

顺达智能 (430622.OC) 其它专用设备行业

评级: 买入 首次评级

公司深度研究

市场价格 (人民币): 6.77 元
 目标价格 (人民币): 11.00-13.00 元

智能工厂整体解决方案服务商

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	32.11
总市值(百万元)	467.95
年内股价最高最低(元)	18.81/6.45
沪深 300 指数	3160.55



公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.417	0.415	0.765	1.057	1.380
每股净资产(元)	2.10	4.86	5.65	6.67	8.09
每股经营性现金流(元)	0.39	-1.07	0.13	0.24	0.41
市盈率(倍)	N/A	25.32	9.16	6.63	5.08
行业优化市盈率(倍)	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
净利润增长率(%)	20.92%	31.43%	89.22%	38.11%	30.65%
净资产收益率(%)	19.06%	8.53%	13.90%	16.25%	17.51%
总股本(百万股)	52.30	69.12	70.91	70.91	70.91

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 智能制造在我国已上升为国家战略。目前我国处于智能制造的初级阶段, 后续发展潜力巨大。国家《“十二五”智能制造装备产业发展规划》明确提出, 到 2020 年建立完善的智能装备产业体系, 产业销售收入超过 3 万亿元。智能输送属于智能制造的基础性细分领域, 几乎可适用于所有的生产制造行业, 2015 年市场规模超过 450 亿元, 预计未来 3-5 年仍将保持超过 20% 的年均增速。
- 公司以智能输送成套装备设计和制造为基础, 发展为专业的智能化生产(制造)系统整体解决方案供应商, 为客户提供从咨询、规划到设计、制造、安装、售后的一站式服务。公司目前处于业务转型期, 2013-2015 年营收分别为 1.46 亿、1.91 亿和 2.16 亿, 年复合增长率 13.9%; 净利润分别为 1804 万、2181 万和 2866 万, 复合增速为 16.7%。从行业竞争地位来看, 公司已位列国内第一阵营, 虽规模相对较小, 但毛利率和净利率远高于可比公司天奇股份、三丰智能。
- 公司从传统集成商向智能工厂整体解决方案服务商转型已见成效。公司整合内外资源, 在行业内率先形成了咨询、MES 软件、智能设备、技术服务一体化的智能工厂系统平台, 增强业务总包能力。同时公司把握行业趋势, 积极向汽车、工程机械以外的更多行业拓展, 尤其在新能源汽车领域进展顺利。2016 年一季度公司在手订单金额累计超过 3 亿元, 基本都来自于新能源汽车总装和焊装总包项目, 未来有望在新能源汽车领域进一步发力。

投资建议

- 结合以上分析, 我们认为公司所处的智能制造行业是国家重点支持的领域, 发展空间巨大, 未来增长确定性强。公司在智能输送领域具备知名度, 从传统集成商向智能工厂整体解决方案服务商转型进展顺利。在新能源汽车行业重点拓展, 在手订单充足, 未来有望进一步发力。

估值

- 我们预计公司 2016-2018E 营收分别为 4.29 亿、6.06 亿、8.53 亿, 净利润分别为 5400 万、7500 万、9800 万, EPS 分别为 0.765 元、1.057 元、1.380 元。考虑新三板流动性, 按 2016 年 PE15X 予以估值, 目标价 11-13 元, 给予买入评级。

风险

孟鹏飞

联系人
 (8621)61357479
 mengpf@gjzq.com.cn

贺国文

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

- 应收账款增速过快。公司 2013-2015 年应收账款分别为 6568 万、1.24 亿、1.99 亿，2015 年账龄结构 1 年以上占到 40%，同时年末预收款项只有 179.3 万。公司工程项目回款周期长，随着总包项目增多，垫资压力增大，下游汽车及新能源汽车行业占比较大，如行业增速放缓，应收账款回收风险较高。
- 其他风险：市场竞争加剧，新能源汽车投资放缓，存货较高，转型不达预期。

内容目录

1、公司是专业的智能制造系统整体解决方案服务商	5
1.1、公司为生产制造提供智能化解决方案	5
1.2、公司近年经营情况	6
1.3、公司股权结构及控股股东	8
1.4、公司融资情况	8
2、智能制造方兴未艾，成长空间广阔	8
2.1、智能制造是我国国家战略	8
2.2、智能制造在我国方兴未艾，将持续高速增长	9
2.3、智能输送成套设备需求稳定增长	10
2.4、行业竞争格局	12
3、公司：“软硬兼施”，转型智能工厂整体解决方案服务商	13
3.1、立足智能输送，位居国内第一阵营	13
3.2、软硬兼施，打造智能工厂系统平台	14
3.3、开拓更多下游行业，新能源汽车订单充足	15
4、投资建议	16
5、风险提示	17

图表目录

图表 1：公司的智能化生产（制造）系统构成	5
图表 2：通过前期规划，形成车间 3D 虚拟仿真	5
图表 3：根据规划，提供不同类型的智能化生产设备	5
图表 4：通过定制化软件，对车间进行智能化管理	6
图表 5：通过各种类型的机器人集成，进一步提升自动化水平和生产效率	6
图表 6：公司下游客户覆盖多个需要智能化升级的行业	6
图表 7：2013-2015 公司营收及增长情况	7
图表 8：2013-2015 公司净利润及增长情况	7
图表 9：公司 2013-2015 年毛利率和净利率变动情况	7
图表 10：2013-2015 年公司三费变动情况	7
图表 11：公司挂牌时股权结构	8
图表 12：公司融资情况	8
图表 13：我国智能制造相关政策	9
图表 14：智能制造发展阶段	9
图表 15：2020 年中国智能制造业产值将达到 3 万亿元	10
图表 16：智能输送成套设备需求结构	10
图表 17：2010-2014 年中国汽车产量及同比增长	11
图表 18：中国汽车产业固定资产投资额	11
图表 19：2009-2015 中国汽车产业智能输送成套设备需求	11

图表 20: 2009-2015 工程机械行业固定资产投资.....	12
图表 21: 2009-2015 工程机械行业智能输送设备需求	12
图表 22: 智能输送成套设备市场规模.....	12
图表 23: 智能输送成套设备行业竞争格局.....	13
图表 24: 公司典型客户	13
图表 25: 公司与主要竞争对手 2013-2015 营收对比	14
图表 26: 公司与主要竞争对手 2013-2015 净利润对比	14
图表 27: 公司与主要竞争对手 2013-2015 毛利率对比	14
图表 28: 公司与主要竞争对手 2013-2015 净利率对比	14
图表 29: 公司智能工厂整体服务平台	15
图表 30: 公司 2016 年至今新能源汽车重大合同.....	15
图表 31: 2015-2020 年国家给予纯电动乘用车补贴标准(单位: 万元/辆)	16
图表 32: 2013-2016Q1 中国新能源汽车产量.....	16
图表 33: 分产品的销售预测.....	17

1、公司是专业的智能制造系统整体解决方案服务商

1.1、公司为生产制造提供智能化解决方案

- 无锡顺达智能创立于1991年,以智能输送成套装备制造为基础,向专业智能化生产(制造)系统整体解决方案服务商发展。目前业务包括室内物流前期规划与咨询、智能化生产设备的设计与制造、智能化管理软件的设计及应用,专业设备的集成和应用等。

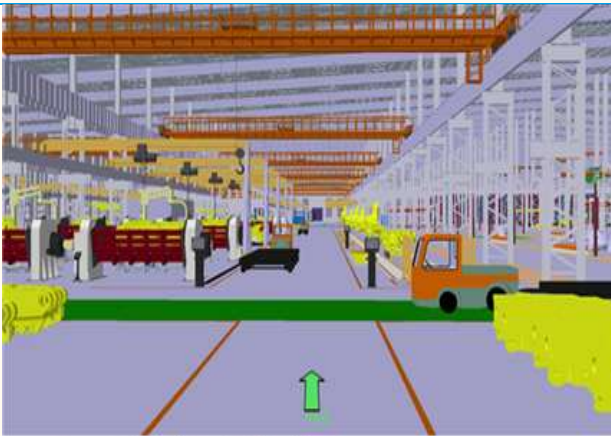
图表 1: 公司的智能化生产(制造)系统构成



来源: 公司资料, 国金证券研究所

- 公司目前处于业务转型期,由传统的系统集成供应商向智能工厂制造系统整体解决方案服务商转变。通过整合内外资源和调整公司架构,打造从咨询、规划、设计、制造到安装、服务、系统升级的一站式智能制造系统服务平台。

图表 2: 通过前期规划,形成车间 3D 虚拟仿真



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 3: 根据规划,提供不同类型的智能化生产设备



来源: 公司官网, 国金证券研究所

图表 4：通过定制化软件，对车间进行智能化管理



来源：公司资料，国金证券研究所

图表 5：通过各种类型的机器人集成，进一步提升自动化水平和生产效率



来源：公司官网，国金证券研究所

- 公司下游客户之前以工程机械和汽车、农业机械为主,目前加速向更多新兴行业渗透,尤其新能源汽车是重点开拓行业。业务模式主要通过公开招标及进入企业的合格供应商名录等,采取直销的方式与客户签订销售合同,按照客户的需求设计、定制相关产品。

图表 6：公司下游客户覆盖多个需要智能化升级的行业

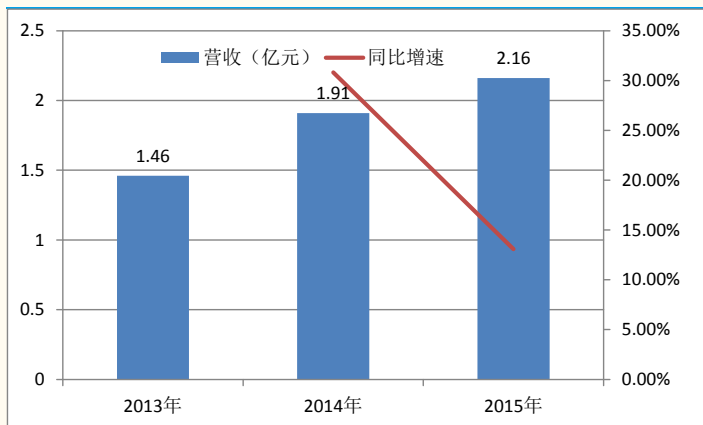


来源：公司资料，国金证券研究所

1.2、公司近年经营情况

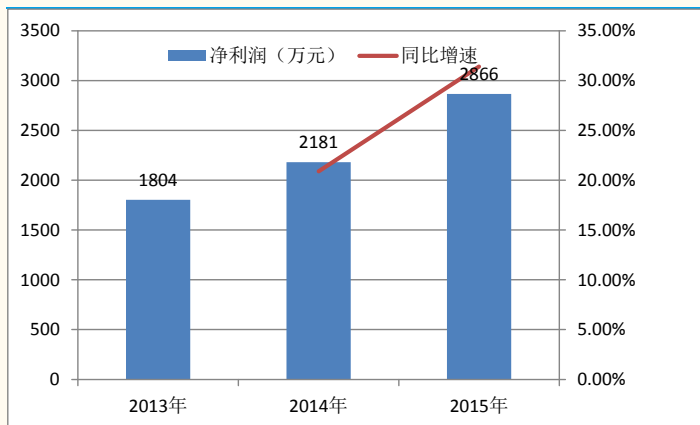
- 公司目前处于业务转型期,在营收放缓的情况下,净利润增速较快。公司 2013-2015 年营收分别为 1.46 亿、1.91 亿和 2.16 亿,年复合增长率 13.9%; 2013-2015 年净利润分别为 1804 万、2181 万和 2866 万,复合增速为 16.7%。

图表 7: 2013-2015 公司营收及增长情况



来源: wind, 国金证券研究所

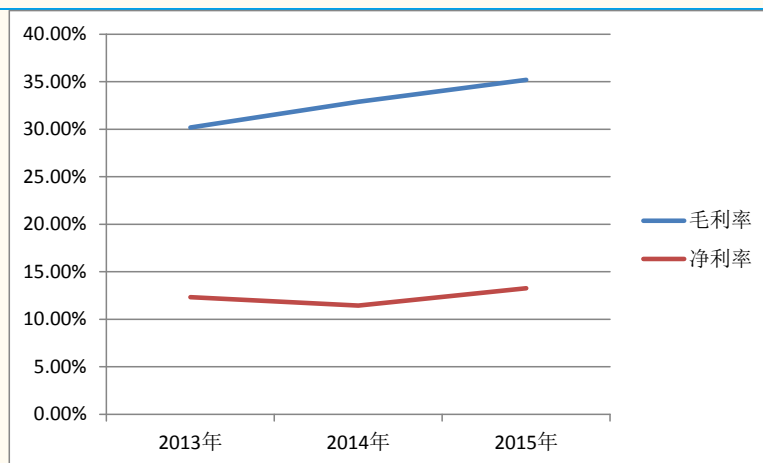
图表 8: 2013-2015 公司净利润及增长情况



来源: wind, 国金证券研究所

2013-2015 年, 公司毛利率和净利率均有所提升; 毛利率从 2013 年的 30.17% 提高到 2015 年的 35.20%, 净利率从 2013 年的 12.32% 提升至 2015 年的 13.26%。未来随着公司从设备集成商向智能工厂整体解决方案服务商转型, 有望进一步提升盈利能力。

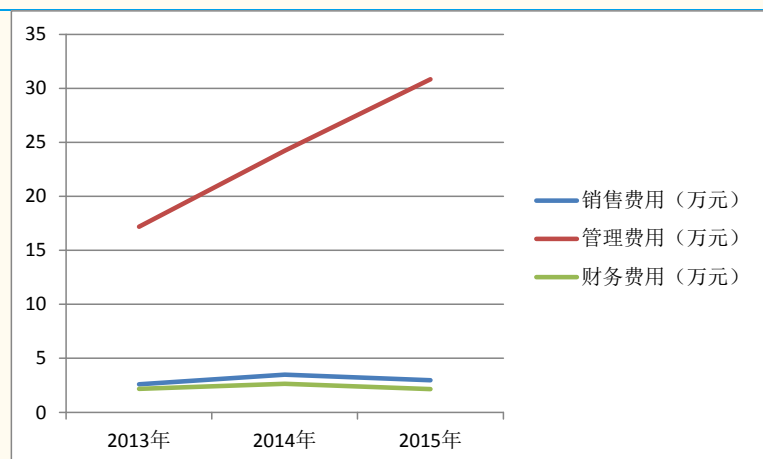
图表 9: 公司 2013-2015 年毛利率和净利率变动情况



来源: wind, 国金证券研究所

- 三费控制方面, 随着公司整体解决方案受到客户认可, 总包项目增多, 销售费用逐渐下降; 智能化管理系统平台和专用设备研发投入大, 管理费用增长较快; 财务费用控制较好。

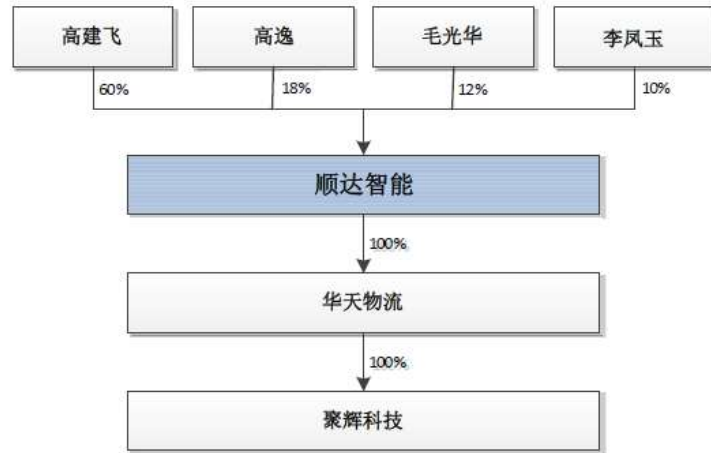
图表 10: 2013-2015 年公司三费变动情况



来源: wind,国金证券研究所

1.3、公司股权结构及控股股东

图表 11: 公司挂牌时股权结构



来源: 公开转让说明书, 国金证券研究所

公司实际控制人为高建飞家族, 成员包括高建飞、高逸、李凤玉三人。发行前共持有公司 4400 万股, 占总股本的 88%。上市后经三轮增发, 目前总股本 7091 万股, 高建飞家族共持有 4350 万股, 占总股本的 61.34%。

1.4、公司融资情况

图表 12: 公司融资情况

方式	日期	发行价 (元)	融资金额 (万元)
定向增发	2014/12/11	4.2	966.00
	2015/2/12	4.8	632.64
	2015/2/12	4.8	388.32
	2015/6/9	13.5	19,837.71
	2016/2/18	6.5	1,159.60
累计融资			22,984.27

来源: choice,国金证券研究所

2、智能制造方兴未艾, 成长空间广阔

2.1、智能制造是我国国家战略

- 过去 30 多年制造业一直是我国经济快速增长的引擎, 然而“大而不强”, 长期依靠低成本和廉价劳动力的模式逐步走向终结。智能制造的目标是实现柔性化、定制化、高效率 and 低能耗的交付, 而传统制造业是通过大规模标准化重复生产实现成本和质量的可控。因此智能制造是实现制造强国的关键。我国已将智能制造上升为国家战略, 相关政策密集发布。

图表 13：我国智能制造相关政策

政策/文件	相关内容
《装备制造业调整和振兴规划》（2009年）	将工业自动化控制系统及检测设备等高端、智能化装备作为技术进步和改造的重点之一。
《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》（2010年）	明确提出加大培育高端装备制造产业等七大战略性新兴产业，并要求强化基础配套能力，积极发展以数字化、柔性化及系统集成技术为核心的智能制造装备，将智能装备制造列为高端装备制造产业的重点方向。
《“十二五”机械工业发展总体规划》（2011）	提出“十二五”期间机械工业将主攻五个重点领域，实施五大发展战略。其中高端智能装备和新兴产业装备被列为五大重点领域前两位，高端战略和创新驱动战略被列为五大发展战略前两位。
《高端装备制造业“十二五”发展规划》（2012年）	到2015年，高端装备制造业销售收入超过6万亿元，在装备制造中的占比提高到15%，工业增加值率达到28%，国际市场份额大幅度增加。按照《规划》，现阶段的高端装备制造业将重点发展航空装备、卫星及应用、轨道交通装备、海洋工程装备和智能制造装备
《智能制造装备产业“十二五”发展规划》（2012年）	提出要大力培育和发展智能制造装备产业。提出了智能装备产业发展的目标是：到2015年，产业规模快速增长。产业销售收入超过10000亿元，年均增长率超过25%，工业增加值率达到35%；到2020年，产业销售收入超过30000亿元。
《“十二五”国家战略性新兴产业发展规划》（2012年9日）	到2020年，力争使战略性新兴产业成为国民经济和社会发展的主要推动力量，增加值占国内生产总值比重达到15%，部分产业和关键技术跻身国际先进水平，节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济支柱产业。
《中国制造2025》	智能制造工程目标到2020年，制造业重点领域智能化水平显著提升，试点示范项目运营成本降低30%，产品生产周期缩短30%，不良品率降低30%。到2025年，制造业重点领域全面实现智能化，试点示范项目运营成本降低50%，产品生产周期缩短50%，不良品率降低50%。
智能制造试点示范2016专项行动实施方案	方案提出将智能制造作为主攻方向，要求2016年遴选60个以上智能制造试点示范项目。通过试点示范，进一步提升高档数控机床与工业机器人、增材制造装备、智能传感与控制装备、智能检测与装配装备、智能物流与仓储装备五大关键技术装备，以及工业互联网创新能力，形成关键领域一批智能制造标准，不断形成并推广智能制造新模式。
关于实施制造业升级改造重大工程包的通知	2016-2018年，实施制造业升级改造重大工程包，聚焦制造业高端化、智能化、绿色化、服务化，组织实施十大重点工程。通过实施重大工程包，力争通过3年努力，规模以上制造业增加值年均增长7%以上，企业技术改造投资年均增长15%左右。

来源：国金证券研究所整理

2.2、智能制造在我国方兴未艾，将持续高速增长

- 我国处于智能制造发展的初级阶段，后续发展潜力巨大。从18世纪末开始，制造业的进化可以分为四个阶段：创造了机器工厂的工业 1.0 时代，以生产流水线为代表的工业 2.0 时代，以电子信息技术应用为标志的工业 3.0 时代和最终实现智能制造的工业 4.0 时代。我国目前处于工业 2.0 向 3.0 转化的阶段。根据中投顾问的数据，我国智能制造仅 16% 的企业进入智能制造应用阶段；从智能制造的经济效益来看，52% 的企业智能制造收入贡献率低于 10%，60% 的企业智能制造利润贡献低于 10%。

图表 14：智能制造发展阶段



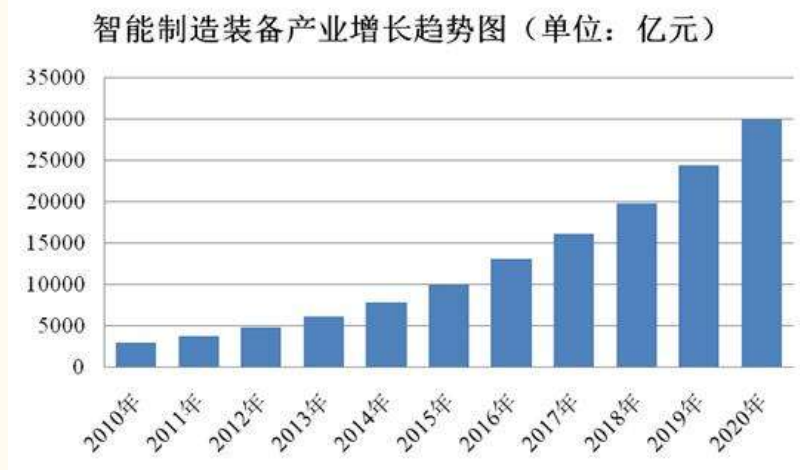
来源：网络资料，国金证券研究所

- 过去几年我国智能制造发展迅猛。中国产业信息报告显示，2010 年我国智能制造装备产业规模约为 4000 亿元，到 2012 年已经达到 5000 亿元以上，截止 2014 年底产业规模超过 7000 亿元。在政策支持和市场需求推动双重

作用下，中国智能制造发展有望提速。未来 5 年内中国智能制造装备行业有望实现产值 3 万亿元，年均复合增长率 25%。

- 国家《“十二五”智能制造装备产业发展规划》明确提出，到 2015 年，智能制造装备产业销售收入超过 1 万亿元。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，建立完善的智能装备产业体系，产业销售收入超过 3 万亿元，国内市场占有率超过 60%，实现装备的智能化及制造过程的自动化。

图表 15：2020 年中国智能制造业产值将达到 3 万亿元

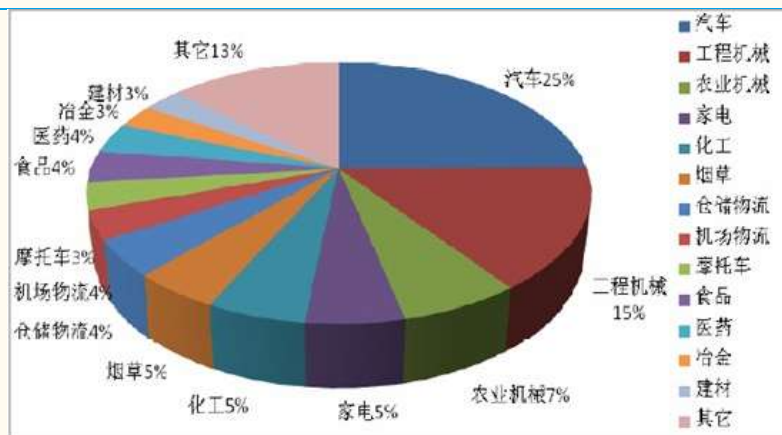


来源：《智能制造装备产业“十二五”发展规划》，国金证券研究所

2.3、智能输送成套设备需求稳定增长

- 智能输送成套设备是智能制造装备的一个重要细分领域。智能输送成套设备可以根据输送物料重量和场地空间有针对性的设计各种不同产品方案来服务于生产制造。智能输送成套设备具备良好的可移植性以及下游应用行业的广泛性，几乎可以覆盖所有的工业制造领域。
- 作为需求导向型行业，智能输送成套设备与下游行业固定资产投资以及智能化水平密切相关。过去几年，随着以汽车及工程机械为代表的制造业固定资产投资的大幅度拉动以及持续的技术升级改造，智能输送成套设备在汽车整车及汽车零部件、工程机械行业中广泛应用。汽车和工程机械自动化水平相对较高，未来产能扩张更倾向于采用智能设备来提高效率。根据中国产业信息统计，汽车和工程机械对智能制造的需求占到 40%，其他行业如农业机械、家电等增长较快，整体占到 60%。

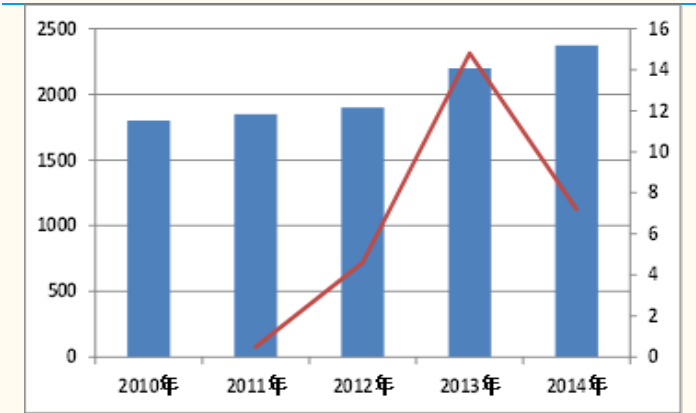
图表 16：智能输送成套设备需求结构



来源：中国产业信息，国金证券研究所

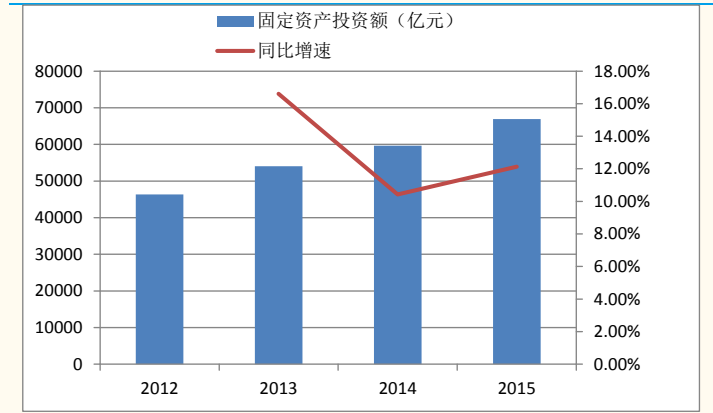
- 2015 年我国汽车产销量创新高，接近 2500 万辆。在整体增速放缓的情况下，整车厂不断提高自动化率，持续投入对现有生产线进行柔性化改造，以车型多样化战略提升竞争力。因此汽车行业固定资产投资额呈上升趋势。

图表 17: 2010-2014 年中国汽车产量及同比增长



来源: wind, 国金证券研究所

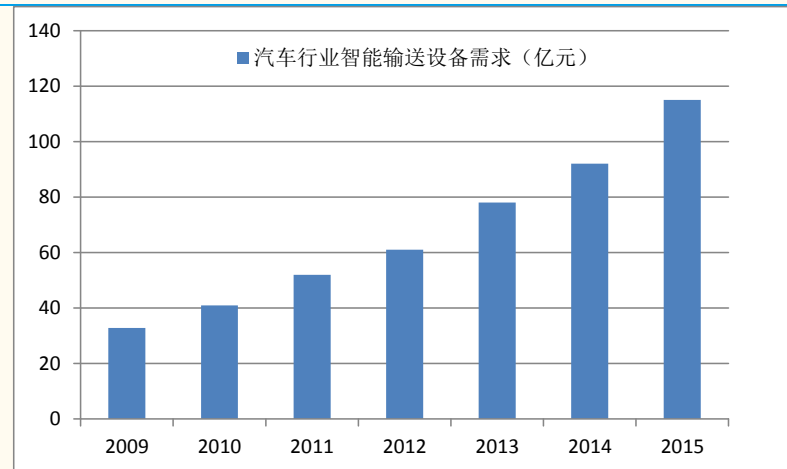
图表 18: 中国汽车产业固定资产投资额



来源: wind, 国金证券研究所

智能输送成套设备的应用贯穿于汽车制造过程中的冲压、焊装、涂装、总装四大环节，特别是在涂装及总装环节应用更为普遍。2009 年汽车行业对智能输送成套设备市场需求量达到 32.78 亿元，2010 年达到 40.98 亿元，“十二五”末期，汽车行业对智能输送成套设备的年市场需求量超过 100 亿元。

图表 19: 2009-2015 中国汽车产业智能输送成套设备需求

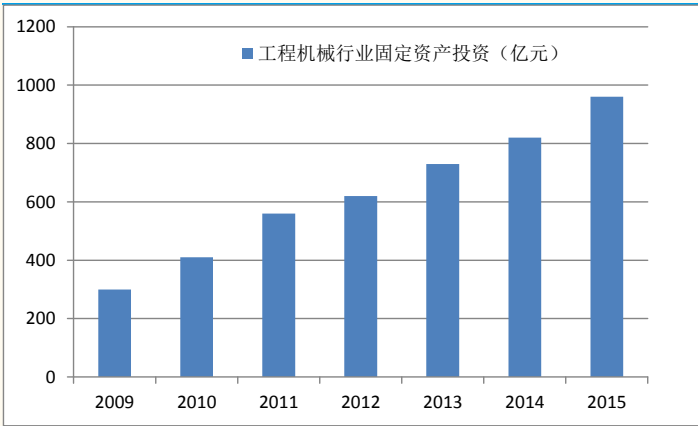


来源: 中国产业信息, 国金证券研究所

- 根据中国工程机械工业协会发布的《中国工程机械行业“十二五”规划》，2015 年我国工程机械的销售收入达到 9,000 亿元水平，年均递增大约为 17%。工程机械销售额约占全社会固定资产投资额的 1.5%-2.5%，十二五期间全社会固定资产投资增长率在 20%左右，为工程机械行业继续稳固增长提供了有力保证。

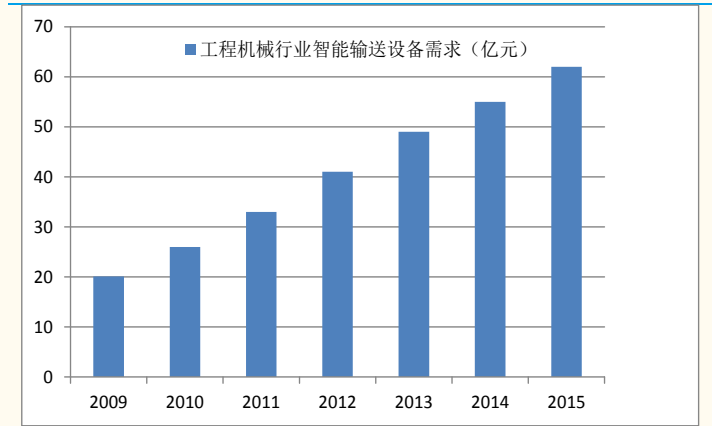
智能输送成套设备应用于工程机械行业，解决了过去“地摊式生产”的局面，极大降低成本，提高生产效率。国内规模以上工程机械企业纷纷引进智能输送成套设备。2009 年工程机械行业对智能输送成套设备市场需求量达到 20.09 亿元，到“十二五”末期，需求量超过 60 亿元。

图表 20: 2009-2015 工程机械行业固定资产投资



来源: 中国产业信息, 国金证券研究所

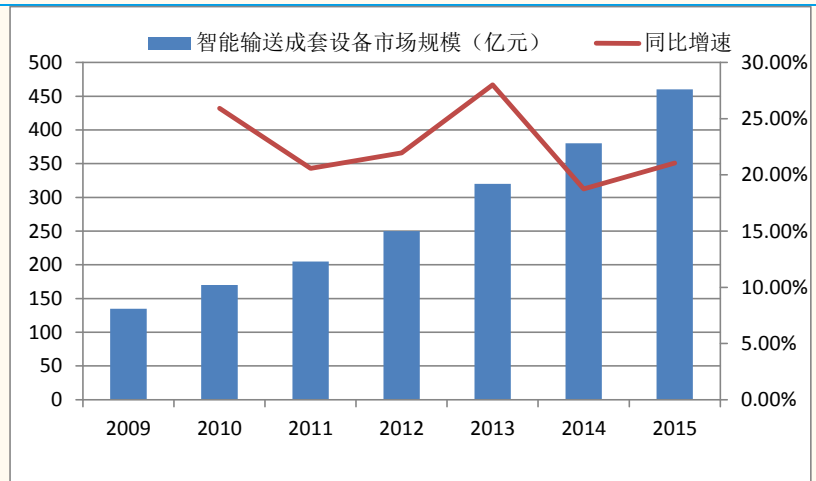
图表 21: 2009-2015 工程机械行业智能输送设备需求



来源: 中国产业信息, 国金证券研究所

- 此外, 农业机械、家电、化工、烟草等领域也是推动智能输送成套设备增长的重要力量。现代物流仓储由机械化向智能化过渡, 给智能输送成套设备的需求又添了一把力。“十二五”期间智能输送成套设备的市场需求平均增长率在 20% 以上, 到 2015 年末下游行业对智能输送成套设备的需求量超过 450 亿元, 未来 3-5 年仍然有望持续这个高增速。

图表 22: 智能输送成套设备市场规模



来源: 中国产业信息, 国金证券研究所

2.4、行业竞争格局

- 行业竞争格局分为三个梯队: 第一梯队, 欧美和日本的外资企业凭借在工业化进程中的积累, 已经具备了先发优势和技术优势, 尤其在高端市场表现突出。代表企业包括德国杜尔、日本大福等。

第二梯队, 国内经过多年的消化引进技术和积累, 已经形成了一批具备较强研发设计能力以及系统集成能力的企业, 开始跟外资品牌展开正面竞争, 并可以提供具备相对竞争优势的本土化解决方案。代表企业包括天奇股份、三丰智能、顺达智能。

此外, 存在众多规模小、技术弱, 从事简单服务和单机产品为主, 不具备整体规划能力的中小企业, 为龙头企业提供配套服务, 属于第三梯队。

图表 23：智能输送成套设备行业竞争格局

行业地位	特征	代表企业	代表企业业务情况	代表企业规模
第一梯队	具备先发优势和技术优势，在高端市场表现突出。	德国杜尔	全球领先供应商，主要为汽车生产提供智能制造服务，包括喷涂车间的规划与设计、建造，提供各种终端装备，为发动机产品、传输系统提供清洗及过滤装置，为汽车部套提供动平衡系统。客户群还包括机械、化工、医药、涂料、航空航天等。	2012财年营收24亿欧元，净利润1.1亿欧元
		日本大福	70多年来始终致力于物料搬运技术与设备的开发和研究，提供从规划、设计、制造、安装到售后服务、设备更新的全系列服务。客户群体包括汽车生产自动化、基础制造业、流通业、半导体、机场行李搬运业等。	2012财年营收2023亿日元
第二梯队	具备较强研发设计能力以及系统集成能力，开始跟外资品牌展开正面竞争，可以提供具备相对竞争优势的本土化解决方案。	天奇股份	国内制造业物流自动化技术装备知名供应商，主要产品有汽车总装物流自动化系统、汽车焊装物流自动化系统、车身储存物流自动化系统、汽车涂装物流自动化系统、机场物流自动化系统、自动化立体仓库系统，产品还涉及到散料输送设备、风力发电设备的风叶、塔桶等物流自动化。	2015年营收21.75亿，净利润9500万
		三丰智能	专注于从事智能输送成套设备的研发设计、生产制造、安装调试与技术服务，主要产品有：智能物流输送装备、工业机器人、自动化仓储与分拣设备、智能立体停车系统、工业自动化控制系统、无人机、环保节能涂装设备、智能精准焊接设备等。	2015年营收3.45亿，净利润2309万
		顺达智能	为客户提供室内智能物流整体解决方案以及配套的智能装配、输送设备。	2015年营收2.16亿，净利润2866万
第三梯队	规模小、技术弱，从事简单服务和单机产品为主，不具备整体规划能力。	众多中小企业	为主流企业提供配套服务。	营业规模基本在5000万以下

来源：国金证券研究所

3、公司：“软硬兼施”，转型智能工厂整体解决方案服务商

3.1、立足智能输送，位居国内第一阵营

- 公司自成立以来一直专注于智能输送设备的研发、设计和生产。历经 10 多年持续不断的研发投入，以较强的技术实力和良好的产品品质，在汽车、工程机械、家电等领域均建立了良好口碑。公司与国内外多家 500 强企业建立了长期稳定的合作关系。

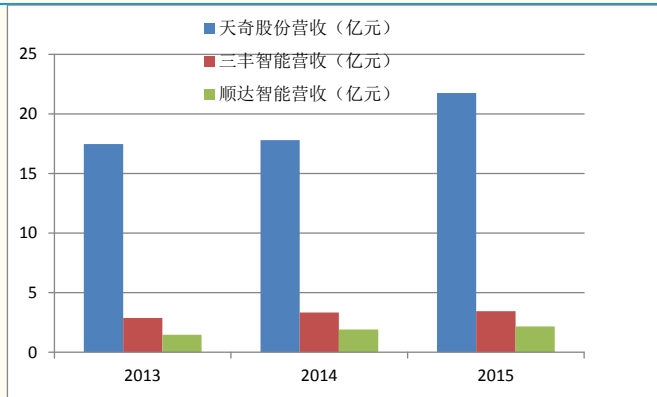
图表 24：公司典型客户



来源：公司路演资料，国金证券研究所

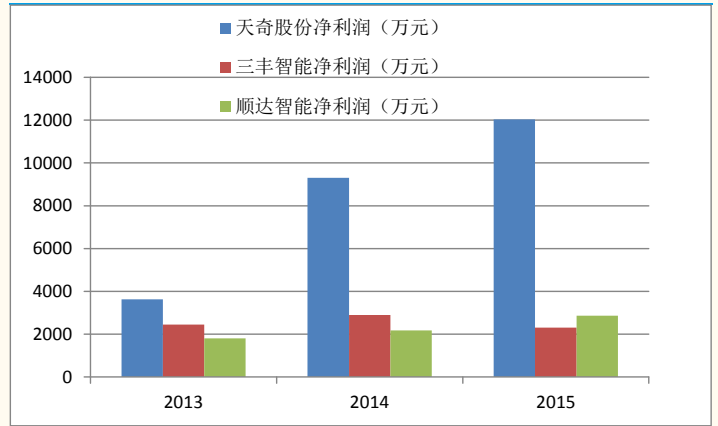
- 从客户质量和营收规模来看，公司已经位居国内智能成套输送设备供应商第一阵营。与主要竞争对手天奇股份、三丰智能相比，公司规模较小，但盈利能力更强。

图表 25: 公司与主要竞争对手 2013-2015 营收对比



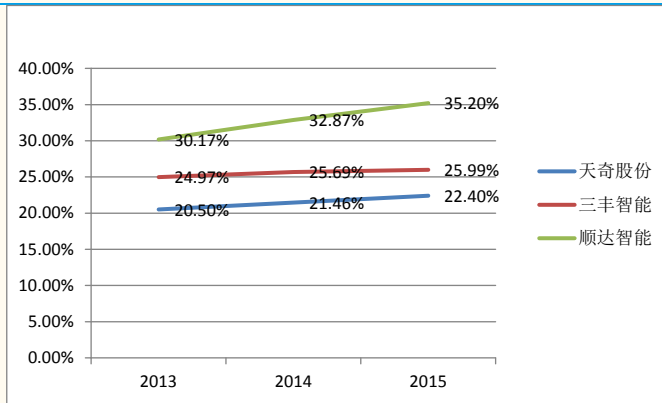
来源: wind, 国金证券研究所

图表 26: 公司与主要竞争对手 2013-2015 净利润对比



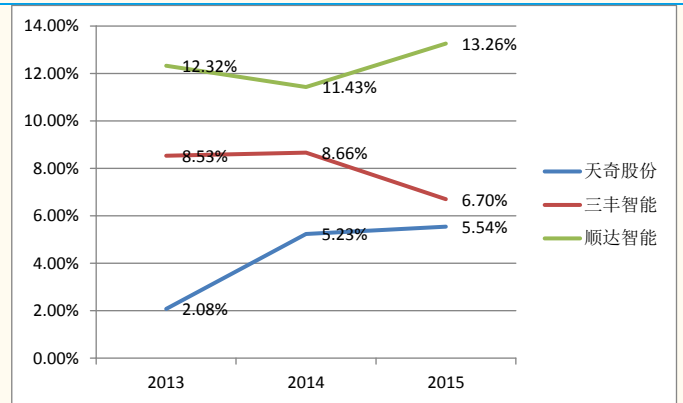
来源: wind, 国金证券研究所

图表 27: 公司与主要竞争对手 2013-2015 毛利率对比



来源: wind, 国金证券研究所

图表 28: 公司与主要竞争对手 2013-2015 净利率对比

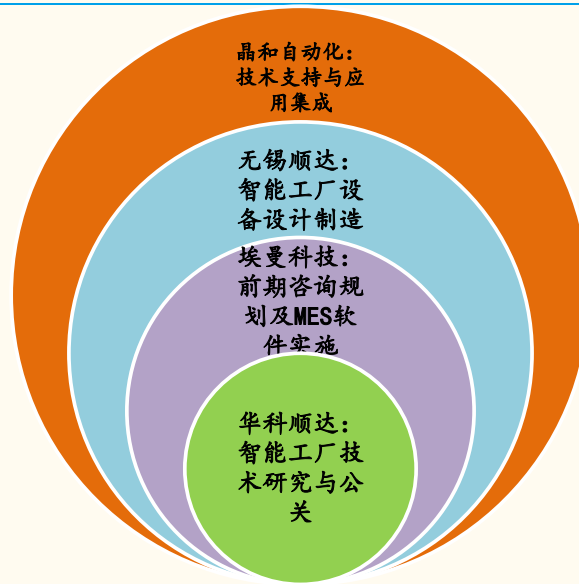


来源: wind, 国金证券研究所

3.2、软硬兼施，打造智能工厂系统平台

- 公司长期进行智能输送成套设备及制造系统规划、设计、制造、服务，积累了丰富的项目经验。在此基础上，公司整合内外资源，打造咨询服务、硬件、软件与一体的智能工厂系统平台，效果显著。
- 外部资源方面，2015 年公司与华中科技大学联合成立控股子公司：华科顺达智能化技术研究院有限公司，共同致力于各类智能装备、离散制造业数字化工厂、柔性制造及大数据技术的研究与攻关。未来有望与德国 DULL 和日本 NKC 两大行业巨头形成实质性合作，进一步夯实基础研发能力。
- 内部整合方面，公司成立了子公司埃曼科技，建立专门的软件和服务团队，负责智能工厂制造系统的整体咨询、规划及软件开发和实施。并于去年收购了江苏晶和自动化。晶和自动化是一家专门从事自动化生产线工程设计、非标自动化设备的研发与设计的高新技术企业，主要面向家电、汽车、包装自动化三大领域，与公司原有业务形成了良好的补充。晶和自动化核心团队来自日本和韩国，包括在日本松下有 30 多年技术研发和项目管理经验的铃木隆之等资深专家。
- 结合原有业务，公司形成了内有埃曼科技负责前期咨询和整体规划、软件实施，无锡顺达负责设备及硬件制造，晶和自动化负责技术支持和集成；有华科顺达负责基础技术研发这样完整的智能工厂系统平台。实现由系统集成商向智能工厂整体解决方案服务商的转型。

图表 29：公司智能工厂整体服务平台



来源：公司资料，国金证券研究所

3.3、开拓更多下游行业，新能源汽车订单充足

- 公司机制灵活，适应性强，随着智能化生产系统设计及制造能力逐渐完善和增强，公司业务向更多的下游行业扩展。尤其在新能源汽车领域，公司把握市场机遇，目前已完成了比亚迪、美国新能、河南新能、宝雅、御捷马等十余家新能源汽车项目。
- 公司在手订单充足。根据公告显示，2016 年已签订了多项新能源汽车总装和焊装生产线合同，累计金额超过 3 亿元。新能源汽车质量更轻、焊接点少、车身强度高，对制造工艺和技术有更高的要求。标志着公司在新能源汽车领域的业务实力得到了进一步提升。

图表 30：公司 2016 年至今新能源汽车重大合同

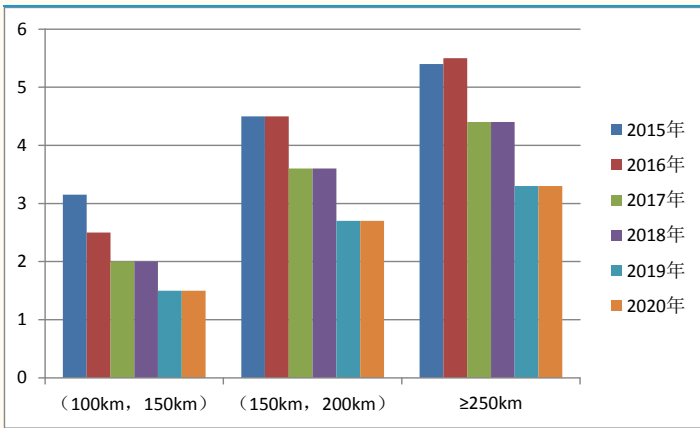
签订时间	签订对象	合同内容	合同金额（万元）
2015 年 12 月 17 日	洛阳同捷新能源汽车有限公司	总装生产线设计制造项目合同	7756
2016 年 1 月 6 日至 2016 年 3 月 7 日	成都文华同捷汽车有限公司	车身总成及焊装生产线设计制造合同	7756
2016 年 2 月	浙江合众新能源汽车有限公司	《浙江合众新能源汽车有限公司冲压车间生产线项目合同书》等 8 项合同	18200

来源：公司公告，国金证券研究所

- 新能源汽车行业景气度高。2013 年以来，国家各大部委陆续出台了一系列鼓励和推广新能源汽车发展的政策，包括新能源汽车购置价格上高额补贴，以及不限行不限号等，并明确制定了未来五年新能源汽车补贴逐步退坡路线图，从经济上培育产业需求，提升产业空间。
- 受政策驱动，我国新能源汽车呈现爆发式增长，2015 年产销量分别达到 34 万辆和 33.1 万辆，同比分别增长 3.3 倍和 3.4 倍，尤其是下半年，新能源汽车产销量呈井喷态势。2016 年一季度受多种因素影响：新能源汽车销售原本就具有前低后高的特点；国补政策的调整以及地补政策出台较晚；查骗补事件的发酵；推广目录的推倒重来等，产销量环比大幅下滑，但仍获得一倍的增速。

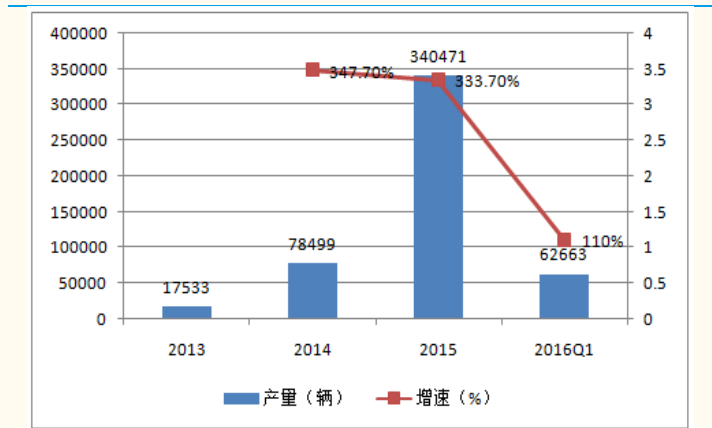
- “补贴退坡”和清查骗补对行业影响较为明显。短期来看，补贴退坡会增加客户购车成本，行业总体销量同比下降；但也倒逼企业进行技术升级和成本管控。清查骗补一方面将缺乏竞争力的企业淘汰出市场，抑制“虚火过剩”的隐忧，另一方面借此调整补贴政策，提升行业整体竞争力。
- 短期调整不影响整体，在未来五年全国新能源汽车将达 500 万辆保有量的政策目标预期之下，预计 2016-2020 年间新能源汽车产量将会保持大约 70% 的年复合增速。

图表 31: 2015-2020 年国家给予纯电动乘用车补贴标准 (单位: 万元/辆)



来源: 工信部, 国金证券研究所

图表 32: 2013-2016Q1 中国新能源汽车产量



来源: 中国汽车工业协会, 国金证券研究所

- 在行业技术升级和良性发展的大趋势下，新能源汽车生产企业提高生产效率和产品品质的需求更加迫切。作为自动化和智能化生产系统服务商，公司有望享受行业利好，在新能源汽车领域继续发力。

4、投资建议

- 智能制造在我国已上升为国家战略。目前我国处于智能制造的初级阶段，后续发展潜力巨大。国家《“十二五”智能制造装备产业发展规划》明确提出，到 2020 年建立完善的智能装备产业体系，产业销售收入超过 3 万亿元。智能输送属于智能制造的基础性细分领域，几乎可适用于所有的生产制造行业，2015 年市场规模超过 450 亿元，预计未来仍将保持超过 20% 的年均增速。
- 公司以智能输送成套装备设计和制造为基础，发展为专业的智能化生产（制造）系统整体解决方案供应商，为客户提供从咨询、规划到设计、制造、安装、售后的一站式服务。公司目前处于业务转型期，2013-2015 年营收分别为 1.46 亿、1.91 亿和 2.16 亿，年复合增长率 13.9%；净利润分别为 1804 万、2181 万和 2866 万，复合增速为 16.7%。从行业竞争地位来看，公司已位列国内第一阵营，虽规模相对较小，但毛利率和净利率远高于可比公司天奇股份、三丰智能。
- 公司从传统集成商向智能工厂整体解决方案服务商转型已见成效。2015 年开始公司整合内外资源，在行业内率先形成了咨询、MES 软件、智能设备、技术服务一体化的智能工厂系统平台，增强业务总包能力。同时公司把握行业趋势，积极向汽车、工程机械以外的更多行业拓展，尤其在新能源汽车领域进展顺利。2016 年一季度公司在手订单金额累计超过 3 亿元，基本都来自于新能源汽车总装和焊装总包项目，未来有望在新能源汽车领域进一步发力。
- 结合以上分析，我们认为公司所处的智能制造行业是国家重点支持的领域，发展空间巨大，未来增长确定性强。公司在智能输送领域具备知名度，从传统集成商向智能工厂整体解决方案服务商转型进展顺利。在新能源汽车行业重点拓展，在手订单充足，未来有望进一步发力。

- 我们预计公司 2016-2018E 营收分别为 4.29 亿、6.06 亿、8.53 亿，净利润分别为 5400 万、7500 万、9800 万，EPS 分别为 0.765 元、1.057 元、1.380 元。考虑新三板流动性，按 2016 年 PE15X 予以估值，目标价 11-13 元，给予买入评级。

图表 33: 分产品的销售预测

项 目	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
成套设备						
销售收入 (百万元)	145.85	189.97	207.80	414.00	579.00	810.00
增长率 (YOY)	264.63%	30.25%	9.39%	99.23%	39.86%	39.90%
毛利率	29.99%	32.69%	35.26%	36.00%	36.00%	36.00%
销售成本 (百万元)	102.11	127.87	134.53	264.96	370.56	518.40
增长率 (YOY)	231.27%	25.23%	5.21%	96.95%	39.86%	39.90%
毛利 (百万元)	43.74	62.10	73.27	149.04	208.44	291.60
增长率 (YOY)	376.68%	41.98%	17.99%	103.41%	39.86%	39.90%
占总销售额比重	99.77%	99.82%	96.58%	96.57%	95.62%	95.01%
占主营业务利润比重	99.48%	99.82%	97.22%	97.31%	96.68%	96.21%
配件及其他						
销售收入 (百万元)	0.34	0.34	7.36	14.72	26.50	42.50
增长率 (YOY)	78.95%	0.00%	2064.71%	100.00%	80.03%	60.38%
毛利率	67.39%	32.23%	28.45%	28.00%	27.00%	27.00%
销售成本 (百万元)	0.11	0.23	5.27	10.60	19.35	31.03
增长率 (YOY)	-21.82%	107.82%	2185.45%	101.26%	82.53%	60.38%
毛利 (百万元)	0.23	0.11	2.09	4.12	7.16	11.48
增长率 (YOY)	375.52%	-52.17%	1810.82%	96.84%	73.60%	60.38%
占总销售额比重	0.23%	0.18%	3.42%	3.43%	4.38%	4.99%
占主营业务利润比重	0.52%	0.18%	2.78%	2.69%	3.32%	3.79%
销售总收入 (百万元)	146.19	190.31	215.16	428.72	605.50	852.50
销售总成本 (百万元)	102.22	128.10	139.80	275.56	389.91	549.43
毛利 (百万元)	43.97	62.21	75.36	153.16	215.60	303.08
平均毛利率	30.08%	32.69%	35.03%	35.73%	35.61%	35.55%

来源: 国金证券研究所

5、风险提示

- 应收账款增速过快。公司 2013-2015 年应收账款分别为 6568 万、1.24 亿、1.99 亿，2015 年账龄结构 1 年以上占到 40%，同时年末预收款项只有 179.3 万。公司工程项目回款周期长，随着总包项目增多，垫资压力增大，下游汽车及新能源汽车行业占比较大，如行业增速放缓，应收账款回收风险较高。
- 其他风险：市场竞争加剧，新能源汽车投资放缓，存货较高，转型不达预期。

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)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	146	191	216	429	606	853	货币资金	1	21	103	110	117	139
增长率		30.3%	13.2%	98.5%	41.2%	40.8%	应收款项	87	153	230	302	398	521
主营业务成本	-102	-128	-140	-276	-390	-549	存货	58	35	19	49	69	83
%销售收入	69.8%	67.1%	64.8%	64.3%	64.4%	64.4%	其他流动资产	8	8	10	16	18	18
毛利	44	63	76	153	216	303	流动资产	153	217	363	477	602	762
%销售收入	30.2%	32.9%	35.2%	35.7%	35.6%	35.6%	%总资产	85.0%	82.0%	87.6%	93.2%	93.5%	93.9%
营业税金及附加	-1	-2	-3	-6	-9	-11	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.7%	1.2%	1.2%	1.5%	1.5%	1.3%	固定资产	20	19	15	14	12	11
营业费用	-3	-3	-3	-9	-18	-34	%总资产	10.9%	7.1%	3.6%	2.8%	1.9%	1.3%
%销售收入	1.8%	1.8%	1.4%	2.0%	3.0%	4.0%	无形资产	6	12	8	18	27	37
管理费用	-17	-24	-31	-77	-103	-145	非流动资产	27	47	51	35	42	50
%销售收入	11.7%	12.7%	14.3%	18.0%	17.0%	17.0%	%总资产	15.0%	18.0%	12.4%	6.8%	6.5%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	23	33	40	61	85	113	资产总计	181	265	414	512	643	811
%销售收入	15.9%	17.2%	18.4%	14.2%	14.1%	13.3%	短期借款	35	39	15	0	0	0
财务费用	-2	-3	-2	2	2	3	应付款项	63	93	44	83	123	169
%销售收入	1.5%	1.4%	1.0%	-0.4%	-0.4%	-0.3%	其他流动负债	10	17	19	39	59	83
资产减值损失	0	-6	-12	0	0	0	流动负债	109	149	78	122	182	251
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	1	0	0	0	其他长期负债	0	1	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	4.3%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	109	150	78	122	182	252
营业利润	22	24	27	63	88	116	普通股股东权益	72	114	336	390	461	559
营业利润率	14.7%	12.8%	12.4%	14.6%	14.5%	13.6%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	0	2	8	3	3	3	负债股东权益合计	181	265	414	512	643	811
税前利润	22	26	35	66	91	119	比率分析						
利润率	14.7%	13.8%	16.1%	15.3%	15.0%	13.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-3	-5	-6	-11	-16	-21	每股指标						
所得税率	16.2%	17.2%	17.4%	17.5%	17.5%	17.5%	每股收益	0.361	0.417	0.415	0.765	1.057	1.380
净利润	18	22	29	54	75	98	每股净资产	1.435	2.102	4.863	5.647	6.671	8.087
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	-0.046	0.388	-1.071	0.131	0.239	0.413
归属于母公司的净利润	18	22	29	54	75	98	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	12.3%	11.4%	13.3%	12.7%	12.4%	11.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	25.14%	19.06%	8.53%	13.90%	16.25%	17.51%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	9.99%	8.25%	6.93%	10.59%	11.65%	12.06%
净利润	18	22	29	54	75	98	投入资本收益率	18.26%	17.68%	9.35%	12.90%	15.29%	16.65%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	2	9	15	2	2	2	主营业务收入增长率	58.92%	30.33%	13.20%	98.45%	41.23%	40.79%
非经营收益	2	1	-8	1	-3	-3	EBIT 增长率	34.48%	40.59%	21.10%	53.53%	40.05%	32.26%
营运资金变动	-25	-10	-110	-48	-57	-69	净利润增长率	40.76%	20.92%	31.43%	89.22%	38.11%	30.65%
经营活动现金净流	-2	21	-74	9	17	29	总资产增长率	28.09%	46.46%	56.37%	23.83%	25.61%	26.12%
资本开支	-1	-22	-6	14	-6	-7	资产管理能力						
投资	-5	0	-8	-1	0	0	应收账款周转天数	120.2	181.5	273.5	210.0	200.0	190.0
其他	0	0	2	0	0	0	存货周转天数	181.3	132.4	71.0	65.0	65.0	55.0
投资活动现金净流	-6	-22	-12	13	-6	-7	应付账款周转天数	58.8	64.6	85.0	80.0	80.0	80.0
股权募资	0	19	193	0	-4	0	固定资产周转天数	49.1	35.8	25.3	11.2	6.9	4.1
债权募资	-2	4	-25	-15	0	1	偿债能力						
其他	-4	-3	-2	0	0	0	净负债/股东权益	48.17%	16.16%	-26.39%	-28.24%	-25.28%	-24.70%
筹资活动现金净流	-6	21	166	-15	-4	1	EBIT 利息保障倍数	10.7	12.4	18.5	-35.3	-36.4	-43.3
现金净流量	-14	20	80	7	6	22	资产负债率	60.27%	56.74%	18.74%	23.79%	28.33%	31.11%

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
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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