

# 德宝装备 (835632.OC) 其它专用设备行业

评级：增持 首次评级

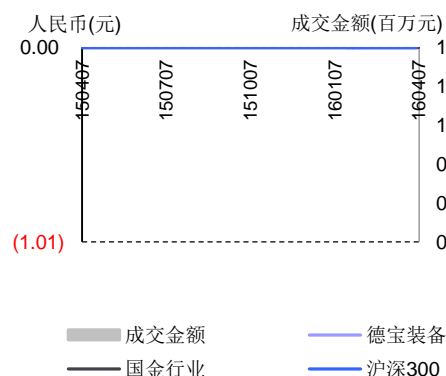
公司研究

## 打造汽车自动化涂胶核心竞争力

长期竞争力评级：高于行业均值

### 市场数据(人民币)

年内股价最高最低(元) / 3264.49  
 沪深 300 指数



### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	N/A	0.333	0.408	0.527
每股净资产(元)	1.18	2.71	4.60	7.11
每股经营性现金流(元)	2.64	1.79	2.04	2.60
市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	N/A	42.78%	22.41%	29.17%
净资产收益率(%)	99.20%	61.43%	44.30%	37.06%
总股本(百万股)	N/A	30.00	30.00	30.00

来源：公司年报、国金证券研究所

### 投资逻辑

- 从营收规模来看，公司是行业内具有竞争实力的系统集成商，处于中游位置。从财务数据来看，公司 2013-1H2015 营收分别为 4296 万元、1.01 亿元和 4008 万元，净利润分别为 -558 万元，700 万元和 586 万元，净利润增速较快。公司业务主要是工程项目，收入确认期集中在下半年。
- 从行业来看，我国已是全球产销量最大的汽车市场，面对行业放缓和竞争加剧，整车厂对智能化、柔性化生产线新增和改造需求持续增长。汽车自动化装备产业仍然是一个规模巨大的市场。大格局是外资占主导，国内局部突破并逐渐实现进口替代。其中汽车焊装是红海市场，竞争激烈，出现集中的趋势；冲压、涂胶、输送等细分领域凭借专业性和性价比、服务，国内系统集成商优势开始显现。
- 从公司优势来看，公司是行业内具备竞争实力的系统集成商。公司立足核心客户，与东风体系有良好的合作关系，业务增长稳定性和利润率方面有保证。汽车焊装生产线竞争激烈，公司在全国范围内不具备竞争优势，主打差异化战略，围绕自动化涂胶打造核心竞争力，有望在这个细分领域占据领先优势。
- 2015 年受汽车产业行情影响营收下降。2015-2016 年是公司战略调整期，尤其是 2016 年在涂胶技术研发和组建专业涂胶市场开拓团队方面投入较大，净利润下滑。预计经过 1 年左右的积累，随着涂胶设备占比上升，利润率会逐步改善。

### 投资建议

- 我们预计公司 2015-2017 年营收分别为 8700 万，1.07 亿元和 1.32 亿元，净利分别为 1000 万，1200 万和 1600 万，市值范围约 5-6 亿，给予增持评级。

### 风险提示

- 汽车投资放缓，市场竞争加剧，涂胶自动化开发不达预期，核心人员流失。

贺国文 分析师 SAC 执业编号：S1130512040001  
 (8621)60230235  
 hegw@gjzq.com.cn

张景鹏 联系人  
 (8621)60935876  
 zhangjingpeng@gjzq.com.cn

## 内容目录

1、公司情况介绍 .....	4
1.1、公司概况 .....	4
1.2、公司产品 .....	4
1.3、公司近三年经营情况 .....	4
1.4、公司股权结构及团队 .....	5
1.5、公司融资情况 .....	5
2、汽车自动化装备需求持续增长，存在长期进口替代空间 .....	6
2.1、汽车装备自动化规模持续增长 .....	6
2.2、市场竞争格局 .....	10
3、公司：专注核心客户，围绕涂胶自动化打造核心竞争力 .....	12
3.1、立足华中，专注核心客户 .....	12
3.2、集中资源，专注涂胶自动化核心业务 .....	13
4、投资建议和盈利预测 .....	14
5、风险提示 .....	16

## 图表目录

图表 1：公司产品 .....	4
图表 2：公司 2013-1H2015 营收及净利润 .....	4
图表 3：公司 2013-1H2015 毛利率和净利率 .....	4
图表 4：2013-1H2015 公司三费情况 .....	5
图表 5：2013-1H2015 公司产品结构 .....	5
图表 6：公司股权结构 .....	5
图表 7：2010-2014 年中国汽车产量及同比增长 .....	6
图表 8：中国汽车产业固定资产投资额 .....	6
图表 9：2014 中日韩德汽车及其他制造业工业机器人密度比较 .....	6
图表 10：汽车冲压生产线 .....	7
图表 11：汽车焊装生产线 .....	7
图表 12：汽车喷涂生产线 .....	7
图表 13：汽车总装生产线 .....	7
图表 14：粘接剂、密封胶在汽车上大量使用 .....	8
图表 15：汽车车身普遍采用机器人焊装 .....	8
图表 16：我国新增及改造汽车生产线预测 .....	9
图表 17：2009-2015 年中国汽车制造设备行业市场规模 .....	9
图表 18：2014 年汽车制造装备四大工艺装备占比 .....	9
图表 19：2015-2020 自动化涂胶规模预测 .....	10
图表 20：2015-2020 汽车焊装市场规模预测 .....	10
图表 21：整车装备市场竞争梯队 .....	11

图表 22: 汽车产业主要系统集成企业.....	12
图表 23: 1H2015 公司前五大客户销售情况.....	13
图表 24: 公司涂胶技术专利.....	13
图表 25: 2013-1H2015 公司主营毛利率变动.....	14
图表 26: 分产品的销售预测.....	15

## 1、公司情况介绍

### 1.1、公司概况

- 武汉德宝装备股份有限公司成立于 2002 年 12 月,是专业的汽车车身和零部件焊接、点涂胶系统集成供应商。公司 2016 年 1 月 19 日通过协议转让的方式在全国股转系统挂牌公开转让。

### 1.2、公司产品

- 公司主营业务是汽车自动化涂胶系统和焊接生产线的设计、制造、安装、调试等交钥匙工程。业务模式是从国外进口机器人、电气元件等核心器件,辅以机械设计技术、流体控制技术、电气自动化控制技术、机器人应用技术、激光检测、焊接等,通过研发和整合提供给终端用户。
- **公司核心产品:** 以自动化涂胶设备及焊装门盖线为核心产品,专注核心产品纵向发展,尤其是围绕自动化涂胶设备打造核心竞争力。
- **公司销售模式:** 采用订单式生产,以核心客户车型开发为导向,订单随车型开发同步产生。

图表 1: 公司产品

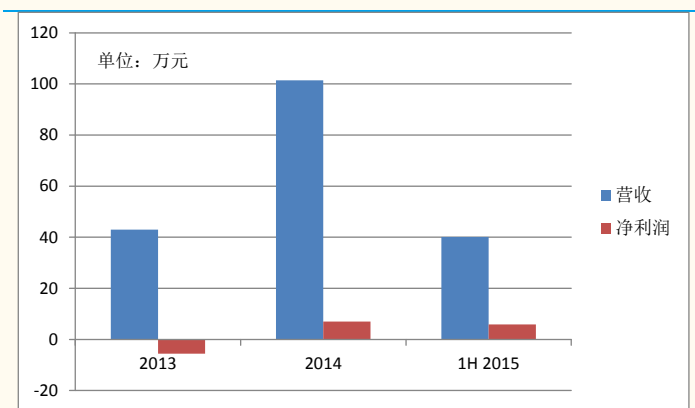
自动化涂胶产品	总装车间风挡玻璃自动涂胶设备
	总装车间风挡玻璃涂胶及自动上装设备
	焊接车间车门自动涂胶设备
	焊接车间顶盖自动涂胶设备
	焊接车间发动机及行李箱自动涂胶设备
	焊接侧围自动涂胶设备
	汽车零部件自动涂胶设备
	汽车涂胶总装及汽车零部件手动涂胶
汽车焊装生产线	汽车分总成焊接生产线—顶盖线
	汽车分总成焊接生产线—地板线
	汽车分总成焊接生产线—前围线
	汽车分总成焊接生产线—侧围线
	汽车零部件分总成焊接生产线及工作站
	汽车焊接线分拼夹具

来源:公司公告,国金证券研究所

### 1.3、公司近三年经营情况

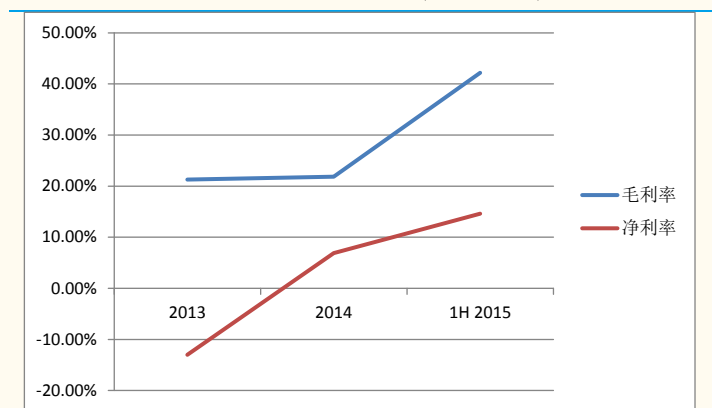
- 公司模式是订单式生产,与主要客户车型投放和生产线规划相关,具有较大弹性。公司 2013-1H2015 营收分别为 4296 万元、1.01 亿元和 4008 万元,净利润分别为-558 万元,700 万元和 586 万元,净利润增速较快。公司 2013-1H2015 毛利率和净利率均呈上升趋势。

图表 2: 公司 2013-1H2015 营收及净利润



来源: wind, 国金证券研究所

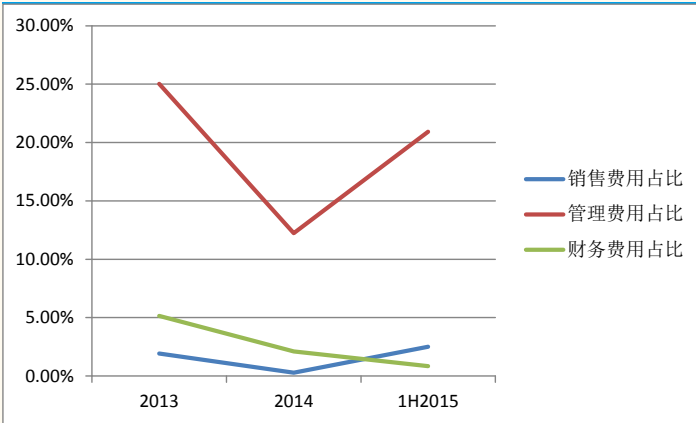
图表 3: 公司 2013-1H2015 毛利率和净利率



来源: wind, 国金证券研究所

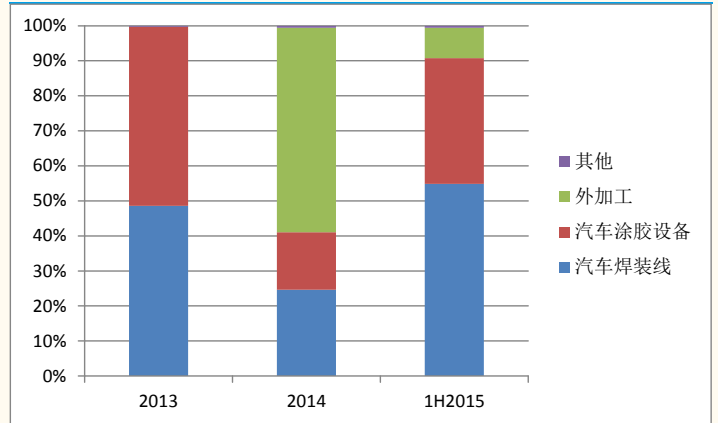
- 三费控制上，公司客户关系稳定，销售费用较低。公司的研发主要在工艺应用端，受宏观经济和汽车产业固定投资影响较为明显，2014 年显著下滑，1H2015 上升明显。产品结构上焊装线和涂胶设备占绝大多数份额，2014 年受行情影响下降较为明显。

图表 4：2013-1H2015 公司三费情况



来源：wind，国金证券研究所

图表 5：2013-1H2015 公司产品结构



来源：wind，国金证券研究所

#### 1.4、公司股权结构及团队

- 公司创始人宦庭勇先生直接持有公司 2538 万股股份，占总股份的 84.6%，为控股股东和实际控制人。公司股权结构如下：

图表 6：公司股权结构

序号	股东	股东情况	持股数量 (股)	持股比例	股东性质	股份质押或其他争议事项
1	宦庭勇	控股股东、实际控制人	25,380,000	84.60%	自然人	不存在
2	鲍志军	前十名股东及持有 5%以上股份股东	2,820,000	9.4%	自然人	不存在
3	北京航天科工军民融合科技成果转化创业投资基金(有限合伙)		1,800,000	6%	非自然人	不存在
合计			30,000,000	100%	--	--

来源：公开转让说明书，国金证券研究所

- 宦庭勇先生,1968 年 7 月出生。EMBA 硕士研究生学历,中国国籍,无境外永久居留权。1989 年 7 月毕业于哈尔滨工业大学锻压工艺及设备专业。2009 年 7 月年获得武汉大学 EMBA 工商管理硕士学位。1989 年 7 月至 1993 年 8 月在东风汽车公司车身厂任技术员。1993 年 8 月至 1995 年 8 月在深圳东风汽车公司从事进出口业务。1995 年 8 月至 2002 年 1 月在深圳市中之英智能机器有限公司任总经理。2002 年 1 月至 2015 年 9 月在武汉德宝机电设备制造有限公司任执行董事、总经理。2015 年 9 月 15 日,由公司创立大会暨首次股东大会选举为公司董事,由公司第一届董事会第一次会议选举为董事长、总经理,任期为三年。

#### 1.5、公司融资情况

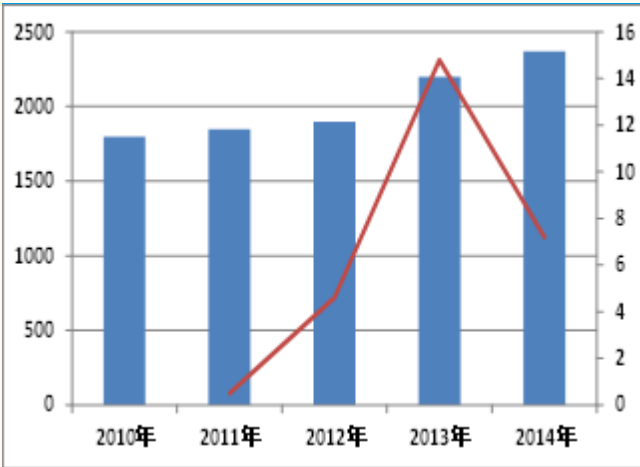
- 公司 2016 年 1 月 19 日挂牌，每股面值 1 元，总股本 3000 万股，交易方式为协议转让。2016 年 3 月 5 日增发 189 万股，对象公司董事、监事、高管和核心员工，融资人民币 567 万元，用于新品研发和补充流动资金。

## 2、汽车自动化装备需求持续增长，存在长期进口替代空间

### 2.1、汽车装备自动化规模持续增长

- 2015 年我国汽车产销量创新高，均接近 2500 万辆，继续保持全球第一。为应对行业放缓和激烈的市场竞争，整车厂不断提高自动化生产率，对现有生产线进行柔性化改造，以在短时间内推出更多的车型。汽车行业固定资产投资额逐年上升。

图表 7：2010-2014 年中国汽车产量及同比增长



来源：wind，国金证券研究所

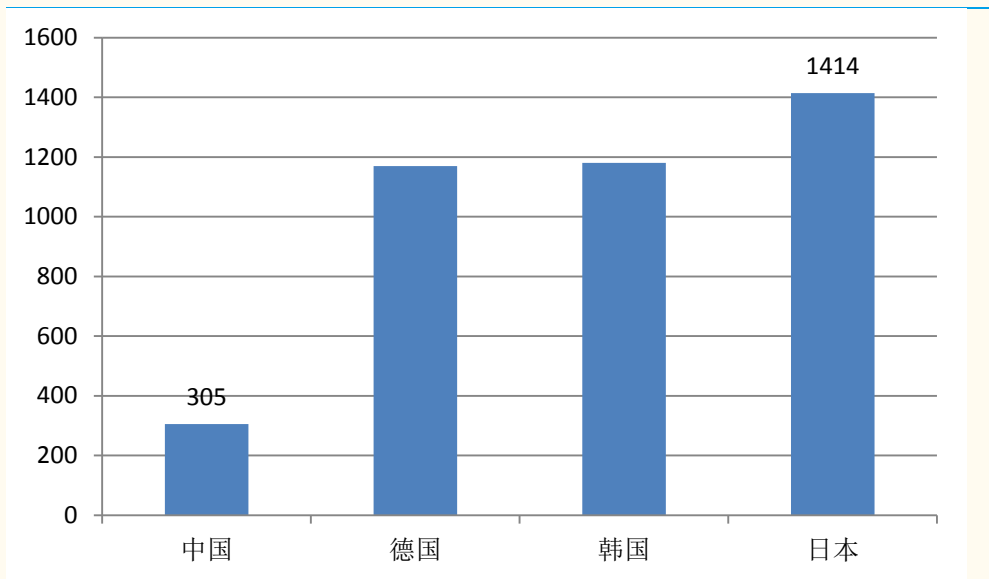
图表 8：中国汽车产业固定资产投资额



来源：wind，国金证券研究所

- 相对应的是，我国汽车装备发展滞后，对外依存度高。整车销量排名前五的企业所用的生产装备 90%需要进口，汽车装备制造对外技术依存度达 70%以上。代表着先进制造和柔性生产的机器人，使用密度也远低于全球平均水平。实现进口替代是必然趋势，也需要长期的过程。

图表 9：2014 中日韩德汽车及其他制造业工业机器人密度比较



来源：IFR，国金证券研究所

- 汽车整车制造分为四大工艺：冲压自动化生产线（冲压）、车身焊接和装配自动化生产线（焊装）、喷涂自动化生产线（涂装）、整车装配自冲压生产线自动化生产线（总装）。

图表 10：汽车冲压生产线



来源：国金证券研究所

图表 11：汽车焊装生产线



来源：国金证券研究所

图表 12：汽车喷涂生产线



来源：国金证券研究所

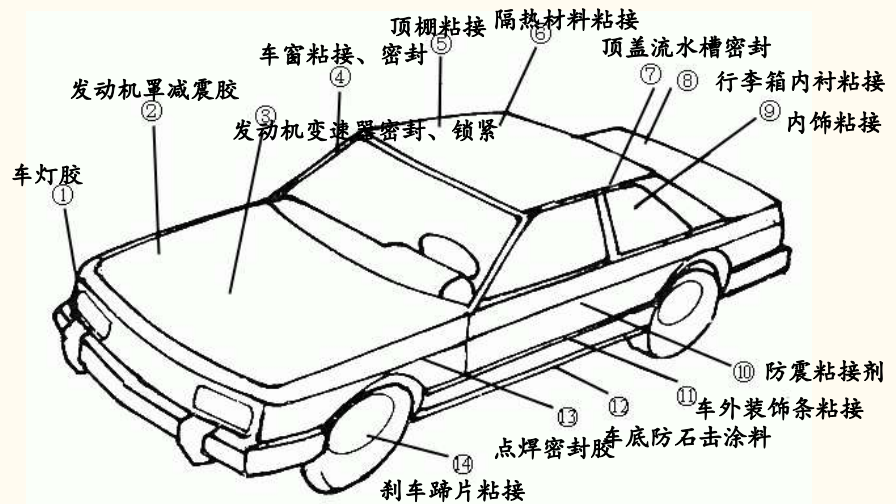
图表 13：汽车总装生产线



来源：国金证券研究所

- 自动化涂胶是近年来发展起来的新工艺。粘接密封作为汽车生产所必须的一类重要制造方式，应用越来越广泛。与其他焊接、铆接、螺栓连接方式相比，不仅能连接不同材料，如金属和非金属、碳纤维等复合材料，还可以提高韧性、耐疲劳性、抗冲击性和耐腐蚀性，起到增强汽车结构、紧固防锈、隔热减震隔音以及内外装饰的作用。涂胶和喷胶工艺在焊装、涂装、总装、发动机、车灯、汽车电器等生产过程中大量应用。

图表 14: 粘接剂、密封胶在汽车上大量使用



来源: 国金证券研究所

- 汽车焊接是最重要、最成熟的工艺之一。汽车发动机、变速箱、车桥、车身、车架、车厢等六大总成都离不开焊接技术。随着整车企业车型品种越来越多和推出新车型速度加快，对焊接生产线柔性化要求也在提高。在车身制造过程中，以焊接机器人为主组成的自动化焊接线应用广泛。

图表 15: 汽车车身普遍采用机器人焊装



来源: 国金证券研究所

■ 市场规模测算:

- 汽车销量增速放缓，车型更新换代速度加快的环境下，整车制造生产线改造需求旺盛。我国 2015 年汽车规划产能可达到 5,000 万辆左右，相较 2014 年规划产能 4,166 万辆同比增长 20%。同时产能利用率逐年下降，2010 年为 91%，2018 年 86.96%。
- 按 2016-2018 年我国汽车规划产能增长率为 10% 计，考虑到新车型更新换代，假设未来六年可完成以 2014 年产能为基准的全部改造，即平均每年需改造产能 694 万辆；假设一条汽车生产线平均产量为 10 万辆，可大致预测 2016-2018 年我国累计改造和新增汽车生产线数量。



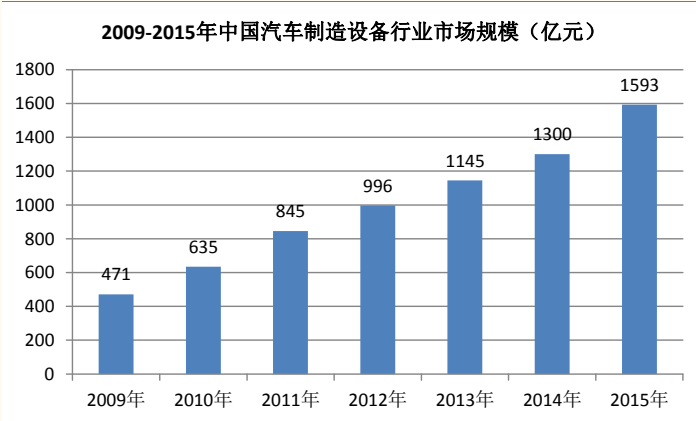
图表 16: 我国新增及改造汽车生产线预测

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
我国汽车每年规划产能 (万辆)	4166	5000	5500	6050	6655
我国汽车每年新增产能 (万辆)	—	834	500	550	605
我国新增汽车生产线条数	—	83	50	55	61
我国改造汽车生产线条数	—	70	70	70	70
合计生产线条数	—	153	120	125	131

来源: 中国产业信息, 国金证券研究所

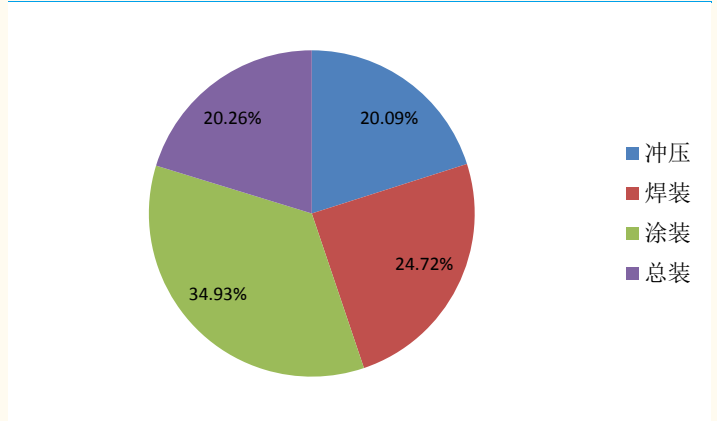
- 2013 年我国汽车整车制造装备市场规模约 1145 亿元, 其中涂装与焊装占比较大, 分别为 34.93%与 24.72%。2014 年我国汽车制造设备整体市场规模为 1,300 亿元, 同比增长 13.54%, 2015 年整体市场规模达 1,593 亿元。四大工艺占比基本保持稳定。

图表 17: 2009-2015 年中国汽车制造设备行业市场规模



来源: 中国汽车工业协会, 国金证券研究所

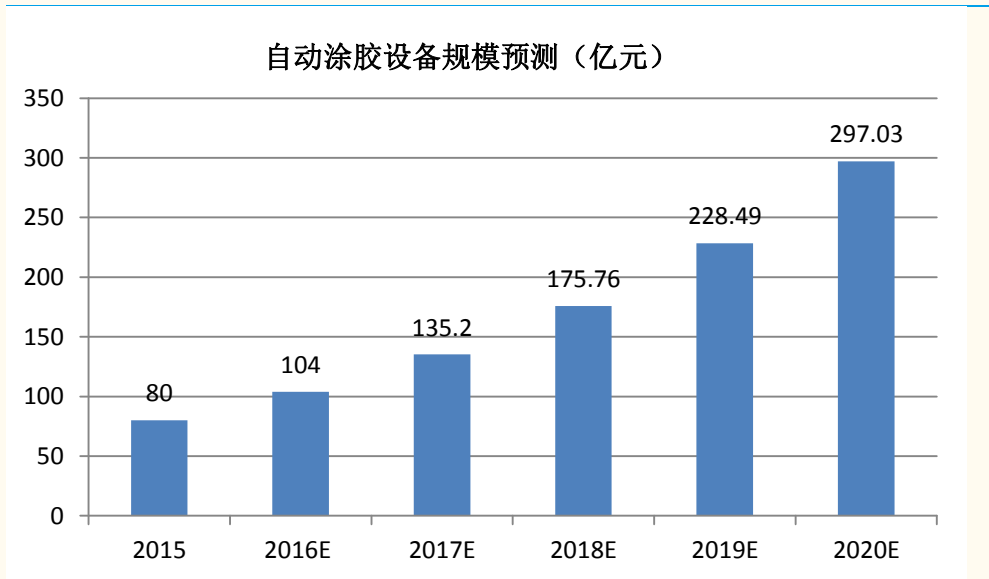
图表 18: 2014 年汽车制造装备四大工艺装备占比



来源: 中国汽车工业协会, 国金证券研究所

- 自动化涂胶相对分散, 在焊装、涂装和总装的生产线都有涉及。通常一个新的整车厂在涂胶自动化设备方面的投入约 8000 万元。加上改造线, 2015 年全国整车厂机器人自动化涂胶设备规模约 80 亿元。因涂胶工艺对应汽车的安全、密封性能和耐疲劳、减震等硬性指标指标, 整车厂对涂胶自动化的需求日益提高, 按年均 30%增长预测, 至 2020 年自动化涂胶市场规模如下:

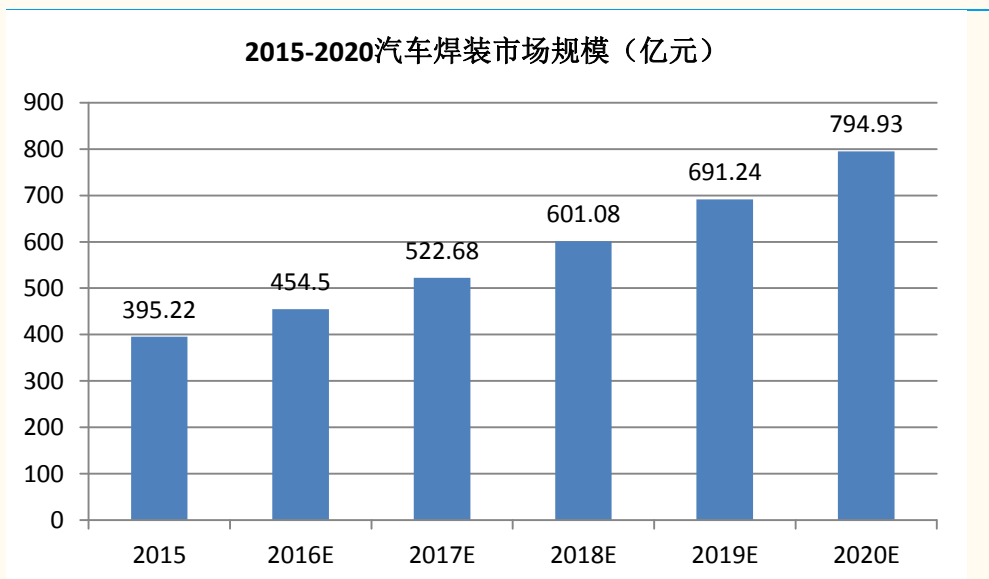
图表 19: 2015-2020 自动化涂胶规模预测



来源: 中国产业信息, 国金证券研究所

- 焊装生产线在汽车行业运用相对最久, 也最为成熟。按平均占比 24% 估算, 2015-2020 年汽车焊装生产线市场规模预测如下:

图表 20: 2015-2020 汽车焊装市场规模预测



来源: 中国产业信息, 国金证券研究所

## 2.2、市场竞争格局

- **整体落后, 局部突破的大格局:** 一方面与发达国家相比我国汽车装备制造自动化水平较低, 具有整体方案规划设计以及全系统解决方案能力的企业仍属少数。尤其是汽车制造的关键设备如动力总成和其他零部件、车身制造与总装设备、柔性冲压、高效精冲、高端涂装线等均需进口。另一方面随着大量引进、消化先进装备与技术, 取得了一些实质性的突破: 如自主冲压生产线已占据主导并实现向国外反出口, 汽车输送装配自动化设备逐渐占据优势。据统计合资企业使用国产输送设备占比已达 70%, 非合资企业 90%。
- 目前整车装备市场主要分为三个梯队:

图表 21：整车装备市场竞争梯队

梯队	厂商	要求及装备供应商选择
第一梯队	奔驰、宝马等高端品牌整车制造商	生产线自动化率很高，宝马、奔驰自动化率可达到 99%；供应商进入门槛高，业务毛利率高；现阶段主要被柯马、ABB、FFT 等外企占领
第二梯队	大众、通用、日产、本田丰田等外资及其在国内的主要合资工厂	生产线自动化率较高，供应商进入门槛较高和业务毛利率次之，内外资供应商均可参与竞争
第三梯队	国产品牌整车制造商	生产线自动化率较低，普遍不高于 50%，供应商门槛较低，回款时间较长，毛利率较低。

来源：国金证券研究所

- 汽车焊装是红海，成本下行是趋势。汽车焊装线引进较早，应用比较成熟。在生产纲领低、工艺要求不高的焊装车间，国内供应商已经具备了提供整套设备和生产线的的能力，且具有性价比高、维修和售后服务便利的优点，外资已经不具备竞争优势。车身线、侧围线以及门盖线等高端市场国际巨头仍占优势，国内处于模仿和跟踪阶段，能承揽此类项目的国内企业数量较少且规划和工艺能力偏弱。利润率较高的激光焊领域国内企业成熟案例少，难以对国际企业形成竞争优势。
- 从整体上看，焊装线使用的机器人一般是整车厂指定，系统集成商围绕机器人做整线集成，机器人等专用设备和电气元件等的价格逐年下调。技术成熟和门槛下降，国内企业凭性价比优势从中低端开始逐渐实现对国际企业的进口替代，汽车焊装的竞争也日趋激烈，首要壁垒是商务关系和资金。
- 汽车自动化涂胶是潜力较大的细分领域。涂胶应用广泛但分散，标准化和模块化工作进展缓慢，增加了设备成本和调试周期；整车厂专业的涂胶自动化人才缺乏，人工涂胶占主流；胶体含有有毒挥发物，会造成一定程度的人身伤害；国家尚无强制性的技术标准。
- 自动化涂胶中胶泵、涂胶设备等核心设备我国尚难以自主生产，被 GRACO 等国际巨头垄断，价格有逐年上升的趋势。出于成本和工艺要求、案例积累等因素，国内专业做涂胶自动化的企业较少，规模较小，处于快速发展期。

**图表 22：汽车产业主要系统集成企业**

企业名称	企业性质	业务说明
上海 ABB 工程有限公司	外资	研发、生产和销售工业机器人，系统和软件标准机器人工作站，例如物料搬运、焊接、切割、涂装、修边和包装等交钥匙工程；冲压自动化、白车身系统、涂装自动化和动力总成
柯马（上海）汽车设备有限公司	外资	成立于 2000 年，业务包括大范围车身焊接和装配方案解决，自主提供汽车整条生产线动力总成部件的制造系统
KUKA 柔性系统制造（上海）有限公司	外资	是汽车生产自动化领域的主要供应商，白车身生产线的交钥匙工程
爱孚迪（上海）制造系统工程有限公司	外资	成立于 2004 年，提供整车自动化柔性生产系统，包括焊接、涂胶等
烟台宇信科技有限公司	外资	韩国最大的车身焊装设备制造企业-宇信系统株式会社旗下一员，从事汽车车身自动化焊装线的研发、设计、制造、安装调试
广州瑞松北斗汽车装备有限公司	合资	从事汽车装备技术、整车及部件机器人焊装生产线、白车身柔性总拼焊接生产线、涂胶及搬运自动化系统的研发、设计、制造，并提供整体技术解决方案
四川成焊宝玛焊接装备工程有限公司	国内	专门为汽车工业及其它工业部门提供焊接成套设备的开发、设计、制造的高科技企业。主要产品包括为汽车白车身自动装焊生产线/焊接夹具，焊接机器人系统，焊接专用成套设备，焊接传输装置等
大连奥托股份有限公司	国内	成立于 1990 年 10 月，是一家专门从事汽车白车身装备规划，设计，制造及系统集成
天津福臻工业装备有限公司	国内	于 1998 年成立，是从事汽车白车身焊接生产线的设计、制造、安装、调试集成的专业化公司
安徽巨一自动化装备有限公司	国内	专业从事汽车制造自动化成套装备及新能源汽车电驱动系统整体解决方案，主要产品包括汽车及关键零部件自动化装配与测试成套装备、汽车白车身机器人自动化生产线等成套装备及新能源汽车电机及控制系统
华昌达（上海德梅柯）	国内	从事汽车白车身装备规划、设计、制造及系统集成
广州明珞汽车装备有限公司	国内	致力于为汽车整车、零部件企业和高铁轻轨、航空航天等一般工业提供高端自动化生产系统解决方案
上海君屹工业自动化有限公司	国内	主要提供汽车焊装线，机器人滚边，激光焊，视觉测量，提供工装开发前期的产品工艺流程策划

来源：国金证券研究所

### 3、公司：专注核心客户，围绕涂胶自动化打造核心竞争力

#### 3.1、立足华中，专注核心客户

- 公司是华中地区少有的具备汽车焊装自动化交钥匙工程能力的集成商。对于所在区域的产业链市场熟悉，在资源整合、成本控制、售后服务等方面优势明显。公司服务核心客户，与东风体系为代表的主要客户形成了长期稳定的战略合作关系。包括东风日产、东风本田、东风汽车乘用车、东风雷诺、神龙汽车、一汽轿车等一流整车厂，是日产汽车的全球自动化涂胶供应商，是神龙汽车和一汽轿车白车身焊接的核心供应商。

图表 23: 1H2015 公司前五大客户销售情况

序号	客户名称	营收 (百万元)	营收占比 (%)
1	风神襄阳汽车有限公司	718.87	17.93
2	神龙汽车有限公司	519.47	12.96
3	广州风神汽车有限公司郑州分公司	511.25	12.75
4	一汽轿车股份有限公司	459.03	11.45
5	武汉迪克精冲有限公司	348.3	8.69
合计		2556.92	63.78

来源: 公司公告, 国金证券研究所

### 3.2、集中资源，专注涂胶自动化核心业务

- 公司在焊装领域起步较晚，难以具备优势。公司采取聚焦战略，优先发展汽车自动化涂胶业务，在汽车焊接业务方面，尽量只为东风集团和一汽这样的核心客户服务。产品策略上向深和专的方向发展，收缩产品线，集中资源寻求成为汽车滚边线这样高端项目的专业供应商。
- 汽车涂胶自动化领域公司已经具备成为一线供应商的实力。公司起步之初就将涂胶这个细分领域作为主打方向。
  - 人员方面，技术带头人在涂胶领域 12 年，具备丰富的规划、设计和工程项目实施经验。拥有一支 30 余人的汽车涂胶技术研发团队，配备专业的机器人自动化涂胶实验室。
  - 技术方面，公司是国内唯一可将机器人应用、涂胶技术、涂胶工艺、胶形控制、照相系统和断胶检测等主要工艺在公司内部封闭完成的系统集成商。专业性方面，由于涂胶在汽车制造中从属地位且较为分散，汽车厂家不够重视该工艺，专业人才及专业标准奇缺；大的系统集成商基本上也没有专门的涂胶部门，在专业性方面公司已经走在了前面。

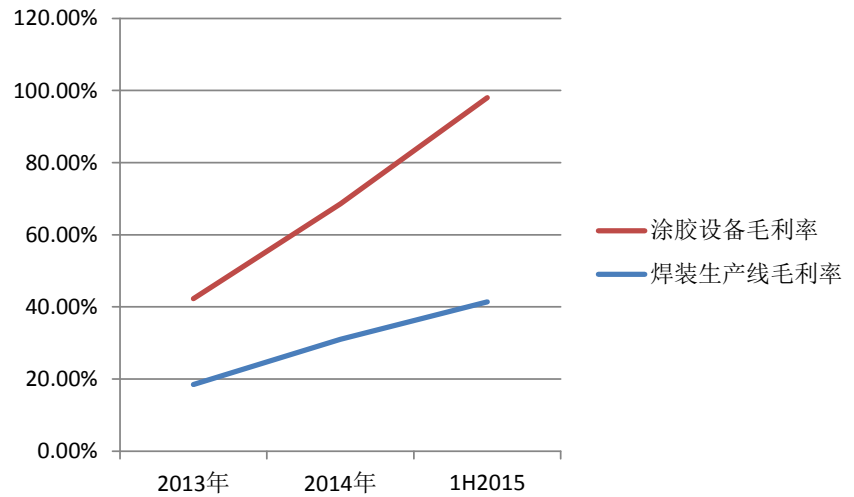
图表 24: 公司涂胶技术专利

专利名称	类型	专利号/申请号	授权公告日/申请日	取得方式	专利授权人
一种具有伺服变位胶枪的涂胶设备	实用新型	ZL201420141842.4	2014.9.10	原始取得	武汉德宝机电设备制造有限公司
用于风挡玻璃自动涂胶的浮动式对中加紧装置	实用新型	ZL201420142362.X	2014.8.20	原始取得	武汉德宝机电设备制造有限公司
汽车发动机盖自动涂胶定位系统及方法 (申请中)	发明专利	2.0131E+11	2013.4.22	原始取得	武汉德宝机电设备制造有限公司

来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 资源整合方面，公司与核心客户保持长期稳定的良好关系。涂胶自动化项目中涂胶设备的成本是最主要的，占总成本的 30%以上，主要向国外巨头如 GRACO 采购。公司本身是 GRACO 的设备代理商，可以拿到较好的价格并通过规模效应逐步抵消价格上涨影响。另外整合供应商体系，做好外包降低成本和风险。
- 依靠专注核心客户，扬长避短扎根细分领域，公司毛利率增长较快。

图表 25：2013-1H2015 公司主营毛利率变动



来源：wind，国金证券研究所

#### 4、投资建议和盈利预测

- 从营收规模来看，公司是行业内具有竞争实力的系统集成商，处于中游位置。从财务数据来看，公司 2013-1H2015 营收分别为 4296 万元、1.01 亿元和 4008 万元，净利润分别为 -558 万元，700 万元和 586 万元，净利润增速较快。公司业务主要是工程项目，收入确认期集中在下半年。
- 从行业来看，我国已是全球产销量最大的汽车市场，面对行业放缓和竞争加剧，整车厂对智能化、柔性化生产线新增和改造需求持续增长。汽车自动化装备产业仍然是一个规模巨大的市场。大格局是外资占主导，国内局部突破并逐渐实现进口替代。其中汽车焊装是红海市场，竞争激烈，出现集中的趋势；冲压、涂胶、输送等细分领域凭借专业性和性价比、服务，国内系统集成商优势开始显现。
- 从公司优势来看，公司是行业内具备竞争实力的系统集成商。公司立足核心客户，与东风体系有良好的合作关系，业务增长稳定性和利润率方面有保证。汽车焊装生产线竞争激烈，公司在全国范围内不具备竞争优势，主打差异化战略，围绕自动化涂胶打造核心竞争力，有望在这个细分领域占据领先优势。
- 2015 年受汽车产业行情影响营收下降。2015-2016 年是公司战略调整期，尤其是 2016 年在涂胶技术研发和组建专业涂胶市场开拓团队方面投入较大，净利润下滑。预计经过 1 年左右的积累，随着涂胶设备占比上升，利润率会逐步改善。
- 我们预计公司 2015-2017 年营收分别为 8700 万，1.07 亿元和 1.32 亿元，净利分别为 1000 万，1200 万和 1600 万，市值范围约 5-6 亿，给予增持评级。

图表 26: 分产品的销售预测

项 目	2013	2014	2015	2016E	2017E
<b>汽车焊装线</b>					
销售收入 (百万元)	20.86	25.01	42.00	50.40	58.00
增长率 (YOY)	-99.52%	19.89%	67.93%	20.00%	15.08%
毛利率	18.45%	30.99%	33.00%	32.00%	31.00%
销售成本 (百万元)	17.01	17.26	28.14	34.27	40.02
增长率 (YOY)	-99.51%	1.46%	63.04%	21.79%	16.77%
毛利 (百万元)	3.85	7.75	13.86	16.13	17.98
增长率 (YOY)	-99.56%	101.38%	78.82%	16.36%	11.48%
占总销售额比重	48.58%	24.67%	48.55%	47.19%	43.87%
占主营业务利润比重	42.16%	34.99%	46.13%	44.94%	41.66%
<b>汽车涂装自动化设备</b>					
销售收入 (百万元)	21.96	16.92	38.00	49.40	66.70
增长率 (YOY)	9.80%	-22.95%	124.59%	30.00%	35.02%
毛利率	23.79%	37.56%	40.50%	38.00%	36.00%
销售成本 (百万元)	16.74	10.56	22.61	30.63	42.69
增长率 (YOY)	19.54%	-36.87%	114.01%	35.46%	39.38%
毛利 (百万元)	5.22	6.36	15.39	18.77	24.01
增长率 (YOY)	-12.93%	21.65%	142.17%	21.98%	27.91%
占总销售额比重	51.14%	16.69%	43.93%	46.25%	50.45%
占主营业务利润比重	57.23%	28.69%	51.22%	52.31%	55.63%
<b>外加工</b>					
销售收入 (百万元)	0.00	59.19	6.00	6.00	6.00
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	-89.86%	0.00%	0.00%
毛利率	13.00%	13.38%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本 (百万元)	0.00	51.27	5.40	5.40	5.40
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	-89.47%	0.00%	0.00%
毛利 (百万元)	0.00	7.92	0.60	0.60	0.60
增长率 (YOY)	-100.00%	#DIV/0!	-92.42%	0.00%	0.00%
占总销售额比重	0.00%	58.38%	6.94%	5.62%	4.54%
占主营业务利润比重	0.00%	35.75%	2.00%	1.67%	1.39%
<b>备件销售</b>					
销售收入 (百万元)	0.12	0.26	0.50	1.00	1.50
增长率 (YOY)	-99.40%	116.67%	92.31%	100.00%	50.00%
毛利率	46.55%	47.85%	39.20%	38.50%	38.00%
销售成本 (百万元)	0.06	0.14	0.30	0.62	0.93
增长率 (YOY)	-99.54%	111.40%	124.21%	102.30%	51.22%
毛利 (百万元)	0.06	0.12	0.20	0.39	0.57
增长率 (YOY)	-99.07%	122.72%	57.54%	96.43%	48.05%
占总销售额比重	0.28%	0.26%	0.58%	0.94%	1.13%
占主营业务利润比重	0.61%	0.56%	0.65%	1.07%	1.32%
<b>销售总收入 (百万元)</b>	<b>42.94</b>	<b>101.38</b>	<b>86.50</b>	<b>106.80</b>	<b>132.20</b>
<b>销售总成本 (百万元)</b>	<b>33.81</b>	<b>79.23</b>	<b>56.45</b>	<b>70.92</b>	<b>89.04</b>
<b>毛利 (百万元)</b>	<b>9.13</b>	<b>22.15</b>	<b>30.05</b>	<b>35.89</b>	<b>43.16</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>21.26%</b>	<b>21.85%</b>	<b>34.74%</b>	<b>33.60%</b>	<b>32.65%</b>

来源: 国金证券研究所

## 5、风险提示

- 汽车投资放缓，市场竞争加剧，涂胶自动化开发不达预期，核心人员流失。



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	0	43	101	87	107	132	货币资金	0	2	0	20	20	20
增长率		#DIV/0!	136.0%	-14.7%	23.5%	23.8%	应收款项	0	37	30	21	26	32
主营业务成本	0	-34	-79	-56	-71	-89	存货	0	14	19	11	14	17
%销售收入	#DIV/0!	78.7%	78.2%	65.3%	66.4%	67.4%	其他流动资产	0	2	3	5	6	7
毛利	0	9	22	30	36	43	流动资产	0	54	52	57	65	76
%销售收入	#DIV/0!	21.3%	21.8%	34.7%	33.6%	32.6%	%总资产	#DIV/0!	90.9%	83.6%	70.5%	66.6%	64.3%
营业税金及附加	0	0	0	0	-1	-1	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	#DIV/0!	0.4%	0.0%	0.4%	0.5%	0.6%	固定资产	0	5	8	10	11	11
营业费用	0	-1	0	-2	-2	-2	%总资产	#DIV/0!	8.3%	13.6%	12.7%	11.0%	9.3%
%销售收入	#DIV/0!	1.9%	0.3%	2.0%	2.0%	1.7%	无形资产	0	0	1	10	20	29
管理费用	0	-11	-12	-17	-19	-22	非流动资产	0	5	10	24	33	42
%销售收入	#DIV/0!	25.0%	12.2%	20.0%	18.0%	17.0%	%总资产	#DIV/0!	9.1%	16.4%	29.5%	33.4%	35.7%
息税前利润 (EBIT)	0	-3	9	11	14	18	资产总计	0	60	63	80	98	119
%销售收入	#DIV/0!	n.a	9.3%	12.3%	13.1%	13.4%	短期借款	0	31	13	37	37	34
财务费用	0	-2	-2	-1	-2	-2	应付款项	0	26	36	20	24	30
%销售收入	#DIV/0!	5.1%	2.1%	1.6%	1.9%	1.5%	其他流动负债	0	3	7	7	9	11
资产减值损失	0	-1	-1	0	0	0	流动负债	0	60	56	64	70	75
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
%税前利润	#DIV/0!	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	0	60	56	64	70	76
营业利润	0	-6	7	9	12	16	普通股股东权益	0	0	7	16	28	43
营业利润率	#DIV/0!	n.a	6.7%	10.5%	11.2%	11.9%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	1	1	2	1	1	负债股东权益合计	0	60	63	80	98	119
税前利润	0	-6	7	11	13	17							
利润率	#DIV/0!	n.a	7.3%	12.2%	12.1%	12.6%	比率分析						
所得税	0	0	0	-1	-1	-1		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税率	#DIV/0!	n.a	5.5%	5.5%	5.5%	5.5%	每股指标						
净利润	0	-6	7	10	12	16	每股收益	#REF!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.333	0.408	0.527
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股净资产	#DIV/0!	0.009	1.176	2.711	4.602	7.105
归属于母公司的净利润	0	-6	7	10	12	16	每股经营现金净流	#DIV/0!	-0.975	2.643	1.788	2.040	2.597
净利润率	#DIV/0!	n.a	6.9%	11.6%	11.5%	12.0%	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	#DIV/0!	#####	99.20%	61.43%	44.30%	37.06%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	总资产收益率	#DIV/0!	-9.37%	11.17%	12.47%	12.48%	13.32%
净利润	0	-6	7	10	12	16	投入资本收益率	#DIV/0!	-8.23%	44.88%	19.03%	20.47%	21.64%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	0	2	1	1	1	2	主营业务收入增长率	N/A	N/A	136.00%	-14.68%	23.47%	23.78%
非经营收益	0	2	2	0	1	1	EBIT 增长率	N/A	#DIV/0!	#####	13.10%	31.12%	26.61%
营运资金变动	0	-4	6	0	-3	-3	净利润增长率	N/A	N/A	N/A	42.78%	22.41%	29.17%
经营活动现金净流	0	-6	16	11	12	16	总资产增长率	N/A	#DIV/0!	5.11%	28.00%	22.22%	21.07%
资本开支	0	-2	-5	-12	-9	-10	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	#DIV/0!	115.5	97.6	75.0	75.0	75.0
其他	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	#DIV/0!	74.5	74.6	70.0	70.0	70.0
投资活动现金净流	0	-2	-5	-13	-9	-10	应付账款周转天数	#DIV/0!	33.6	48.5	40.0	38.0	38.0
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	#DIV/0!	10.2	9.6	14.2	13.3	11.8
债权募资	0	8	-18	24	0	-2	偿债能力						
其他	0	-2	5	-2	-3	-3	净负债/股东权益	#DIV/0!	#####	180.52%	102.70%	61.46%	34.54%
筹资活动现金净流	0	6	-13	22	-3	-5	EBIT 利息保障倍数	#DIV/0!	-1.2	4.4	7.5	7.0	9.1
现金净流量	0	-2	-2	20	0	0	资产负债率	#DIV/0!	99.91%	88.73%	79.71%	71.81%	64.06%

来源：公司年报、国金证券研究所

**市场中相关报告评级比率分析**

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
<b>评分</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>

来源：朝阳永续

**市场中相关报告评级比率分析说明：**

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

**长期竞争力评级的说明：**

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

**优化市盈率计算的说明：**

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

**投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD