

克来机电 (603960)

汽车电子自动化稀缺标的，内生+外延保证高增长

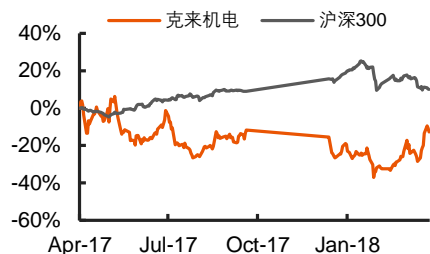
推荐 (首次)

现价: 32.68 元

主要数据

行业	机械
公司网址	www.sh-kelai.com
大股东/持股	谈士力/23.20%
实际控制人	谈士力
总股本(百万股)	104
流通 A 股(百万股)	40
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	33.99
流通 A 股市值(亿元)	13.02
每股净资产(元)	4
资产负债率(%)	24.40

行情走势图



证券分析师

朱栋 投资咨询资格编号
S1060516080002
021-20661645
ZHUDONG615@PINGAN.COM.CN

研究助理

胡小禹 一般从业资格编号
S1060116080082
021-38643531
HUXIAOYU298@PINGAN.COM.CN

吴文成 一般从业资格编号
S1060117080013
021-20667267
WUWENCHENG128@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

平安观点:

- **汽车电子自动化稀缺标的：**克来机电致力于非标智能装备、工业机器人系统集成研究、开发、制造，产品包括柔性自动化生产线和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，是 A 股汽车电子自动化领域的稀缺标的。博世系企业是公司目前最主要的客户，2016 年，来自博世系客户的业务收入占总收入的比例达到 69%。未来公司的发展将显著受益于汽车电子在汽车总成本中比例的提高、及汽车电子自动化装备的国产化趋势。
- **收购上海众源，协同效应有望使公司业绩超预期：**2018 年 3 月 7 日，上市公司完成了对上海众源的收购，收购完成后，上市公司拥有上海众源 65% 股权。上海众源是大众系车企 的重要供应商之一，主要产品包括汽车高压燃油分配器、高压油路和冷却水管等。上海众源承诺 2017 年-2019 年分别实现扣非净利润不低于 1800 万元、2200 万元和 2500 万元。克来机电和上海众源之间技术、市场、渠道之间的协同效应，有望使上市公司的业绩超预期。
- **新能源汽车占比提升，推动汽车电子行业快速发展：**2016 年，全球及我国的汽车电子市场规模分别达到 1971 亿美元和 723 亿美元，预计到 2020 年将分别达到 2400 亿美元和 1060 亿美元。受益于汽车电子由高端车型向低端车型下沉扩散的影响，汽车电子的增速高于整车产量的增速。电动汽车比燃油汽车更适合发展汽车电子，纯电动车的成本中汽车电子的占比可达 65%(高端燃油车中占比约 28%)。2017 年我国新能源汽车销量达到 77.7 万辆，预计在国家政策的大力支持下，未来新能源汽车销量仍将快速增长。从全球范围来看，发展新能源汽车已经成为各大车企的重要战略，新能源汽车的发展有可能超预期，进而带动汽车电子发展超预期。
- **投资建议：**克来机电是汽车电子自动化装备领域稀缺标的，与博世系客户建立了稳定的合作关系；目前该细分领域内，克来机电主要的竞争对手是来自海外的自动化装备供应商，未来进口替代趋势明显。克来机电收购的汽车零部件公司上海众源，是大众体系内的主要供应商之一，主要产品包

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	155	192	252	537	765
YoY(%)	28.4	24.2	30.9	113.3	42.3
净利润(百万元)	30.6	36	49	85	121
YoY(%)	8.1	16.9	37.5	72.0	43.0
毛利率(%)	39.8	35.4	35.4	32.5	32.0
净利率(%)	19.8	18.6	19.5	15.8	15.8
ROE(%)	15.4	15.3	10.6	16.4	19.3
EPS(摊薄/元)	0.29	0.34	0.47	0.81	1.16
P/E(倍)	110.98	94.9	69.0	40.1	28.1
P/B(倍)	17.14	14.5	7.2	6.3	5.1

括高压油轨等；上海众源承诺 2017 年-2019 年分别实现扣非后净利润不低于 1800 万、2200 万、2500 万，并表后将显著增厚上市公司业绩。预计公司 2017 年-2019 年的 EPS 分别 0.47 元、0.81 元、1.16 元，对应当前股价的市盈率分别为 69 倍、40 倍、28 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示：**（1）新能源汽车占比快速提高，上海众源的下游需求萎缩：高压油轨是上海众源的主要产品，2017 年上半年，公司高压油轨的销售收入占总收入的 68%。但高压油轨只应用于燃油车中，当前新能源汽车快速发展，随着新能源汽车占比的不断提高，高压油轨的需求有可能会萎缩，进而使上海众源的业绩受到影响。（2）客户集中度较高的风险：2014 年度、2015 年度和 2016 年度，克来机电对前五大客户的销售收入占当年主营业务收入的比例分别为 80.71%、92.77%和 90.10%。其中，对第一大客户博世系的销售收入占当年主营业务收入的 44.20%、74.43%和 68.96%。公司客户集中度较高，若来自某一大客户的订单发生变化，有可能导致公司业绩受到较大影响。此外，公司还存在新客户开拓不及预期的风险。（3）潜在进入者抢夺市场份额的风险：汽车电子的车载电子部分与消费电子有较大的相似性，在消费电子领域占有优势的自动化设备供应商，有可能会进入汽车电子行业分食市场。若该细分领域中的竞争者数量变多，竞争更加激烈，有可能使行业的毛利率出现下滑，进而对公司业绩产生负面影响。

正文目录

一、A 股稀缺的汽车电子自动化标的	6
二、现金收购上海众源，积极拓展产品线	9
2.1 现金收购大众系高压油轨供应商上海众源	9
2.2 竞争格局稳定，预计实现业绩承诺无压力	12
三、稳健增长中不乏变化，汽车行业中仍大有可为	14
3.1 汽车行业稳健增长，零部件国产化仍在进程中	14
3.2 汽车电子行业快速发展，克来机电将持续受益	17
四、克来机电业绩未来有可能超预期的几点	19
4.1 收购上海众源之后，二者之间的协同作用，可能使业绩超预期.....	19
4.2 电动汽车的快速发展，或带动汽车电子行业增速超预期	19
五、投资建议	20
六、风险提示	21

图表目录

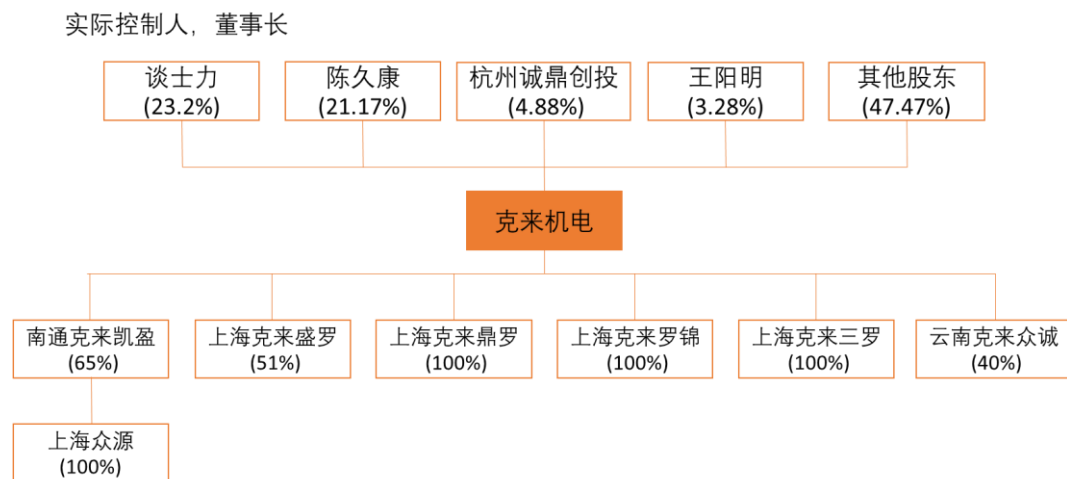
图表 1	公司的股权结构图及主要子公司	6
图表 2	公司主要业务	6
图表 3	总营业收入(亿元)及增速(%)	7
图表 4	归母净利润(万元)及增速(%)	7
图表 5	公司各类产品的销售收入(万元)	7
图表 6	2016 年公司各类产品营业收入占比(%)	7
图表 7	公司在各领域的主要客户	7
图表 8	公司主要业务客户	8
图表 9	公司在主要客户自动化设备需求中的占比	8
图表 10	公司的销售毛利率(%)	9
图表 11	克来机电、克来凯盈、上海众源三者之间的股权关系	9
图表 12	上海众源主要产品之高压燃油分配器(高压油轨)	10
图表 13	上海众源主要产品之高压油路	10
图表 14	上海众源主要产品之冷却水管	10
图表 15	上海众源近三年营业收入(亿元)及增速(%)	10
图表 16	2017 年上半年各类产品收入占比(%)	11
图表 17	2017 年上半年主要产品毛利率(%)	11
图表 18	高压油轨是共轨系统的标志性部件	11
图表 19	上海众源高压油轨工艺流程	11
图表 20	上海众源所取得的专利分类	12
图表 21	2017 年上半年上海众源的主要客户	12
图表 22	上海众源的竞争对手	13
图表 23	上海众源的业绩承诺	13
图表 24	我国汽车产量(万辆)及增速(%)	14
图表 25	我国汽车产量占全球产量的比例(%)	14
图表 26	2016 年各国千人汽车保有量(辆)	14
图表 27	我国汽车零部件产值(亿元)及增速(%)	15
图表 28	2016 年全球汽车零部件配套供应商 30 强	15
图表 29	我国汽车零部件制造企业单位数量(个)	16
图表 30	汽车电子子系统结构图	17
图表 31	汽车电子主要的子系统及相关技术	17
图表 32	克来机电向客户供应的汽车电子生产线	17
图表 33	汽车电子在整车成本中的占比(%)	18
图表 34	全球汽车电子市场规模(亿美元)	18
图表 35	我国汽车电子市场规模(亿美元)	18
图表 36	上海众源和克来机电的协同作用	19

图表 37 我国电动汽车产量(万辆)及在汽车总产量中的占比(%).....	20
图表 38 营业收入和毛利率预测.....	20

一、A 股稀缺的汽车电子自动化标的

克来机电成立于 2003 年，是柔性自动化装备与工业机器人系统应用供应商，产品广泛应用于汽车、电子、轻工、机械等行业。公司实际控制人谈士力先生于 2006 年至 2015 年期间历任上海大学精密机械系教授。公司上市之前旗下有四家子公司和一家联营企业(云南克来众诚智能设备)，2018 年 3 月，上市公司收购了上海众源，持有其 65% 的股权。

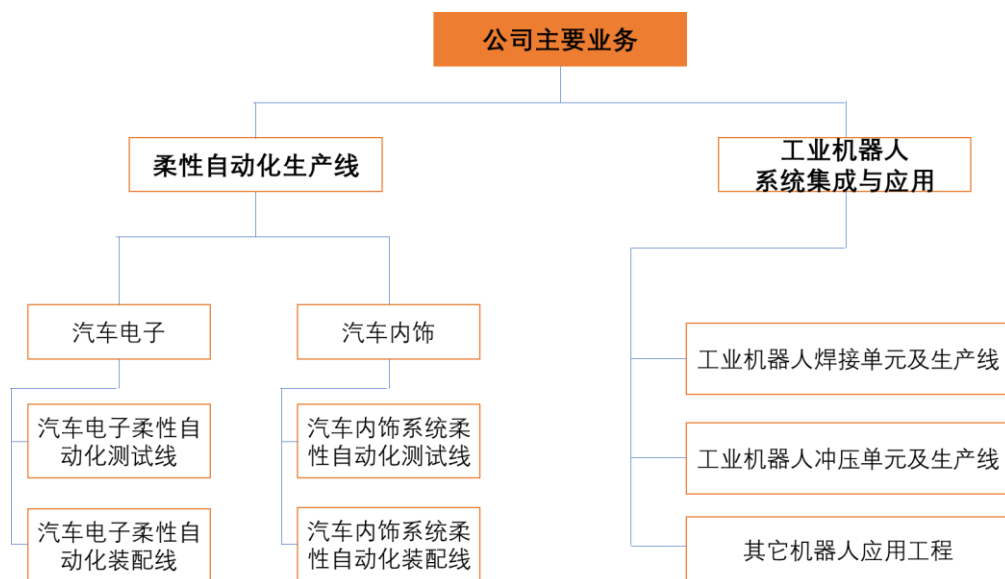
图表1 公司的股权结构图及主要子公司



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

克来机电的产品主要包括柔性自动化生产线和工业机器人系统应用两大类，汽车电子和汽车内饰是公司业务最主要的下游领域；从设备功能上看，公司产品涵盖装配线、检测线、焊接线、喷涂线等各类非标智能装备。

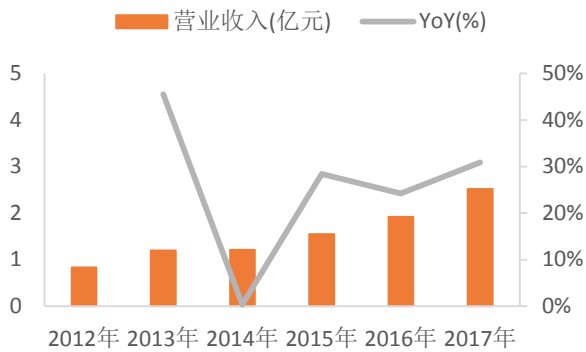
图表2 公司主要业务



资料来源：招股说明书，平安证券研究所

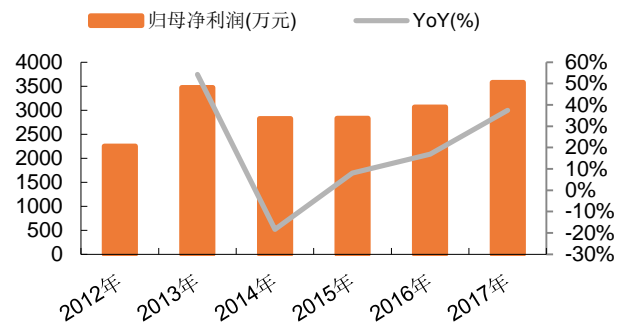
得益于汽车电子行业的快速发展和自身优秀的竞争力,近三年公司业绩以 28%的平均增速快速增长,2017 年前三季度公司分别累计实现营业收入和净利润 2.52 亿、0.49 亿,分别同比增长 30.92%、37.51%。

图表3 总营业收入(亿元)及增速(%)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

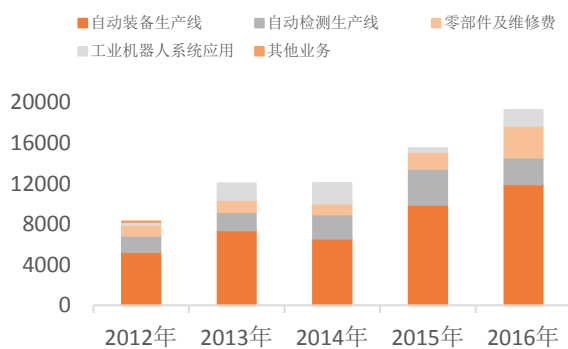
图表4 归母净利润(万元)及增速(%)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

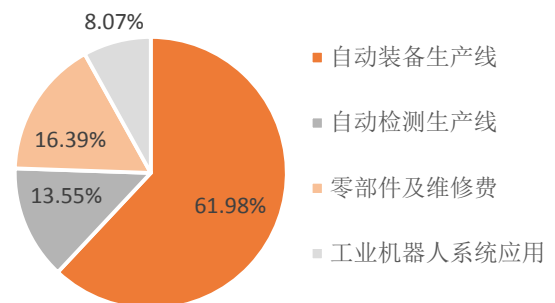
自动化生产线是公司目前营收中占比最大的业务,2016 年公司自动化生产线销售收入占总收入的 75.5%左右。公司供应的自动化产线大多是非标产品,相比标准化的产品附加值更高。2015 年、2016 年,公司的自动化产线销售收入分别同比增长 50%、20%,是公司业绩增长的主要引擎。

图表5 公司各类产品的销售收入(万元)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表6 2016 年公司各类产品营业收入占比(%)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

目前公司的客户主要来自汽车领域,尤其以汽车电子和汽车内饰领域的客户居多,在汽车电子领域公司的客户包括联合电子、德国博世、上海法雷奥、上海实业交通等,在汽车内饰领域的客户包括江森自控、延峰汽车系统等。

图表7 公司在各领域的主要客户

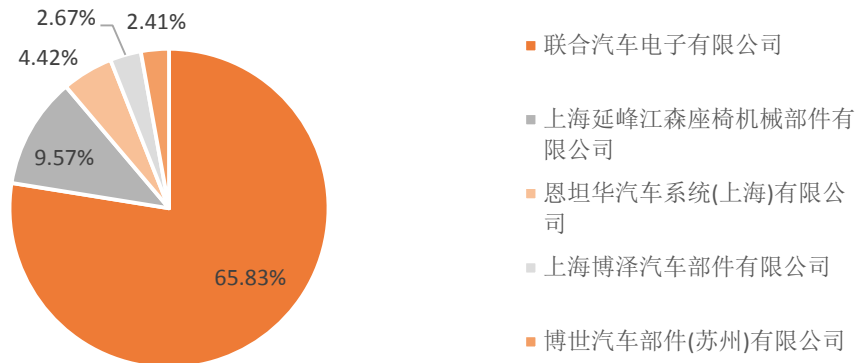
应用领域	产品	主要客户
汽车领域	汽车电子类	联合电子、德国博世、上海实业交通、天和电子、博泽、上海法雷奥、恩坦华汽车系统、上海爱立信电子、上海盈智汽车零部件、豫北转向系统等

汽车内饰类	江森自控内饰、重庆延峰汽车饰件系统、仪征延峰汽车饰件系统、沈阳延峰汽车饰件系统、长沙延峰汽车饰件系统、上海延峰江森座椅、长春富维江森、李尔、佛吉亚、WARREN
其他领域	电子类等 中集、雨鸟、强生医疗

资料来源：招股说明书，平安证券研究所

在汽车领域，博世系是公司最大的客户。2016年，公司90%的主营业务收入来自公司前5大客户，其中博世系占69%，公司下游客户集中度比较高。

图表8 公司主要业务客户



资料来源：公司公告，平安证券研究所

联合电子是博世系的重要成员，也是过去几年公司最主要的客户。过去几年联合电子每年对自动化装备和产线的需求在10亿左右，从国内供应商采购的约占15%左右，其中公司的产品约占5%-10%。为进一步降低成本，增加收益，联合电子计划未来从国内设备供应商采购的比例由15%提升至约30%左右。克来机电作为联合电子最大的国产设备供应商，有望受益。

图表9 公司在主要客户自动化设备需求中的占比

客户	每年总需求量	公司产品占比(%)
联合电子	10 亿元左右	5%-10%
上海延峰江森系	3000-6000 万	15%-30%
长春一汽富维江森	1500-3000 万	20%-40%
李尔系	1500-3000 万	5%以下
博泽系	1 亿元左右	5%以下
实业交通	1000 万左右	20%-30%

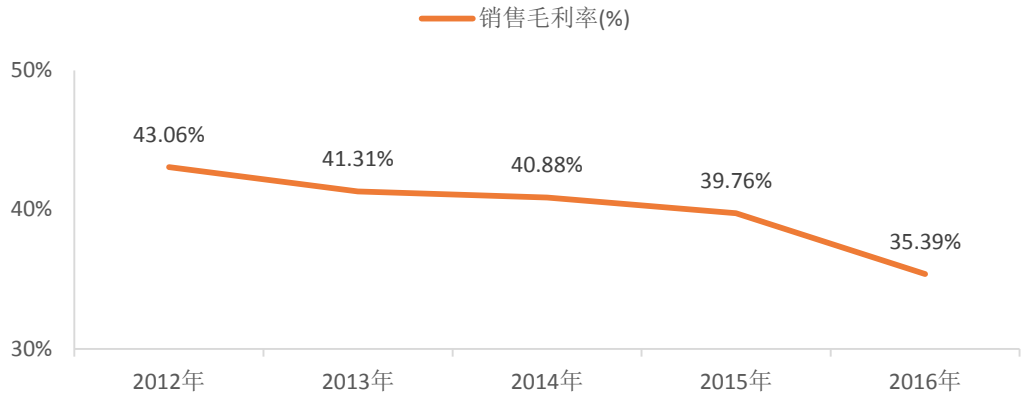
资料来源：招股说明书，平安证券研究所

在汽车电子自动化的细分领域中，克来机电主要的竞争对手是国外同行业公司及其在国内设立的合资公司，如安川、ABB、KUKA 等，这些竞争对手在技术和品牌知名度上更有优势；相比这些竞争对手，公司成本优势和综合服务优势显著。

自2012至2016年，公司的销售毛利率分别为43.06%、41.31%、40.88%、39.76%和35.39%，毛利率出现一定程度的下滑。主要原因是公司的产品有别于一般标准化产品的设计、生产模式。非

标产品需要根据客户的个性化需求进行设计和生产，因此依据客户的定制化程度和项目技术要求程度，在价格上会有相应的调整。此外，公司正处于业务快速发展的阶段，为了开拓新的产品下游应用领域，公司会在首套设备的定价等发面作出适当的价格让利，造成单个项目毛利率偏低。

图表10 公司的销售毛利率(%)



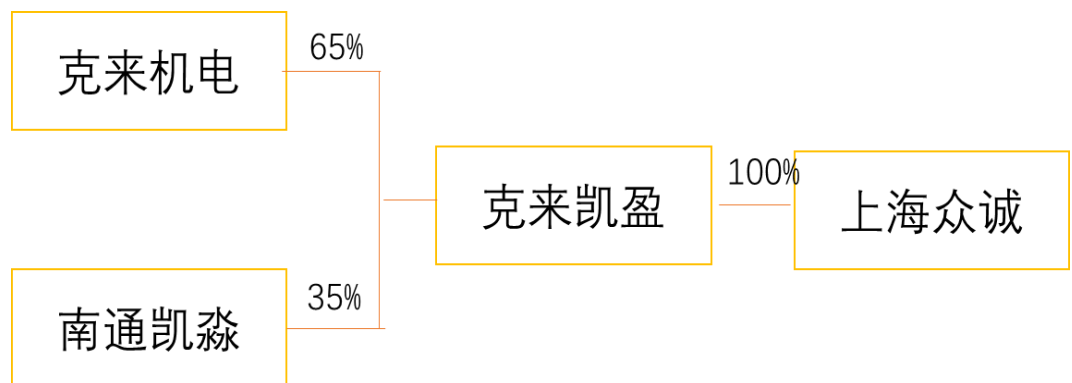
资料来源：公司公告，平安证券研究所

二、 现金收购上海众源，积极拓展产品线

2.1 现金收购大众系高压油轨供应商上海众源

2018年3月7日，上市公司完成了对上海众源的收购，拥有上海众源65%股权。

图表11 克来机电、克来凯盈、上海众源三者之间的股权关系



资料来源：公司公告，平安证券研究所

上海众源全称“上海众源燃油分配器制造有限公司”，成立于2000年11月，主营业务为汽车发动机配套管路的研究、生产和销售，主要产品包括汽车高压燃油分配器、高压油路和冷却水管等。

图表12 上海众源主要产品之高压燃油分配器（高压油轨）



资料来源：上海众源官网，平安证券研究所

图表13 上海众源主要产品之高压油路



资料来源：上海众源官网，平安证券研究所

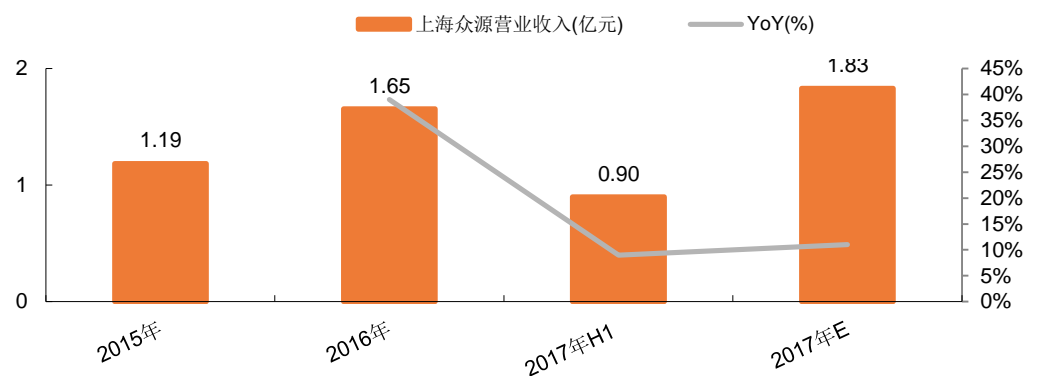
图表14 上海众源主要产品之冷却水管



资料来源：上海众源官网，平安证券研究所

近三年来，众源的营业收入水平保持稳定增长，2015年-2017年H1上海众源的营业收入分别为1.19亿元、1.65亿元、0.90亿元，预计2017年全年营业收入总额约1.83亿元，近三年公司营业收入的平均增速约为24%。

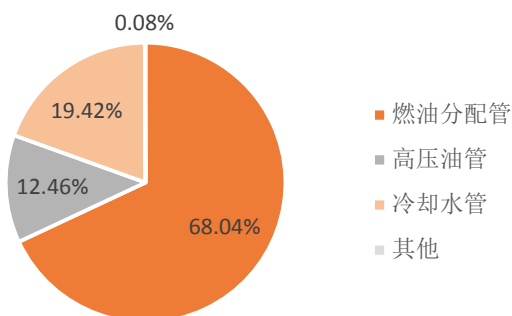
图表15 上海众源近三年营业收入(亿元)及增速(%)



资料来源：公司公告，平安证券研究所

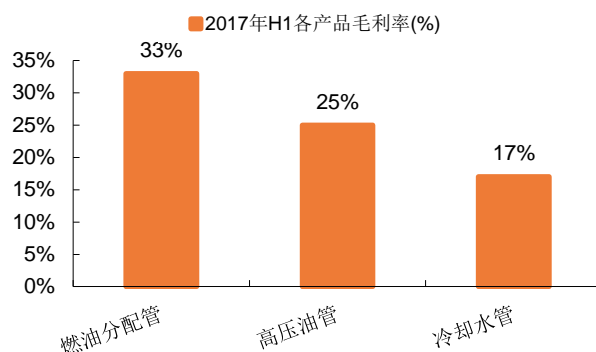
在上海众源各类产品中，燃油分配器占比最大，2017年上半年，燃油分配器、高压油管、冷却水管的销售收入占比分别为68.04%、12.46%、19.42%，毛利率分别为33%、25%、17%，燃油分配器是上海众源最重要的产品。

图表16 2017年上半年各类产品收入占比(%)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

图表17 2017年上半年主要产品毛利率(%)



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

燃油分配器又称为燃油导轨或油轨,是电控燃油喷射系统中的重要组成部分,通常由不锈钢管加工而成,安装在进气歧管上位于喷油器处,主要功能是保证足够的燃油流量并均匀的分配给各缸的喷油器,同时实现各喷油器的安装和连接。

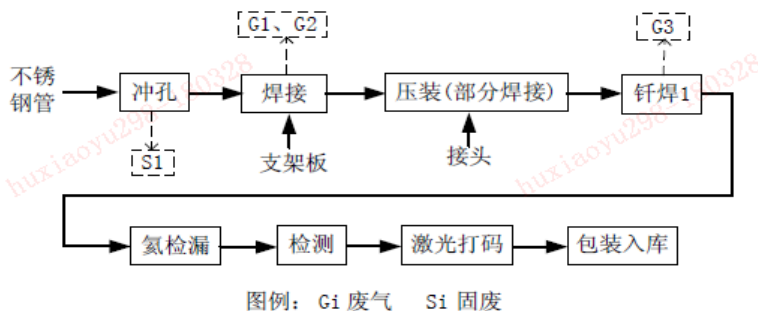
图表18 高压油轨是共轨系统的标志性部件



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

燃油分配器的生产难度主要体现在两点:一是生产工艺的控制,其生产过程包括了冲孔、焊接、压装等工艺流程,生产工艺的稳定性和成熟程度决定了产品的质量;另一个是对产品质量的控制,该产品的下游客户通常是大型整车厂,当前阶段新车型推出速度加快,要求供应商在快速响应新车型的情况下,保证产品的质量,这对供应商的研发和生产管理提出了较高要求。

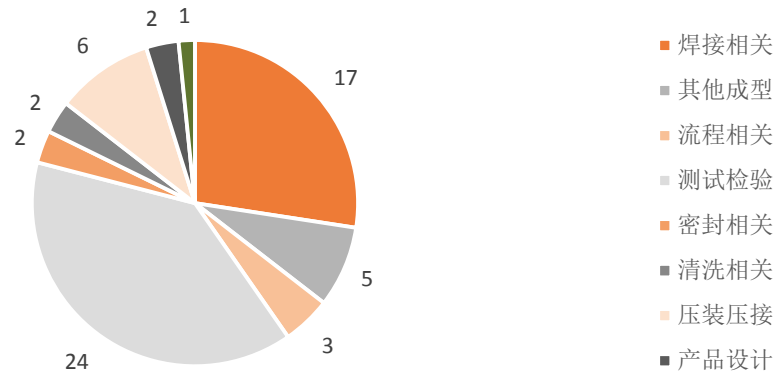
图表19 上海众源高压油轨工艺流程



资料来源:公司公告, 平安证券研究所

本文对上海众源所取得的 62 项专利进行了分类统计，发现与测试检验相关的专利达到了 24 件，占全部专利总数的 39%；与焊接相关的专利数目达 17 件，占 27%；从一个侧面也可以反映出工艺流程和质量控制对燃油分配器等产品的重要性。

图表20 上海众源所取得的专利分类

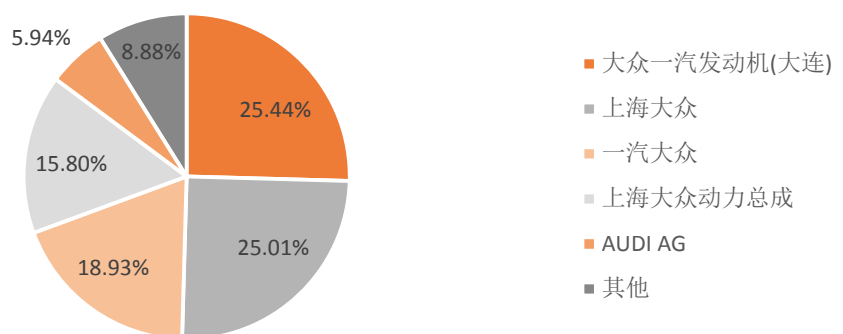


资料来源：根据公司公告整理获得，平安证券研究所

2.2 竞争格局稳定，预计实现业绩承诺无压力

上海众源是大众汽车旗下发动机零配件的主要供应商之一，已经连续多年给一汽大众、上汽大众供货。2017 年上半年，来自上海大众、一汽大众、AUDI AG 等大众系客户的收入达到 8183 万元，占当期总营业收入的 91.12%。众源在大众、奥迪体系下已经具备强劲的市场竞争力，高压油轨、高压油管在国内市场的占有率达到 80%以上，冷却水管国内市场占有率达到 50%以上。

图表21 2017 年上半年上海众源的主要客户



资料来源：公司公告，平安证券研究所

上海众源在国内的竞争对手包括长春邦迪、上海威克迈、平湖德西福格、上海本特勒、上海三达等，这些竞争对手除上海三达之外，其余大多是由海外品牌在国内设立的工厂。上海众源依靠自身技术、成本、管理等方面的优势，目前已经成为大众系主要的供应商之一，并占据了较大的市场份额。众源面临的其他潜在竞争对手的威胁较小，通常进入大众汽车的供应商需要大量的时间和资金投入，

一般而言，从产品送样到批量供货，需要 2-2.5 年左右的时间周期，并需要大量的研发投入。综上所述，本文认为，燃油分配器领域未来几年的竞争格局大概率将保持稳定。

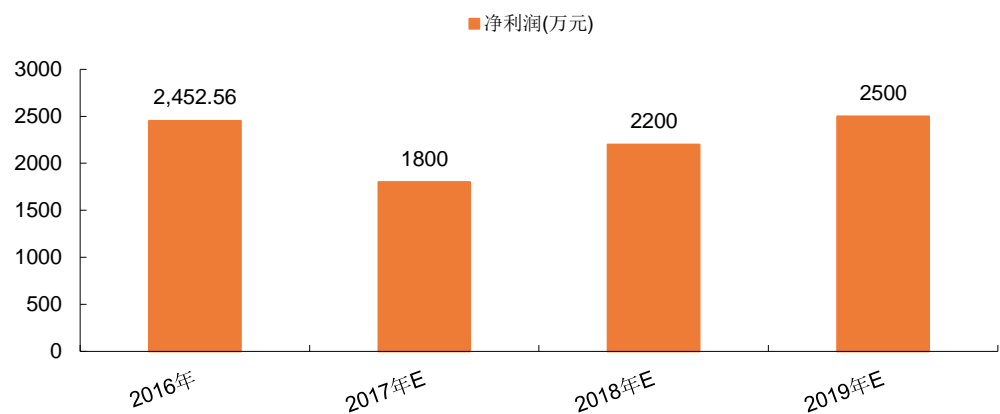
图表22 上海众源的竞争对手

公司名称	简介
长春邦迪	长春邦迪作为一家综合性汽车零部件公司，是 TIAutomotive 在国内的代理商。产品涵盖制动管路、燃油管路、燃油箱、燃油泵，Powertrain 管路以及空调系统业务，主要为一汽大众、上汽大众，华晨宝马的全系车型独家配套制动管路和燃油管路；同时为一汽大众、上汽大众、一汽丰田、东风日产配套发动机管路。
上海威克迈	威克迈为一家经营范围包括开发、生产汽油发动机燃油分配器，销售自产产品的公司。现作为欧洲地区通用和大众汽车燃油分配器供应商。
平湖德西福格	该公司为德西福格汽车零部件集团的成员，为德国大众提供燃油分配器。德西福格生产各种锻造和机加工零件，生产技术涵盖钢材的热锻、温锻、冷锻、铝锻及其后续机加工，可服务于汽柴油喷射系统、变速器、传动系统、底盘和发动机等众多应用领域。
上海本特勒	作为一家生产、加工汽车关键零部件（驱动桥、发动机排放控制装置）、汽车用铸断毛坯件制造，销售公司自产产品，并提供产品相关技术支持和售后服务的公司，本特勒同样是欧洲地区大众汽车燃油分配器的供应商。
上海三达	主营业务为硬管、软管、汽车配件、农机配件、工程机械设备、机电设备、五金工具的制造、加工、销售，经营本企业自产产品的出口业务和本企业所需的机械设备、零配件、原辅材料的进口业务。

资料来源：公司公告，平安证券研究所

根据上市公司与上海众源股东签署的《股权出售与购买协议》，上海众源承诺在 2017 年、2018 年及 2019 年实现扣除非经常性损益后的净利润分别不低于 1,800 万元、2,200 万元和 2,500 万元。基于对整体行业竞争格局的判断，本文认为上海众源完成该业绩承诺的压力不大。

图表23 上海众源的业绩承诺



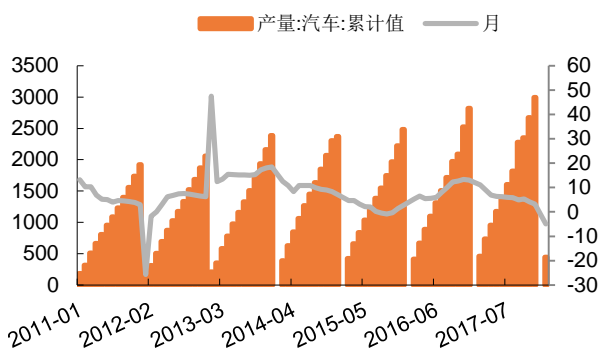
资料来源：公司公告，平安证券研究所

三、 稳健增长中不乏变化，汽车行业仍大有可为

3.1 汽车行业稳健增长，零部件国产化仍在进程中

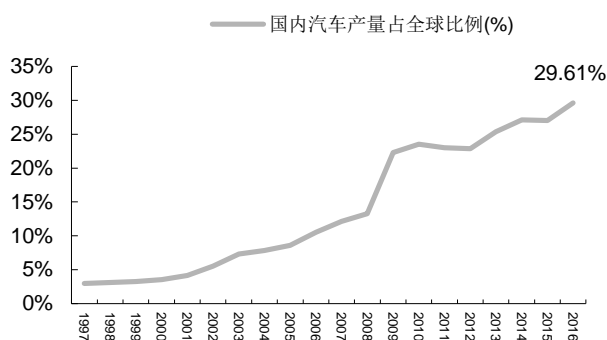
克来机电母公司和上海众源的主要下游都是汽车行业。我国汽车行业景气度呈现微弱的周期性，但整体上处于增长阶段。2017 年我国汽车产量达到 2994 万辆，同比增长 3.2%，目前中国已是全球最大的汽车产销市场。

图24 我国汽车产量(万辆)及增速(%)



资料来源:wind, 平安证券研究所

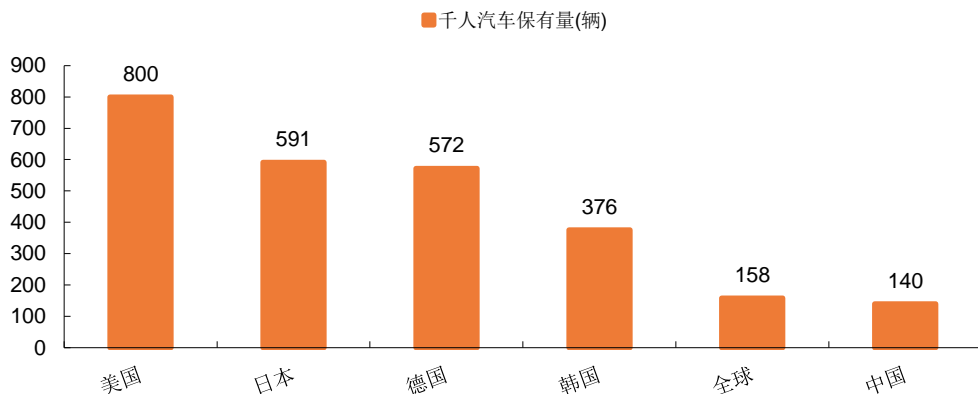
图25 我国汽车产量占全球产量的比例(%)



资料来源:wind, 平安证券研究所

我国汽车产量占全球汽车总产量的比例持续提高，2016 年已达到 29.61%，但我国人口基数巨大，汽车的人均拥有量仍远低于欧美等发达国家。2016 年我国千人汽车保有量为 140 辆，低于全球水平 158 辆，远低于美国(800 辆)、日本(591 辆)、德国(572 辆)、韩国(376 辆)等国家。国内汽车市场仍有持续增长的动力。

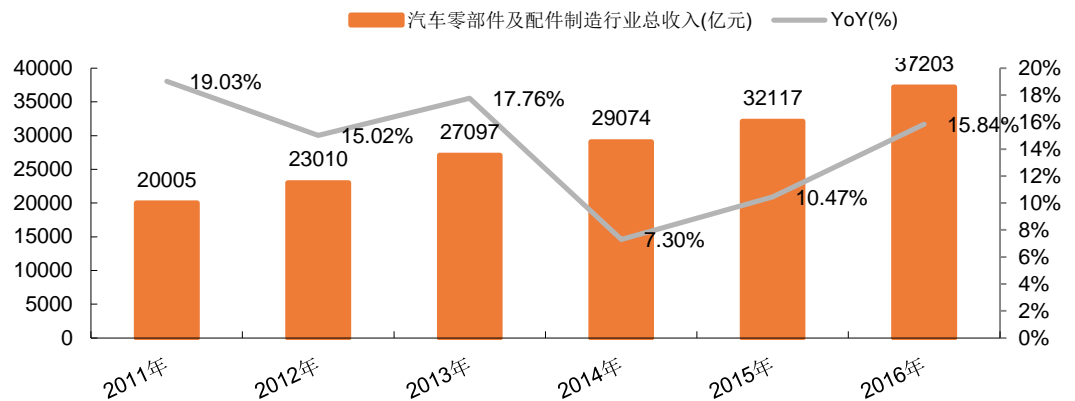
图26 2016 年各国千人汽车保有量(辆)



资料来源: 中国产业信息网, 平安证券研究所

我国零部件行业的增速高于整车制造环节。2016 年，我国汽车零部件行业总产值达到 3.7 万亿元，同比增长 15.84%。2017 年 4 月，工信部、国家发改委、科技部联合发布《汽车产业中长期发展规划》，提出到 2020 年，形成若干家超过 1,000 亿规模的汽车零部件企业集团，在部分关键核心技术领域具备较强的国际竞争优势；到 2025 年，形成若干家进入全球前十的汽车零部件企业集团。

图表27 我国汽车零部件产值(亿元)及增速(%)



资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

目前在全球的汽车零部件市场中，海外品牌仍占主导地位。2016年，全球汽车零部件供应商30强中，日系企业有9家，德国有7家，美国4家，中国仅1家；在前100名中，日系企业共28家（2015年是30家）、美国22家（2015年25家）、德国16家（2015年18家）、中国4家（2015年2家）；整体上，全球前百强中，日本、美国的占比有所下滑，中韩等国家的比例有所上升，我国仍处于汽车零部件国产化进程中。博世是全球最著名的汽车零部件供应商之一，2016年德国博世连续第7年年头蝉联销售额第一名，收入达465亿美元，博世的汽车零部件业务横跨柴油汽油动力系统、电子电气、车载多媒体以及电池技术等。

图表28 2016年全球汽车零部件配套供应商30强

排名	公司	国别	2016年营收(亿美元)
1	罗伯特博世	德国	465
2	采埃孚	德国	385
3	麦格纳国际	加拿大	364
4	电装	日本	361
5	大陆	德国	326
6	爱信精机	日本	259
7	现代摩比斯	韩国	263
8	佛吉亚	法国	230
9	李尔	美国	186
10	法雷奥	法国	174
11	安道拓	美国	168
12	德尔福	美国	167
13	矢崎	日本	156
14	延峰	中国	130
15	住友电工	日本	128
16	马勒	德国	122
17	松下汽车系统	日本	120
18	蒂森克虏伯	德国	110
19	舍弗勒	德国	109
20	杰太哥特	日本	108
21	康奈可	日本	101

排名	公司	国别	2016 年营收(亿美元)
22	奥托立夫	瑞典	101
23	丰田合成	日本	97
24	巴斯夫	德国	94
25	日立汽车系统	日本	91
26	萨玛	印度	91
27	博格华纳	美国	91
28	玛涅蒂马瑞利	意大利	82
29	全耐塑料	法国	80
30	海斯坦普	西班牙	79

资料来源:《美国汽车新闻》, 平安证券研究所

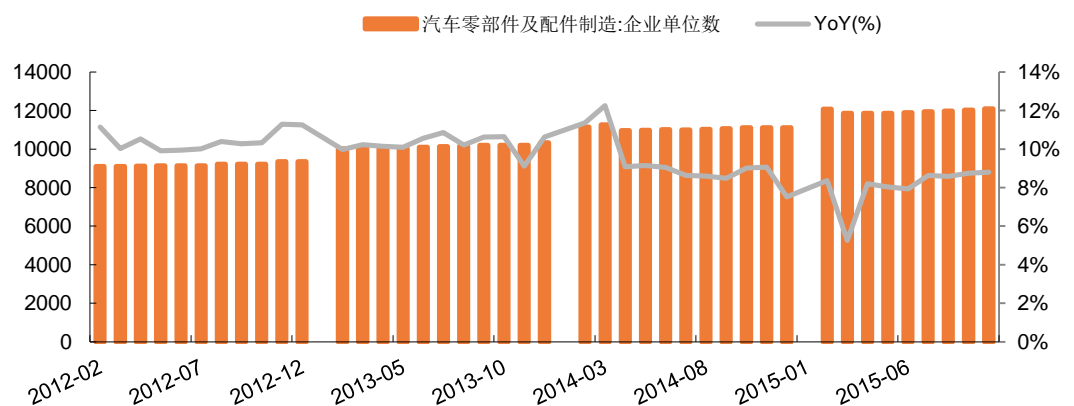
我国汽车零部件的国产化进程主要体现在 3 个方面:

- (1) 海外品牌在国内设立企业或分公司, 例如博世的汽车事业部在我国的苏州、西安、芜湖、长沙、上海、成都等城市都设立了工厂;
- (2) 为了快速适应并抢占中国市场, 海外品牌与国内企业共同设立合资工厂, 例如博世与上汽共同设立了联合电子, 江森自控分别与一汽富维、延峰伟世通共同设立了富维江森、延峰江森, 美国李尔与东风集团共同设立了东风李尔等;
- (3) 国内自主品牌的市占率不断提高, 我国规模以上汽车零部件制造企业数量连续多年维持 8%-12% 的增长。

这样的大环境对于克来机电来说: 克来机电与博世系等客户之间已经形成了紧密的合作关系, 与全球最大的汽车零部件供应商合作, 克来机电的自动化产线业务有望保持较高的毛利率。博世系企业在国内发展较快, 例如 2016 年, 联合电子实现销售收入超过 200 亿元。联合电子预计未来 3 年内, 年产值将达到 350 亿元, 利润在 80 亿元左右。克来机电有望受益于下游大客户的快速发展。

对于克来机电收购的上海众源来说: 上海众源是大众系车企的重要供应商, 所生产的高压油轨等产品在国内的市占率已达到 80% 左右, 市场竞争格局稳定, 国内汽车零部件制造行业规模增长较快, 预计上海众源实现 2017-2019 年业绩承诺的压力不大。

图表29 我国汽车零部件制造企业单位数量(个)

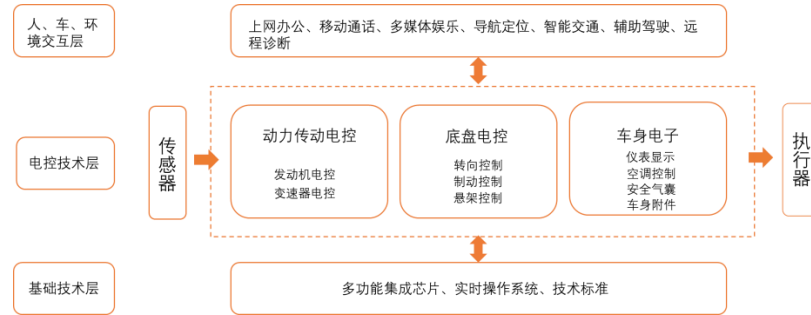


资料来源: 国家统计局, 平安证券研究所

3.2 汽车电子行业快速发展，克来机电将持续受益

汽车作为一种交通工具，仅依靠机械系统可实现其基本功能，而汽车电子的广泛应用，则是大大提高了汽车的安全性、舒适性、经济性和娱乐性，也因此汽车的电子化被认为是汽车技术发展过程中的一次革命，汽车电子化程度已经成为衡量一辆汽车现代化程度的重要指标。汽车电子集电控技术、信息技术、网络技术和汽车技术于一体，从技术层面来看，可分为基础技术层、电控系统层和人车环境交互层（车载电子）三个层次。

图表30 汽车电子子系统结构图



资料来源：前瞻产业研究院，平安证券研究所

从应用层面，电控技术层又包括了动力控制系统、底盘与安全控制、车身电子等子系统；车载电子包括了信息系统、导航系统、娱乐系统等子系统。

图表31 汽车电子主要的子系统及相关技术

分类	子系统	具体电子控制技术
电子控制系统	动力传动电控	汽油机控制、柴油机控制、自动变速器
	底盘电控	防抱死制动控制、电动助力转向、巡航系统、悬架控制、牵引力控制、电子稳定系统、胎压监测等
	车身电子	安全气囊、安全带控制、灯光控制、电子仪表、自动空调、自动座椅、电动车窗、中控锁、防盗器等
车载电子装置	信息系统	车辆运行信息、车载通讯系统、上网设备等
	导航系统	电子导航、GPS定位系统、倒车雷达、倒车影像等
	娱乐系统	数字视频系统、音响系统、移动TV等

资料来源：商业前瞻研究院，平安证券研究所

从克来机电招股说明书中所披露的其向客户供应的汽车电子生产线来看，大多数产品属于汽车电子中的动力传控系统制造，也有一些生产线涉及车载电脑的ECU生产和检测。这与其下游客户的产品结构密切相关。

图表32 克来机电向客户供应的汽车电子生产线

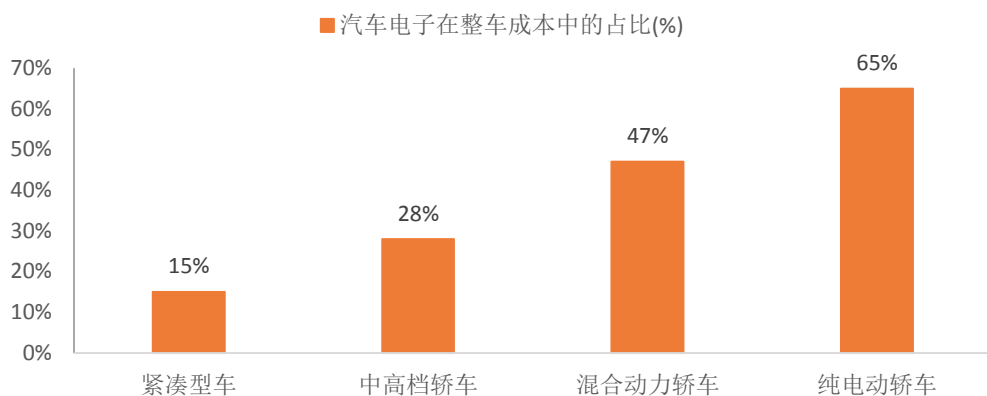
类别	生产线名称	汽车电子子系统分类
克来机电为客户供应的汽车电子柔性生产线	发动机燃油调压阀的自动设压设备	动力传控
	发动机燃油泵疲劳耐久实验站	动力传控
	微小泄漏量精密测试台	动力传控
	发动机进气歧管温度压力传感器(TMAP)性能测试台	动力传控
	点火线圈机器人化自动功能测试台	动力传控

装配线	汽车发动机电压调节器柔性装配生产线	动力传动
	发动机喷油器自动装配测试线	动力传动
	纯电动新能源车电机定子装配线	动力传动(新能源汽车)
	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	动力传动
	车载电脑 ECU 模块自动装配测试线	涉及整个汽车电子系统
	双离合变速器电子控制模块自动化装配测试线	动力传动
	电动助力转向控制器的装配测试成套装备	转向控制
	混动车电机控制器 PEU 装配测试线	动力传动(新能源汽车)
	汽油泵自动装配线	动力传动

资料来源：根据公司公告和前瞻产业研究院信息整理获得，平安证券研究所

汽车电子在中高档轿车的整体成本中占比较高（28%），在低端车型中占比还较低（15%），未来汽车电子将进一步向低端车型下沉扩散。电动汽车较燃油车更适合搭载汽车电子，目前混合动力轿车和纯电动轿车的成本中，汽车电子的占比分别达到了 47%、65%；快速发展的电动汽车也将有力的拉动汽车电子在整个汽车行业中的占比。

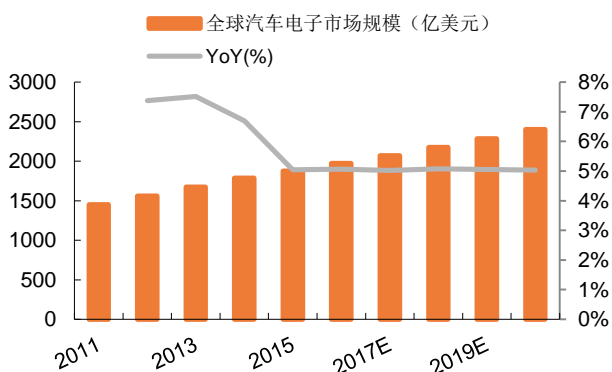
图表33 汽车电子在整车成本中的占比(%)



资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

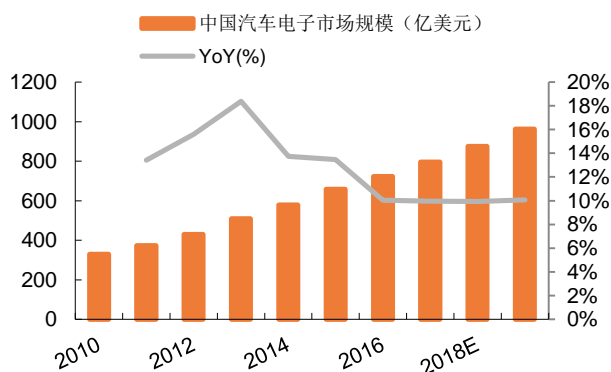
根据中国产业信息网的估算，2016年，全球及我国的汽车电子市场规模分别达到 1971 亿美元和 723 亿美元，预计到 2020 年将分别达到 2400 亿美元和 1060 亿美元。从增速上看，汽车电子的增速高于整车产量的增速，克来机电有望受益于汽车电子在整体成本中比例的提高。

图表34 全球汽车电子市场规模(亿美元)



资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

图表35 我国汽车电子市场规模(亿美元)



资料来源：中国产业信息网，平安证券研究所

四、克来机电业绩未来有可能超预期的几点

本文认为，克来机电未来的发展有超预期的可能性。公司层面上，克来机电收购上海众源，除在承诺业绩的水平上直接增厚上市公司业绩之外，二者之间的协同作用，有望使业绩超预期；行业层面上，电动汽车快速发展，有可能带动汽车电子市场超预期发展。

4.1 收购上海众源之后，二者之间的协同作用，可能使业绩超预期

克来机电和上海众源之间的协同作用可体现于以下三点：

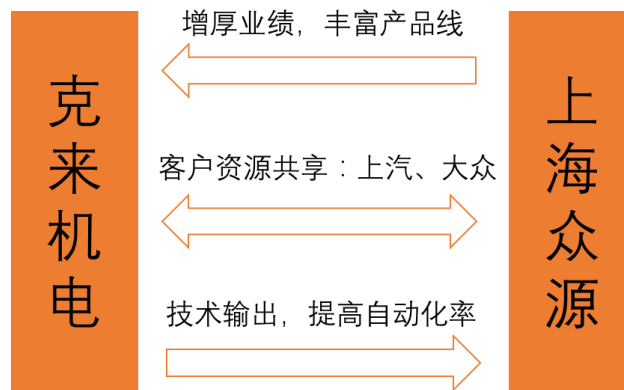
(1) 收购上海众源有助于克来机电产品线的拓展：克来机电的主营业务集中在汽车电子和汽车内饰两个细分领域，对于汽车核心零部件领域涉入不足。收购上海众源后，上市公司将以上海众源作为柔性自动化服务的样板，开启切入发动机及其零配件装备服务的窗口，拓展下游市场。

(2) 收购上海众源有助于克来机电获得大众汽车体系的供应渠道：上海众源的主要客户为大众汽车，与大众汽车建立了良好、稳定的供销关系，系大众汽车发动机零配件的主要供应商之一。通过上海众源与大众汽车的渠道和资源，克来机电可以充分发挥在汽车行业的自动化装备服务的优势，将有机会与大众汽车、及其配套零配件生产商对接。同样，上海众源将有可能获得更多来自上汽系的订单。

(3) 克来机电可帮助上海众源提高产线的自动化率：克来机电可以将自身的柔性自动化装备技术输出至上海众源，促进上海众源的自动化水平提高，降低其生产成本、提高其工艺质量。

二者之间的协同作用，有可能使二者都获得超预期的业绩表现。

图表36 上海众源和克来机电的协同作用

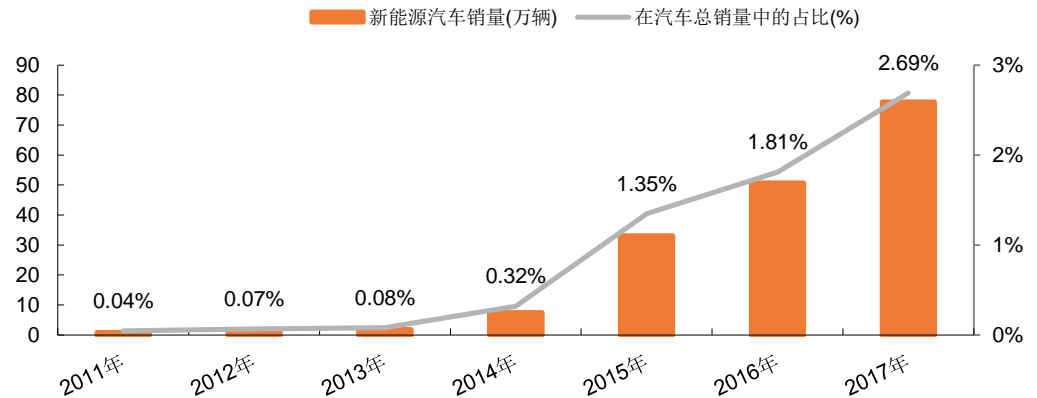


资料来源：公司公告，平安证券研究所

4.2 电动汽车的快速发展，或带动汽车电子行业增速超预期

电动汽车比燃油汽车更适合发展汽车电子，其成本中汽车电子的占比也更高。2017年我国新能源汽车销量达到77.7万辆，工信部曾提出新能源汽车的发展目标，即在2020年中国新能源车占比要达到10%，在国家政策的大力支持下，新能源汽车未来仍将快速增长。从全球范围来看，发展新能源汽车已经成为各大车企的重要战略，新能源汽车的发展有超预期的可能，进而带动汽车电子发展超预期。另外汽车电子的车载电子部分，具有与消费电子相似的属性，有着贴近用户体验、更新换代快的特点，其在汽车电子中的占比提高，对相应的设备需求拉动效应更加明显。

图表37 我国电动汽车产量(万辆)及在汽车总产量中的占比(%)



资料来源: wind, 平安证券研究所

五、 投资建议

克来机电是汽车电子自动化装备领域稀缺标的,与博世系客户建立了稳定的合作关系;目前在国内的该细分领域内,克来机电主要的竞争对手是来自海外的自动化装备供应商,未来进口替代趋势明显。克来机电的收购汽车零部件公司上海众源,是大众体系内的主要供应商之一,主要产品包括高压油轨等;上海众源承诺2017年-2019年分别实现扣非后净利润不低于1800万、2200万、2500万,并表后将显著增厚上市公司业绩。预计2017年-2019年的EPS分别0.47元、0.81元、1.16元,对应当前股价的市盈率分别为69倍、40倍、28倍。首次覆盖,给予“推荐”评级。

图表38 营业收入和毛利率预测

指标	2016年	2017年 E	2018年 E	2019年 E
自动装配生产线				
营业收入(百万元)	119.3	158.8	233.4	350.2
增速(%)	20.40%	33.16%	47.00%	50.00%
毛利率(%)	33.29%	33.25%	33.20%	33.10%
自动检测生产线				
营业收入(百万元)	26.1	33.6	47.4	71.2
增速(%)	-26.58%	29.00%	41.00%	50.00%
毛利率(%)	34.56%	34.00%	34.00%	33.00%
零部件及维修				
营业收入(百万元)	31.5	39.1	48.9	48.9
增速(%)	90.46%	24.00%	25.00%	0.00%
毛利率(%)	48.70%	48.00%	48.00%	47.00%
工业机器人系统应用				
营业收入(百万元)	15.53	20.3	28.3	40.4
增速(%)	315.24%	31.00%	39.00%	42.87%
毛利率(%)	25.89%	30.00%	29.00%	29.00%
原克来机电营业收入合计	192.41	251.90	358.05	510.61
毛利率	35.39%	35.38%	35.00%	34.09%
YoY(%)	24.24%	30.92%	42.14%	42.61%
高压油轨				
营业收入(百万元)	0.00	0.00	119.05	172.55
增速(%)	-	-	-	44.94%

	指标	2016年	2017年E	2018年E	2019年E
	毛利率(%)			32.00%	32.00%
高压油管	营业收入(百万元)			20.50	30.59
	增速(%)	-	-	-	49.22%
	毛利率(%)			23.00%	23.00%
冷却水管	营业收入(百万元)			39.67	50.79
	增速(%)	-	-	-	28.04%
	毛利率(%)			17.00%	16.00%
上海众源收入合计		0.00	0.00	179.22	253.93
毛利率				27.65%	27.72%
YoY(%)		-	-	-	41.69%
合计	营业收入(百万元)	192.4	251.9	537.3	764.5
	增速(%)	24.24%	30.92%	113.28%	42.30%
	毛利率(%)	35.39%	35.38%	32.55%	31.97%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

六、风险提示

(1) 新能源汽车占比快速提高，上海众源产品的下游需求萎缩：高压油轨是上海众源的主要产品，2017年上半年，高压油轨的销售收入占上海众源总收入的68%。但高压油轨只应用与燃油车中，当前新能源汽车快速发展，随着新能源汽车占比的不断提高，高压油轨的需求有可能会萎缩，进而使上海众源的业绩受到影响。

(2) 客户集中度较高的风险：2014年度、2015年度和2016年度，克来机电对前五大客户的销售收入占当年主营业务收入比例分别为80.71%、92.77%和90.10%，且这些客户大多集中在汽车行业，其中，对第一大客户博世系的销售收入占当年主营业务收入的比分别为44.20%、74.43%和68.96%。公司客户集中度较高，若来自某一大客户的订单发生变化，有可能导致公司业绩受到较大影响。基于此，公司还存在新客户开拓不及预期的风险。

(3) 潜在进入者的风险：汽车电子的车载电子部分与消费电子有较大的相似性，在消费电子领域占有优势的自动化设备供应商，有可能会进入汽车电子行业分食市场。另外，若该细分领域中的竞争者数量变多，竞争更加激烈，有可能使行业的毛利率出现下滑，进而对公司业绩产生负面影响。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	249	532	831	823
现金	58	296	215	221
应收账款	52	49	86	106
其他应收款	0	0	1	1
预付账款	10	13	36	34
存货	104	164	433	424
其他流动资产	25	8	62	37
非流动资产	132	136	216	266
长期投资	1	1	2	4
固定资产	32	37	100	139
无形资产	51	59	68	73
其他非流动资产	48	39	46	50
资产总计	381	668	1047	1090
流动负债	130	179	483	400
短期借款	20	20	92	20
应付账款	22	29	85	78
其他流动负债	88	130	307	302
非流动负债	17	15	14	12
长期借款	10	8	7	5
其他非流动负债	7	7	7	7
负债合计	146	194	497	412
少数股东权益	0	1	6	16
股本	60	104	104	104
资本公积	64	210	210	210
留存收益	110	157	246	375
归属母公司股东权益	234	473	544	661
负债和股东权益	381	668	1047	1090

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	61	58	-48	150
净利润	36	50	90	131
折旧摊销	7	6	11	18
财务费用	1	-2	1	1
投资损失	0	-0	-1	-2
营运资金变动	16	3	-149	3
其他经营现金流	2	0	0	0
投资活动现金流	-37	-11	-90	-66
资本支出	37	4	79	48
长期投资	0	0	-1	-2
其他投资现金流	0	-7	-12	-20
筹资活动现金流	-13	192	-15	-6
短期借款	-20	0	0	0
长期借款	10	-2	-1	-2
普通股增加	0	44	0	0
资本公积增加	0	146	0	0
其他筹资现金流	-3	4	-14	-4
现金净增加额	10	239	-153	78

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	192	252	537	765
营业成本	124	163	362	520
营业税金及附加	2	3	6	8
营业费用	3	4	5	6
管理费用	23	28	60	77
财务费用	1	-2	0.65	0.73
资产减值损失	0	0	1	1
公允价值变动收益	0	-0	0	0
投资净收益	-0	0	1	2
营业利润	39	55	104	153
营业外收入	3	4	3	3
营业外支出	0	0	1	2
利润总额	42	59	107	155
所得税	7	9	16	24
净利润	36	50	90	131
少数股东损益	0	1	5	10
归属母公司净利润	36	49	85	121
EBITDA	49	62	114	170
EPS (元)	0.34	0.47	0.81	1.16

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	24.2	30.9	113.3	42.3
营业利润(%)	11.9	41.3	87.8	47.3
归属于母公司净利润(%)	16.9	37.5	72.0	43.0
获利能力	-	-	-	-
毛利率(%)	35.4	35.4	32.5	32.0
净利率(%)	18.6	19.5	15.8	15.8
ROE(%)	15.3	10.6	16.4	19.3
ROIC(%)	13.3	9.2	13.3	18.4
偿债能力	-	-	-	-
资产负债率(%)	38.5	29.0	47.5	37.8
净负债比率(%)	-11.8	-56.2	-20.7	-28.6
流动比率	1.9	3.0	1.7	2.1
速动比率	1.1	2.1	0.8	1.0
营运能力	-	-	-	-
总资产周转率	0.5	0.5	0.6	0.7
应收账款周转率	2.9	5.0	8.0	8.0
应付账款周转率	6.4	6.4	6.4	6.4
每股指标(元)	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.34	0.47	0.81	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	0.56	-0.46	1.45
每股净资产(最新摊薄)	2.25	4.55	5.23	6.36
估值比率	-	-	-	-
P/E	94.95	69.04	40.15	28.08
P/B	14.52	7.18	6.25	5.14
EV/EBITDA	67.7	50.2	28.6	18.7

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2018 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：（0755）82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：（021）33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033