

柔性自动化设备专家

——利和兴（834013）深度报告

2016年08月17日

强烈推荐/首次

利和兴

深度报告

报告摘要：

公司主营业务为手机柔性自动化设备，聚焦智能手机的自动化检测、组装设备领域，2013-2015年营收复合增速230%，净利复合增速326%。公司自2013年外延布局焊接工业机器人业务，有望进一步增厚业绩。

◆ **柔性自动化设备：坚持以品质开发大客户战略，赢得华为深度合作，业绩有望继续保持高增长。**

下游手机行业渐趋饱和，但国产品牌智能手机正在重塑竞争格局，出货量全球占比不断提升，2015年我国品牌智能手机出货量5.39亿部，三年复合增速36.3%，全球占比达41.7%。未来海外新兴市场将成智能手机需求增量的贡献主力，而智能手机用户2年之内更换新机比例约60%带来的存量替换需求也较为确定，国产智能手机厂商仍存在较大机会。

目前手机行业自动化程度最高的是以富士康代工为主的苹果手机约30%，未来自动化改造需求旺盛。公司坚持以品质开发大客户战略，赢得华为深度合作，2013-2015年对华为销售额分别为159万元、2174万元和9460万元。受益于华为品牌出货量和市场份额的不断提升及海外新兴市场的重点布局，柔性自动化设备仍将保持高速增长。

◆ **焊接工业机器人：公司精准定位占据半壁江山的焊接工业机器人领域，已形成标准产品鹰富士，凭借扎实的技术和基础工艺，2016年有望逐步放量，继续增厚公司业绩。**

盈利预测与投资建议：我们预计公司2016年-2018年EPS分别为0.80元、1.58元、2.83元，对应PE分别为15.29倍、7.70倍、4.30倍。采用相对估值法给予公司20倍估值，6个月目标价为16元，首次覆盖，给予公司“强烈推荐”投资评级。

风险提示：主要客户业绩下行，新客户拓展及工业机器人推进不达预期。

◆ 财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	36.60	106.28	245.89	485.36	867.24
增长率(%)	82.64%	190.39%	131.36%	97.39%	78.68%
净利润(百万元)	1.60	10.83	23.05	45.75	81.90
增长率(%)	167.64%	578.48%	112.87%	98.49%	79.03%
净资产收益率(%)	13.07%	23.93%	21.53%	30.87%	36.91%
每股收益(元)	0.18	1.04	0.80	1.58	2.83
PE	66.85	11.73	15.29	7.70	4.30
PB	8.82	3.52	3.29	2.38	1.59

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480510120014

张高艳

010-66554030

zhanggy-yjs@dxzq.net.cn

岳鹏

010-66554013

624319506@qq.com

韩宇

010-66554131

hanyu@dxzq.net.cn

洪一

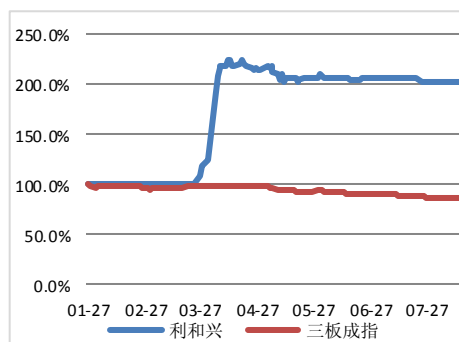
010-66554046

hongyi@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	2.60-13.65
总市值(亿元)	3.49
流通市值(亿元)	1.85
总股本(万股)	2900.00
流通三板A股(万股)	1530.00
52周有成交日均交易量(万股)	8.35

52周股价走势图



资料来源：wind, 东兴证券研究所

相关研究报告

目录

1. 专业的柔性自动化设备厂商	4
1.1 精耕手机自动化领域，外延布局工业机器人	4
1.2 公司股权结构	5
1.3 品质赢得华为深度合作，公司业绩处于爆发期	6
1.4 公司挂牌以来融资情况	7
2. 与华为深度合作，柔性自动化设备有望保持高增长	7
2.1 下游手机行业渐趋饱和，国产品牌重塑竞争格局	7
2.1.1 下游手机行业渐趋饱和，新兴市场智能手机领域机会较大	7
2.1.2 智能手机更新换代快，存量替换机会较为确定	9
2.1.3 国产品牌持续发力，重塑竞争格局	10
2.2 手机制造自动化程度仍较低，未来自动化改造需求旺盛	11
2.3 柔性自动化设备赢得华为深度合作，仍将保持高速增长	12
2.3.1 深耕柔性自动化设备领域，以品质开发大客户战略助力业绩高增长	12
2.3.2 定制化合作开发和大客户进入壁垒决定客户黏性较高	13
2.3.3 深度合作客户华为市场份额不断提升，将助力公司业绩持续高增长	13
2.3.4 积极布局海外新兴市场，华为手机出货量及市场份额有望再创新高	14
3. 布局焊接工业机器人，未来业绩将逐步释放	14
3.1 我国工业机器人市场将保持强劲增长	14
3.1.1 我国工业机器人保有量快速增长，需求潜力仍然巨大	14
3.1.2 焊接工业机器人应用广泛，是工业机器人产业布局重点	15
3.2 专注焊接工业机器人，有望增厚业绩	16
4. 盈利预测与投资评级	16
4.1 盈利预测	16
4.2 估值与投资评级	17
5. 风险提示	18

表格目录

表 1: 公司融资情况	7
表 2: 公司主营业务收入预测	17
表 3: 新三板可比公司估值	18
表 4: 公司盈利预测表	19

插图目录

图 1:公司主要产品类型	4
图 2: 公司股权结构图	5
图 3: 2013-2015 年公司营收和净利大幅增长	6
图 4:2013-2015 年公司三项费用率情况	6
图 5: 2013-2015 年公司逐渐赢得华为深度合作	6
图 6:2013-2015 年公司净利率不断提升	6
图 7:手机用户数量渐趋饱和	8
图 8:全球手机出货量及我国产量占比情况	8
图 9:我国品牌智能手机出货量仍保持较高增速	8
图 10:我国品牌智能手机出货量占比不断提升	8
图 11:全球智能手机用户数前十国家及未来预测	9
图 12:海外新兴市场将成智能手机增量贡献主力	9
图 13:全球智能手机用户数前十国家及未来预测	10
图 14:海外新兴市场将成智能手机增量贡献主力	10
图 15:国产品牌智能手机市场份额不断攀升	10
图 16:国产品牌智能手机市场份额不断攀升	11
图 17:自动化智能检测较人工检测优势明显	11
图 18:2013-2015 公司营收及对华为销售占比情况	13
图 19:华为智能手机出货量保持高速增长	13
图 20:华为智能手机市场份额不断提升	13
图 21: 2005-2017 我国工业机器人销量及预测	15
图 22: 2005-2014 全球工业机器人保有量及中国占比	15
图 23: 2014 年我国工业机器人密度远低于其他工业机器人大国	15
图 24:利和兴 LR1400 型工业焊接机器人	16

1. 专业的柔性自动化设备厂商

1.1 精耕手机自动化领域，外延布局工业机器人

深圳市利和兴股份有限公司（以下简称“公司”）主营业务为手机柔性自动化设备的集成制造和工业机器人的研发、生产和销售，专注于为客户提供工业自动化解方案，产品广泛应用于电子、机械、包装等行业。

精耕手机自动化检测与组装，自主创新能力较强。公司以移动智能终端及其零配件业高度自动化生产需求为契机，聚焦智能手机的自动化检测、组装设备领域，在柔性自动化设备整体设计及全面集成技术、自动化装备信息化控制技术等方面都拥有自主创新技术，当前主要产品包括自动化检测设备和自动化组装设备。

手机自动化产品线根据客户需求不断完备。目前公司的自动化检测设备能实现手机板级加载、天线测试、射频测试和整机加载测试等功能，自动化组装设备则包括前、后壳器件组装、主板器件组装和芯壳器件组装，同时公司可根据下游客户的生产工艺需求提供非标定制的研发设计，随着客户新机型的投放而不断完备产品线。

外延布局工业机器人，专注焊接工业机器人细分领域。公司自 2013 年起外延拓展研发工业机器人，专注于应用最为广泛的焊接工业机器人的本体制造和运动控制系统的二次开发。2015 年公司已完成样机制造、调试和客户现场试用，逐步形成标准化的焊接机器人产品鹰富士。

图 1:公司主要产品类型

手机自动化检测设备



手机自动化组装设备



自动化包装设备

LR1400 型工业焊接机器人

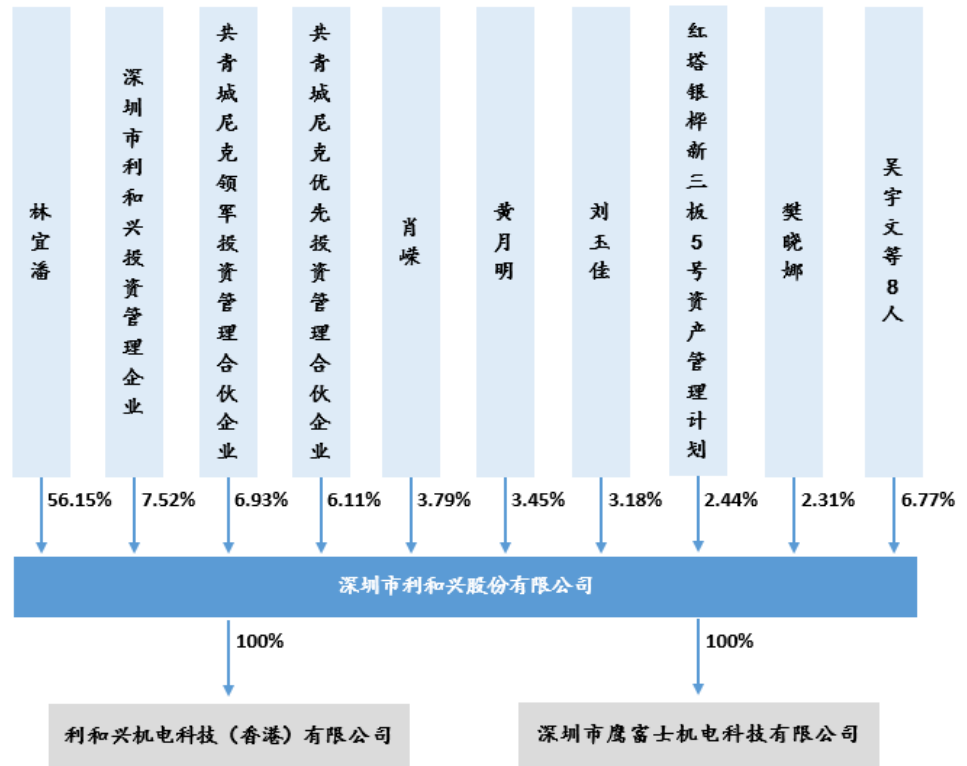


资料来源：公开转让说明书，东兴证券研究所

1.2 公司股权结构

截至2015年底，公司第一大股东是林宜潘先生，持有7324169股，持股比例56.15%。公司的实际控制人是林宜潘先生和黄月明女士，两人系夫妻关系，黄月明直接持有公司3.45%的股份，同时还通过利和兴合伙间接控制公司7.52%的股份，两人为一致行动人，实际控制公司67.12%的股份。

图 2：公司股权结构图



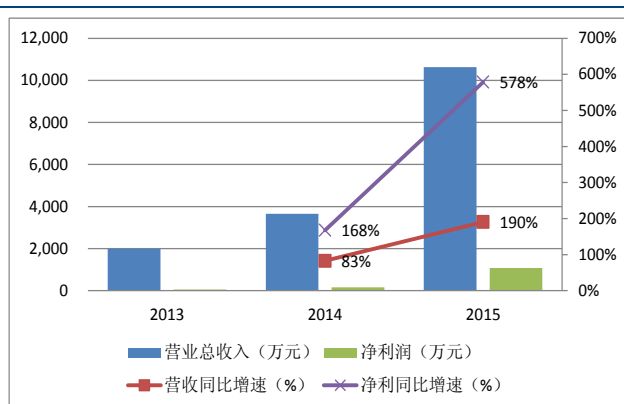
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1.3 品质赢得华为深度合作，公司业绩处于爆发期

2013-2015年，公司业绩爆发式增长。2015年，公司营业收入和净利润同比分别增长190%和578%；2014年，公司营业收入和净利润分别同比增长82%和167%。

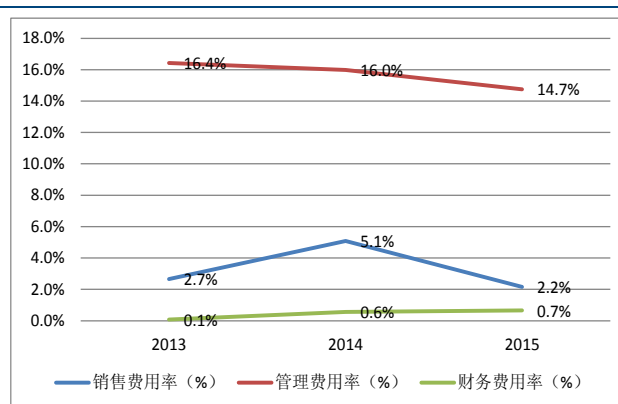
公司净利润快速增长的主要得益于公司成本控制能力的显著提升，三项费用控制得当。2015年三费中占比最大的管理费用率同比下降了1.3个百分点，占比次之的销售费用率下降2.9个百分点，占比最小的财务费用率仅增加0.1个百分点。

图 3: 2013-2015 年公司营收和净利大幅增长



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 4: 2013-2015 年公司三项费用率情况



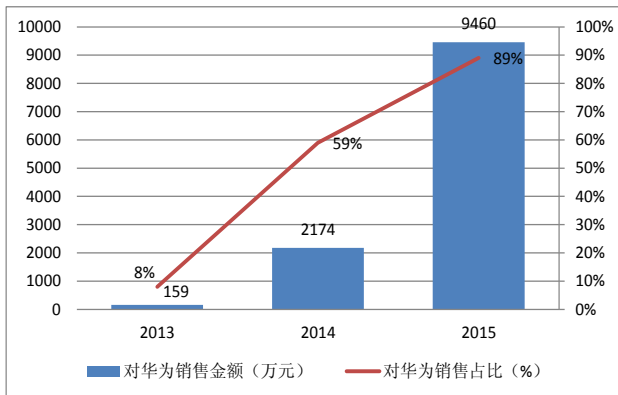
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

公司业绩爆发式增长的原因主要是：公司聚焦智能手机的自动化测试、组装设备领域，基础工艺扎实，以品质赢得国内大型智能手机厂商的深度战略合作关系，公司规模和产能也随之扩大。

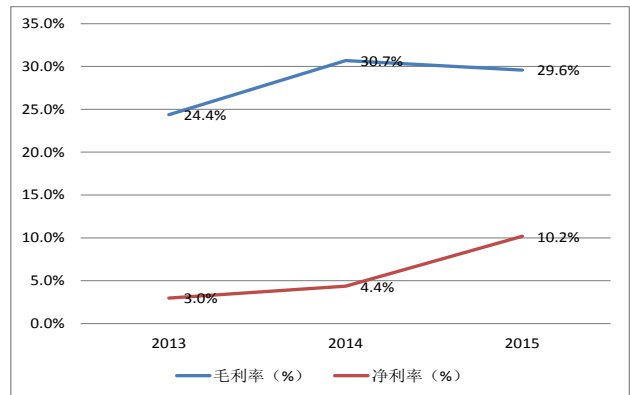
- ◆ **华为逐渐成为公司最重要的深度合作客户，华为业绩的高增长助力公司进入业绩爆发式上行通道。**公开数据显示，2013-2015年华为业绩同比增长8.5%、20.6%和37%，期间公司对华为销售订单额从159万元快速攀升至9460万元，总体占比从仅8%大幅提升至89%。
- ◆ **公司成本控制能力显著提升，净利率大幅增长。**公司成本控制能力显著提升，三项费用的增长幅度明显小于公司营收的增长幅度，管理费用率和销售费用率同比分别下降1.3个百分点和2.9个百分点；2013-2015年公司净利率分别为2.98%、4.36%和10.19%，实现净利率从2013年的2.98%大幅提升至2015年的10.19%。

图 5: 2013-2015 年公司逐渐赢得华为深度合作

图 6: 2013-2015 年公司净利率不断提升



资料来源：公司公告，东兴证券研究所



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

我们认为，公司提供产品多为非标定制，客户黏性高，与华为的手机柔性自动化领域的深度合作将有望继续维持，未来该业务板块的业绩预计有望继续跟随华为业绩高速增长；同时，公司作为华为的深度合作供应商，基础工艺扎实，因此我们认为公司在工业机器人的本体制造领域也将沿袭这种工艺优势，未来投放市场后潜力值得期待。

1.4 公司挂牌以来融资情况

公司自 2015 年 12 月 10 日挂牌新三板以来，先后共 2 次完成非公开定向增发，共发行股份数量 4,823,710 股，募集资金 4070 万元，所募资金均用于公司业务发展和补充公司流动资金。

表 1：公司融资情况

首次公告时间	融资方式	增发价格	发行股份数	募集资金	资金用途	实施进度
2016-05-13	非公开定向	10.00	2,800,000	2800 万元	公司业务发展和补充公司流动资金	已完成
2015-11-27	非公开定向	6.28	2,023,710	1270 万元	公司业务发展和补充公司流动资金	已完成

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2. 与华为深度合作，柔性自动化设备有望保持高增长

2.1 下游手机行业渐趋饱和，国产品牌重塑竞争格局

公司当前主营业务为手机柔性自动化设备的集成制造，直接下游行业是 3C 电子制造行业，客户群体主要为手机制造厂商。

2.1.1 下游手机行业渐趋饱和，新兴市场智能手机领域机会较大

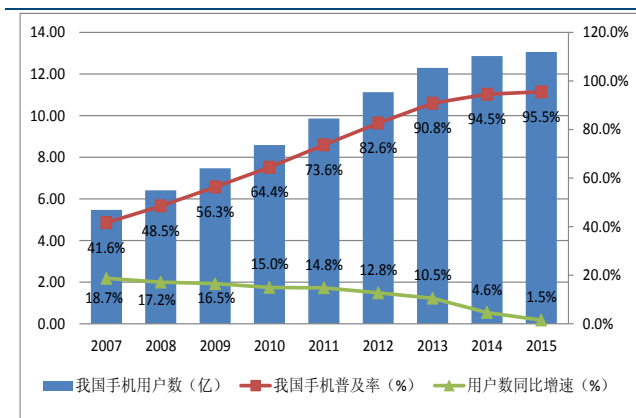
手机用户数渐趋饱和，出货量增长有限。

◆ **用户数渐趋饱和。** 数据显示，2007-2012 年我国移动电话用户数实现了快速翻番，

之后增速逐渐趋缓，2015年我国移动电话用户数达13.06亿，较上年仅增长1个百分点；从全球来看，据国际电信联盟统计，2015年全球手机用户已达71亿，覆盖率超95%，用户数渐趋饱和。

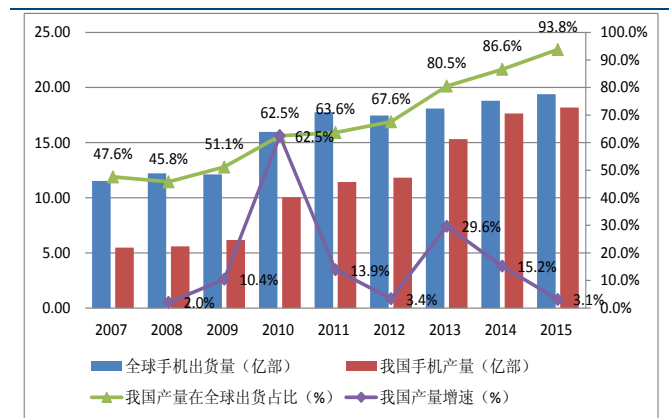
- ◆ **未来出货增量将十分有限。**2011年全球手机出货量达到阶段性高点17.76亿部，之后同样呈现出明显的低速增长，2012-2015年增速维持在4%左右，出货量增长十分有限。我国手机产量在全球手机出货量的占比虽不断提升，而近三年产量增速也呈现快速下滑趋势，预计未来增量仍然十分有限。

图 7:手机用户数量渐趋饱和



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8:全球手机出货量及我国产量占比情况



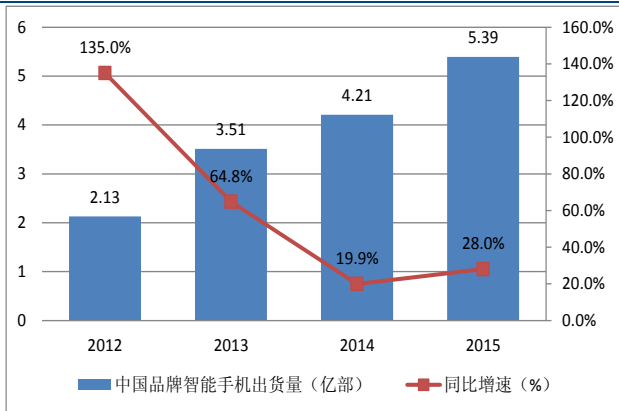
资料来源：Wind，东兴证券研究所

智能手机出货量占比不断提升，海外新兴市场将成主力。

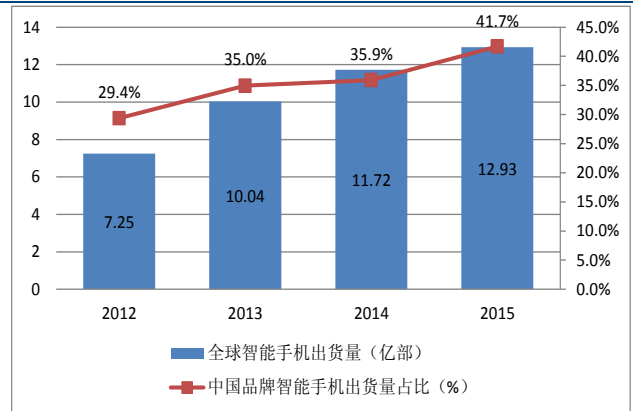
- ◆ **我国品牌智能手机出货量保持较高增速。**2015年我国品牌智能手机出货量5.39亿部，三年复合增速高达36.3%，虽然近两年增速有所下降，但2015年仍保持同比28%的较高增速。预计随着智能手机普及率的不断提升，未来增速仍将逐渐下滑，显著优于手机整体出货量增速的差异也将逐步缩小。
- ◆ **我国品牌智能手机在全球占比仍有较大提升空间。**2012-2015年我国品牌智能手机出货量在全球智能手机出货量的占比不断提升，2015年占比达41.7%，中国品牌在国际舞台上扮演着越来越重要的角色，预计未来这一占比仍有较大提升空间。

图 9:我国品牌智能手机出货量仍保持较高增速

图 10:我国品牌智能手机出货量占比不断提升



资料来源：Wind，东兴证券研究所



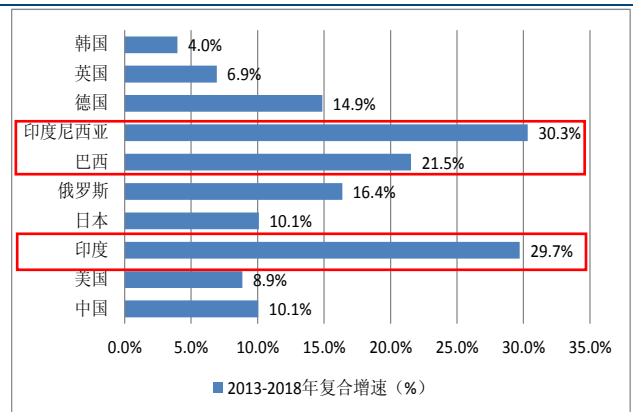
资料来源：Wind，东兴证券研究所

- ◆ **海外新兴市场是未来国产品牌智能手机布局重点。**根据 eMarketer 的数据，到 2016 年全球智能手机用户将超 20 亿，较 2015 年将增长 12.6%。从市场分布来看，2016 年印度将首次超美国成为第二大智能手机市场，用户数将超 2 亿人，到 2018 年印度尼西亚智能手机用户将超过 1 亿，成为第四大智能手机市场。
- ◆ **2013-2018 年智能手机用户数的增长主力将主要由海外新兴市场贡献，**其中印尼、印度和巴西的增速最快，五年复合增速将分别为 30.3%、29.7%和 21.5%。因此，我们预计未来海外新兴市场将成国产品牌智能手机出货量提升空间的主要动力，机会仍然较大，是市场布局的重点领域。

图 11:全球智能手机用户数前十国家及未来预测

单位：百万	2013	2014	2015	2016*	2017*	2018*
中国	436.1	519.7	574.2	624.7	672.1	704.1
美国	143.9	165.3	184.2	198.5	211.5	220
印度	76	123.3	167.9	204.1	243.8	279.2
日本	40.5	50.8	57.4	61.2	63.9	65.5
俄罗斯	35.8	49	58.2	65.1	71.9	76.4
巴西	27.1	38.8	48.6	58.5	66.6	71.9
印度尼西亚	27.4	38.3	52.2	69.4	86.6	103
德国	29.6	36.4	44.5	50.8	56.1	59.2
英国	33.2	36.4	39.4	42.4	44.9	46.4
韩国	29.3	32.8	33.9	34.5	35.1	35.6

资料来源：eMarketer，东兴证券研究所

图 12:海外新兴市场将成智能手机增量贡献主力


资料来源：eMarketer，东兴证券研究所

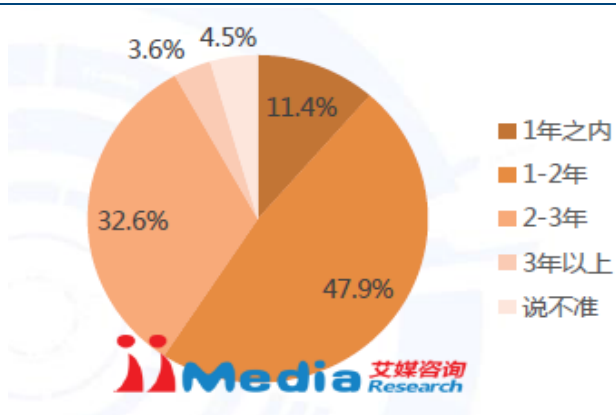
2.1.2 智能手机更新换代快，存量替换机会较为确定

艾媒咨询 (iiMediaResearch) 调查数据显示，智能手机用户更换手机较为频繁，约 60%受访对象会在 2 年之内更换新手机，而更换下来的旧手机闲置概率达 66.4%。

以 2015 年我国智能手机出货量 4.57 亿部为例，其对应约 2.74 亿的存量替换需求会出现在 2016-2017 年度内，其中可能回流市场的旧机占比约 16.9%，实际存量替换

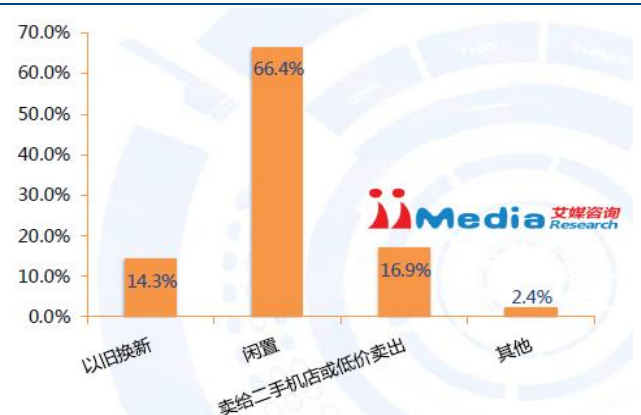
需求约为 2.28 亿部，存量替换机会较为确定。

图 13:全球智能手机用户数前十国家及未来预测



资料来源：iiMediaResearch，东兴证券研究所

图 14:海外新兴市场将成智能手机增量贡献主力



资料来源：iiMediaResearch，东兴证券研究所

2.1.3 国产品牌持续发力，重塑竞争格局

根据台湾市场调研分析公司 TrendForce 的数据，国产品牌在 2015 年全球智能手机市场份额前十已占据七席，其中华为在国产品牌中遥遥领先，市场份额占比提升至 8.4%。

图 15:国产品牌智能手机市场份额不断攀升

Table 1: Top Ten Smartphone Vendors Based on Market Share

Rankings	2014		2015		2016	
	Company	Market Share	Company	Market Share	Company	Market Share(%)
1	Samsung	27.8%	Samsung	24.8%	Samsung	22.2%
2	Apple	16.4%	Apple	17.5%	Apple	16.8%
3	Lenovo+Motorola	7.9%	Huawei	8.4%	Huawei	9.3%
4	Huawei	6.2%	Xiaomi	5.6%	Lenovo	6.1%
5	LG	5.4%	Lenovo	5.4%	Xiaomi	5.8%
6	Xiaomi	5.2%	LG	5.3%	LG	5.0%
7	Coolpad	4.2%	TCL	4.0%	TCL	4.0%
8	Sony	3.9%	OPPO	3.8%	OPPO	3.9%
9	TCL	3.3%	BBK/VIVO	3.3%	BBK/VIVO	3.4%
10	ZTE	3.1%	ZTE	3.1%	ZTE	3.1%
	Others	16.6%	Others	18.8%	Others	20.3%
Shipment Total (Unit: M)	1,172.3		1,292.7		1,397.1	

Note: Data are preliminary and subject to change.

Source: TrendForce, Jan., 2016

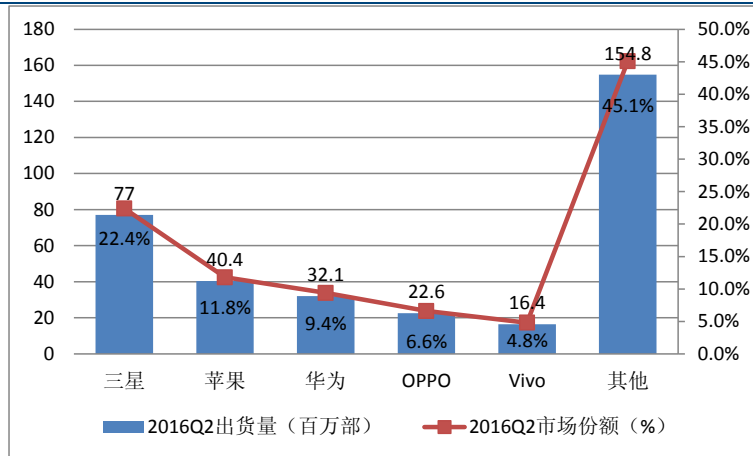
资料来源：TrendForce，东兴证券研究所

TrendForce 预计 2016 年华为市场份额将进一步提升至 9.3%，出货量同比增速预计在 20%左右，我们预计其未来三年同比增速将保持在 15%-20%之间。

根据 Trend Force 的研究，其他国产品牌市场份额预计也有一定提升，而外资品牌智能手机市场份额逐步受到挤压，这一趋势也与 IDC 发布的 2016 年第二季度智能手机实际出货量数据相一致，华为市场份额 9.4%，OPPO、Vivo 紧随其后，分别为 6.4%

和 4.8%，智能手机领域竞争格局正在被国产品牌重塑。

图 16:国产品牌智能手机市场份额不断攀升



资料来源：IDC，东兴证券研究所

我们认为，尽管手机行业已渐步入饱和期，而智能手机总体增量也将有限，但国产品牌近年已逐步赢得市场，市场份额不断攀升，我们预计随着未来海外新兴市场智能手机需求的快速增长和智能手机更新频繁带来的存量替换需求，国产智能手机厂商仍存在较大机会。

2.2 手机制造自动化程度仍较低，未来自动化改造需求旺盛

每年数亿台的智能手机市场对应着相应规模以上的生产需求，当前国内手机制造领域仍为劳动密集型模式，自动化程度较低，随着制造业转型和消费升级对产品性能和响应速度的不断提升，相较于人工具备明显优势的自动化改造将迎来旺盛需求。

自动化生产在性能和效率方面均优势明显。相较于传统的人工操作，自动化生产在产能效率、性能和长期成本等方面都具备明显优势。以智能化自动检测为例，每小时平均产能约为 3600 件，而人工检测只有 800 件，并且自动化设备可 24 小时连续工作，产能优势显著，在检测精度等其他性能方面亦表现优于人工操作。

图 17:自动化智能检测较人工检测优势明显

项目	人工检测	二次元/三次元检测	智能检测设备检测
平均产能（PCS/H）	约800	约200	约3600
检测精度	约为0.03mm	二次元约为：0.02mm 三次元约为：0.005mm	小视野约为：0.005mm 大视野约为：0.01mm
一次可检测尺寸数量	单个尺寸	单个尺寸的一个点	小视野一般为：5个左右 大视野一般为：10个左右
稼动时间（一个工作日为单位）	一般8--10H	设备可24H，但操作员需换班	可24H工作
投资效益回收周期	***	1--2年	3--5个月
人工成本	非常高	高	低

资料来源：艾邦高分子，东兴证券研究所

装配和检测是手机自动化的必争之地，催生柔性自动化设备需求。市场上非常重视手机的装配和检测环节，许多装配商提出了对自动化的需求，以提升产品性能的稳定性和品质，催生对柔性自动化集成设备的强烈需求。

手机制造自动化程度仍较低，未来自动化改造需求旺盛。据 robotinside 调研，手机行业自动化程度最高的是以富士康代工为主的苹果手机和华为手机。根据调研富士康目前在苹果手机加工过程中自动化程度约 30%，意味着国内其他手机制造厂商远低于这一数据，自动化程度仍然较低。

富士康 2015 年在自动化领域投入的费用约为 200 亿元，2016 年预估投入 300 亿元，其中组装类超过 200 亿。国产品牌巨头华为也在工厂自动化方面投入巨大，其终端制造部拥有 14 条 SMT 生产线和 28 条整机生产线，2014 年该终端制造部完成投资 4 亿元，不仅使用业界最先进的加工检测设备，并且有自己研发的自动化设备。

我们认为，随着国内人口红利消失、人工成本不断上涨，自动化生产线的优势将更为显著，同时随着制造业转型和消费升级对产能效率和品质要求的不断提高，各大手机制造厂商将以此作为提升市场竞争力的重要手段，必将催生出旺盛的柔性自动化设备需求。

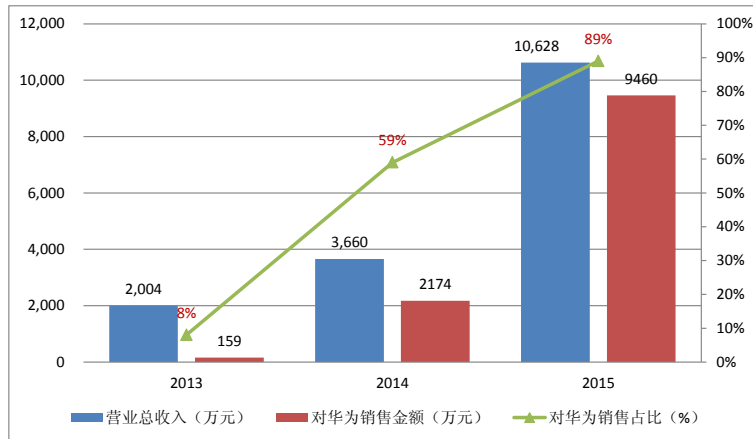
2.3 柔性自动化设备赢得华为深度合作，仍将保持高速增长

2.3.1 深耕柔性自动化设备领域，以品质开发大客户战略助力业绩高增长

深耕柔性自动化设备领域，技术和基础工艺扎实。公司扎根于柔性自动化设备领域近 10 年，基础工艺扎实，以品质赢得国内大型智能手机厂商的深度战略合作关系，早期以为诺基亚、富士施乐高、雀巢等大型企业定制开发柔性自动化设备起步，积累了丰富的设计和工艺经验。

品质赢得华为深度合作，业绩爆发式增长。近年随着智能手机市场的兴起和竞争格局的重塑，公司以丰富的经验积累和扎实的基础工艺逐步赢得国内智能手机巨头华为的深度合作。2013-2015 年公司对华为销售额分别为 159 万元、2174 万元和 9460 万元，全年营收占比从 8%快速提升至 59%、89%。

图 18:2013-2015 公司营收及对华为销售占比情况



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2.3.2 定制化合作开发和大客户进入壁垒决定客户黏性较高

柔性自动化设备多采用定制化合作开发，客户稳定性较高。柔性自动化设备为满足不同的客户需求，往往采用定制化合作开发，先期即介入客户产品的研发和设计过程，既可在竞争中赢得先机，也决定了双方相互依存度较高，客户稳定较好。

大客户供应商评价过程复杂，进入壁垒较高。公司坚持大客户战略，在已切入的细分领域取得了较高的市场占有率，而优质大客户往往对供应商的选择有着严格的标准和程序，一旦合作关系确立就不会轻易变更，供应商资质壁垒较高。

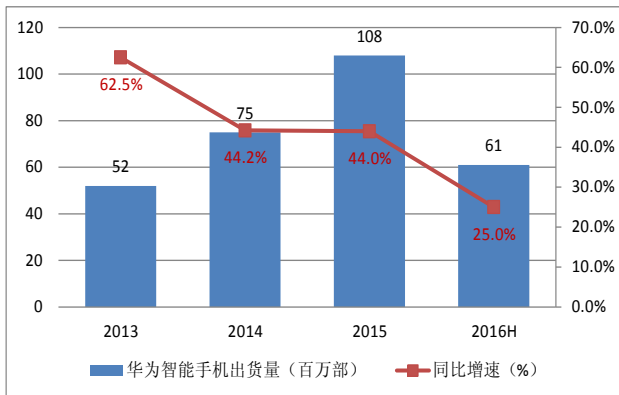
2.3.3 深度合作客户华为市场份额不断提升，将助力公司业绩持续高增长

华为出货量及市场份额持续快速增长。2013-2015 年华为智能手机出货量始终保持高速增长，2015 年出货量高达 1.08 亿部，市场份额也从 2013 年的 4.9% 提升至 2015 年的 8.4%，2016 年上半年出货量继续增长，市场份额也进一步提升至 9.4%。

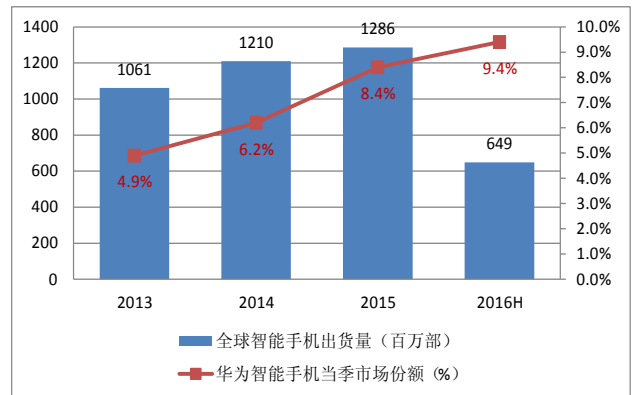
华为从 2013 年开始成为公司前五大客户之一，近两年更是连续为公司第一大客户，2015 年公司华为销售金额占总营收达 89%。受益于华为智能手机品牌的崛起，公司业绩呈现爆发式增长，2016 年仍有望继续保持高速增长。

图 19:华为为智能手机出货量保持高速增长

图 20:华为为智能手机市场份额不断提升



资料来源：Wind, TrendForce, 东兴证券研究所



资料来源：Wind, TrendForce, 东兴证券研究所

2.3.4 积极布局海外新兴市场，华为手机出货量及市场份额有望再创新高

根据 eMarketer 预测，2013-2018 年智能手机用户数的增长主力将主要由海外新兴市场贡献，其中印尼、印度和巴西的增速最快，五年复合增速将分别为 30.3%、29.7% 和 21.5%，是智能手机厂商未来的必争之地。

华为积极布局海外新兴市场，早在 2010 年华为手机即已荣登印尼消费品牌排行榜手机品类第二名，其在印尼市场的快速崛起也奠定了华为未来在印尼市场中夺得竞争优势，并计划 2017 年占有印尼 10% 的手机市场。

2015 年华为推出两款高性价比华为/荣耀机型，重拳出击发力印度市场，从市场反馈堪称 2015 年印度最具引爆力的两款机型，同时华为也计划投入 1000 万美金推动荣耀品牌的印度本地化发展，目标销量增长 7 倍。

我们认为，公司凭借多年在手机柔性自动化设备领域的扎实的技术和工艺积累，逐步赢得大客户华为的深度合作，受益于华为品牌出货量和市场份额的不断提升及海外新兴市场的重点布局，公司主业仍将保持高速增长。同时，随着公司产能规模的扩大，将凭借已有竞争优势积极开拓新的大客户资源，助推业绩再创新高。

3. 布局焊接工业机器人，未来业绩将逐步释放

公司自 2013 年起外延拓展研发工业机器人，专注于应用广泛的焊接工业机器人的本体制造和运动控制系统的二次开发，从工业机器人的产业链角度来看，公司新拓展业务属于中游本体制造领域。

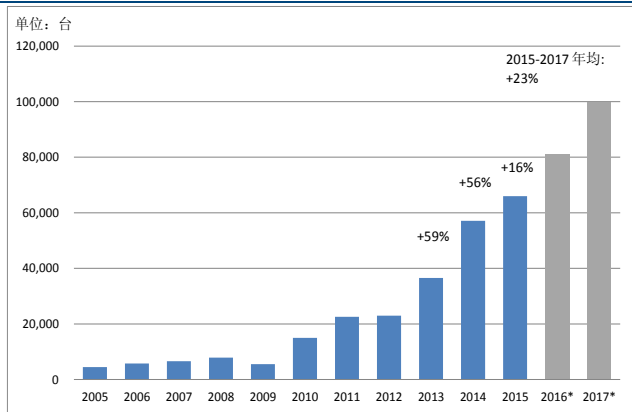
3.1 我国工业机器人市场将保持强劲增长

3.1.1 我国工业机器人保有量快速增长，需求潜力仍然巨大

我国工业机器人市场仍将快速增长，保有量全球占比持续提升。据 IFR 预测，到 2017 年我国工业机器人销量将达 10 万台，对应 2015-2017 年的年均增长率为 23%，我国工业机器人市场在问鼎全球第一后仍将保持较好的发展势头。IFR 数据显示，2014

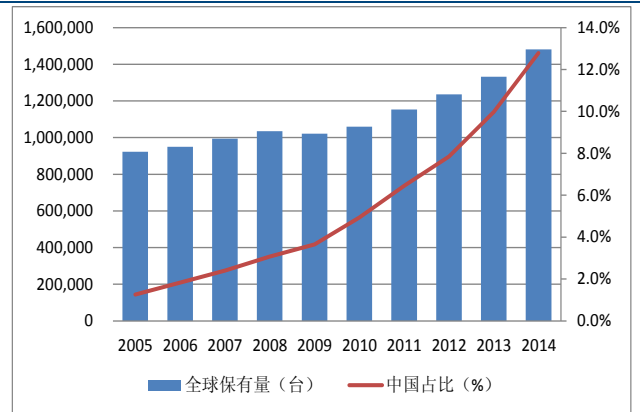
年全球工业机器人保有量达 148 万台，我国保有量为 18.9 万台，全球占比从 2005 年的不足 2% 提升至 12.8%，跃居全球第三。

图 21: 2005-2017 我国工业机器人销量及预测



资料来源：Wind，东兴证券研究所

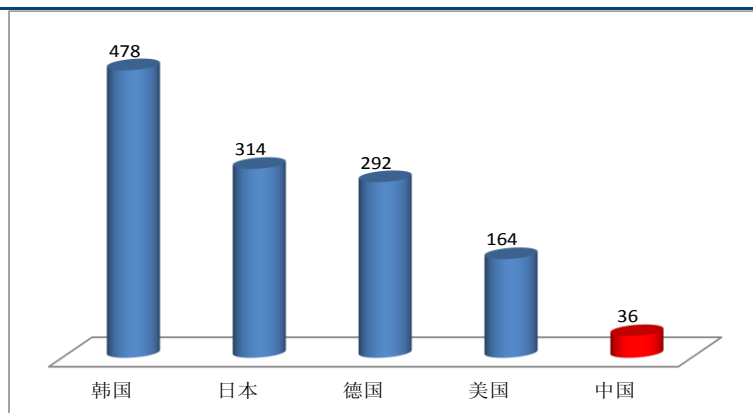
图 22: 2005-2014 全球工业机器人保有量及中国占比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

我国工业机器人密度仍位于底部，未来需求潜力巨大。2014 年全球平均工业机器人密度（每万名工人使用的工业机器人数量）为 66，其中工业发达国家机器人密度普遍超过 200。尽管经过近几年的爆发式增长，我国工业机器人密度已由 5 年前的 11 增加到 2014 年的 36，但与工业发达国家相比仍然差距甚远，仅达到全球平均水平的一半左右。

图 23: 2014 年我国工业机器人密度远低于其他工业机器人大国



资料来源：Wind，东兴证券研究所

我们认为，差距就是机会，对标工业发达国家的工业机器人密度普遍水平 200，我国工业机器人存量仍然存在较当前近 5 倍的增量空间。同时，随着我国人口红利消失和人工成本的不断上涨，预计未来我国工业机器人市场仍将呈现较为强劲的增长势头。

3.1.2 焊接工业机器人应用广泛，是工业机器人产业布局重点

机器人焊接优势显著。相较于人工焊接，机器人焊接适用于很多人工难以替代的恶劣

工作条件，工作质量的稳定性和一致性好，效率也远高于人工操作，优势显著。

焊接工业机器人应用广泛，是工业机器人产业布局重点。据中研网信息显示，目前全世界已有近 100 万台机器人投入使用，其中焊接机器人占全部机器人的 45%以上。目前我国仍以人工焊接作业为主，预计未来几年国内企业对点焊、弧焊机器人的需求量将以每年 30%以上的速度增长。2014 年我国工业机器人销量 5.5 万台，其中焊接机器人占比 26%，位居第二。

3.2 专注焊接工业机器人，有望增厚业绩

公司专注于焊接工业机器人细分领域，市场潜力值得期待。经过前两年的专注研发，至 2015 年底公司已完成样机制造、调试和客户现场试用，逐步形成标准化的焊接机器人产品鹰富士。

图 24:利和兴 LR1400 型工业焊接机器人



资料来源：公开转让说明书，东兴证券研究所

公司凭借在柔性自动化设备领域的深厚积累，技术和基础工艺扎实，因此我们认为公司在工业机器人的本体制造领域也将沿袭这种优势，预计 2016 年将形成实际订单出货，有望继续增厚公司业绩。

我们认为，公司精准定位应用广泛的焊接工业机器人领域，凭借扎实的技术和基础工艺，在样机测试完毕后将在 2016 年逐步形成实际订单的放量，继续增厚公司业绩。

4. 盈利预测与投资评级

4.1 盈利预测

核心假设：

- ◆ **手机柔性自动化设备：**该业务板块是当前公司的主营业务，包含自动化检测设备、自动化组装设备和相关的精密加工件。2015 年公司自动化检测设备营收增长 383%，自动化组装设备从无到有贡献 3813 万营收，精密加工件营收增长 292%。我们认

为未来公司仍将随着深度合作大客户华为的高速增长而保持营收的快速增长, 预计 2016-2018 年自动化检测设备的收入增速分别为 105%、95%和 80%, 自动化组装设备收入增速分别为 150%、100%和 80%, 精密加工件收入增速分别为 120%、100%和 80%。毛利率随着产品规模效应提升均逐年上调 0.25 个百分点。

- ◆ **包装机械:** 包装机械收入原主要来自于给 Nokia (Vietnam) 生产手机自动化包装机, 随着 Nokia 手机业务市场占有率逐渐萎缩, 且其通过前两年的采购, 对包装机的需求逐渐减少, 2015 年公司该项业务量下降至 54.74 万元, 未来该业务亦难有起色, 预计 2016-2018 年每年贡献 50 万元, 毛利率微调至 29%。
- ◆ **焊接工业机器人:** 公司通过前两年对焊接工业机器人的研发投入, 于 2015 年末完成样机试制。随着国内企业对焊接机器人的需求不断增长, 预计 2016-2018 年公司将分别完成 100 台、200 台和 300 台的销售量, 对应业绩 1000 万元、2000 万元和 3000 万元。新三板本体制造企业的普遍毛利率水平约 35%, 因此我们预计公司焊接机器人随着规模效应提升毛利率水平分别为 35%、36%和 36.5%。

基于以上关键假设, 我们预计公司 2016-2018 年主营收入分别为 2.46 亿元、4.85 亿元和 8.67 亿元, 收入增速分别为 131.36%、97.39%和 78.68%。

表 2: 公司主营业务收入预测

主营业务 (万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
自动化检测设备	5,775.02	11838.79	23085.64	41554.16
收入增速	127%	105.0%	95.0%	80.0%
毛利率	4,108.30	8392.42	16307.50	29249.62
自动化组装设备	3,813.37	9533.43	19066.85	34320.33
收入增速		150%	100.0%	80.0%
毛利率	2,656.64	6617.77	13187.87	23652.36
精密加工件	984.78	2166.52	4333.03	7799.46
收入增速	292%	120%	100.0%	80.0%
毛利率	681.10	1493.00	2975.17	5335.82
包装机械	54.74	50.00	50.00	50.00
收入增速	-94%	0%	0.0%	0.0%
毛利率	38.82	35.50	35.50	35.50
焊接工业机器人		1000.00	2000.00	3000.00
收入增速			100.0%	50.0%
毛利率		650.00	1280.00	1905.00
主营业务收入	10,627.91	24,588.73	48,535.52	86,723.94
主营业务成本	7,484.86	17,188.69	33,786.04	60,178.29
收入增速	190.39%	131.36%	97.39%	78.68%
综合毛利率	29.57%	30.10%	30.39%	30.61%

资料来源: 东兴证券研究所补充数据来源 2015 年的数据肯定是公司财报或者招股书

4.2 估值与投资评级

我们预计公司 2016-2018 年净利润分别为 2305 万元、4575 万元、8190 万元，同比增长 131%、98%和 79%，对应每股收益分别为 0.80 元、1.58 元、2.83 元，对应 PE 分别为 15.29 倍、7.70 倍、4.30 倍。

我们采用相对估值法对公司进行估值，以新三板上市公司中电子工业专用自动化设备相关标的为基准，可选取出 6 家做市企业作为对比。

表 3：新三板可比公司估值

股票代码	可比公司	当前股价	EPS (元)				PE			
			2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
833684.OC	联赢激光	13.10	0.78	0.58	0.82	--	16.74	22.71	16.02	16.74
430549.OC	天弘激光	7.38	0.30	--	--	--	24.89	--	--	--
831504.OC	中晟光电	5.05	-0.44	--	--	--	-11.47	--	--	--
831314.OC	深科达	9.50	0.69	0.93	1.26	1.65	13.77	10.26	7.54	5.74
430737.OC	斯达科技	3.90	0.46	--	--	--	8.53	--	--	--

资料来源：东兴证券研究所

根据 wind 数据显示，目前这 6 家做市企业中仅 2 家有未来预测数据，2016 年平均估值为 16.5 倍。综合公司未来三年业绩仍有望凭借与华为的深度合作、新的大客户开发及新布局焊接机器人业务保持高速增长，我们认为给予公司 20 倍估值比较合理，首次覆盖给予“强烈推荐”投资评级，6 个月目标价为 16.00 元。

5. 风险提示

主要客户业绩下行，新客户拓展不达预期。

焊接机器人业务推进不达预期。

表 4: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	39	94	215	402	731	营业收入	37	106	246	485	867
货币资金	0	17	54	86	165	营业成本	25	75	172	338	602
应收账款	15	24	61	120	214	营业税金及附加	0	0	1	2	4
其他应收款	0	1	2	4	8	营业费用	2	2	6	12	22
预付款项	0	1	3	6	12	管理费用	6	16	37	73	130
存货	22	50	94	185	330	财务费用	0	1	0	0	1
其他流动资产	0	0	0	0	0	资产减值损失	0.70	0.64	0.50	0.50	0.50
非流动资产合计	6	8	7	6	5	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	4.23	5.30	4.67	4.04	3.41	营业利润	2	12	29	60	108
无形资产	0	2	2	2	1	营业外收入	0.00	1.23	1.50	1.50	1.50
其他非流动资产	0	0	0	0	0	营业外支出	0.07	0.01	0.10	0.10	0.10
资产总计	44	102	222	409	736	利润总额	2	13	31	61	109
流动负债合计	31	56	105	201	355	所得税	1	2	8	15	27
短期借款	2	5	0	0	0	净利润	2	11	23	46	82
应付账款	22	31	71	139	247	少数股东损益	0	0	0	0	0
预收款项	1	2	6	13	26	归属母公司净利润	2	11	23	46	82
一年内到期的非	0	0	0	0	0	EBITDA	3	15	30	60	110
流动负债合计	1	0	10	60	160	EPS (元)	0.18	1.04	0.80	1.58	2.83
长期借款	1	0	10	60	160	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	32	56	115	261	515	成长能力					
少数股东权益	0	0	0	0	0	营业收入增长	82.64%	190.39%	131.36%	97.39%	78.68%
实收资本(或股	9	13	29	29	29	营业利润增长	151.97%	383.73%	150.99%	103.19%	80.89%
资本公积	1	18	44	44	44	归属于母公司净利	112.87%	98.49%	112.87%	98.49%	79.03%
未分配利润	3	12	30	66	130	获利能力					
归属母公司股东	12	45	107	148	222	毛利率(%)	30.69%	29.57%	30.10%	30.39%	30.61%
负债和所有者权	44	102	222	409	736	净利率(%)	4.36%	10.19%	9.37%	9.43%	9.44%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		11.90%	3.60%	10.66%	10.40%	11.19%	
经营活动现金流	-4	-7	-6	-13	-11	偿债能力					
净利润	2	11	23	46	82	资产负债率(%)	72%	55%	52%	64%	70%
折旧摊销	0.42	2.50	0.00	0.82	0.82	营运能力					
财务费用	0	1	0	0	1	流动资产周转率	1.67	2.05	2.01	2.06	
应收账款减少	0	0	-36	-59	-94	总资产周转率	0.78	1.15	1.08	1.13	
预收帐款增加	0	0	4	7	13	应收账款周转率	1.23	1.46	1.52	1.54	1.51
投资活动现金流	-2	-4	-1	-1	-1	应付账款周转率	4	5	6	5	5
公允价值变动收	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊	0.18	1.04	0.80	1.58	2.83
投资收益	0	0	0	0	0	每股净现金流(最新	-0.20	0.95	1.27	1.10	2.75
筹资活动现金流	4	23	43	45	91	每股净资产(最新摊	1.38	3.47	3.71	5.13	7.68
应付债券增加	0	0	0	0	0	估值比率					
长期借款增加	0	0	10	50	100	P/E	66.85	11.73	15.29	7.70	4.30
普通股增加	1	4	16	0	0	P/B	8.82	3.52	3.29	2.38	1.59
资本公积增加	1	18	25	0	0	EV/EBITDA	36.04	9.90	10.27	5.41	3.17
现金净增加额	-2	12	37	32	79						

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

张高艳

清华大学工业工程硕士，2年制造型企业运营管理咨询经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板、智能制造领域。

岳鹏

中科院机器人学硕士，3年机器人研发及管理经验，2年投资研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板领域。

韩宇

北京航空航天大学通信与信息系统专业学术硕士，并拥有2年市场咨询研究经验。2016年进入东兴证券研究所，关注TMT领域。

洪一

中山大学金融硕士，2年新三板研究经验，2016年加盟东兴证券研究所，关注新三板领域。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。