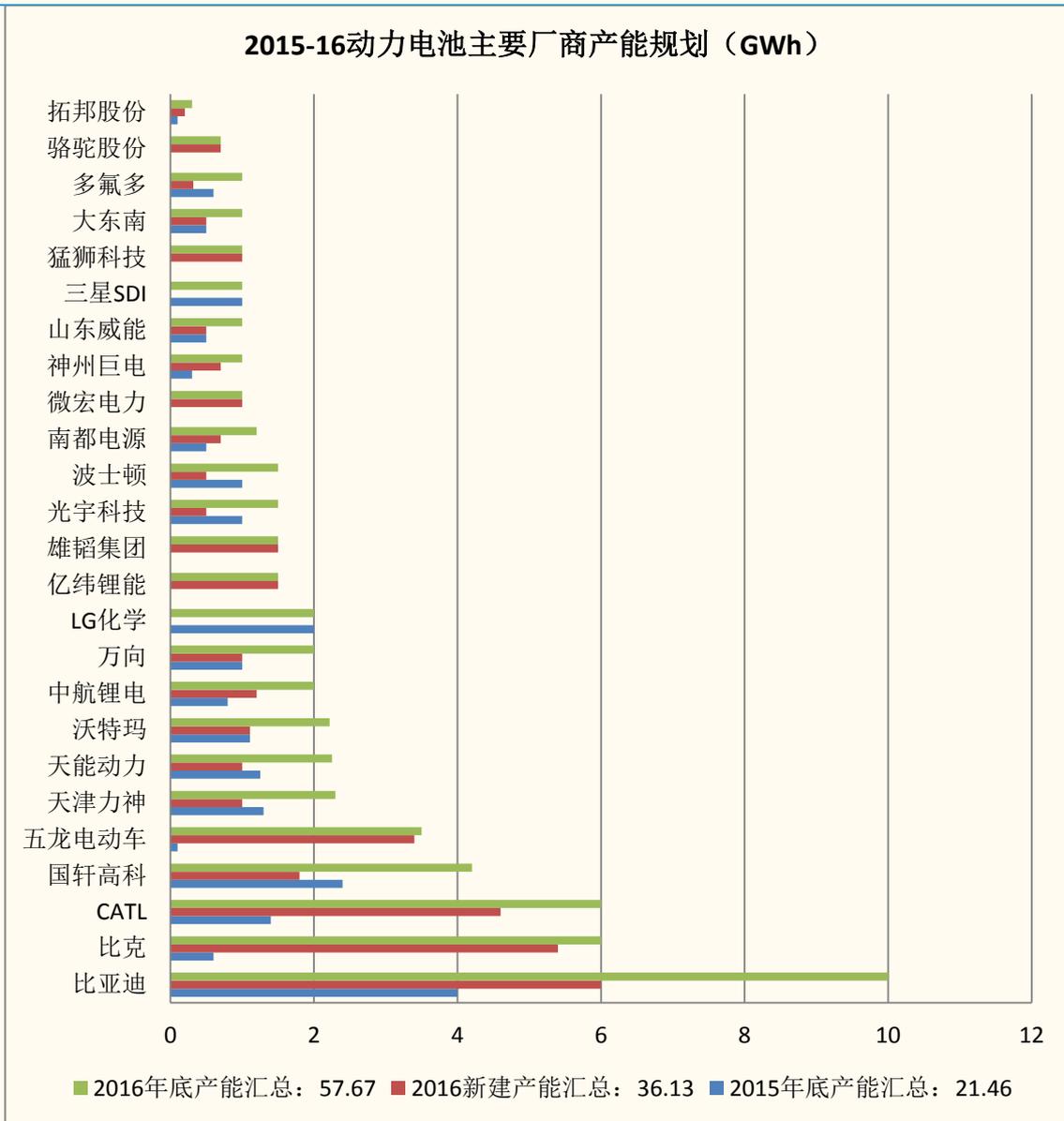
来源：国金证券研究所，OFweek 激光产业研究中心

中国制造业转型升级的方向是高端装备制造和智能制造，在面向大型高端设备制造和复杂工艺的精密部件、装备制造时，激光加工都是重要的加工手段。同时，激光加工作为柔性非接触的加工方法，是智能制造的主要方向之一。我们判断国内激光设备在打标应用上因趋于饱和而增速放缓，在切割、焊接等方面增长会更加明显，设备的自动化、智能化会大幅增加激光加工设备的需求。假设我国的激光焊接占比激光加工系统接近或已经超过国外相应份额，以 12% 的保守占比估计，到 2020 年，激光焊接设备的市场容量至少达到 60 亿元人民币。

■ 激光焊接和自动化生产线等锂电设备将维持高增速

国内近 1-2 年受国内新能源汽车政策拉动，新能源汽车销量大增，汽车动力电池行业发展迅速，拉动了激光焊接设备发展。根据高工锂电数据，2015 年中国动力锂电池产销量达到 15.7GWh，考虑主流动力电池厂商和其他中小型锂电池厂商的扩产计划，预计未来三年动力电池的增速将超过 70%。

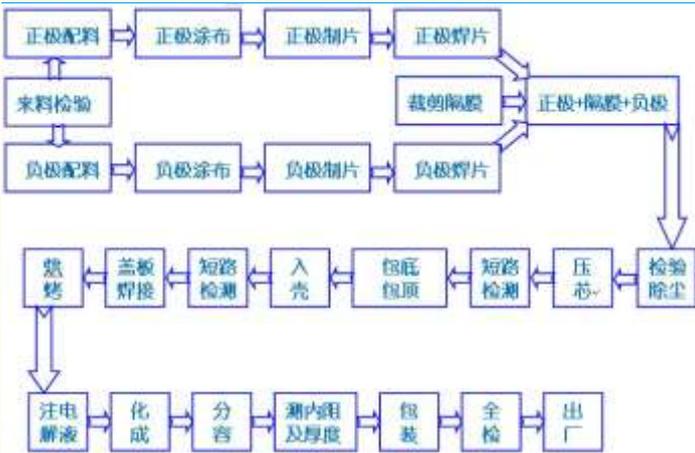
图表 23: 2015-16 动力电池主要厂商产能规划



来源: 国金证券研究所, 公开资料

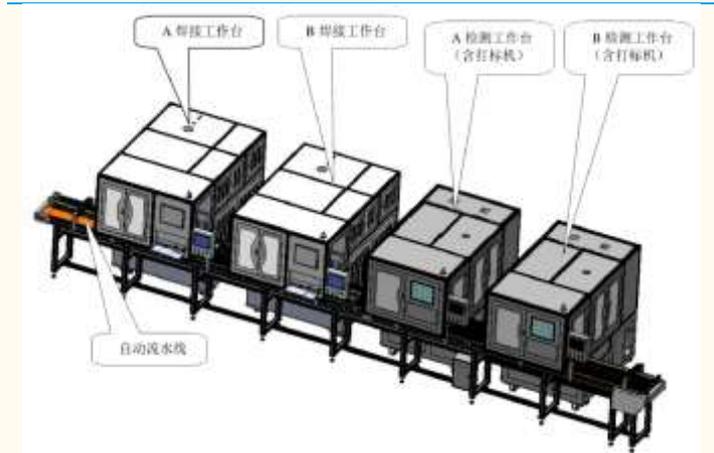
高工产研锂电研究所 (GGII) 数据显示, 2015 年动力锂电设备总需求约 130 亿元, 按 50% 的增速考虑, 预计 2016 年国内动力锂电设备需求将 195 亿元, 按 2017-2020 年动力锂电设备复合增速 30% 计算, 到 2020 年动力锂电池设备投资累计规模将达到 1760 亿元。

图表 24：锂电池生产主要流程



来源：国金证券研究所

图表 25：动力电池激光焊接示意



来源：国金证券研究所

动力电池生产用的自动化生产线及激光焊接系统主要用在电芯生产和后续的模组生产线中，设备投资约占总设备投资的 20%-25%，按国内动力锂电设备需求 195 亿元计算，2016 年动力电池行业用于激光焊接及自动化系统的设备市场空间为 39-49 亿元。再考虑消费数码锂电和用于储能的电池市场空间，以及前述其他激光焊接设备的市场容量，2016 年激光焊接及相应自动化的市场空间可达百亿级别。

3. 公司：立足工业机器人和汽车焊装，拓展新能源行业应用和激光装备

3.1 公司立足于工业机器人集成，汽车焊装领域已具备知名度

公司自成立以来，一直致力于汽车制造领域机器人集成系统的设计、研发、集成、应用开拓，在向客户提供产品和服务的过程中，积累了丰富的项目经验，掌握了关键技术。现在已能提供全自动的汽车焊装生产线、机器人柔性滚边系统、激光焊接系统、机器人视觉定位系统、激光测量系统、机器人焊接系统等多个产品。经过几年的积累，公司已在汽车焊装整线领域具备知名度。公司近年汽车行业主要客户包括北汽、众泰等。

图表 26：2015 年公司前三大汽车行业客户销售情况

序号	公司名称	2015 收入 (百万元)	收入占比 (%)
1	北汽银翔汽车有限公司	45.33	26.72
2	浙江众泰汽车制造有限公司	37.93	22.35
3	北京汽车股份有限公司	8.54	5.04
合计		91.8	54.11

来源：国金证券研究所，Choice

汽车工业一方面产能过剩，另一方面新车型的投放速度仍处于高位。整车厂产能规划方面，我国 2015 年汽车销量 2500 万辆，按 IHS 给出的汽车产能为 3680 万辆，产能利用率在 2015 年为 67.9%，且产能利用率呈缓慢下降趋势。2015 年全年新车投放 283 款，SUV 从 2014 年的 86 款增加到 104 款，MPV 从 15 款增加到 21 款，新能源车从 2014 年的 15 款增加到 24 款。同时，2014 年自主 89 款，增加到 2015 年的 102 款，合资从 98 款降到 90 款，进口从 97 款降到 91 款。可以看出自主品牌的新车型投放仍在加速。

新车型数量的增长可以反映出市场对相应汽车生产设备的需求，随着新能源汽车的产销量增加，也将进一步带动对相关设备的需求。根据公开资料的信息，自主品牌中北汽计划 2016 年投放车型 12 款，众泰计划 2016 年投放车型 6 款。

图表 27：2014—15 国内推出新车数量变化



来源：国金证券研究所，Sohu 汽车

图表 28：2014-15 国内新车中自主品牌依旧增速明显



来源：国金证券研究所，Sohu 汽车

3.2 公司积极拓展激光装备和新能源汽车相关领域，业绩释放可期

■ 公司在激光装备领域已成为主流厂商之一

激光焊接、切割技术是汽车工业重要的技术，可以提高车身强度同时减少车身重量，易于实现自动化。激光加工的应用比例基本成为整车和零部件制造工艺水平高低的标志，其中尤其以三维曲面的高精度激光焊接最具有代表性。整车制造环节的激光焊接目前仍以进口设备为主导，国内仅有华工科技等极少数企业掌握整套技术并有实际应用。

激光技术应用业务中，公司已完成技术积累和工艺验证，激光切割、激光清洗、激光溶覆、激光焊接方面均有案例在客户现场使用。且已完成 30 多家客户代工生产、10 多家系统交钥匙工程。已经成为国内行业内的主流供应商。

公司已于 2012 年搭建完成配备 6KW 激光器的激光实验室，2016 年将完成 10KW 激光器实验室的搭建。

图表 29：公司激光焊接系统部分参考案例

序号	客户名称	供货内容	年份
1	众泰汽车	后背门激光铜钎焊系统	2014
2	福特汽车	仪表盘支架飞行焊接	2014
3	江西蓝图汽车	B15 后背门激光焊接系统	2014
4	CATL	动力电池激光 PFO 焊接系统 (2 套)	2015
5	海波思创	动力电池激光 PFO 焊接系统 (3 套)	2015

来源：国金证券研究所，公司资料

图表 30：公司 2012 年已搭建完成激光实验室



来源：国金证券研究所，公司资料

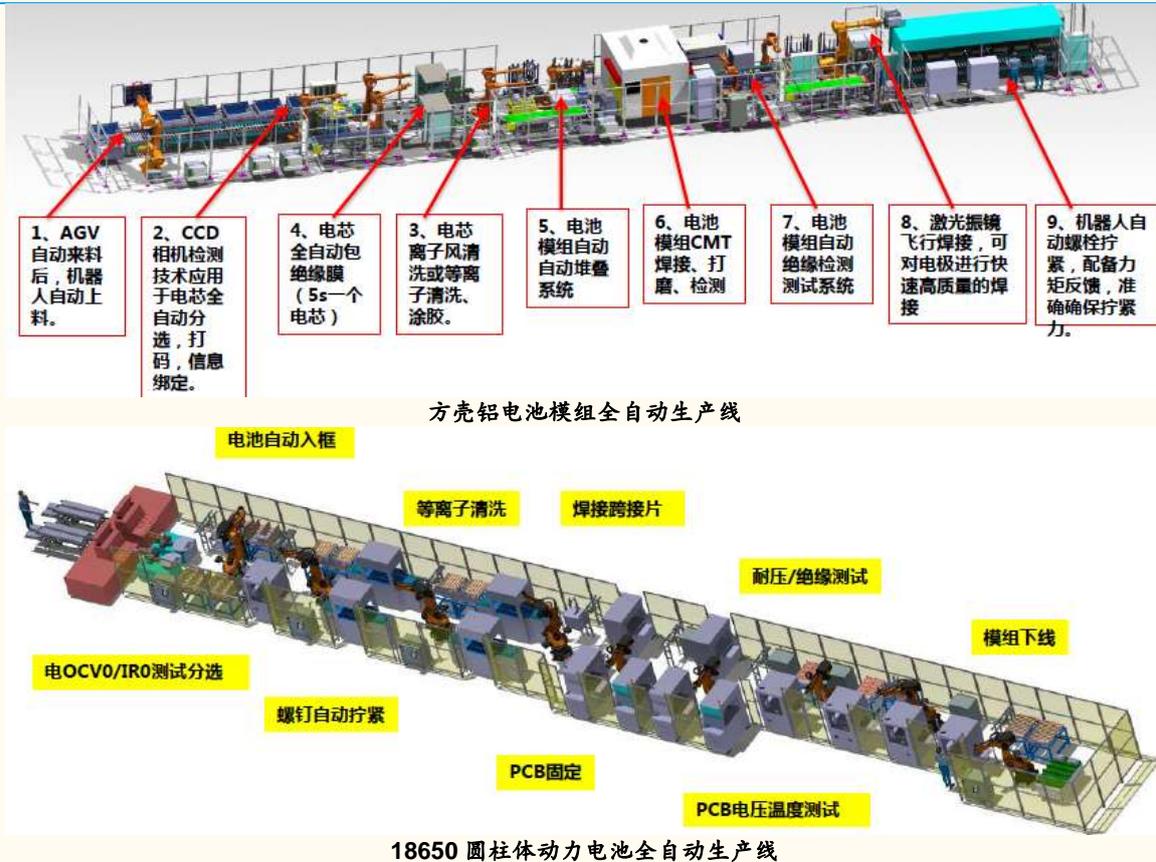
在激光技术应用领域内，公司目标是在三年内进入第一梯队。公司从 200 瓦的精密元器件焊接、到 2000 瓦的中型薄板装备焊接，再到 10000 瓦以上的 10mm 以上的特种厚板焊接，均已做了各类技术验证。为开发船舶、军工、工程机械等领域做好了各种铺垫。同时，公司已在其他行业做了调研与工艺验证。

■ 公司深入布局动力电池领域，pack 自动线技术国内领先

公司较早布局动力电池装备，研发的 AGV 小车自动上料系统、CCD 相机测量技术、电池参数自动检测技术、电池自动包绝缘膜技术、激光缠头焊接技术、机器人 CMT 焊接技术、生产执行系统 MES 技术等相关技术，可以完成高节拍、

多规格共线生产平台的搭建。

图表 31：用于不同规格的动力电池模组生产线



来源：国金证券研究所，公司资料

公司在动力电池领域的收入逐年提高。动力电池行业公司的典型客户为宁德时代新能源科技有限公司（CATL），公司来自 CATL 的收入逐年提高，未来随着市场对全自动、半自动动力电池模组生产线需求的提高，公司来自动力电池业务的收入有望快速增长。

图表 32：公司新能源动力电池领域典型订单

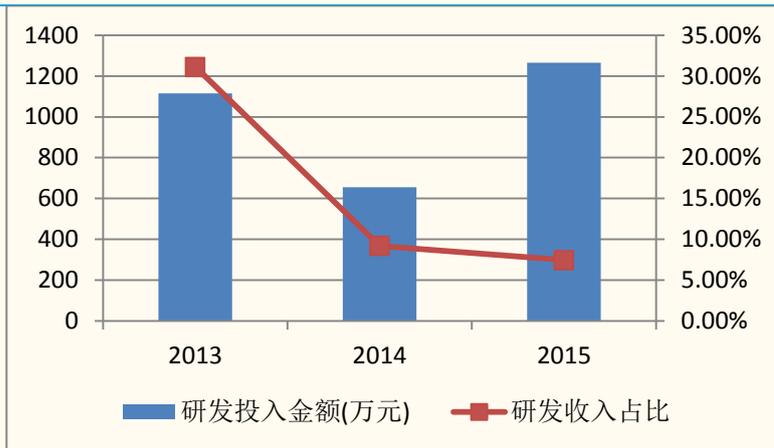
序号	公司名称	收入（百万元）	年份
1	宁德时代能源科技有限公司	3.49	2014
2	宁德时代能源科技有限公司	12.93	2015

来源：国金证券研究所，Choice

■ 公司通过不断研发投入，打造技术的领先优势

公司 2013-2015 年的研发投入分别为 1114.75 万、654.79 万、1265.64 万，通过不断的研发投入打造了技术的领先优势。公司 2015 年获批 5 项发明专利，19 项实用新型，在新能源电池业务和激光技术应用中已完成技术积累和工艺验证。

图表 33: 公司通过不断研发投入, 打造技术的领先优势

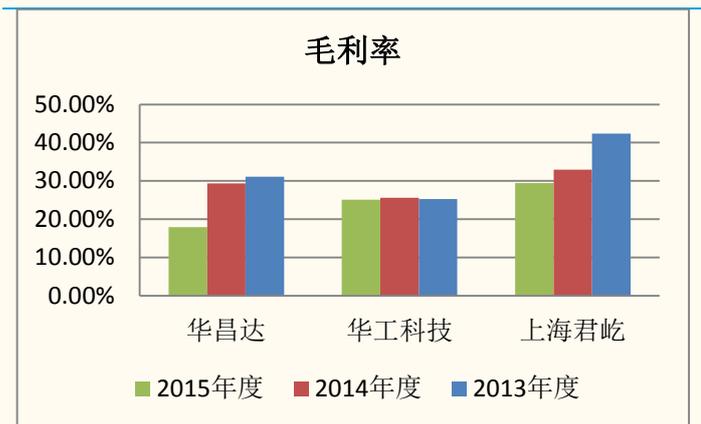


来源: 国金证券研究所, choice

3.3 公司经营情况好于行业同类公司

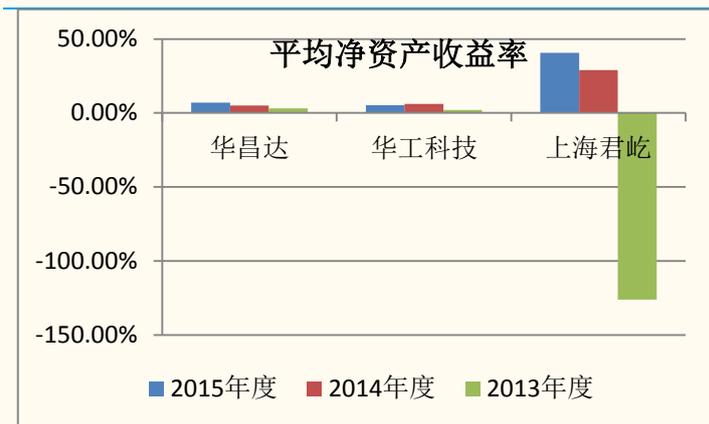
选取 A 股中与公司业务有重合度的华昌达和华工激光作为对比, 公司毛利率高于行业可比公司。2014 年扭亏后公司平均净资产收益率远高于行业内可比公司, 公司具有良好的盈利能力。

图表 34: 公司毛利率高于同行可比公司



来源: 国金证券研究所, choice

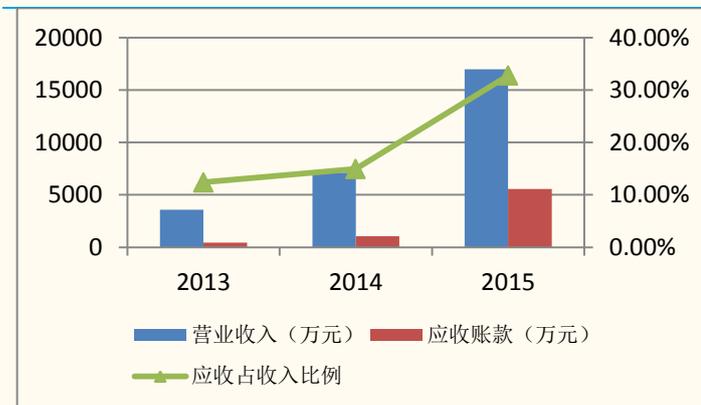
图表 35: 公司平均净资产收益率高于同行可比公司



来源: 国金证券研究所, choice

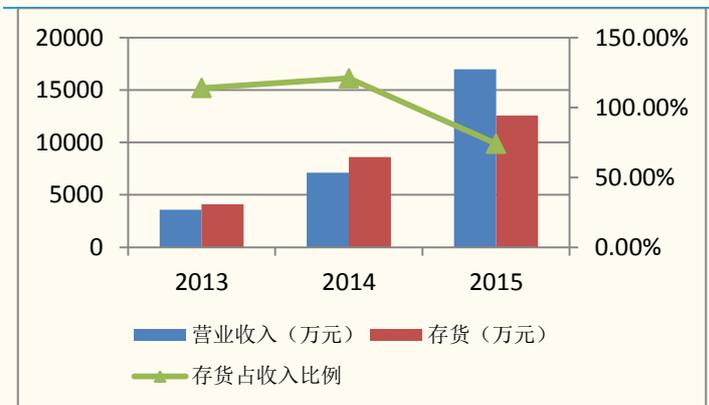
随着收入的快速增加, 公司的应收账款和应收账款占收入比例逐年增加。同时, 存货也保持较高比例, 主要原因是公司实施的项目数量多, 部分项目尚未终验, 导致存货增加。

图表 36: 公司应收账款占收入比例逐年增加



来源: 国金证券研究所, Choice

图表 37: 公司存货处于较高水平



来源: 国金证券研究所, Choice

4. 投资建议

工业机器人和系统集成近年受政策鼓励，十三五期间内我国机器人本体加集成市场总规模将超过 4000 亿元，年增长率保持在 20%~30%。汽车焊装市场受新建和自动化改造的需求拉动在 2016 年预计市场规模也将超过 400 亿元。

从公司的竞争优势来看，公司起步并立足于工业机器人集成，现在已能提供全自动的汽车焊装生产线等产品，并积累了丰富的项目经验，掌握了关键技术。公司已在汽车焊装整线领域具备知名度。公司近三年收入和净利润高速增长，公司 2015 年收入 1.7 亿，净利润 1684 万。2013-2015 的收入复合增速为 117.57%，2014 年扭亏，2015 年净利润同比增速为 257.5%。公司毛利率高于行业 A 股可比公司。2014 年扭亏后公司平均净资产收益率远高于行业内可比公司。

公司深入布局动力电池领域，能完成高节拍、多规格共线生产的动力电池自动化模组生产线技术领先，订单持续增加。未来随着动力电池行业对全自动、半自动模组生产线需求的增加，业绩有望进一步释放。激光技术应用业务中，公司已成为国内行业内的主流供应商，并完成了从 200 瓦-10000 瓦各类焊接、切割的技术验证，为开发船舶、军工、工程机械等领域做好了准备。

结合以上分析，我们认为公司立足的工业机器人行业未来成长空间确定，受到政策扶持，公司在汽车焊装领域已具备知名度。通过深入布局动力电池领域，自动化模组生产线未来业绩会进一步释放，激光装备也将随着新下游应用的落地进一步打开市场空间。并有望通过不断的技术研发建立技术优势和先发优势。

我们预计公司 2016E-2018E 的收入分别为 2.46 亿、3.42 亿、4.28 亿，净利润分别为 2900 万、4200 万、5400 万。EPS 分别为 0.937、1.374、1.777 元。考虑新三板流动性，按 2016 年 PE20X 予以估值，目标价 19-21 元，给予买入评级。

图表 38：分产品的销售预测

系统集成							
销售收入(百万元)	33.83	66.60	163.97	237.76	332.86	416.07	
增长率(YOY)	-15.43%	96.87%	146.20%	45.00%	40.00%	25.00%	
毛利率	42.38%	32.91%	29.61%	29.50%	29.00%	29.00%	
销售成本(百万元)	19.49	44.68	115.42	167.62	236.33	295.41	
增长率(YOY)	-36.76%	129.22%	158.31%	45.23%	40.99%	25.00%	
毛利(百万元)	14.34	21.92	48.55	70.14	96.53	120.66	
增长率(YOY)	56.25%	52.88%	121.51%	44.46%	37.63%	25.00%	
占总销售额比重	94.39%	93.64%	96.63%	96.75%	97.20%	97.31%	
占主营业务利润比重	94.39%	93.64%	97.28%	97.55%	97.86%	98.13%	
设备销售							
销售收入(百万元)	2.01	4.52	5.71	7.99	9.59	11.51	
增长率(YOY)	957.89%	124.88%	26.33%	40.00%	20.00%	20.00%	
毛利率	42.38%	32.91%	23.78%	22.00%	22.00%	20.00%	
销售成本(百万元)	1.16	3.03	4.35	6.24	7.48	9.21	
增长率(YOY)	716.67%	161.83%	43.52%	43.27%	20.00%	23.08%	
毛利(百万元)	0.85	1.49	1.36	1.76	2.11	2.30	
增长率(YOY)	1667.89%	74.63%	-8.72%	29.52%	20.00%	9.09%	
占总销售额比重	5.61%	6.36%	3.37%	3.25%	2.80%	2.69%	
占主营业务利润比重	5.61%	6.36%	2.72%	2.45%	2.14%	1.87%	

来源：国金证券研究所

5. 风险提示

市场竞争加剧、产业政策风险、新产品及技术开发不达预期风险、核心员工流失风险、应收账款占比较大、存货水平高。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	36	71	170	246	342	428	货币资金	2	7	16	64	87	115
增长率		98.4%	138.6%	44.8%	39.3%	24.9%	应收款项	7	22	64	59	82	102
主营业务成本	-21	-48	-120	-174	-244	-305	存货	41	86	126	143	200	250
%销售收入	57.6%	67.1%	70.6%	70.7%	71.2%	71.2%	其他流动资产	15	28	28	23	31	39
毛利	15	23	50	72	99	123	流动资产	66	144	234	288	400	506
%销售收入	42.4%	32.9%	29.4%	29.3%	28.8%	28.8%	%总资产	93.4%	94.0%	95.9%	91.7%	90.1%	87.5%
营业税金及附加	0	0	-1	-1	-1	-1	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	4	7	7	22	42	70
营业费用	-2	-3	-4	-7	-10	-13	%总资产	5.5%	4.5%	2.8%	7.1%	9.4%	12.1%
%销售收入	6.1%	3.6%	2.6%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	1	2	2	1	1	0
管理费用	-15	-13	-22	-33	-43	-51	非流动资产	5	9	10	26	44	72
%销售收入	41.3%	18.4%	13.1%	13.5%	12.5%	12.0%	%总资产	6.6%	6.0%	4.1%	8.3%	9.9%	12.5%
息税前利润 (EBIT)	-2	8	23	31	45	58	资产总计	70	153	244	314	444	579
%销售收入	n.a	10.7%	13.3%	12.5%	13.0%	13.5%	短期借款	0	0	10	0	0	0
财务费用	0	0	-1	1	2	2	应付款项	63	123	168	219	306	382
%销售收入	0.0%	0.0%	0.6%	-0.3%	-0.5%	-0.5%	其他流动负债	3	0	7	8	11	14
资产减值损失	0	-1	-3	0	0	0	流动负债	66	124	185	228	318	397
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	5	4	4	4
%税前利润	0.0%	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	66	124	190	231	321	401
营业利润	-2	6	19	31	46	60	普通股股东权益	4	29	54	83	123	177
营业利润率	n.a	8.6%	11.0%	12.8%	13.5%	13.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	0	0	负债股东权益合计	70	153	244	314	444	579
税前利润	-2	7	18	31	46	60	比率分析						
利润率	n.a	9.2%	10.8%	12.8%	13.5%	13.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	0	-2	-2	-3	-4	-5	每股指标						
所得税率	n.a	27.8%	8.4%	9.0%	9.0%	9.0%	每股收益	#VALUE!	0.294	0.993	0.937	1.374	1.777
净利润	-2	5	17	29	42	54	每股净资产	0.324	1.822	3.210	4.896	7.253	10.451
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.487	-0.733	0.088	4.614	2.710	3.618
归属于母公司的净利润	-2	5	17	29	42	54	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	n.a	6.6%	9.9%	11.6%	12.2%	12.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	-63.08%	16.48%	30.94%	34.45%	34.10%	30.60%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	-3.49%	3.08%	6.90%	9.10%	9.44%	9.37%
净利润	-2	5	24	29	42	54	投入资本收益率	-52.97%	19.20%	30.38%	32.08%	31.96%	28.77%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	1	2	6	2	3	6	主营业务收入增长率	N/A	98.40%	138.59%	44.83%	39.35%	24.86%
非经营收益	0	0	1	0	0	0	EBIT 增长率	N/A	-481.29%	197.54%	35.21%	45.48%	29.22%
营运资金变动	8	-18	-30	48	1	1	净利润增长率	N/A	N/A	257.50%	69.83%	46.64%	29.30%
经营活动现金净流	6	-12	1	78	46	61	总资产增长率	N/A	117.50%	59.68%	28.85%	41.32%	30.20%
资本开支	-3	-5	-12	-18	-21	-34	资产管理能力						
投资	-2	1	0	-1	0	0	应收账款周转天数	22.6	38.6	71.2	70.0	70.0	70.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	360.9	485.0	322.4	300.0	300.0	300.0
投资活动现金净流	-5	-4	-12	-19	-21	-34	应付账款周转天数	65.0	96.7	98.5	95.0	95.0	95.0
股权募资	0	20	5	0	-2	0	固定资产周转天数	39.6	35.1	14.8	16.9	21.9	33.3
债权募资	0	0	13	-11	0	1	偿债能力						
其他	0	0	-2	0	0	0	净负债/股东权益	-61.10%	-26.05%	-3.33%	-72.65%	-67.73%	-62.42%
筹资活动现金净流	0	20	16	-11	-2	1	EBIT 利息保障倍数	-680.3	-989.5	24.2	-37.1	-28.5	-27.9
现金净流量	1	4	6	49	23	28	资产负债率	94.34%	81.29%	77.70%	73.59%	72.32%	69.37%

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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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