

2018年05月25日

公司研究•证券研究报告

## 中大力德（002896.SZ）

### RV减速机大单落地，将持续受益工业机器人核心部件进口替代

#### 投资要点

- ◆ 事件：公司与伯朗特签订了 RV 减速机产品购销合同，合同有效期为 2018 年 5 月 2 日至 2019 年 12 月 31 日。合作协议期内，伯朗特将向公司采购 RV 减速机合计不低于 30,000 个。
- ◆ 长期专注减速机，订单落地预示业务继续高增长：公司一直专注于减速机、减速电机产品研发，主要产品包括精密减速机、传动行星减速机、各类小型及微型减速电机等，同时为各类机械设备提供安全、高效、精密的动力传动与控制应用解决方案。主要客户包括：哈工大机器人集团、广州数控、拓斯达、伯朗特等公司。公司 2012 年开始研发关节机器人精密 RV 减速机，2015 年取得 RV 减速机的技术突破。公司与伯朗特的新订单将保证减速机业务持续高速增长。假设减速机均价 0.45 万元，若今年完成该订单的 1/3，将贡献 4500 万收入。
- ◆ 国产工业机器人需求旺盛，将带来减速机巨大市场需求：2017 年我国工业机器人产量超过 13 万台，同比增长超过 60%。随着下游行业亟需产业升级，包括汽车、3C、家电、食品等行业均出现了产线自动化改造的巨大需求。我们预计到 2020 年我国工业机器人密度达到 200-210 台/万人，至少需要新增 60 万台机器人，年均增加量约 20 万台。我们预计 2018-2020 年机器人用减速机需求量将达到 70.2、91.6、115.9 万台，市场规模接近 41.7、49.0、59.0 亿。
- ◆ 国际巨头产能受限，进口替代存在较大空间：根据 GGII 的调研，世界减速机生产巨头在 2017 年均出现了产能不足的情况，无法满足市场对减速机巨大需求。如纳博特斯克供货周期 4 个半月左右，住友重机订单已排在 1 年之后。纳博特斯克在 2017 年投资 70 亿日元进行增产，但很难短期内达产，这也为国内厂商进一步打开市场创造了机会。今年以来，国内 RV 减速机制造商均有大订单落地，2018 年 1 月南通振康与埃夫特签订合同，为埃夫特提供至少 3000 套 RV 减速机；2018 年 3 月，双环传动与埃夫特签署战略合作框架，为埃夫特提供 10000 套 RV 减速机；近期，公司与伯朗特签署订购合同，为伯朗特提供 30000 套 RV 减速机采购合同。随着国产 RV 减速机陆续通过测试、试用并开始批量化生产，国产化率将加速提升。
- ◆ 投资建议：我们认为随着下游工业机器人产量增加，将会支撑减速机市场持续增长。而国外品牌的产能受限将形成需求缺口，这为国产品牌带来较大替代机会。公司依托上市公司平台优势，加快研发与产能扩张，将提升公司 RV 减速机的市场份额。我们预测公司 2018-2020 年营业收入分别为 6.39 亿元、8.10 亿元、10.23 亿元；净利润分别为 0.91 亿元、1.17 亿元、1.49 亿元；EPS 分别为 1.14 元、1.46 元、1.87 元；按目前股价，公司 2018 年市盈率为 40 倍，首次覆盖给予“增持-A”评级。
- ◆ 风险提示：宏观经济复苏不及预期，下游需求增长放缓；国外品牌产能扩张超预期

### 公司快报

机械 | 其他专用机械 III

投资评级

增持-A(首次)

股价(2018-05-25)

45.63 元

#### 交易数据

总市值（百万元）	3,704.00
流通市值（百万元）	926.00
总股本（百万股）	80.00
流通股本（百万股）	20.00
12 个月价格区间	15.51/60.75 元

#### 一年股价表现



资料来源：华金证券研究所

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.06	50.17	-14.22
绝对收益	20.2	50.86	

#### 分析师

张仲杰  
 SAC 执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsc.cn  
 021-20377099

#### 报告联系人

范益民  
 fanyimin@huajinsc.cn  
 021-20377169

#### 报告联系人

王志杰  
 wangzhijie@huajinsc.cn  
 021-20377179

#### 相关报告

导致国产化进展不及预期；行业竞争激烈导致产品价格下滑等。

### 财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	370.0	498.1	639.4	810.4	1,022.5
同比增长(%)	23.2%	34.6%	28.4%	26.7%	26.2%
营业利润(百万元)	47.2	67.5	97.8	126.3	161.8
同比增长(%)	50.0%	43.1%	44.9%	29.2%	28.1%
净利润(百万元)	46.8	59.8	90.8	117.1	149.3
同比增长(%)	53.2%	28.0%	51.7%	28.9%	27.5%
每股收益(元)	0.58	0.75	1.14	1.46	1.87
PE	79.6	62.2	41.0	31.8	24.9
PB	13.6	7.0	6.2	5.3	4.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表					财务指标						
(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	370.0	498.1	639.4	810.4	1,022.5	年增长率					
减:营业成本	250.2	339.4	434.6	548.5	690.1	营业收入增长率	23.2%	34.6%	28.4%	26.7%	26.2%
营业税费	3.2	4.3	5.4	6.9	8.7	营业利润增长率	50.0%	43.1%	44.9%	29.2%	28.1%
销售费用	24.9	27.9	36.4	47.0	59.3	净利润增长率	53.2%	28.0%	51.7%	28.9%	27.5%
管理费用	37.6	50.4	64.3	80.2	100.2	EBITDA 增长率	25.5%	31.2%	27.5%	25.6%	26.4%
财务费用	7.0	7.4	3.4	1.0	-0.0	EBIT 增长率	33.6%	34.8%	38.6%	25.9%	27.0%
资产减值损失	-0.1	3.3	2.0	4.0	6.0	NOPLAT 增长率	31.0%	36.4%	35.9%	25.9%	27.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	6.1%	55.1%	1.0%	10.4%	12.2%
投资和汇兑收益	-	0.1	4.5	3.6	3.6	净资产增长率	20.6%	94.6%	13.7%	15.5%	17.1%
营业利润	47.2	67.5	97.8	126.3	161.8	盈利能力					
加:营业外净收支	6.6	2.3	7.8	9.8	11.8	毛利率	32.4%	31.9%	32.0%	32.3%	32.5%
利润总额	53.8	69.8	105.6	136.1	173.6	营业利润率	12.7%	13.5%	15.3%	15.6%	15.8%
减:所得税	7.1	10.1	14.8	19.1	24.3	净利润率	12.6%	12.0%	14.2%	14.4%	14.6%
净利润	46.8	59.8	90.8	117.1	149.3	EBITDA/营业收入	20.3%	19.8%	19.6%	19.4%	19.5%
						EBIT/营业收入	14.6%	14.6%	15.8%	15.7%	15.8%
资产负债表					偿债能力						
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	48.0%	31.9%	25.2%	24.0%	23.5%
货币资金	28.8	59.9	51.2	64.8	84.6	负债权益比	92.3%	46.9%	33.7%	31.6%	30.7%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.05	1.95	2.43	2.55	2.73
应收帐款	69.1	71.6	106.0	110.1	156.9	速动比率	0.50	1.35	1.49	1.49	1.56
应收票据	21.2	49.3	39.5	68.6	62.1	利息保障倍数	7.77	9.90	29.98	124.59	#####
预付帐款	2.6	1.0	3.8	2.3	5.4	营运能力					
存货	136.1	148.0	190.0	230.5	290.9	固定资产周转天数	192	164	146	127	114
其他流动资产	4.0	153.0	100.0	80.0	80.0	流动营业资本周转天数	118	150	161	127	113
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	248	269	274	233	218
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收账款周转天数	67	51	50	48	47
长期股权投资	-	-	-	-	-	存货周转天数	121	103	95	93	92
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	491	472	447	384	350
固定资产	202.7	250.1	267.8	303.6	345.9	投资资本周转天数	351	343	326	272	240
在建工程	15.4	1.0	7.7	15.2	-	费用率					
无形资产	34.3	33.5	32.9	32.2	31.3	销售费用率	6.7%	5.6%	5.7%	5.8%	5.8%
其他非流动资产	10.9	13.8	9.3	11.3	11.5	管理费用率	10.2%	10.1%	10.1%	9.9%	9.8%
资产总额	525.2	781.2	808.1	918.6	1,068.6	财务费用率	1.9%	1.5%	0.5%	0.1%	0.0%
短期债务	138.2	118.5	38.3	20.9	-	三费/营业收入	18.8%	17.2%	16.3%	15.8%	15.6%
应付帐款	91.2	106.2	135.2	169.5	213.9	投资回报率					
应付票据	-	-	-	-	-	ROE	17.1%	11.3%	15.0%	16.8%	18.3%
其他流动负债	20.1	22.6	28.0	28.0	34.9	ROA	8.9%	7.6%	11.2%	12.7%	14.0%
长期借款	-	-	-	-	-	ROIC	13.4%	17.2%	15.1%	18.8%	21.6%
其他非流动负债	2.5	2.2	2.2	2.3	2.4	分红指标					
负债总额	252.0	249.5	203.8	220.7	251.2	DPS(元)	-	0.18	0.23	0.29	0.37
少数股东权益	0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	分红比率	0.0%	24.1%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	60.0	80.0	80.0	80.0	80.0	股息收益率	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%	0.8%
留存收益	213.1	451.7	524.4	618.0	737.5						
股东权益	273.2	531.7	604.3	698.0	817.4						

  

现金流量表					业绩和估值指标						
	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	46.6	59.7	90.8	117.1	149.3	EPS(元)	0.58	0.75	1.14	1.46	1.87
加:折旧和摊销	20.9	25.5	24.3	30.2	37.3	BVPS(元)	3.41	6.65	7.55	8.73	10.22
资产减值准备	-0.1	3.3	-	-	-	PE(X)	79.6	62.2	41.0	31.8	24.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.6	7.0	6.2	5.3	4.6
财务费用	6.9	7.5	3.4	1.0	-0.0	P/FCF	-461.0	-22.6	742.7	95.1	74.7
投资损失	-	-0.1	-4.5	-3.6	-3.6	P/S	10.1	7.5	5.8	4.6	3.6
少数股东损益	-0.1	-0.2	-	-	-	EV/EBITDA	38.5	38.3	29.5	23.3	18.2
营运资金的变动	-3.9	-164.7	22.5	-19.9	-52.5	CAGR(%)	35.9%	35.8%	44.1%	35.9%	35.8%
经营活动产生现金流量	82.0	79.1	136.5	124.8	130.5	PEG	2.2	1.7	0.9	0.9	0.7
投资活动产生现金流量	-57.0	-218.9	-43.5	-69.2	-59.9	ROIC/WACC	1.3	1.7	1.4	1.8	2.1
融资活动产生现金流量	-42.7	172.9	-101.7	-41.9	-50.7						

资料来源：贝格数据，华金证券研究所

## 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

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。投资者对其投资行为负完全责任，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。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsc.cn](http://www.huajinsc.cn)