

国内钻攻机龙头，受益于3C产业链国产化

——创世纪(300083)公司首次覆盖报告

买入|首次推荐

报告要点:

● 剥离原有结构件业务并更名创世纪，聚焦中高端数控机床智造

公司前身为劲胜智能，2015年全资收购创世纪机械，2018年主动剥离原有结构件业务，预计2020年底基本剥离完成。2020年2月创世纪机械创始人成为公司第一大股东后，7月公司更名为创世纪。目前公司专注于数控机床等高端制造和智能制造，在国内钻攻机市场居领先地位，在非苹果系供应商中的市占率约为40%，并拥有比亚迪电子、长盈精密、科森科技等优质大客户；2020年上半年机床业务收入12.4亿元，同比增长16.1%；其中3C领域出货量占比49.4%，5G领域出货量占比43.5%。

● 创世纪是国内钻攻机龙头，借力扬帆走双重国产替代道路

(1) 3C精密结构件的供应商逐渐向大陆转移。过去，苹果系产品的精密结构件供应商以可成、富士康、和硕等境外供应商为主，近几年随着大陆供应商技术不断成熟，开始向比亚迪电子、长盈、科森等本土供应商转移。此外，电子信息产品的供应链受到此次疫情不断冲击，以苹果系为主的供应链加速向本土转移。(2) 钻攻机设备加速走向国产化。用于结构件加工的CNC设备为钻攻机，目前国内设备价格优于进口厂商、整体品质不断提升，因而创世纪、润星科技、乔锋机械等国内厂商正逐步抢占国外份额。创世纪是国产钻攻机厂商中的佼佼者，深耕华为、oppo等非苹果系产业链多年，钻攻机累计销量占非苹果系供应商存量设备的40%左右。随着公司下游客户逐渐进入苹果供应链，公司有望凭借多年的客户基础顺势切入苹果供应链。

● 民营助推中高端机床行业发展，创世纪显峥嵘

2014年起受益于国内3C、汽车制造景气度，一批新兴民营机床企业迅速崛起。民营企业已成机床行业主力军，运营机制灵活、收入和利润上优势显著。2019年创世纪数控机床业务的收入规模达19亿元，其中通用机床收入7.9亿元；行业毛利率普遍较高，2019年创世纪数控机床业务毛利率达31.3%。公司的通用设备齐全，覆盖5G智造、汽车、医疗器械等多个行业，销售和服务网络遍及全国各地，为客户提供全面快捷的服务。

● 投资建议与盈利预测

考虑到苹果供应链和加工设备的双重国产化及数控机床主业凸显，预计公司20-22年归母净利润3.69/6.16/8亿元，给予公司“买入”的投资评级。

● 风险提示

手机出货量和5G推广进度不及预期；CNC加工设备过剩；精雕机竞争激烈、通用机床推广不及预期。

当前价/目标价：9.73元/12.9元

目标期限：6个月

基本数据

52周最高/最低价(元)：12.5/2.8

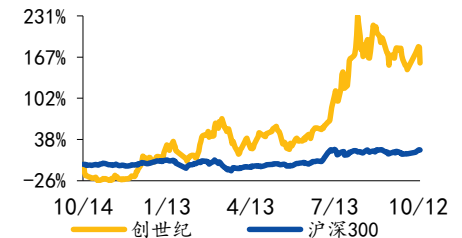
A股流通股(百万股)：1307.06

A股总股本(百万股)：1428.58

流通市值(百万元)：12717.71

总市值(百万元)：13900.09

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5507	5439	2935	3436	4204
收入同比(%)	-14	-1	-46	17	22
归母净利润(百万元)	-2866	13	369	616	800
归母净利润同比(%)	-722	100	2831	67	30
ROE(%)	-104.8	0.5	11.8	17.0	18.7
每股收益(元)	-2.00	0.01	0.26	0.43	0.56
市盈率(P/E)	-1.18	454.03	37.77	22.62	17.41

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

目录

1. 公司转型获新生，专注中高端数控机床智造	4
1.1 剥离结构件业务，立足中高端机床实现蜕变	4
1.2 创世纪机械专注于“3C+通用”领域，钻攻机处行业领先	5
1.3 剥离结构件后，经营质量显著改善	9
2. 3C 供应链国产化，创世纪借力扬帆	10
2.1 公司是国内钻攻机龙头，走双重国产化的扩张道路	10
2.1.1 国产钻攻机深耕非苹果系，创世纪品牌“台群”一枝独秀	12
2.1.2 国内结构件厂商持续渗透苹果供应链，公司顺势切入设备供应	14
2.2 精雕机成长迅速，市场认可度高	17
3. 通用机床方兴未艾，创世纪空间广阔	19
3.1 机床行业迎来民营后起之秀	19
3.2 5G 到来，滤波器市场打开加工中心前景	21
4. 盈利预测	22
4.1 核心假设和盈利预测	22
4.2 估值与投资建议	23
5. 风险提示	24

图表目录

图 1：公司历史发展	4
图 2：创世纪创始人夏军成为公司第一大股东	5
图 3：创世纪机械旗下子公司	5
图 4：2020H1 子公司创世纪机械营业收入同比增长 17.2%	6
图 5：子公司创世纪机械净利润及同比	6
图 6：数控机床业务毛利率与创世纪机械净利率	7
图 7：通用机型占比逐渐提高	8
图 8：3C 机型和通用机型毛利率	8
图 9：2020H1 高端机床出货量（单位：台）	8
图 10：上市公司历年营业收入（单位：亿元）	9
图 11：上市公司归母净利润及同比	9
图 12：上市公司经营活动现金流净额（单位：亿元）	9
图 13：上市公司分业务毛利率（单位：%）	9
图 14：上市公司与子公司创世纪机械资产负债率对比	10
图 15：手机金属中框 CNC 加工流程	11
图 16：手机制造厂商的钻攻机存量设备不完全统计（单位：万台）	12
图 17：国内主要厂商钻攻机营业收入（单位：亿元）	13
图 18：国内主要厂商钻攻机累计销量	13
图 19：公司对比比亚迪电子销售金额	13
图 20：公司对比比亚迪电子销售数量	13

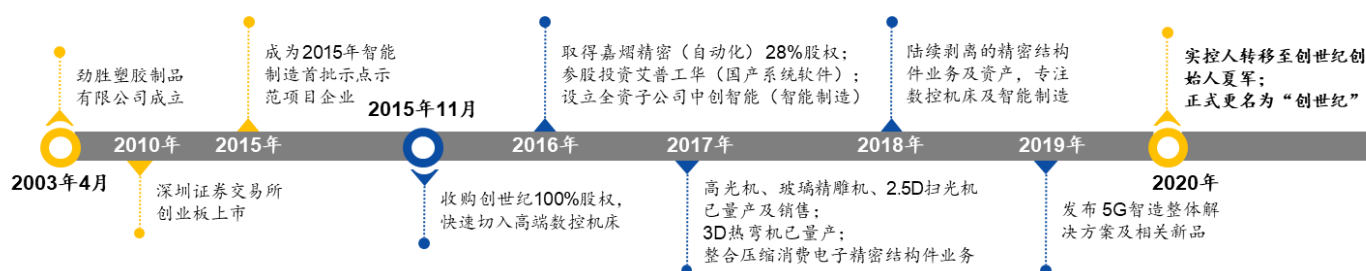
图 21: 前 200 名苹果供应商中的大陆供应商及占比	14
图 22: 苹果精密结构件供应商逐渐向国内转移	15
图 23: 国内主要厂商钻攻机营业收入	15
图 24: 用于手机精密结构件加工的钻攻机单价对比	15
图 25: 2.5D、3D 玻璃加工流程	17
图 26: 台群精雕机系列产品示例	18
图 27: 2019 年全球机床生产与消费	19
图 28: 历年中国机床生产与消费	19
图 29: 金属切削机床当月产量及同比	19
图 30: 金属成形机床当月产量及同比	19
图 31: 金属加工机床进出口金额及贸易逆差	20
图 32: 金属加工机床进出口金额当月同比	20
图 33: 优质民营机床企业营业收入 (单位: 亿元)	20
图 34: 优质民营机床企业毛利率 (单位: %)	20
图 35: 创世纪通用机型数控机床收入及同比	21
图 36: 创世纪通用机型数控机床销量及毛利率	21
表 1: 创世纪产品列表	6
表 2: 创世纪产品可分为 3C 机器设备和通用机器设备	7
表 3: 手机外观件组合的价格对比	10
表 4: 手机精密结构件及加工设备制造商	11
表 5: 国内钻攻机优质厂商情况	12
表 6: 创世纪产品台群 T-500H 与发那科 α -DD14MiA 参数对比	16
表 7: 精雕机主要制造厂商	18
表 8: 三大运营商 2020 年 5G 计划	21
表 9: 滤波器产品加工设备选型	22
表 10: 2020-2022 年各业务盈利预测	23
表 11: 可比公司估值	24

1. 公司转型获新生，专注中高端数控机床智造

1.1 剥离结构件业务，立足中高端机床实现蜕变

创世纪原身为劲胜智能，2015 年劲胜智能收购深圳创世纪机械，着力发展数控机床等高端制造和智能制造服务，2018 年开始主动剥离亏损的精密结构件业务。2020 年 2 月创世纪创始人夏军成为公司第一大股东，公司于 7 月正式更名为“创世纪”。目前公司已成为中国实力雄厚的数控机床制造企业之一，产品门类齐全，涵盖高速钻攻加工中心系列、立式加工中心系列、龙门加工中心系列等，产品应用于 5G 产业链、3C 消费电子领域、医疗器械、新能源汽车等领域的核心部件加工，在国内高速钻攻机市场中居于优势领先地位，已拥有比亚迪电子、长盈精密等一批稳定合作的优质客户。

图 1：公司历史发展

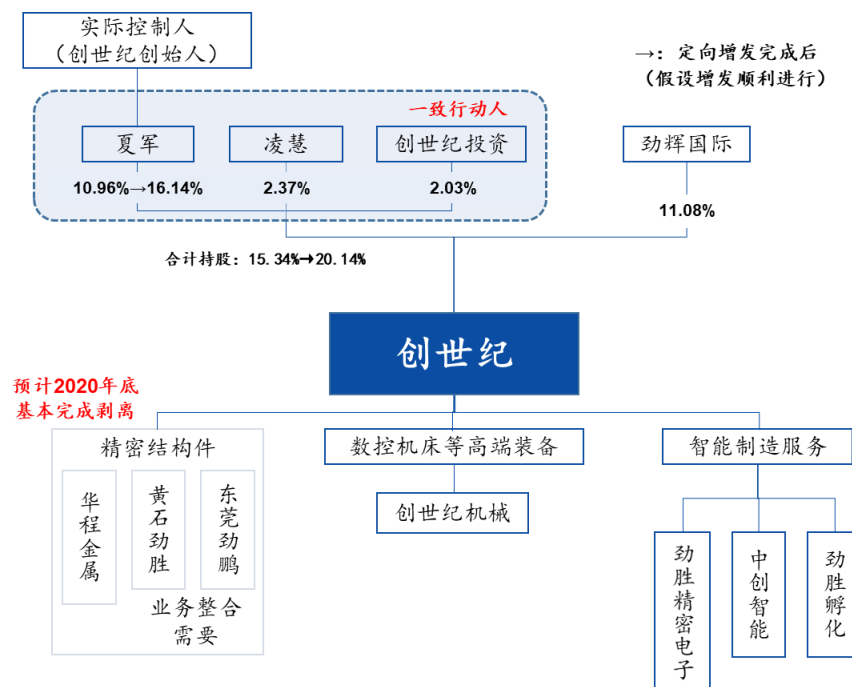


资料来源：公司年报，国元证券研究中心

剥离精密结构件业务，立足中高端机床制造实现蜕变。2018 年第四季度原第一大客户三星终止与公司的精密结构件业务合作，加之全球智能手机出货量下滑，公司精密结构件业务亏损较大。为转型升级，公司果断剥离精密结构件业务，对结构件相关的资产和业务进行整合处置，随着整合的深入及公司作为接单平台的过渡期结束，预计 2020 年以后，公司消费电子精密结构件业务收入将彻底被剥离，届时，中高端数控机床业务成为公司主要业务。

创世纪创始人夏军成上市公司第一大股东，定增完成后为实际控制人。2020 年 4 月，原公司第一大股东劲辉国际完成减持事项，其持股比例由 11.08%降至 6.08%，目前创世纪创始人夏军持股 10.96%，成为公司第一大股东。2020 年 9 月，公司发布定向增发申报稿，拟向发行对象为夏军、黎明和荣耀创投以 4.09 元/股非公开发行股票 14.67 亿股、预计募集资金约 6 亿元。其中，荣耀创投及其实际控制人黎明先生系战略投资者。此次定增完成后，预计夏军及其一致行动人凌慧、创世纪投资持股比例增加至 20.14%，夏军先生将成为公司的控股股东、实际控制人。

图 2：创世纪创始人夏军成为公司第一大股东

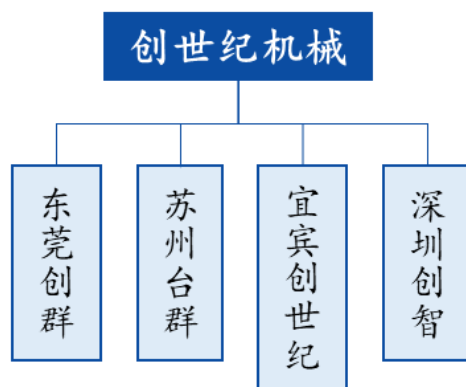


资料来源: Wind, 国元证券研究中心 (截至 2020 年 9 月 9 日)

1.2 创世纪机械专注于“3C+通用”领域，钻攻机处行业领先

子公司创世纪机械成立于 2005 年，专注于中高端数控机床业务，公司旗下拥有 Taikan 台群、Yuken 宇德两大数控机床品牌，并在深圳、苏州、宜宾三地拥有产业发展基地，区位优势明显。经过多年发展，创世纪已经成为国内自动化系统细分领域的龙头企业。

图 3：创世纪机械旗下子公司



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

创世纪产品主要涵盖金属切削机床、非金属切削机床等领域，细分为 3C 系列产品（高速钻铣攻牙加工中心系列）、5G 类系列产品（立式加工中心系列、玻璃精雕机系列等）、以及其他系列产品（如龙门加工中心系列、线轨加工中心系列、硬轨加工中心系列、数控车床系列、卧式加工中心系列、高速雕铣机系列、激光切割机系列等），能够为客户提供整套机加工解决方案，是国内同类型企业中技术宽度最广、产品宽度最全的企业之一。其中，高速钻铣攻牙加工设备在技术水平、服务能力等方面可与国际领先企业竞争，产品累计交付超过 6 万台，位居国内单项产品行业第一。

表 1：创世纪产品列表

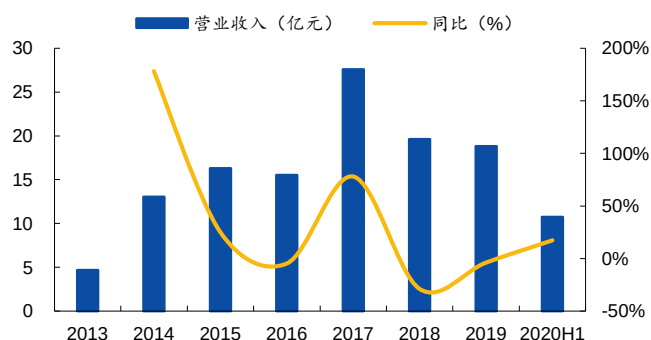
产品系列名称	设备示意图	产品特点	主要客户	主要应用
高速钻铣攻牙加工中心系列		机械结构优异，整体刚度高，整机振动小；在加工效率、开粗刀具寿命、精加工表面光洁度等方面有显著优势	比亚迪电子、领益智造、长盈精密、东山精密、科森科技等	智能手机后盖、中框，笔记本外壳等结构件新型材（如不锈钢、钛合金、铝合金等）的精密加工
立式加工中心系列		高速、高效、高精，能满足快速切削、批量化加工需要；机床具备高负荷、高精度，高刚性结构，热稳定性好	比亚迪、上汽集团、长城汽车、广汽集团、中国中车等	5G 通讯基站中腔体滤波器/介质滤波器、散热器等高精度、高效率加工
玻璃精雕机系列		高速、高精度，刚性优越、性能稳定，振动小；刀具寿命和表面质量方面具有优越性	比亚迪电子、富士康、欧菲光、蓝思科技、东山精密、伯恩光学等	适用于玻璃、蓝宝石、陶瓷等非金属材料加工；手机中框铝塑复合材料的高效率加工
龙门加工中心系列		以加工黑色和有色金属中大型复杂零件为对象，机床具备高速度、高精度、高柔性、环保等特点	比亚迪、上汽集团、长城汽车、广汽集团、中国中车等	适用于航空、航天、汽车、军工、能源、信息、模具等行业的中大尺寸复杂零件、模具加工

资料来源：公司年报，国元证券研究中心

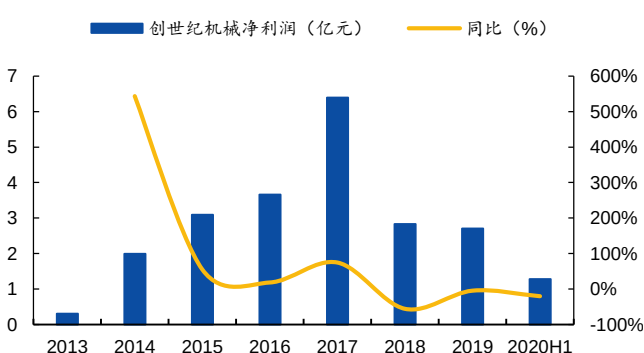
子公司创世纪机械是上市公司数控机床业务的载体，2020 年上半年营业收入达 10.8 亿元，同比增长 17.2%。在 3C 供应链领域，得益于公司产品综合性能、技术水平、性价比等多重优势，公司渗透率快速提升，2013-2019 年复合增速 26.1%；净利润成长迅速，2013-2019 年净利润复合增速 43.6%。

图 4：2020H1 子公司创世纪机械营业收入同比增长 17.2%

图 5：子公司创世纪机械净利润及同比



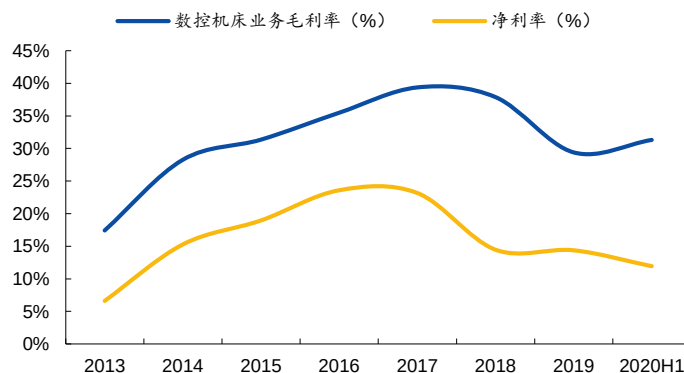
资料来源：公司公告，国元证券研究中心



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

毛利率与净利率逐步回升。2020 年上半年净利率和数控机床业务毛利率分别为 31.3% 和 11.9%，毛利率同比上升 2.3pct，净利率同比上升 4.1pct。历年毛利率与净利率发展平稳，2019 年受钻攻机销量下滑的影响预计在 2020 年得到复苏。

图 6：数控机床业务毛利率与创世纪机械净利率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2017 至 2019 年，公司将产品分为 3C 机器设备和通用机器设备，3C 机型包括用于手机结构件加工的钻攻机、玻璃精雕机等，通用机型包括立式、卧式、龙门加工中心。

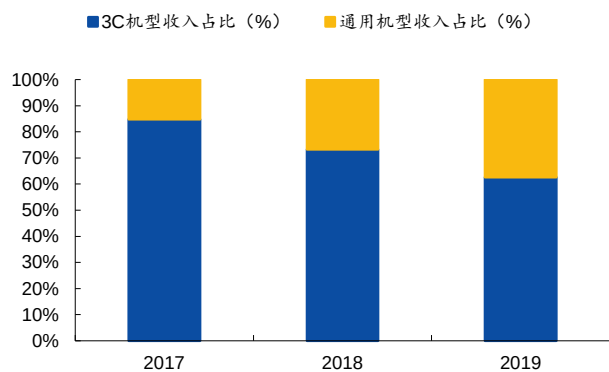
3C 机型数控机床为主要产品，2019 年收入占比超 60%。2019 年，创世纪机械 3C 机型销售收入 13.2 亿元，同比增长 1.6%，收入占比 62.6%；通用机型销售收入 7.9 亿元，同比增长 66.5%，收入占比 37.4%。2019 年，毛利率较高且销售收入占比较大的钻攻机销量下滑，导致 3C 机型毛利率随之下滑 9.5pct 至 33.9%，随着 2020 年国内钻攻机需求的复苏，预计 3C 机型毛利率将企稳回升。通用机型毛利率小幅下降 3pct 至 22.8%，主要是由于公司为开拓通用机型市场加大推广力度，让利于市场，销售毛利率小幅下降 3pct 至 22.8%。

表 2：创世纪产品可分为 3C 机器设备和通用机器设备

设备类型	具体设备	主要客户	销售模式	分布领域
3C 机器设备	钻攻机	比亚迪电子、蓝思科技、长盈精密等大型客户	直销	3C
	玻璃精雕机			
	扫光机			
	车床			
通用机器设备	立式加工中心	客户较分散，大客户较少	分销代销	医疗器械、五金模具、新能源、汽车、工程机械、军工等领域
	卧式加工中心			
	龙门加工中心等			

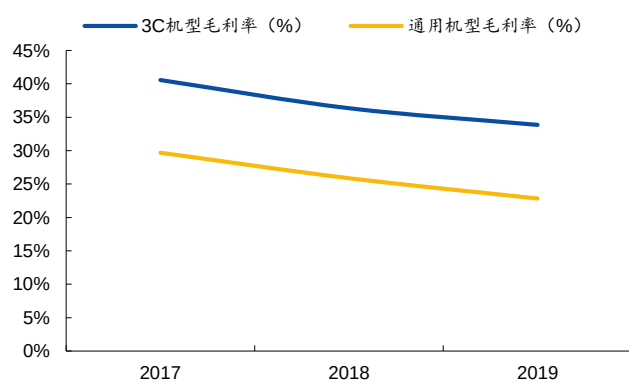
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 7：通用机型占比逐渐提高



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

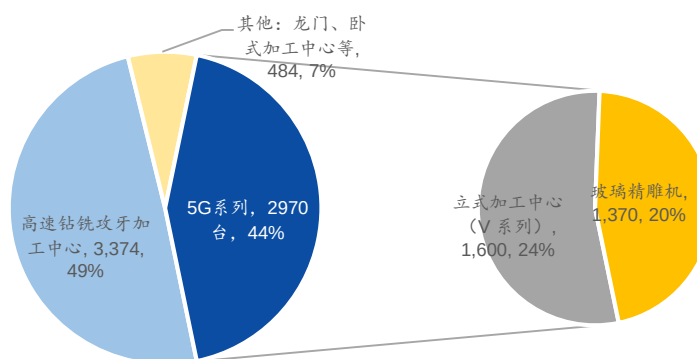
图 8：3C 机型和通用机型毛利率



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2020 年上半年 3C 系列钻攻机出货量超 3000 台，占总出货量近 50%。2020 年上半年，公司将高端机床产品重新划分为 3C 系列（高速钻攻机）、5G 系列（立式加工中心、玻璃精雕机）及其他（龙门、线轨/硬轨、卧式加工中心系列等），高端机床总出货 6828 台，其中 3C 系列高速钻攻机出货量 3374 台，占比 49%，5G 系列 2970 台，占比 44%，其他机床出货量 484 台，占比 7%。

图 9：2020H1 高端机床出货量（单位：台）

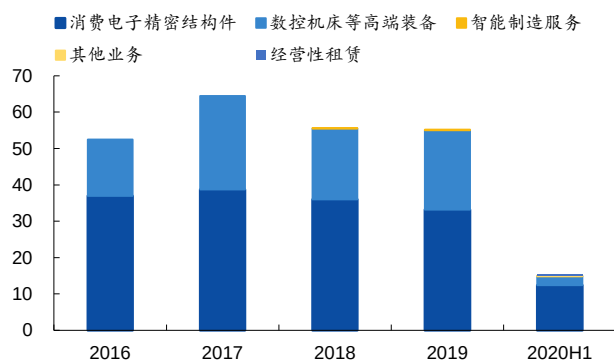


资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.3 剥离结构件后，经营质量显著改善

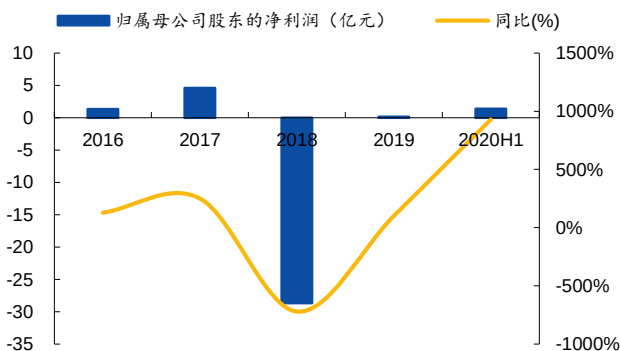
2020 年上半年上市公司数控机床业务占比大幅提升，精密结构件业务持续剥离。2020 年上半年，公司精密结构件业务收入 2.5 亿元，同比减少 16.3 亿元，数控机床等高端装备业务收入 12.4 亿元，同比增长 16.1%，经营性租赁业务收入 0.4 亿元；公司实现归母净利润 1.4 亿元，较去年同期增长 1.3 亿元，持续向好。

图 10：上市公司历年营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 11：上市公司归母净利润及同比

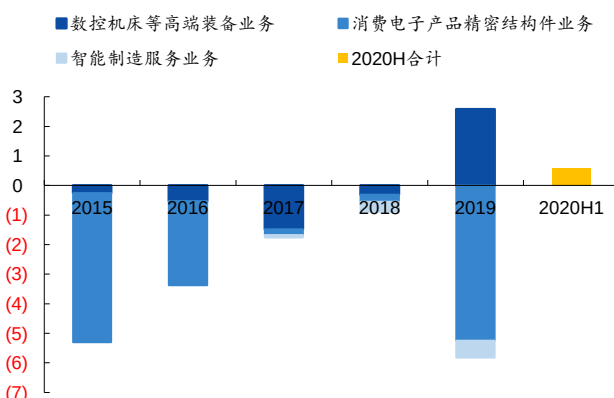


资料来源：Wind，国元证券研究中心

剥离后经营活动现金流净额持续增长。2019 年经营活动现金流净额 3.3 亿元，其中数控机床业务 2.6 亿元，首次出现正值，智能制造服务业务 0.6 亿元，精密结构件业务 -5.3 亿元。剔除剥离精密结构件带来的负面影响，2019 年公司已实现经营现金流净额的首次转正，为 2 亿元。2020 年上半年经营现金流净额持续增长，达 0.6 亿元。

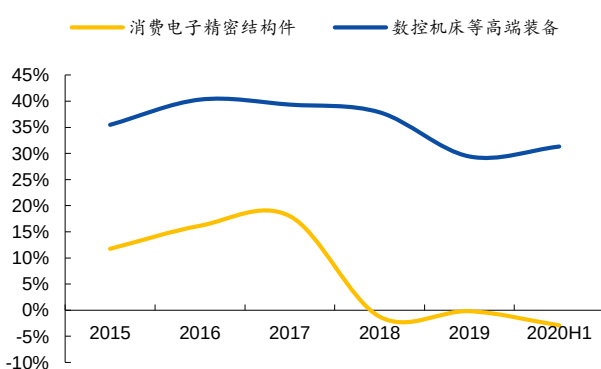
综合毛利率显著提升。2018-2020 年上半年，精密结构件业务一直处于亏损状态，毛利率也为负数，拖累整体毛利率；2020 年上半年，公司综合毛利率为 25.9%，同比提升 12.5pct，其中，数控机床毛利率同比提升 2.3pct 至 31.3%。

图 12：上市公司经营活动现金流净额（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

图 13：上市公司分业务毛利率（单位：%）

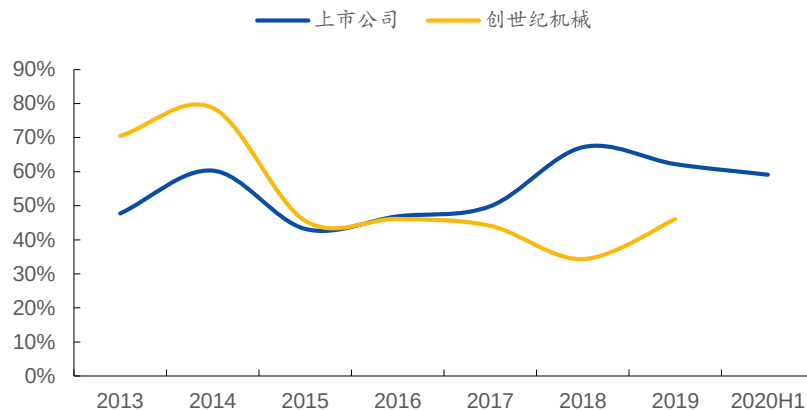


资料来源：Wind，国元证券研究中心

资产负债率持续改善。2019 年上市公司资产负债率 62.2%，子公司创世纪机械为 46.1%，显著低于上市公司，主要是由于创世纪机械在生产过程中侧重于前期设计开发、关键部件研发、控制系统二次开发以及整机装配测试，主要采用“轻资产”以及“订单推动式”的生产模式。2020 年上半年结构件持续剥离，上市公司资产负债率

进一步下降 3.1pct 至 59.1%，预计剥离完成后，公司的资产负债率将持续改善，实现轻装上阵。

图 14：上市公司与子公司创世纪机械资产负债率对比



资料来源：公司公告，国元证券研究中心（2015 年创世纪机械资产负债率为前三季度未经审计数据）

2. 3C 供应链国产化，创世纪借力扬帆

2.1 公司是国内钻攻机龙头，走双重国产化的扩张道路

手机结构件是手机的重要组成部分，主要包括连接器、触摸屏、金属壳、手机中框、玻璃盖板、手机玻璃、FPC、天线等。中框则为结构件核心，是手机核心和骨架，起到支撑手机的作用，且结构相对复杂，价值量较金属外壳反而有所提高。在同样的压铸+CNC 技术工艺下，中框的加工时间和难度加大，铝合金中框的单价(120-150 元)较铝合金后壳(100-120 元)单价高出 20-30 元。不锈钢 CNC 加工难度则更高，仅少数有实力的企业及其协力厂商能做。

表 3：手机外观件组合的价格对比

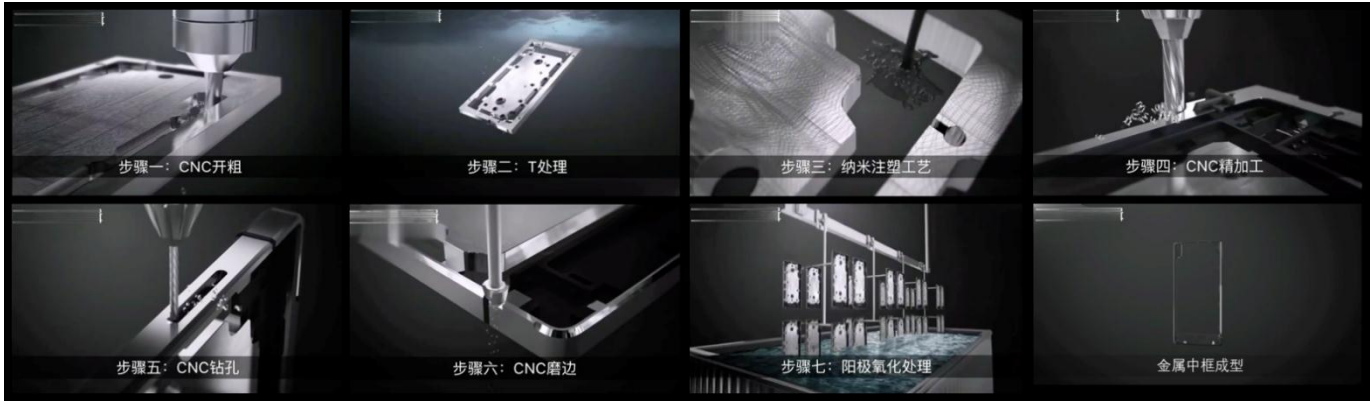
材料类型	加工难度	加工时间	单价（元/个）
塑料机壳	较简单		30~40
全 CNC 铝合金机壳	后盖、边框以及部分前面外观件一体成型，CNC 加工面积更大、精度要求更高、加工时长大于分离式后盖	1h	160~300
压铸+CNC 铝合金后壳	当前主流外观件方案，工艺成熟	30min	100-120
压铸+CNC 铝合金中框	复杂度通常介于压铸+CNC 与 CNC unibody 之间	40min	120-150
压铸+CNC 不锈钢中框	强度较高，加工难度较大	50min	300-400

资料来源：公开资料，中诚信国际整理（2018 年劲胜智能评级报告），国元证券研究中心

手机中框的 CNC 工艺主要通过高速钻攻机完成。以某品牌手机中框的一夹工序为例，一夹工序共有 12 道工序，基本以二维轮廓加工（包括钻孔、倒角）为主，轮廓精加工和平面加工基本采用高速加工。钻攻机是一种金属切削机床，一般用于精密结

构金属的钻孔攻丝，行程一般不超过 800mm*400mm。类似加工中心，通常主轴采用直连式，刀库采用转塔式，主轴锥度为 BT30，快移速度快于普通加工中心。

图 15：手机金属中框 CNC 加工流程



资料来源：艾邦智造，国元证券研究中心

苹果系产品的精密结构件供应商多以富士康、可成、和硕、捷普等整机制造商为主，大部分选用进口钻攻机品牌，如发那科、兄弟、山崎马扎克等；华为、oppo 等非苹果系结构件供应商以国内厂商为主，包括比亚迪电子、通达集团、长盈精密等，大部分采用大陆品牌钻攻设备生产，如创世纪、润星科技等，部分采用进口品牌，如发那科、兄弟、津上、欧德吉等。

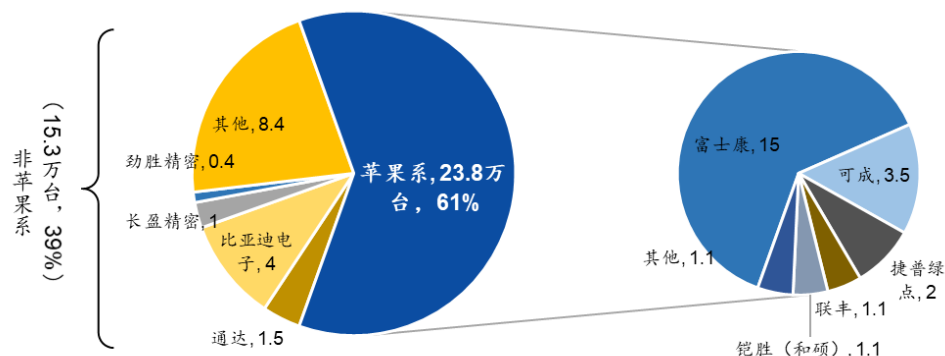
表 4：手机精密结构件及加工设备制造商

手机品牌	手机精密结构件 制造商	钻攻机设备供应商	设备供应商国别
苹果系	富士康	发那科	日本
	可成科技		
	和硕联合	兄弟	
	捷普绿点		
	联丰集团	山崎马扎克	
			
非苹果系： 华为、oppo、vivo、小米等		创世纪	大陆
		嘉泰数控	
	比亚迪电子	润星科技	
	通达集团	乔锋机械	
	长盈精密	台湾永进	台湾
	胜利精密	欧德吉	德国
	威博精密	现代威亚	韩国
		发那科	日本
	兄弟		
	津上		

资料来源：公开资料整理，国元证券研究中心

根据不完全统计，目前市场上钻攻机的存量设备大约 40 万台，其中苹果系供应厂商的钻攻机设备存量占比达 60%，非苹果系厂商的存量钻攻机设备占比则在 40%左右。

图 16：手机制造厂商的钻攻机存量设备不完全统计（单位：万台）



资料来源：艾邦高分子，公司官网等公开资料整理，国元证券研究中心

2.1.1 国产钻攻机深耕非苹果系，创世纪品牌“台群”一枝独秀

创世纪为国内领先钻攻机供应商。非苹果系手机制造厂商多采用国产设备，国内钻攻机随着 2013、2014 年国产手机金属外壳的大量推广得以快速发展，创世纪钻攻机的产销量多年稳居国内市场前列，截至 2020 年初，已累计销售 6 万台，在非苹果系手机制造厂商所拥有的存量设备中市场份额约为 40%左右。

此外，国内钻攻机制造厂商中还有华东重机子公司润星科技、嘉泰数控、乔锋机械，三家均为国内优质的钻攻机设备商，润星和嘉泰均已与知名手机供应商客户展开合作，进入华为、小米、oppo、vivo 等手机产线。乔锋机械成立时间最早，目前已达到年产能 8000 台的水平。创世纪子公司宜宾创世纪机械于 2019 年 9 月成立，目前正处于生产基地的建设阶段，计划 2021 年全面竣工；苏州台群机械已于 2016 年 12 月成立，一期厂房在 2019 年下半年投入使用，二期厂房预计在 2020 年下半年竣工，预计未来产能将进一步扩张。

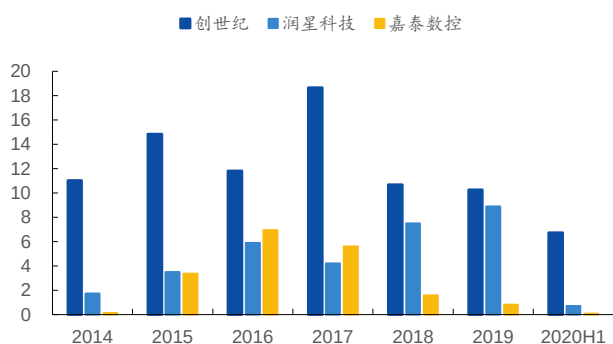
表 5：国内钻攻机优质厂商情况

国内主要厂商	知名合作客户	成立时间	所在地	数控机床年产能	厂房占地面积
创世纪机械	比亚迪电子、长盈精密、科森科技、 东山精密、领益智造	2005 年	广东东莞	24000 台 (月产 2000 台)	60000 平方米，宜 宾、苏州、沙田基地 同步推进中
润星科技 (华东重机子公司)	比亚迪电子	2007 年	广东东莞	达上万台	70000 平方米
嘉泰数控	瑞声科技、比亚迪电子；20 年新进订 单：伯恩光学、富士康	2011 年	福建泉州	2400 台 (2015 年)	60000 平方米
乔锋机械	—	2004 年	广东东莞	8000 台	114192 平方米

资料来源：公司官网、各公司招股说明书、重组报告书，国元证券研究中心

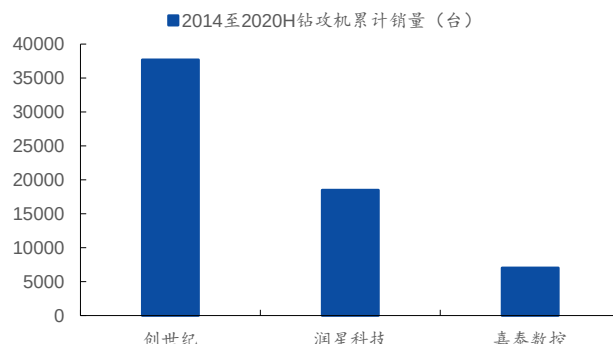
创世纪品牌钻攻机在国内厂商中优势显著。2014 至 2020 年上半年，创世纪、润星科技、嘉泰数控三家国内供应商累计销售的设备数量超 6 万台，约占非苹果手机制造厂商市场存量的 41%。创世纪优势显著，在 2014 至 2020 年上半年累计销量约 4 万台，远超嘉泰，约为润星科技的两倍；从 2020 年上半年看，创世纪钻攻机销量 3374 台，假设钻攻机设备单价 20 万元，钻攻机收入超 6.7 亿元，也远高于润星和嘉泰。此外，与创世纪合作的知名客户数量也最多，与比亚迪电子、长盈精密、科森科技、东山精密、通达集团等均保持长期稳定合作。

图 17：国内主要厂商钻攻机营业收入（单位：亿元）



资料来源：公司公告，国元证券研究中心估计

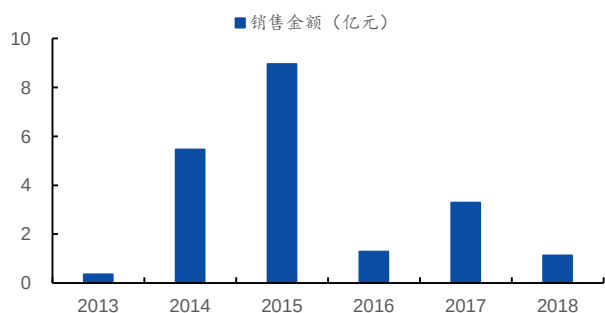
图 18：国内主要厂商钻攻机累计销量



资料来源：公司公告，国元证券研究中心估计

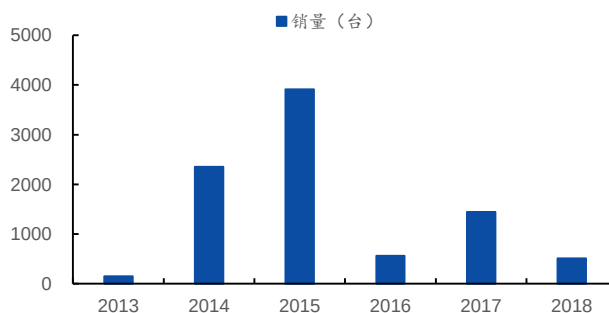
创世纪在比亚迪电子自购设备的渗透率达 30%，大客户认可度高。以创世纪的主要客户比亚迪电子为例，以往大多从发那科等德日系品牌采购用于生产消费电子金属外壳的钻攻机，如今国内设备加工效果已与进口设备相差无几，且进货成本优于日本厂商，因此比亚迪电子目前更倾向购买国产设备，创世纪已成为比亚迪电子 CNC 设备的主要供应商之一。根据公司公告数据推算，2013 至 2018 年公司向比亚迪电子累计销售设备 9000 台左右，另外根据不完全统计，比亚迪电子自购的存量设备为 3 万台左右，公司向其销售的钻攻机数量占其设备采购总量约 30%。

图 19：公司对比亚迪电子销售金额



资料来源：公司公告，国元证券研究中心估计

图 20：公司对比亚迪电子销售数量

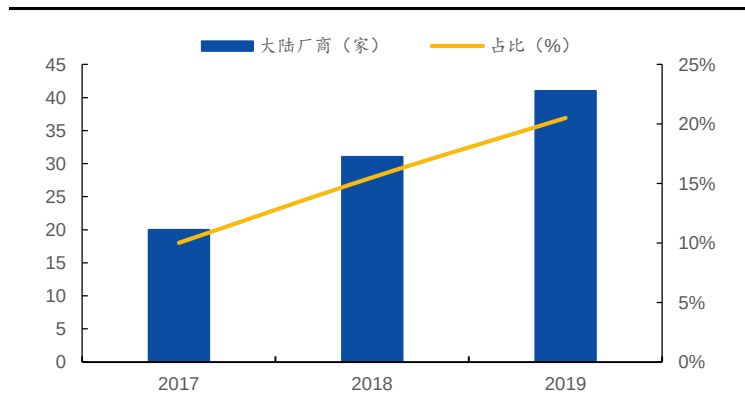


资料来源：公司公告，国元证券研究中心估计

2.1.2 国内结构件厂商持续渗透苹果供应链，公司顺势切入设备供应

苹果供应链对国内厂商的依赖逐步加深。从苹果前 200 名供应商可以看出，近年来大陆公司的数量持续增加，17 年约为 20 家，2019 年持续增长至 41 家，可见大陆供应商在苹果的供应链体系的重要性越来越强，在前 200 大供应商的占比超两成。

图 21：前 200 名苹果供应商中的大陆供应商及占比

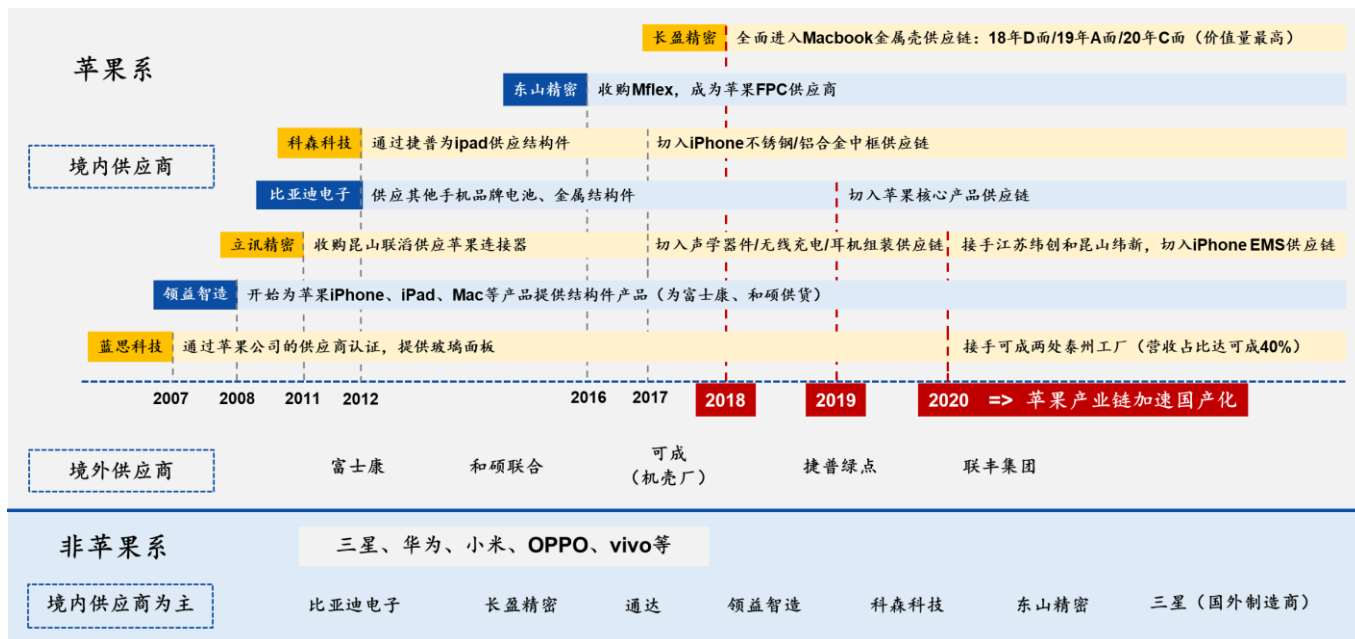


资料来源：前 200 名苹果供应商名单，国元证券研究中心

精密结构件的供应商逐渐向国内转移，2020 年成突破之年。过去苹果系的精密结构件的供应以富士康、和硕、可成等此类境外整机供应商为主，其中富士康、和硕一直是 iPhone 的代工主力。近一两年贸易摩擦频发，苹果为能守住中国庞大的市场份额并不断收紧成本，开始对减少台系供应商并增加大陆系供应商的比重，将供应商向国内厂商转移，预计未来这类趋势也会保持；加上此次疫情不断冲击电子产品的海外供应链，国产替代方案进一步加速。

2020 年 7 月，立讯精密宣布斥资 33 亿收购纬创在中国大陆的苹果代工厂，正式进入 iPhone 代工领域，交易完成后，立讯将会成为首家中国内地的苹果公司代工厂商；8 月蓝思科技也发布公告，拟以现金 99 亿元全资收购可成科技在泰州的两家公司可胜科技以及可利科技，两处工厂合计营收达可成总收入的四成左右，意味着可成在中国大陆的业务已完全出售给蓝思。此外，比亚迪电子、长盈、科森等优质的结构件供应商陆续进入苹果系供应链，国产供应商的资质不断被认可。

图 22：苹果精密结构件供应商逐渐向国内转移



资料来源：各公司年报、招股说明书，苹果供应商名单，国元证券研究中心

苹果系供应商采购日系品牌钻攻机较多，如发那科、兄弟等，均为老牌CNC设备制造商。在此次苹果产业链的国产化推进中，长盈、科森等精密结构件厂商也将加大设备采购以扩充产能，优质的国产设备将凭借其高性价比、加工精度和良率的保证成为其首要选择。公司钻攻机应用的手机产线曾获苹果认证，将顺利切入苹果产线。

对标发那科，创世纪起量迅速。2014年随着三星和国产手机金属外壳的大量推广，国内钻攻机得以快速发展，经过不断努力，国内钻攻技术已涵盖手机加工CNC全工序，整体品质不断提升，且价格较国外品牌具有显著优势。根据北京发那科统计，2016年国内品牌钻攻机销量达3.5万台，而包括发那科、日本兄弟、现代威亚、津上等的国外品牌销量1.5万台，国产品牌一举超过国外钻攻机的销售数量，完成了一次漂亮的弯道超车。据北京发那科统计，截至2017年，发那科在中国市场上累计销售的钻攻机达13万台，我们估计同期创世纪累计销量约4万台，差距正不断缩小。

图 23：国内主要厂商钻攻机营业收入

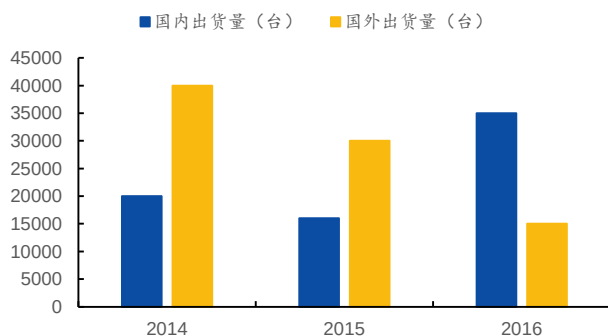
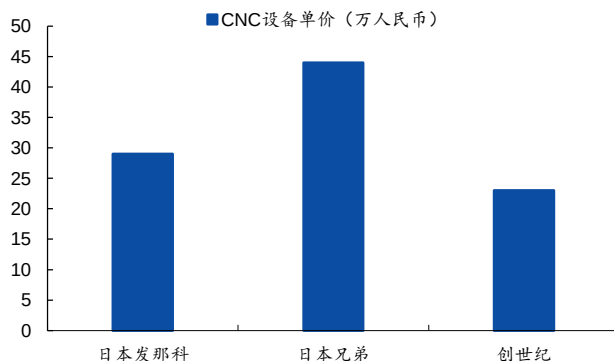


图 24：用于手机精密结构件加工的钻攻机单价对比



资料来源：北京发那科，国元证券研究中心（国外品牌包括发那科、日本兄弟、现代威亚、津上等）

资料来源：捷荣技术设备采购公告，国元证券研究中心

创世纪钻攻机与发那科设备的加工效果相差无几。创世纪产品台群 T500H 和发那科 α -DD14MiA 均为应用于手机金属结构件加工的热门机型，从工作行程、主轴转速、切削速度、精度、三轴快速移动率等各项参数对比来看，台群钻攻机已赶上发那科的设备水平。

配套服务上，创世纪更胜一筹。此外，公司相比发那科等国际同行在国内具有售后服务团队遍布、反应速度快的优势；同时公司的驻场服务制度竞争力强，驻场技术人员可以为客户提供实时服务，第一时间解决客户设备使用过程中的问题，而国外设备厂商无法提供此类服务，公司产品的综合竞争力从而提高。

表 6：创世纪产品台群 T-500H 与发那科 α -DD14MiA 参数对比

名称	单位	台群钻攻机 T-500H	发那科 α -DD14MiA
工作台尺寸	mm	620*400	650*400
行程	左右 (X)	500	500
	前后 (Y)	400	400
	上下 (Z)	320	330
主轴鼻端至工作台距离	mm	180-500	150-480
主轴转速 (选配)	rpm	50-24000	100-10000
主轴锥度	#	BT-30	7/24 锥度 No.30
X 轴快速移动率	m/min	60	48
Y 轴快速移动率	m/min	60	48
Z 轴快速移动率	m/min	60	48
切削速度	mm/min	1-30000	1-30000
最大刀具重量	kg	2.5	3
刀具长度	mm	200	250
最大直径 (满刀/邻空刀)	mm	50/65	80
气压需求	Mpa	0.6	0.35-0.55
定位精度	mm	0.005	0.006-0.020
重复精度	mm	0.003	<0.004
最大负重	kg	250	300
机械重量 (大约)	kg	3100	2000
外形尺寸 (长*宽*高)	mm	1690*2600*2600	1565*2040*2236

资料来源：台群精机、发那科官网，国元证券研究中心

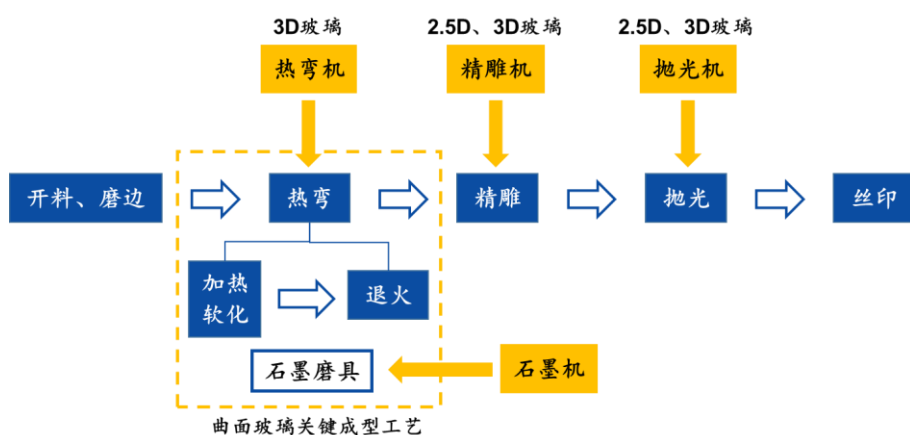
钻攻机更新换代空间广阔。CNC 加工机床由于工作饱和度高导致折耗加速，通常折旧年限在 5-10 年左右。考虑到数控系统、主轴等关键零部件国产化替代趋势加快，致使新机床采购成本降低，经济效应更为显著，预计更新换代周期将提前。假设钻攻机加工存量设备每 5 年完成全部更新换代一次的情况下，以现在的 40 万存量设备计算，平均每年需替换的钻攻机需求预计在 8 万台左右，假设钻攻机设备单价 20 万元，未来每年钻攻机设备更新换代的市场空间将达 160 亿元。

创世纪累计销售钻攻机超 6 万台，充足的市场存量设备也为后续更新换代市场提供强有力的保障，若不考虑进口设备更换为创世纪品牌，假设创世纪已销售钻攻机 100% 仍更换为创世纪设备，公司的更新需求将达 120 亿元。

2.2 精雕机成长迅速，市场认可度高

目前数码产品使用的玻璃盖板分为：2D 玻璃、2.5D 玻璃以及 3D 玻璃。由于 3D 曲面玻璃较 2.5D 玻璃可以更好地与柔性 OLED 屏贴合，“柔性屏+3D 玻璃”的 3D 曲面屏手机已是主流外观选择，目前多款手机都已搭载 3D 曲面玻璃作为手机后盖板的主材质，获得广泛市场认可。3D 玻璃是由 2D 玻璃通过经热弯机热弯成型得到，具有 CNC 加工耗时长、良率低的特点，难以大规模量产。玻璃精雕机可广泛用于 2D、2.5D、3D 手机玻璃面板、手机按键等零件加工。

图 25：2.5D、3D 玻璃加工流程



资料来源：国元证券研究中心整理

目前精雕机市场的主要厂商有北京精雕、广州佳铁、大宇精雕、远洋翔瑞及创世纪机械。北京精雕和广州佳铁均属第一梯队，深耕于 3C 领域的精雕机行业多年，规模较大且客户群体广泛。创世纪、大宇精雕、远洋翔瑞属第二梯队，创世纪作为第二梯队中的佼佼者，虽从事精雕领域时间较短，却已经取得了不俗的成果，精雕机销量仅次于北京精雕和广州佳铁。

表 7：精雕机主要制造厂商

公司名称	简介	年收入	精雕机累计销量	知名客户
创世纪机械	16 年公司进入玻璃精雕机行业，玻璃雕刻机已成为创世纪主营的数控机床产品之一，玻璃精雕机生产近 1000 台/月	2019 年精雕机收入约 4 亿元，销量约为 2600 台	>7000 台	欧菲光、蓝思科技、伯恩光学
北京精雕	为国内最大的精雕机生产企业，客户数量超过 15000 家，具备年产 12000 台中型精雕机和 16000 支精雕主轴的生产能力	2018 年销售额为 29 亿元，销量 7000 多台	>90000 台	伯恩光学（采购超 15000 台设备）、蓝思、欧菲光等
广州佳铁（归属于科杰集团）	是雕铣机制造龙头企业科杰旗下的 CNC 主力品牌，07 年进入 3C 领域，在 3C 产品领域连续的推出了玻璃生产雕刻设备、金属加工设备等	-	年销量可达 6000-9000 台	-
大宇精雕（被福能东方收购）	07 年联合蓝思、维达力等达成约 200 台玻璃精雕机订单，从此进入精雕机领域，是全球首批和美国苹果公司合作加工盖板玻璃的精雕机厂商之一	2019 年营业收入为 2.67 亿元，销量为 1090 台	-	合力泰、信利光电、方兴科技
远洋翔瑞（被田中精机收购后又出售）	成立于 09 年，是一家高精密数控设备行业的高新技术企业，主要产品有精雕机、雕铣机、钻攻机、智能化机械加工设备	2019 年精雕机收入约为 2 亿元，销量大于 1100 台	2014 至 2019 年累计销量超 6600 台	三环集团、瑞必达科技、智诚光学、胜利精密、合力泰等

资料来源：公司官网及公司公告，艾邦高分子，《适应市场变化，主动调整企业经营方针——北京精雕科技董事张保全》，《北京精雕：中国机床工业的后起之秀》，国元证券研究中心

精雕机业务成长迅速，客户认可度高。公司于 2015 年进入玻璃精雕机行业，彼时已具备多年 3C 行业经验，精雕业务拓展较为迅速，精雕机投入市场仅四年，截至 2020 年上半年累计销量估计已达 9000 余台。公司月产能已达到 1000 台，出货同样快速增长，目前得到国内的玻璃巨头蓝思玻璃、欧菲光、伯恩光学等主流玻璃盖板加工企业的认可。此外，台群精雕机机型多样，包括单头、双头和四头的玻璃精雕机，并配有机械手，具有高速、高精度、刚性优越、布局合理先进、操作方便、人机交互性强等优势。

图 26：台群精雕机系列产品示例



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

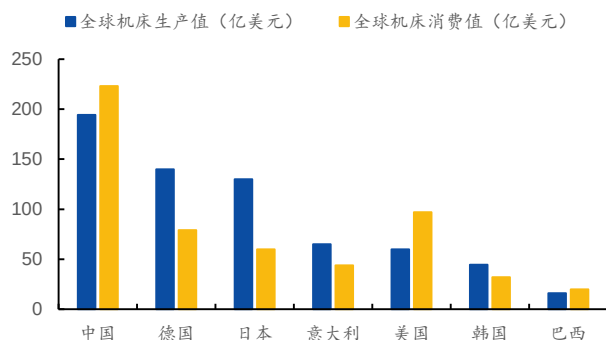
2020 年上半年玻璃机出货量达 1370 台，全年销售保持稳定增长。子公司宜宾创世纪目前正处于生产基地的建设阶段，计划 2021 年全面竣工；苏州台群机械一期厂房已在 2019 年下半年投入使用，二期厂房预计在 2020 年下半年竣工，未来 1-2 年内，产能限制的问题将得到极大缓解，精雕机更易踏上快速扩张的道路。

3. 通用机床方兴未艾，创世纪空间广阔

3.1 机床行业迎来民营后起之秀

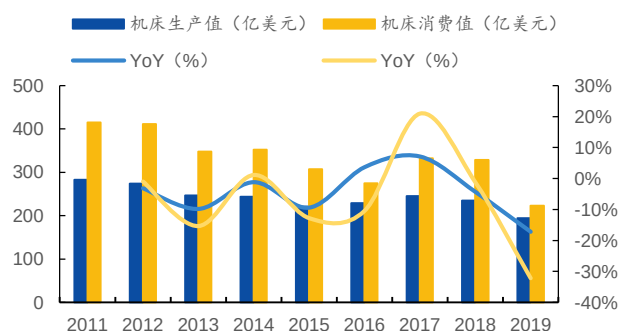
机床被称为“工作母机”，是各类装备制造的基础。据 Gardner 数据显示，全球机床市场在经历 2017 和 2018 年连续两年的正增长后，2019 年出现下滑，是 2011 年全球经济恢复以来机床消费市场的最低水平。2019 年全球机床消费值 821 亿美元，同比下降 13.8%；生产值 842 亿美元，同比下降 13.3%。中国机床工业在全球的生产值、消费值均为世界第一，2019 年国内机床产值约为 194 亿美元，全球占比为 23.1%，同比下降 17.2%；消费值 223 亿美元，同比下降 32.2%。

图 27：2019 年全球机床生产与消费



资料来源：Gardner Intelligence，国元证券研究中心

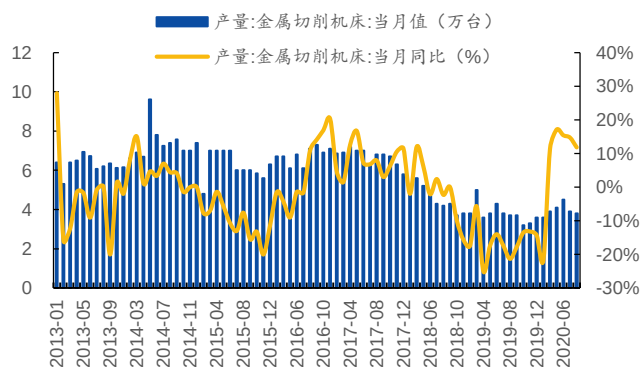
图 28：历年中国机床生产与消费



资料来源：Gardner Intelligence，国元证券研究中心

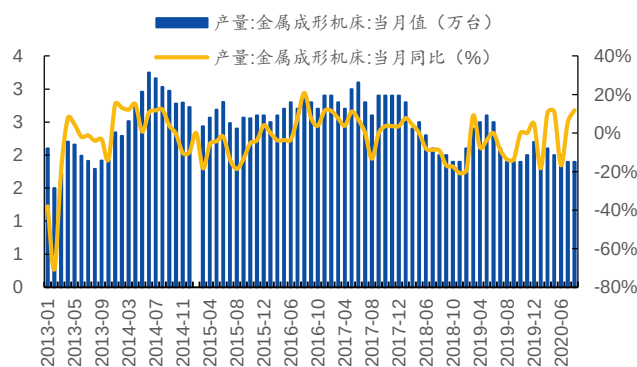
受益于国内制造业投资整体回暖，机床行业正在迎来复苏。2020 年 4 月份金属切削机床产量同比增速转正，达 11.4%，已出现复苏迹象，截至 8 月份，已连续 4 月保持 11% 以上的同比增长；8 月份金属成形机床产量 1.9 万台，同比增长 11.8%。

图 29：金属切削机床当月产量及同比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

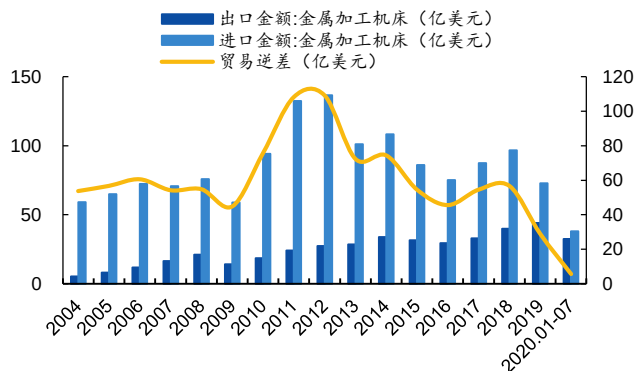
图 30：金属成形机床当月产量及同比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

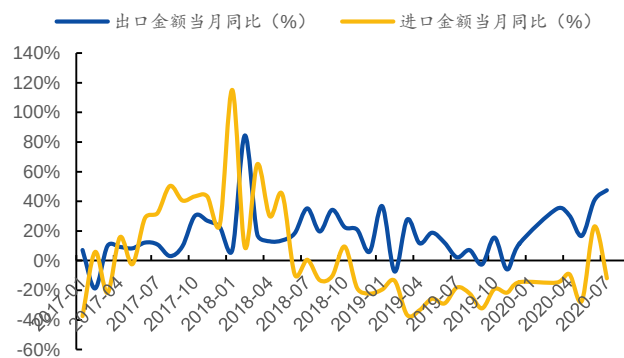
我国金属加工机床的贸易逆差正不断缩小，国产设备日益强大。截至 2020 年 7 月份，我国金属加工机床累计出口金额 32.45 亿美元，同比增长 27.5%，累计进口金额 38.13 亿美元，同比减少 15.1%。进口总额和出口总额的当月同比自 2019 年起呈现相反走向，2020 年 7 月份，进口总额同比下降 11.8%，出口总额同比增长 47.5%，贸易逆差呈现不断缩小的趋势。

图 31：金属加工机床进出口金额及贸易逆差



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 32：金属加工机床进出口金额当月同比

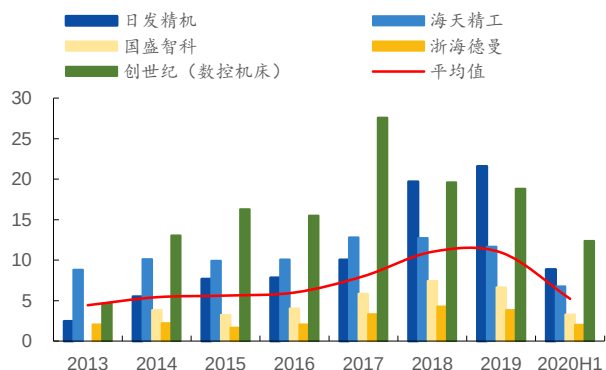


资料来源：Wind，国元证券研究中心

根据中国机床工具工业协会相关调研报告，2014 至 2017 年是服务于 3C 产业的新兴机床企业快速增长期，由此造就了一大批新兴民营机床企业迅速崛起。目前民营企业已占主体地位，国有企业在全行业产值中的比重从 2008 年的 25% 降至 2015 年的 10% 左右，民营企业占比则从 60% 增至近 80%。此外，2015 年 739 家规模以上金切机床企业中，国有和集体、私营、外资企业的主营业务收入比例为 18:69:11，利润比例为 -12:97:13，私营机床企业优势显著。

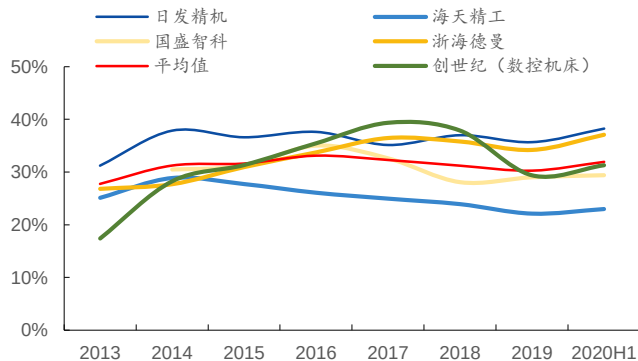
上市民营机床企业表现优异，创世纪规模占优。上市公司中不乏优质的民营机床企业，例如日发精机、海天精工、国盛智科、浙海德曼等。2019 年可比公司营业收入的平均值为 10.9 亿元，而创世纪数控机床业务的收入规模达 19 亿元，是上市民营机床企业中规模较大的一家；民营机床普遍毛利率较高，平均水平多年保持在 30% 左右，2019 年创世纪数控机床业务毛利率达 31.3%，与行业水平接近。

图 33：优质民营机床企业营业收入（单位：亿元）



资料来源：Wind，国元证券研究中心（平均值不含创世纪）

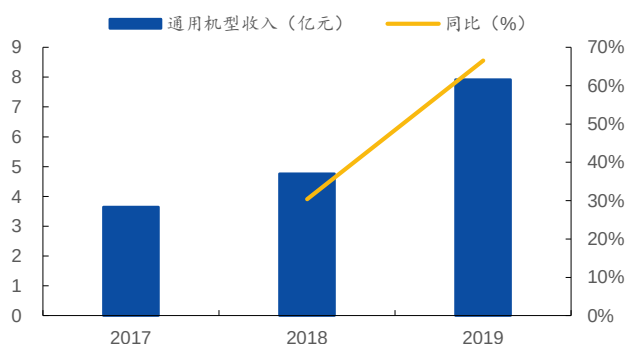
图 34：优质民营机床企业毛利率（单位：%）



资料来源：Wind，国元证券研究中心（平均值不含创世纪）

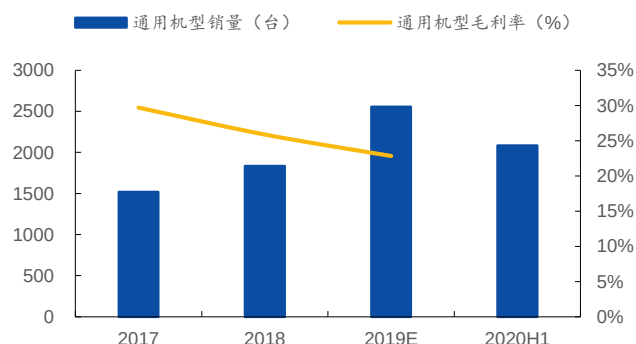
通用机床推广成效显著，2020 年上半年立式加工中心业绩亮眼。公司通用型机床包括立式加工中心、卧式加工中心、龙门加工中心系列等，2019 年公司通用机床销售收入达 7.9 亿元，同比增长 66.5%，毛利率 22.8%，通用机床销量亦实现大幅增长，主要是由于 2019 年加大通用机床的推广力度和应用于 5G 滤波器加工的立式加工中心销量大幅增长。2020 年上半年，除玻璃精雕机和钻攻机外，通用型机床出货量 2084 台，超 18 年全年，其中 V 系列立式加工中心出货 1600 台，龙门加工中心等其他机床 484 台，未来有望进一步拓展至除 3C、5G 外的五金、汽配、医疗器械等行业。

图 35：创世纪通用机型数控机床收入及同比



资料来源：Wind，国元证券研究中心

图 36：创世纪通用机型数控机床销量及毛利率



资料来源：Wind，国元证券研究中心（2019 年销量为估计值）

3.2 5G 到来，滤波器市场打开加工中心前景

5G 商用时代到来，带动 5G 基站建设加速及 5G 智能手机需求快速增长，将推动 5G 基站核心部件和 5G 通讯类产品精密结构件加工需求同步增长，从而带动上游数控机床产业发展。根据各省出台的 5G 相关规划，预计 2019 年-2021 年全国 5G 基站达到 150-200 万个。工信部表示，截至 2020 年 9 月 22 日，三大运营商在全国已建设开通 5G 基站超 50 万个，已基本完成年初设定的全年 5G 基站建设目标，5G 用户已超过 1.3 亿户。

表 8：三大运营商 2020 年 5G 计划

运营商	5G 资本开支 (亿元)	5G 基站数量 (万个)	5G 覆盖范围	5G 部署方式
中国移动	1000	25	覆盖全国所有地市级 (含) 以上城市	加快向 SA 演进，坚持云网一体发展
中国电信	453	25	覆盖全国所有地市级 (含) 以上城市	5GSA 商用能力处于行业领先地位，5G+ 公有云+MEC 融合最大化 5G 技术价值
中国联通	350	25	覆盖全国所有地市级 (含) 以上城市	年中商用 5GSA 网络，推进“网边端业”高度协同
合计	1803	50		

资料来源：中商产业研究院，因有部分运营商基站合并共建，故合计数据已忽略合并部分避免重复计算，国元证券研究中心

滤波器是移动通信中进行信号传输频率选择的关键器件，用于消除频带间相互干扰，从而保障信号能在特定的频带上传输。目前，5G 产品的机加工主要以铣削、钻孔、

攻丝为主。其加工的难点以滤波器产品加工工艺要求为例：滤波器工件需完成多个面多个工序加工；工件在工艺编排不好时，需重复装拆夹；加工余量小（0.5-1mm），基本无重切削；因产品为压铸件，砂眼及杂质易断钻头和丝攻。台群的立式加工中心、钻攻机、卧式加工中心可对应不同型号的滤波器加工。

表 9：滤波器产品加工设备选型

项目	产品尺寸（mm）	行程特别事项	推荐机型
小型机壳散热 器盖板	400*300 内	X 轴≥600mm	
		Y 轴≥400mm	立加 T-V856S
		Z 轴加工 200 行程≥300mm	钻攻机 T-700
中型机壳散热 器盖板	700*450 内	X 轴≥700mm	立加 T-V1165
		Y 轴≥500mm	钻攻 T-1200
		Z 轴加工 200 行程≥400mm	H-11 卧加
大件机壳散热 器盖板	1200*600 内	X 轴≥1100mm	立加 T-V1265
		Y 轴≥600mm	钻攻 T-1200
		Z 轴加工 300 行程≥500mm	H-11 卧加

资料来源：公司官网，国元证券研究中心

2019 年 8 月创世纪发布 5G 智造整体解决方案和 15 款系列新品，助力 5G 通信设备、智能硬件加工行业 and 全生态链产品的布局。对于 5G 通讯基站内大型腔体批量性加工更高效，同时针对多孔腔体，钻孔、攻牙产品的加工，创世纪旗下品牌台群精机开发了用于 5G 腔体的多款立式、卧式加工中心。其中明星产品立式加工中心系列 T-V856B 在 2019 年销售量已超 1300 台，2020 年上半年 V 系列立式加工中心出货量达 1600 台，客户认可度高。

4. 盈利预测

4.1 核心假设和盈利预测

核心假设：

- 1) 数控机床高端制造：**公司是国产钻攻机厂商中的佼佼者，深耕华为、oppo 等非苹果系产业链多年，2020 年上半年，受益于苹果供应链和加工设备的双重国产化，公司凭借多年的客户基础和技术实力，顺势切入苹果供应链，钻攻机销量实现高速增长，未来两年有望延续上半年的高景气度，保持稳定高速增长。此外，受国内 5G 基站建设速度加快影响，预计未来 5G 系列机床产品同步实现较快增长。
- 2) 消费电子精密结构件：**自 2018 年以来，公司为转型升级逐渐剥离精密结构件业务，对结构件相关的资产和业务进行整合处置，随着整合的深入及公司作为接单平台的过渡期结束，预计 2020 年公司结构件业务将基本剥离，2021 年彻底剥离完毕。

3) 智能制造服务: 公司积极培育发展智能制造服务业务, 主要包括 IOT (工业物联网解决方案)、TOM (智能工厂解决方案)、工业自动化业务, 涉及中创智能及创世纪自动化两个主体。2020 年受疫情影响业务展开不及时, 预计 21、22 年恢复至 18、19 年的业绩水平。

盈利预测:

我们预计数控机床业务收入有望持续增长, **20-22 年收入同比增速预计分别达 12.6%、32%、24.9%, 毛利率保持稳定增长, 20-22 年预计分别为 31.6%、31.7%、32.4%;** 消费电子精密结构件剥离有序进行中, 预计 2020 年实现结构件业务的基本剥离, 总体业绩和毛利率逐渐脱离结构件的影响, **20-22 年公司总营收增速预计为 -46%、17.1%、22.3%, 同时毛利率稳步回升, 20-22 年预计分别为 28.3%、32.2%、33.3%。**

表 10: 2020-2022 年各业务盈利预测

主营业务		2019	2020E	2021E	2022E
数控机床等高端装备	营业收入 (百万元)	2181.2	2456.9	3242.8	4051.4
	增长率 (%)	12.3%	12.6%	32.0%	24.9%
	毛利率 (%)	29.4%	31.6%	31.7%	32.4%
消费电子精密结构件	营业收入 (百万元)	3319.3	367.2	55.1	0.0
	增长率 (%)	-7.8%	-88.9%	-85.0%	
	毛利率 (%)	-0.2%	-2.9%	-3.0%	
智能制造服务	营业收入 (百万元)	21.8	4.2	18.5	22.2
	增长率 (%)	2.2%	-80.9%	344.8%	20.0%
	毛利率 (%)	41.3%	15.0%	25.3%	30.0%
内部抵消及其他业务收入 (万元)		-57.7	63.3	107.1	119.8
合计	营业收入 (百万元)	5439.3	2935.4	3436.2	4203.9
	增长率 (%)	-1.2%	-46.0%	17.1%	22.3%
	毛利率 (%)	11.7%	28.3%	32.2%	33.3%

资料来源: 国元证券研究中心估计

4.2 估值与投资建议

我们预计, **2020-2022 年公司归母净利润为 3.69、6.16、8 亿元, EPS 为 0.26、0.43、0.56 元/股, 对应 PE 38、23、17X。** 从公司所处的细分市场来看, 公司主营业务数控机床制造是手机供应链厂商的上游, 与手机供应商联系紧密, 因此将国内 A 股市场四家手机供应商作为可比公司。我们预计, 公司未来两年 PE 估值与可比公司的平均水平较为接近。考虑到结构件业务的剥离完善, 公司数控机床业务主业逐渐凸显, 业绩有望走上快车道, 首次推荐, 给予“买入”评级。

表 11: 可比公司估值

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS				PE			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
300433.SZ	蓝思科技	34.86	1,528.21	0.58	0.97	1.22	1.44	23.80	36.05	28.67	24.18
002600.SZ	领益智造	12.18	857.72	0.28	0.36	0.50	0.62	39.11	33.83	24.54	19.75
300115.SZ	长盈精密	26.94	245.12	0.09	0.61	0.89	1.22	193.10	44.44	30.42	22.12
603626.SH	科森科技	16.48	79.95	-0.44	0.37	0.64	0.83	-23.81	44.66	25.81	19.81
平均	-	-	-	-	-	-	-	58.05	39.75	27.36	21.47
300083.SZ	创世纪	9.73	139.00	0.01	0.26	0.43	0.56	454.03	37.77	22.62	17.41

资料来源：国元证券研究中心；可比公司采用 wind 一致预期，收盘价日期为 2020 年 10 月 14 日

5. 风险提示

- (1) 手机出货量和 5G 推广进度不及预期；
- (2) CNC 加工设备过剩；
- (3) 精雕机竞争激烈、通用机床推广不及预期。

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	4874	4206	3672	4078	4909
现金	471	688	620	606	762
应收账款	1640	1331	1068	1174	1359
其他应收款	168	162	94	109	131
预付账款	89	60	38	38	44
存货	2082	1338	1471	1722	2107
其他流动资产	425	627	381	429	506
非流动资产	3541	3122	3251	3240	3250
长期投资	185	99	89	80	80
固定资产	1208	802	801	674	546
无形资产	201	174	376	576	778
其他非流动资产	1948	2047	1985	1909	1845
资产总计	8416	7328	6923	7318	8158
流动负债	5119	3699	2936	2848	3040
短期借款	1072	744	933	744	744
应付账款	1714	1365	683	749	870
其他流动负债	2333	1589	1320	1355	1427
非流动负债	534	860	852	860	849
长期借款	0	145	150	155	160
其他非流动负债	534	715	702	705	689
负债合计	5652	4558	3789	3708	3889
少数股东权益	29	-3	-3	-3	-3
股本	1432	1431	1431	1431	1431
资本公积	3670	3657	3657	3657	3657
留存收益	-2358	-2336	-1968	-1495	-839
归属母公司股东权益	2735	2773	3137	3613	4272
负债和股东权益	8416	7328	6923	7318	8158

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	-88	-325	27	612	602
净利润	-2868	7	369	616	800
折旧摊销	441	224	195	196	195
财务费用	102	114	68	69	62
投资损失	16	-42	-20	-21	-24
营运资金变动	-248	-733	-372	-296	-448
其他经营现金流	2469	104	-212	50	17
投资活动现金流	-212	22	-222	-235	-245
资本支出	181	145	0	0	0
长期投资	16	-0	-10	-9	0
其他投资现金流	-15	168	-233	-244	-245
筹资活动现金流	69	131	127	-391	-201
短期借款	103	-328	189	-189	0
长期借款	0	145	5	5	5
普通股增加	-0	-1	0	0	0
资本公积增加	4	-13	0	0	0
其他筹资现金流	-39	328	-67	-207	-206
现金净增加额	-230	-172	-68	-14	156

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	5507	5439	2935	3436	4204
营业成本	4816	4800	2104	2329	2803
营业税金及附加	26	25	14	16	19
营业费用	270	178	117	120	139
管理费用	509	346	257	189	223
研发费用	230	122	103	121	147
财务费用	102	114	68	69	62
资产减值损失	-2408	-59	0	0	0
公允价值变动收益	3	0	0	0	0
投资净收益	-16	42	20	21	24
营业利润	-2803	63	473	787	1020
营业外收入	1	2	2	2	2
营业外支出	9	15	9	11	12
利润总额	-2810	51	466	778	1011
所得税	58	43	97	163	211
净利润	-2868	7	369	616	800
少数股东损益	-2	-5	0	0	0
归属母公司净利润	-2866	13	369	616	800
EBITDA	-2260	401	735	1051	1277
EPS (元)	-2.00	0.01	0.26	0.43	0.56

主要财务比率

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	-14.3	-1.2	-46.0	17.1	22.3
营业利润(%)	-610.5	102.3	647.0	66.6	29.6
归属母公司净利润(%)	-721.9	100.4	2831.3	67.0	29.9
获利能力					
毛利率(%)	12.5	11.7	28.3	32.2	33.3
净利率(%)	-52.0	0.2	12.6	17.9	19.0
ROE(%)	-104.8	0.5	11.8	17.0	18.7
ROIC(%)	-84.5	0.7	9.6	14.3	16.6
偿债能力					
资产负债率(%)	67.2	62.2	54.7	50.7	47.7
净负债比率(%)	18.97	30.01	41.24	37.16	35.56
流动比率	0.95	1.14	1.25	1.43	1.61
速动比率	0.13	0.77	0.74	0.82	0.91
营运能力					
总资产周转率	0.56	0.69	0.41	0.48	0.54
应收账款周转率	3	3	2	3	3
应付账款周转率	2.93	3.12	2.05	3.25	3.46
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	-2.00	0.01	0.26	0.43	0.56
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.06	-0.23	0.02	0.43	0.42
每股净资产(最新摊薄)	1.91	1.94	2.19	2.52	2.99
估值比率					
P/E	-4.86	1107.20	37.77	22.62	17.41
P/B	5.09	5.02	4.44	3.85	3.26
EV/EBITDA	-7	37	20	14	12

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000), 国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188