

投资评级：推荐（维持）

#### 分析师

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

#### 联系人（研究助理）：

张如许 0755-83559732

Email:zhangruxu@cgws.com

从业证书编号:S1070115070101

李倩倩 021-61680674

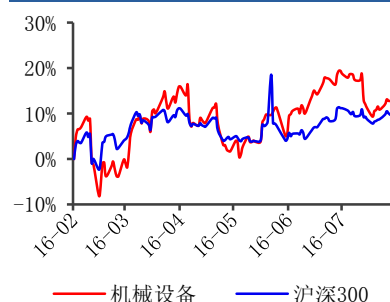
Email:liqq@cgws.com

从业证书编号:S1070115120028

#### 重点推荐公司盈利预测

股票名称	每股净资产		PB	
	16E	17E	16E	17E
川仪股份	5.13	5.41	3.01	2.84
大豪科技	3.35	3.44	9.93	9.65
秦川机床	4.88	4.91	2.16	2.15
华中数控	5.71	5.76	5.37	5.32
沈阳机床	2.22	2.08	7.69	8.28
昆明机床	1.55	1.33	4.70	5.44

#### 行业表现



数据来源：贝格数据

#### 相关报告

<<行业迎来时代热点：服务机器人>>

2015-12-31

<<LNG：爆发期已到，天花板还远>>

2013-08-13

## 国企改革春风助力流动性释放

### ——机械设备行业深度报告

#### 投资建议

国企改革顶层设计方案自去年陆续以“1+N”的形式出台，政策密集，国家正重点推进，相关公司也站上风口。工业机器人是制造业皇冠上的明珠，是做大做强做优国有企业，全面升级装备制造业的重要组成部分，我们通过分析认为国有控股机器人企业的改革方向是走系统集成模式，延纵深发展，打造细分行业的高壁垒。在此基础上，我们筛选出来投资标的包括川仪股份、大豪科技、秦川机床、华中数控、沈阳机床、\*ST 昆机。

#### 要点

■ **国企改革的主要方向：分类推进，完善制度和管理体制。**从 2015 年 9 月开始，国企改革顶层设计方案陆续以“1+N”的形式出台。目前已经出台了 14 个专项意见的改革方案，其中有 8 个正在履行相关程序。国企改革主要集中于调整战略布局、深化股份制改革、健全法人治理结构、完善国有资产管理体制及国企领导方式等几个方向，有三大重点工作：1.分类推进国有机械装备业改革，2.完善现代企业制度，3.完善国有资产管理体制。国有企业在关系国家安全和国民经济命脉的主要行业和关键领域占据支配地位，是国民经济的重要支柱。实施制造强国战略，推动经济转型升级和实体经济发展，必须充分发挥国有企业的重要作用。

■ **机器人行业国企改革方向——从上游零配件向下游系统集成转型。**国企改革目的之一是助推制造业全面升级，而工业机器人作为制造业皇冠上的明珠，做大做强工业机器人企业则是我国制造业全面升级的必要途径。从产业链的角度看，机器人本体（单元）是机器人产业发展的基础，而下游系统集成则是机器人商业化、大规模普及的关键，系统集成市场规模要远远大于本体市场。由于关键零部件没有真正国产化，特别是减速机、伺服电机、控制器等关键零部件价格也显著高于国外同类产品，造成国产机器人本体成本远高于国外同行，并且由于技术仍有差距，很难上规模，利润率较低，真正能赚钱的业务是系统集成。因此，我们认为国内机器人国企改革的方向就是走系统集成模式，延纵深发展，在各自擅长的下游细分行业中占据一席之地。

■ **国改标的发展主线是系统集成能力的提升，分别叠加其它预期。**我们筛选的标的都是以提高系统集成能力为国企改革的逻辑主线，并因具体情况不同而叠加其它种类的国改预期。其中川仪股份的系统集成及总包服务能力在国内同行业中已处于领先地位，公司积极由生产型企业向服务型企业转型，并将有控股股东四联集团的资产注入预期与重庆直辖市的

改革先行预期；**大豪科技**积极转向高附加值产品，实现产品的更新换代，作为北京一轻控股有限责任公司下辖的优质资产，有望最先享受集团内部国企改革的红利；**秦川机床**积极扩展机器人减速器业务，带动系统集成能力不断加强，控股股东陕西省国资委对上市公司的独立性及避免同一控制下的同业竞争等均作出过书面承诺，公司有望持续受益于国企改革；**华中数控**收购江苏锦明事项近日获得家国防科工局的同意批复，并得到证监会的批准，将完全打开公司的估值空间。公司作为华中科技大学下辖的高新技术企业，叠加技术人员持股的预期；**沈阳机床和\*ST 昆机**是沈阳机床集团下辖的上市公司，沈阳机床具有较强的系统集成能力，产品定位于高端领域，而\*ST 昆机侧重于普通机床。沈阳机床将叠加非公开发行预期，不排除合并业绩较差的\*ST 昆机，而\*ST 昆机也叠加壳资源相关预期。

- **风险提示：**国企改革推进进程慢于预期；资产重组方式低于预期。

## 目录

1. 国企改革已进入攻坚期，政策风口不断 .....	5
1.1 国企改革政策“1+N”方案密集出台，稳步推进 .....	5
1.2 国企改革的主要方向：分类推进，完善制度和管理体制 .....	5
2. 机器人行业国企改革方向——从上游零配件向下游系统集成转型 .....	7
2.1 国企改革助力装备制造业全面升级 .....	7
2.2 工业机器人是未来制造业的重要支撑 .....	8
2.3 国有机器人企业的效益相对低下 .....	10
2.4 国有控股机器人企业改革方向——走系统集成之路 .....	12
3. 机器人行业国改标的推荐 .....	13
3.1 川仪股份—国内工业自动控制系统装置制造行业龙头 .....	13
3.2 大豪科技—国内最大的专业化工业缝纫机电脑控制器供应商 .....	15
3.3 秦川机床—齿轮磨床市场的绝对龙头 .....	16
3.4 华中数控—中、高档数控系统龙头，收购江苏锦明打开成长空间 .....	18
3.5 沈阳机床&*ST 昆机—沈阳机床系统集成能力较强，*ST 昆机偏向普通机床 .....	20
4. 风险提示 .....	23

## 图表目录

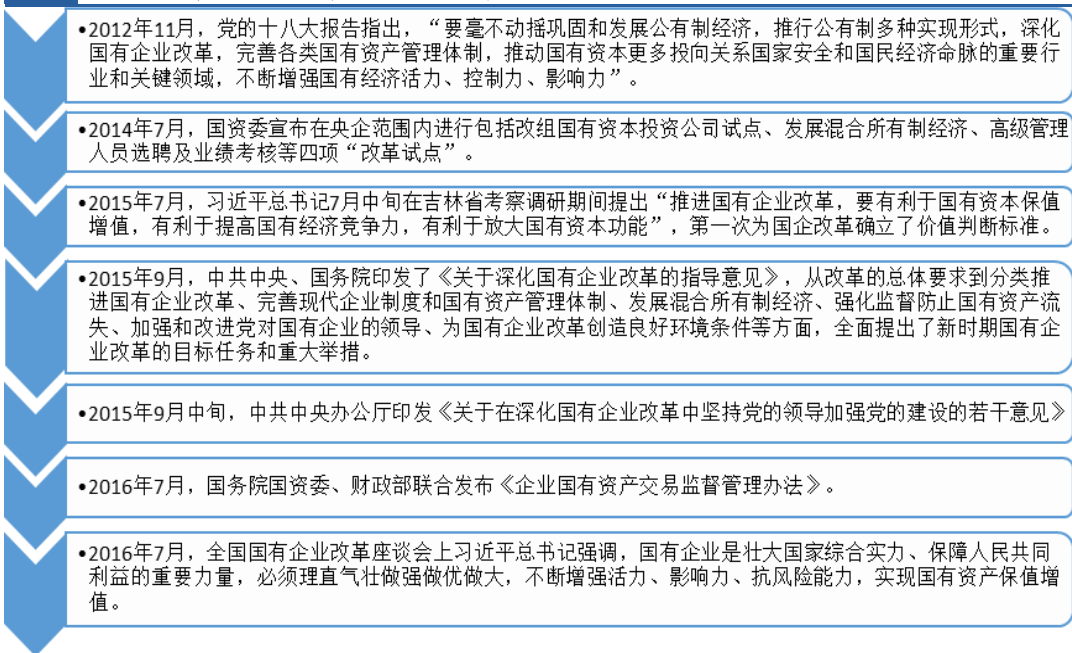
图 1: 十八大以来的国企改革相关的重要政策及讲话 .....	5
图 2: 中国成全球最大工业机器人市场 .....	8
图 3: 中国工业机器人保有量逐年递增 .....	9
图 4: 中国工业机器人销量未来持续快速增长 .....	9
图 5: 国内机器人市场规模广阔 .....	10
图 6: 我国工业机器人密度与发达国家相比差距大 .....	10
图 7: 机械工业国有企业资产负债率较高 .....	11
图 8: 机械工业国有企业利润增长缓慢 .....	11
图 9: 工业机器人的产业价值链 .....	12
图 10: 四联集团的组织结构 .....	14
图 11: 川仪股份 2011-2015 年的经营状况 .....	14
图 12: 大豪科技 2011-2015 年的经营状况 .....	16
图 13: 秦川机床的成员企业 .....	17
图 14: 秦川机床 2011-2015 年的经营状况 .....	17
图 15: 华中数控 2011-2015 年的经营状况 .....	19
图 16: 沈阳机床集团的组织构成 .....	21
图 17: 沈阳机床 2011-2015 年的经营状况 .....	21
图 18: 昆明机床 2011-2015 年的经营状况 .....	22
表 1: 机器人行业的国有控股企业 .....	8
表 2: 川仪股份盈利及预测 .....	15
表 3: 大豪科技盈利及预测 .....	16
表 4: 秦川机床盈利及预测 .....	18
表 5: 华中数控盈利及预测（不考虑江苏锦明并表） .....	19
表 6: 华中数控盈利及预测（考虑江苏锦明并表） .....	20
表 7: 沈阳机床盈利及预测 .....	22
表 8: 昆明机床（*ST 昆机）盈利及预测 .....	23

# 1. 国企改革已进入攻坚期，政策风口不断

## 1.1 国企改革政策“1+N”方案密集出台，稳步推进

从2015年9月开始，国企改革顶层设计方案陆续以“1+N”的形式出台。“1”是指指导意见，“N”是指十几个与之配套的分项改革实施方案。截至目前，已经出台了14个专项意见的改革方案，其中有8个正在履行相关程序。

图 1：十八大以来的国企改革相关的重要政策及讲话



资料来源：网络资料，长城证券研究所

## 1.2 国企改革的主要方向：分类推进，完善制度和管理体制

国企改革主要集中于调整战略布局、深化股份制改革、健全法人治理结构、完善国有资产管理体制及国企领导方式等几个方向，有三大重点工作：1.分类推进国有企业改革，2.完善现代企业制度，3.完善国有资产管理体制。

### ■ 精细化分类，明确企业使命地位

十八届四中全会《决定》指出：“国有经济要控制的行业和领域主要包括：涉及国家安全行业、自然垄断行业、重要公共产品和服务行业以及支柱产业和高新技术产业中的重要骨干企业。”

上述整体功能定位虽然科学，但会造成具体国有企业在生产经营中面临“盈利性使命”与“公共政策性使命”的诉求冲突。一方面，国有企业要通过追求盈利性来保证自己的不断发展壮大，从而实现主导地位；另一方面，国有企业要弥补市场缺陷，服务公共目标，这可能会要求牺牲盈利。这会使得国有企业陷入两难的尴尬境界——不赚钱则无法完成国有资产保值增值、壮大国有经济的目标，赚了钱又被指责损害了市场公平和效率。



国企改革的重要任务就是划分国有企业不同类别，明确企业使命地位。《指导意见》根据国有资本的战略定位和发展目标，结合不同国有企业在经济社会发展中的作用、现状和发展需要，将国有企业分为商业类和公益类。

1. **推进商业类国有企业改革。**商业类国有企业按照市场化要求实行商业化运作，以增强国有经济活力、放大国有资本功能、实现国有资产保值增值为主要目标，依法自主开展生产经营活动，实现优胜劣汰、有序进退。
2. 主业处于充分竞争行业和领域的商业类国有企业，原则上实行公司制股份制改革，积极引入其他国有资本或各类非国有资本实现股权多元化，国有资本可以绝对控股、相对控股，也可以参股，并着力推进整体上市。对这些国有企业，重点考核经营业绩指标、国有资产保值增值和市场竞争能力。
3. 主业处于关系国家安全、国民经济命脉的重要行业和关键领域、主要承担重大专项任务的商业类国有企业，要保持国有资本控股地位，支持非国有资本参股。
4. **推进公益类国有企业改革：**公益类国有企业以保障民生、服务社会、提供公共产品和服务为主要目标，引入市场机制，提高公共服务效率和能力。

#### ■ 完善现代企业制度，发展混合所有制经济，改革国企薪酬及用人制度

1. **推进公司制股份制改革。**鼓励非国有资本投资主体通过出资入股、收购股权、认购可转债、股权置换等多种方式，参与国有企业改革，鼓励国有资本以多种方式入股非国有企业。对混合所有制企业员工持股，提出试点先行。
2. **健全公司法人治理结构。**推进董事会建设，建立健全权责对等、运转协调、有效制衡的决策执行监督机制，规范董事长、总经理行权行为，充分发挥董事会的决策作用、监事会的监督作用、经理层的经营管理作用、党组织的政治核心作用，实现规范的公司治理。
3. 对国有企业领导人员实行与选任方式相匹配、与企业功能性质相适应、与经营业绩相挂钩的**差异化薪酬分配办法**。
4. **实行与社会主义市场经济相适应的企业薪酬分配制度。**建立健全与劳动力市场基本适应、与企业经济效益和劳动生产率挂钩的工资决定和正常增长机制。推进全员绩效考核，以业绩为导向。
5. **深化企业内部用人制度改革。**合理增加市场化选聘职业经理人比例，真正形成企业各类管理人员和员工的合理流动机制。

#### ■ 完善国有资产管理体制，从管企业为主向以管资本为主转变

1. 国有资产监管机构职能以管资本为主推进国有资产监管机构职能转变，把握依法履行出资人职责的定位，科学界定国有资产出资人监管的边界，建立监管权力清单和责任清单，实现以管企业为主向以管资本为主的转变。
2. **改革国有资本授权经营体制。**改组组建国有资本投资、运营公司。
3. 以管资本为主推动国有资本合理流动优化配置。清理退出一批、重组整合一批、创新发展一批国有企业。
4. 以管资本为主推进经营性国有资产集中统一监管。建立覆盖全部国有企业、分级管理的国有资本经营预算制度。

## ■ 国企改革才是货真价实的供给侧改革

供给侧改革重点是化解产能过剩、清理“僵尸企业”这两件事，产能过剩、“僵尸企业”这两个问题，与国企是密切相关。民企通过市场机制基本上可以处理这两个问题，国企处理起来不那么顺利。如果不推进国企改革，产能过剩和“僵尸企业”的处理就难有突破性进展和根本性变化。所以说，国企改革才是货真价实的供给侧改革。

参考：《关于深化国有企业改革的指导意见》、《供给侧改革》以及人民网文章

国有企业在关系国家安全和国民经济命脉的主要行业和关键领域占据支配地位，是国民经济的重要支柱。实施制造强国战略，推动经济转型升级和实体经济发展，必须充分发挥国有企业的重要作用。

## 2. 机器人行业国企改革方向——从上游零配件向下游系统集成转型

### 2.1 国企改革助力装备制造业全面升级

国企改革盘活市场活力，助推制造业全面升级。中国是制造业大国，中国制造的转型升级始终是国家大战略。其中，国有企业中的很大一部分也是装备制造企业。在机械行业大约 270 家公司中，大约 21.9% 的企业为国有企业。国有企业的发展关乎是提高我国的综合实力、也是人民共同利益的重要保障。因此，必须不断增强国有企业的活力、影响力、抗风险能力，实现国有资产保值增值。近几十年制造业突飞猛进，但高端制造业欠缺，因此尚不及制造强国。在国家深化国企改革和推行制造业转型升级的大背景下，通过积极引入各类型的投资者，实现股权的多元化是国企改革一直强调的内容。在国家鼓励国企通过深化改革释放政策红利的关口，这部分上市公司或将受益。

做强工业机器人是制造业全面升级之重笔。工业机器人是制造业皇冠上的明珠，做大做强工业机器人企业是我国制造业全面升级的必要途径。我国工业机器人产业市场规模巨大，国内外市场竞争激烈。由于国产品牌工业机器人起步较晚，与发达国家差距较大，近年机器人市场竞争中，国外企业占据国内较大市场份额，尤其是高端产品。国内多家国产品牌机器人如新松、沈阳机床等企业，近年也迅速崛起，占据一定的市场份额。目前，很多企业正处在由低端零配件产品向高端系统集成产品转型。

我们将机器人行业的国有控股企业筛选出来如下表所示。

表 1: 机器人行业的国有控股企业

代码	名称	流通值 (亿)	总市值 (亿)	实际控制人	
603100	川仪股份	33.09	56.49	重庆国资委	内容
300161	华中数控	41.49	42.91	华中科技大学	
000837	秦川机床	40.73	58.66	陕西国资委	
000410	沈阳机床	112	116	沈阳市国资委	
600806	昆明机床	26.65	29.46	沈阳市国资委	
603025	大豪科技	16.75	147	北京国资委	
300024	机器人	334	374	中国科学院	
600835	上海机电	179	210	上海国资委	
600775	南京熊猫	106	119	国务院国资委	
600560	金自天正	34.15	34.15	国务院国资委	
000913	钱江摩托	67.34	67.35	温岭市财政局	内容

资料来源: Wind, 长城证券研究所

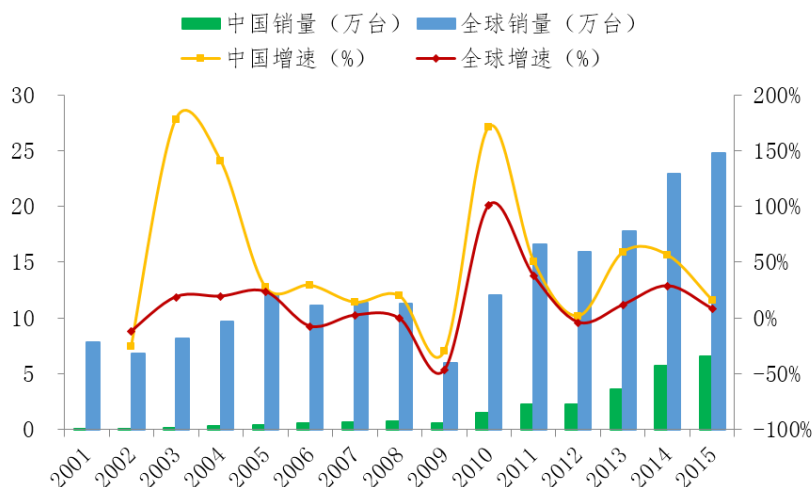
## 2.2 工业机器人是未来制造业的重要支撑

最近这几年,工业机器人已经悄然而又快速地步入了大小工厂生产线。当机器人越来越多地出现在生产、生活的各个领域中的时候,中国的工业也迎来以数字化、智能制造为核心的生产变革与转型。一场由“中国制造”变为“中国智造”的工业浪潮正在行业内掀起。

### ■ 工业机器人广泛使用,市场规模巨大

需求旺盛,我国工业机器人销量迅速增长。2001 年,我国的工业机器人销量只有 700 台,到 2015 年,我国工业机器人销量飞速增长至 6.6 万台,比 2014 年的 5.71 万台增长了 56%,年均增速达 50%。2013 年,我国的工业机器人销量首次超过日本,成为世界第一大工业机器人产销国。2015 年,全球工业机器人总销量为 24.7 万台,我国的工业机器人销量占全球总销量的 26.7%,超过了全球总量的四分之一。

图 2: 中国成全球最大工业机器人市场

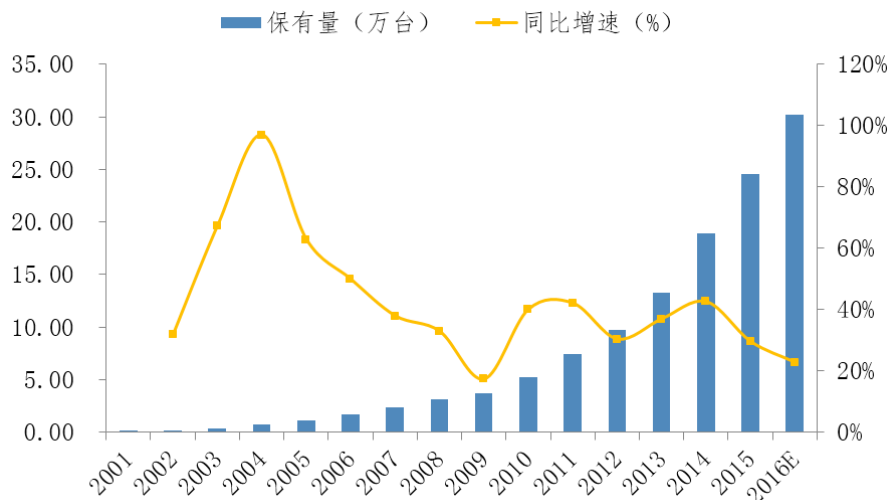


资料来源: Wind, 长城证券研究所



同时，我国工业机器人销量的增速也显著高于全球。需求和销量的增加，促使我国近年工业机器人保有量逐年累积。2001 年，我国的工业机器人保有量只有 1630 台，截止到 2014 年，我国的工业机器人保有量增长至 18.9 万台，平均增速达 45%。

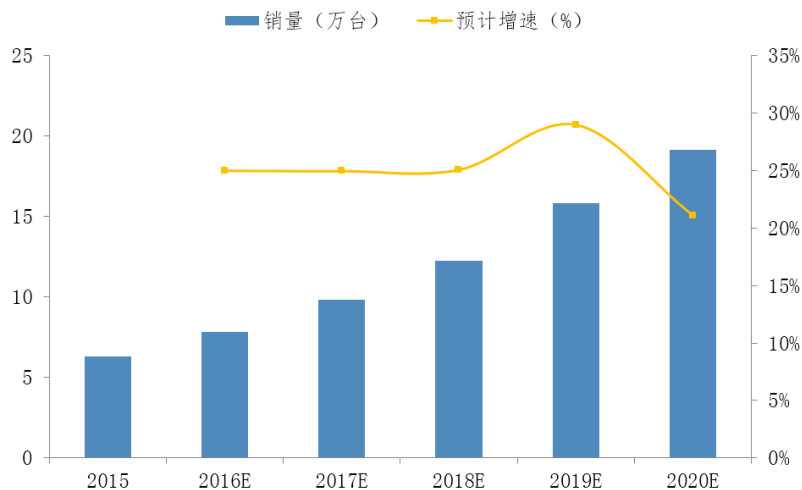
图 3: 中国工业机器人保有量逐年递增



资料来源: Wind, 长城证券研究所

我国未来工业机器人的行业需求将会持续增加，规模将进一步扩大。根据预测，2016 年，我国工业机器人的销量将达到 7.85 万台，到 2020 年，我国工业机器人的销量将增长至 19.17 万台。预计平均增速达 20%，未来的需求旺盛。

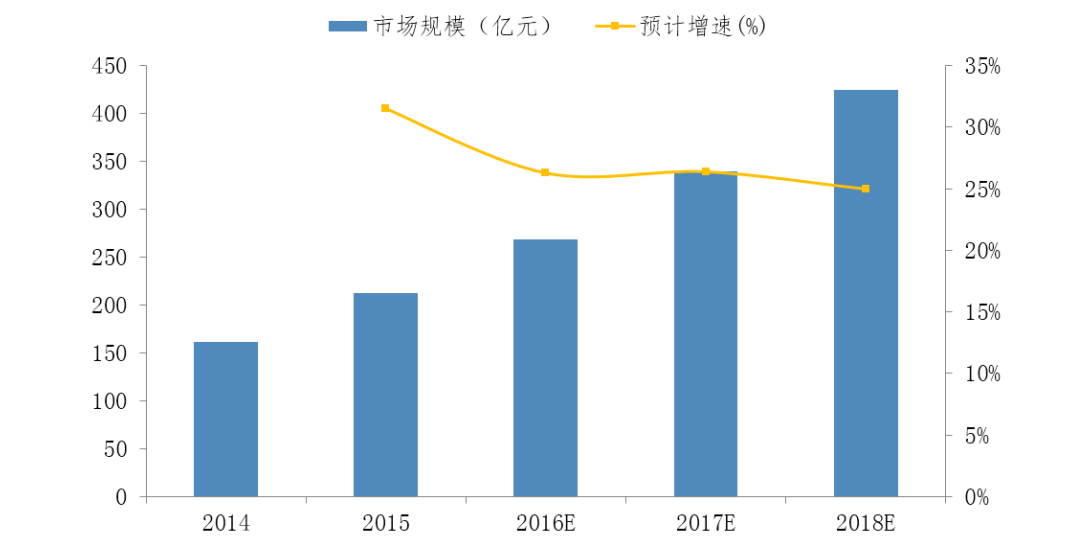
图 4: 中国工业机器人销量未来持续快速增长



资料来源: IFR, 长城证券研究所

市场规模方面，2014 年，我国工业机器人市场规模为 162 亿元，2015 年，我国的工业机器人市场规模达到了 213 亿元，同比增长 31%。根据 IFR 预测，按照机器人销量角度测算，2018 年，我国的工业机器人的市场规模将达到 425 亿，年平均增速在 25% 以上，呈现出高速发展的态势。

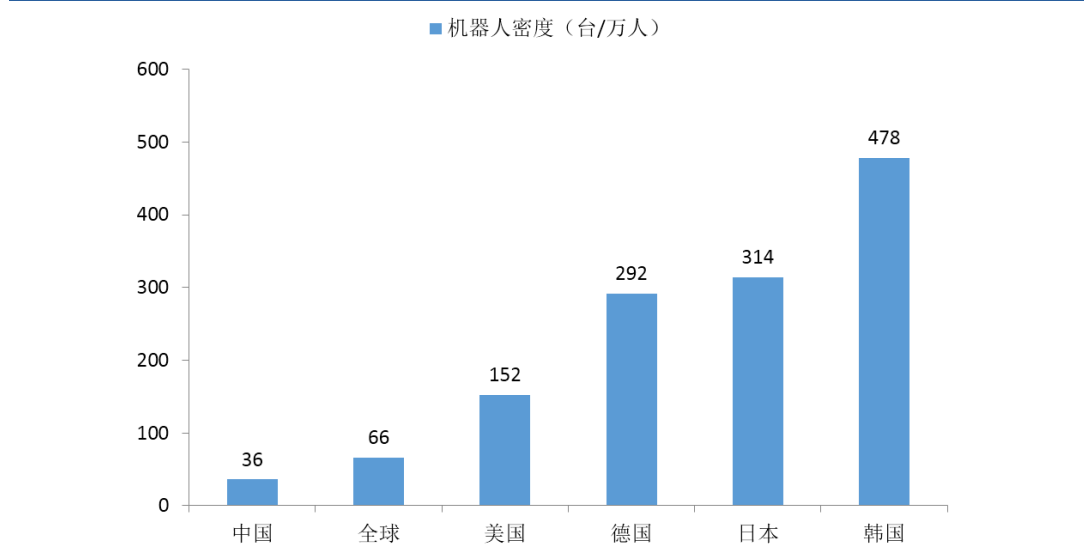
图 5: 国内机器人市场规模广阔



资料来源: IFR, 长城证券研究所

按照机器人密度测算, 2020 年, 我国的工业机器人市场规模将达 885 亿元, 年平均增速 35%。

图 6: 我国工业机器人密度与发达国家相比差距大



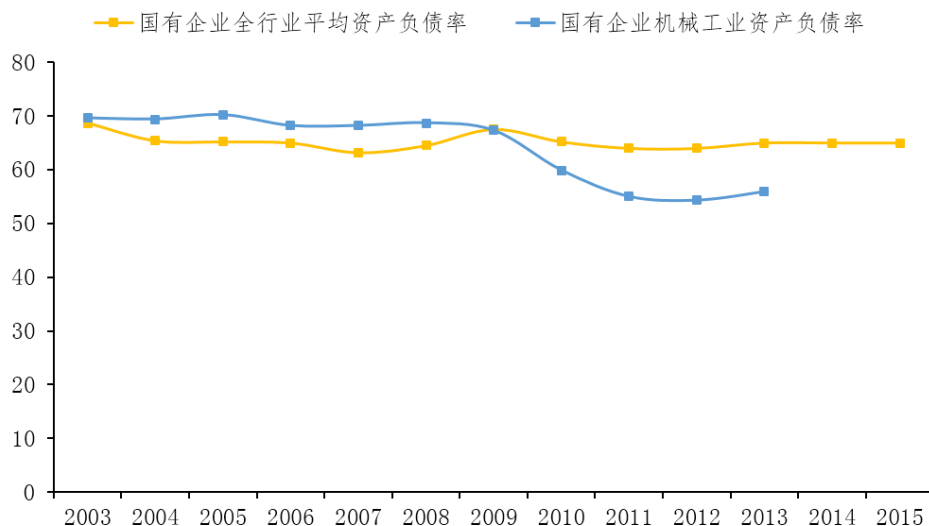
资料来源: IFR, 长城证券研究所

## 2.3 国有机器人企业的效益相对低下

机械行业整体发展形势严峻, 相关国企效益每况愈下。机械制造业是我国主要的支柱产业之一, 但当前整个行业面临的主要问题是市场需求急剧变化; 结构性产能过剩严重; 后市场服务、秩序有待规范, 相关管理制度有待加强; 创新制度有待完善, 创新能力有待提高; 产品的可靠性、耐久性有待进一步提高; 关键零部件发展步伐有待加快; 绿色化、宜人化、智能化尚有巨大发展空间; 大型超大型土方工程机械竞争力不足等诸多问题。而机械行业中的国有企业更存在着大而不强、技术和管理落后等问题。虽然国企有着种种优势, 但市场竞争中大部分的国企经营效率较民营企业要低。2014 年机械行业地方国有企业上市公司的加权净利率和净资产收益率分别为 2.81% 和 3.76%, 明显低于同期

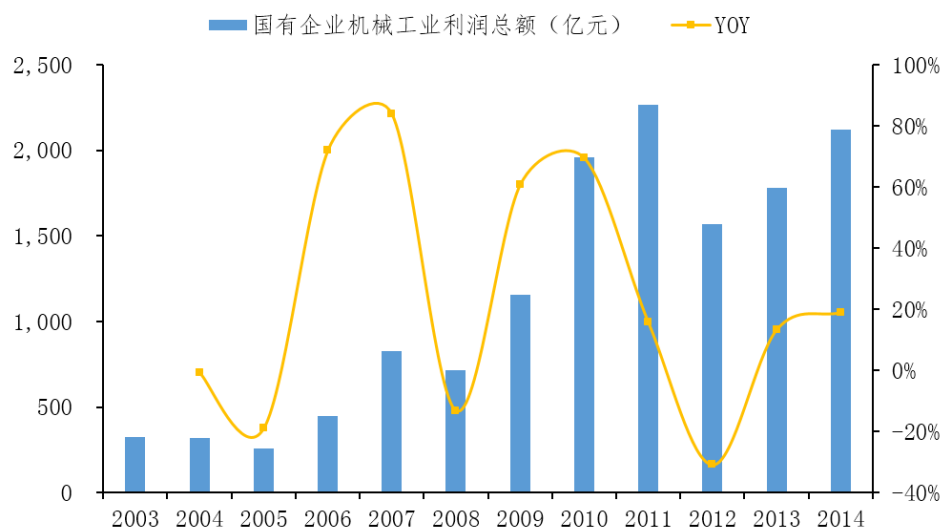
机械行业民营企业上市公司的 7.07%和 5.96%。近年国有企业机械工业资产负债率有所下降，但仍然相对较高。同时，利润下滑，回温较慢，甚至出现负增长的情况。预计仍将在底部区域运行一段时间，机械工业的国企去产能和增效率的任务更加迫切，转型升级将是重点方向。

图 7: 机械工业国有企业资产负债率较高



资料来源: Wind, 长城证券研究所

图 8: 机械工业国有企业利润增长缓慢



资料来源: Wind, 长城证券研究所

**缺乏完善的现代管理制度和创新机制，先进机器人产品和技术脱节市场。**由于国企政企不分，缺乏完善的现代企业制度，公司管理层在公司决策上缺乏影响力和决定权。国企产权不明确导致企业缺乏创新压力与动机，企业对来自市场的信息不敏感，市场对企业的调节作用大大削弱。多数国有企业为创新而创新，却不注重和市场需求结合，很少关注技术创新机制，导致产品和技术脱节市场，利润水平较低。科技创新与企业、产品、市场脱节，技术创新在短期内不易收效，导致许多技术创新成果无法迅速转化为商品，造成资源浪费，技术创新并没有达到预期目标。

**机械行业国有企业获大力支持，转型升级促进机器人等新兴产业发展提速。**在机械行业上市公司中，国有企业数量占比为 28%，但是国有企业的营业收入、净利润和净资产占全

行业上市公司的比重分别为 69%、54%、58%。从企业的社会属性看，国企更接近于“社会企业”，承担着更多的国家责任和社会责任。因此，国企相对其他类型企业，具有国家资本、政策支持优势，拥有更低的融资成本和某些行业的市场垄断地位。随着经济与固定资产投资增速中枢下移，工程机械、造船、机床、重型机械等传统产业的增速放缓。受益于创新、产业升级等因素，3D 打印、通用航空、机器人等新兴产业仍有较大发展空间。其中，2016 年 1-4 月，在机械设备主要产品中，工业机器人、包装专用设备的累计产量分别同比增长 24.70%、2.90%。创新、升级等因素将驱动行业加快向高端装备与价值链高端发展

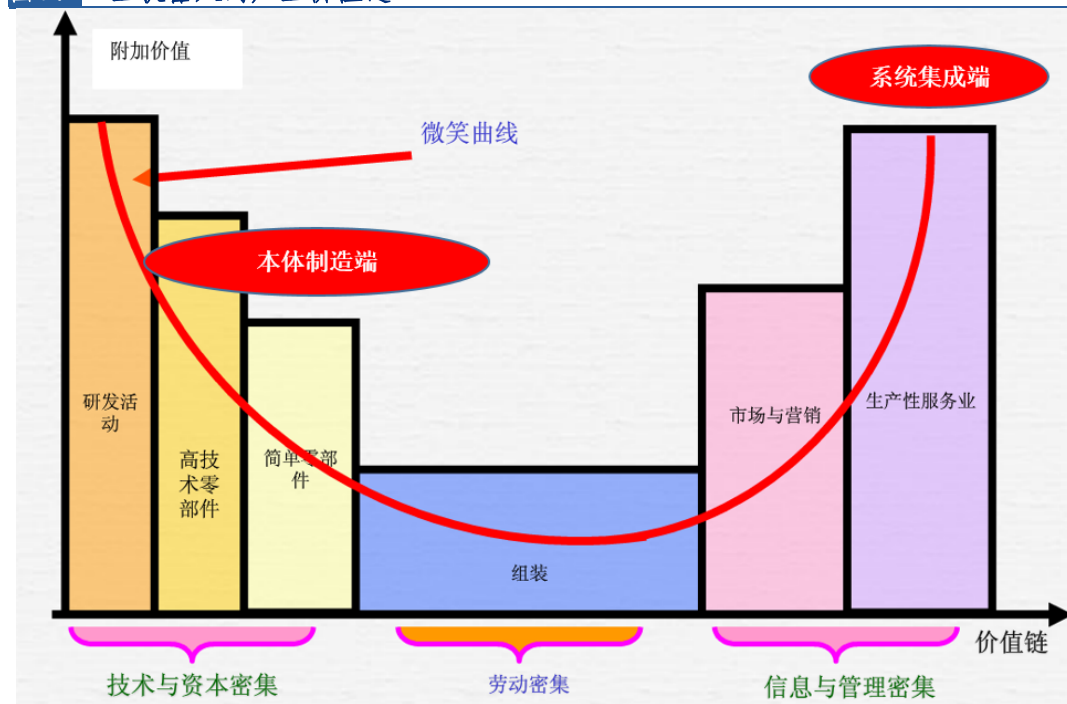
## 2.4 国有控股机器人企业改革方向——走系统集成之路

机器人产业链包括核心零部件生产、机器人本体制造、系统集成以及行业应用四大环节。

### ■ 机器人产业链的利润主要集中在系统集成商

上述机器人产业链中，利润主要集中在系统集成服务的提供商。由于关键零部件没有真正国产化，特别是减速机，国内企业购买减速机的价格是国外企业的价格的将近 5 倍，伺服电机、控制器等关键零部件价格也显著高于国外同类产品，造成国产机器人本体成本远高于国外同行，并且由于技术仍有差距，很难上规模，利润率较低。目前我国机器人企业真正能赚钱的业务是系统集成。

图 9：工业机器人的产业价值链



资料来源：长城证券研究所

所谓系统集成，就是通过结构化的综合布线系统和计算机网络技术，将各个分离的设备、功能和信息等集成到相互关联的、统一和协调的系统之中，使资源达到充分共享，实现集中、高效、便利的管理。

相较于机器人本体产品供应商，机器人系统集成供应商还要具有产品设计能力、项目经验，并在对用户行业深刻理解的基础之上，提供可适应各种不同应用领域的标准化、个性化成套装备。

从系统集成应用的行业上看，主要有汽车工业、电子制造、化学及塑料橡胶、工业机械以及金属制品等；从应用类型上来看，则主要是焊接、搬运及上下料喷涂等。

### ■ 国有控股机器人企业改革将延美国模式——走系统集成之路

从产业链的角度看，机器人本体（单元）是机器人产业发展的基础，而下游系统集成则是机器人商业化、大规模普及的关键，**系统集成市场规模要远远大于本体市场**。

在工业机器人产业化的过程中，世界形成了三种不同的发展模式，即日本模式、欧洲模式和美国模式。

日本模式是机器人制造厂商以开发新型机器人和批量生产优质产品为主要目标，并由其子公司或社会上的工程公司来设计制造各行业所需要的机器人成套系统，并完成交钥匙工程。

欧洲模式是机器人的生产和用户所需要的系统设计制造，全部由机器人制造厂商自己完成。

美国模式则是采购与成套设计相结合。美国国内基本上不生产普通的工业机器人，企业需要时机器人通常由工程公司进口，再自行设计、制造配套的外围设备，完成交钥匙工程。

中国工业机器人产业化的模式与美国接近，即本身生产的机器人较少，集中于**机器人系统集成这一块**。现阶段国内机器人行业类似于美国上世纪 50-60 年代，机器人产业刚刚兴起，众多企业进入机器人行业。这是由于工业机器人关键零部件的核心技术主要掌握在 ABB、KUKA 等几家国际巨头手中、机器人本体生产成本过高所致。不同的是美国当时机器人技术是世界领先的，现在中国机器人技术明显落后于西方已经相对成熟的技术水平。

系统集成商将是差异化竞争，个体规模并易做大，因为系统集成企业的工作模式是非标准化的。从销售人员拿订单到项目工程师根据订单要求进行方案设计，再到安装调试人员到客户现场进行安装调试，最后交给客户使用，不同行业的项目都会有其特殊性，很难完全复制。**如果专注于某个领域，系统集成厂商可以获得较高的行业壁垒。**

我们认为，在国内本体短期内难有优势且系统集成利润较高的背景下，**机器人国企改革的方向就是走系统集成模式，延纵深发展，在各自擅长的下游细分行业中占据一席之地。**

## 3. 机器人行业国改标的推荐

根据我们对机器人行业的改革逻辑判断，筛选出川仪股份、大豪科技、秦川机床、华中数控、沈阳机床及昆明机床（\*ST 昆机）几个标的。以上几个标的符合我们国企改革的主逻辑，另外也叠加如资产重组、资产注入等其它类型的国企改革预期。

### 3.1 川仪股份——国内工业自动控制系统装置制造行业龙头

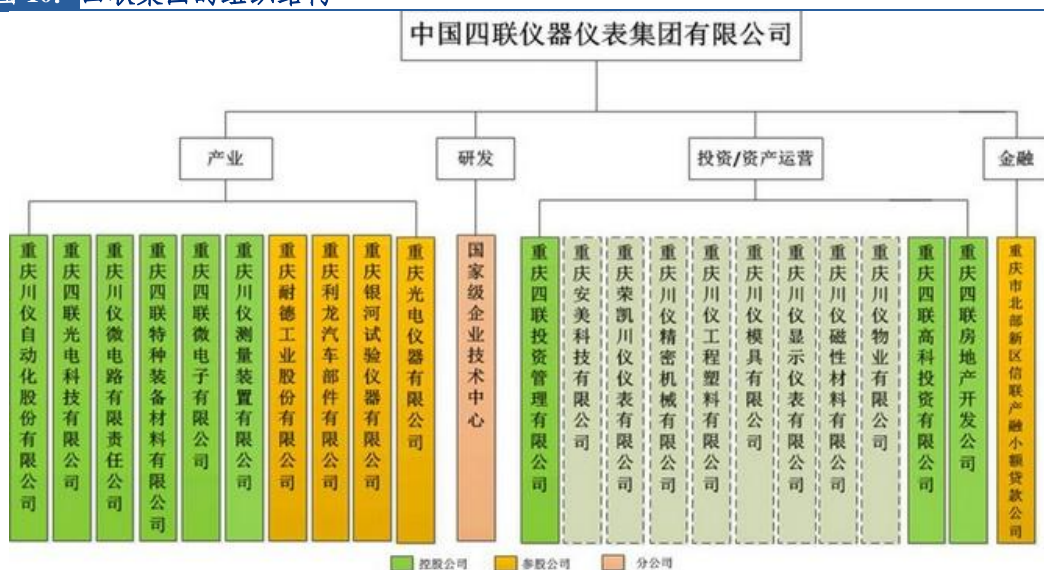
川仪股份是**国内工业自动控制系统装置制造行业龙头企业**，主要从事工业自动控制系统装置及工程成套，包括单项产品和系统集成及总包服务。其中单项产品主要包括智能执



行机构、智能变送器、智能调节阀、智能流量仪表、温度仪表、控制设备及装置和分析仪器等，公司的系统集成及总包服务能力在国内同行业中已处于领先地位。

川仪股份的控股股东是中国四联仪器仪表集团有限公司，该集团成立于1987年，其组织结构分为产业、研发、投资/资产运营、金融四大板块。重庆作为西部唯一的直辖市，近年来在改革方面一直处于全国前列。四联集团是重庆市国资委旗下的重点企业集团，是我国仪器仪表行业经营规模最大、产品门类最全、系统集成能力最强的综合性高科技企业。川仪股份作为四联集团唯一的上市平台，未来不排除有集团内部优质资产注入上市公司的可能性。

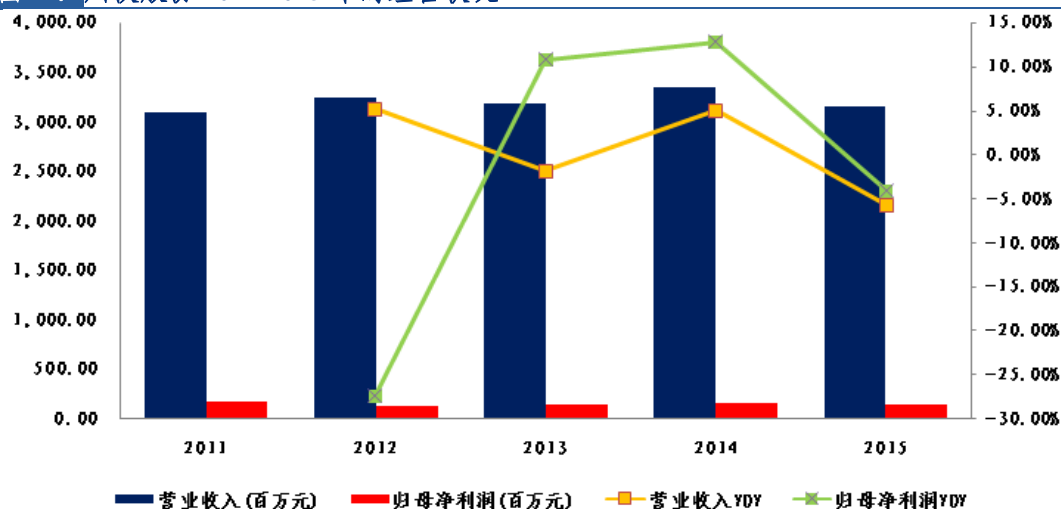
图 10: 四联集团的组织结构



资料来源：公司资料，长城证券研究所

受宏观经济下行影响，公司各项业务延续下滑态势。公司发布的2016年上半年业绩快报预测实现营收14.6亿元，同比下降6.9%，主要是由于公司产品在石油天然气、冶金、煤化工、轻工建材等行业有不同程度的下降。；预测实现净利润6380万元，同比下降13.07%。

图 11: 川仪股份 2011-2015 年的经营状况



资料来源：公司资料，长城证券研究所

2015 年年报显示公司业务结构稳定，整体毛利率达 27%，主要系公司大力发展系统集成

及总包业务所致，该业务将极大程度上改良公司的成本结构，促进公司由生产型企业向服务型企业转型。2015 年公司在工程配套、电力、公用及环保等领域订货增长，市场结构分布中，工程配套、煤炭及化工、电力和石油天然气等占比靠前，冶金、轻工建材等领域受影响较大业务量下滑。此外，公司围绕新能源、环保等的发展需求，在拓宽服务领域方面进行了积极探索，取得了较好成效。

我们预测公司 2016-2018 年营收增长率分别为 -8.90%、15.68% 和 8.58%，净利润增长率分别为 -10.75%、24.88%、12.04%。由于行业整体低迷，我们对各家公司估值采用每股净资产以及市净率指标，同时将 EPS 及 PE 指标在表中列出以供参考。预计公司 2016-2018 年对应的每股净资产分别为 5.13、5.41 和 5.73 元，对应 PB 分别为 3.01、2.84 和 2.66。公司在此次国企改革浪潮中积极向系统集成及总包业务方向转型，结合四联集团的资产注入预期与重庆直辖市的改革先行预期。

**表 2: 川仪股份盈利及预测**

8 月 8 日预测，收盘价 14.30 元	2015A	2016E	2017E	2018E
营收（百万元）	3155.35	2874.53	3325.25	3610.56
营收 YOY	-5.71%	-8.90%	15.68%	8.58%
归母净利润（百万元）	152.88	136.45	170.40	190.91
归母净利润 YOY	-4.11%	-10.75%	24.88%	12.04%
EPS（元）	0.39	0.35	0.43	0.48
PE	36.95	41.40	33.15	29.59
每股净资产（元）	4.95	5.13	5.41	5.73
PB	3.14	3.01	2.84	2.66

资料来源：长城证券研究所

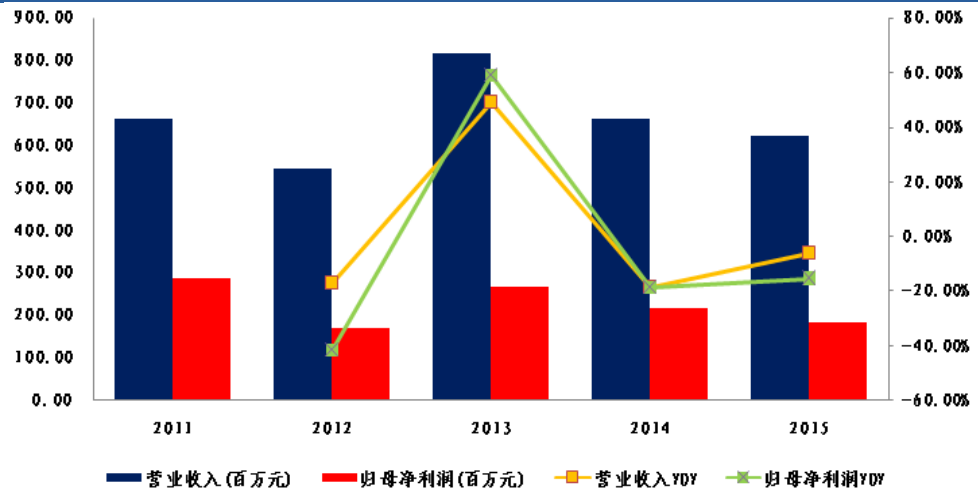
## 3.2 大豪科技—国内最大的专业化工业缝纫机电脑控制器供应商

公司是专业从事各类缝制设备电脑控制系统的研发、生产和销售的高新技术企业集团，是国内最大的专业化工业缝纫机电脑控制器供应商，公司生产的“大豪”工业缝纫机电脑控制器是国内及出口工业缝纫机的首选控制系统。迄今为止，公司已拥有 13 大产品序列，70 多种型号的系列产品。

大豪科技的控股股东为北京一轻控股有限责任公司。北京一轻是隶属于北京市国资委的大型国有独资公司，资产总额 144 亿元，直属企事业单位 18 家，中外合资企业 15 家。

受宏观环境影响，国内缝纫机械行业延续了低迷态势。2016 年上半年公司业绩好于行业平均水平，实现营业收入 3.52 亿元，同比增长 0.43%，与上年基本持平；公司上半年实现净利润 1.22 亿元，同比增长 19.86%，业绩增长好于预期，公司产品市场优势地位也得到进一步巩固。

图 12: 大豪科技 2011-2015 年的经营状况



资料来源: 公司资料, 长城证券研究所

报告期内公司的刺绣机产品市场需求向高附加值产品转移, 低端机型销量下降。公司集成一体电控产品系列化项目上半年完成通用款产品的转产销售, 一体化电控产品的销量比重上升。单头机产品性能得到进一步优化、市场占有率有效提升。

工缝机电控产品自去年下半年以来遭遇到了行业需求持续萎缩, 市场竞争更为激烈的严酷挑战。为适应市场竞争, 工缝机产品不断升级换代, 花样机正在向产品性能提升的五代产品切换, 销量较去年同期有所上升。另外上半年公司横织机电控产品的销量达到历史最好水平, 产品已完成升级换代。

我们预测公司 2016-2018 年营收增长率分别为 7.60%、11.60%和 9.80%, 净利润增长率分别为 14.55%、12.65%、8.56%。由于行业整体低迷, 我们对各家公司估值采用每股净资产以及市净率指标, 同时将 EPS 及 PE 指标在表中列出以供参考。预计公司 2016-2018 年对应的每股净资产分别为 3.35、3.44 和 3.55 元, 对应 PB 分别为 9.93、9.65 和 9.36。公司是缝纫机电控系统的行业龙头, 报告期内积极转向高附加值产品, 实现产品的更新换代。作为北京一轻控股有限责任公司下辖的优质资产, 有望最先享受集团内部国企改革的红利, 提升效率, 优化产品结构。

表 3: 大豪科技盈利及预测

8 月 8 日预测, 收盘价 32.84 元	2015A	2016E	2017E	2018E
营收 (百万元)	621.73	668.98	746.58	819.74
营收 YOY	-6.30%	7.60%	11.60%	9.80%
归母净利润 (百万元)	185.32	212.29	239.14	259.62
归母净利润 YOY	-15.34%	14.55%	12.65%	8.56%
EPS (元)	0.41	0.47	0.53	0.58
PE	79.21	69.15	61.38	56.54
每股净资产 (元)	3.30	3.35	3.44	3.55
PB	10.06	9.93	9.65	9.36

资料来源: 长城证券研究所

### 3.3 秦川机床—齿轮磨床市场的绝对龙头

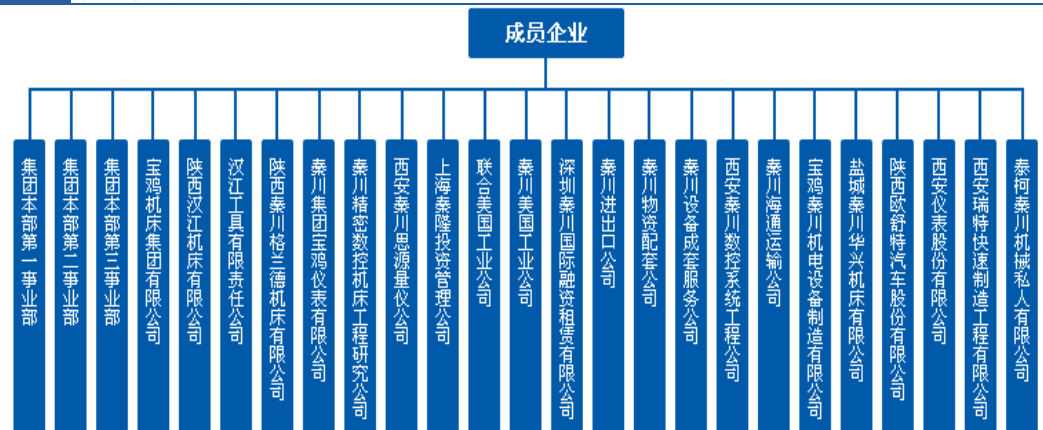
秦川机床是中国精密数控机床与复杂工具研发制造基地, 拥有国家级企业技术中心和博士后科研工作站, 也是中国机床工具行业的龙头企业。公司主要产品包括齿轮磨床、数

控车床及加工中心、数控系统、齿轮箱、机器人关节减速器、数字化车间和系统集成、机床再制造及工厂服务、供应链管理及融资租赁等现代制造服务业务。

公司坚持“技术领先，模式取胜”的发展思路，着力打造 3 个 1/3 的业务板块（机床装备、智能制造岛（生产线）；高端工艺技术引领的关键零部件制造；现代制造服务业），立志成为所涉及领域的技术领先者、行业领导者、高端市场占有率的追求者；公司以系统集成成为擅长，以“精密、高效、复合、专用、大型”为特色的大型数控机床工具企业集团，努力建成具有世界水平的高端装备制造领域的系统集成服务商和关键零部件供应商。

公司的实际控制人为陕西省国资委，持股比例合计 30.53%。公司下辖三个事业部，以及宝鸡机床、汉江机床、汉江工具、关中工具、秦川格兰德、美国拉削系统公司等多家子公司。

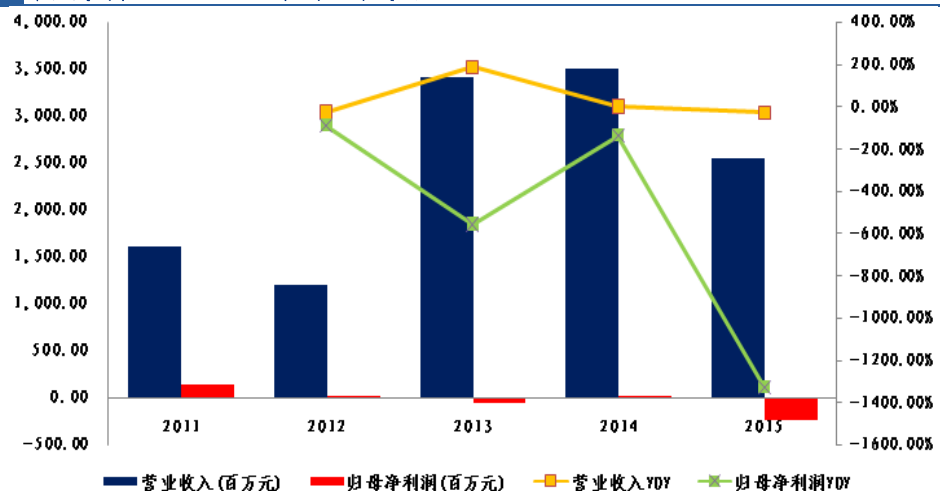
图 13：秦川机床的成员企业



资料来源：公司资料，长城证券研究所

2016 年上半年，机床工具行业市场需求呈现短期回暖趋势，但仍处在低位运行。受此影响，公司在上半年业绩预告中预测上半年销售收入小幅增长。同时公司加大了期间费用和制造费用的控制力度，致使公司亏损同比有所减少，预计亏损 5400—5800 万元，但受制于市场空间有限，未能根本改善公司的经营状况。

图 14：秦川机床 2011-2015 年的经营状况



资料来源：公司资料，长城证券研究所



报告期内，公司积极贯彻三个 1/3 战略，第一个 1/3 是机床工具装备、智能制造岛（生产线），包括汽车自动变速器制造工艺装备链、航空航天等制造工艺装备链；第二个 1/3 是以高端技术与工艺引领的关键零部件制造，包括特种齿轮箱、人字齿、机器人关节减速器等；第三个 1/3 是现代制造服务业，包括数字化车间和系统集成等。其中，公司的 BX 减速器新产品研发取得实质进展，将逐步贡献销售收入。下一步公司将建成 BX 减速器高效、智能生产线和数字化车间。未来公司将进一步加强核心零部件的设计制造能力，巩固在系统集成领域的行业地位。

我们预测公司 2016-2018 年营收增长率分别为 -10.50%、-2.31% 和 8.92%，净利润增长率分别为 -74.56%、-132.61%、37.44%。由于行业整体低迷，我们对各家公司估值采用每股净资产以及市净率指标，同时将 EPS 及 PE 指标在表中列出以供参考。预计公司 2016-2018 年对应的每股净资产分别为 4.88、4.91 和 4.95 元，对应 PB 分别为 2.16、2.15 和 2.13。公司是齿轮磨床市场的绝对龙头，近几年来积极扩展机器人减速器业务，带动系统集成能力不断加强。公司作为陕西省国资委下辖的特大型企业集团，考虑到陕西省国资委在公司资产重组时对上市公司的独立性及避免同一控制下的同业竞争等均作出过书面承诺，公司有望持续受益于国企改革春风，以提升效率，优化产品结构。

表 4: 秦川机床盈利及预测

8 月 8 日预测，收盘价 8.46 元	2015A	2016E	2017E	2018E
营收（百万元）	2548.26	2280.69	2228.01	2426.75
营收 YOY	-27.21%	-10.50%	-2.31%	8.92%
归母净利润（百万元）	-236.24	-60.11	19.60	26.94
归母净利润 YOY	-1325.87%	-74.56%	-132.61%	37.44%
EPS（元）	-0.34	-0.09	0.03	0.04
PE	-24.83	-97.59	299.24	217.72
每股净资产（元）	5.00	4.88	4.91	4.95
PB	2.10	2.16	2.15	2.13

资料来源：长城证券研究所

### 3.4 华中数控—中、高档数控系统龙头，收购江苏锦明打开成长空间

公司是国内最大的中、高档数控系统生产企业，主要从事中、高档数控装置、伺服驱动装置、数控机床及红外热像仪研发、生产和销售。公司是国家科技部国家重点高新技术企业之一，是目前国内数控系统行业中少数拥有成套核心技术自主知识产权(包括数控装置、伺服驱动装置及主轴驱动装置等)和自主配套能力的企业之一。

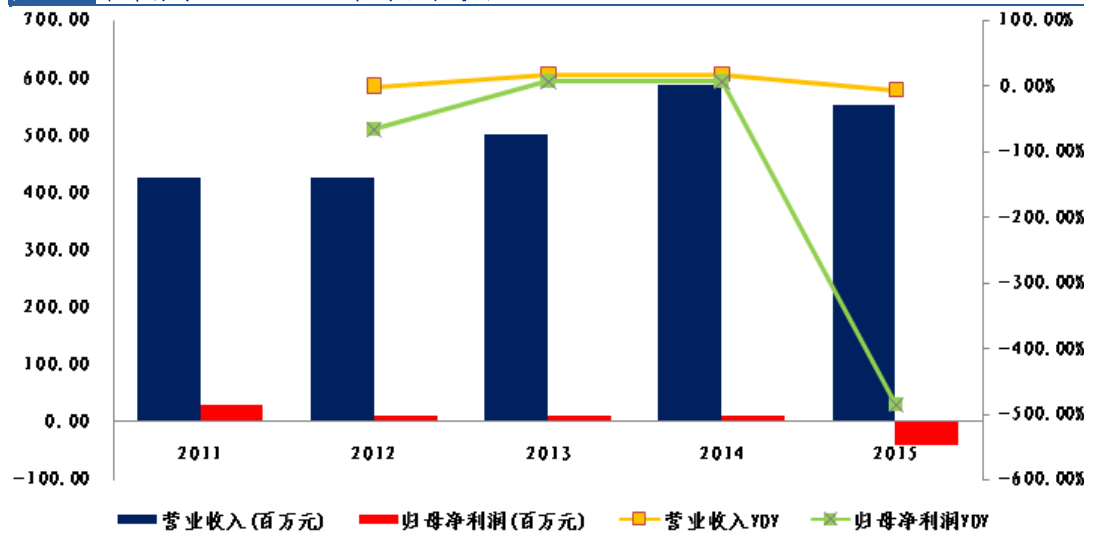
公司控股股东为华中科技大学。2015 年国资委发布报告称应将高校企业纳入国资监管体系，华中数控作为具有较强实力的高校企业，也存在较强的国企改革预期。当中随后中共中央办公厅和国务院办公厅联合印发了《深化科技体制改革实施方案》，其中提到要对高等学校和科研院所等事业单位建立促进国有企业创新的激励制度，对在创新中作出重要贡献的技术人员实施股权和分红激励政策。目前高校企业的体制改革工作远远滞后于国企改革整体布局，预计高校企业改革将会提速，公司技术人员有望持股。

2016 年，机床行业将继续承压低位运行，市场需求总量或将继续下滑，中低端产能过剩与中高端需求增长的结构矛盾将更加凸显，机床企业之间的竞争将日趋激烈。公司发布 2016 年半年报，报告期内实现营收 2.8 亿元，同比增长 16.03%，主要系数控系统 3C



产品领域销售增加所致；实现净利润-3,600.52 万元，同比下降 26.42%，主要系按期确认的政府补助款减少所致。

图 15: 华中数控 2011-2015 年的经营状况



资料来源：公司资料，长城证券研究所

分业务来看，在数控系统配套领域，公司的产品和技术在国内处于领先地位，达到国际先进水平，高档系统批量应用于航空航天、能源装备、汽车轮船等重点领域，五轴技术已在多家企业用于实际加工；在工业机器人及自动化领域，公司作为国内少数在机器人关键部件（控制系统、伺服驱动、电机等）具有完全自主知识产权的机器人生产企业，具有强大的生产和研发技术优势，产品已经应用于搬运、焊接、上下料、喷涂等领域，同时在机器人自动化生产线方面有成功的产线项目建设和整合经验，参与建立了国内首个 3C 智能制造示范工厂；在交流伺服电机领域，公司年产销量 10 多万套。公司自主研发的伺服驱动、伺服电机，已广泛用于数控机床、自动化生产线、工业机器人以及其它多种行业机械，有力推动了工业产品“数控一代”的进程；在新能源汽车配套领域，公司与武汉临空港投资集团有限公司合资成立了武汉智能控制工业技术研究院有限公司，注册资本为 3.5 亿元，公司以知识产权、实物资产、自有资金出资 2 亿元；

另外公司发布公告，发行股份及支付现金购买江苏锦明资产相关事项于近日获得国家国防科技工业局的同意批复，并得到证监会的批准。标的资产江苏锦明主要从事以自动化集成业务，在新能源汽车领域具备较为广泛的知名度，预计此次收购将完全打开公司的估值空间。

不考虑江苏锦明并表时，我们预测公司 2016-2018 年营收增长率分别为 18.56%、20.54% 和 10.23%，净利润增长率分别为 -110.87%、42.36%、37.46%。由于行业整体低迷，我们对各家公司估值采用每股净资产以及市净率指标，同时将 EPS 及 PE 指标在表中列出以供参考。不考虑江苏锦明并表是，预计公司 2016-2018 年对应的每股净资产分别为 5.71、5.76 和 5.82 元，对应 PB 分别为 5.37、5.32 和 5.26。公司在数控系统领域具有较强实力，已成功参与建设国内首个 3C 智能制造示范工厂。公司作为华中科技大学下辖的高新技术企业，有望持续受益于国企改革，另外将叠加技术人员持股的预期。

表 5: 华中数控盈利及预测（不考虑江苏锦明并表）

8 月 8 日预测，收盘价 26.53 元	2015A	2016E	2017E	2018E
营收（百万元）	550.74	652.95	787.07	867.59
营收 YOY	-6.06%	18.56%	20.54%	10.23%
归母净利润（百万元）	-41.36	4.50	6.40	8.80

归母净利润 YOY	-486.01%	-110.87%	42.36%	37.46%
EPS (元)	-0.26	0.03	0.04	0.05
PE	-103.75	954.41	670.44	487.72
每股净资产 (元)	5.80	5.71	5.76	5.82
PB	5.27	5.37	5.32	5.26

资料来源：长城证券研究所

另附考虑江苏锦明并表的结果，以供参考。

**表 6: 华中数控盈利及预测（考虑江苏锦明并表）**

8 月 8 日预测，收盘价 26.53 元	2015A	2016E	2017E
承诺净利润（百万元）	22.1	28.7	37.2
合并报表净利润（百万元）	-19.26	33.2	43.6
股本增加（百万股）	6.37	6.37	6.37
总股本（百万股）	168.12	168.12	168.12
EPS (元)	-0.11	0.20	0.26
PE	-241.18	132.65	102.04

资料来源：长城证券研究所

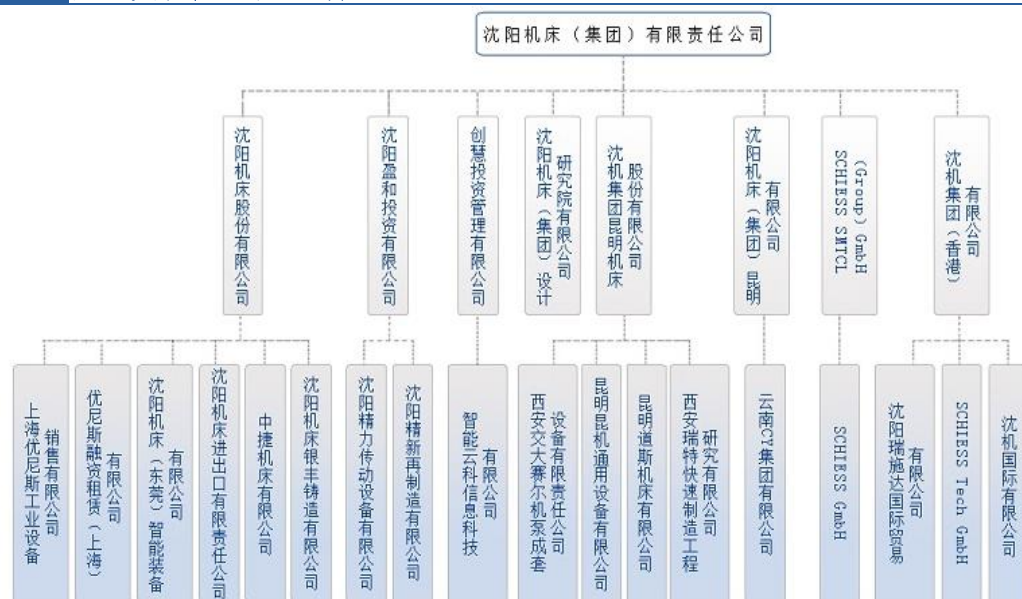
### 3.5 沈阳机床&\*ST 昆机—沈阳机床系统集成能力较强， \*ST 昆机偏向普通机床

沈阳机床是国内机床行业的龙头企业，产销量多年来均排名行业第一。公司产品主要为金属切削机床，包括数控机床及普通机床。其中数控机床包括数控车床、数控铣镗床、立式加工中心、卧式加工中心、数控钻床、高速仿形铣床、激光切割机、质量定心机及各种数控专用机床和数控刀架等；普通机床包括普通车床、摇臂钻床、卧式镗床、多轴自动车床、各种普通专机和附件。目前，公司的中高档数控机床已成批量进入汽车、国防军工、航空航天、轨道交通等重点行业的核心制造领域。

沈机集团昆明机床股份有限公司（\*ST 昆机）是中国制造大型精密机床的骨干企业，前身是筹建于 1936 年的中央机器厂，1953 年更名为昆明机床厂，1993 年 10 月 19 日正式注册成立昆明机床股份有限公司，成为我国首批九家到香港上市的股份制规范化试点企业，成为云南首家 A+H 股上市公司。2005 年沈阳机床集团有限责任公司成为公司第一大股东。2007 年正式更名为沈机集团昆明机床股份有限公司。

沈阳机床与昆明机床（\*ST 昆机）均为沈阳机床集团下属的上市公司，此次国企改革中，两家公司均有较强烈的国企改革预期。

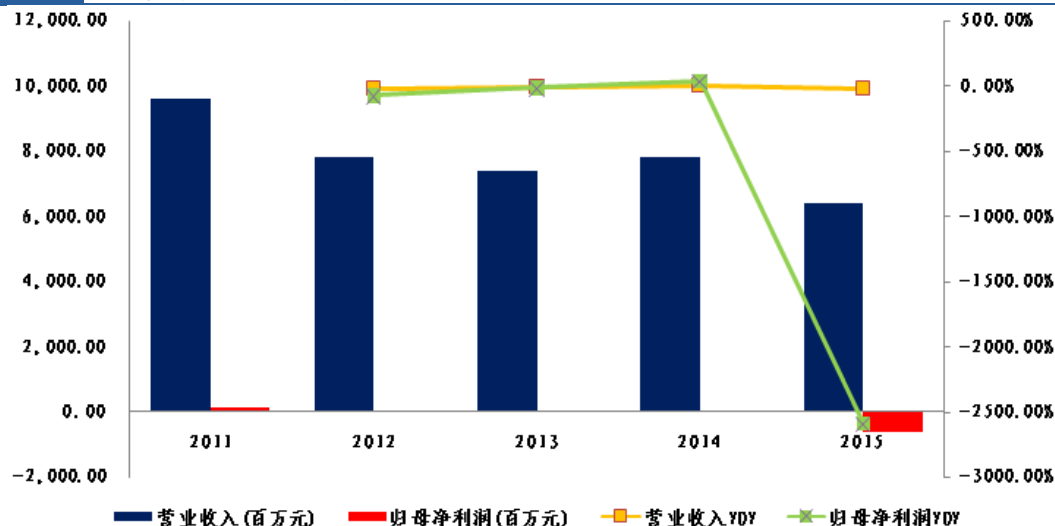
图 16: 沈阳机床集团的组织结构



资料来源：公司资料，长城证券研究所

沈阳机床公布的 2016 年上半年业绩预告显示，报告期内，公司所处行业下游需求不足，市场竞争压力持续加大。公司加速经营模式的转换，积极调整产品结构 with 业务结构，资源投入较大，预计亏损 4—5 亿元。

图 17: 沈阳机床 2011-2015 年的经营状况

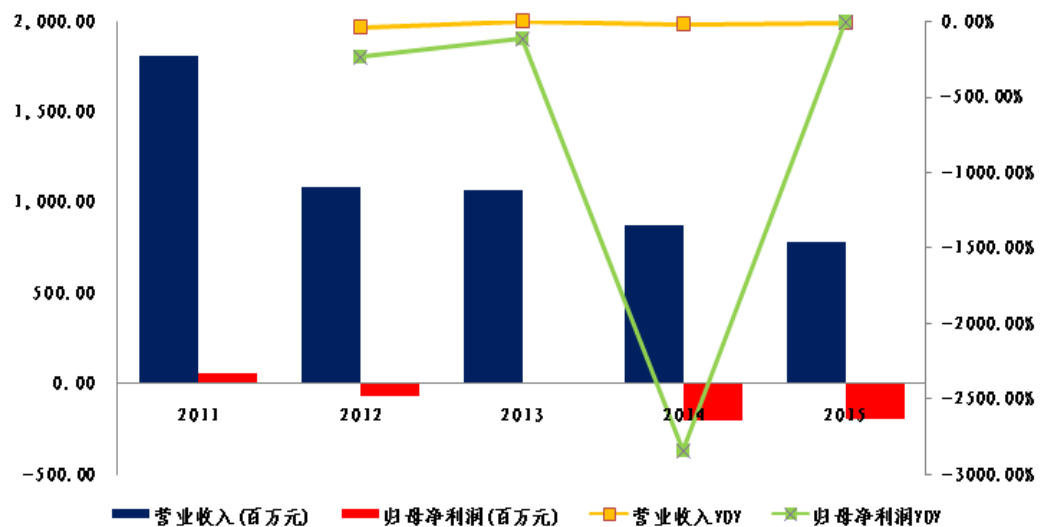


资料来源：公司资料，长城证券研究所

公司积极由制造型企业向服务型企业转变，所推出的 i5 智能机床通过产品迭代不断完善，现已形成涵盖数控车床、加工中心等两大类、六大系列较为完整的产品族群，未来将成为主要的业绩增长点。

昆明机床公布的 2016 年一季报显示，公司业绩持续下滑，报告期内公司实现营收 1.59 亿元，同比下降 22.71%；归母净利润-2672.14 万元，同比下降-2021.95%。其中公司的卧式加工中心新增合同同比增长，产品结构布局实现了部分突破。

图 18: 昆明机床 2011-2015 年的经营状况



资料来源: 公司资料, 长城证券研究所

我们预测沈阳机床 2016-2018 年营收增长率分别为-20.56%、19.98%和 13.98%，净利润增长率分别为-16.02%、-79.90%、-103.86%。预测\*ST 昆机 2016-2018 年营收增长率分别为-30.21%、5.36%和 6.918%，净利润增长率分别为-49.99%、6.27%、7.46%。由于行业整体低迷，我们对各家公司估值采用每股净资产以及市净率指标，同时将 EPS 及 PE 指标在表中列出以供参考。预计沈阳机床 2016-2018 年对应的每股净资产分别为 2.22、2.08 和 2.09 元，对应 PB 分别为 7.69、8.28 和 8.25。预计\*ST 昆机 2016-2018 年对应的每股净资产分别为 1.55、1.33 和 1.10 元，对应 PB 分别为 4.70、5.44 和 6.54 倍。沈阳机床和\*ST 昆机作为沈阳机床集团下辖的上市公司，二者此次在国企改革中的侧重点有所不同。沈阳机床具有较强的系统集成能力，生产的机床产品也定位于高端领域，而\*ST 昆机的产品侧重于普通机床。在此次国企改革中，沈阳机床将叠加非公开发行预期（此前由于市场环境原因中止了非公开发行股票计划），另外集团内部其他优质资产有存在注入预期，不排除合并业绩较差的\*ST 昆机。

表 7: 沈阳机床盈利及预测

8 月 8 日预测, 收盘价 15.10 元	2015A	2016E	2017E	2018E
营收 (百万元)	6383.90	5071.37	6084.63	6935.26
营收 YOY	-18.31%	-20.56%	19.98%	13.98%
归母净利润 (百万元)	-638.03	-535.84	-107.73	4.16
归母净利润 YOY	-2594.41%	-16.02%	-79.90%	-103.86%
EPS (元)	-0.83	-0.70	-0.14	0.01
PE	-18.12	-21.57	-107.30	2778.16
每股净资产 (元)	2.95	2.22	2.08	2.09
PB	5.61	7.69	8.28	8.25

资料来源: 长城证券研究所

对于\*ST 昆机，除了与沈阳机床的合并预期外，我们不排除公司的壳资源相关预期。

**表 8: 昆明机床 (\*ST 昆机) 盈利及预测**

8 月 8 日预测, 收盘价 6.83 元	2015A	2016E	2017E	2018E
营收 (百万元)	776.59	541.99	571.04	610.49
营收 YOY	-10.52%	-30.21%	5.36%	6.91%
归母净利润 (百万元)	-196.39	-98.22	-104.38	-112.17
归母净利润 YOY	-3.78%	-49.99%	6.27%	7.46%
EPS (元)	-0.37	-0.18	-0.20	-0.21
PE	-18.47	-36.93	-34.75	-32.34
每股净资产 (元)	1.80	1.55	1.33	1.10
PB	4.08	4.70	5.44	6.54

资料来源: 长城证券研究所

## 4. 风险提示

国企改革推进进程慢于预期;

资产重组方式低于预期。



**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**

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com  
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com  
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com  
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@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  
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com  
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com  
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

**上海联系人**

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com  
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@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>