



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2018-02-01

公司深度报告

买入/维持

拓斯达(300607)

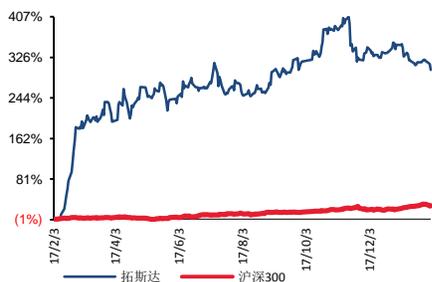
目标价: 75

昨收盘: 58.50

工业 资本货物

工业机器人新锐，受益于“机器换人”浪潮

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	130/33
总市值/流通(百万元)	7,827/1,957
12个月最高/最低(元)	112.00/26.99

相关研究报告:

拓斯达(300607)《业绩预增符合市场预期，公司极具成长潜力》
--2018/01/08

拓斯达(300607)《拟投资建设海外科技园项目，加快走出去引进来步伐》
--2017/12/27

拓斯达(300607)《三季报业绩靓丽，机器换人进行时》
--2017/10/12

证券分析师: 钱建江

电话: 021-61376578

E-MAIL: qianjianjiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517070002

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

报告摘要

工业机器人新锐，业绩持续增长: 公司是国内工业机器人新锐，主要产品包括机械手及配套方案、多关节机器人应用方案、注塑机辅助设备、自动送料及水电气系统等几大业务板块，并广泛应用于 3C 产品、家用电器、汽车零部件、医疗器械等多个领域。近几年，公司机械手和多关节机器人业务占比逐渐提升，2017H1 已占到 48.94%。2012-2016 年，公司营收和净利润复合增速高达 47.13%和 32.58%。2017Q1-Q3 公司实现收入 5.08 亿元，同比增长 98.90%，净利润 1.04 亿元，同比增长 120.58%，增速进一步提升。

强调以直销为核心，构建渠道优势: 公司强调打造以直销为核心的营销网络，目前公司在全国有 30 多个办事处，300 多个销售人员，已积累客户 6 万家，已服务客户超过 4600 家，客户包括美的、海尔、比亚迪、长城汽车、格兰仕、格力、捷普绿点、TCL 等知名企业。未来，公司有望在渠道优势的基础上，快速扩张满足可升级、可复制、通用型、开放性的标准化产品，为客户提供智能制造一站式解决方案。

工业机器人行业蓬勃发展，国产机器人逐渐崛起: 随着人工成本上升以及对产品质量要求的提高，制造业“机器换人”是大势所趋。我国工业机器人销量保持快速增长，2016 年销量为 8.7 万台，同比增长 26.90%，预计 2017-2020 年我国工业机器人销量复合增速将达到 25%。同时，核心零部件特别是 RV 减速器国产化进程逐步推进，国产机器人成本将大幅降低，行业有望迎爆发式增长。

盈利预测与投资建议: 预计公司 2017-2019 年净利润分别为 1.35 亿、2.15 亿和 3.40 亿，对应 PE 分别为 57 倍、35 倍和 22 倍，维持“买入”评级。

风险提示: 下游行业自动化需求不及预期，行业竞争加剧等

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	433.09	821.47	1307.18	2054.35
增长率	43.30%	89.68%	59.13%	57.16%
归属母公司净利润(百万元)	77.57	134.78	215.48	339.95
增长率	24.43%	73.75%	59.87%	57.77%
每股收益 EPS(元)	0.59	1.03	1.65	2.61
PE	98	57	35	22
PB	22.65	9.88	7.72	5.75

目录

1 工业机器人新锐，业绩持续高增长.....	4
1.1 公司发展历程与股权结构.....	4
1.2 依托注塑机行业起步，逐步延伸智能制造解决方案.....	5
1.3 工业机器人快速成长，业绩呈爆发式增长.....	7
1.4 强调以直销为核心，构建渠道壁垒.....	8
2 工业机器人蓬勃发展，国产机器人崛起.....	10
2.1 工业机器人蓬勃发展，3C 行业增长最快.....	10
2.2 核心部件进口替代加快，国产机器人逐渐崛起.....	13
3 注塑行业需求旺盛，国产力量逐步壮大.....	15
4 盈利预测与投资建议.....	18
5 风险提示.....	19

图表目录

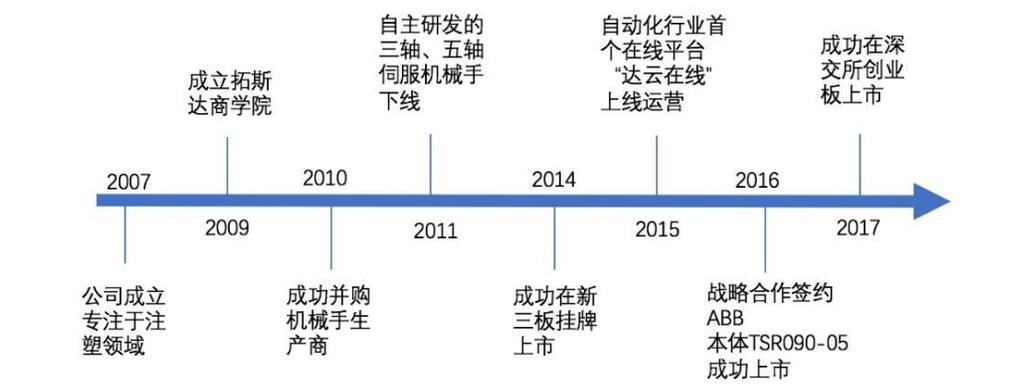
图表 1: 公司发展历程	4
图表 2: 公司股权结构 (截止 2017 年 9 月 30 日)	4
图表 3: 公司主要产品	5
图表 4: 公司主要产品和应用领域演变	5
图表 5: 2012-2017H1 公司各项业务占比变化情况	6
图表 6: “两院四部”架构	7
图表 7: 2012-2017H1 分业务收入情况 (单位: 百万)	7
图表 8: 2012-2017Q3 净利润及增速情况 (单位: 百万)	7
图表 9: 公司销售毛利率和净利率情况	7
图表 10: 公司各业务毛利率情况	7
图表 11: 公司期间费用率情况	8
图表 12: 公司研发费用情况 (单位: 百万)	8
图表 13: 公司典型客户	8
图表 14: 达云在线微信公众号	9
图表 15: 公司下游行业分布情况	9
图表 16: 中国制造业职工平均工资逐年上升	10
图表 17: 中国制造业职工人数开始下降 (单位: 万人)	10
图表 18: 全球工业机器人销量及增长情况	11
图表 19: 2014-2016 年工业机器人下游行业销量情况	11
图表 20: 2016 年全球主要国家工业机器人使用密度	12
图表 21: 中国工业机器人保有量快速增长	12
图表 22: 2016 年主要国家工业机器人销量	12
图表 23: 我国工业机器人销量及增长情况 (单位: 万台)	12
图表 24: 工业机器人行业普及阶段	13
图表 25: 工业机器人成本结构	13
图表 26: 部分重点企业对核心零部件的掌握情况	14
图表 27: 中国进口机器人价格 (单位: 千美元/台)	14
图表 28: 国内工业机器人月产量及增速情况	14
图表 29: 部分企业工业机器人业务收入情况 (单位: 百万)	15
图表 30: 我国塑料机械行业产销情况 (单位: 亿元)	16
图表 31: 注塑机应用领域分布	16
图表 32: 2008-2017 年塑料制品产量及增速 (单位: 万吨)	16
图表 33: 2008-2014 年塑料机械市场容量	17
图表 34: 公司注塑机辅机业务收入及增速情况	17
图表 35: 分业务预测 (单位: 百万元)	18

1 工业机器人新锐，业绩持续高增长

1.1 公司发展历程与股权结构

公司成立于 2007 年，是一家专业为下游制造业客户提供工业自动化整体解决方案及相关设备的高新技术企业。公司专注于工业机器人为代表的智能装备的研发、制造、销售，致力于打造“系统集成+本体制造+软件开发”三位一体的工业机器人生态系统和整体自动化解决方案。2014 年 12 月，公司在新三板挂牌。2017 年 2 月，公司成功转板在创业板上市。

图表 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

公司股权结构较为集中，公司控股股东和实际控制人为董事长吴丰礼先生，直接持有公司 40.04% 的股权。2018 年 1 月 31 日，公司发布大股东增持公告，基于对公司未来发展前景的信心以及内在价值的认可，吴丰礼先生拟在未来 6 个月内增持 2000 万元至 10000 万元。另外，达晨投资系公司职工持股平台，其实际控制人吴丰礼通过持有达晨投资 18.91% 间接持有公司股份。

图表 2：公司股权结构（截止 2017 年 9 月 30 日）



资料来源：公司公告，太平洋研究院整理

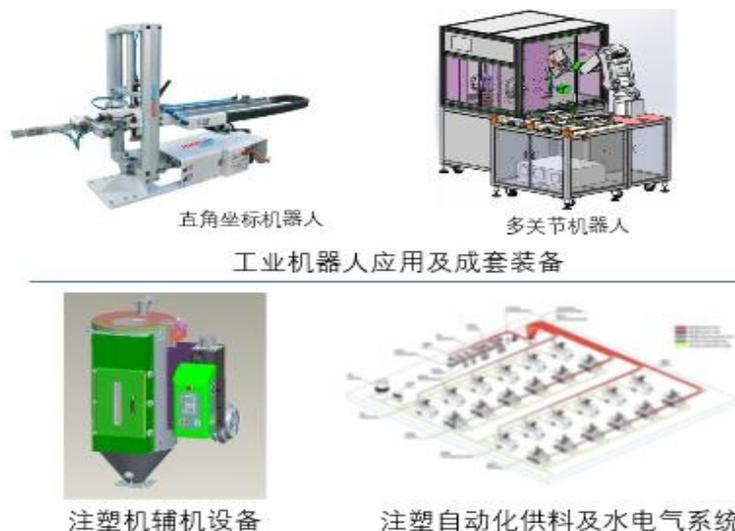
公司于 2017 年 5 月推出员工持股计划，参与对象为公司及下属全资子公司或控股子公司的骨

千员工，筹集资金总额不超 4000 万元。截止 2017 年 6 月 28 日，公司已完成股票购买，复权后均价为 54.56 元/股，购买数量为 40.63 万股，股票锁定期为 12 个月。

1.2 依托注塑机行业起步，逐步延伸智能制造解决方案

目前，公司主要产品为工业机器人（包括直角坐标机器人和多关节机器人）应用及成套装备、注塑机辅机设备、注塑自动化供料及水电气系统三大系列，广泛应用于 3C 产品（计算机、通讯和消费电子产品）、家用电器、汽车零部件、医疗器械等多个领域。

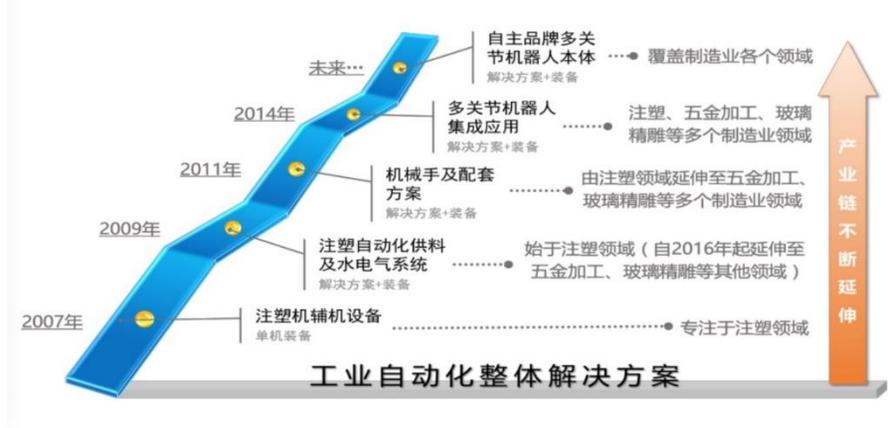
图表 3：公司主要产品



资料来源：公司招股书，太平洋研究院整理

公司成立之初，主要为下游注塑领域客户提供三机一体、模温机、冷水机、自动吸料机等注塑机辅机设备。在了解注塑客户需求基础上，公司于 2009 年实施退出了自动化供料及水电气系统，为客户提供注塑生产线的整厂自动供料、供水、供电、供气方案。近年来，注塑行业客户“机器换人”的需求日益强烈，在此背景下，公司结合多年自动化应用领域积累的成功经验和客户资源，于 2011 年起先后向市场成功投放单轴机械手、多轴机械手、专用大型机械手等产品，以及各类基于机械手、多轴机械手、专用大型机械手等产品，公司下游领域也从注塑环节逐步扩展延伸至五金加工、玻璃精雕、码垛组装等多个劳动密集型的制造环节。至此，公司基本完成了由单一领域设备制造商向工业自动化解方案服务商的成功转变。

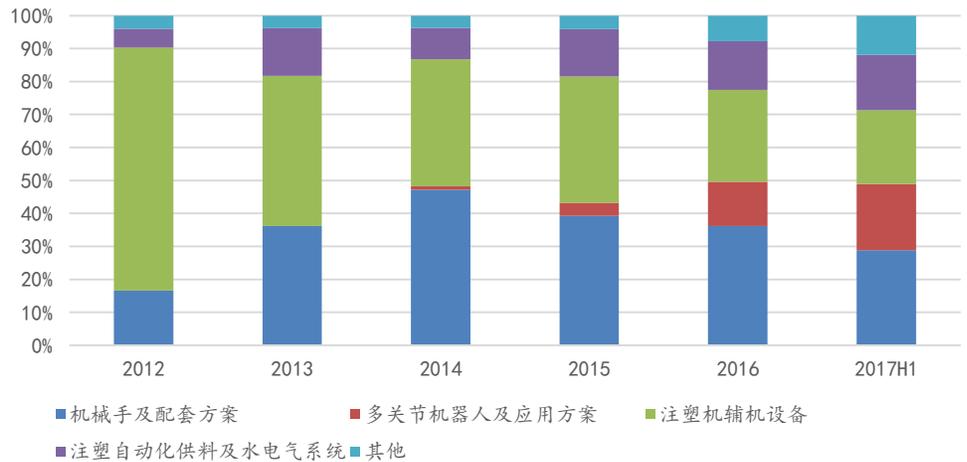
图表 4：公司主要产品和应用领域演变



资料来源：公司招股书，太平洋研究院整理

从公司的主营业务构成来看，2012年注塑机辅机设备仍是公司最主要的业务，贡献70%以上的营业收入，随后工业机器人业务收入占比开始提升。2014年，关节机器人开始贡献收入，且占比迅速提升，至2017年上半年，机器人业务占比达到48.94%，其中机械手占28.83%，关节机器人占20.11%。

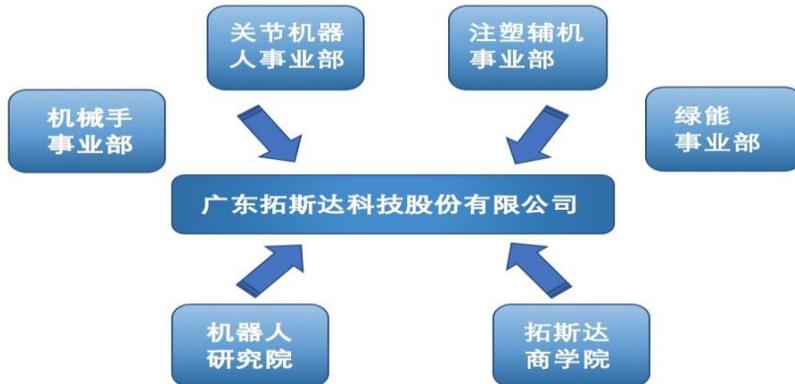
图表 5：2012-2017H1 公司各项业务占比变化情况



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

公司整体架构可概括为“两院四部”，具体来讲，两院指的是机器人研究院和拓斯达商学院，四大事业部指机械手事业部、关节机器人事业部、注塑辅机事业部、绿能事业部。根据公司规划，机器人研究院主要关注工业机器人及其控制系统、核心零部件等底层通用技术的研发，商学院目前用于对员工进行培训，培养业务精英和管理精英；而四大事业部分别对应公司几大业务板块，以应用为导向的，同时兼有研发，在各自领域里整合上下游资源，共同为客户提供基于机器人的整体解决方案。

图表 6：“两院四部”架构

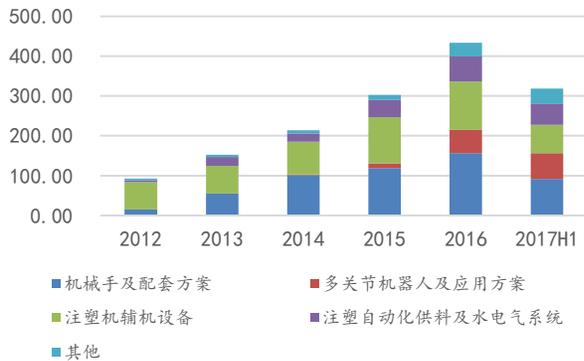


资料来源：太平洋研究院整理

1.3 工业机器人快速成长，业绩呈爆发式增长

2012 年以来，公司营收和净利润快速增长，呈现出良好的成长性。2012-2016 年，公司营收和净利润复合增速高达 47.13% 和 32.58%。2017Q1-Q3 公司实现收入 5.08 亿元，同比增长 98.90%，净利润 1.04 亿元，同比增长 120.58%，增速进一步提升。从公司各项业务来看，近几年工业机器人业务表现格外亮眼，收入规模和占比均大幅提升。

图表 7：2012-2017H1 分业务收入情况（单位：百万）



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 8：2012-2017Q3 净利润及增速情况（单位：百万）

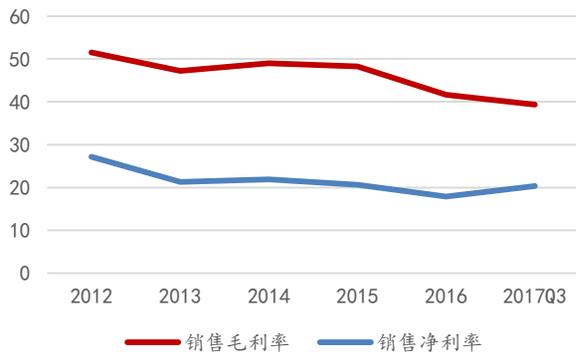


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

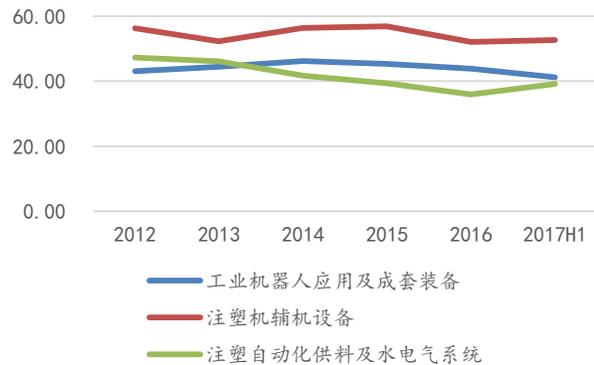
公司销售毛利率和净利率维持在较高水平，毛利率基本维持在 40%-50%，净利润维持在 20% 左右。近两年毛利率有下滑趋势，主要原因是占比较高的工业机器人业务毛利下滑。工业机器人业务分两块，直角坐标机器人毛利保持稳定，毛利率接近 50%，而多关节机器人毛利率较低，大概在 25%-30% 之间，该业务收入和占比的提升导致整体毛利率有所下降。

图表 9：公司销售毛利率和净利率情况

图表 10：公司各业务毛利率情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

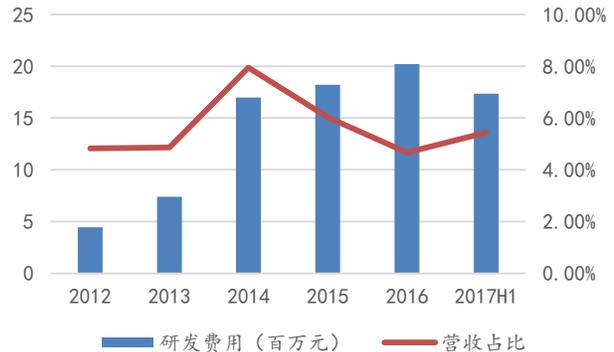
随着公司业务规模扩大，期间费用总体呈增长趋势，但总的费用率控制比较稳定，除 2013 年有明显的上升外，基本维持在 21%-22% 左右。2017Q1-Q3 公司收入增长较大，销售费用率明显下降，管理费用率略有上升。此外，公司非常重视研发，构建了完备的研发体系，投入大量的研发经费，基本维持在销售收入的 5% 左右。公司已获得国家授权的发明及实用新型专利 100 项，软件著作权 14 项。

图表 11: 公司期间费用率情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 12: 公司研发费用情况 (单位: 百万)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

1.4 强调以直销为核心，构建渠道壁垒

公司销售以直销为主，经销为辅。根据公司招股书披露，公司直销销售收入占比超过 90%。目前，公司在全国有 30 多个办事处，300 多个销售人员，已积累客户 6 万家，已服务客户超过 4600 家，销售服务网络遍布全国，产品远销亚、美、欧、非等 30 多个国家。目前公司已与美的、海尔、比亚迪、长城汽车、格兰仕、格力、捷普绿点、TCL 等知名企业建立了良好的合作关系。未来公司有望在渠道优势的基础上，快速扩张满足可升级、可复制、通用型、开放性的标准化产品，为客户提供智能制造一站式解决方案。

图表 13: 公司典型客户



资料来源：太平洋研究院整理

公司专门开发了基于微信平台的自动化解决方案的服务平台——达云在线。该平台具有实时约谈解决方案、查看视频案例、在线沟通讨论等功能，并且保持实时更新。该平台的建立可以让客户企业快速了解自动化应用环境和获取自动化解决方案，节约时间、经济成本，有效解决反复沟通需求导致成本较高这一行业痛点，同时，这也是对公司销售渠道的补充。

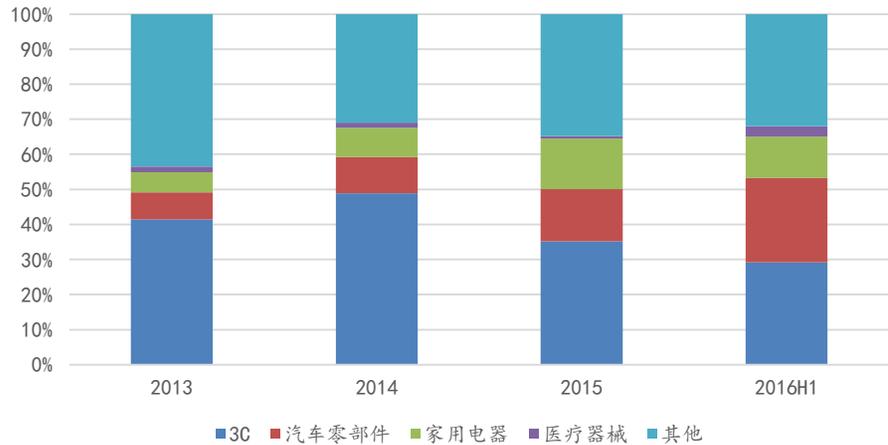
图表 14：达云在线微信公众号



资料来源：公司官网，太平洋研究院整理

从公司客户行业分布来看，主要涵盖 3C 产品（计算机、通讯和消费电子产品）、家用电器、汽车零部件、医疗器械等领域。2013-2014 年，公司 3C 行业的销售占比较高，达到 40%-50%，随后两年，汽车零部件和家电行业收入占比上升，3C 行业有所下降。2017 年，由于苹果等 3C 自动化需求增长较大，我们预计 3C 行业销售占比将有较大提升。

图表 15：公司下游行业分布情况



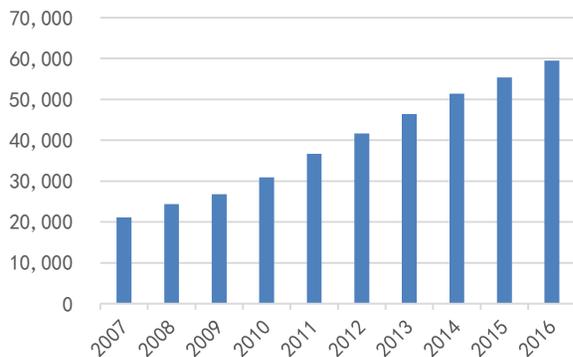
资料来源：公司招股书，太平洋研究院整理

2 工业机器人蓬勃发展，国产机器人崛起

2.1 工业机器人蓬勃发展，3C 行业增长最快

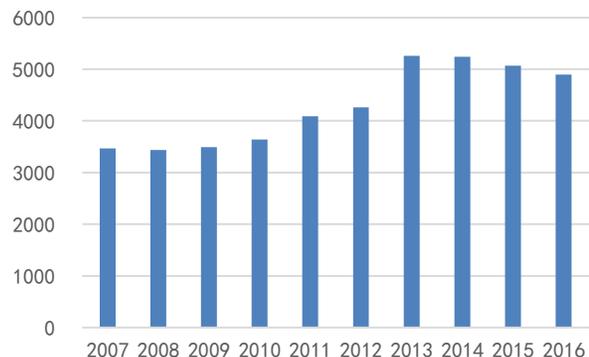
随着我国经济发展水平提升，我国制造业职工平均工资呈趋势性上涨，2007-2016 年职工收入复合增速达到 10.89%。同时，我国人口红利正逐渐消失，制造人从业人数开始明显下降，尤其是长三角、珠三角等地制造业已经出现较严重的用工荒现象。另一方面，随着技术不断的升级和成熟，以工业机器人为代表的自动化设备成本不断下降。为节约成本，提高生产效率，工业自动化产品应用不断加快，制造业“机器换人”是必然趋势。

图表 16：中国制造业职工平均工资逐年上升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 17：中国制造业职工人数开始下降 (单位：万人)

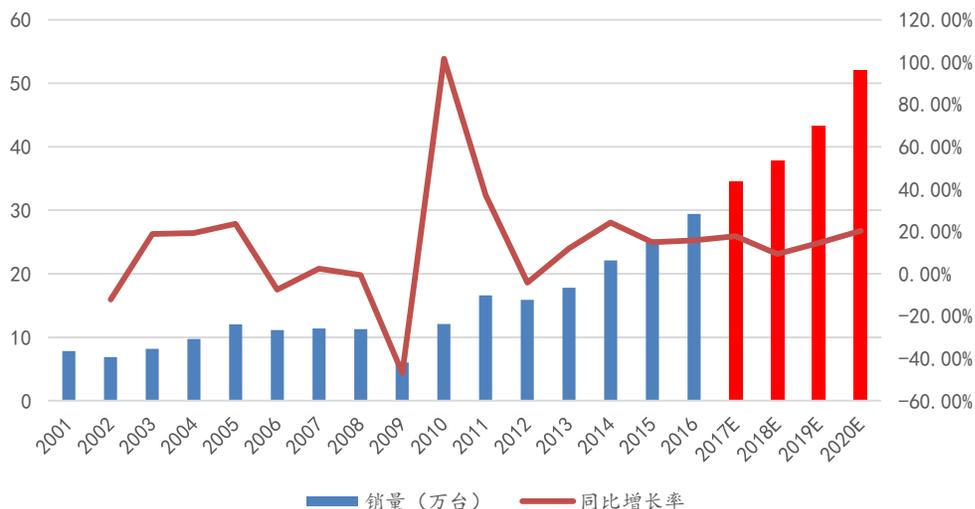


资料来源：Wind，太平洋研究院整理

工业机器人作为工业自动化的通用设备，是“机器换人”核心设备。根据国际机器人联合会统计数据，2016 年全球工业机器人销量为 29.43 万台，同比增长 16%。并且根据报告预测，2017 年至 2020 年，全球工业机器人设备预计每年至少增长 15%。全球机器人总销量预计将在 2020 年

达到 520,900 台。2017-2020 年期间内，预计至少将有 170 万台新的工业机器人在全世界范围内的工业生产中投入使用。

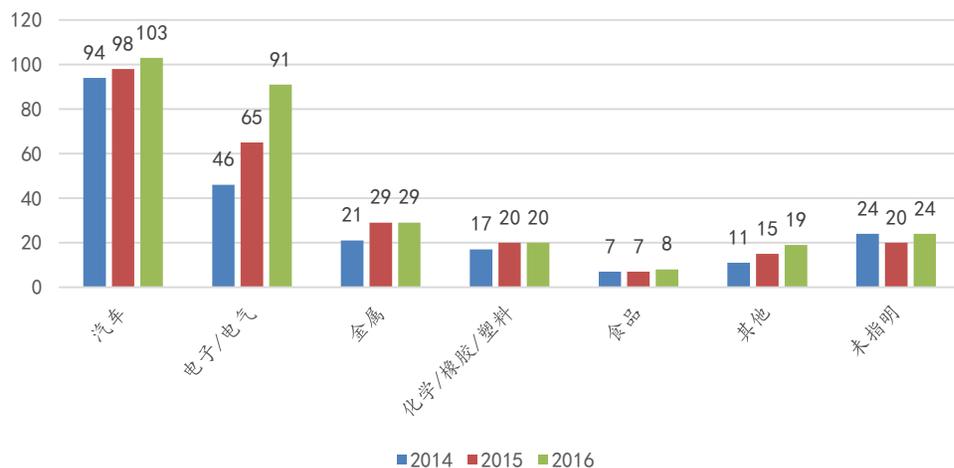
图表 18：全球工业机器人销量及增长情况



资料来源：IFR，太平洋研究院整理

工业机器人下游行业涵盖了几乎所有涉及到人工作业的工业制造业行业。过去，工业机器人主要应用于汽车工业，但随着汽车行业市场的成熟，目前工业机器人设备被广泛应用于除汽车工业外的 3C（计算机、通讯和消费电子）、家用电器、医疗器械、农副食品加工等制造行业的众多领域。值得关注的是，工业机器人应用在包括 3C 制造业的电子电气制造行业中发展迅猛，2016 年全球工业机器人在电子电气制造业中供应量达 9.13 万台，同比增长 41%，占全球工业机器人市场总销售份额的 31%。

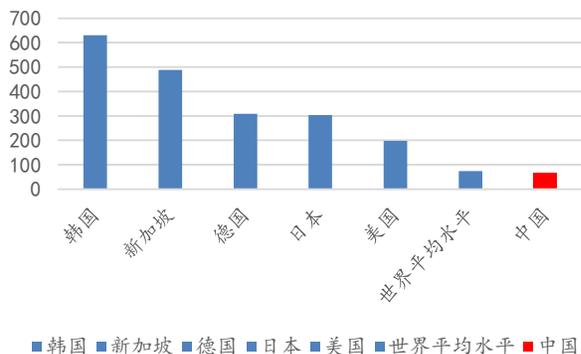
图表 19：2014-2016 年工业机器人下游行业销量情况



资料来源：IFR，太平洋研究院整理

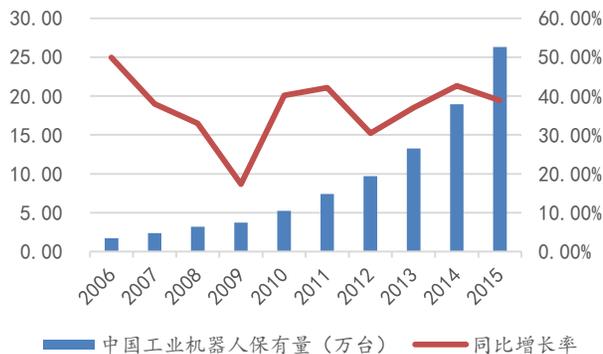
由于起步晚，与制造业发达国家相比，我国制造业自动化程度尚处于较低水平。2016年，我国每万名产业工人所拥有的工业机器人数量仅为68台，远低于韩国的631台、新加坡的488台、德国的309台、日本的303台、美国的198台、国际平均水平的74台。由此看，我国工业机器人市场空间巨大。从我国工业机器人的总保有量来看，近几年保持快速上升势头。

图表 20：2016 年全球主要国家工业机器人使用密度



资料来源：IFR，太平洋研究院整理

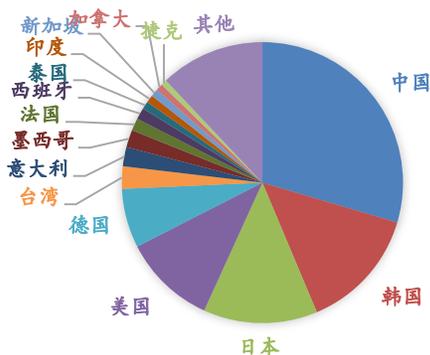
图表 21：中国工业机器人保有量快速增长



资料来源：IFR，太平洋研究院整理

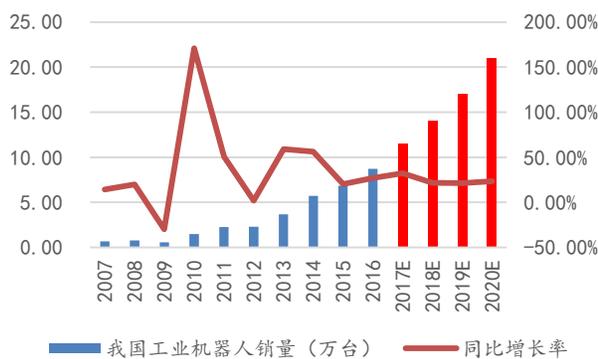
根据国际机器人联合会统计数据，2016年我国工业机器人销量为8.7万台，同比增长26.90%，同时约占全球销量的30%，较2015年的27%进一步提升，连续多年为全球最大的机器人销售市场。预计2017年-2020年我国工业机器人销量复合增速为25%左右，到2020年将占到全球市场40%。

图表 22：2016 年主要国家工业机器人销量



资料来源：IFR，太平洋研究院整理

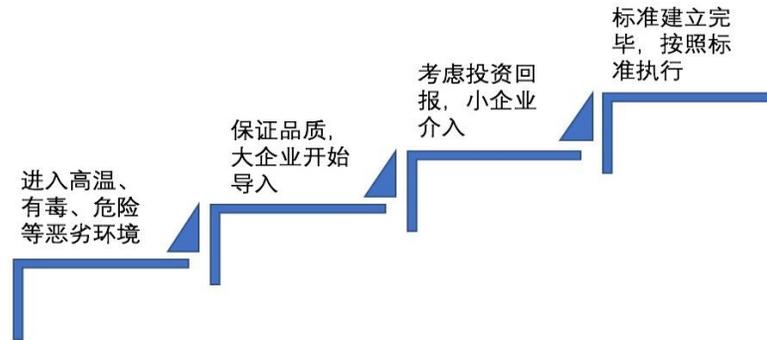
图表 23：我国工业机器人销量及增长情况 (单位：万台)



资料来源：IFR，太平洋研究院整理

根据工业机器人应用发展历程，我们将其分成四个阶段：第一阶段是进入喷涂、打磨、压铸等的高温、有毒和危险的作业环境取代人工，增强工业生产过程中的安全性，以汽车行业为代表；第二阶段是利用工业机器人的标准化操作弥补认为失误，提高产品质量，这一阶段以大型家电、电子企业为代表；第三阶段，小企业考虑投资回报，工业机器人向更大范围的行业和公司普及；第四阶段，将建立工业机器人行业应用标准，快速复制拓展。

图表 24：工业机器人行业普及阶段

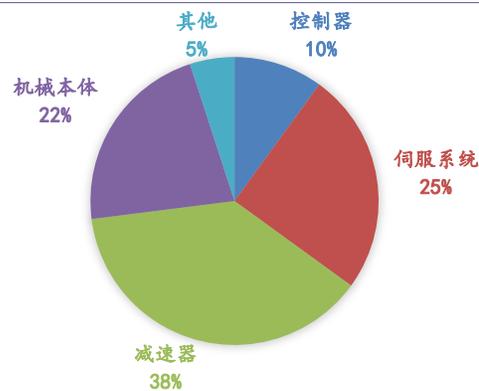


资料来源：太平洋研究院整理

2.2 核心部件进口替代加快，国产机器人逐渐崛起

对于机器人企业来讲，控制器、伺服系统和减速器三大核心零部件成本占比达到 70% 以上，关键零部件没有实现真正国产化，将直接导致国产机器人成本远高于外国同行，不仅无法形成价格优势，而且很难进行规模生产，限制企业发展。此外，控制系统技术是工业机器人技术的核心，国内机器人企业对控制系统技术的缺乏导致无法有效地针对客户的实际需求，对机器人进行二次应用开发，进而无法为客户供符合其需求的机器人整体解决方案。

图表 25：工业机器人成本结构



资料来源：中国产业信息网，太平洋研究院整理

随着国内机器人行业的发展，一些技术领先的企业开始逐步掌握包含伺服系统、控制器等关键零部件核心技术，产品质量已经达到国际先进水平。减速器方面，目前全球市场由纳博、哈默纳科等少数几家企业所垄断。国内企业中，除了上海机电是通过与纳博特斯克成立合资公司的方式来进入减速器行业，上市公司包括秦川机床、双环传动、中大力德等，非上市公司包括苏州绿的、南通振康等，均投入了大量的资源研发减速器。目前看，绿的减速器已经真正实现批量生产，谐波减速机国产化问题已基本解决；RV 减速器振康企业的部分型号已经批量，估计 2-3 年内会实现质变。

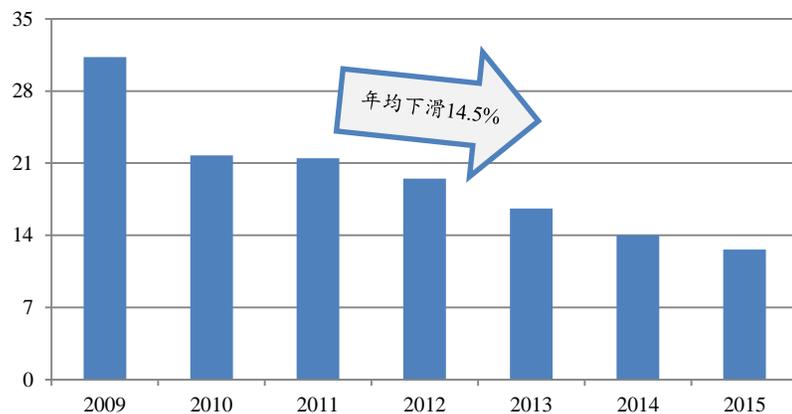
图表 26: 部分重点企业对核心零部件的掌握情况

	伺服系统	控制器	减速机
ABB		√	
FANAC	√	√	
KUKA		√	
安川	√		
埃斯顿	√	√	
埃夫特		√ (与固高的合资公司)	
新时达		√	
广数	√	√	

资料来源: 太平洋研究院整理

工业机器人在 10 年前销售均价在 50 万左右, 现在价格是四大家族机器人 15-20 万, 埃夫特、埃斯顿等国产机器人价格略低于四大家族, 经济型的国产机器人 (如上海欢颜, 采用纯国产核心零部件) 价格约 6.8 万。随着减速器等零部件国产化, 未来工业机器人均价估计可以降低到 5 万以内。对于广大中小企业来讲, 降低工业机器人的成本意味着设备的投资回收期大大缩短, 可能一年就能收回成本, 国产工业机器人行业有望呈现爆发式增长。

图表 27: 中国进口机器人价格 (单位: 千美元/台)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

根据国家统计局数据, 2017 年我国工业机器人产量达到 13.11 万台, 同比增长 68.10%。虽然今年国内工业机器人产量取得高速增长, 但市场上仍然出现了工业机器人供不应求的现象, 主要是受制于减速器核心零部件的供应。另一方面, 随着我国国产机器人销量快速增长, 国产机器人销售市场占比也在逐渐上升, 根据国际机器人联合会数据, 销售占比已经从 2013 年的 25% 提升至 2016 年的 31%, 未来将进一步提升。

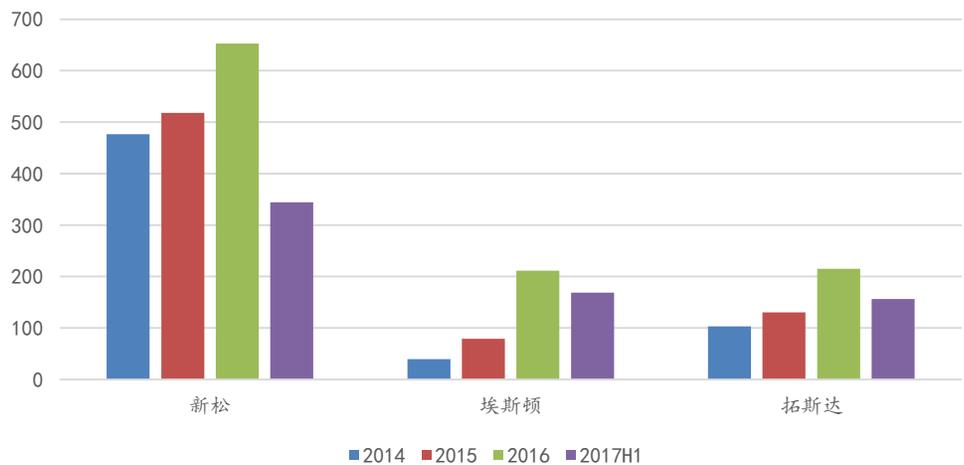
图表 28: 国内工业机器人月产量及增速情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

从行业内主要公司来看，近几年上市公司新松、埃斯顿、拓斯达以及非上市公司埃夫特、上海欢颜等企业工业机器人业务均实现快速增长。根据我们的产业链调研，2017 年国内工业机器人行业全面爆发，埃夫特全年销量达到 3000 台，埃斯顿销量达到 2300-2500 台，钱江机器人销量达到 800-1000 台，采用国产零部件的欢颜机器人销量也达到 3000 台。

图表 29: 部分企业工业机器人业务收入情况 (单位: 百万)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

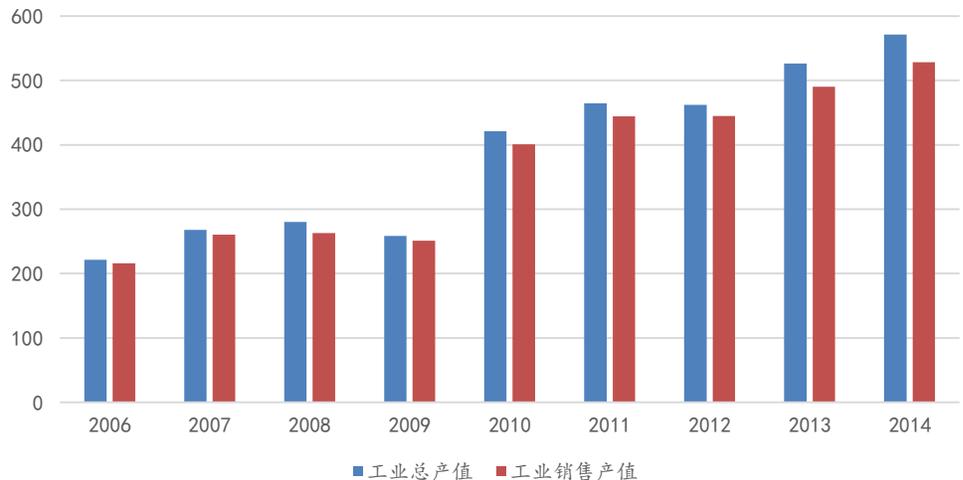
3 注塑行业需求旺盛，国产力量逐步壮大

公司生产的注塑机辅机设备主要装配于注塑机上，是注塑机的辅助设备及其周边设备。因此，注塑机辅机设备的基础市场空间主要取决于塑料机械工业的发展状况。根据美国 Freedonia 公司的预计，2020 年全球塑料加工机械市场将达到 372 亿美元，复合年均增涨率约为 4%，据此推算到

2020 年全球注塑机的市场规模将达到 261 亿美元左右。从世界范围看，塑料机械的三大类品种依次是注塑机、挤出机及吹塑机，其产值合计占塑料机械总产值的 80% 以上，其中注塑机一直处于塑料机械加工机械领域的主导地位，产值占比约为 40%。

随着多年来的发展壮大，自 2001 年以来我国塑料机械的产量已经多年位居世界第一。从“十一五”到“十二五”期间，中国塑料机械规模以上塑机企业工业总产值从 2006 年的 221.33 亿元增长到 2015 年的 571 亿元，工业销售产值从 2006 年的 216 亿元增长到 2014 年的 528 亿元。除此之外，出口交易值从 2011 年的 80.86 亿元增长到 2016 年的 90.57 亿元，利润总额从 2011 年的 40.87 亿元增长到 2016 年的 56.9 亿元。由此可见，我国塑料机械行业整体发展速度较快，发展态势良好。

图表 30：我国塑料机械行业产销情况（单位：亿元）

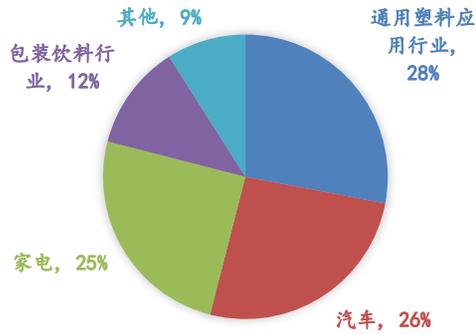


资料来源：国家统计局，太平洋研究院整理

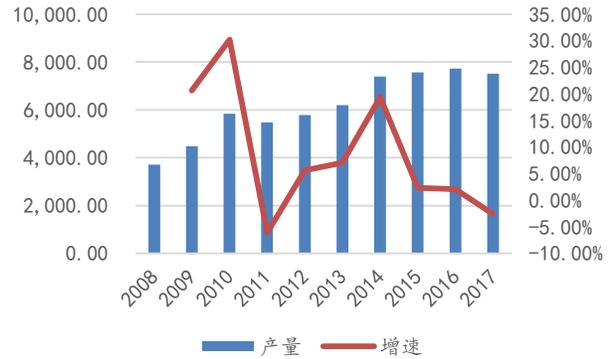
注塑机在通用塑料制造、汽车、家电、包装饮料等行业应用广泛。以塑料制造为例，2008 年我国塑料制品产量为 3714 万吨，至 2017 年总产量达到 7,561 万吨，同比复合增速为 8.22%，塑料加工行业是国内轻工业最大的产业，我国也已成为世界最大的塑料制品生产国和消费国。同时，塑料机械工业作为先进制造业的重要组成部分，与七大战略性新兴产业紧密相联，塑料机械已经成为航空航天、国防、石化、海洋、电子、光电通讯、建筑材料、包装、电器、汽车及交通、农业、轻工业等国民经济各领域的重要技术装备，并且是新能源、新材料、节能环保、生物医药、信息网络等高端制造产业的配套专用设备。

图表 31：注塑机应用领域分布

图表 32：2008-2017 年塑料制品产量及增速（单位：万吨）



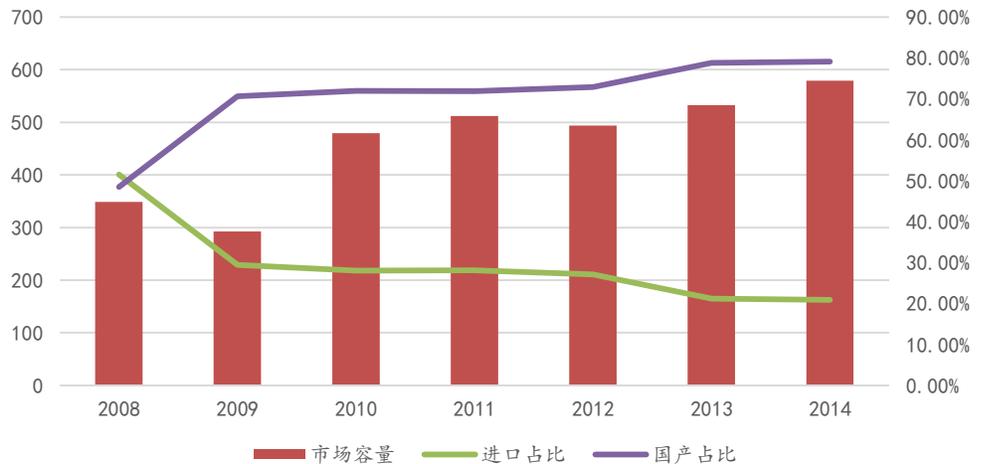
资料来源：《2011年中国塑料机械工业年鉴》，太平洋研究



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

国内塑料机械的高速增长除了来自下游的稳定需求之外，持续的进口替代也是塑料机械行业高速增长的重要因素。2008年以来，塑料机械进口占比持续下降，国产占比显著提升。2014年末，进口塑料机械设备市场容量为120.96亿元，仅占国内塑料机械市场容量的20.89%，国产化率实现了大幅提升。

图表 33：2008-2014 年塑料机械市场容量



资料来源：公司招股书，太平洋研究院整理

2017年，在中游制造业整体复苏背景下，注塑机行业增长较快，行业增速达到30%。上市公司中，海天国际（港股上市）上半年收入50.64亿，同比增长29.90%；伊之密前三季度收入14.64亿，同比增长43.07%。预计2018年行业仍将保持10%以上的增速。公司作为注塑机辅机的配套商，辅机业务保持快速增长。2017年上半年注塑机辅机业务收入7119万元，同比增长33.19%。

图表 34：公司注塑机辅机业务收入及增速情况



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

4 盈利预测与投资建议

我们预计公司 2017-2019 年收入分别为 8.21 亿、13.07 亿和 20.54 亿，净利润分别为 1.35 亿、2.15 亿和 3.40 亿，对应 PE 分别为 57 倍、35 倍和 22 倍，维持“买入”评级。

图表 35: 分业务预测 (单位: 百万元)

	2016A	2017E	2018E	2019E
合计				
营业收入	433.08	821.46	1,307.16	2,054.33
yoy	43.44%	89.68%	59.13%	57.16%
营业成本	252.65	488.35	784.87	1,241.39
毛利率	41.66%	40.55%	39.96%	39.57%
机械手				
收入	156.57	266.17	425.87	681.39
yoy	31.82%	70.00%	60.00%	60.00%
成本	78.68	135.75	217.19	347.51
毛利率	49.75%	49.00%	49.00%	49.00%
多关节机器人				
收入	58.16	203.56	407.12	732.82
yoy	394.56%	250.00%	100.00%	80.00%
成本	41.98	144.53	289.06	520.30
毛利率	27.82%	29.00%	29.00%	29.00%
注塑机辅机设备				
收入	120.89	169.25	236.94	331.72
yoy	4.34%	40.00%	40.00%	40.00%
成本	57.93	81.24	113.73	159.23
毛利率	52.08%	52.00%	52.00%	52.00%
注塑自动化供料及水电气系统				
收入	63.86	108.56	141.13	183.47
yoy	46.43%	70.00%	30.00%	30.00%
成本	40.95	66.22	86.09	111.92
毛利率	35.88%	39.00%	39.00%	39.00%
其他业务				
收入	33.60	73.92	96.10	124.92
yoy	181.88%	120.00%	30.00%	30.00%
成本	33.11	60.61	78.80	102.44
毛利率	1.46%	18.00%	18.00%	18.00%

资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

5 风险提示

下游行业自动化需求不及预期，行业竞争加剧等

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	433.09	821.47	1307.18	2054.35
营业成本	252.65	488.36	784.88	1241.41
营业税金及附加	3.26	6.33	9.98	15.69
销售费用	61.70	90.36	143.79	225.98
管理费用	38.42	82.15	124.18	184.89
财务费用	-3.14	-2.37	-4.60	-6.65
资产减值损失	8.82	10.00	10.00	10.00
投资收益	0.96	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	72.33	146.65	238.95	383.03
其他非经营损益	17.70	10.08	11.51	12.07
利润总额	90.04	156.72	250.46	395.09
所得税	12.46	21.94	34.98	55.15
净利润	77.57	134.78	215.48	339.95
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	77.57	134.78	215.48	339.95
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	117.01	374.78	426.46	496.85
应收和预付款项	192.81	415.83	647.49	1006.80
存货	128.75	252.32	406.29	643.56
其他流动资产	33.22	63.02	100.27	157.59
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	70.49	68.54	66.59	64.63
无形资产和开发支出	26.30	23.53	20.76	17.99
其他非流动资产	5.66	5.37	5.09	4.81
资产总计	574.25	1203.40	1672.95	2392.24
短期借款	15.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	207.16	414.93	666.34	1041.56
长期借款	10.16	10.16	10.16	10.16
其他负债	5.06	5.81	8.49	12.61
负债合计	237.38	430.91	684.99	1064.33
股本	54.35	130.44	130.44	130.44
资本公积	140.97	365.72	365.72	365.72
留存收益	141.55	276.33	491.80	831.75
归属母公司股东权益	336.86	772.48	987.96	1327.91
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	336.86	772.48	987.96	1327.91
负债和股东权益合计	574.25	1203.40	1672.95	2392.24
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	73.29	149.28	239.35	381.39
PE	98.37	56.61	35.41	22.45
PB	22.65	9.88	7.72	5.75
PS	17.62	9.29	5.84	3.71
EV/EBITDA	42.11	48.65	30.13	18.72

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	77.57	134.78	215.48	339.95
折旧与摊销	4.09	5.01	5.01	5.01
财务费用	-3.14	-2.37	-4.60	-6.65
资产减值损失	8.82	10.00	10.00	10.00
经营营运资本变动	-32.43	-165.45	-169.00	-274.64
其他	26.45	-11.02	-9.81	-9.93
经营活动现金流净额	81.37	-29.06	47.08	63.75
资本支出	-59.67	0.00	0.00	0.00
其他	-14.23	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流净额	-73.90	0.00	0.00	0.00
短期借款	15.00	-15.00	0.00	0.00
长期借款	9.16	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.31	300.84	0.00	0.00
支付股利	-39.95	0.00	0.00	0.00
其他	15.76	1.00	4.60	6.65
筹资活动现金流净额	0.29	286.84	4.60	6.65
现金流量净额	8.35	257.78	51.68	70.39
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
销售收入增长率	43.30%	89.68%	59.13%	57.16%
营业利润增长率	4.58%	102.73%	62.94%	60.30%
净利润增长率	24.43%	73.75%	59.87%	57.77%
EBITDA 增长率	4.36%	103.69%	60.34%	59.34%
获利能力				
毛利率	41.66%	40.55%	39.96%	39.57%
三费率	22.39%	20.71%	20.15%	19.68%
净利率	17.91%	16.41%	16.48%	16.55%
ROE	23.03%	17.45%	21.81%	25.60%
ROA	13.51%	11.20%	12.88%	14.21%
ROIC	24.02%	32.05%	33.95%	37.12%
EBITDA/销售收入	16.92%	18.17%	18.31%	18.56%
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.92	0.91	1.01
固定资产周转率	33.74	61.99	115.70	219.83
应收账款周转率	3.08	3.45	3.12	3.17
存货周转率	2.55	2.54	2.37	2.36
销售商品提供劳务收	110.77	—	—	—
资本结构				
资产负债率	41.34%	35.81%	40.95%	44.49%
带息债务/总负债	10.60%	2.36%	1.48%	0.95%
流动比率	2.09	2.64	2.35	2.19
速动比率	1.52	2.04	1.74	1.58
每股指标				
每股收益	0.59	1.03	1.65	2.61
每股净资产	2.58	5.92	7.57	10.18
每股经营现金	0.62	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

机械行业分析师介绍

刘国清，太平洋证券机械行业首席分析师，浙江大学管理专业硕士，从事高端装备等领域的行业研究工作，擅长产业链调研，尤其精通工业自动化相关板块。金融行业从业六年以上，代表作包括《机器人趋势》等。在进入金融行业之前，有八年的实业工作经历，曾经在工程机械和汽车等领域，从事过生产技术，市场与战略等方面的工作。

刘瑜，太平洋证券机械行业分析师，北京大学工学硕士，曾就职于西南证券研发中心，2017年6月加盟太平洋证券，善于通过行业及公司基本面发掘投资机会。

徐也，太平洋证券机械行业助理分析师，英国 Strathclyde 大学海上石油平台专业硕士，曾就职于西南证券研发中心，于2017年7月加盟太平洋证券。

钱建江，太平洋证券机械行业分析师，华中科技大学工学硕士，曾就职于国元证券研究中心，2017年7月加盟太平洋证券，善于自下而上把握投资机会。

曾博文，太平洋证券机械行业分析师，中山大学金融学硕士，曾就职于广证恒生证券研究中心，2017年9月加盟太平洋证券，善于从产业趋势把握投资机会。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyding@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。