

投资评级：推荐（首次）
分析师

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

联系人：

张如许 0755-83559732

Email:zhangruxu@cgws.com

从业证书编号:S1070115070101

李倩倩 021-61680674

Email:liqq@cgws.com

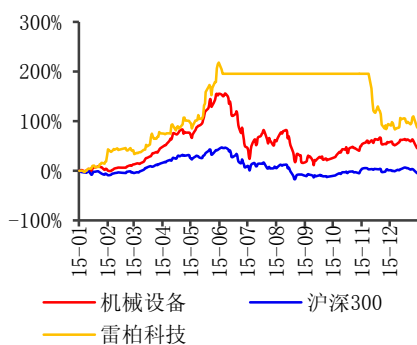
从业证书编号:S1070115120028

市场数据

目前股价	50.77
总市值（亿元）	144.18
流通市值（亿元）	143.62
总股本（万股）	28,398
流通股本（万股）	28,288
12个月最高/最低	89.89/25.81

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	528	788	946
(+/-%)	1.3%	49.3%	20.0%
净利润	-239	71	93
(+/-%)	-753.5%	-129.7%	30.7%
摊薄 EPS	-0.84	0.25	0.33
PE	-60.44	203.33	155.56

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

转型机器人和无人机领域，即将进入收获期

——雷柏科技（002577）公司调研报告

投资建议

我们预测 2015-2017 年公司 EPS（未考虑增发）分别为 -0.84 元、0.25 元和 0.33 元，对应 PE 分别为 -60 倍、203 倍和 155 倍。零度智控是技术上可以匹敌大疆的优质无人机公司，未来势必将占领相当一部分无人机市场，且公司收益 3C 自动化多年实践经验，机器人系统集成业务订单逐渐增多，我们看好未来公司发展，首次覆盖给予推荐评级。

投资要点

- **牵手技术领先的零度智控，目前 A 股无人机第一标的：**零度智控与大疆其实几乎同一时期开始步入无人机领域，主要技术上基本可以相提并论，区别在过去市场开拓的程度不同。零度智控之前凭借技术优势，做了很多专业市场应用项目，参加了很多专业比赛，在专业领域发表很多多旋翼研究成果，钓鱼岛测绘就是用的零度的无人机飞控；而大疆则更重视消费级无人机市场领域，在 2010 年前后发力，首次将多旋翼应用到无人机上，挺进消费级市场，在全球无人机领域迅速铺开。零度智控 2015 年初选择与雷柏科技合作设立合资公司则是开始重视广阔的消费级无人机市场，准备在快速增长的消费级无人机市场分一杯羹。
- **受益 3C 自动化多年经验，机器人系统集成业务渐入佳境：**公司 2007 年便成立了自动化团队，已经有多年的研发和实践经验，机器人系统集成订单于 2015 年开始放量。目前公司已经接到的机器人订单近 1 亿，主要还在挑选客户树立口碑的阶段。公司希望能够通过高质量的样板生产线做好品牌，赢得口碑，靠优质客户口口相传来推销公司的机器人系统集成业务。
- **传统电脑外设稳步前进，今年剥离游戏业务刮骨疗伤：**今年预亏 2.3~2.5 亿，就是公司决定痛下决心割舍游戏带来的影响，将乐汇天下的大额减值考虑在内，明年开始公司盈利将恢复正常。传统外设前些年一直处于萎缩的趋势，是由于外设的研发和市场需求对接不完全吻合，导致主业的营收和净利均在下降得比较多。未来雷柏重点针对网吧游戏键鼠的巨大需求进行了相关产品的开发，可以达到市场领先水平，将力图在网吧市场占据较大的份额。
- **风险提示：**无人机销售不达预期；机器人业务下游需求减弱。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	396	521	528	788	946	成长性					
营业成本	271	302	355	505	610	营业收入增长	-13.9%	31.7%	1.3%	49.3%	20.0%
销售费用	63	99	74	106	120	营业成本增长	-12.5%	11.3%	17.7%	41.9%	21.0%
管理费用	48	77	65	98	117	营业利润增长	-60.6%	43.2%	-31.8%	155.6%	33.3%
财务费用	-28	-14	-9	-20	-33	利润总额增长	-55.5%	47.5%	-583.2%	-135.0%	30.7%
投资净收益	0	0	0	0	0	净利润增长	-55.2%	9.5%	-753.5%	-129.7%	30.7%
营业利润	37	53	36	92	122	盈利能力					
营业外收支	3	5	-316	6	6	毛利率	31.5%	42.1%	32.7%	36.0%	35.5%
利润总额	39	58	-280	98	128	销售净利率	8.4%	12.6%	-53.1%	10.6%	11.5%
所得税	6	-8	0	15	19	ROE	2.4%	2.6%	-20.8%	3.1%	4.1%
少数股东损益	0	29	-42	12	16	ROIC	1.4%	7.4%	-2.3%	9.7%	10.0%
净利润	33	37	-239	71	93	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	16.0%	19.0%	14.0%	13.5%	12.7%
					(百万)	管理费用/营业收入	12.1%	14.8%	12.4%	12.4%	12.4%
流动资产	1077	881	682	1934	1998	财务费用/营业收入	-7.0%	-2.8%	-1.7%	-2.5%	-3.5%
货币资金	806	523	533	1585	1746	投资收益/营业利润	0.0%	-0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	69	115	57	198	108	所得税/利润总额	15.2%	-13.5%	0.0%	15.0%	15.0%
应收票据	6	16	40	119	70	应收账款周转率	6.45	5.67	10.46	4.86	10.16
存货	83	79	92	151	144	存货周转率	3.29	3.81	3.84	3.34	4.25
非流动资产	403	979	926	872	819	流动资产周转率	0.34	0.37	0.41	0.33	0.37
固定资产	366	317	273	229	185	总资产周转率	0.27	0.28	0.33	0.28	0.34
资产总计	1480	1860	1608	2806	2817	偿债能力					
流动负债	79	403	451	471	505	资产负债率	5.4%	21.7%	28.1%	16.8%	17.9%
短期借款	0	9	0	0	0	流动比率	13.60	2.18	1.51	4.10	3.96
应付款项	79	394	451	471	505	速动比率	11.04	1.58	1.31	3.78	3.67
非流动负债	1	0	0	0	0	每股指标 (元)					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.54	0.59	-0.84	0.25	0.33
负债合计	80	403	451	471	505	每股净资产	4.93	5.13	4.07	8.22	8.14
股东权益	1399	1457	1157	2335	2312	每股经营现金流	-0.01	0.20	0.04	3.70	0.57
股本	283	283	283	328	328	每股经营现金/EPS	-0.02	0.34	-0.04	14.83	1.74
留存收益	159	164	-74	-104	-144	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	0	52	10	22	39	PE	94.44	86.23	-60.44	203.33	155.56
负债和权益总计	1480	1860	1608	2806	2817	PEG	3.30	2.37	0.08	-1.57	5.07
现金流量表					(百万)	PB	10.30	10.26	12.57	6.23	6.34
经营活动现金流	23	56	338	-73	251	EV/EBITDA	36.41	27.66	27.31	18.30	15.25
其中营运资本减少	530	-520	-247	1232	30	EV/SALES	335.26	189.54	-57.19	120.95	106.10
投资活动现金流	50	28	-331	5	5	EV/IC	34.25	26.60	26.16	19.11	15.77
其中资本支出	-45	-35	0	0	0	ROIC/WACC	22.69	15.19	23.26	20.82	27.62
融资活动现金流	-74	-21	2	1119	-95	REP	0.01	0.07	-0.02	0.10	0.10
净现金总变化	-2	63	10	1052	162						

研究员介绍及承诺

曲小溪: 机械行业分析师, 2014 年加入长城证券。

张如许: 机械行业研究员, 2015 年加入长城证券。

李倩倩: 机械行业研究员, 2015 年加入长城证券。

本人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, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部**深圳联系人**

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xuji@cgws.com
凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>