

克来机电 (603960)

证券研究报告

2018年01月04日

深耕汽车电子自动化装备，聚焦优质客户加速扩张

柔性自动化装备领先厂商，深耕汽车电子与内饰领域

公司是柔性自动化装备与工业机器人系统应用供应商，致力于非标智能装备、工业机器人系统集成的研究、开发、制造。公司深耕于汽车电子和汽车内饰件装备领域，产品涵盖自动化生产设备、检测设备、组装设备等，具备较高的行业壁垒。公司下游客户包括博世系、江森系、博泽系、李尔系等众多国内外知名汽车电子和汽车零部件企业。公司2016年实现营收1.92亿元，净利润3579.58万元，主营业务综合毛利率近三年在35%至40%左右。2017年前三季度实现营业收入1.54亿元，同比增长55.53%，归母净利润2656万元，同比增长140.66%。根据公司公告，今年公司获得博世关键层设备供应商资格，同时公告与博世苏州工厂签订重大合同，明年公司新客户拓展海外业务有望成为亮点。

汽车电子发展进入快车道，公司精准卡位抢占先机

随着汽车发展的成熟，汽车电子化程度已成为汽车现代化和高档化的重要指标。近年来，汽车电子在整车中的占比逐年攀升，目前中高档汽车电子化率已经超过25%，纯电动汽车更是超过60%。根据德勤测算，2016年全球汽车电子规模将达到2,348亿美元，占整车比例约为35%，未来汽车电子将成为汽车创新的最重要方向之一，在汽车成本中的占比有望在2020年突破50%。根据中国产业研究院的数据，中国汽车电子市场未来5年复合增长率会超过15%，2019年我国汽车电子市场规模有望突破千亿美元。

收购上海众源，进军汽车零部件制造

公司对上下游资源的整合高度重视，于2017.10.9日发布公告，拟收购上海众源燃油分配器制造有限公司100%股权，上海众源主要产品包括汽车空调系统管路总成及汽车燃油分配器总成，其高压燃油分配器技术领先。主要客户包括上海德尔福汽车空调系统有限公司、上海大众汽车有限公司等。公司承诺2017-2019年扣非后净利润分别不低于1800万元、2200万元、2500万元。对于公司现有体量，将明显增厚公司业绩。随着国5换国6的推广，公司产品单价将显著提升，同时有望借助母公司平台拓展新客户。我们认为，克来机电此次布局意在为长远发展做打算，切入产品端，长期可以熨平设备收入的周期性。

盈利预测与投资评级：预计2017-2019年净利润为0.43亿、0.95亿和1.43亿，EPS为0.41元、0.91元和1.37元，对应PE为67倍、30倍和20倍，维持“买入”评级。

风险提示：受制于产能瓶颈业务增速不及预期；收购众源进展不及预期；收购后业务整合不及预期；行业竞争加剧等。

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	154.87	192.42	264.65	629.60	915.10
增长率(%)	28.41	24.25	37.54	137.90	45.35
EBITDA(百万元)	43.67	46.42	70.69	140.01	206.52
净利润(百万元)	30.62	35.80	42.81	95.13	142.84
增长率(%)	8.11	16.89	19.60	122.20	50.15
EPS(元/股)	0.29	0.34	0.41	0.91	1.37
市盈率(P/E)	94.47	80.83	67.58	30.41	20.26
市净率(P/B)	14.59	12.36	9.02	6.95	5.18
市销率(P/S)	18.68	15.04	10.93	4.60	3.16
EV/EBITDA	0.00	0.00	41.54	22.64	14.93

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/通用机械
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	27.82元
目标价格	36.00元

基本数据

A股总股本(百万股)	104.00
流通A股股本(百万股)	26.00
A股总市值(百万元)	2,893.28
流通A股市值(百万元)	723.32
每股净资产(元)	4.00
资产负债率(%)	24.40
一年内最高/最低(元)	56.69/13.69

作者

邹润芳 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com
崔宇 联系人
cuiyu@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《克来机电-公司点评:公司发布收购上海众源100%股权预案,将显著增厚业绩》2017-12-07
- 《克来机电-季报点评:三季度持续高速增长,汽车电子装备市场空间广阔》2017-10-27
- 《克来机电-公司点评:拟现金收购上海众源进军汽车零部件制造》2017-10-09



内容目录

1. 专业的柔性自动化产线供应商	4
1.1. 公司主打柔性自动化装备+工业机器人系统应用	4
1.2. 元老级股东多为技术出身，股权结构清晰	5
1.3. 上市打开成长空间	5
1.4. 对标国外机器人公司巨头，人均产值成长空间巨大	6
1.5. 在手订单充足，募投项目年产值可达 1.65 个亿	6
2. 黄金赛道，拥抱汽车电子万亿市场	7
2.1. 汽车电子化率提升，行业长期保持高景气	7
2.1.1. 2020 年汽车电子成本占比将过半	8
2.1.2. 汽车电子市场规模广阔，万亿级市场可期	9
2.2. 国内外企业加速布局，迎接汽车电子大时代	10
2.2.1. 行业集中度高，外资企业占主导	10
2.2.2. 国际龙头企业加速国内布局	10
2.2.3. 国内汽车电子企业加速追赶，外延内生双管齐下	11
3. 深耕大客户，深挖护城河	11
3.1. 客户涵盖全球大型汽车电子企业	11
3.2. 项目经验丰富，专利储备充足	13
3.3. 竞争壁垒高，公司品牌优势凸显	13
3.4. 强强联手，携手上汽加码新能源汽车电子	14
4. 收购上海众源，产品端寻找入口	14
4.1. 燃油分配器技术领先，盈利能力良好	14
4.2. 政策推动+需求拉动，双轮驱动众源业绩持续增长	15
4.3. 绑定大众等知名厂家，有望借助上市公司平台打开渠道	16
5. 智能制造装备迎来发展黄金期，公司多领域拓展	16
5.1. 自动化、智能化已势不可挡	16
5.1.1. 我国汽车行业机器人密度仅为 305，国外同期平均水平达 700	16
5.1.2. 产业结构调整、人口红利消失，“机器换人”拐点到来	17
5.1.3. 政策春风，助推我国智能制造装备领域蓬勃发展	17
5.2. 烟草、食品等自动化设备需求广阔，公司积极拓展下游领域	18
5.2.1. 传统汽车领域	18
5.2.2. 其他工业领域	18
6. 盈利预测与风险提示	18

图表目录

图 1：智能制造装备行业细分	5
图 2：公司股权结构	5
图 3：主营业务构成	6

图 4: 近年营业收入利润与毛利率情况 (单位: 百万元, %)	6
图 5: 克来机电人均产值 (单位: 百万元)	6
图 6: KUKA 人均产值 (单位: 百万美元)	6
图 7: 年末在手订单金额 (单位: 亿元)	7
图 8: 汽车电子在乘用车中的应用示例	8
图 9: 汽车电子整车成本占比	8
图 10: 汽车电子在各类整车成本中的占比	8
图 11: 我国乘用车分车型销量 (单位: 万辆)	9
图 12: 新能源车分车型销量 (单位: 万辆)	9
图 13: 全球汽车电子市场份额 (单位: 亿美元, %)	9
图 14: 我国汽车电子市场规模 (单位: 亿美元, %)	9
图 15: 全球汽车电子各分类市场占比	9
图 16: 全球汽车电子各分类市场销售规模 (单位: 亿美元)	9
图 17: 2015 年中国汽车电子品牌竞争格局	10
图 18: 国际汽车电子龙头在国内的布局	10
图 19: 公司隔年前五大客户销售额: (单位: 万元)	12
图 20: 联合电子销售收入 (单位: 亿元)	12
图 21: 日本电装收入、利润 (单位: 亿美元)	12
图 22: 公司发展历程	13
图 23: 联创电子主要产品	14
图 24: 联创电子客户	14
图 25: 上海众源预计净利润 (单位: 百万元)	15
图 26: 上海众源并表后将显著增厚公司业绩 (单位: 百万元)	15
图 27: 大众系在众源的占比	16
图 28: 我国汽车行业工业机器人密度可提升空间	16
图 29: 制造业职工平均工资及同比增长率 (单位: 元, %)	17
图 30: 联合电子不同生产方式投入总成本比较 (单位: 万元)	17
表 1: 公司主要产品	4
表 2: 募投项目概况	7
表 3: 汽车电子分类及联合电子涉及产品	7
表 4: 国内汽车电子主要厂商及产品	11
表 6: 公司主要客户未来业务发展规划	12
表 5: 可比公司近三年毛利率比较	13
表 7: 上海众源主要产品	14
表 8: “国五”与“国六”排放标准的主要不同	15
表 9: 产业相关政策	17
表 10: 柔性自动化装备及工业机器人系统盈利预测	19
表 11: 上海众源盈利预测	19
表 12: 可比上市公司估值比较	20

1. 专业的柔性自动化产线供应商

公司是柔性自动化装备与工业机器人系统应用龙头供应商，深耕于汽车电子和汽车内饰件领域，主要产品涵盖自动化装配线、检测线、测试线、机器人系统及应用等，是全球最大的汽车电子厂商博世集团的核心供应商之一。

1.1. 公司主打柔性自动化装备+工业机器人系统应用

公司主要产品可分为柔性自动化生产线与工业机器人系统应用两大类，主要应用在汽车电子、汽车内饰等领域；从设备功能上看，产品涵盖装配线、检测线、焊接线、涂胶线、折弯线等各类非标智能装备。

表 1：公司主要产品

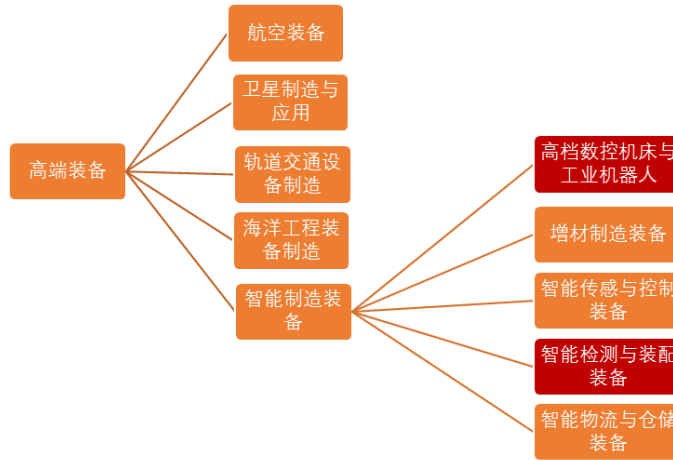
产品类别	产品名称	产品图示
汽车电子测试线	发动机燃油调压阀的自动设压设备	
	发动机燃油泵疲劳耐久实验站	
	微小泄露量精密测试台	
	发动机进气管温度压力传感器（TMAP）性能测试台	
	点火线圈机器人化自动功能测试台	
汽车电子装配线	汽车发电机电压调节器柔性装配生产线	
	发动机喷油器自动装配测试线	
	车载电脑 ECU 模块自动装配测试线	
	汽油泵自动装配线	
	双离合变速器电子控制模块自动化装配测试线	
	纯电动新能源车电机定子装配线	
	混动车电机控制器 PEU 装配测试线	
基于互联网+机器人技术的电子节气门自动装配测试生产线		
汽车内饰检测线	电动助力转向控制器的装配测试成套装备	
	汽车电动座椅靠背功能测试台	
	电动座椅的综合功能测试台	
汽车内饰装配线	汽车座椅功能部件疲劳及性能测试工作站	
	车门导轨自动化装配线	
	汽车座椅滑道全自动装配生产线	
	汽车座椅调角器自动化生产线	
工业机器人系统集成与应用	汽车座椅骨架功能件模块化柔性装配系统	
	工业机器人焊接单元及生产线	
	工业机器人冲压单元及生产线	
	其它机器人应用工程（如机器人涂胶、装配、码垛等）	

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司属于智能装备领域的细分行业，现阶段智能装备技术正处于快速发展中，随着信息技术与先进制造技术的高速发展，我国智能制造装备的发展深度和广度日益提升。工信部、

财政部制定的《智能制造发展规划（2016-2020年）》中指出，到2020年，我国智能制造技术与装备领域国产化率目标超过50%

图 1：智能制造装备行业细分



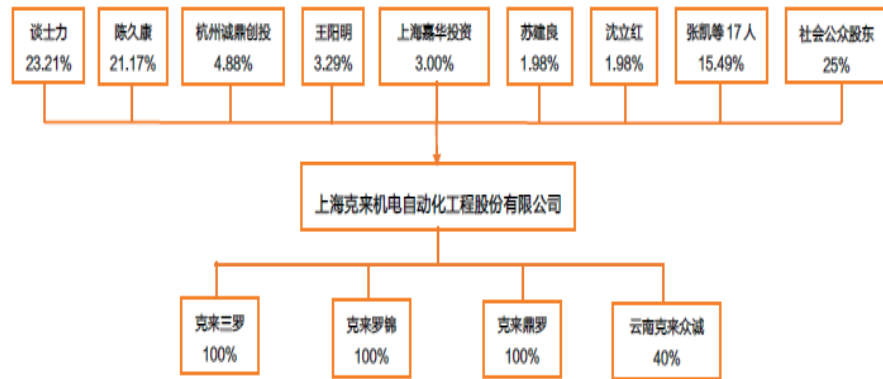
资料来源：《中投顾问产业研究中心》、天风证券研究所整理

1.2. 元老级股东多为技术出身，股权结构清晰

公司为陈久康及谈士力二人于2003年共同出资设立，成立时二人各占公司股本50%，本次IPO发行前，公司共进行了三次增资，谈士力及陈久康二人的股本分别被稀释至30.94%和28.22%，但二人始终为公司的实际控制人。

公司元老级股东多为上海大学教授，是柔性自动化装备与工业机器人系统应用领域专家，持股总占比逾35%。公司前5位自然人股东中，除陈久康外，其余4位均任职于上海大学，其中谈士力、王阳明、苏建良为公司核心技术人员。

图 2：公司股权结构



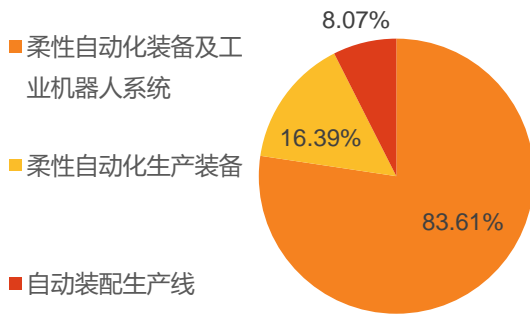
资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.3. 上市打开成长空间

从产品结构来看，自动装配生产线和检测生产线等柔性自动化生产装备是公司利润的主要来源。经过多年的发展，公司在柔性自动化生产装备领域，尤其是在装配检测生产线方面积累了丰富的技术和项目经验，确立了在行业内的领先地位。公司的营业收入在2012-2016年稳步增长，CAGR为18.43%，公司2017年一季度实现营业收入5377.13万元，同比增长149.45%；归母净利润1247.85万元，同比增长151.24%。

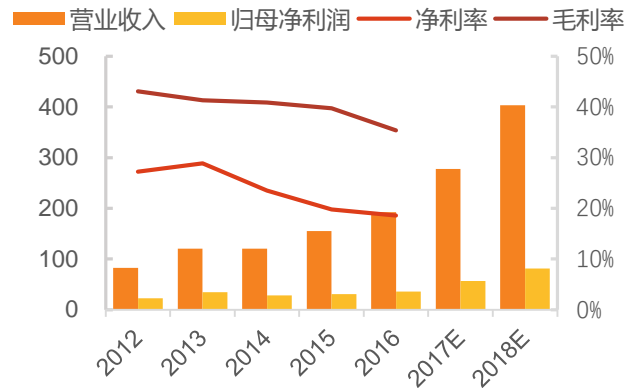
2014 年度、2015 年度及 2016 年度，公司的综合毛利率分别为 40.88%、39.76%和 35.39%，毛利率虽然出现一定程度的下滑，但整体水平较高。毛利率下滑的主要原因是公司涉及的均为非标产品，产业链利润附加值主要体现在生产线的方案设计、安装调试等环节，随着单条生产线价值的增大、直接材料比重的提高，毛利额绝对值会增大，而毛利率会有所下滑。此外，公司正处于业务快速发展的阶段，技术和生产投入成本较高，为开拓新的产品下游领域，首套设备公司存在适当的价格让利。

图 3：主营业务构成



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 4：近年营业收入利润与毛利率情况（单位：百万元，%）

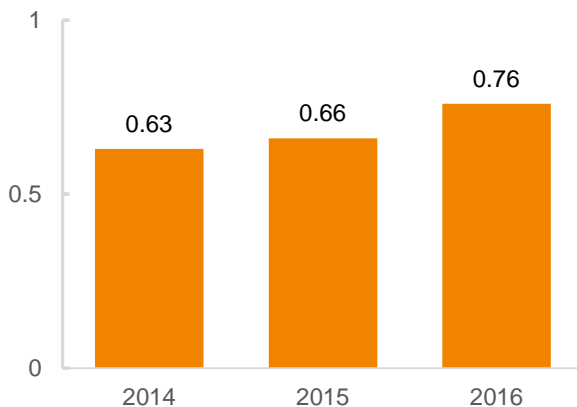


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.4. 对标国外机器人公司巨头，人均产值成长空间巨大

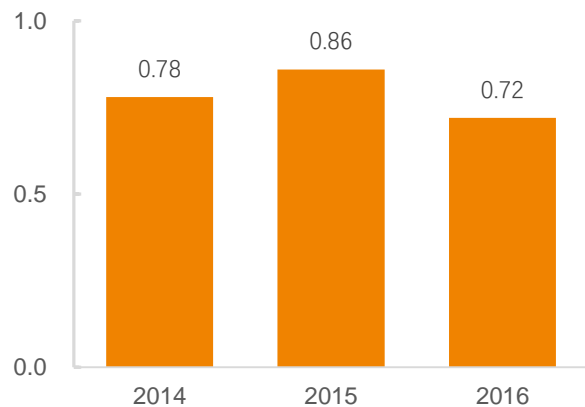
截至 2014 年末、2015 年末和 2016 年末，公司人均产值分别为 63 万元、66 万元和 76 万元，人均产值呈现稳步上升趋势，在今年 A 股上市成功后，人均产值有望达到 120 万元，但是，对标国际市场上的四大机器人工业公司，以美的公司收购的 KUKA 公司为例，KUKA 近三年人均产值分别为 0.78，0.86 和 0.72 百万美元，可以看出，克来机电作为国内汽车机器人产业的龙头，仍然存在巨大的成长空间。

图 5：克来机电人均产值（单位：百万元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：KUKA 人均产值（单位：百万美元）

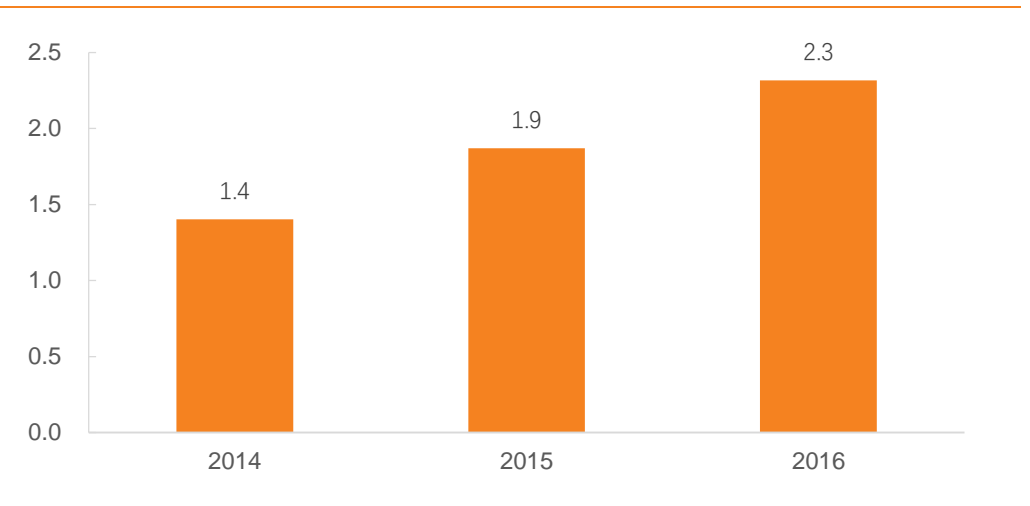


资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

1.5. 在手订单充足，募投项目年产值可达 1.65 个亿

截至 2014 年末、2015 年末和 2016 年末，公司在手订单分别为 14,033.39 万元、18,709.12 万元和 23,160.84 万元，在手订单金额逐年上升，业务规模持续扩大，2017 年一季度新签 1 亿元，有望今年交付，增厚公司业绩，此外公司 2017 年 10 月披露与博世新签订近 2400 万销售合同，为其生产 IPBFA 生产线。

图 7：年末在手订单金额（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所整理

目前由于公司产能利用率在 110%左右，近三年产销率均为 100%，不存在库存积压的情况。随着在手订单金额不断增加，公司募投扩产迫在眉睫。此次 IPO 募集资金投产的智能装配及工业机器人应用项目预计工期 18 个月，将在未来三年逐步释放产能，待项目落地后，预计每年可以为客户设计开发高端智能装备制造生产线及工业机器人周边系统百余套，正常年份产值达到 1.65 亿元，年均利润总额超过 5000 万元投资回收期在 5 到 6 年左右。

表 2：募投项目概况

募集资金投资项目	子项目	投资总额 (万元)	拟用募集资金投入 (万元)	建设期	达产后产能	达产后产值(万元)
智能装备及工业机器人应用项目	自动化生产线项目	20,591.23	13,313.23	18 个月	每年可以为客户设计开发高端智能装备制造生产线及工业机器人周边系统百余套	15500
	研发中心	4,860.11	3,142.30	18 个月		
合计		25,451.34	16,455.53	/ /		16500

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2. 黄金赛道，拥抱汽车电子万亿市场

2.1. 汽车电子化率提升，行业长期保持高景气

近二三十年来，随着电子信息技术的快速发展和汽车制造业的不断变革，汽车电子技术的应用和创新极大地推动了汽车工业的进步与发展，对提高汽车的动力性、经济性、安全性，改善汽车行驶稳定性、舒适性，降低汽车排放污染、燃料消耗起到了非常关键的作用，同时也使汽车具备了娱乐、办公和通信等丰富功能。

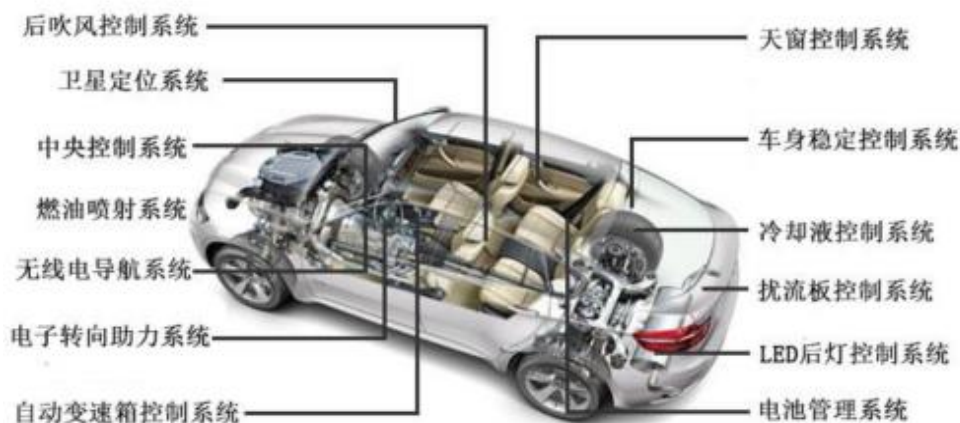
表 3：汽车电子分类及联合电子涉及产品

分类	产品范围	联合电子涉及产品
汽车电子控制装置	动力控制系统	发动机管理系统——进气道喷射 发动机管理系统——汽油直喷 混合动力与电力驱动
	底盘控制与安全系统	变速箱控制
	车身电子与防盗系统	车身电子

车载汽车电 车厂定制的前装市场 汽车信息系统、车载导航系统、车载通信系统等
子控制装置 市场销售的后装市场 导航系统、汽车音响及电视娱乐系统、上网设备等

资料来源：中国汽车工业信息网，联合电子官网，天风证券研究所

图 8：汽车电子在乘用车中的应用示例

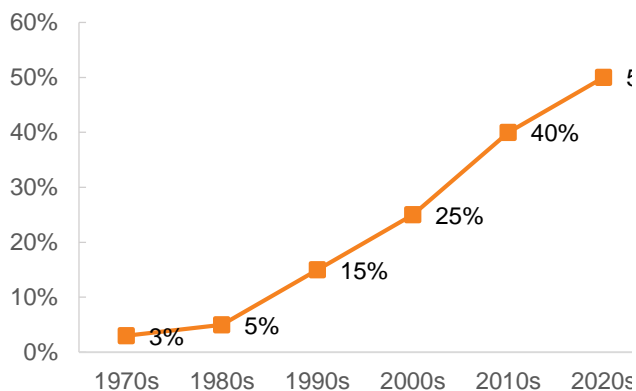


资料来源：APAG，天风证券研究所

2.1.1. 2020 年汽车电子成本占比将过半

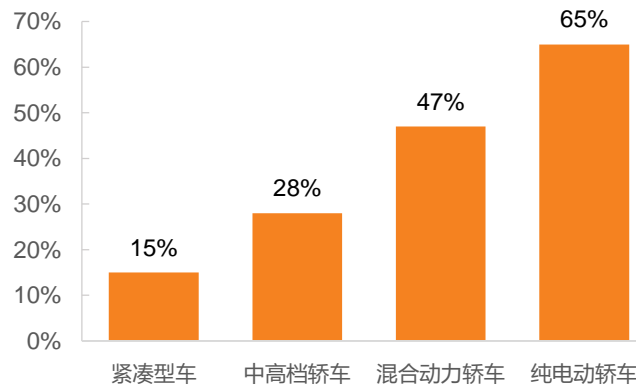
随着汽车发展的成熟，汽车电子化程度已成为汽车现代化和高档化的重要指标，近年来，汽车电子在整车中的占比逐年攀升，当前新能源汽车中汽车电子成本占比已经达到 47%，随着新能源汽车产量逐渐增加，汽车电子单车产值仍将持续提升。

图 9：汽车电子整车成本占比



资料来源：中国报告网、天风证券研究所

图 10：汽车电子在各类整车成本中的占比

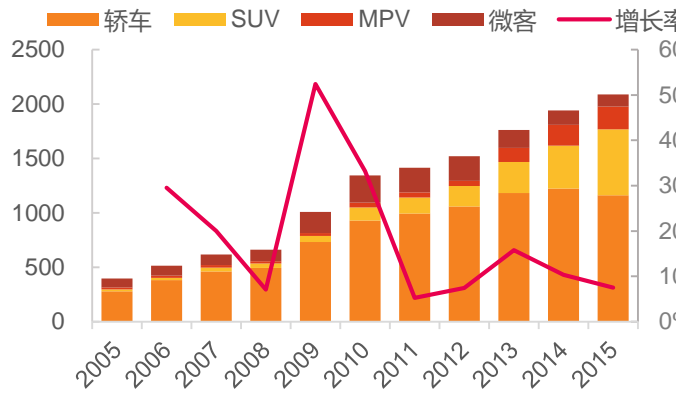


资料来源：中国产业信息网、天风证券研究所

近年来，我国乘用车销量虽不断提升，但增速已放缓，近年增速在 10%左右。但乘用车车型结构却发生了较大变化，较高端的 SUV 销量大幅提升，2015 年已占到全部乘用车销量的将近 30%。此外，新能源车整体销量大幅增长，在内部细分车型中，纯电动新能源车占比不断提高。

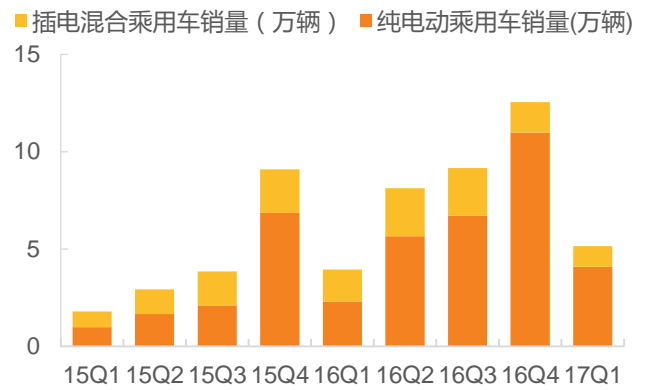
各车型中，纯电动新能源车汽车电子在整车成本中占比最高，达到 65%左右，随着中高档车及新能源车销量的不断增加，汽车电子单车产值被不断拉升，2020 年有望达到占整车成本半数以上。

图 11: 我国乘用车分车型销量 (单位: 万辆)



资料来源: Choice 数据, 天风证券研究所

图 12: 新能源车分车型销量 (单位: 万辆)



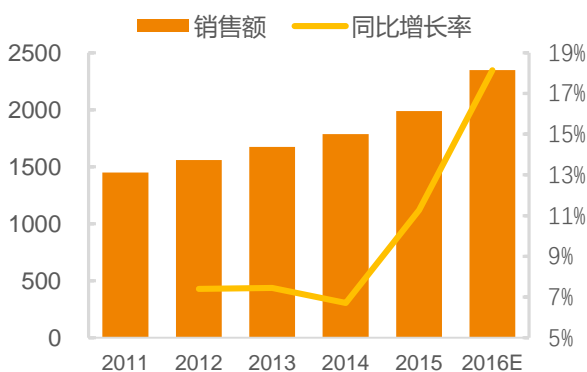
资料来源: 乘联会, 天风证券研究所

2.1.2. 汽车电子市场规模广阔, 万亿级市场可期

根据德勤测算, 2016 年全球汽车电子规模将达到 2,348 亿美元, 占整车比例约为 35%。2012-2016 年复合增长率达到 9.8%。在国内市场, 2014 年, 中国汽车电子市场总规模同比增长 13.8%, 达 579.2 亿美元。而 2015-2016 年汽车电子市场总规模增长率高于汽车产量的增长, 分别增长 13.4%和 12.7%, 分别超过 650 亿美元和 740 亿美元。

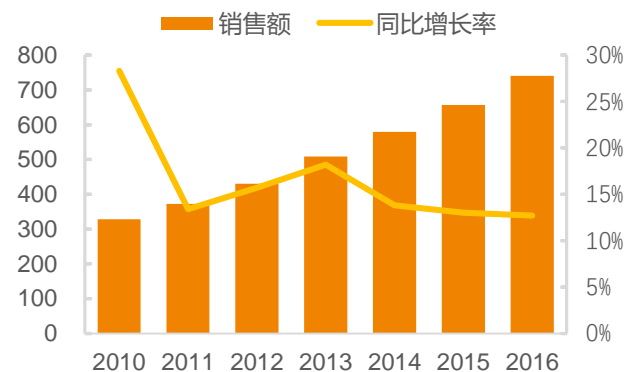
根据中国产业研究院的数据, 中国汽车电子市场未来 5 年复合增长率会超过 15%, 2019 年我国汽车电子市场规模有望突破千亿美元, 5 年后市场规模有望达到万亿元人民币。

图 13: 全球汽车电子市场份额 (单位: 亿美元, %)



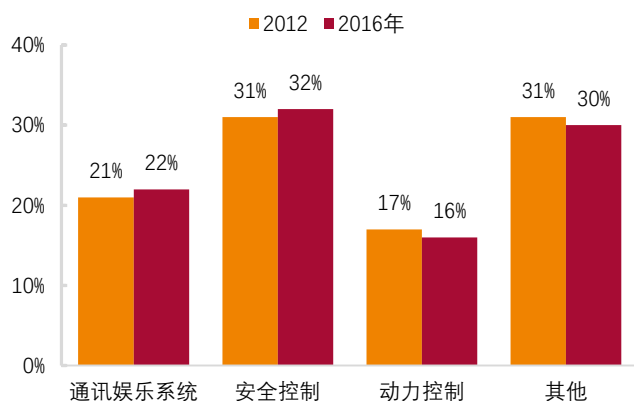
资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所整理

图 14: 我国汽车电子市场规模 (单位: 亿美元, %)



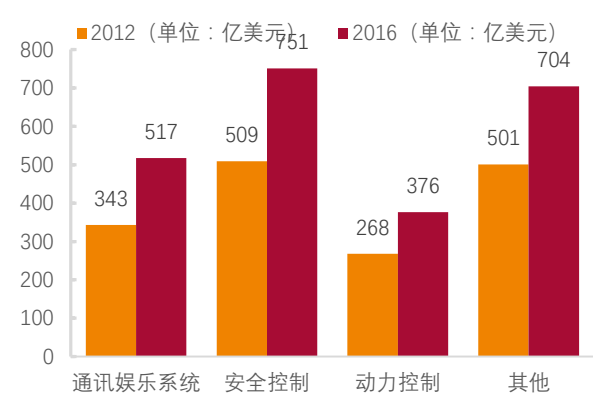
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 15: 全球汽车电子各分类市场占比



资料来源: Industry Experts, 德勤分析, 天风证券研究所

图 16: 全球汽车电子各分类市场销售规模 (单位: 亿美元)



资料来源: Industry Experts, 德勤分析, 天风证券研究所

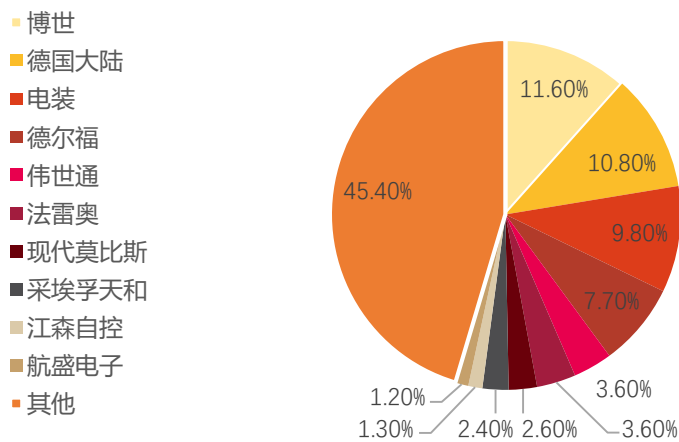
2.2. 国内外企业加速布局，迎接汽车电子大时代

2.2.1. 行业集中度高，外资企业占主导

我国作为汽车新兴市场，也是汽车电子未来市场开拓重点及利润增长点。众多国际领先的汽车电子厂商纷纷布局中国。如博世(Bosch)、德国大陆(Continental AG)、德尔福(Delphi)等国际巨头已经中国拥有数量众多的生产基地，而且也在不断根据市场需求扩大生产规模和增加产品种类。

国内前十大汽车电子品牌中仅航盛电子一家本土企业，市场占比 1.2%左右，汽车电子行业技术门槛较高，业内规模以上竞争者相对较少，市场集中度高，前十家公司占据市场约 55% 的份额。另外 45% 的汽车电子市场主要由整车厂自供，产品主要为车身汽车电子及车载汽车电子的前装部分。本土汽车电子企业集中在车载汽车电子的后装市场，数量虽有 1000 多家，但普遍体量偏小。

图 17：2015 年中国汽车电子品牌竞争格局

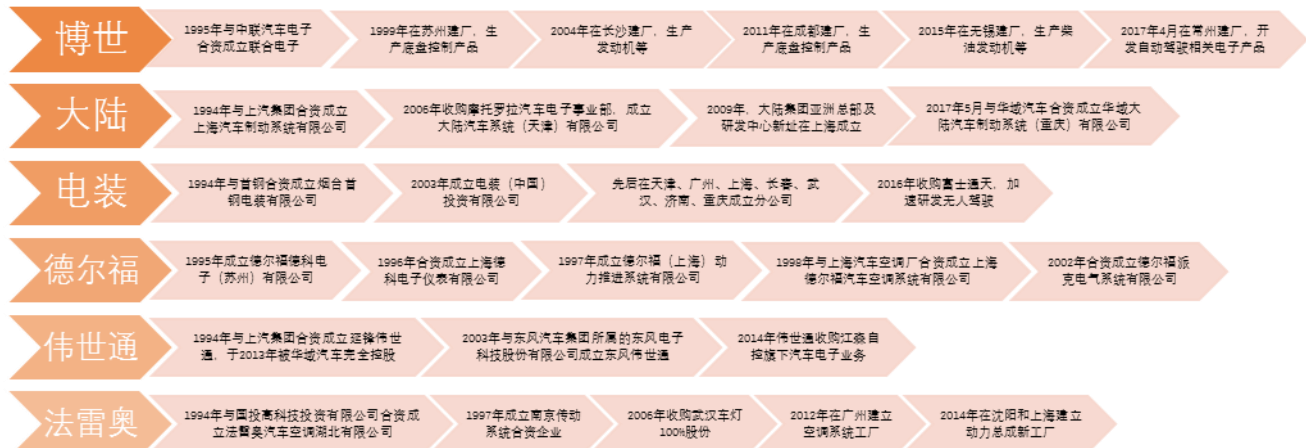


资料来源：电子发烧友，天风证券研究所

2.2.2. 国际龙头企业加速国内布局

大部分国际领先的汽车电子厂商在上世纪 90 年代中期进入中国市场，多为德国、日本、美国和法国的老牌汽车电子公司，各厂商进入中国后，纷纷迅速在全国范围内布局。博世建厂主要集中在长三角地区，截至 2015 年，博世在中国经营着 62 家公司；德国大陆集团在中国共设有 18 处生产基地及 8 个研发基地，天津大陆是其主要分公司之一；日本电装目前在国内设有生产公司、销售公司以及技术中心等共计 29 家关联企业；德尔福在中国设有 14 家合资和独资企业；法雷奥在中国拥有 29 家生产基地、13 个研发中心。

图 18：国际汽车电子龙头在国内的布局



资料来源：各公司官网，天风证券研究所整理

2.2.3. 国内汽车电子企业加速追赶，外延内生双管齐下

随着中国整车市场的快速发展，国内汽车产业链也逐渐完善，涌现出一些优秀的汽车零部件厂商。在国际汽车电子巨头纷纷进入中国市场的同时，国内一些企业也开始逐步涉足汽车电子业务，通过外延和内生相结合的方式快速发展，呈现出良好的发展势头。

表 4：国内汽车电子主要厂商及产品

厂商	主要产品	股东背景及外延亮点
联合电子	1.汽油发动机管理系统 2.变速箱控制系统 3.车身电子 4.混合动力和电力驱动控制系统	是中联汽车电子有限公司和德国罗伯特·博世有限公司在中国的合资企业。
联创电子	1.柴油发动机管理 2.电动助力转向控制 3.新能源汽车电子控制 4.胎压监测的系统解决方案及零部件产品	上汽集团全资子公司
均胜电子	驾驶控制系统	收购汽车电子公司德国 PREH, 打造国内汽车电子行业龙头；收购德国汽车零部件企业 Quin GmbH, 其主营业务为汽车用塑料嵌板及车内饰品；
得润电子	1.电子连接器 2.锂离子电池模组	收购意大利企业 Meta,Meta 主要业务包括汽车功率控制及电动汽车车载充电模块、安全和告警传感器和控制单元等
宁波高发	1.汽车变速操纵器 2.电子油门踏板	2016 年，公司收购雪利曼电子 80%股权和雪利曼软件 35.55%股权，雪利曼电子主要从事客车 CAN 总线控制系统相关业务。
大唐电信	1.新能源汽车 2.混合动力汽车电源管理和驱动	2013 年与恩智浦投资 2000 万美元成立合资公司大唐恩智浦
通富微电	1.发动机点火模块 2.控制电路 3.加速度传感器	公司正在开展收购 AMD 苏州和 AMD 槟城两座封测工厂各 85%的股份。交割完成后，公司将承接集成电路封装测试领域的先进技术和相关业务
安洁科技		收购新加坡汽车电子供应商 Supernova, 其 30%的业务方向为汽车电子产品；主要客户为国际汽车电子龙头博世

资料来源：猎芯网，天风证券研究

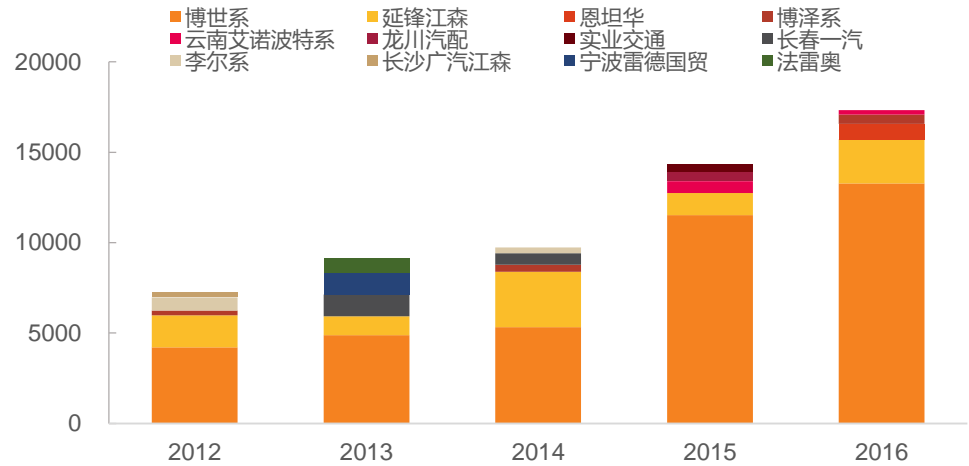
3. 深耕大客户，深挖护城河

3.1. 客户涵盖全球大型汽车电子企业

公司客户包括博世、江森、李尔、法雷奥等知名汽车电子和内饰厂家，根据公司战略，目前重点发展博世(博世海外及联电)和电装两家。公司是博世体系内部唯一的国内供应商，博世系订单去年占公司整体营收的 70%，今年预计约占 50%-60%，在订单金额上升的情况下占比下降，主要是由于克来整体营收的增加。

2017 年 10 月，公司与博世苏州工厂签订重大合同，总金额 2393 万元，合同生产设备主要是一条包含 21 个工位的自动化生产线，将对 IPB 各组成零件进行精密装配和最终性能测试。公司 2014-2016 年对博世苏州的销售收入分别为 0、554 万元、444 万元，本次订单预示对博世本部取得重大突破，不仅体现了博世对公司技术及产品的认可，更彰显了公司市场竞争力，为今后取得与其他国际汽车电子巨头更加深入的合作奠定了基础。

图 19：公司隔年前五大客户销售额：（单位：万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

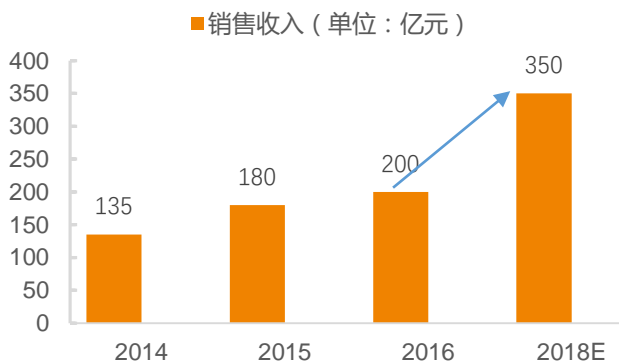
表 5：公司主要客户未来业务发展规划

客户名称	总需求量（2015 年度）	公司产品占比	未来业务发展规划
联合电子	10 亿元左右	5%-10%	1.加大新产品的开发和生产，尤其是提高国产车电子化率 2.扩产计划：在重庆、柳州设新厂，对原西安、无锡厂扩建 3.国产化计划：从国内设备供应商采购的比例由 15%提升至约 30%
博泽系	1 亿元左右	5%以下	全球知名汽车零部件企业，将进一步提高其在中国市场的份额 1.全产业链扩张：布局座椅零部件生产
延锋江森	约 3000 万至 6000 万元	15%-30%	2.自动化逐步提升：由以前半自动设备向全自动化设备扩产 3.由国内市场向国外市场拓展：海外订单移至国内工厂生产
李尔系	约 1500 万至 3000 万元	5%以下	计划以产能扩张等途径增加其市场份额
长春富维	约 1500 万至 3000 万元	20%-40%	产业扩张：在多地建设新厂，对设备及生产线的需求将不断扩大
实业交通	1000 万左右	20%-30%	扩产计划：建设保定公司，扩展国际市场份额

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

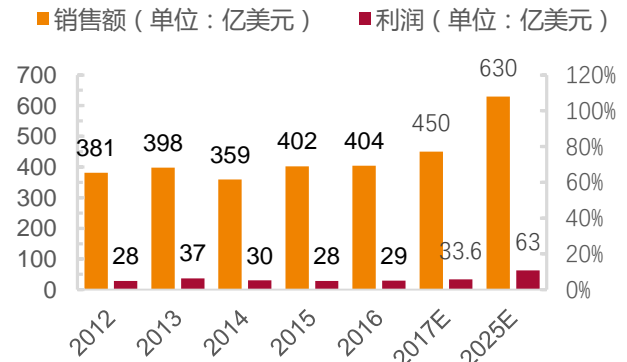
联合电子目前是汽车电子行业的龙头，也是克来机电的第一大客户。随着汽车电子进入快速发展期，联合电子的业绩也迎来爆发，根据克来机电招股说明书披露，2016 年公司销售收入突破 200 亿元，并且计划到 2018 年产值达到 350 亿元，净利润达到 80 亿元。联合电子所在的博世集团，汽车零配件业务在 2015 年已经超过 400 亿美元。作为博世的竞争对手，日本电装 2015 年总体销售额也突破 400 亿美元，并计划 2025 年达到 630 亿美元。

图 20：联合电子销售收入（单位：亿元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 21：日本电装收入、利润（单位：亿美元）



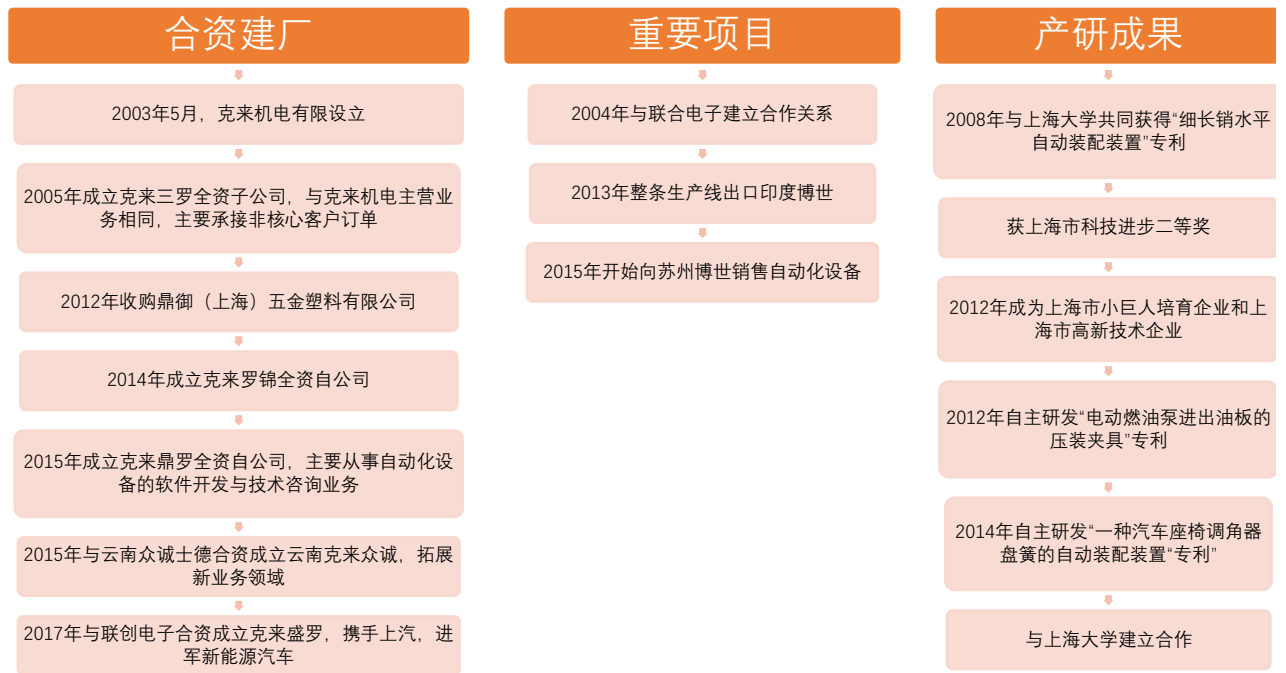
资料来源：Bloomberg，天风证券研究所

3.2. 项目经验丰富，专利储备充足

公司与下游龙头企业合作密切，项目经验及科研能力突出。公司成立初期便获得了与联合电子的合作机会，站在了一个较高的起点，随后公司凭借突出的科研能力，不仅获得了联电的认可与好评，还将业务领域延展到了博世其他子公司，如苏州博世，印度博世等，截止 2016 年末，公司已出口 3 条自动化生产线。

在科研技术方面，公司拥有专利 22 项，其中发明专利 18 项，实用新型 4 项。公司多位股东任职上海大学该领域教授，深耕机械、电气设计多年，具有扎实的自主研发能力。

图 22：公司发展历程



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.3. 竞争壁垒高，公司品牌优势凸显

国内柔性自动化生产设备及工业机器人系统应用市场方兴未艾，首先，在工业机器人本体市场中，国外企业占据国内市场近 90% 份额，但其在中国并不直接提供机器人自动化系统的集成服务，而是将机器人本体销售给柔性自动化设备生产商及下游系统集成商，由其直接面对终端客户。因此，本土系统集成商具有天然优势。

国内系统集成商规模普遍较小，市场竞争结构不完全。由于柔性化产品需根据客户要求定制，国内企业发展初期大多专注于某个领域，最终获得较高的行业技术经验壁垒。公司专注于汽车电子及汽车内饰领域的自动化设备系统集成，竞争壁垒高，市场上没有完全与之对应的直接竞争对手，仅有部分智能制造装备公司产品涉及汽车零部件生产及测试设备，但毛利率显著低于公司。

表 6：可比公司近三年毛利率比较

上市公司	应用领域	主要产品	毛利率		
			2016 年	2015 年	2014 年
克来机电	汽车制造	柔性自动化装备与工业机器人系统应用	36.29%	40.43%	42.00%
机器人	汽车制造	工业机器人系统、自动化装配与检测生产线	32.72%	37.31%	35.20%
华昌达	汽车制造	智能制造装备及系统集成解决方案	21.91%	31.28%	30.66%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

3.4. 强强联手，携手上汽加码新能源汽车电子

公司 2017 年 4 月出资 2550 万元，占注册资本 51%，与上汽集团旗下核心汽车零部件企业联创电子合资成立克来盛罗，率先加码新能源汽车电子。克来盛罗主要从事汽车工业自动化生产系统设备、普通机电一体化设备、电子控制设备设计、安装、销售和技术开发与咨询服务。

联创电子是上汽集团领导下的核心汽车零部件企业，在汽车节能减排、新能源及可替代能源、汽车安全控制等领域，提供柴油发动机管理、电动助力转向控制、新能源汽车电子控制、胎压监测的系统解决方案及零部件产品。

图 23：联创电子主要产品



资料来源：联创电子官网，天风证券研究所

图 24：联创电子客户



资料来源：联创电子官网，天风证券研究所

克来盛罗利用公司及联创电子在智能装备及工业机器人应用方面的优势，建立在汽车电子研发、测试、生产等自动化设备的开发制造能力，服务于上汽集团在汽车电子领域的工业 4.0 智能工厂的实施。公司不仅为上汽提供非标装备的研发、设计和制造，更致力于形成相关电子装备的能力建设，力求成为国内领先的汽车工业领域内的柔性自动化系统与工艺装备、测试设备、自动化装备驱动产品研发与制造企业。

4. 收购上海众源，产品端寻找入口

4.1. 燃油分配器技术领先，盈利能力良好

公司近日发布收购兼并预案，以控股子公司克来凯盈支付现金 2.1 亿元收购合联国际持有的上海众源 100% 股权。上海众源最初是由安亭实业（安亭政府，占 30% 股份）、CMW 国际（原实际控制人，占 40% 股份）和大众联合（大众三厂，占 30% 股份）共同出资设立，被收购前共经历 5 次股权转让，最终由合联国际 100% 控股。主要产品包括汽车空调管路总成，燃油分配器及多种铝合金产品，尤其高压燃油分配器产品技术领先，国内几乎没有可与之竞争的厂商。

此次收购对应的估值不到 10 倍，我们判断公司是借机切入产品领域，为以后的长久发展布局，同时也可以借助众源的平台，获得车企的一级供应商资质。

表 7：上海众源主要产品

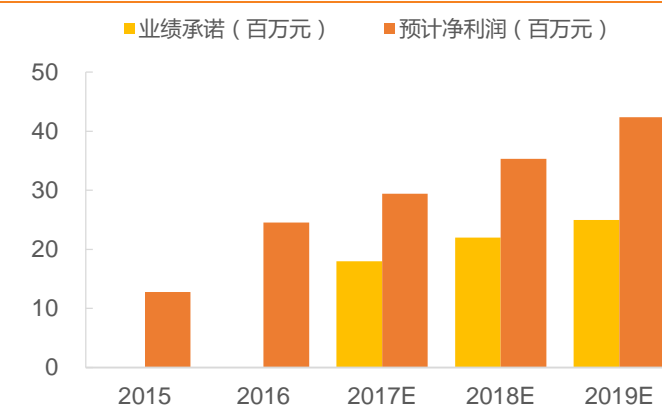
产品名称	主要用途	个别产品图例	可配套发动机
HP 燃油分配器	安装在进气歧管上位于喷油器处，保证提供足够的燃油流量并均匀地分配给各缸的喷油器，同时实现各喷油器的安装和连接		大众汽车 EA888 Gen2、EA888 Gen3、EA888 Gen3 SZ、EA211、EA211 PHEV&C6、V6 TFSI Evo
HP 高压油管	用于配套高压燃油分配器的装配，用于连接喷油嘴和油轨之间的区域，以		大众汽车 EA888、EA211

便燃油顺利进入发动机缸体燃烧		
HP 冷却水管	主要使用在发动机部配套燃油分配器的水冷管以及发动机配套的冷却部分	 大众汽车 EA888 Gen3、EA211

资料来源：公司公告，天风证券研究所

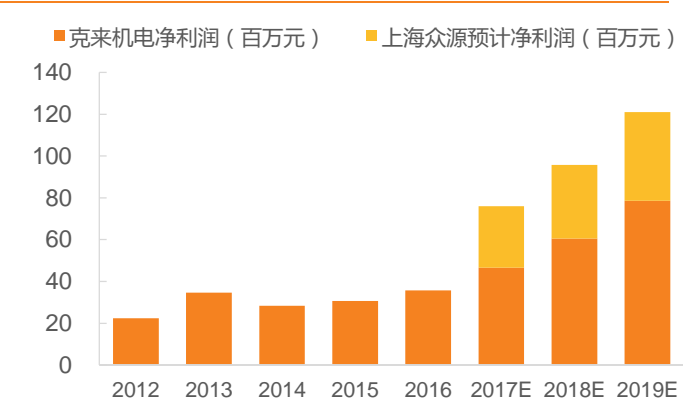
上海众源 2016 年实现营业收入 1.65 亿元，归母净利润 2452.56 万元，2017 年前三季度实现营业总收入 1.54 亿元，同比增长 55.53%，归母净利润 2656.11 万元，同比增长 140.66%。众源承诺 17-19 年扣非后净利润分别不低于 1800、2200、2500 万元。此外，按照目前众源业务发展及业绩，我们保守估计未来三年归母净利润 CAGR 可达 20%。

图 25：上海众源预计净利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 26：上海众源并表后将显著增厚公司业绩（单位：百万元）



资料来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

4.2. 政策推动+需求拉动，双轮驱动众源业绩持续增长

由于燃油分配器是汽车节能减排关键部件，增压是燃油发动机提升燃油的燃烧效率的主流方式。明年开始是“国五”排放标准向“国六”提升的过渡期，后年预计一线城市将全部达到“国六”标准，2020 年全国普及，众源的燃油分配器是受益产品。

表 8：“国五”与“国六”排放标准的主要不同

各类试验	主要不同
I 型试验	国六标准由国五排放的 NEDC 工况改为 WLTC 工况，油耗更接近实际道路行驶油耗水平。汽油车国 6a 的 CO 限值加严 30%，国 6b 的 THC、NMHC、CO 以及 NOx 限值分别下降了 50%、50%、50%和 42%。加严了裂化系数。国五只对汽油直喷发动机有 PM 的限值要求，国六对所有的点燃式汽车都有 PM 的限值要求
II 型试验	国五的 II 型试验只要求双怠速测试，国六取消了双怠速测试，新增 RDE 的检测项目，主要对车辆实际行驶过程中的 NOx、PN、CO 进行检测，要求测试结果不超过国 6b 限值和符合性因子的乘积，对车辆测试更为严苛
III 型试验	曲轴箱污染物排放试验，国六与国五法规相同。测试工况：(50±2) km/h (3 挡或前进挡) 不允许有任何曲轴箱污染物排入大气
IV 型试验	国五采用 NEDC 测试工况，24 小时蒸发试验，限值 2.0 g/test。国六采用 WLTC 测试工况，蒸发时长增加到 48 小时，限值 0.07 g/test，增加了高温蒸发及高温运行损失的要求
V 型试验	国六的耐久里程 16 万公里与国五要求一致，国六 b 要求 20 万公里但法规给出了过渡期值，在 2023 年 7 月 1 日前可以按照 16 万公里执行。另外国六加严了固定劣化系数的要求，同时补充了加法劣化因子，企业可以选择乘法老化因子或加法老化因子
VI 型试验	国六与国五 VI 型试验相比，限值对 CO 以及 THC 排放限值分别相比国五加严了三分之一，同时增加 NOx 排放限值要求，国六测试工况按 WLTC 的低速段和中速段循环进行测试
VII 型试验	ORVR (加油污染物排放试验)，国五法规没有此项要求，国六新增加的 ORVR 监测
OBD	国六汽油机新增监控：加热型催化器监测、蒸发系统监测、二次空气系统监测、燃油系统监测、曲轴箱通风监测、发动机冷却系统监测、冷启动减排策略监测、VVT 系统 (含 VVL) 监测、汽油颗粒捕集器 GPF 监测 OBD 限值加严：NOx+NMHC 汽油加严 50%以上，PM 加严 76%

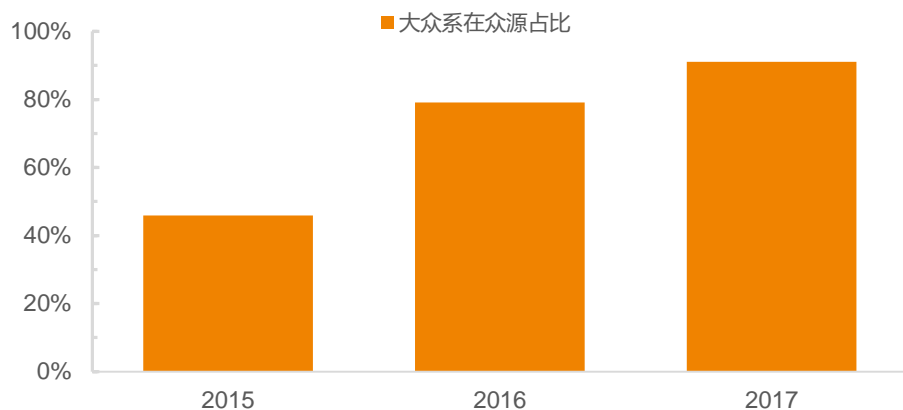
资料来源：《汽车工程》2017 年第 3 期，天风证券研究所

此外，大众明年有约 30%扩产计划，大众的发动机预计要从 220 公斤压力直接提升到 350 公斤的超高压标准，产品单价将大幅提升。“国六”产品是“国五”售价 2.5 倍，单价将由 200 多元增长至 500 元左右，量价齐增，可支撑众源未来 3—5 年业绩的增长。公司“国六”标准产品已经开始供欧洲，今年供货量约达到 3000 万。

4.3. 绑定大众等知名厂家，有望借助上市公司平台打开渠道

上海众源主要客户有德尔福、上海大众等知名厂商，已经连续多年给一汽大众、上汽大众旗下的发动机厂供应发动机管路，2015-2017 年上半年，大众系占公司的销售额比例分别为 45.94%，79.15%，91.12%。公司过去几年战略相对保守，没有大规模扩张。此次被并购后有望利用克来的销售渠道进入通用、丰田等汽车的采购体系，打开成长天花板。

图 27：大众系在众源的占比



资料来源：收购上海众源说明书，天风证券研究所

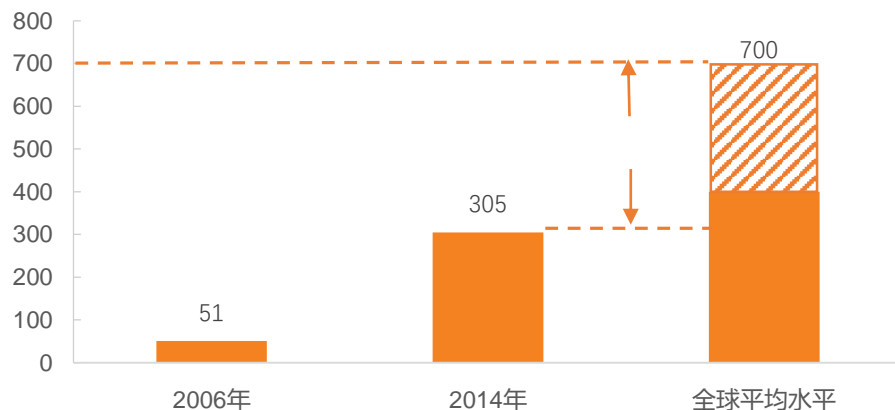
5. 智能制造装备迎来发展黄金期，公司多领域拓展

5.1. 自动化、智能化已势不可挡

5.1.1. 我国汽车行业机器人密度仅为 305，国外同期平均水平达 700

据 IFR 预测，2018 年，中国工业机器人年销售量将达到 15 万台，工业机器人集成市场规模约 1,400 亿元。汽车行业是工业机器人应用最早、数量最多、应用能力最强的行业，全世界有超过 50%的工业机器人应用在汽车行业。近年来，我国汽车行业工业机器人密度大幅提高，由 2006 年 51 升至 2014 年的 305，但仍低于全球平均水平 400-700，有较大的提升空间。未来 5-10 年，我国制造业将进入产业升级，智能化、自动化改造的关键时期，柔性自动化生产装备行业也将顺势迎来行业发展黄金期。

图 28：我国汽车行业工业机器人密度可提升空间



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

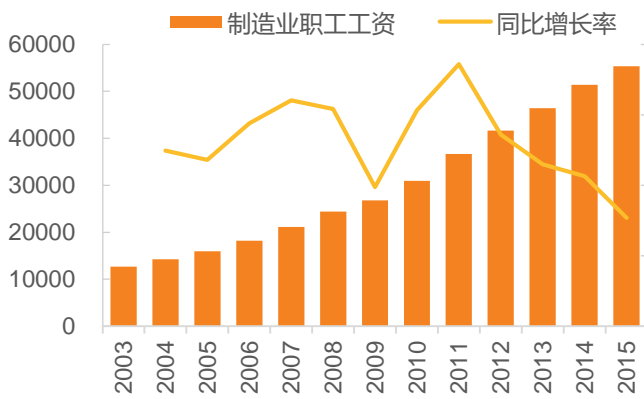
5.1.2. 产业结构调整、人口红利消失，“机器换人”拐点到来

人口老龄化加剧，人口红利逐渐消失，我国劳动力市场开始由过剩转向短缺，劳动力成本开始不断上升，国内制造业人均工资由2006年的18,225元上涨至2015年的55,324元，上涨了203.56%，CAGR达到11.74%。国内制造业赖以生存的成本优势将逐渐消失殆尽。

而柔性自动化生产设备及工业机器人使用成本降低，性价比凸显。联合电子2016年工人月工资在6000元左右，假设其年增长率为10%；克来机电自动装配生产线2016年均价229.35万元，假设其每年设备维护费为购入价的15%；由于汽油泵自动装配线由10多个工位组成，双离合变速器电子控制模块自动化装配测试线由30多个工位组成，我们假设一条克来机电自动装配生产线平均代替工人20名。

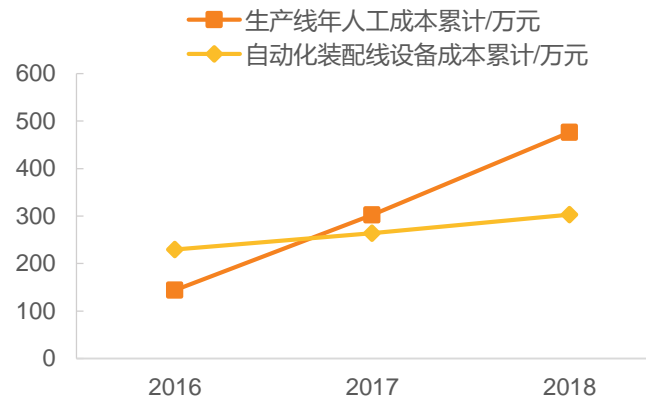
根据数据推算，工业机器人投资回收年限基本不到3年。未来随着自动化设备技术不断成熟，价格将继续下降，而人力成本将不断上升，工业机器人投资回收年限将继续缩短，自动化设备性价比优势逐渐凸显。

图 29：制造业职工平均工资及同比增长率（单位：元，%）



资料来源：Choice 数据，天风证券研究所

图 30：联合电子不同生产方式投入总成本比较（单位：万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

5.1.3. 政策春风，助推我国智能制造装备领域蓬勃发展

近年来，我国不断出台新的政策支持高端制造装备产业的发展，制造业生产的智能化、自动化已得到国家层面的战略重视。2013年12月，工信部出台《关于推进工业机器人产业发展的指导意见》明确，到2020年，工业机器人行业和技术创新能力及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。

表 9：产业相关政策

时间	政策名称	国家部门	主要内容
2009年	《电子信息产业调整和振兴规划》	国务院	加强信息技术融合应用，支持汽车电子产品和系统的开发和标准制定。
2011年	《产业结构调整指导目录》	发改委	规定汽车电子系统属于汽车产业鼓励类项目。
2012年	《智能制造装备产业“十二五”发展规划》	工信部	本土化智能制造装备满足国民经济重点领域需求，国内市场占有率超过30%。
2012年	《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》	国务院	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。
2013年	《关于推进工业机器人产业发展的指导意见》	工信部	到2020年，工业机器人行业和技术创新能力及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，每万名员工使用机器人台数达到100以上。
2015年	《中国制造2025》	国务院	继续支持电动汽车信息化、智能化核心技术。

2016 年	“十三五”规划	中共中央	提出支持节能环保、生物技术、信息技术、智能制造、高端装备、新能源等新兴产业发展
2017 年	《汽车产业中长期发展规划》	工信部、发改委、科技部	以新能源和智能网联汽车为突破口，做大做强中国品牌，推动我国汽车产业发展由规模速度型向质量效益型转变

资料来源：Wind，天风证券研究所

5.2. 烟草、食品等自动化设备需求广阔，公司积极拓展下游领域

公司借助宏观产业结构调整、制造业升级换代，在当前人力成本上升、生产智能化需求不断提升的大背景下，坚持以汽车领域为核心，在汽车领域做深、做强的基础上，积极开拓更多新的工业领域。公司在市场部和研发部专门成立特别小组，负责汽车以外应用领域的市场开发和产品研究，市场版图逐步扩至电子、家用电器、医疗器械、农林灌溉等领域。

5.2.1. 传统汽车领域

(1) 在维系好博世、延锋江森等主要优质客户的同时，公司积极开拓汽车行业不同细分领域的其他客户，如与全球最大汽车天窗制造商之一的恩坦华合作的“ASD Gluing Line”，合同金额 990.70 万元，是公司在汽车天窗应用领域独立研发和生产的首条自动化生产线；

(2) 通过与国际巨头合资开拓新市场。目前，日本丰田通商总部已授权其在中国的公司与公司探讨合资设厂，供货给日本电装(DENSO)这一掌握日系车核心汽车电子技术的厂商。

5.2.2. 其他工业领域

(1) **新能源汽车电子**：在巩固传统汽车电子领域的同时，公司积极开拓新能源车的汽车电子领域，公司开拓了新能源车用驱动电机控制器的组装及测试高端装备领域，所研发的生产线能够适应：IP24、EP11、INVCON2.3 驱动电机控制器的自动化装配及测试。

(2) **食品包装业**：公司融合了并联机器人技术和视觉伺服技术的月饼装盒全自动生产线已在香港美心集团得到成功应用，合同金额 223.01 万元，并于 2016 年 10 月完成终验收。该生产线实现了对烤盘月饼的全自动分选及装盒，生产节拍达 230 个/分钟。

(3) **烟草、家电等**：公司与云南众诚士德合资成立参股子公司云南克来众诚，利用云南众诚士德在烟草、家电、食品行业的渠道资源优势，试水新下游应用领域。目前已取得初步成效，与中集、雨鸟、强生医疗等公司建立合作关系，产品成功应用于家用电器、机械、医疗等领域。

由此可见，除汽车电子和汽车内饰自动化设备外，公司每年将一部分资金用于其他领域自动化产线的研发，新领域业务收入约占公司每年营业收入的 5%-10%左右。未来随着其他应用领域成功案例数量的增多及相关行业经验的积累，以及对多渠道优势的利用，公司在汽车行业以外其他应用领域的项目将会逐渐增多，产品线也将越来越丰富。

6. 盈利预测与风险提示

公司是柔性自动化装备与工业机器人系统应用龙头供应商，深耕于汽车电子和汽车内饰件领域，主要产品涵盖自动化装配线、检测线、测试线、机器人系统及应用等，是全球最大的汽车电子厂商博世集团的核心供应商之一。公司 2016 年实现营收 1.92 亿元，净利润 3579.58 万元，主营业务综合毛利率近三年在 35%至 40%左右。公司 2017 年前三季度实现营业总收入 1.54 亿元，同比增长 55.53%，归母净利润 2656.11 万元，同比增长 140.66%。

我国汽车电子市场 2010 年为 1730 亿元，2016 年有望增长至 5210 亿元，期间 CAGR 达 20.17%。未来，汽车必将朝着智能化方向发展，中投报告预计到 2020 年，汽车电子的成本将占到整车成本的 50%。公司先后与联合电子、德国博世、联创电子、海拉电子、延锋江森等多家大型汽车零部件企业建立了密切合作。其中在联合电子中的总占比约 10%，部分关键层设备供货量占比可提升至 50%。随着上市之后产能瓶颈的逐步打开，未来将逐步替

代国外产品，市场空间广阔。

未来，公司在汽车电子和汽车内饰领域业绩高增长可期。考虑到收入确认周期问题，以及2018年公司博世海外出口业务有望大幅增长，2017-2019年，我们分别给予公司柔性自动化装备及工业机器人业务收入45%、60%、50%增速，毛利率基本保持在35%左右。

表 10：柔性自动化装备及工业机器人系统盈利预测

	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
收入（百万元）	110.01	138.31	160.87	225.22	326.57	522.51	783.76
YOY	19.89%	25.72%	16.31%	40.00%	45.00%	60.00%	50.00%
成本（百万元）	65.48	85.17	108.13	148.64	212.27	339.63	509.44
毛利	44.53	53.15	52.74	76.57	114.30	182.88	274.32
毛利率（%）	40.48%	38.42%	32.79%	34.00%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

公司近期公告收购上海众源 100%股权框架协议，预计明年并表，将显著增厚公司业绩。上海众源 2016 年营业收入 16,530.78 万元，归属于母公司股东的净利润 2,452.56 万元，2017-2019 年业绩承诺不低于 1800、2200、2500 万元。受益于国 5 标准升级为国 6 标准带来的单价提升，以及潜在新客户的拓展，我们预计上海众源 2017-2019 年营收增速预计为 25%，25%，25%，毛利率保持在 28%左右。

表 11：上海众源盈利预测

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2020E
收入（百万元）	118.53	165.21	198.25	247.82	309.77	387.21
YOY		39.38%	20.00%	25.00%	25.00%	25.00%
成本（百万元）	79.42	109.04	141.75	178.43	223.04	278.79
毛利	39.12	56.17	56.50	69.39	86.74	108.42
毛利率（%）	33.00%	34.00%	28.50%	28.00%	28.00%	28.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

公司所处的汽车电子行业蓬勃发展，已经成为推动汽车行业技术进步、变革、创新的重要原动力。下游客户涵盖全球知名厂商，资本开支每年稳定增长。公司目前是国内最具竞争力的汽车电子设备供应商，但是受制于产能约束，市占率很低，未来有非常大的进口替代空间，同时享受行业发展的红利。

我们预计公司 2017-2019 年净利润为 0.43 亿、0.95 亿和 1.43 亿，EPS 为 0.41 元、0.91 元和 1.37 元，对应 PE 为 67 倍、30 倍和 20 倍。相对于可比公司博实股份，机器人和奥联电子，公司估值水平较低，考虑到公司作为国内汽车电子装备的龙头企业，因此给予 18 年 40 倍的 PE，目标价定为 36 元，维持买入评级。

表 12：可比上市公司估值比较

证券代码	证券简称	PE			PB
		2017E	2018E	2019E	
002698.SZ	博实股份	48.36	36.85	24.70	3.65
300024.SZ	机器人	64.31	52.48	45.70	5.19
300585.SZ	奥联电子	48.30	35.36	26.20	7.93
	平均值	53.65	41.56	32.20	5.59
603960.SH	克来机电	67.61	30.43	20.26	6.96

资料来源：Wind，天风证券研究所

博时股份、机器人和奥联电子业绩预测使用万得一致性预测

风险提示：受制于产能瓶颈业务增速不及预期；收购众源进展不及预期；收购后业务整合不及预期；行业竞争加剧等。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	47.19	57.59	21.17	50.37	73.21	营业收入	154.87	192.42	264.65	629.60	915.10
应收账款	80.17	52.28	159.44	307.39	371.14	营业成本	93.29	124.31	169.15	418.31	604.08
预付账款	7.91	9.58	12.95	46.17	37.44	营业税金及附加	1.09	2.18	2.41	5.77	9.03
存货	101.00	103.85	121.63	495.43	326.99	营业费用	3.07	2.92	4.85	11.19	15.64
其他	0.01	25.34	6.48	31.94	40.35	管理费用	19.29	22.75	31.80	76.16	108.90
流动资产合计	236.29	248.63	321.69	931.31	849.12	财务费用	1.75	0.63	7.37	7.59	11.23
长期股权投资	0.80	0.76	0.76	0.76	0.76	资产减值损失	1.28	0.33	0.97	0.86	0.72
固定资产	35.44	32.03	64.16	103.92	133.63	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	9.79	45.67	63.40	86.04	81.62	投资净收益	(0.00)	(0.03)	(0.01)	(0.01)	(0.01)
无形资产	52.54	50.99	45.89	40.79	35.70	其他	0.00	0.07	0.02	0.02	0.02
其他	3.09	2.42	3.84	3.12	3.12	营业利润	35.10	39.27	48.09	109.71	165.49
非流动资产合计	101.65	131.87	178.06	234.63	254.84	营业外收入	1.46	3.19	2.40	2.35	2.65
资产总计	337.93	380.50	499.75	1,165.95	1,103.96	营业外支出	0.31	0.00	0.12	0.14	0.09
短期借款	40.00	20.00	42.89	254.69	265.81	利润总额	36.25	42.45	50.37	111.92	168.04
应付账款	16.82	22.08	28.00	100.23	83.66	所得税	5.62	6.66	7.55	16.79	25.21
其他	82.28	87.55	80.63	315.80	191.47	净利润	30.62	35.80	42.81	95.13	142.84
流动负债合计	139.10	129.63	151.53	670.73	540.93	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	10.00	24.88	75.93	0.00	归属于母公司净利润	30.62	35.80	42.81	95.13	142.84
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.29	0.34	0.41	0.91	1.37
其他	0.54	6.78	2.44	3.25	4.16						
非流动负债合计	0.54	16.78	27.32	79.19	4.16						
负债合计	139.64	146.41	178.85	749.92	545.09	主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	60.00	60.00	104.00	104.00	104.00	营业收入	28.41%	24.25%	37.54%	137.90%	45.35%
资本公积	64.41	64.41	64.41	64.41	64.41	营业利润	17.35%	11.87%	22.47%	128.14%	50.84%
留存收益	138.29	174.09	216.90	312.03	454.87	归属于母公司净利润	8.11%	16.89%	19.60%	122.20%	50.15%
其他	(64.41)	(64.41)	(64.41)	(64.41)	(64.41)	获利能力					
股东权益合计	198.29	234.09	320.90	416.03	558.87	毛利率	39.76%	35.39%	36.09%	33.56%	33.99%
负债和股东权益总计	337.93	380.50	499.75	1,165.95	1,103.96	净利率	19.78%	18.60%	16.18%	15.11%	15.61%
						ROE	15.44%	15.29%	13.34%	22.87%	25.56%
						ROIC	23.51%	17.89%	23.10%	27.42%	21.67%
						偿债能力					
						资产负债率	41.32%	38.48%	35.79%	64.32%	49.38%
						净负债率	-12.19%	22.40%	18.33%	21.61%	66.01%
						流动比率	1.70	1.92	2.12	1.39	1.57
						速动比率	0.97	1.12	1.32	0.65	0.97
						营运能力					
						应收账款周转率	2.22	2.91	2.50	2.70	2.70
						存货周转率	2.30	1.88	2.35	2.04	2.23
						总资产周转率	0.53	0.54	0.60	0.76	0.81
						每股指标(元)					
						每股收益	0.29	0.34	0.41	0.91	1.37
						每股经营现金流	0.13	0.59	-0.49	-1.40	1.43
						每股净资产	1.91	2.25	3.09	4.00	5.37
						估值比率					
						市盈率	94.47	80.83	67.58	30.41	20.26
						市净率	14.59	12.36	9.02	6.95	5.18
						EV/EBITDA	0.00	0.00	41.54	22.64	14.93
						EV/EBIT	0.00	0.00	52.94	27.03	17.44

资料来源:公司公告, 天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼 邮编：518017 电话：(86755)-82566970 传真：(86755)-23913441 邮箱：research@tfzq.com