

自动化潮流席卷全球，非标订制领域难逢敌手

投资要点

- **推荐逻辑：**1) 国内汽车电子柔性自动化生产线稀缺标的，公司产品技术含量高，规模不断增长，3年内生性复合增速超过40%；2) 需求端：公司产品面对百亿规模市场，具有明显成本优势，存在大量进口替代需求；3) 供给端：公司不断扩大工程师团队，未来工程师培养有望加速，产能释放空间广阔。
- **专注汽车电子行业，柔性自动化订制和机器人系统集成稀缺标的。**汽车电子行业产品精密程度高、产品迭代速度快，对设备稳定性、一致性、重复性要求较高，具有较高的进入壁垒。从下游来看，国内汽车电子行业对设备的需求量约每年100亿，全球范围需求体量约每年300亿元，下游需求旺盛，公司产品比同类海外供应商成本低约10%，具有广阔的进口替代的需求。
- **技术密集行业，真正的工程师红利兑现。**身处技术密集型产业，公司2017年在过去100多名工程师的基础上继续招聘约100名工程师，通过约半年周期培训，2018年有望产能有望大幅提升。公司经过近10年的积累，培养了一批诸如联合电子、博世、日本电装、德尔福等一批优质客户。公司2013年即获得博世印度工厂订单，未来博世海外订单预计将持续增长。
- **拟收购上海众源，提升业绩并形成闭环产业链：**上海众源主要产品为高压燃油分配器，客户为上海大众、一汽大众及相关大众系发动机工厂。一方面，公司有望为上海众源拓展大众系外的下游客户，产生协同效应；另一方面，上海众源高压燃油分配器有望受益于排放标准提升所带来的产品提价的利好。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2017~2019年EPS分别为0.40元、0.76元、1.12元，对应PE分别为71倍、37倍、25倍。公司业务处于高速发展阶段，下游需求总体体量大，持续保持高增速，且公司产品具有强烈的进口替代的逻辑和非常强的稀缺性。公司拟收购上海众源的业绩承诺为2017~19年归母净利润不低于1800万、2200万、2500万，因此若顺利收购，则公司2018~19年备考EPS为0.9元、1.28元，对应2018~2019年PE为31倍和22倍。结合相关可比上市公司情况，我们给予公司2018年46倍PE，对应目标价34.96元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济周期导致下游产业体量增长不及预期的风险；技术泄密与技术人才流失的风险；规模扩张引起的管理风险。

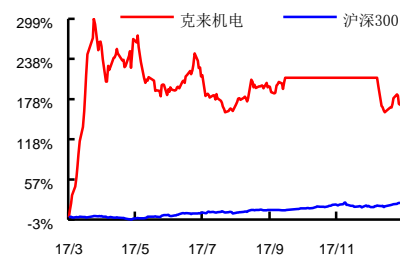
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	192.42	301.56	417.76	579.13
增长率	24.25%	56.72%	38.54%	38.63%
归属母公司净利润(百万元)	35.80	41.18	78.82	116.55
增长率	16.89%	15.04%	91.42%	47.87%
每股收益EPS(元)	0.34	0.40	0.76	1.12
净资产收益率ROE	15.29%	12.90%	19.80%	22.65%
PE	82	71	37	25
PB	12.50	9.17	7.35	5.69

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：高翔
执业证号：S1250515030001
电话：023-67898841
邮箱：gaox@swsc.com.cn
联系人：武雪原
电话：010-57758579
邮箱：wuxuey@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	1.04
流通A股(亿股)	0.26
52周内股价区间(元)	13.69-54.62
总市值(亿元)	29.27
总资产(亿元)	5.81
每股净资产(元)	4.00

相关研究

目 录

1 克来机电：立足于产业变革的专业自动化系统生产商	1
1.1 公司是国内行业领先的柔性自动化与工业机器人集成生产商	1
1.2 顺应政策趋势，紧跟工业自动化潮流	4
2 专注细分领域，依托优质客户，发展企业核心竞争力	6
2.1 高度专注的产品结构造就了汽车自动化生产行业领先地位	6
2.2 技术驱动型企业，运行效率领跑行业	8
2.3 良好的供求关系推动了公司的健康发展和稳步扩张	10
3 积极布局下游相关产业，深度与广度并重	11
4 盈利预测与估值	12
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 柔性自动化装备生产线	1
图 2: 汽车发电机电压调节器柔性装配生产线	1
图 3: 汽车座椅滑道全自动装配生产线	1
图 4: 纯电动新能源车电机定子装配线	1
图 5: 工业机器人焊接单元	2
图 6: 工业机器人冲压单元	2
图 7: 公司 2012-2016 年主营业务结构情况（按产品构成）	2
图 8: 公司 2014-2016 年主营业务结构情况（按下游领域）	2
图 9: 公司 2012 年以来主营业务收入及增速	3
图 10: 公司 2012 年以来净利润及增速	3
图 11: 2014-2017Q3 销售毛利率行业比较	3
图 12: 2014-2017Q3 销售净利率行业比较	3
图 13: 公司股权架构	4
图 14: 我国 2006-2015 年 15-64 岁适龄劳动人口及增速	5
图 15: 我国 2009-2016 制造业农民工月平均收入	5
图 16: 2001-2016 年工业机器人在全球和中国的销量	5
图 17: 汽车电子行业的应用分类	7
图 18: 亚太地区汽车电子市场规模	7
图 19: 全球汽车电子市场格局	7
图 20: 我国汽车座椅市场规模	8
图 21: 全球汽车座椅市场格局	8
图 22: 克来机电员工构成	9
图 23: 拓思达员工构成	9
图 24: 上海众源主要产品列表	11

表 目 录

表 1: 公司控股公司概况	4
表 2: 克来机电与拓思达销售营收水平对比	9
表 3: 公司运营能力同业比较	10
表 4: 公司 2017~2019 营业收入预测（单位：百万元）	12
表 5: 可比公司情况	13
附表: 财务预测与估值	14

1 克来机电：立足于产业变革的专业自动化系统生产商

1.1 公司是国内行业领先的柔性自动化与工业机器人集成生产商

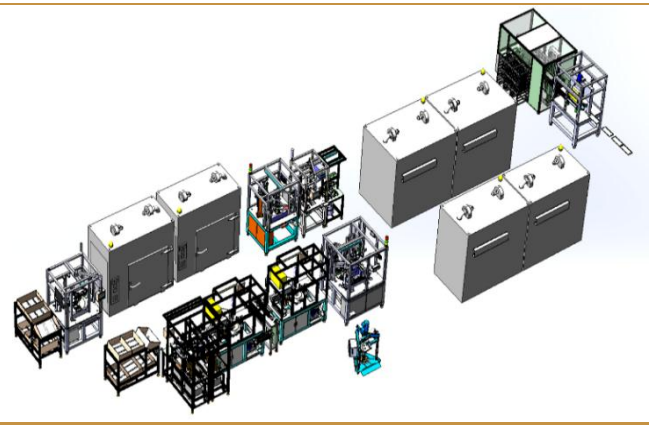
上海克来机电自动化工程股份有限公司成立于 2003 年，2017 年上市。公司是专业的柔性自动化装备与工业机器人系统应用供应商，致力于现代机电智能装备、工业机器人系统集成研究、开发、制造，产品广泛应用于汽车、电子、轻工、机械等行业。在国家工业产业自动化的政策助推下，工业机器人及其配套系统和配件的市场正在不断扩大。作为国内先进的工业机器人系统集成商，公司依托高度密集的人才优势，培养了诸如联合电子和延锋江森等一批优质的客户资源。身处技术密集型产业，目前公司的研发和生产能力处于行业领先地位，技术团队日趋成熟，营收水平高速增长，运营状况保持稳定。

图 1：柔性自动化装备生产线



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 2：汽车发电机电压调节器柔性装配生产线

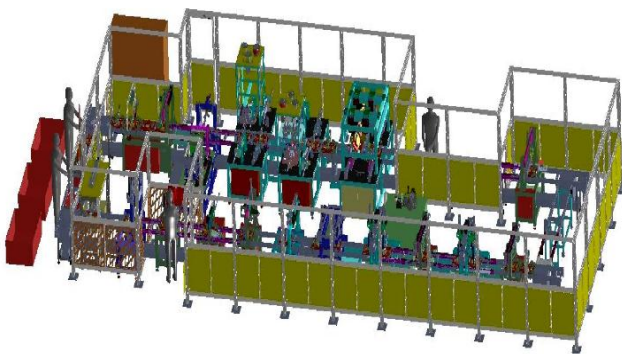


数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司主营业务结构

柔性自动化装备与工业机器人系统应用行业隶属于智能制造装备行业，针对不同的下游生产领域，自动化装备制造所要求的技术特异性强，标准程度低，根据客户对产品的加工工艺和流程的要求，公司为客户提供相应的非标准化生产线设计和制造服务。

图 3：汽车座椅滑道全自动装配生产线



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 4：纯电动新能源车电机定子装配线



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 5：工业机器人焊接单元



数据来源：招股说明书，西南证券整理

图 6：工业机器人冲压单元



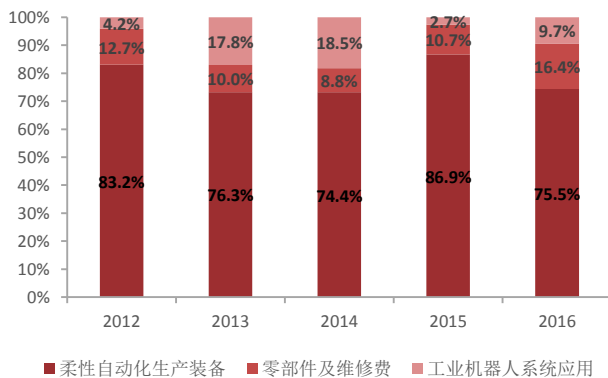
数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司主营业务按产品构成可以分为柔性自动化生产线，工业机器人系统应用和零部件及设备维修三大类，其中柔性自动化生产线可分为自动装配生产线和自动检测生产线。2014 至 2016 年，柔性自动化生产线的营业收入占公司总营收的比例分别为 74.4%/86.9%/75.5%，工业机器人系统的占比为 16.9%/2.4%/8.1%。柔性自动化生产线作为公司的主营业务，年营收增速保持在稳定水平。

公司下游客户集中于汽车行业（2016 年营收占比为 94.81%）。具体可以细分为汽车电子行业，汽车内饰行业和其他汽车零部件行业。公司 2014 年至 2016 年的财务报表显示，汽车电子行业的营收占公司总营收的比例分别为 48.5%/78.5%/70.9%，而汽车内饰行业的占比分别为 35.1%/9.4%/16.0%。不难看出，公司应用于汽车电子行业相关产品的比例总体不断提升，并持续保持高位。

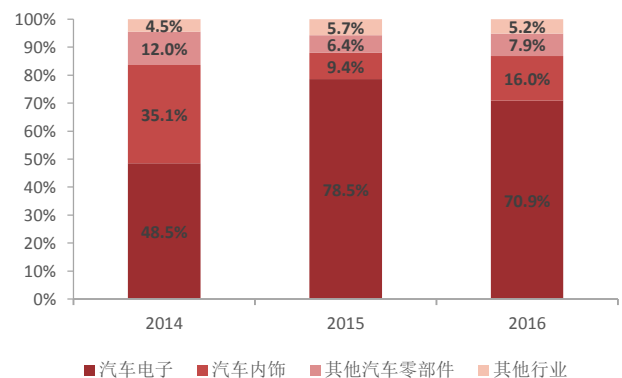
具体来看，产品涵盖装配线、检测线、焊接线、喷涂线、折弯线等各类非标智能装备。

图 7：公司 2012-2016 年主营业务结构情况（按产品构成）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司 2014-2016 年主营业务结构情况（按下游领域）



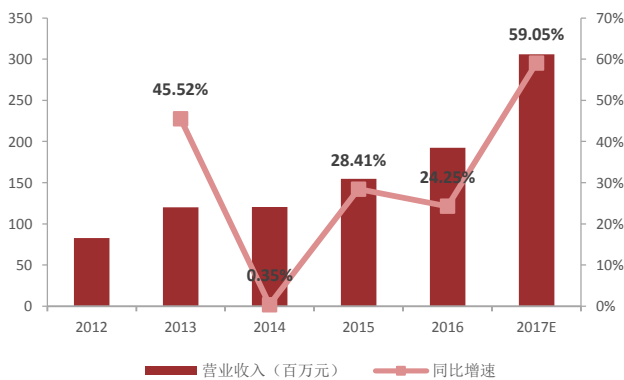
数据来源：招股说明书，西南证券整理

公司发展概况

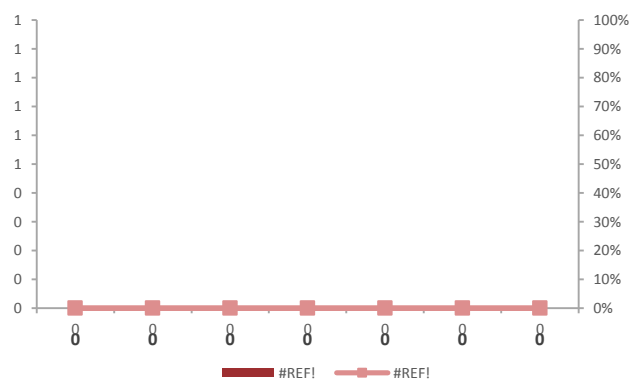
目前公司正处于高速增长期，2015 年和 2016 年分别实现营业收入 1.55 亿元和 1.92 亿元，同比增长 28.4%和 24.3%；归属于母公司的净利润分别为 3062 万元和 3579 万元，同比增长 8.1%和 16.9%。

2017年公司三季报显示前三季度营业收入和归母净利润分别为1.54亿元和2656万元，同比增长分别为55.5%和140.7%。公司营收和利润大幅增长的原因为公司与客户的合作规模不断扩大和新签订单增长所致。

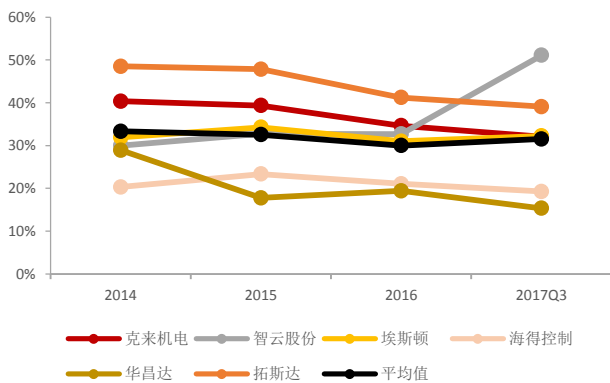
2017年第三季度公司销售毛利率和净利率分别为35.4%和16.7%。在盈利能力方面，纵向对比公司以往表现，公司的净利率略有下降，其原因主要有以下两点：其一，2016年投资1000余万研发汽车天窗自动化制造系统还未投产盈利；其二，厂房土地空置折旧抵消了近400万的利润。横向对比全行业的盈利能力，可以看出克来机电的净利率处于绝对领先地位，远高于行业平均值11.3%，这也是由机器人及自动化产业链中下游系统集成商占据利润高点所造成的。

图 9：公司 2012 年以来主营业务收入及增速


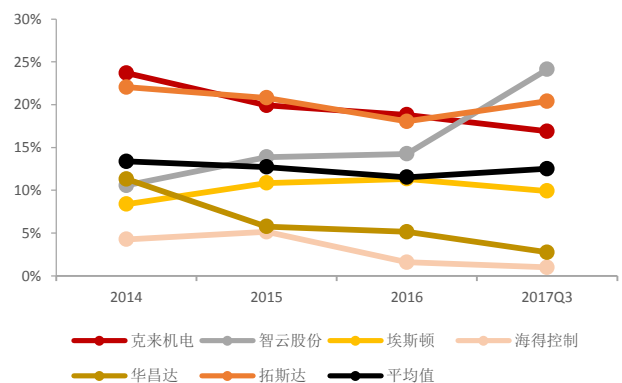
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：公司 2012 年以来净利润及增速


数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2014-2017Q3 销售毛利率行业比较


数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2014-2017Q3 销售净利率行业比较


数据来源：Wind，西南证券整理

公司股权结构与控股及参股公司

公司股本结构稳定，股份集中，高管持股比例达55%。公司创始人及实际控制人为谈士力和陈久康，截止2017年9月28日，二人持股比例分别为23.2%和21.2%。克来机电身处人才高度密集的高精尖产业，其自身发展依赖于优秀的技术人才支持。谈士力曾任上海大学精密机械系教授，陈久康曾任上海大学机电工程与自动化学院副院长，深厚的学科背景和对核心技术的精准把握有助于技术密集型公司紧随行业趋势，健康积极发展。

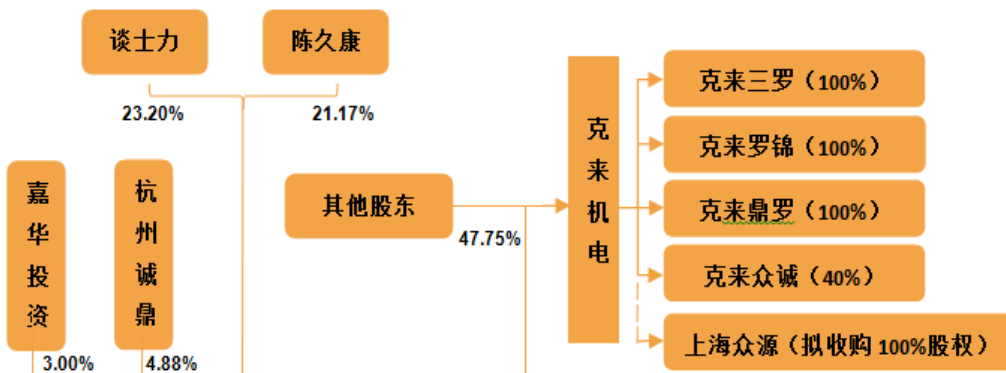
截止 2017 年 12 月 18 日，克来机电拥有三家全资子公司和一家联营公司：克来三罗，克来罗锦、克来鼎罗和克来众诚（详情见附表）。

表 1：公司控股公司概况

序号	控股子公司名称	控股比例	主营业务
1	上海克来三罗机电自动化工程有限公司	100%	克来三罗与母公司克来机电的主营业务相同，主要承接非核心客户的自动化装备及工业机器人系统订单
2	上海克来罗锦机电自动化工程有限公司	100%	母公司募投项目的承建主体
3	上海克来鼎罗信息科技有限公司	100%	柔性自动化装备与工业机器人系统相关的软件开发与技术咨询
4	云南克来众诚智能设备有限公司	40%	柔性自动化装备与工业机器人系统的研发、生产、销售
5	上海众源燃油分配器制造有限公司	拟收购 100%股份	

数据来源：Wind，西南证券整理

图 13：公司股权架构



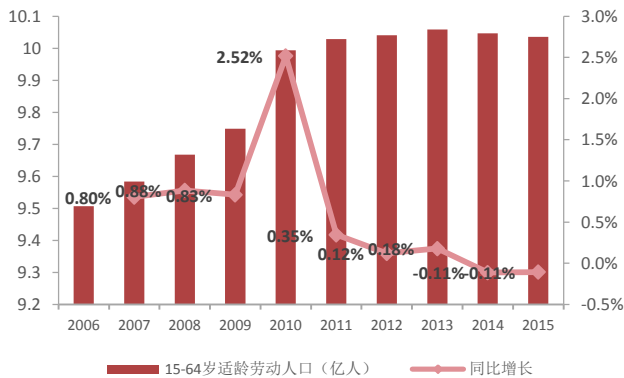
数据来源：公司公告，西南证券整理

1.2 顺应政策趋势，紧跟工业自动化潮流

随着第三次工业革命的不断深化，工业自动化既是顺应产业更新升级的逻辑必然要求，也是人工成本不断上升的可行替代方案。可以预见的是，随着工业技术的不断发展，人力将在很多领域无法满足加工技术的精度要求。高效廉价的自动化机器人替代人工将成为今后工业生产的趋势，我国的工业自动化需求将进一步扩大，工业自动化市场空间广阔。

人工成本上升，人口红利消失

改革开放之后，我国经济的高速发展很大程度上得益于人口红利所形成的劳动力资源相对丰富对经济发展十分有利的“黄金时期”，在此期间，劳动人口比例较高，保证了经济增长中的劳动力需求。然而，随着老龄化人口的不断增多和生育率的不断下降，我国的人口红利对经济发展的带动作用正在逐渐减弱。2014 年，我国适龄劳动人口在相当长的一段时间内第一次出现了下降。

图 14: 我国 2006-2015 年 15-64 岁适龄劳动人口及增速


数据来源: 国家统计局, 西南证券整理

图 15: 我国 2009-2016 制造业农民工月平均收入

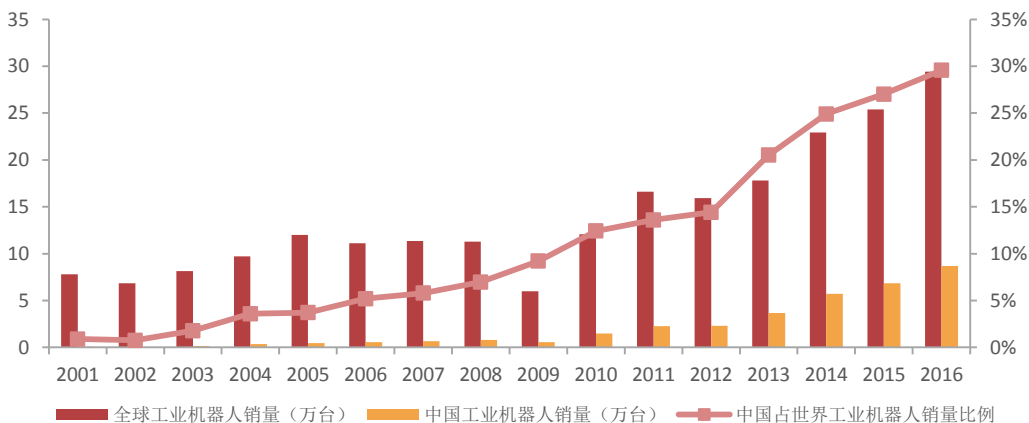

数据来源: Wind, 西南证券整理

与此同时, 制造业领域中劳动力的成本也在不断升高。一方面, 劳动力的工资水平在不断提高: 全国制造业农民工平均每月工资从 2010 年的 1582 元上涨到 2016 年的 3233 元, 涨幅约为 100%; 另一方面, 随着制造业对从业人员的技能要求的不断提高, 培训与管理劳动力的成本也大幅提升。

在劳动力供给趋紧和成本不断上升的双重推动下, 工业自动化成为制造业节约人力资源成本, 扩大利润空间的可行替代方案。

满足旺盛需求, 推进产业升级

全球工业自动化产业在 2017 年将达到 2250 亿美元, 相比 2013 年增长 30%。我国工业自动化产业虽然起步较晚但是发展迅速, 2012 年至 2016 年, 我国的工业机器人销量的复合增长率为 39.5%, 显著高于工业机器人全球销量 16.6% 的复合增速。从机器人的保有量来看, 2015 年, 我国工业机器人使用密度为 36 台/万人, 而韩国为 478 台/万人, 美国为 164 台/万人, 全球平均为 66 台/万人。中国机器人密度不足世界平均值的一半, 对比美韩等制造业强国更是相距甚远。此外, 我国机器人密度距 2020 年达到 100 台/万人的要求还有相当大的距离, 在我国制造业不断升级的背景下, 可以预见机器人的需求在将来的一段时间内维持在相当高的水平, 机器人的销量也将会保持高速增长。

图 16: 2001-2016 年工业机器人在全球和中国的销量


数据来源: Wind, 西南证券整理

植根政策引导，培养自主产权

机器人领域按照产业的结构分类可分为制造驱动器、伺服系统和减速器的上游零部件生产商，装配机器人本体的中游组装商和调试机器人运行程序的下游集成商。长期以来，世界机器人市场被 ABB、库卡（KUKA）、发那科（FANUC）和安川电机（YASKAWA）四家供应商所垄断，占据着工业机器人市场 53% 的份额。为了打破国际巨头对机器人制造领域的垄断，我国对机器人等智能装备的制造提出了产业规模快速增长，重点领域取得突破，组织结构优化升级和创新能力显著提升的要求。

2013 年 12 月，工信部《关于推进工业机器人产业发展的指导意见》正式出台，这是国家首次针对机器人及工业自动化的细分领域提出部委级的发展规划文件，从龙头企业、产业集群、高端产品占有率以及机器人使用密度等层面提出了具体的目标。文件指出，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和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。

2 专注细分领域，依托优质客户，发展企业核心竞争力

2.1 高度专注的产品结构造就了汽车自动化生产行业领先地位

公司业务高度集中于汽车行业自动化生产线，2016 年，汽车行业营收占公司总营收的比例高达 94.8%。其中，汽车电子行业和汽车内饰行业分占总营收的 70.9% 和 15.9%。公司为下游汽车电子和内饰行业生产商提供专业的非标准化自动生产线订制服务，深耕汽车行业，目前位居汽车自动化生产线制造行业龙头地位。

汽车电子行业

汽车电子是主要由半导体器件组成的，用以感知、计算、执行汽车的各个状态、功能的系统。汽车电子控制系统及元件种类较多，按应用领域可分为汽车电子控制系统（发动机电子、底盘电子、驾驶辅助系统、车身电子）和车载电子电器（安全舒适、娱乐通讯）两大类；按用途可分为传感器、控制器、执行器三类。

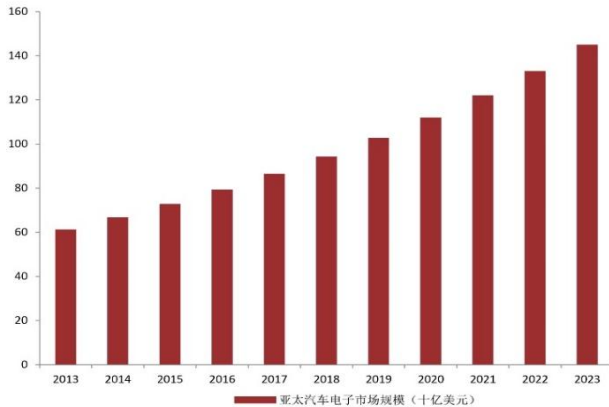
图 17：汽车电子行业的应用分类



数据来源：盖世汽车研究院，西南证券整理

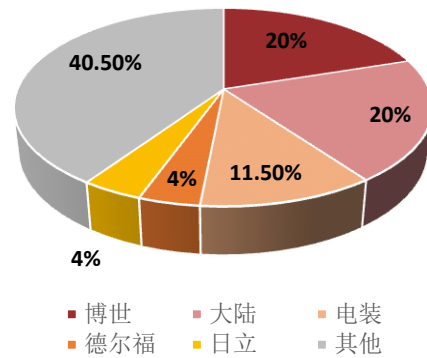
相对于其它汽车零部件，汽车电子零部件市场规模保持较高速增长，市场空间和发展潜力较大。2015 年全球汽车电子市场规模已达到 1850 亿美元，其中亚太区市场规模已达到 730 亿美元，预测到 2023 年将会达到 1450 亿美元的规模，年复合增长率约为 9%。

图 18：亚太地区汽车电子市场规模



数据来源：Global Market Insights，西南证券整理

图 19：全球汽车电子市场格局



数据来源：盖世汽车研究院，西南证券整理

全球汽车电子行业主要被来自德国和日本的生产制造企业所垄断，行业集中度高，市场份额排名前三的博世、大陆和电装三家公司共占据 50% 以上的市场份额。我国汽车电子行业规模在 2015 年达到 4000 亿人民币的规模，虽然行业集中度相较于世界市场较低，但仍被外资和合资企业所垄断。尤其是在高技术难度、高附加值的汽车电子控制系统的生产中，国内企业几乎没有任何竞争优势。在技术门槛较低的车载电子电器系统中，国内生产企业有一定的竞争力。

克来机电在汽车电子行业自动化生产领域已同博世系签订了诸多设备供应合同，汽车电子行业的高速发展将会带来旺盛的生产装备需求，为公司带来广阔的发展空间和平台。

汽车内饰行业

2015年，我国汽车内饰行业的规模约为1000亿人民币。在汽车座椅行业的细分领域中，市场规模在2015年为513亿元，行业市场集中度高，市场占有率排名前两位的江森系和李尔系占据了60%左右的市场规模。

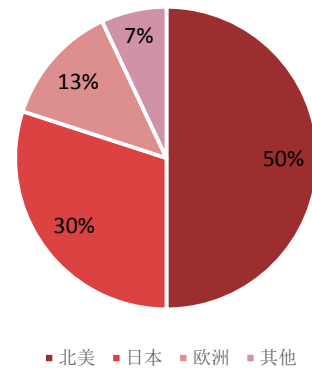
克来机电同延锋江森保持了良好的合作关系，在中国市场上，同江森系在座椅生产领域的合作将成为公司发展的重要助推动力。

图 20：我国汽车座椅市场规模



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

图 21：全球汽车座椅市场格局



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

汽车电子和内饰行业的共同特点

汽车电子和汽车内饰行业均被德国和日本的企业所垄断，行业集中度高。其原因主要是行业的技术门槛要求高，老牌企业先发优势明显。这导致了汽车品牌选择零部件供应商时品牌忠诚度高，并不会轻易的更换零部件供应商。同样零部件生产商在选择自动化生产线时也有着相当大的稳定性和持续性。尤其是在柔性非标准化自动生产线的设计和应用领域，自动化生产线的生产方和订制方的合作在实践中会不断得到深化和加强，根据订制方的要求，生产方不断完善和优化自动化生产方案。上下游通过长期合作对彼此产品特征、产品生产节奏、生产节拍、企业文化理解不断深化，具体来看也是生产设计人员间沟通互信体系的不断深化，这将使其对相关供应商的依赖程度不断提高，市场的准入门槛和壁垒在规模化的过程中不断提高和深化。

克来机电通过与博世系及江森系的合作，获得订单能力不断提升，尤其是进入博世全球供应链体系，充分说明公司的柔性生产线的设计能力，正在由点及面不断打开相关产业市场。

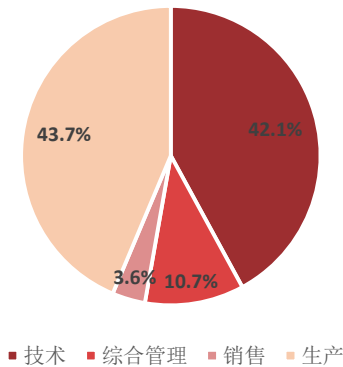
2.2 技术驱动型企业，运行效率领跑行业

自动化设备的生产与制造行业属于技术密集型产业，优质的工程师队伍既是公司产品质量的保证，也是公司不断发展的重要推动力。克来机电的技术人才密集程度高，技术先进，产品可靠度高，性能优异，为公司带来了稳定的优质客户和声誉。优质的下游客户反作用于公司，保证了公司的稳定运营和健康发展。

公司人员结构及销售费用分析

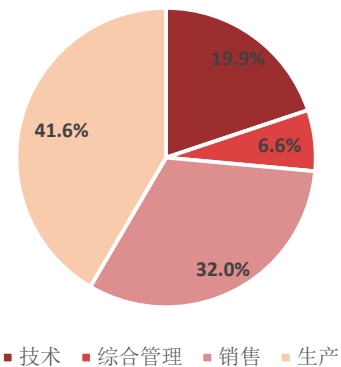
截止 2016 年 12 月 1 日，公司技术人员占比高达 42.1%而销售人员占比仅占 3.6%，同行业公司拓思达的技术人才占比仅为 19.9%而销售人员占比高达 32%。我们不难发现公司的技术人员密度大，产品技术含量高。

图 22：克来机电员工构成



数据来源：Wind，西南证券整理

图 23：拓思达员工构成



数据来源：Wind，西南证券整理

进一步分析公司的销售费用可以发现，克来机电 2016 年实现营收总额为 1.92 亿而销售费用仅为 300 万元，销售费用占总营收的比例仅为 1.6%。拓思达 2016 年实现营收总额为 4.33 亿元，而销售费用高达 6170 万元，销售费用占总营收的比例高达 14.3%。不难看出，公司是技术驱动型企业，订单获取能力强，具有稀缺性。

表 2：克来机电与拓思达销售营收水平对比

序号	企业名称	销售费用（亿元）	营收总额（亿元）	销售费用占总营收比例
1	克来机电	0.0292	1.9242	1.6%
2	拓思达	0.6170	4.3308	14.3%

数据来源：Wind，西南证券整理

运营状况分析

在同行业中进行比较，公司应收账款周转率处于行业相对较高的水平，2016 年公司应收账款周转率为 2.43，高于行业平均值 2.19。这一方面显示出公司对应收账款的管理较好，收款能力强，更重要的是显示出公司下游主要客户是联合电子、博世、电装等盈利能力强的企业，下游付款能力强，信用水平高，违约比率低。

公司 2015、2016 及 2017 三季度报速动比率分别为 0.97/1.12/2.36，速动比率分别为 0.97/1.12/2.36，2017 年公司流动速动比率均高于行业平均水平。

表 3：公司运营能力同业比较

证券简称	应收账款周转率(次)			流动比率(倍)			速动比率(倍)		
	2017Q3	2016	2015	2017Q3	2016	2015	2017Q3	2016	2015
平均值	1.71	2.05	2.17	2.32	2.06	1.90	1.75	1.57	1.41
克来机电	2.21	2.43	2.19	3.32	1.92	1.70	2.36	1.12	0.97
智云股份	1.17	1.36	1.65	2.62	1.61	1.92	1.93	1.11	1.43
拓斯达	2.45	2.58	2.13	2.91	2.09	2.84	2.16	1.52	2.32
埃斯顿	1.34	2.08	2.42	2.10	3.83	2.20	1.81	3.33	1.69
海得控制	1.24	1.67	1.90	1.73	1.89	1.60	1.34	1.55	1.27
华昌达	1.83	2.18	2.72	1.21	1.03	1.15	0.87	0.79	0.81

数据来源：Wind，西南证券整理

2.3 良好的供求关系推动了公司的健康发展和稳步扩张

公司的发展模式可以概括为在不断扩大的高技术人才团队的推动下，保持并深化同优质客户的合作关系，由点及面开拓市场空间，扩展公司业务，释放公司产能。

公司自动化柔性生产线下游需求主要来自于汽车电子行业，而汽车电子行业产品更新快，对新的生产线需求旺盛。我国每年汽车电子生产线的需求体量在 100 亿元水平，而全球需求量在 300 亿元水平。与海外竞争对手相比，公司产品具有约 10% 的成本优势，且已进入联合电子、电装、博世全球业务。进入这些全球核心汽车电子供应商体系需要长期积累，在产品线技术、质量、稳定性等一系列指标通过相关下游客户标准认证，方能成为其长期供货供应商，但一旦进入相关客户供应商体系后，其后续合作将具有非常强的粘性。这类似与整车厂供应商，进入供应商体系具有高门槛，但后续将不断建立稳固的供应合作关系。

从公司供给端来看，可以从工程师数量和单位工程师创造价值两个角度来看其未来攻击面的弹性：

- 1) 公司原有工程师数量约为其员工总数的 60%。公司 2017 年招聘工程师数量约为 100 人。我们判断，借力公司管理层及主要管理人员均出自上海大学，公司招聘工程师渠道通畅。同时，目前新进工程师的培养周期约为 6~8 个月水平，未来这一速度预计会不断提升。我们判断有如下两方面原因：第一，工程师团队规模越大，单个工程师所需要专注的领域将不断细分，其培养周期将不断缩短；第二，随着公司对下游供货数量的不断提升，其在自动化生产线方面积累不断沉淀，模块化程度不断提升。模块化水平的提升一方面可以提高公司生产线盈利能力，另一方面可以加速工程师培养速度。同时，公司还可以借助其上市公司地位，未来通过外延并购获得成熟工程师团队。
- 2) 目前公司工程师单位年化创造价值水平在 120~130 万水平，对标海外成熟公司还有 50% 以上的差距，随着公司规模、模块化水平以及工程师团队不断成熟，工程师个体创造价值的预期将会得到持续提升。

3 积极布局下游相关产业，深度与广度并重

身处柔性自动化生产和机器人系统集成领域，克来机电积极布局行业相关领域，逐渐形成公司内部层面上的机器人自动化设备闭环生产销售系统。另一方面，公司也积极向汽车产业以外的领域拓展，在汽车行业的技术底蕴支持下，同时积极储备其他行业自动化生产技术与资源，在横向（汽车行业）和纵向（其他行业）两个维度拓展公司业务。

目前，公司计划收购上海众源燃油分配器制造有限公司。公司作价 2.1 亿元收购标的公司，预计标的公司在 2017、2018 和 2019 年将实现不低于 1800 万元、2200 万元和 2500 万元的归母净利润。

上海众源主要从事汽车高压燃油分配器、高压油路和冷却水管等相关零配件的生产。主要客户为上海大众、一汽大众及相关大众系发动机生产企业。对于本次收购计划我们认为有以下两方面核心看点：第一，标的公司高压燃油分配器系统技术难度较高，随着我国排放标准提升，其产品将会随之进一步升级，供油系统压力将提升，对应产品单价和公司盈利能力的提升；第二，标的公司原有客户基本集中在大众体系内，通过收购整合，克来机电有望协助标的公司进入新客户供应链体系，产生协同效应。

图 24：上海众源主要产品列表

产品名称	产品图片	配套发动机
HP 燃油分配器		EA888 Gen2
HP 燃油分配器		EA888 Gen3
HP 燃油分配器		EA888Gen3 BZ
HP 燃油分配器		EA211
HP 燃油分配器		EA211 PHEV&C6
HP 燃油分配器		V6 TFSI Evo
HP 高压油管		EA888
HP 高压油管		EA211
HP 冷却水管		EA211
HP 冷却水管		EA888 gen3

数据来源：公司公告，西南证券整理

4 盈利预测与估值

关键假设：

柔性自动化装备及工业机器人系统：机器人及自动化生产设备 17 年行业增速超过 40%，且汽车电子行业处于高速发展阶段，产品迭代速度快。公司 17 年新增工程师数量超过 60%，18~19 年将逐步兑现为新增产能。

零部件及维修费：随着公司产品累计销量不断增长，公司在软硬件的售后服务量将会不断提升。

根据以上假设，预计公司 2017~2019 年柔性自动化装备及工业机器人系统的营收增速为 60%、40%和 40%；预计公司在 2017~2019 年零部件及维修费营收增速为 40%、30%和 30%。

表 4：公司 2017~2019 营业收入预测（单位：百万元）

		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	营业收入	192.41	301.55	417.75	579.11
	yoy	24.25%	56.72%	38.54%	38.63%
	成本	124.31	202.25	270.14	365.23
	毛利率	35.39%	32.93%	35.34%	36.93%
柔性自动化装备 及工业机器人系统	营业收入	160.87	257.39	360.35	504.49
	增速	16.31%	60.00%	40.00%	40.00%
	成本	108.13	180.17	241.43	327.92
	毛利率	32.8%	30.00%	33.00%	35.00%
零部件及维修费	营业收入	31.54	44.16	57.40	74.62
	增速	90.53%	40.00%	30.00%	30.00%
	成本	16.18	22.08	28.70	37.31
	毛利率	48.7%	50.00%	50.00%	50.00%

数据来源：西南证券

盈利预测与投资建议

我们预计公司 2017~2019 年 EPS 分别为 0.40 元、0.76 元、1.12 元，对应 PE 分比为 71 倍、37 倍、25 倍（以 2018 年 1 月 12 日收盘价为基准价）。公司业务处于高速发展阶段，下游需求总体体量大，持续保持高增速，且公司产品具有强烈的进口替代的逻辑和非常强的稀缺性。公司拟收购上海众源的业绩承诺为 2017~19 年归母净利润不低于 1800 万、2200 万、2500 万，因此若顺利收购，则公司 2018~19 年备考 EPS 为 0.9 元、1.28 元，对应 2018~2019 年 PE 为 31 倍和 22 倍。结合相关可比上市公司情况，我们给予公司 2018 年 46 倍 PE，对应目标价 34.96 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司情况

代码	公司名称	市值 (亿)	价格 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
				2016A	2017E	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
300607	拓思达	85.5	65.55	1.43	1.00	1.37	1.77	-	65	47	36
600172	黄河旋风	122.66	8.60	0.47	0.30	0.40	0.51	38	30	23	18
002747	埃斯顿	93.56	11.19	0.27	0.12	0.18	0.25	127	88	62	43
300024	机器人	295.04	18.91	0.26	0.30	0.37	0.42	81	64	52	46
平均值								82	62	46	36
300554	克来机电	29.27	28.14	0.34	0.40	0.76	1.12	-	71	37	25

数据来源：wind，西南证券整理（可比公司2017-19年EPS取自Wind一致预期）

5 风险提示

- 1) 宏观经济周期导致下游产业体量增长不及预期的风险；
- 2) 技术人才培养不达预期的风险；
- 3) 规模扩张引起的管理风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	192.42	301.56	417.76	579.13	净利润	35.80	41.18	78.82	116.55
营业成本	124.31	202.26	270.14	365.24	折旧与摊销	6.53	11.96	11.96	11.96
营业税金及附加	2.18	2.87	4.05	5.74	财务费用	0.63	0.02	0.05	0.07
销售费用	2.92	5.53	7.42	9.90	资产减值损失	0.33	0.30	0.47	0.39
管理费用	22.75	46.74	45.95	63.70	经营营运资本变动	8.59	-74.68	-51.03	-64.71
财务费用	0.63	0.02	0.05	0.07	其他	9.00	-0.27	-0.44	-0.36
资产减值损失	0.33	0.30	0.47	0.39	经营活动现金流净额	60.87	-21.48	39.83	63.91
投资收益	-0.03	-0.03	-0.03	-0.03	资本支出	-32.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-5.00	-0.03	-0.03	-0.03
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-37.47	-0.03	-0.03	-0.03
营业利润	39.27	43.80	89.63	134.05	短期借款	-20.00	-10.00	0.00	0.00
其他非经营损益	3.19	5.00	3.81	4.10	长期借款	10.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	42.45	48.80	93.44	138.16	股权融资	0.00	44.00	0.00	0.00
所得税	6.66	7.63	14.62	21.61	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	35.80	41.18	78.82	116.55	其他	-3.00	-0.02	-0.05	-0.07
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-13.00	33.98	-0.05	-0.07
归属母公司股东净利润	35.80	41.18	78.82	116.55	现金流量净额	10.40	12.46	39.75	63.80
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	57.59	70.05	109.80	173.61	成长能力				
应收和预付款项	86.35	159.55	218.15	292.94	销售收入增长率	24.25%	56.72%	38.54%	38.63%
存货	103.85	168.96	225.67	305.11	营业利润增长率	11.87%	11.56%	104.62%	49.56%
其他流动资产	0.85	1.33	1.84	2.55	净利润增长率	16.89%	15.04%	91.42%	47.87%
长期股权投资	0.76	0.76	0.76	0.76	EBITDA 增长率	6.32%	20.17%	82.20%	43.72%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	77.70	71.98	66.26	60.55	毛利率	35.39%	32.93%	35.34%	36.93%
无形资产和开发支出	50.99	44.75	38.50	32.26	三费率	13.66%	17.34%	12.79%	12.72%
其他非流动资产	2.42	2.42	2.42	2.42	净利率	18.60%	13.66%	18.87%	20.12%
资产总计	380.50	519.80	663.41	870.19	ROE	15.29%	12.90%	19.80%	22.65%
短期借款	20.00	10.00	10.00	10.00	ROA	9.41%	7.92%	11.88%	13.39%
应付和预收款项	109.63	173.75	238.54	328.77	ROIC	16.08%	14.53%	24.07%	30.47%
长期借款	10.00	10.00	10.00	10.00	EBITDA/销售收入	24.13%	18.50%	24.33%	25.22%
其他负债	6.78	6.78	6.78	6.78	营运能力				
负债合计	146.41	200.53	265.32	355.55	总资产周转率	0.54	0.67	0.71	0.76
股本	60.00	104.00	104.00	104.00	固定资产周转率	5.70	10.34	17.81	32.65
资本公积	64.41	64.41	64.41	64.41	应收账款周转率	2.92	3.56	3.07	3.19
留存收益	109.68	150.86	229.68	346.23	存货周转率	1.21	1.48	1.37	1.38
归属母公司股东权益	234.09	319.27	398.09	514.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.41%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	234.09	319.27	398.09	514.64	资产负债率	38.48%	38.58%	39.99%	40.86%
负债和股东权益合计	380.50	519.80	663.41	870.19	带息债务/总负债	20.49%	9.97%	7.54%	5.63%
					流动比率	1.92	2.18	2.23	2.29
					速动比率	1.12	1.26	1.33	1.38
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	46.42	55.79	101.64	146.08	每股收益	0.34	0.40	0.76	1.12
PE	81.76	71.07	37.13	25.11	每股净资产	2.25	3.07	3.83	4.95
PB	12.50	9.17	7.35	5.69	每股经营现金	0.59	-0.21	0.38	0.61
PS	15.21	9.70	7.01	5.05	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	35.72	51.52	27.89	18.97					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn