

2019年07月08日

瀚川智能（688022.SH）

新股覆盖研究

智能化电动化助力，汽车电子装备快速成长

主要看点

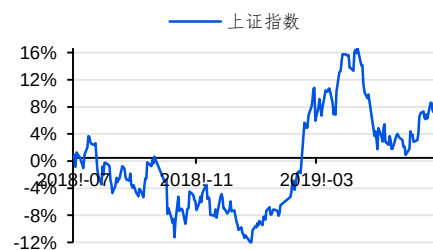
- ◆ **深耕汽车电子，拓展医疗与锂电智能制造装备：**公司是一家专业的智能制造装备整体解决方案供应商。公司在汽车电子自动化设备领域地位显著，覆盖了全球前十大汽车零部件厂商中的七家。在连接器细分领域，全球前两大厂商泰科电子和莫仕均为公司重要客户。此外，公司在医疗健康行业的客户包括医疗器械排名全球第一的美敦力；在新能源电池行业客户包括国内动力锂电池装机量排名前十亿纬锂能、欣旺达等优质客户。
- ◆ **受益于汽车电动化及智能化提升，拉动汽车电子蓬勃发展：**随着汽车向电动化、网联化及智能化的发展，电子零部件在汽车行业的整体成本中快速提高，汽车电子行业整体处于快速发展期，并将保持高增长态势，这将极大地拉动汽车电子行业的发展。汽车电子在整车中的成本占比，已经由1950年的不足1%提升到2010年的29.50%，2030年有望进一步达到50%左右。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。随着电动客车销量增速的显著放缓，消费属性的乘用车销量的释放，新能源乘用车占比提升及单车锂电池装机量增加，未来锂电装机量增速将持续高于新能源汽车销量的增长速度。
- ◆ **在手及新增订单充足，募资扩大智能制造系统生产能力：**公司通过全球知名汽车电子厂商的认证，持续进入合格供应商序列，对汽车电子行业一级供应商的收入快速增长。公司在手及新增订单饱满，2018年年末在手及2019年前四个月新增合计超3.18亿元，为2018年收入的72.9%。充足的在手订单，确保公司仍将保持较快速增长。另外，公司募集资金将投资于智能制造系统及高端装备的新建项目，总投资额为4.68亿元，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1550套/台的生产能力，这将有利于公司进一步扩大市场占有率，巩固和开发国内外市场，提高盈利能力。
- ◆ **估值与投资建议：**根据公司业务特点，选择汽车电子设备行业的克来机电，智能制造设备行业的智云股份、迈为股份、赛腾股份为可比公司，如按可比公司2018年静态市盈率均值43.2倍为参考，公司2018年归母净利润为7026万元，公司合理市值为30亿元。如按可比公司2018年静态市销率均值6.2倍为参考，公司2018年营业收入为4.36亿元，公司合理市值为27亿元。考虑到公司客户结构优异，在手订单充足，以及汽车电子自动化设备行业仍处成长期，我们认为可给予公司估值上限的10%溢价，公司上市后合理市值区间为25-33亿元，如按发行后总股份10800万股测算，建议询价区间为23.1-30.6元。
- ◆ **风险提示：**汽车销量持续不振，汽车电子智能制造设备的需求减弱风险；丢失大客户将导致收入下滑风险；公司开拓锂电设备市场面临政策风险。

股价() 23.1-30.6 元

交易数据

总市值（百万元）	
流通市值（百万元）	
总股本（百万股）	81.00
流通股本（百万股）	
12个月价格区间	1元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
-----	----	----	-----

分析师

范益民
 SAC 执业证书编号：S0910518060001
 fanyimin@huajinsec.cn
 021-20377169

相关报告

公司近 3 年收入和利润情况

会计年度	2016A	2017A	2018A
主营收入(百万元)	150.2	243.8	436.0
同比增长(%)	%	62.3%	78.8%
营业利润(百万元)	4.8	38.5	82.2
同比增长(%)	%	702.1%	113.5%
净利润(百万元)	2.2	32.2	70.3
同比增长(%)	%	1363.6%	118.3%
每股收益(元)		0.41	0.87

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、	深耕汽车电子，拓展医疗与锂电智能制造装备	4
二、	汽车电动化及智能化提升汽车电子蓬勃发展	5
(一)	汽车电子和锂电设备仍处成长期	5
(二)	规模与海外巨头仍有差距，本土化服务显优势	7
(三)	在手及新增订单充足，成长性无忧	7
(四)	募资扩大智能制造系统生产能力	8
三、	公司财务分析	8
四、	估值与投资建议	10
五、	风险提示	10

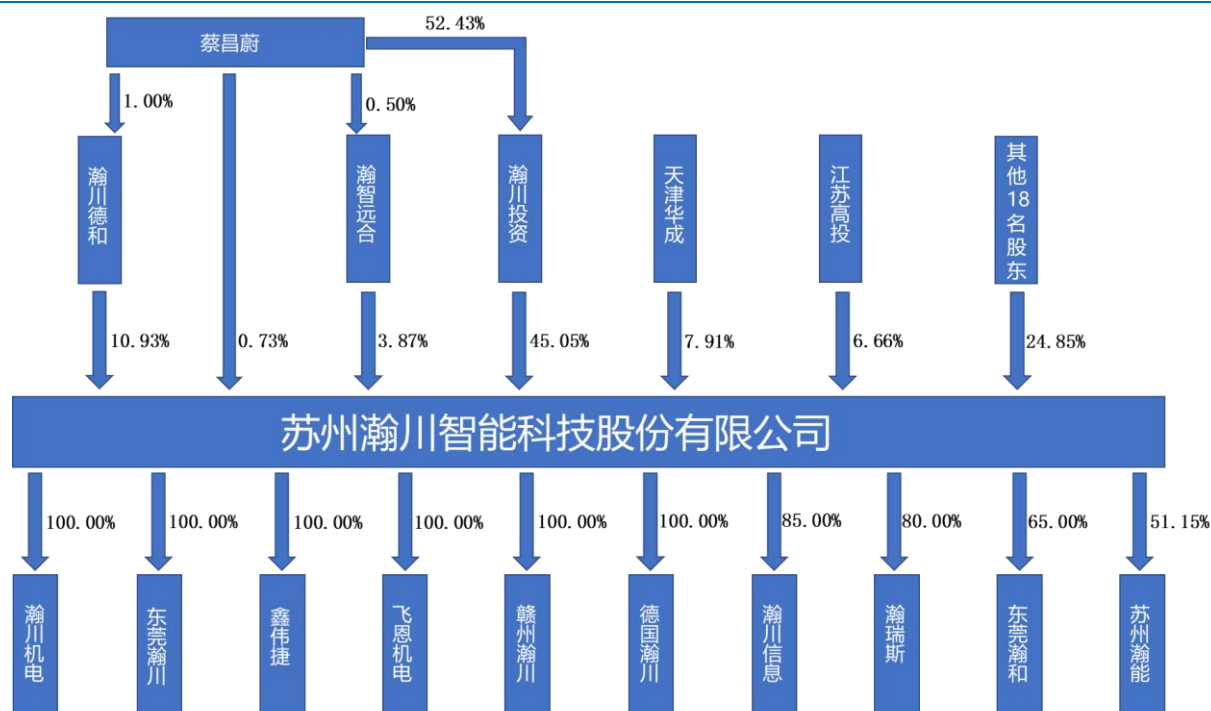
图表目录

图 1:	公司上市前股权结构	4
图 2:	公司 2016-2018 年营业收入与净利润 (亿元)	5
图 3:	公司 2016-2018 年收入结构 (亿元)	5
图 4:	公司与泰克电子合作历程	5
图 5:	公司 2016-2018 年来自泰克电子收入及占比 (万元)	5
图 6:	汽车电子价值量占汽车成本比重变化	6
图 7:	新能源汽车销量及占汽车总销量比重 (%)	6
图 8:	新能源汽车电池装机量及单车平均装机量	6
图 9:	可比公司营业收入 (百万元)	9
图 10:	可比公司归母净利润 (百万元)	9
图 11:	可比公司毛利率	9
图 12:	可比公司净利率	9
图 13:	可比公司存货周转率情况	10
图 14:	可比公司应收账款周转情况	10
表 1:	汽车电子智能制造设备行业主要竞争对手	7
表 2:	公司主要客户收入及订单情况 (万元)	8
表 3:	公司募资投向	8
表 4:	可比公司市值、股价与估值 (2019 年 7 月 7 日)	10

一、深耕汽车电子，拓展医疗与锂电智能制造装备

公司成立于 2012 年，是一家专业的智能制造装备整体解决方案供应商，专注于为汽车电子、医疗健康、新能源电池等行业提供智能制造装备。公司在汽车电子自动化设备领域地位显著，覆盖了全球前十大汽车零部件厂商中的七家。在连接器细分领域，全球前两大厂商泰科电子和莫仕均为公司重要客户；公司在医疗健康行业的客户包括医疗器械排名全球第一的美敦力；在新能源电池行业客户包括国内动力锂电池装机量排名前十亿纬锂能、欣旺达等优质客户。此外，公司还是国内智能制造装备行业为数不多的走向国门、业务布局海外，与国外一线同行竞争的企业。公司在欧洲和北美均有智能制造装备项目落地，境外项目已成为公司重要的盈利增长点。公司董事长及总经理蔡昌蔚通过直接及间接方式控制公司 60.58% 的股权，为公司实际控制人。

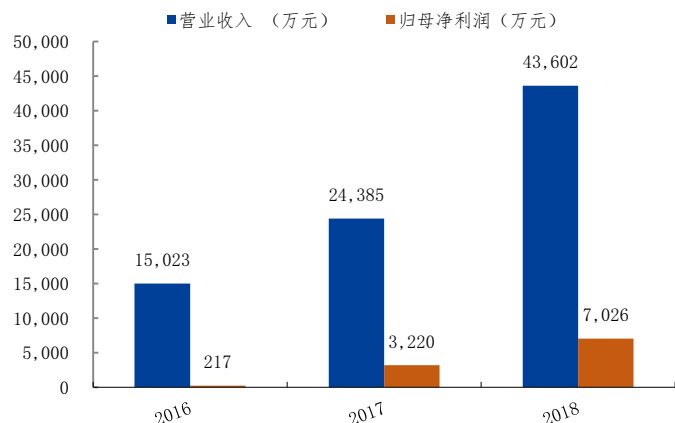
图 1：公司上市前股权结构



资料来源：招股书，华金证券研究所

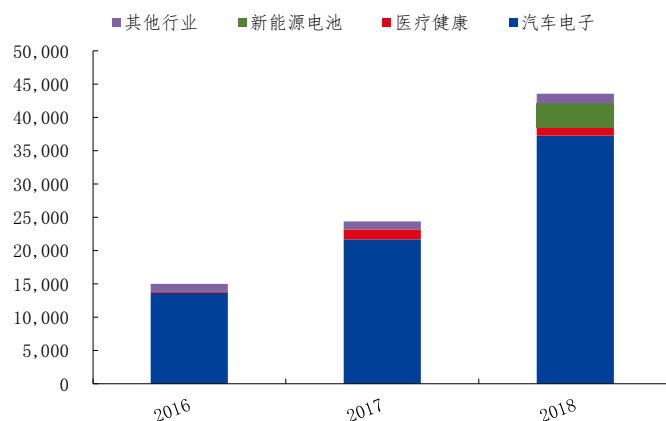
受益于来自汽车电子核心客户泰科电子收入的增加及客户源的增多，公司 2016-2018 年收入保持了快速的增长，分别实现收入 1.50/2.44/4.36 亿元，三年复合增速达 70.6%；归母净利润分别实现 217/3220/7026 万元，复合增速达 569%。公司主要收入主要来源为汽车电子行业，2018 年新能源电池行业的设备收入有所突破，实现了 3630 万元。

图 2：公司 2016-2018 年营业收入与净利润（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

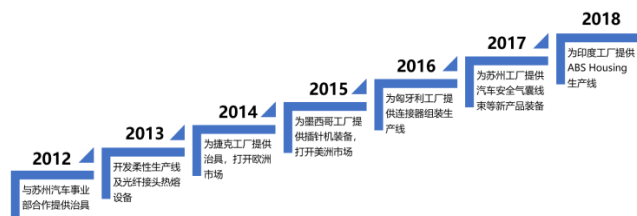
图 3：公司 2016-2018 年收入结构（亿元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

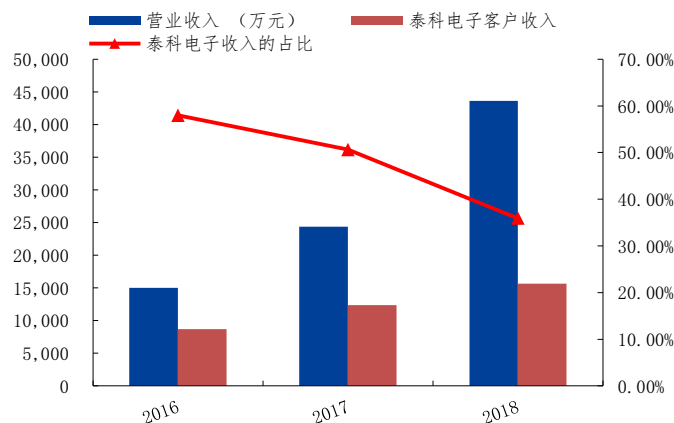
公司自 2012 年建立起就与泰科电子密切合作，2016-2018 年第一大客户均为泰科电子，收入分别为 0.87/1.23/1.57 亿元，呈现良好的增长态势。泰科电子总部位于美国，是全球领先的连接器和传感器制造商，公司 2017 年连接器排名全球第一。公司 2018 年营业额约为 140 亿美元，净利润为 25.65 亿美元，拥有员工 7.8 万人。随着公司在汽车电子智能制造系统方向的拓展，公司客户群逐步向其他汽车电子行业巨头扩散，公司对泰科电子的依赖呈现逐步减弱态势。

图 4：公司与泰克电子合作历程



资料来源：招股书，华金证券研究所整理

图 5：公司 2016-2018 年来自泰克电子收入及占比（万元）



资料来源：招股书，华金证券研究所

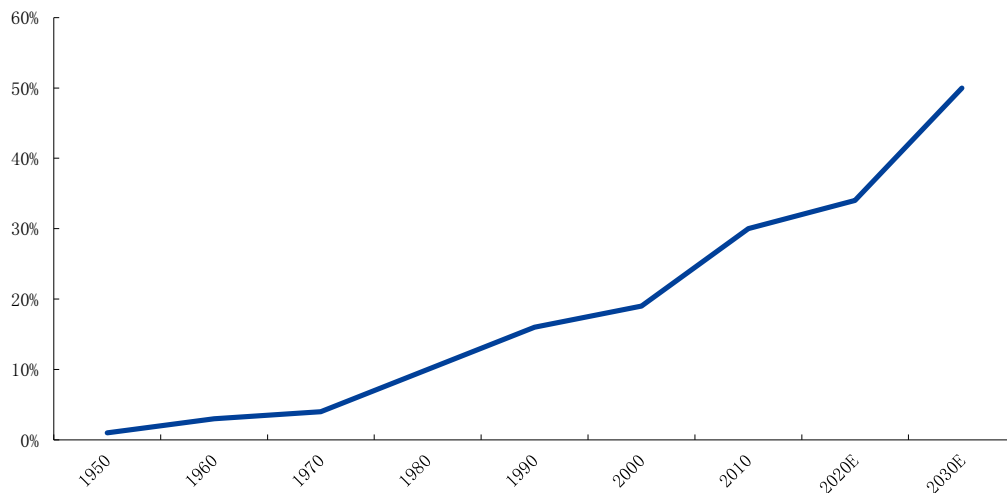
二、汽车电动化及智能化提升汽车电子蓬勃发展

（一）汽车电子和锂电设备仍处成长期

随着汽车向电动化、网联化及智能化的发展，电子零部件在汽车行业的整体成本中快速提高，汽车电子行业整体处于快速发展期，并将保持高增长态势，这将极大地拉动汽车电子行业的发展。汽车电子技术已经成为现代汽车产业的核心技术，其应用水平已成为衡量汽车档次水平的主要标志，其应用程度提高是汽车生产企业提高市场竞争力的重要手段。

汽车电子智能化已经成为全球汽车产业技术领域的发展重点和战略新兴增长点，电子电器在汽车产业中的应用逐渐扩大。根据中国产业信息网预测，汽车电子在整车中的成本占比，已经由 1950 年的不足 1% 提升到 2010 年的 29.50%，2030 年有望进一步达到 50% 左右。

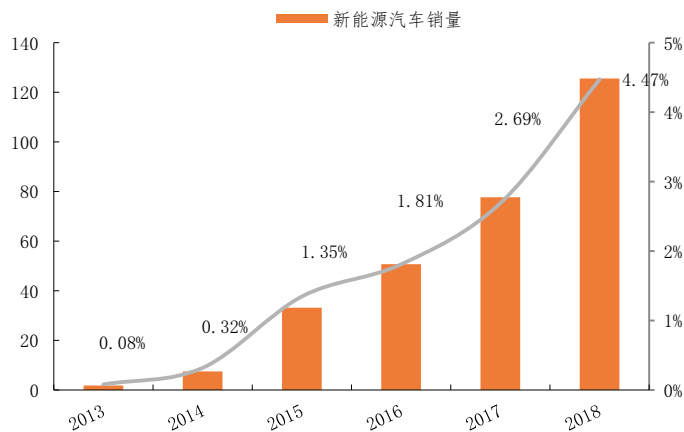
图 6：汽车电子价值量占汽车成本比重变化



资料来源：中国产业信息网，华金证券研究所

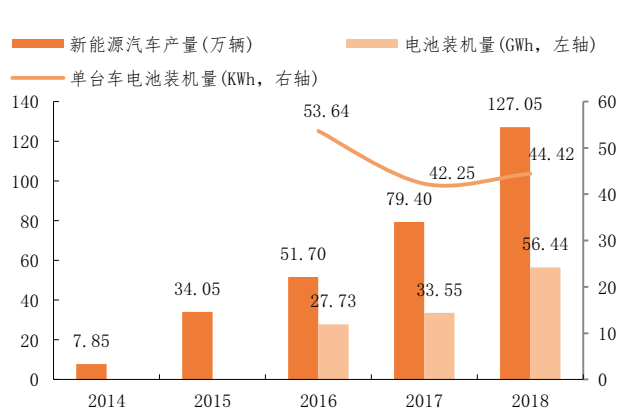
受益于新能源电池高能量比、高功率比、高转换率等优点，新能源电池行业近年来呈高速增长态势。2018 年我国新能源汽车累计锂电装机量 56.4GWh，较去年同期的 33.6GWh，增幅高达 67.9%。随着电动客车销量增速的显著放缓，EV 乘用车成为市场增长的主要驱动力。随着消费属性的乘用车销量的释放，新能源乘用车占比提升及单车锂电池装机量增加，未来锂电装机量增速将持续高于新能源汽车销量的增长速度。

图 7：新能源汽车销量及占汽车总销量比重 (%)



资料来源：中汽协，华金证券研究所

图 8：新能源汽车电池装机量及单车平均装机量



资料来源：中汽协，真锂研究，华金证券研究所

公司于 2017 年研制的圆柱锂电池生产线开发锂电智能制造装备业务，2018 年完成对亿纬锂能两条产线的交付和验收。由于公司为锂电设备行业新进入者，前期的研发、设计、调试成本较高，人工成本和制造费用成本占比较高，毛利率相对较低，公司 2018 年该业务毛利率为 19.2%。据招股书披露，公司与亿纬锂能正在洽谈新的业务合作，并陆续研制了化成分容一体机、叠片等锂电设备。截至 2019 年 4 月末，公司对欣旺达孙公司惠州锂威新能源科技有限公司的在手订单

为 1364 万元，对珠海冠宇电池有限公司的在手订单为 1360 万元，锂电设备业务呈现良好的持续性。

(二) 规模与海外巨头仍有差距，本土化服务显优势

全球来看，公司在汽车电子智能制造设备行业主要竞争对手为瑞士 Komax、加拿大 ATS、德国帝目、卓越自动化、赛能等；国内主要竞争对手为克来机电。从规模上看，海外巨头由于起步早，业务体量占据优势。公司 2018 年营业收入仅为 ATS 收入规模的 5.7%，及 Komax 的 13%；公司与国内的克来机电收入规模相当。虽然海外巨头的品牌知名度和先发优势较为明显，而公司在本地化方面依托项目实施能力及快速响应能力，以及更具性价比的整体方案方面形成一定的竞争优势。

从行业属性上看，公司与国内克来机电较为相似。克来机电产品面向发动机汽车电子、汽车内饰零配件等领域，其客户主要为博世、法雷奥、联合电子、天和电子等；而公司主要产品面向电连接、传感器、执行器、控制器制造等领域，主要客户为泰科电子、大陆集团、力特集团等。因此从客户及产品面向的细分领域，公司与克来机电的直接竞争较少。

表 1：汽车电子智能制造设备行业主要竞争对手

公司	国家	2018 年营收	主要产品
Komax	瑞士	4.8 亿法郎	专注于线束加工自动化设备的研发和生产，在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市场和技术领导者。
ATS	加拿大	11.15 亿美元	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。
帝目	德国	1.7 亿欧元	主要面向汽车电子、汽车零部件、医疗器械和太阳能等行业。公司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。
卓越自动化	德国		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。提供定制化、自动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。
德国赛能	德国	5400 万欧元（2017 年）	领先的一站式、自动化系统制造商。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。
克来机电	中国	5.83 亿元	产品可分为柔性自动化生线与工业机器人系统应用两大类，主要在发动机汽车电子、内饰零配件等领域；产品涵盖装配、检测、焊接、喷涂、折弯等各类智能装备。

资料来源：招股书，华金证券研究所整理

(三) 在手及新增订单充足，成长性无忧

公司通过全球知名汽车电子厂商的认证，持续进入合格供应商序列，对汽车电子行业一级供应商的收入快速增加。公司 2018 年末主要客户的在手订单累计达 2.0 亿元，2019 年主要客户前四个月的新增订单为 1.18 亿元。其中，对大陆集团的销售收入由 2016 年的 143 万元增加至 2018 年的 8206 万元，2018 年末在手订单 6903 万元，今年前四个月新签 2833 万元订单，呈现良好的持续性。另外，公司于 2018 年对博世、日本电装等汽车电子巨头已产生销售收入。公司在手及新增订单饱满，2018 年年末在手及 2019 年前四个月新增合计超 3.18 亿元，是 2018 年收入的 72.9%。充足的在手订单，确保公司仍将保持较快速增长。

表 2：公司主要客户收入及订单情况（万元）

	2016	2017	2018	2018 年末在手订单	2019 年 1-4 月新增订单
泰科电子	8707	12347	15657	7694	3672
大陆集团	143	1132	8206	6903	2833
亿纬锂能	-	-	3603	-	-
力特集团	1262	2295	3347	1265	2040
莫仕集团	60	157	1891	1472	2673
法雷奥	34	531	1605	2186	-
森萨塔系	949	1077	1080	350	564
美敦力系	-	894	342	125	-
飞恩机电	964	425	-	-	-
精英模具	577	90	5	-	-
合计	12697	18947	35737	19995	11782

资料来源：上市问询反馈，华金证券研究所整理

（四）募资扩大智能制造系统生产能力

公司募集资金将投资于智能制造系统及高端装备的新建项目，总投资额为 4.68 亿元，其中 4.30 亿元用于建设投资，流动资金 0.37 亿元。募投项目建设期 2 年，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 1550 套/台的生产能力，这将有利于公司进一步扩大市场占有率，巩固和开发国内外市场，提高盈利能力。

表 3：公司募资投向

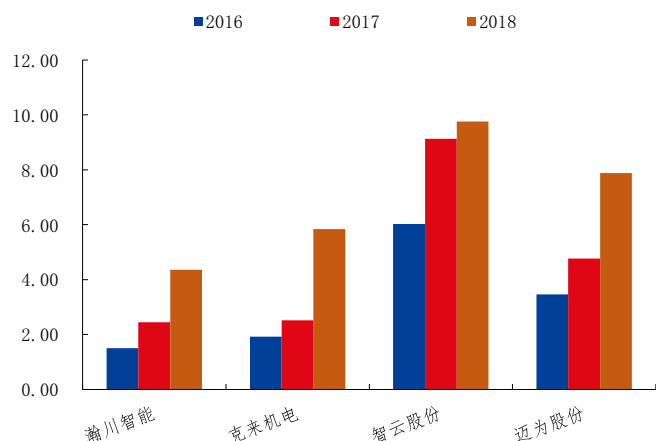
项目名称	项目总投资（万元）	拟使用募集资金金额（万元）
智能制造系统及高端装备的新建项目	46,758	46,758

资料来源：招股书，华金证券研究所

三、公司财务分析

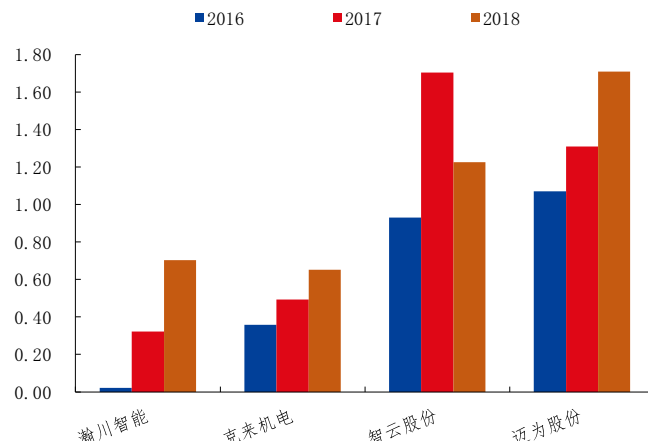
营收规模和净利润保持快速增长：公司与克来机电在行业属性上较为相似，而在客户及细分领域直接竞争较少；公司与智云股份与迈为股份同为智能制造设备供应商。从收入规模上看，公司近三年收入规模由 1.5 亿元提升至 4.4 亿元，复合增长率达 71.2%。增速显著高于同行。而按 2018 年收入规模看，仍低于可比公司，有较大的提升空间。

图 9：可比公司营业收入（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

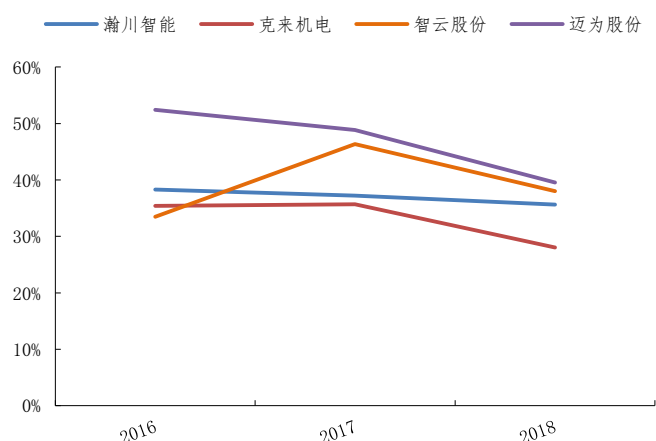
图 10：可比公司归母净利润（百万元）



资料来源：Wind，华金证券研究所

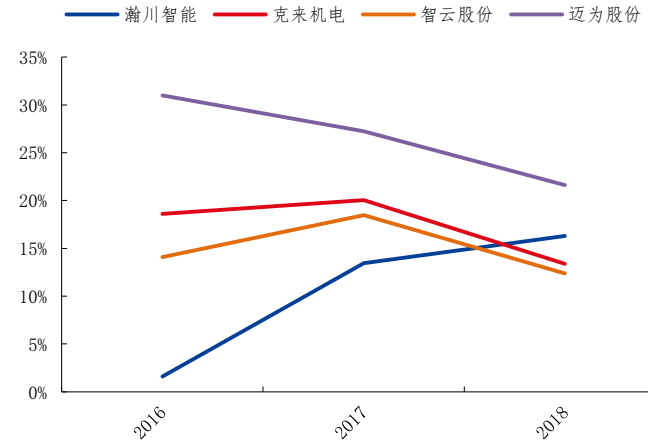
瀚川智能毛利率稳定，净利率处提升态势：与可比公司相比，公司 2016-2018 年毛利率维持在 37% 的行业中间水平。而随营收提升规模效应显现，公司盈利能力向上，2018 年净利率已提升至约 16.3%，预计仍有上升空间。

图 11：可比公司毛利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

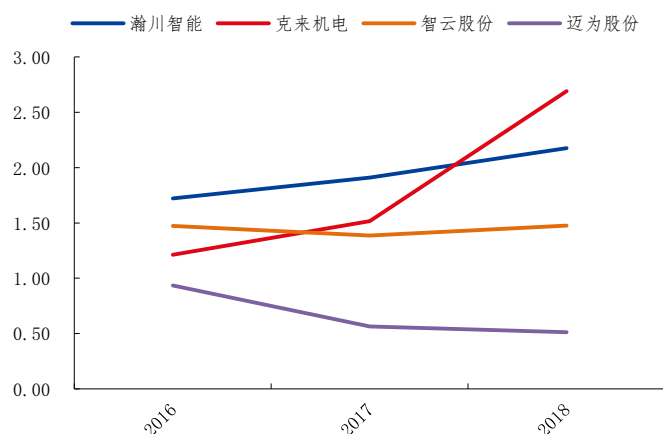
图 12：可比公司净利率



资料来源：Wind，华金证券研究所

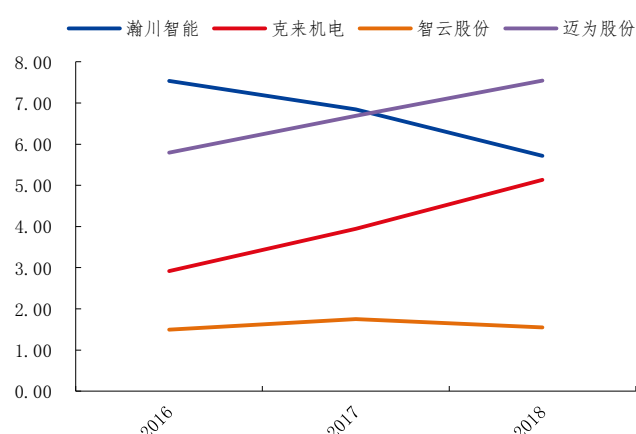
瀚川智能存货周转率由 2016 年的 1.7 次提升至 2.2 次，呈现良好的存货管理能力；应收账款周转率由 2016 年的 7.5 次下降为 5.7 次，与克来机电 2018 年水平相当，仍处行业较好水平。公司整体存货和应收账款管理状况良好。

图 13: 可比公司存货周转率情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

图 14: 可比公司应收账款周转情况



资料来源: Wind, 华金证券研究所

四、估值与投资建议

根据公司业务特点,选择汽车电子设备行业的克来机电,智能制造设备行业的智云股份、迈为股份、赛腾股份为可比公司,估值情况如下:

表 4: 可比公司市值、股价与估值 (2019 年 7 月 7 日)

代码	公司	总市值(亿元)	PE(2018)	PS(2018)	PB(2018)
603960.SH	克来机电	47.9	73.5	8.2	9.6
300097.SZ	智云股份	30.7	25.0	3.1	1.6
300751.SZ	迈为股份	72.0	42.1	9.1	6.4
603283.SH	赛腾股份	38.7	32.0	4.3	5.3
可比公司均值			43.2	6.2	6.3
可比公司中位数			37.1	6.2	6.4

资料来源: Wind, 华金证券研究所

如按可比公司 2018 年静态市盈率均值 43.2 倍为参考,公司 2018 年归母净利润为 7026 万元,公司合理市值为 30 亿元。

如按可比公司 2018 年静态市销率均值 6.2 倍为参考,公司 2018 年营业收入为 4.36 亿元,公司合理市值为 27 亿元。

考虑到公司客户结构优异,在手订单充足,以及汽车电子自动化设备行业仍处成长期,我们认为可给予公司估值上限的 10%溢价,公司上市后合理市值区间为 25-33 亿元,如按发行后总股份 10800 万股测算,建议询价区间为 23.1-30.6 元。

五、风险提示

汽车销量持续不振,汽车生产商的资本支出将出现减缓,从而减少汽车电子智能制造设备的需求。

公司对大客户依赖虽呈现逐年减弱，但客户仍较集中于泰科电子、大陆集团、力特集团等，前五大客户收入比重仍处于高位，丢失大客户将导致收入下滑风险。

公司积极开拓锂电设备市场，新能源汽车市场规模尚小，较依赖政策支持，公司锂电设备业务存在政策风险。

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

范益民声明，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