

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

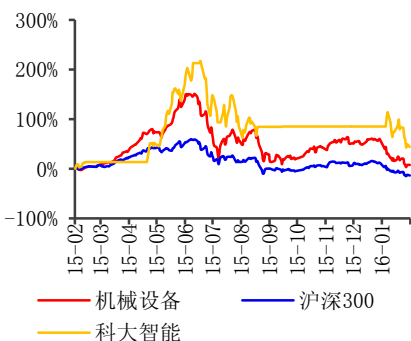
市场数据

目前股价	14.99
总市值（亿元）	90.34
流通市值（亿元）	39.47
总股本（万股）	60,269
流通股本（万股）	26,330
12个月最高/最低	34.56/10.25

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	922	1614	2259
(+/-%)	50.0%	75.0%	40.0%
净利润	134	202	292
(+/-%)	82.4%	51.3%	44.7%
摊薄 EPS	0.22	0.34	0.49
PE	74.50	49.25	34.03

股价表现



数据来源：贝格数据

相关报告

外延并购布局工业 4.0，业绩持续加速中

——科大智能（300222）公司调研报告

投资建议

我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.22 元、0.34 元、0.49 元，对应的 PE 分别为 75、49、34 倍。随着公司成功收购冠致自动化和华晓精密，进一步布局工业 4.0，未来两年公司的业绩有望持续快速增长，首次给予“推荐”评级。

投资要点

■ **配用电行业龙头，收购永乾机电切入工业智能化领域。**公司成立于 2002 年，是一家专业从事配电自动化系统、用电自动化系统软硬件产品研发、生产与销售以及配用电自动化工程与技术服务的公司，能够为电力行业用户提供定制化的配用电自动化系统整体解决方案，是我国中压配电载波通信领域的领军企业。公司 2014 年收购永乾机电 100% 股份，永乾机电成为公司全资子公司，永乾机电的主营业务是智能移栽、智能输送、智能装配和智能仓储等工业智能业务，其具有提供非标准化的工业智能化综合解决方案的能力，是国内最大的助力机械手生产商。永乾机电研发团队有 240 人，其中科研人员 30 多人，做项目的 40 多人，规划的 40 多人。每年人员增幅为 30-40 人，计划 3 年后人员可以达到 400 人。2015 年有 2000 份订单，客户资源优质，毛利率高，在 40% 以上。70% 的业务仍是助力机械手，30% 是智慧工厂建设，涉及领域有新能源、电池、输配电、军工、通讯等，其中改造需求占比较新建需求更多。历时 10 年拿到军工总装资质证书，来自军工的订单可期。永乾承建的北京双杰电气电力开关智能生产线，是目前国内唯一、自动化率和现代化水平最高，专为生产固体绝缘环网柜的智能型全自动生产线，于 2015 年 1 月正式竣工。永乾 2015 年业绩好于预期，2016-2017 两年的业绩由 2015 年新增订单保证通过此次收购，公司成功切入到工业智能化领域。收购永乾机电后，公司主营业务包括配用电自动化和工业生产智能化，2015 年前三个季度公司实现总营收 577,535,165.38 元，同比增长 57.95%，实现归属于上市公司净利润为 86,597,561.55 元，同比增长 105.87%。公司 2015 年 5 月与合肥国轩高科动力能源股份公司签署了《战略合作框架协议》，公司与国轩高科就新能源领域的智慧工厂和智能制造的技术研究与应用开展长期合作。初期合作投资规模预计约 3 亿元，双方合作期限不少于 3 年，合作项目是完成国轩高科现有部分生产基地老线改造和国轩高科新厂区生产线的自动化。国轩高科主营业务为锂离子电池及材料，太阳能与风能等可再生能源应用产品、设备与系统等，本合作协议的签订有利于拓展和延伸公司智能制造业务产业链，加快公司在新能源行业领域的业务拓展速度。

■ **收购冠致自动化和华晓精密，继续加大智能制造筹码。**公司近期发布

公告称将以发行股份并支付现金的形式收购冠致自动化和华晓精密。冠致自动化成立于 2012 年,从 2013 年员工人数 90 人、营业额 3000 万元,2014 年员工人数增长至 111 人,营业额为 1.5 亿元到 2015 年员工人数为 145 人,营业额预计达到 3 亿元。冠致自动化的核心成员均有多年行业经验,如大众、ABB、柯马、FFT 等。冠致目前有员工 150 人,其中 10 年工作经验以上的员工占比为 1/3。冠致自动化一直专注于智能焊装生产线细分领域,是少数能打破国外高端机器人企业长期垄断一线主流车企侧围焊接生产线细分领域的企业之一,在工业机器人系统集成应用技术领域处于国内先进水平,是上海大众认定的 A 级供应商。公司的定位是成为综合工业自动化集成商,致力于专注与创新、为客户创造价值和促进行业标准优化。在汽车焊接领域、非汽车智能自动化、机器人应用和高功率激光器应用等业务领域进一步拓展。冠致自动化的核心技术包括:工艺方案优化、激光焊技术、60JPH(每小时可完工 60 台车)自动化焊接生产线集成技术、自动化汽车底板柔性生产线、高节拍在线弧焊。冠致自动化在手订单 2.19 亿元(不含税),扣除 2015 年 11-12 月份实际确认收入金额 0.45 亿元,剩余 1.74 亿元(不含税)订单预计大部分将于 2016 年确认收入。冠致自动化正在积极参与上海大众、一汽大众、沃尔沃、长安福特等车企的新车及改造车型生产线的招投标。此外,随着 2016-2017 年汽车行业的市场总量的可能下滑,冠致正加大非汽车行业的布局,最近和唐山客车签订了联合研发的合同,主要有关高铁车体外表机器人打磨,目前的成果已得到唐山客车的认可。此外,不同的汽车厂商选择汽车供应商的要求不同,在这方面存在较高的壁垒,供应商替代的成本很高,并且汽车智能焊装生产线本身就是非常复杂的系统工程,一旦进入到汽车厂商的供应商体系内粘性还是很高的,汽车行业内“1 年小改、3 年大改、5 年替换”的车型变化周期也对公司的业绩产生积极的影响,2015 年的收入中有 1/2 来自非汽车行业。未来 5 年冠致自动化将在以车身自动化焊接线集成为核心业务的基础上,继续发挥自身在方案规划、设计、仿真、项目管理、机械制造、机器人应用等优势技术。冠致自动化的业绩承诺是 2015 年度实现净利润数不低于 3,300 万元;2016 年度、2017 年度、2018 年度净利润数分别不低于人民币 5,200 万元、6,500 万元、8,300 万元。华晓精密成立于 2003 年,华晓精密是一家专业的工业生产智能物流输送机器人成套设备及系统综合解决方案供应商,致力于基于 AGV(自动导引轮式物流输送机器人)为核心设备的智能物流输送系统研发、生产和销售,是我国为数不多的能够提供定制化智能物流输送系统综合解决方案的企业之一,是东风日产和东风雷诺的战略合作供应商。晓精密采取“以销定产”的生产模式,通过参加客户招投标并中标获取订单的方式实现产品销售。2015 年的销售收入拆分为智能物流输送系统、智能检测设备和物流器具,占比分别为 85%、7%和 8%,产品综合毛利率为 41%。华晓精密的业绩承诺为 2015 年度实现净利润数不低于 2,500 万元;2016 年度、2017 年度、2018 年度净利润数分别不低于人民币 3,500 万元、4,500 万元、5,500 万元。

- **发展思路和战略规划清晰,逐步布局工业 4.0。**公司在智能制造和智能电气方面的未来 3 年的发展思路如下:在智能制造领域,公司将在智能输送搬运机器人和智能工厂软件与整体集成服务的基础上,大力做好客

户协同与技术整合创新，扩大未来焊装机器人和智能物流输送机器人，并致力于在大物流输送分拣和仓储自动化领域的机器人产品的研发和市场开拓，积极在服务机器人和特种机器人领域进行研发布局和投资孵化工作；在智能电气领域，公司立足智能配用电自动化和新能源业务，按照做精做强，做细分产品领导者的理念，加大在故障指示器、智能一次设备、新能源充电装置、电力巡检和作业机器人等产品的技术研发和市场开拓力度。除此以外，公司将在未来开拓轨道交通电气自动化、通信和相关集成业务。同时，公司也制定了“内增+外延”的未来战略规划，在内增方面，原有智能电气业务板块在智能配用电自动化产品的基础上，取得新能源充电装置产品研发和市场的重要突破；永乾机电在控股乾承机械后，公司的产品毛利率和市场占有率进一步提高，在多轴机器人应用和新能源智能业务也取得重要进展；在外延方面：公司在工业机器人领域的并购重组和投资孵化工作取得显著成绩，不仅投资工业机器人伺服电机和视频技术研发企业上海博建电子，也成功与冠致自动化和华晓精密签约，目前公司正稳步推进这两个企业的并购工作。

- **风险提示：**收购进展低于预期，承诺业绩不达标。

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	333	615	922	1614	2259	成长性					
营业成本	242	359	516	936	1310	营业收入增长	26.3%	84.5%	50.0%	75.0%	40.0%
销售费用	37	68	105	184	257	营业成本增长	37.8%	48.7%	43.8%	81.3%	40.0%
管理费用	52	98	111	194	249	营业利润增长	-73.1%	1137.2%	134.7%	54.2%	46.4%
财务费用	-7	-8	-8	-5	-3	利润总额增长	-53.6%	529.3%	109.7%	14.1%	10.2%
投资净收益	0	0	0	0	0	净利润增长	-53.9%	527.2%	82.4%	51.3%	44.7%
营业利润	7	80	188	290	425	盈利能力					
营业外收支	9	15	11	11	11	毛利率	27.5%	41.6%	44.0%	42.0%	42.0%
利润总额	15	95	199	301	435	销售净利率	3.9%	13.3%	16.2%	14.0%	14.5%
所得税	2	13	50	75	109	ROE	1.6%	6.0%	9.7%	12.1%	15.2%
少数股东损益	4	5	16	24	34	ROIC	1.5%	7.8%	15.0%	18.5%	21.5%
净利润	10	77	134	202	292	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	11.1%	11.1%	11.4%	11.4%	11.4%
					(百万)	管理费用/营业收入	15.6%	15.9%	12.0%	12.0%	11.0%
流动资产	617	1047	1208	1888	2276	财务费用/营业收入	-2.1%	-1.3%	-0.9%	-0.3%	-0.1%
货币资金	364	431	291	291	291	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	155	280	492	862	1034	所得税/利润总额	13.3%	13.7%	25.1%	24.9%	25.1%
应收票据	7	19	30	52	62	应收账款周转率	2.06	2.06	1.77	1.77	2.06
存货	61	281	327	564	746	存货周转率	3.96	1.28	1.58	1.66	1.76
非流动资产	173	706	731	750	770	流动资产周转率	0.53	0.74	0.82	1.04	1.09
固定资产	71	181	181	181	181	总资产周转率	0.42	0.35	0.48	0.61	0.74
资产总计	790	1753	1939	2638	3046	偿债能力					
流动负债	140	413	487	876	997	资产负债率	19.4%	24.4%	25.9%	33.8%	33.3%
短期借款	9	1	0	0	0	流动比率	4.4	2.5	2.5	2.2	2.3
应付款项	117	207	253	573	577	速动比率	4.0	1.9	1.8	1.5	1.5
非流动负债	13	15	16	16	16	每股指标 (元)					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	0.09	0.48	0.22	0.34	0.49
负债合计	153	428	503	892	1013	每股净资产	5.64	7.86	2.30	2.77	3.19
股东权益	637	1325	1436	1746	2033	每股经营现金流	-0.01	0.29	-0.10	-0.08	0.12
股本	108	164	311	311	311	每股经营现金/EPS	-0.11	0.60	-0.45	-0.24	0.25
留存收益	106	178	126	412	665	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	28	37	53	76	111	PE	139.62	110.09	74.50	49.25	34.03
负债和权益总计	790	1753	1939	2638	3046	PEG	-2.59	0.21	0.90	0.96	0.76
现金流量表					(百万)	PB	2.84	3.89	7.19	5.96	5.17
经营活动现金流	-1	47	-60	143	185	EV/EBITDA	87.15	23.12	22.25	15.18	10.79
其中营运资本减少	-16	-49	-87	-13	-42	EV/SALES	4.38	3.77	5.32	3.06	2.20
投资活动现金流	-4	-134	-56	-37	-28	EV/IC	5.11	2.57	4.25	3.36	2.82
其中资本支出	-68	-45	-56	-37	-28	ROIC/WACC	0.00	0.23	0.15	0.18	0.21
融资活动现金流	6	130	110	-93	-40	REP	0.98	1.11	1.07	1.03	1.01
净现金总变化	1	43	-6	13	117						

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, xujl@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>