

2019年7月4日

机械
主要财务指标（单位：百万元）

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	436	561	728	927
(+/-)	78.8%	28.6%	29.7%	27.4%
营业利润	82	100	131	170
(+/-)	113.7%	21.6%	30.7%	30.3%
归属母公	70	85	112	145
司净利润				
(+/-)	118.2%	21.5%	30.8%	30.3%
EPS (元)	0.87	0.79	1.03	1.35

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

科创板询价报告之瀚川智能

建议询价区间：17.69-23.00 元/股

公司是一家专业的智能制造装备整体解决方案供应商，主要从事汽车电子、医疗健康、新能源电池等行业智能制造装备的研发、设计、生产、销售及服务，助力制造行业客户实现智能制造。报告期内，公司为泰科电子、大陆集团等国际知名客户提供了多种非标、核心智能制造装备，为该等客户的智慧工厂和智能电子产品提供了重要的装备技术支持。

● **智能装备市场达 3 万亿元。**当前我国智能制造装备仍处于起步成长阶段，局部领域已有成熟案例落地。实现车间生产数据实时采集、提升车间的操作自动化、生产管理精细化、装备应用智能化成为当前智能制造解决方案供应商的主要业务，也是市场接受度较高的领域。根据《“十二五”智能制造装备产业规划》，到 2020 年，智能制造装备业将成为具有国际竞争力的先导产业，逐步形成完善的智能装备产业体系，产业销售收入超过 3 万亿元。

● **公司是技术实力雄厚，拥有多个全球知名客户。**依靠深厚的研发实力、强大的技术实力、丰富的项目实施经验、高效迅速的客户服务等优势，公司在汽车电子和医疗健康等行业积累了大量全球知名客户。其中在汽车电子行业，全球前十大零部件厂商中，有七家公司为客户；在连接器细分领域，全球前二大厂商均为公司重要客户。在医疗健康行业，公司拥有美敦力、百特、3M 等客户。此外，在新能源电池行业，公司拥有亿纬锂能、欣旺达等优质客户。

● **我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 8,536 万元、11,162 万元和 14,646 万元，按照发行后 10,800 万股计算，公司 EPS 分别为 0.79 元、1.03 元和 1.35 元。**随着汽车电子化水平的不断提高，汽车电子企业设备投资不断高企；另一方面，新能源汽车的快速发展，带动锂电池需求增长，新能源电池设备需求旺盛。A 股有多家类似上市公司可以作为估值参考依据，因此我们建议采用 PE 相对估值法，选取的对比公司 2019 年平均市盈率为 26.34 倍，对应公司的股价应为 20.81 元/股，对应发行后总市值 22.47 亿元，建议公司询价区间为 17.69-23.00 元/股。

● **风险提示：**1) 客户集中度高的风险；2) 技术流失的风险。

分析师：魏旭锟
 执业证书编号：S1050518050001
 电话：021-54967800
 邮箱：weixk@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
 地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
 邮编：200030
 电话：(8621) 64339000
 网址：http://www.cfsc.com.cn

目录

一、公司概况	4
1. 公司简介	4
2. 公司融资历程及股权构成情况	5
二、智能装备市场需求前景广阔	7
1. 智能装备尚处于起步阶段，未来市场规模将达 3 万亿	7
2. 智能装备主要下游保持良好的增长态势	7
三、公司研发及技术领先，市场地位凸显	10
四、公司财务状况渐入佳境	10
1. 营业收入持续快速增长	10
2. 规模效应带动盈利能力提升	11
3. 经营性净现金流持续增长	11
五、公司募投项目	12
六、公司主要竞争对手及同类公司估值	12
1. 同行业重点公司	12
2. 同行业重点公司估值比较	13
七、公司估值及询价建议	14
1. 假设条件	14
2. 公司估值与询价建议	15
八、风险提示	15

图表目录

图表 1 公司产品	4
图表 2 公司融资历程	6
图表 3 公司股权结构	6
图表 4 汽车电子成本占比及核心应用领域增长情况	8
图表 5 2017 年至 2022 年全球与中国汽车电子市场规模预测	8
图表 6 2012 年至 2024 年全球医疗器械市场规模（单位：亿美元）	9
图表 7 2013 年至 2018 年中国锂电池出货量	9
图表 8 公司营业收入及增速	11
图表 9 公司归母净利润及增速	11
图表 10 公司毛利率和净利润率	11
图表 11 公司 ROE	11
图表 12 公司销售商品提供劳务获得现金/营业收入（%）	12
图表 13 公司经营性净现金流	12
图表 14 公司募投项目概况	12
图表 15 同类公司估值情况（以 2019 年 7 月 3 日收盘价为基准）	14
图表 24 公司盈利预测假设	14
图表 25 公司盈利预测	16

一、公司概况

1. 公司简介

公司是一家专业的智能制造装备整体解决方案供应商，主要从事汽车电子、医疗健康、新能源电池等行业智能制造装备的研发、设计、生产、销售及服务，助力制造行业客户实现智能制造。报告期内，公司为泰科电子、大陆集团等国际知名客户提供了多种非标、核心智能制造装备，为该等客户的智慧工厂和智能电子产品提供了重要的装备技术支持。

公司通过多年的业务实践，已建立了模块化、单元化的工艺及系统模块，能够根据客户个性化需求，研发、设计并有机组合成系列智能制造装备。目前，公司产品为涵盖装配、检测、校准、包装等单项或者一体化的柔性化、个性化的智能生产线。公司产品采用整线智能化控制，嵌入工业互联网软件，能够实现生产过程数据的实时采集、传输、分析、可视化、机器学习、预测及追溯等智能化功能；具有强大的开放与可扩展性，可高度对接企业的ERP、MES、APS等企业资源计划、生产管理、排程排产系统。

图表 1 公司主要产品

产品类别	产品名称	产品图片	功能与用途
汽车电子 智能制造 装备	ABS9.0coil 生产线		全自动、高速完成 ABS 线圈骨架上料及检查、绕线、品质检查，线圈、外壳、后盖装配、端子插入、检测、包装等工艺，高度集成；设置机器视觉检测、电性能检测、高精度压力位移曲线判定，确保品质；模块化设计，柔性化生产。整线智能化控制，配置边缘计算网关（OpenLink）、生产数据决策与可视化系统（OpenChart）、生产数据追溯系统（OpenTrace）等工业互联网系统。
	PCB 超高速 插针机		全自动完成 PCB 上料、检测、定位及插针等工艺；采用以凸轮混合控制系统驱动，插针速度超过每分钟 360 次，技术处于国际领先水平；配备检测系统，自动调整端子插入深度；实时监控端子插入力及位移，并将数据上传至 MES 等外部系统，以便监控及质量追溯；通过设备扫码装置识别来料与 MES 进行数据交互，通过交互数据分析设备自主切换对应生产程序、工艺参数、并进行排产排程；配套互联网网关，可实现远程的控制程序诊断、维护和升级。
	全自动高速 柔性化连接 器生产线		全自动完成汽车连接器的端子裁切、分离、回流、折弯、清洁、检测及包装等工艺；机械手掌设计采用柔性和高精度定位及自动矫正机构，确保注塑的精度和产品的快速换型；具备位置度视觉系统检测、高精度电性检测、密封性检测等功能；采用整线智能化控制，嵌入工业互联网软件，可实现生产数据采购、生产数据追溯等功能，无缝对接智慧工厂或 ERP、MES、APS 等系统
	ABSHousing 生产线		全自动完成端子高速上料、高速曲面凸轮驱动端子插针、插针后端子位置度视觉检测、嵌件注塑、电性能测试、密封性检测及包装等工艺；采用整线智能化控制，嵌入工业互联网软件。如在质量追溯上，该装备生产中会在壳体打标，并通过自带互联网网关将数据上传到 MES 系统，以便后续汽车 ABS

产品类别	产品名称	产品图片	功能与用途
			刹车系统出现质量瑕疵时的产品追溯
	霍尔式曲轴位置传感器生产线		全自动完成嵌件、导线、霍尔芯片上料，嵌件端子、霍尔芯片等裁切，电阻焊接，EOL 测试，自动下料等工艺；配置机器视觉检测；模组具备柔性切换功能，兼容同类多种产品；采用整线智能化控制，嵌入工业互联网软件。如在生产物料管理上，为避免物料种类批次误判，具有自动扫码功能，并与装备系统或企业 MES 等外部系统 BOM 比对，进行智能判定
	IBS 智能电池传感器生产线		全自动完成无人搬动小车 Tray 盘上下料、激光清洁、清洁检测、壳体预热、点胶、图形检测、固化、焊接、冷却、校准、扫码、数据写入等二十多项工艺；模组具备柔性切换功能，兼容同类多种产品；采用整线智能化控制，嵌入工业互联网软件，具备机器学习功能。如在传感器焊接质量检测上，通过视觉系统，机器学习元器件引脚优质焊接结构图像，智能判断不良品
医疗健康智能制造装备	蜂巢式全自动细胞超低温存储装备		用于细胞存储等医疗领域；实现-160℃超温细胞全自动全冷链存储保护，确保基因样本安全；自动进出，自动除湿，并可方便实现与 AGV（自动导引运输车）系统的全方位对接；传感检测技术分析液氮数据，自动精准控温
	医疗全自动枕式包装机		用于医疗盐水袋的自动包装。伺服电机驱动无须维护；同步皮带传送高速情况减少振动和噪音；自动感测定位，平稳输送进包装；易于拆卸清洁
新能源电池智能制造装备	圆柱锂电池生产线		全自动实现锂电池高产量全上料、装配、焊接、点胶、注液、称重、封装、激光打码、清洗、检测等工艺；机器视觉检测；整线智能化控制，产品数据可追溯；可实时在远程展示生产效率、不良率等数据
其他行业智能制造装备	手机天线检测平台		采用柔性平台设计，主要针对多种品种，小批量产品，可以快速切换产品；机器视觉检测及引导机械手捕捉、抓取、放置，可对接 ERP 等外部系统

资料来源：华鑫证券研发部，公司招股说明书

2.公司融资历程及股权构成情况

2012年11月16日，蔡昌蔚、张洪铭、陈雄斌、邱瑞芳以货币资金出资成立苏州瀚川自动化科技有限公司。瀚川有限初始注册资本为200.00万元。2017年12月27日公司整体变更为股份公司。公司融资历程如下：

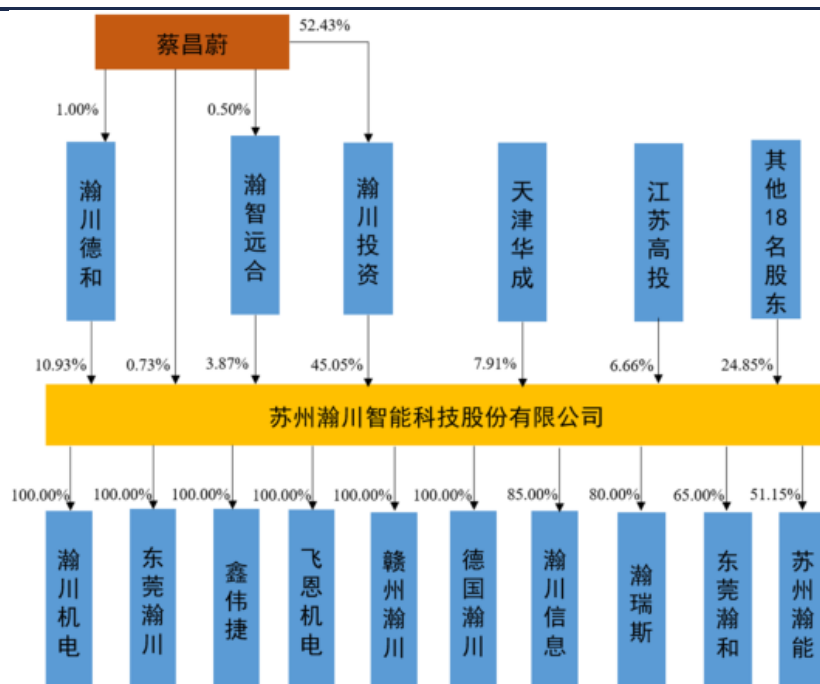
图表 2 公司融资历程

融资时间	参与机构与个人	认购金额 (万元)	认购数量 (万股)	投后股份数 (万股)	公司估值 (万元)
2012 年 11 月	蔡昌蔚、张洪铭、陈雄斌、邱瑞芳	100.00	200.00	200.00	200.00
2016 年 5 月	唐高哲、宋晓以	652.15	42.39	652.15	652.15
2016 年 6 月	朱勇、吴智勇、邹安琳、田珍芳、房桂荣、洪昌立	4,000.00	72.46	724.61	40,000.00
2016 年 10 月	瀚川有限与瀚川德和	182.00	26.28	750.89	5,200.23
2017 年 6 月	国仪投资、苏瀚投资、天津华成、华成欧伦、敦行投资、戴锋华	4,000.00	352.94	4,392.16	49,777.98

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

截至目前，瀚川投资持有瀚川智能45.05%的股权，为公司的控股股东。蔡昌蔚持有瀚川投资52.43%的股权，蔡昌蔚能够通过控股瀚川投资间接控制公司45.05%的股权；蔡昌蔚持有瀚川德和1.00%的出资，蔡昌蔚能够通过控制瀚川德和间接控制公司10.93%的股权；同时，蔡昌蔚持有瀚智远合0.50%的出资，蔡昌蔚通过控制瀚智远合间接控制公司3.87%的股权；此外，蔡昌蔚还直接持有公司0.73%股份。蔡昌蔚合计控制公司60.58%的股权，为公司实际控制人。公司股权结构图如下：

图表 3 公司股权结构



资料来源：华鑫证券研发部，公司招股说明书

二、智能装备市场需求前景广阔

1.智能装备尚处于起步阶段，未来市场规模将达3万亿

过去我国依靠农村劳动力转移和人口红利的叠加支撑起的富足劳动力供给将逐渐成为过去，工业企业的利润率不断被人力成本的上升所侵蚀。在此背景下，围绕实现制造强国的战略目标，国务院于2015年5月发布了《中国制造2025》，明确制造业强国的五大工程和十大领域。智能制造工程作为五大工程之一，成为国家全力打造制造强国的重要抓手。智能制造装备不但能够解决企业劳动力短缺造成的人力成本上升的问题，其高效化、柔性化、精确化和智能化的特点，使企业能够充分利用智能制造大幅提高生产效率，还能同时实现节能环保的目标。智能制造的广泛应用，是企业生产过程实现降本增效、节能环保的重要途径。

当前我国智能制造装备仍处于起步成长阶段，局部领域已有成熟案例落地。智能制造装备供应商结合自身业务的特点，围绕企业智能制造需求，基于制造企业现有状况提供多样化的解决方案，比如实现过程监控、柔性化生产制造、精益化管理运营等。其中，实现车间生产数据实时采集、提升车间的操作自动化、生产管理精细化、装备应用智能化成为当前智能制造解决方案供应商的主要业务，也是市场接受度较高的领域。根据《“十二五”智能制造装备产业发展规划》，到2020年，智能制造装备业将成为具有国际竞争力的先导产业，逐步形成完善的智能装备产业体系，产业销售收入超过3万亿元。

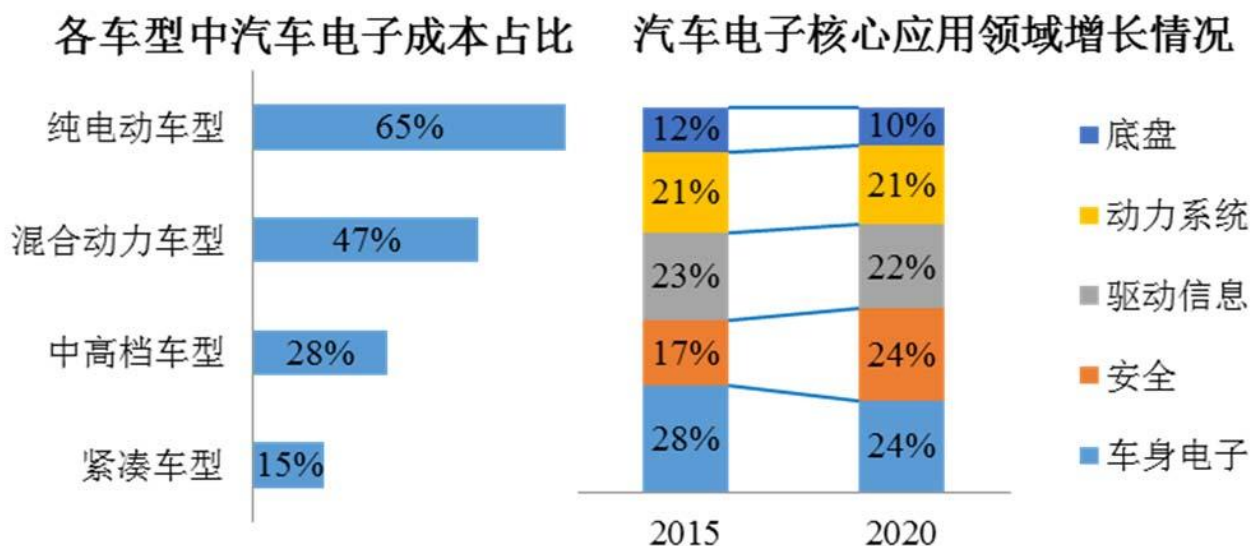
2.智能装备主要下游保持良好的增长态势

（1）汽车电子需求将保持长期增长

以石油为燃料的传统汽车，为人们提供快捷、舒适的交通工具的同时，也加深了能源生产与消费之间的矛盾。随着资源与环境双重压力的持续增大，在政策和技术进步的驱动下，新能源汽车已成为未来汽车工业发展的方向，传统动力系统将会逐渐被驱动电机、动力电池与控制器所取代。汽车电动化已是大势所趋，国际汽车巨头、大型零部件公司也快速转向新能源汽车，并且逐渐加大全球范围的布局与投入。目前新能源汽车正处于快速增长期，技术与产品不断成熟。根据东方财富Choice数据，2018年国内新能源汽车销量为124.60万辆，同比增长率高达62.28%，中国已经连续四年成为全球第一大新能源汽车市场。

汽车工业在呈现电动化趋势的同时，也正在发生智能化与网联化的变革。智能驾驶技术，通过传感器准确、可靠地感知车辆自身及周边环境信息，及时向驾驶员提供环境感知结果或通过人工智能算法自行进行决策控制，从而有效提高行车安全，缓解城市道路拥堵。越来越多的汽车开始搭载无线通信模块，利用网联技术，与外部网络（人、车、基础设施、互联网）互联互通，实现智能出行。基于上述因素，汽车电子产业呈现出快速增长态势，汽车电子零部件占比在不断提升，给产业带来重大的发展机遇与增长空间。目前紧凑型车中汽车电子成本占比约为15%、中高档车型占比为28%、而纯电动车中，汽车电子成本占比高达65%。根据中投顾问产业研究中心预测，到2020年，汽车电子在所有类型整车中的成本占比有望进一步达到50%。

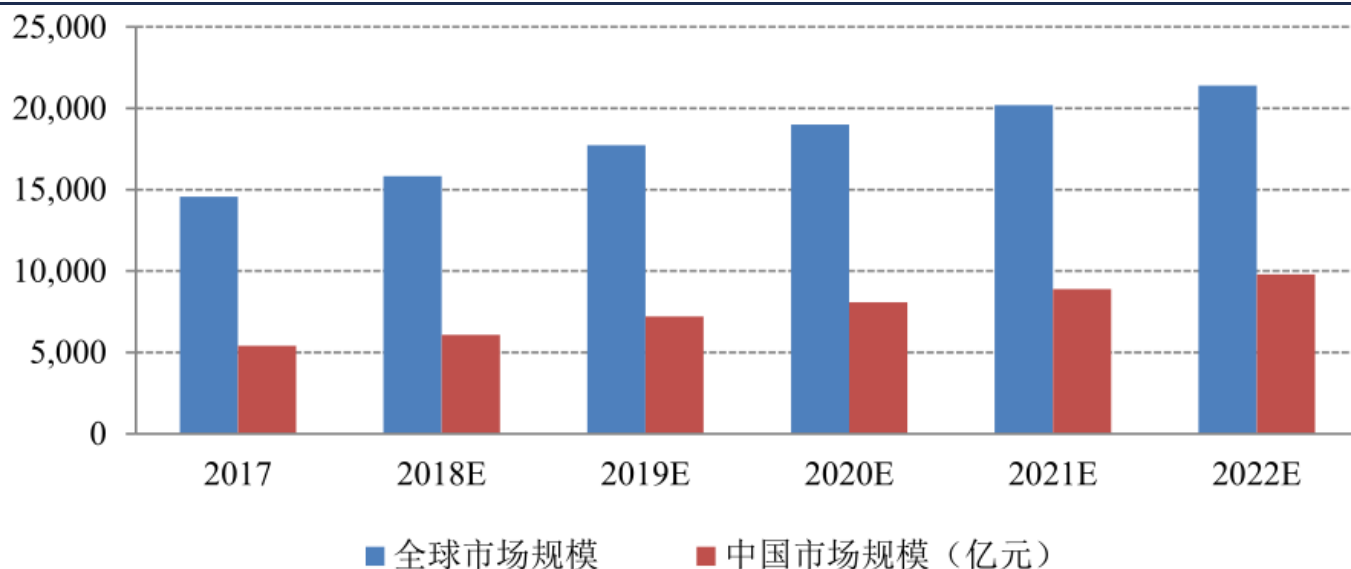
图表 4 汽车电子成本占比及核心应用领域增长情况



资料来源：盖世汽车研究院、中国产业信息、麦肯锡

受益于汽车工业电动化、智能化、网联化，以及汽车电子在整车中的成本占比快速上升等多重利好因素，汽车电子市场增长速度已远远超过整车市场。根据盖世汽车研究院《2017年中国汽车电子行业白皮书》预测，今后5年内，中国汽车电子市场将以10%以上的速度增长。未来，随着自动驾驶、无人驾驶技术及新的信息化技术在汽车上的应用，汽车电子市场将长期保持增长态势。

图表 5 2017 年至 2022 年全球与中国汽车电子市场规模预测



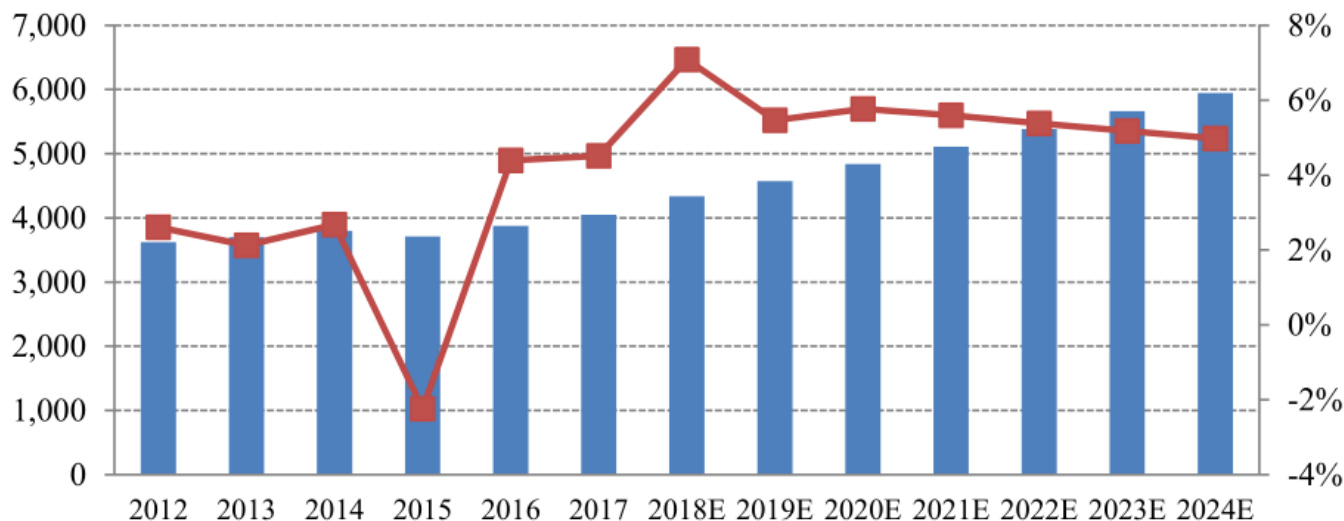
资料来源：盖世汽车研究院、中国产业信息

(2) 医疗健康行业起步晚，但增长迅速

在医疗健康行业，公司智能制造装备主要用于吻合器、口罩、输液袋、胶手套等医疗器械智能制造装备及全自动细胞超低温存储等装备。医疗器械的发展与医疗健康产业整体发展强相关，医疗健康产业发展受经济周期影响相对较小，行业稳定性较高。随着全球人口自然增长，人口老龄化程度提高，医疗健康行业的需求将持续提升。全球医疗器械行业市场规模从2012年的3,621亿美元增长到2017年的4,050亿美元，年均复合增长率为2.26%，预计到2024年将达到5,945亿美元，年均复合增长率将保持在

5.64%。

图表 6 2012 年至 2024 年全球医疗器械市场规模（单位：亿美元）



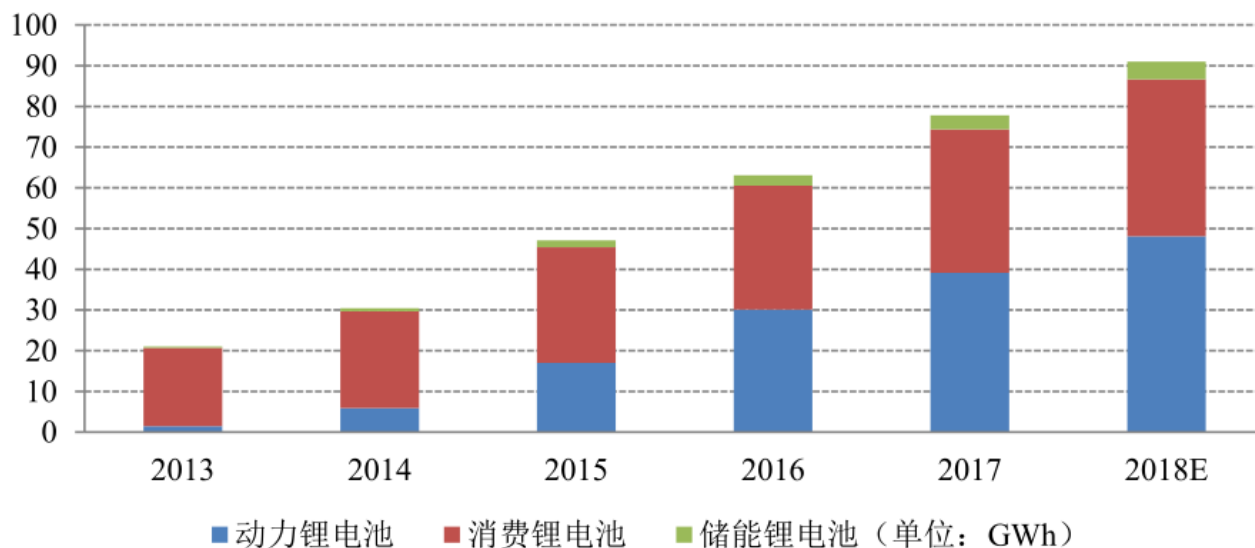
资料来源：EvaluateMedTech《WorldPreview2018Outlookto2024》

我国医疗器械行业起步相对较晚，但随着国内居民收入水平提高以及国家医疗卫生支出的增加，我国医疗器械行业形成了巨大的市场前景。国际巨头在国内开设医疗器械制造工厂，同时国内制造企业研发与制造技术水平不断提升，进而带动了国内医疗器械制造企业的固定资产投资。中国医疗器械行业市场规模增速高于全球市场增速。根据中国医学装备协会统计，我国医疗器械行业市场规模由2013年的3,559亿元增长至2017年的6,500亿元，复合增长率达16.25%。

（3）新能源电池行业空间广阔

受益于新能源电池高能量比、高功率比、高转换率等优点，新能源电池行业近年来呈高速增长态势。在新能源电池应用领域中，动力锂电池由于受到新能源汽车行业爆发的影响，动力锂电池行业也快速增长，成为新能源电池行业增长最快的细分产业。根据前瞻产业研究院的数据，中国锂电池出货量从2013年的21.04GWh增长到2017年的77.80GWh，复合增长率高达38.67%。根据瑞银集团预计，全球电动汽车动力电池产量将从2018年的93GWh增长到2025年的973GWh，7年间产量将增长9.5倍。

图表 7 2013 年至 2018 年中国锂电池出货量



资料来源：前瞻产业研究院

在新能源汽车下游需求旺盛的背景下，新能源汽车不断地扩大产能，进行技改提升产品性能。根据上海有色网（SMM）统计，仅在2018年，国内有42个新能源汽车项目开工，投资总额高达3,143.38亿元，平均单个项目投资74.84亿元。

当期我国新能源汽车行业存在自动化、智能化程度较低，存在生产效率低、产品良品率低和运营效率互联互通效率低等问题，使得电池技术难有实质性突破，严重影响了新能源汽车的整体性能，也制约了下游市场尤其是新能源汽车行业的发展。基于此，新能源汽车行业的智能制造应运而生。通过智能制造，新能源汽车工厂可以综合运用EPR、MES系统等软件，实现全周期生产的可视化、自动化、智能化，实现生产的高精度、高速度及高可靠性。智能制造是提高新能源汽车性能、降低成本，进而推动新能源汽车行业发展的必由之路。

因此，新能源汽车快速增长的态势，以及新能源汽车生产亟待升级的现状为智能制造装备在新能源汽车制造产业的应用提供了广阔的市场空间。

三、公司研发及技术领先，市场地位凸显

公司是一家专业的智能制造装备整体解决方案供应商。依靠深厚的研发实力、强大的技术实力、丰富的项目实施经验、高效迅速的客户服务等优势，公司在汽车电子和医疗健康等行业积累了大量全球知名客户。其中在汽车电子行业，全球前十大零部件厂商中，有七家公司为客户（博世、电装、麦格纳、大陆集团、爱信精机、李尔及法雷奥）；在连接器细分领域，全球前两大厂商（泰科电子、莫仕）均为公司重要客户。在医疗健康行业，公司拥有美敦力（医疗器械全球第一）、百特（医疗器械全球排名第十五）、3M（医疗器械全球排名第十八）等客户。此外，在新能源汽车行业，公司拥有亿纬锂能（国内动力锂电池装机量排名前十）、欣旺达（电池行业国内第六）等优质客户。

公司主要收入来自于上述优质客户，主要服务于客户核心生产线。公司与全球知名客户建立了长期、稳定的合作伙伴关系，客户黏性不断增强。2018年，公司获得了大陆集团授予的“全球最佳电子制造装备供应商奖”；2017年，公司获得了泰科电子授予的“技术创新奖”，莫仕授予的“最佳技术贡献奖”。

此外，公司是国内智能制造装备行业为数不多的走出国门，业务布局海外，与国外一线同行竞争的企业。目前，公司在德国、美国、法国、匈牙利、罗马尼亚、印度、墨西哥等国家的全球知名企业中有智能制造装备项目落地，并在德国、菲律宾设立了业务网点。报告期内，境外智能制造装备项目是公司的重要盈利增长点。

四、公司财务状况渐入佳境

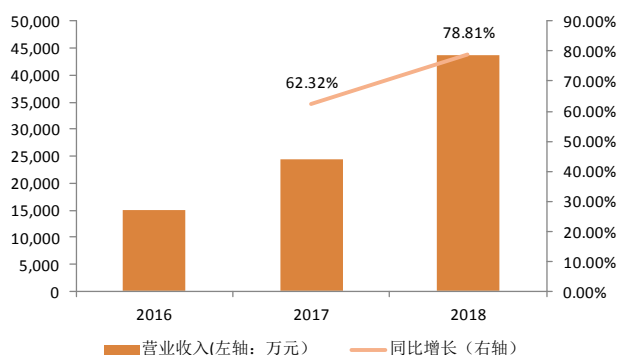
1. 营业收入持续快速增长

2016-2018年，公司实现营业收入1.50亿元、2.44亿元和4.36亿元，同比分别增长了62.23%和78.81%。公司收入保持快速增长主要的得益于国家对智能装备行业的支持，下游需求的快速增长以及知名客户不断增长等因素所致。

2016年-2018年，公司归属母公司所有者净利润分别为217万元、3,220万元和7,026

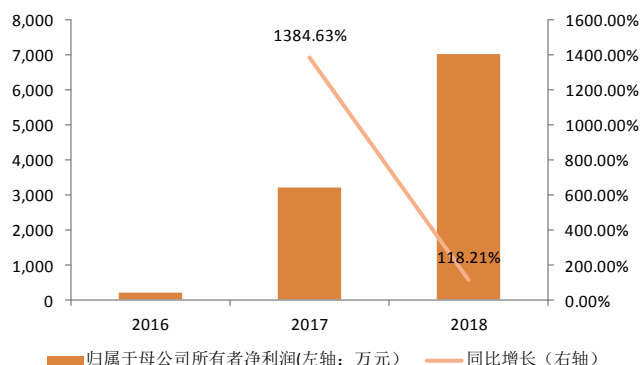
万元，同比分别增长1384.63%和118.21%。

图表 8 公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 9 公司归母净利润及增速



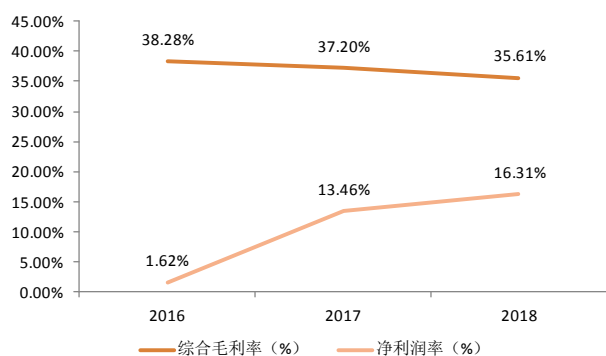
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

2. 规模效应带动盈利能力提升

2016-2018年, 公司综合毛利率分别38.28%、37.20%和35.61%, 保持在较高水平。公司其他业务收入金额较小, 综合毛利率变动趋势与主营业务毛利率基本一致。近年来公司加强了对医疗健康和新能源电池行业客户的开发, 为了进入新行业, 公司进行了较多的技术研发投入和人工成本投入, 同时由于新行业的项目经验相对不足, 导致相关产品的毛利率相对较低。受上述因素影响, 报告期内司主营业务毛利率呈现略微下降的趋势, 但总体仍保持在较高的水平。

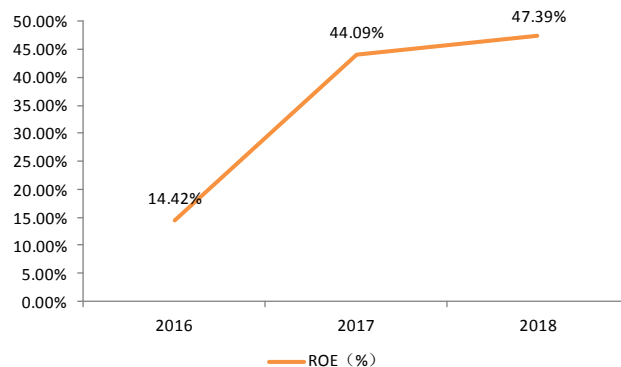
2016-2018年, 公司净利润率分别为1.62%、13.46%和16.31%。净利润持续升高主要是因为收入的增速高于费用的增速。

图表 10 公司毛利率和净利润率



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 11 公司 ROE



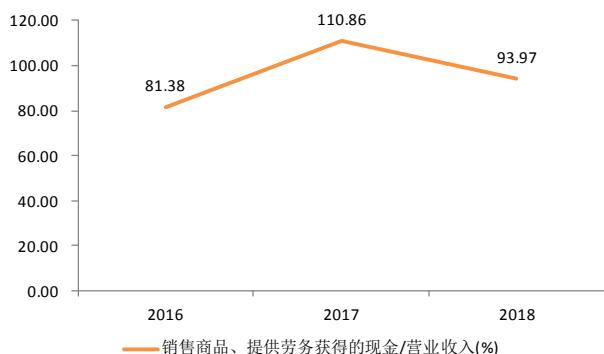
资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

3. 经营性净现金流持续增长

2016-2018年, 公司销售商品、提供劳务获得的现金分别是营业收入的81.38%、110.86%和93.97%。

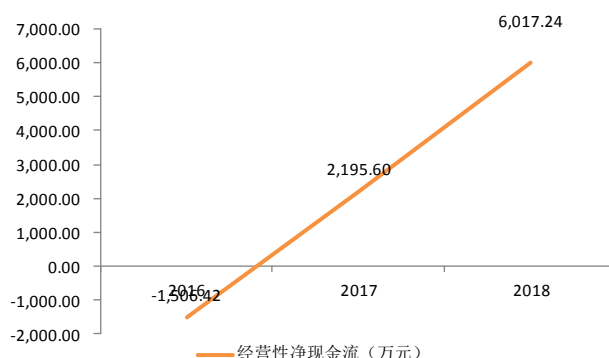
2016-2018年, 公司经营性净现金流分别为-1,506万元、2,196万元和6,017万元, 保持持续增长态势。

图表 12 公司销售商品提供劳务获得现金/营业收入 (%)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 13 公司经营性净现金流



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

五、公司募投项目

公司拟使用本次发行的部分募集资金用于智能制造系统及高端装备的新建项目。项目预计投资总额为 46,758 万元, 预计投入募集资金 46,758 万元。项目建成达产后将建成达产后将新增年产智能制造定制装备与专用装备、智能制造系统合计 1,550 套/台的生产能力。募投项目概况如下:

图表 14 公司募投项目概况

项目名称	投资总额 (万元)	各类智能装备年新增产量 (台/套)	建设期 (年)
智能制造系统及高端装备的新建项目	46,758.00	1550	2

资料来源: 华鑫证券研发部, 公司招股说明书

六、公司主要竞争对手及同类公司估值

1. 同行业重点公司

(1) KomaxHoldingAG

KomaxHoldingAG 是一家成立于瑞士, 在瑞士证券交易所上市的公司 (证券代码: KOMN), 为客户提供标准化和定制化的质量检测模块、测试系统及智能互联解决方案。Komax 在欧洲、北美、南美、亚洲和非洲设有生产基地, 为全球 60 多个国家提供销售服务。Komax 的产品主要应用于汽车电子, 专注于线束加工自动化设备的研发和生产, 在线束加工解决方案领域拥有超过 40 年的经验, 是全球线束加工解决方案领域的市场和技术领导者。2018 年度研发支出为 4,110 万瑞士法郎, 占营业收入的比例为 8.6%。2018 年度, Komax 实现营业收入 4.80 亿瑞士法郎, 净利润 5,180 万瑞士法郎。

(2) AutomationToolingSystemInc.

AutomationToolingSystemInc. 是一家成立于加拿大, 在多伦多证券交易所上市的公司 (证券代码: ATA), 是业界领先的自动化解决方案提供商。ATS 在北美、欧洲、东南亚和中国拥有 20 个生产基地和 50 多个办事处。ATS 产品主要应用于生命科学、交通运输、能源、消费电子等领域, 为客户提供一站式的自动化解决方案服务, 已在全球市场完成了 23,000 多个自动化项目的落地, 拥有凸轮驱动装配平台、视觉系统、测试

系统和软件解决方案等诸多标准自动化平台和产品。2018年度,ATS实现营业收入11.15亿美元,净利润4,721万美元。

(3) Automation Tooling System Inc.

Teamtechnik Maschinen und Anlagen GmbH 总部位于德国弗赖贝格,是创新生产技术、先进装配和功能测试系统的国际市场领导者,在创新生产技术行业积累了40多年经验,主要面向汽车电子、汽车零部件、医疗器械和太阳能等行业。德国帝目拥有适合产品生命周期任何阶段的自动化解决方案,已经建立上千个装配和功能测试系统。该公司在德国、波兰、美国和中国设有生产基地,在阿根廷、台湾和韩国等地拥有16个全球分销和服务网络。2018年末,德国帝目在全球拥有1,000多名员工,2018年度,公司实现营业收入1.70亿欧元。

(4) BBS Automation GmbH

BBS Automation GmbH (以下简称“卓越自动化”)总部位于德国慕尼黑,是为复杂制造和测试流程提供灵活、高质量自动化解决方案的领先供应商。该公司提供定制化、自动化装配生产线和测试应用服务,主要面向汽车、光学制造、航空、医疗器械、消费电子、再生能源等行业。卓越自动化公司在全球拥有800多名员工,在美国芝加哥、中国苏州、天津、马来西亚、波兰设有分支机构。2018年卓越自动化收购工业软件提供商ANT,以加快“工业4.0”集成解决方案服务布局。

(5) XENON Automatisierungstechnik GmbH

XENON Automatisierungstechnik GmbH (以下简称“德国赛能”)总部位于德国德累斯顿,是德国领先的一站式、自动化系统制造商之一。产品包括装备、检验、注塑自动化、机器人及数字服务,主要面向全球汽车零部件、电子元器件及医疗器械行业。2014年,公司获取了英飞凌授予的“首选供应商奖”;2014年至2017年,公司连续获得博世授予的“装配和搬运技术首选供应商”。赛能集团共拥有370名员工,在墨西哥、香港、中国苏州设有生产基地。2017年度,公司实现营业收入5,400万欧元。

(6) 上海克来机电自动化工程股份有限公司

克来机电是一家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,主要应用于汽车领域。克来机电的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,主要应用在发动机汽车电子、汽车内饰零配件等领域;从设备功能上看,产品涵盖装配线、检测线、焊接线、喷涂线、折弯线等各类智能装备。在汽车电子领域,公司的客户主要为博世、法雷奥、联合电子、天合电子、博泽、爱立信电子。

2. 同行业重点公司估值比较

公司主营智能装备,下游行业包括汽车电子、医疗健康和新能源电池,在汽车及零部件领域我们选取克来机电、天永智能、天奇股份作为参考标的;在医疗健康领域选取迦南科技为参考标的;在新能源电池领域选取先导智能、赢合科技作为参考标的。同类公司估值如下:

图表 15 同类公司估值情况（以 2019 年 7 月 3 日收盘价为基准）

代码	简称	最新价格 (元)	EPS			PE			PB	总市值 (亿元)
			2017	2018	2019	2017	2018	2019		
603960.SH	克来机电	27.40	0.51	0.48	0.63	53.73	57.08	43.33	9.64	48.16
603895.SH	天永智能	25.63	1.07	0.49	1.12	23.93	52.31	22.88	4.36	27.70
002009.SZ	天奇股份	9.68	0.23	0.37	0.62	42.09	26.16	15.61	1.72	35.87
300450.SZ	先导智能	33.72	1.29	1.06	1.22	26.21	31.69	27.68	8.76	297.27
300457.SZ	赢合科技	26.00	0.72	0.92	1.14	36.11	28.26	22.87	3.22	97.76
002009.SZ	天奇股份	9.68	0.23	0.37	0.62	42.09	26.16	15.61	1.72	35.87
300412.SZ	迦南科技	6.91	0.17	0.14	0.19	40.65	49.36	36.37	2.36	17.95
平均						37.83	38.72	26.34	4.54	80.08

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

七、公司估值及询价建议

1. 假设条件

- （1）我国新能源电池投资持续旺盛，汽车电子投资需求持续增长；
- （2）主要产品毛利率基本稳定；
- （3）公司费用控制良好，但研发费用保持较大的投入力度；
- （4）按照本次发行股份数量为 2,700 万股计算，公司发行后总股本为 10,800 万股。

图表 16 公司盈利预测假设

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(万元)	15,022.64	24,384.91	43,601.76	56,078.82	72,753.04	92,673.45
汽车电子智能制造装备	13,667.51	21,698.20	37,262.06	48,068.06	62,488.47	79,360.36
新能源电池智能制造装备			3,603.42	4,864.62	6,567.23	9,062.78
医疗健康智能制造装备	150.27	1,510.17	1,265.09	1,454.85	1,745.82	2,060.07
其他行业智能制造装备	845.98	522.11	964.32	1,157.18	1,388.62	1,596.91
零部件	341.21	637.11	469.07	492.52	517.15	543.01
其他业务	17.67	17.32	37.80	41.58	45.74	50.31
营业成本(万元)	9,272.70	15,314.69	28,074.17	36,300.58	47,477.46	59,760.79
汽车电子智能制造装备	8,430.08	13,538.38	23,145.60	30,042.54	39,367.74	49,203.42
新能源电池智能制造装备			2,912.98	3,940.34	5,352.29	7,431.48
医疗健康智能制造装备	148.83	907.08	872.97	989.30	1,222.08	1,400.85
其他行业智能制造装备	437.78	394.27	766.52	925.75	1,110.90	1,277.53
零部件	238.34	458.00	348.42	369.39	387.86	407.26
其他业务	17.67	16.96	27.68	33.26	36.59	40.25
收入增速(%)		62.32	78.81	28.62	29.73	27.38
汽车电子智能制造装备		58.76	71.73	29.00	30.00	27.00
新能源电池智能制造装备				35.00	35.00	38.00
医疗健康智能制造装备		904.97	-16.23	15.00	20.00	18.00

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
其他行业智能制造装备		-38.28	84.70	20.00	20.00	15.00
零部件		86.72	-26.38	5.00	5.00	5.00
其他业务		-1.98	118.24	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)	38.28	37.20	35.61	35.27	34.74	35.51
汽车电子智能制造装备	38.32	37.61	37.88	37.50	37.00	38.00
新能源电池智能制造装备			19.16	19.00	18.50	18.00
医疗健康智能制造装备	0.96	39.94	31.00	32.00	30.00	32.00
其他行业智能制造装备	48.25	24.49	20.51	20.00	20.00	20.00
零部件	30.15	28.11	25.72	25.00	25.00	25.00
其他业务	0.00	2.08	26.77	20.00	20.00	20.00

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2. 公司估值与询价建议

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年实现归属母公司所有者净利润分别为 8,536 万元、11,162 万元和 14,646 万元，按照发行后 10,800 万股计算，公司 EPS 分别为 0.79 元、1.03 元和 1.35 元。

随着汽车电子化水平的不断提高，汽车电子企业设备投资不断高企；另一方面，新能源汽车的快速发展，带动锂电池需求增长，新能源电池设备需求旺盛。A 股有多家类似上市公司可以作为估值参考依据，因此我们建议采用 PE 相对估值法，选取的对比公司 2019 年平均市盈率为 26.34 倍，对应公司的股价应为 20.81 元/股，对应发行后总市值 22.47 亿元，建议公司询价区间为 17.69-23.00 元/股。

八、风险提示

主要风险包括：1) 客户集中度高的风险；2) 技术流失的风险。

图表 17 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产:					营业收入	436	561	728	927
货币资金	93	334	222	319	营业成本	281	359	471	593
应收款	104	134	174	221	营业税金及附加	3	9	11	15
存货	152	194	254	321	销售费用	19	25	32	41
其他流动资产	24	24	24	24	管理费用	33	49	58	74
流动资产合计	374	686	675	886	财务费用	4	-5	-7	-7
非流动资产:					费用合计	56	69	83	108
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	3	2	2	2
固定资产+在建工程	58	272	413	362	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	20	20	20	20	投资收益	7	2	2	2
其他非流动资产	35	35	35	35	营业利润	82	100	131	170
非流动资产合计	113	328	468	418	加: 营业外收入	1	2	2	2
资产总计	487	1,014	1,143	1,303	减: 营业外支出	0	1	1	1
流动负债:					利润总额	83	101	132	171
短期借款	33	20	20	20	所得税费用	12	15	19	25
应付账款、票据	107	137	180	227	净利润	71	86	113	146
其他流动负债	144	144	144	144	少数股东损益	1	1	1	1
流动负债合计	284	301	344	390	归母净利润	70	85	112	145
非流动负债:									
长期借款	3	0	0	0					
其他非流动负债	13	13	13	13					
非流动负债合计	16	13	13	13					
负债合计	300	314	357	404					
所有者权益									
股本	81	108	108	108					
资本公积金	13	433	433	433					
未分配利润	83	139	215	313					
少数股东权益	4	4	4	4					
所有者权益合计	187	699	786	899					
负债和所有者权益	487	1,014	1,143	1,303					
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	71	86	113	146	成长性				
折旧与摊销	11	36	59	61	营业收入增长率	78.8%	28.6%	29.7%	27.4%
财务费用	0	-5	-7	-7	营业利润增长率	113.7%	21.6%	30.7%	30.3%
存货的减少	-29	-42	-60	-66	归母净利润增长率	118.2%	21.5%	30.8%	30.3%
营运资本变化	6	0	3	-1	总资产增长率	57.3%	108.1%	12.8%	14.0%
其他非现金部分	0	0	0	0	盈利能力				
经营活动现金净流量	60	75	107	133	毛利率	35.6%	36.0%	35.3%	36.0%
投资活动现金净流量	-59	-250	-200	-10	营业利润率	18.9%	17.8%	18.0%	18.4%
筹资活动现金净流量	30	415	-18	-27	三项费用/营收	12.9%	12.3%	11.4%	11.7%
现金流量净额	32	240	-111	97	EBIT/销售收入	0.0%	18.3%	18.3%	18.6%
					净利率	16.3%	15.4%	15.5%	15.8%
					ROE	38.0%	12.3%	14.3%	16.3%
					营运能力				
					总资产周转率	89.5%	55.3%	63.6%	71.1%
					资产结构				
					资产负债率	61.6%	31.0%	31.2%	31.0%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利	0.85	0.87	0.95	0.91
					每股数据 (元/股)				
					每股收益	0.87	0.79	1.03	1.35
					每股净资产	2.31	6.48	7.28	8.33

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

魏旭锟：华鑫证券研究员，华东理工大学工商管理硕士，五年汽车和机械行业工作经历，2013年5月加入华鑫证券研发部

华鑫证券有限责任公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司
研究发展部
地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编：200030
电话：(+86 21) 64339000
网址：<http://www.cfsc.com.cn>