

三丰智能 (300276)

证券研究报告

2019年09月03日

一枝独秀，资产质量改善；“新颜”隆升，智能装备份额提升

三大投资逻辑：机器换人+格局优化+业务协同扩张

(1) “机器换人”的长期逻辑：源自于制造业的智能化升级的要求和劳动力成本不断提高等压力，随着中国产业整体升级，未来各领域都将逐步推进智能化升级。

(2) 竞争格局优化：外资品牌和二三线集成商的中国市场份额将逐渐萎缩，龙头集中度提升有望在 2017~2020 年完成，对远期盈利可乐观预期。

(3) 新品类扩张与协同效应：三丰智能的输送装备、AGV、立体仓库等有望与鑫燕隆的汽车智能装备业务系统、客户协同，由此开拓市场。

中报业绩高增长，并购鑫燕隆实现了业务强化

2019 年中报发布，公司收入 9.79 亿元、YoY+99%，归母净利润 1.36 亿、YoY+227%，毛利率 28%、较 2018 年提高 2.3 个百分点。收购鑫燕隆后公司的各项经营指标不断优化，除了业绩增长外，毛利率和 ROE 提升明显，人均产值和利润贡献也明显提升。

下游景气度欠佳、新能源车为重要亮点，但竞争格局在优化

目前国内汽车行业销量仍呈下行趋势，但总体上保持在 2,000 万辆乘用车的年销量，因此我们预计未来整体汽车行业整体投资规模不会大幅下滑。而新能源车的投资有望成为新亮点，尤其是当前占比仅 5.6%，未来将大幅提升，由此带来的新车型研发与投资将持续提升。

鑫燕隆自身的竞争力从规模成长、毛利率和客户结构等多方面均表现出领先于同行其他公司，未来有望保持该优势、提高市占率。

盈利预测及投资建议：公司所收购的鑫燕隆体现出强大的行业竞争力和业务提升能力，深度绑定了上汽集团等优秀车企，给公司公司了主要的收入和利润来源。从历史数据和客户渠道来看，我们乐观预测预计公司未来几年规模与盈利能力将持续提升。由于上半年美国市场大幅下滑，我们预测 19~21 年净利润分别为 3.94 亿、4.72 亿、5.64 亿，EPS 为 0.5、0.59 和 0.71 元，“买入”评级，目标价 14.77 元，对应 2020 年 25 倍 PE。

风险提示：中国经济下行压力大，影响制造业整体投资；汽车行业销量仍在下行，或导致行业投资收缩；下游客户集中度较高，议价能力有限。

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	9.66 元
目标价格	14.77 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	795.17
流通 A 股股本(百万股)	363.03
A 股总市值(百万元)	7,681.33
流通 A 股市值(百万元)	3,506.82
每股净资产(元)	4.67
资产负债率(%)	31.56
一年内最高/最低(元)	15.15/7.81

作者

邹润芳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010004
zourunfang@tfzq.com

曾帅 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070006
zengshuai@tfzq.com

朱晔 联系人
zhuye@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务数据和估值	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	625.31	1,791.91	2,743.43	3,009.22	3,611.06
增长率(%)	90.89	186.56	53.10	9.69	20.00
EBITDA(百万元)	88.48	371.36	488.56	562.93	674.50
净利润(百万元)	64.74	235.48	394.32	471.52	563.54
增长率(%)	335.52	263.74	67.45	19.58	19.51
EPS(元/股)	0.08	0.30	0.50	0.59	0.71
市盈率(P/E)	118.65	32.62	19.48	16.29	13.63
市净率(P/B)	3.26	2.19	1.88	1.72	1.57
市销率(P/S)	12.28	4.29	2.80	2.55	2.13
EV/EBITDA	61.89	14.62	12.39	11.57	7.96

资料来源：wind，天风证券研究所



内容目录

1. 打造智制装备龙头，优化经营质量，迎接“机器换人”时代.....	4
2. 汽车智制升级空间巨大，与大客户、与新能源车大潮携手同行.....	8
2.1. 经营质量优化，深度绑定主流车企	8
2.2. 汽车行业规模巨大，新能源车和零部件行业将接力发展自动化	9
2.3. 机器人应用行业竞争激烈，格局在优化	10
3. 核心逻辑总结与估值探讨	13
3.1. 核心投资逻辑小结	13
3.2. 估值对比	13
3.3. 主营产品业绩预测	13
4. 风险提示.....	15

图表目录

图 1：三丰智能的产品覆盖汽车生产多个环节	4
图 2：三丰智能股权结构图	4
图 3：2017 年底并表鑫燕隆后收入和利润快速提升（万元）	4
图 4：2017 年底并表鑫燕隆后盈利能力有所增强	4
图 5：在收购鑫燕隆前后，公司的现金流占比稳定（万元）	5
图 6：周转率方面数据维持稳定	5
图 7：鑫燕隆的焊装生产线成为公司最大的收入来源（万元）	5
图 8：鑫燕隆占公司收入比例接近 80%（万元）	5
图 9：季度数据显示 Q3 和 Q4 的收入占比较高（万元）	5
图 10：人均收入在 2018 年开始快速增长（万元）	6
图 11：人均利润贡献在 2018 年开始快速增长（万元）	6
图 12：三丰与鑫燕隆的经营状况呈现季节性，并购后延续该情况，且盈利能力增强	6
图 13：全球工业机器人销量数据显示，中国市场自 2012 年之后快速增长（台、套）	6
图 14：我国适龄劳动人口占比下滑，老龄问题凸显（单位：亿人）	7
图 15：2000-2017 年我国制造业平均工资 CAGR12.5%（单位：元）	7
图 16：鑫燕隆的收入与利润保持了快速增长（万元）	8
图 17：我国乘用车历年销量（辆、台）	9
图 18：我国乘用车历年产量（辆、台）	9
图 19：汽车制造业固定资产投资完成额（设备工器具购置）（亿元）	9
图 20：2017 年我国汽车制造设备投资构成情况	9
图 21：国内新能源车销量保持增长（辆）	10
图 22：营业收入后来居上、有望保持行业第一（万元）	11
图 23：盈利能力远超同行（万元）	11

表 1: 鑫燕隆前五大客户统计 (万元)	8
表 2: 鑫燕隆业绩承诺及完成情况 (万元)	9
表 3: 上汽集团历年年报中的在建产能 (万元、辆)	10
表 4: 四家被收购标的均完成了当期的业绩承诺 (单位: 万元)	11
表 5: 鑫燕隆收入利润增长情况明显高于其他同行公司 (单位: 万元)	11
表 6: 三丰智能与可比上市公司相关项目营业收入对比 (万元)	12
表 7: 三丰智能与可比上市公司相关项目毛利率对比 s	12
表 8: 估值对比 (元)	13
表 9: 鑫燕隆业绩预测 (万元)	14

1. 打造智制装备龙头，优化经营质量，迎接“机器人”时代

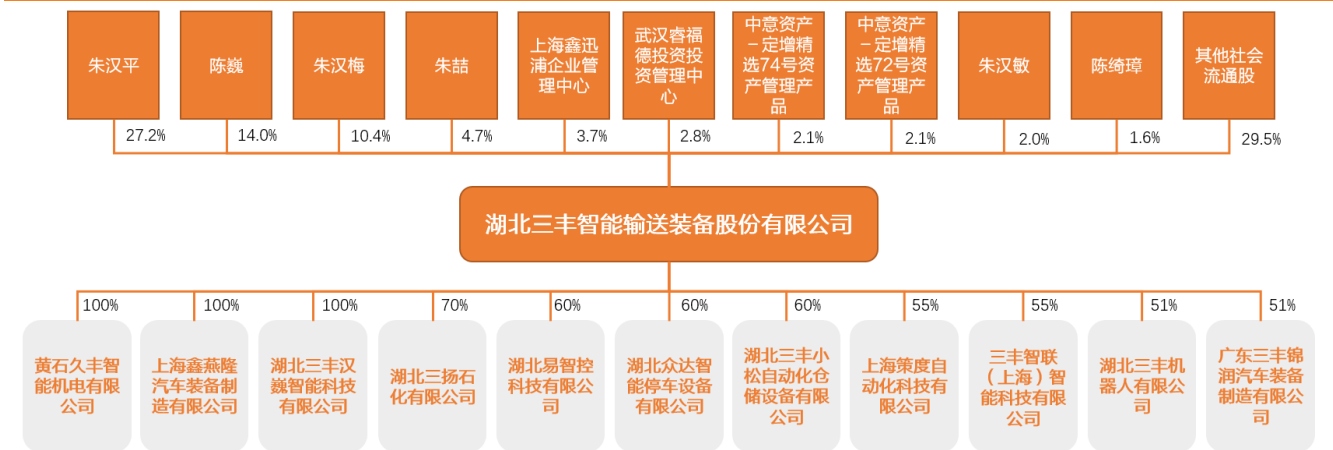
三丰智能成立于 1999 年，产品从早年的各类悬挂输送系统、输送机拓展到 AGV、RGV、升降机、翻转系统、辊子输送机等，尤其是在 2017 年 11 月完成对鑫燕隆的收购后，切入中高端整车制造的白车身智能焊装领域。

图 1：三丰智能的产品覆盖汽车生产多个环节



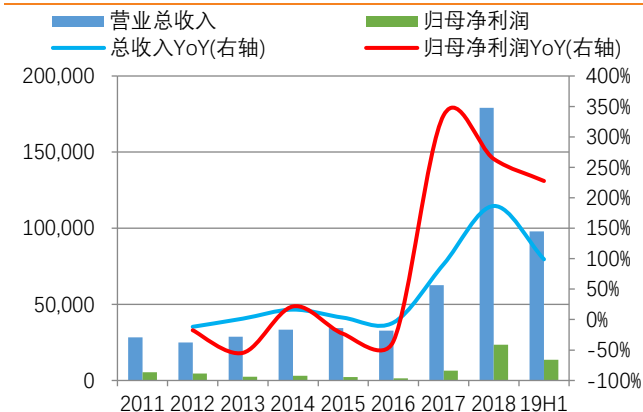
资料来源：公司官网，天风证券研究所

图 2：三丰智能股权结构图



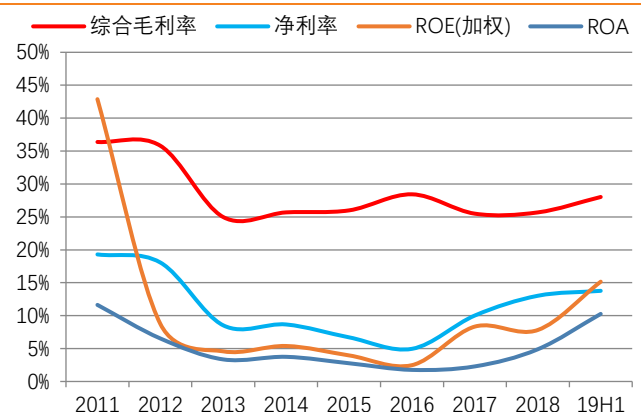
资料来源：公司年报、天风证券研究所

图 3：2017 年底并表鑫燕隆后收入和利润快速提升（万元）



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

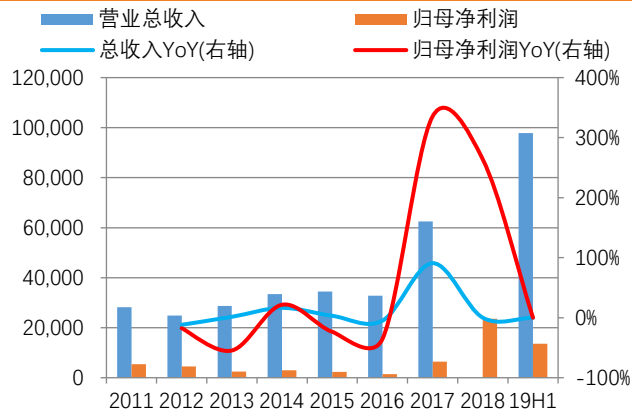
图 4：2017 年底并表鑫燕隆后盈利能力有所增强



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

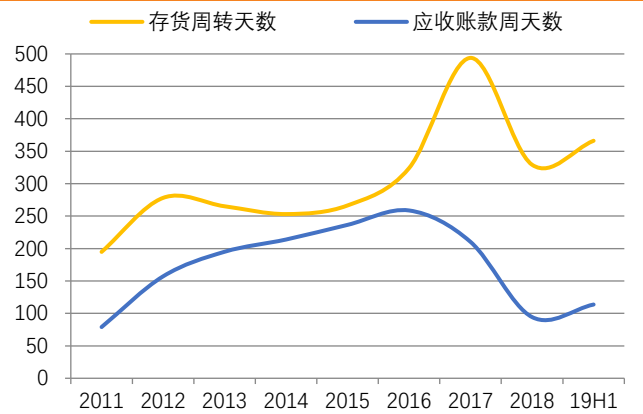
2017 年三丰智能完成对鑫燕隆的收购，其当年 11~12 月的业绩并入上市公司，由此实现当年业绩的快速提升。2018 年鑫燕隆收入占全公司收入的 73%，未来智能焊装生产线将成为三丰智能的最主要的收入和利润来源。由于鑫燕隆与三丰的主要客户都是汽车行业，因此确认收入、收款等周期比较接近，因此呈现了收购前后的季节性波动规律接近。

图 5：在收购鑫燕隆前后，公司的现金流占比稳定（万元）



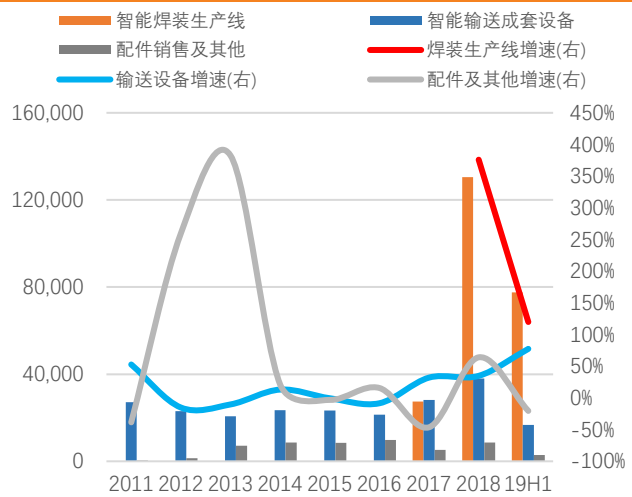
资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 6：周转率方面数据维持稳定



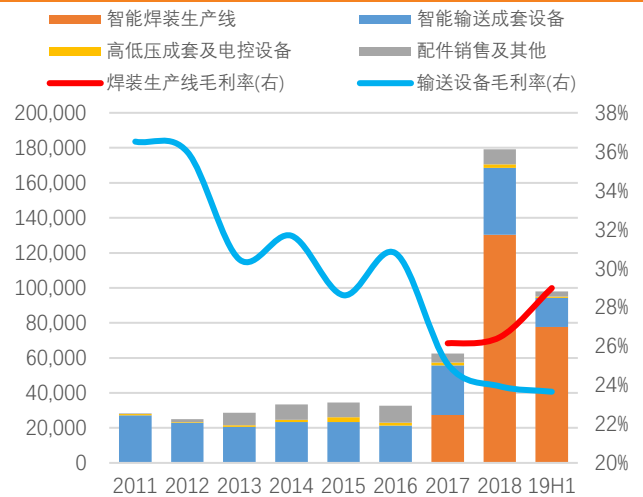
资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 7：鑫燕隆的焊装生产线成为公司最大的收入来源（万元）



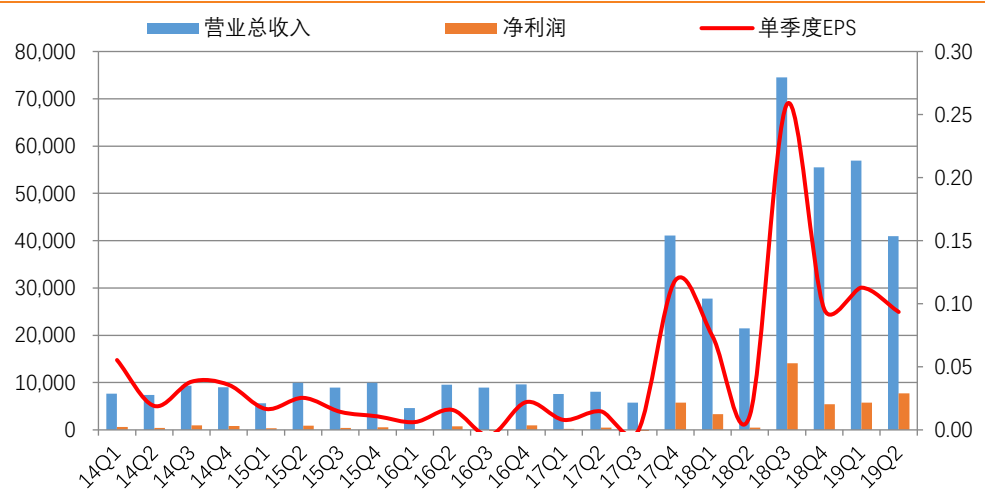
资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 8：鑫燕隆占公司收入比例接近 80%（万元）



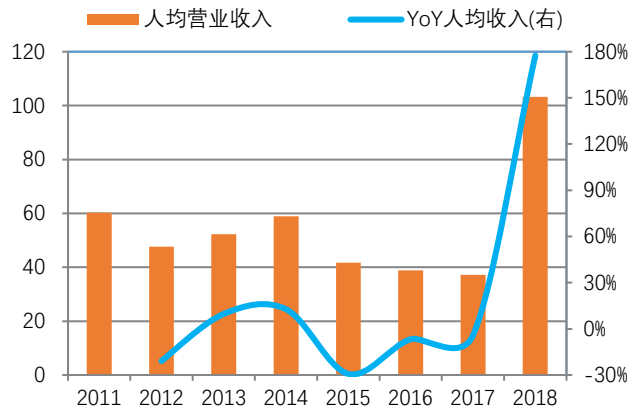
资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 9：季度数据显示 Q3 和 Q4 的收入占比较高（万元）



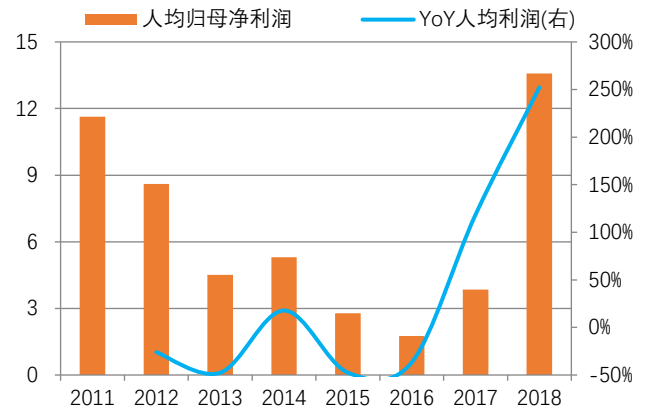
资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 10：人均收入在 2018 年开始快速增长（万元）



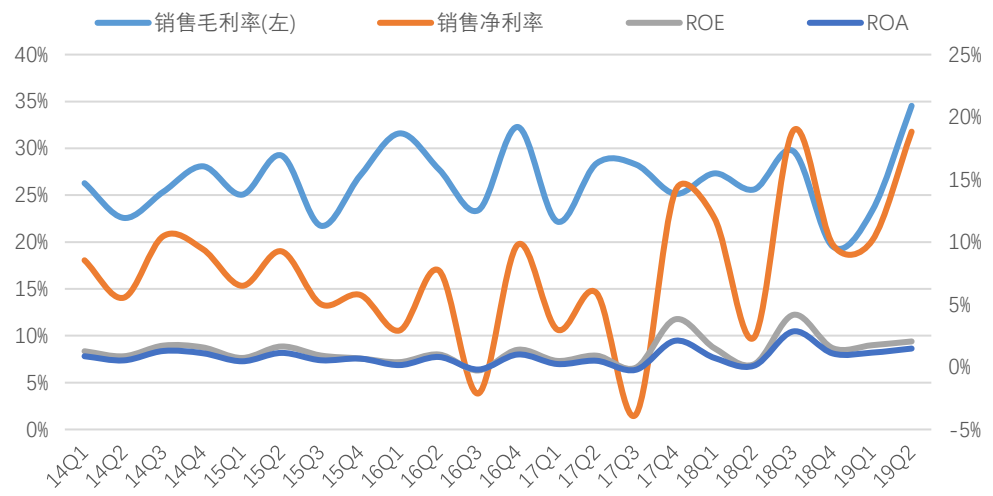
资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

图 11：人均利润贡献在 2018 年开始快速增长（万元）



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

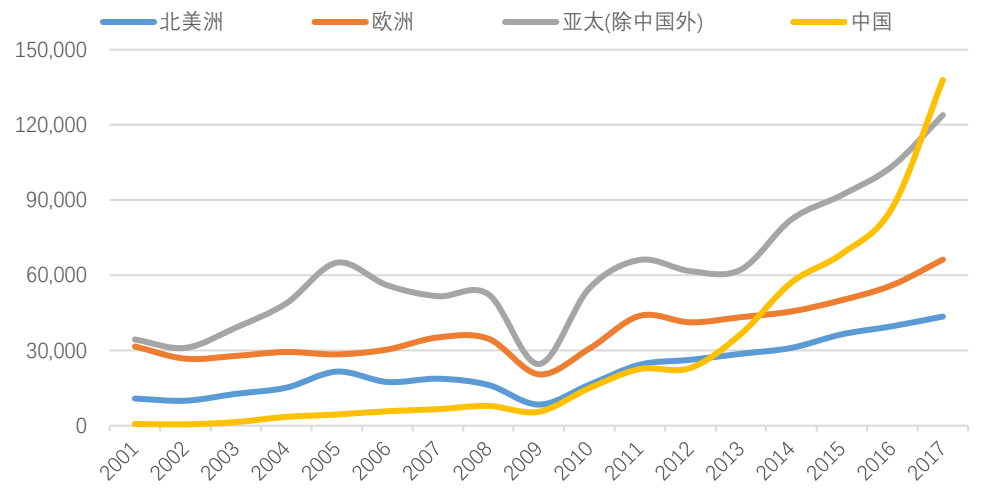
图 12：三丰与鑫燕隆的经营状况呈现季节性，并购后延续该情况，且盈利能力增强



资料来源：公司公告，wind，天风证券研究所

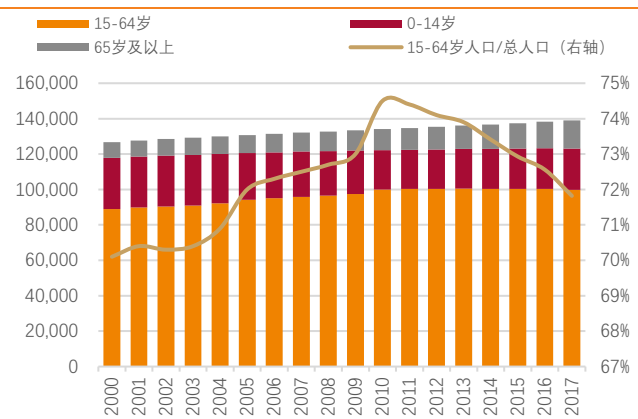
随着我国人口红利的逐渐消失和老龄化的到来，2012 年我国机器人销量开始出现增速拐点，在 2014 年之后超越欧洲确立全球第一大市场的地位。由于人工成本持续增长，未来自动化行业和机器人继承应用行业的发展仍将持续。“机器换人”已经成为制造业企业应对人力成本问题的优先选择。

图 13：全球工业机器人销量数据显示，中国市场自 2012 年之后快速增长（台、套）



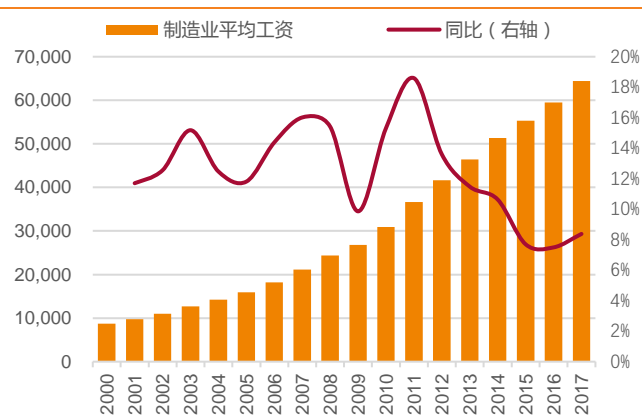
资料来源：IFR，天风证券研究所

图 14：我国适龄劳动人口占比下滑，老龄问题凸显（单位：亿人）



资料来源：国家统计局、Wind、天风证券研究所

图 15：2000-2017 年我国制造业平均工资 CAGR12.5%（单位：元）



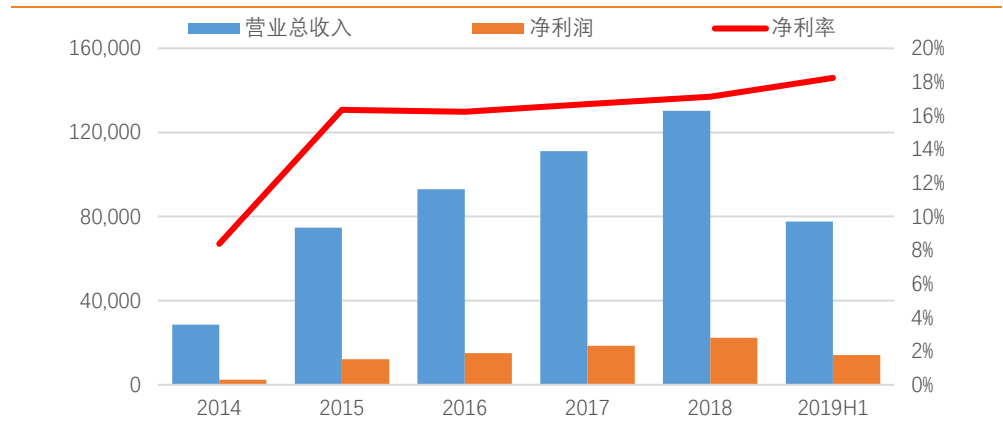
资料来源：国家统计局、Wind、天风证券研究所

2. 汽车智制升级空间巨大，与大客户、与新能源车大潮携手同行

2.1. 经营质量优化，深度绑定主流车企

鑫燕隆成立于 2011 年，核心业务为提供汽车智能焊装生产线系统整体解决方案，已成为细分行业的领军企业。核心/重要客户涵盖了上汽通用、上汽乘用车、上汽大通、上汽大众、南京依维柯、长安标致等一线车企，由此可见鑫燕隆的产品竞争力，同时上汽和通用等优质车企为核心客户也基本能确保回款和现金流处于业内较佳水平。

图 16: 鑫燕隆的收入与利润保持了快速增长 (万元)



资料来源：公司公告、天风证券研究所

备注：鑫燕隆 2017 年营业总收入为估算值，计算方式为：2017 年净利润 / (2016 年度与 2018 年度净利率的均值)

表 1: 鑫燕隆前五大客户统计 (万元)

年度	供应商名称	采购金额	占比
2017 年上半年	上汽通用汽车有限公司	28,109.84	52.44%
	上海汽车集团股份有限公司	24,841.97	46.34%
	上汽通用东岳汽车有限公司	292.2	0.55%
	上海翼锐汽车科技有限公司	185.34	0.35%
	上汽通用(沈阳)北盛汽车有限公司	178	0.33%
	合计	53607.36	100%
2016 年	上汽通用汽车有限公司	52,465.00	56.42%
	上汽通用(沈阳)北盛汽车有限公司	23,412.90	25.18%
	上海汽车集团股份有限公司	12,975.94	13.95%
	上汽大众汽车有限公司	2,922.24	3.14%
	上汽通用东岳汽车有限公司	1,135.73	1.22%
	合计	92911.81	99.95%
2015 年	上汽通用汽车有限公司	34,783.52	46.52%
	上海汽车集团股份有限公司	20,797.09	27.81%
	上汽通用(沈阳)北盛汽车有限公司	14,254.11	19.06%
	上汽通用东岳汽车有限公司	4,350.00	5.82%
	上汽大众汽车有限公司	580	0.78%
	合计	74764.72	99.99%

资料来源：公司公告（并购方案），天风证券研究所

鑫燕隆的主要股东陈巍、陈公岑、鑫迅浦承诺业绩为 2017~2019 年经审计的合并财务报告中扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润分别不低于 18,010 万元、21,760 万元、25,820 万元，其中 2017~2018 年均超额完成。

表 2: 鑫燕隆业绩承诺及完成情况 (万元)

	2017 年	2018 年	2019 年
承诺净利润	18,010	21,760	25,820
实际净利润	18,529	22,302	?
完成比例	102.9%	102.5%	?

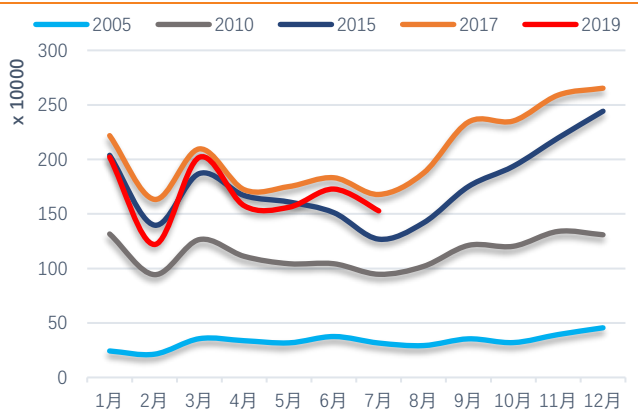
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2.2. 汽车行业规模巨大, 新能源车和零部件行业将接力发展自动化

我国乘用车产销量在 2015 年超过了 2,000 万辆, 并于 2017 年分别达到了高峰 2,483 万辆和 2,474 万辆, 尽管 2018 年和 2019 年上半年均出现产销量下滑, 但总体上年销量有望持续保持 2,000 万辆以上。由此, 我们预计整车制造的装备投入将保持较高水平。

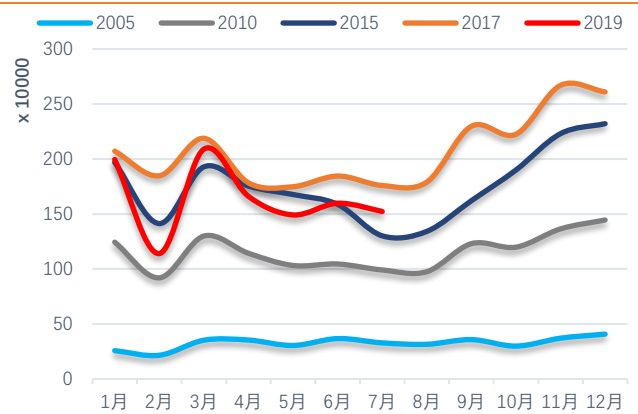
从未来需求的角度看, 汽车零部件行业的自动化增长势头更强。

图 17: 我国乘用车历年销量 (辆、台)



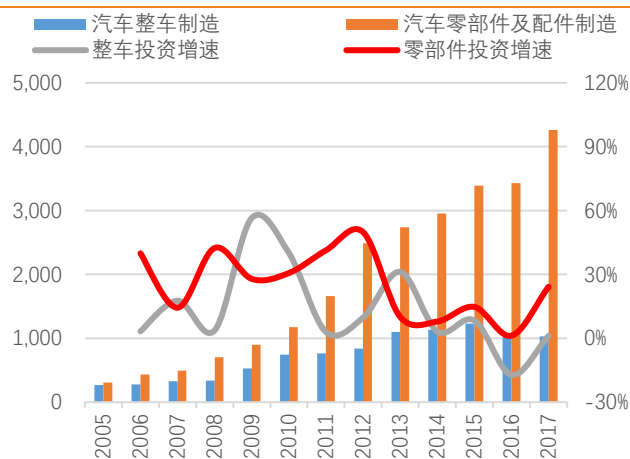
资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

图 18: 我国乘用车历年产量 (辆、台)



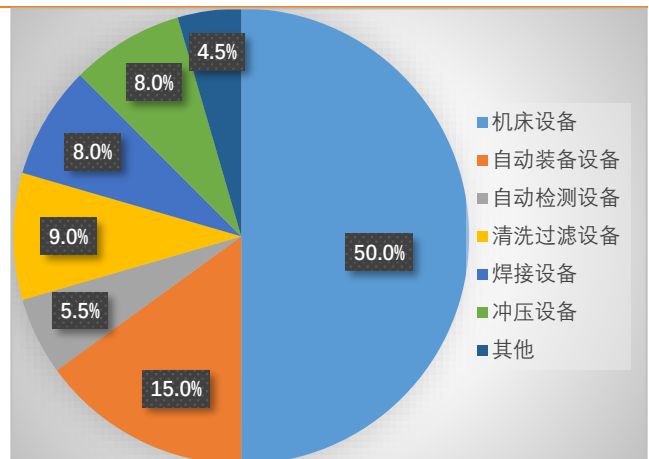
资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

图 19: 汽车制造业固定资产投资完成额 (设备工器具购置) (亿元)



资料来源: 国家统计局, Wind, 天风证券研究所

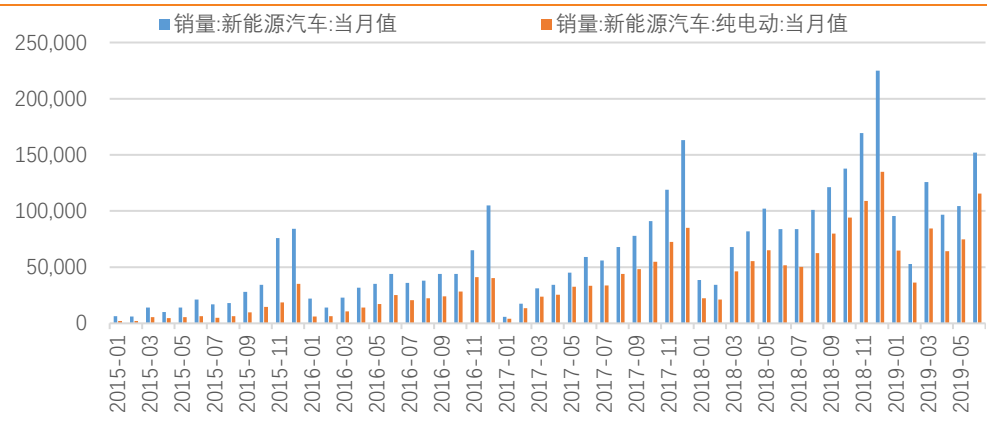
图 20: 2017 年我国汽车制造设备投资构成情况



资料来源: 中国产业信息网, 天风证券研究所

目前我国新能源汽车在汽车总产量中占比约为 5.6% (上半年新能源乘用车 56.3 万辆/乘用车 1012.4 万辆), 未来随着传统汽车制造厂商与造车新势力更多新能源车型的研发和投产, 将进一步带动对上游包括智能焊装设备与智能输送设备的需求。尽管近期有数家“造车新势力”遇到经营困境, 但总体上不影响新能源车的大趋势, 尤其是以上汽、吉利等主流车企有望保持较大力度。

图 21: 国内新能源车销量保持增长 (辆)



资料来源: 中汽协, 天风证券研究所

鑫燕隆的主要客户以上汽集团 (上汽通用、上汽集团、上汽大众等) 为主。上汽集团历年产能投资具有一定的波动, 但总体规模仍保持较高水平, 主要为两方面动力: 一是大型车厂的车型改型、换代的速度较小型车厂更快; 二是新能源车的新车型大量研发和投产将会到来。这些方面都有望成为鑫燕隆长期的订单来源。

表 3: 上汽集团历年年报中的在建产能 (万元、辆)

年报日期	在建产能工厂名称	投资金额	预计投产	预计产能	投资增速
2018 年	上汽大众 MEB 工厂	65,000	2020 年	240,000	-
	上汽集团乘用车郑州基地二期	363,450	2019 年	240,000	-
	上汽集团乘用车宁德基地	426,870	2019 年	240,000	-
	名爵印度工厂	38,602	2019 年	56,000	-
	上汽依维柯红岩商用车有限公司	11,200	2019 年	35,000	-
	合计	905,122	-	811,000	150.6%
2017 年	上汽大众安亭二厂产能提升	97,521	2018 年	240,000	-
	上汽集团乘用车郑州基地一期	126,292	2018 年	120,000	-
	上汽-正大泰国新工厂	103,891	2018 年	40,000	-
	名爵印度工厂	33,464	2019 年	56,000	-
	合计	361,168	-	456,000	-32.9%
2016 年	上汽集团乘用车浦口基地扩建	128,580	2017 年	120,000	-
	上汽大众宁波分公司扩建	89,961	2018 年	240,000	-
	上汽通用武汉北厂扩建	173,658	2017 年	240,000	-
	上汽大通无锡制造基地扩建	38,770	2017 年	124,000	-
	上汽-正大泰国新工厂	2,857	2018 年	40,000	-
	上汽通用五菱印尼工厂	104,300	2017 年	60,000	-
	合计	538,126	-	824,000	-21.5%
2015 年	乘用车公司南京工厂(产能提升)	16,504	2017 年	240,000	-
	上汽大通无锡制造基地(改扩建)	100,031	2017 年	100,000	-
	上汽通用金桥扩能	100,600	2016 年	160,000	-
	上汽通用武汉北厂	68,000	2017 年	240,000	-
	上汽通用五菱宝骏二期	150,000	2016 年	120,000	-
	上汽大众宁波工厂二期	250,462	2017 年	240,000	-
	合计	685,597	-	1,100,000	-

资料来源: 上汽集团历年年报, 天风证券研究所

2.3. 机器人应用行业竞争激烈, 格局在优化

鑫燕隆主要竞争对手包括跨国企业 ABB、KUKA、柯马、爱孚迪等外资品牌集成装备企业, 以及国内的华昌达 (德梅柯)、哈工智能 (天津福臻)、科大智能 (上海冠致)、联明股份、江苏北人、大连奥托、广州北斗、广州明珞、浙江隆昌等。其中四家公司属于重大资产重

组，相应的承诺利润完成情况较为理想，但德梅柯受到公司华昌达大股东的债务问题牵连，未来可能出现经营风险并丢失市场份额(华昌达2019年中报显示德梅柯亏损5,110.9万元，总收入仍同比下降32%、德梅柯收入同比下降61.4%)。

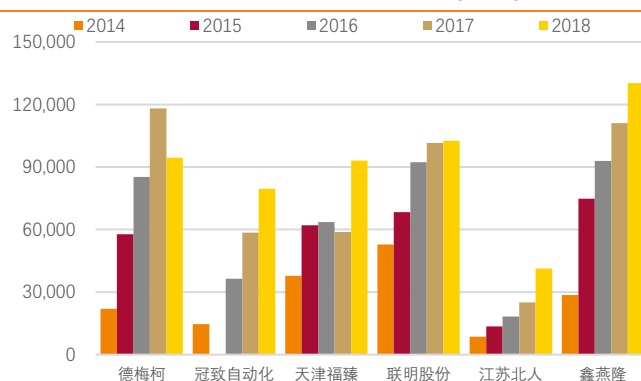
表 4：四家被收购标的均完成了当期的业绩承诺（单位：万元）

公司（至今累积完成率）		2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019H1	2019年
鑫燕隆（102.7%）	承诺利润	-	-	-	18,010	21,760	-	25,820
	实际完成利润	-	-	-	18,529	22,302	14,147	?
德梅柯（108.4%）	承诺利润	5,000	6,500	8,300	-	-	-	-
	实际完成利润	5,660	7,496	8,314	4,813	8,190	-5,111	-
冠致（102.9%）	承诺利润	-	-	5,200	6,500	8,300	-	-
	实际完成利润	-	-	5,272	6,598	8,709	69.7	-
福臻（101.6%）	承诺利润	-	-	4,323	6,052	7,135	-	8,179
	实际完成利润	-	-	4,412	6,173	7,205	3,887	?

资料来源：公司公告、天风证券研究所

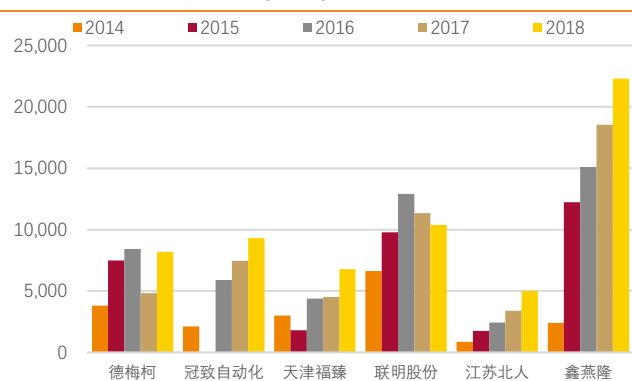
备注：德梅柯和冠致已经完成对赌期业绩。

图 22：营业收入后来居上、有望保持行业第一（万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 23：盈利能力远超同行（万元）



资料来源：Wind，天风证券研究所

表 5：鑫燕隆收入利润增长情况明显高于其他同行业公司（单位：万元）

公司		2014	2015	2016	2017	2018	CAGR
鑫燕隆	营业收入	28,554.0	74,789.3	92,989.7	预计 108,994~115,806	130,296.9	46.2%
	净利润	2,392.4	12,217.3	15,100.2	18,529.1	22,301.7	74.7%
	净利率	8.4%	16.3%	16.2%	预计 16~17%	17.1%	-
德梅柯	营业收入	21,932.4	57,832.9	85,275.1	118,131.3	94,503.3	44.1%
	净利润	3,812.0	7,495.8	8,425.4	4,813.3	8,189.5	21.1%
	净利率	17.4%	13.0%	9.9%	4.1%	8.7%	-
冠致	营业收入	14,648.4	-	36,372.1	58,590.3	79,593.1	52.7%
	净利润	2,111.0	-	5,888.0	7,446.4	9,296.4	44.9%
	净利率	14.4%	-	16.2%	12.7%	11.7%	-
福臻	营业收入	37,820.4	62,115.1	63,594.5	58,891.7	93,063.0	25.2%
	净利润	3,007.9	1,787.2	4,383.3	4,523.2	6,792.6	22.6%
	净利率	8.0%	2.9%	6.9%	7.7%	7.3%	-
联明股份	营业收入	52,783.6	68,363.5	92,257.7	101,550.8	102,550.6	18.1%
	净利润	6,627.7	9,773.3	12,912.8	11,348.8	10,386.0	11.9%
	净利率	12.6%	14.3%	14.0%	11.2%	10.1%	-
江苏北人	营业收入	8,559.7	13,557.2	18,275.9	25,084.2	41,262.5	48.2%
	净利润	864.3	1,756.2	2,428.9	3,378.0	5,013.1	55.2%
	净利率	10.1%	13.0%	13.3%	13.5%	12.1%	-
六家公司合计	营业收入	164,298.5	-	388,764.9	-	541,269.2	34.7%
	净利润	18,815.3	-	49,138.5	-	61,979.3	34.7%
	净利率	11.5%	-	12.6%	-	11.5%	-

资料来源：Wind，天风证券研究所

备注：2017年鑫燕隆净利率为估计值，去2016年和2018年作为测算区间，由此测算收入

鑫燕隆 2014 年 2018 年间经历了其快速发展期，这期间其营业收入和净利润的年均复合增

长率分别达到了 46.2%和 74.7%，明显高于六家公司合计平均值。同时，鑫燕隆的净利率也显著高于其他公司，约为六家公司平均值的 1.5 倍。这表明经过数年的发展，鑫燕隆的产品竞争力、客户渠道以及经营管理效率等方面都有明显超越同行、并巩固优势的能力。

我们再将对照范围扩大至国内主流机器人/自动化集成应用装备公司，鑫燕隆的毛利率水平在同类工业机器人集成/自动化装配等分类中，均处于毛利率较高水平。

表 6：三丰智能与可比上市公司相关项目营业收入对比（万元）

公司	营业收入	2015	2016	2017	2018	2019H1
三丰智能	总收入	34,453.2	32,757.7	62,531.1	179,191.2	97,885.0
	智能焊装生产线	-	-	27,399.8	130,421.3	77,590.8
	智能输送成套设备	23,315.5	21,365.5	28,231.4	38,076.0	16,778.4
华昌达	总收入	174,970.9	226,273.4	296,602.7	272,547.6	81,715.5
	自动化输送智能装配生产线	114,593.0	88,039.4	127,043.4	98,493.7	27,455.8
	工业机器人集成类装备	56,954.9	89,367.4	117,975.9	104,774.4	23,096.4
科大智能	总收入	85,788.6	173,398.5	255,927.6	359,383.1	130,031.3
	智能制造及机器人应用产品	18,670.5	87,566.7	147,017.2	184,855.6	53,279.0
	配用电及轨交电气自动化	21,991.3	58,878.0	73,635.5	124,613.8	52,917.5
哈工智能	总收入	107,516.8	73,417.2	157,164.4	238,260.0	76,594.9
	高端装备制造	-	-	58,891.7	112,312.6	64,798.0
	物流与仓储自动化设备系统	2,904.4	43,939.9	35,621.0	61,907.8	30,680.2
黎明股份	总收入	68,363.5	92,257.7	101,550.8	102,550.6	43,667.3
	车身零部件	52,596.0	67,603.0	75,141.6	72,945.3	33,689.4
	物流服务	12,961.4	13,641.5	16,114.3	20,055.7	9,907.0
江苏北人	总收入	13,557.2	18,275.9	25,084.2	41,262.5	22,648.4
	工业机器人	13,169.0	16,858.7	21,561.0	36,303.0	未公告

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

表 7：三丰智能与可比上市公司相关项目毛利率对比 s

公司	毛利率	2015	2016	2017	2018	2019H1
三丰智能	综合毛利率	26.0%	28.4%	25.5%	25.7%	28.0%
	智能焊装生产线	-	-	26.2%	26.5%	29.0%
	智能输送成套设备	28.6%	30.8%	25.1%	23.9%	23.7%
华昌达	综合毛利率	17.9%	19.6%	17.3%	19.3%	15.5%
	自动化输送智能装配生产线	11.5%	19.5%	16.3%	16.9%	23.1%
	工业机器人集成类装备	31.3%	24.2%	18.9%	21.7%	7.5%
科大智能	综合毛利率	43.8%	38.0%	35.3%	33.4%	38.7%
	智能制造及机器人应用产品	47.8%	38.5%	33.0%	29.9%	37.7%
	配用电及轨交电气自动化	48.8%	35.9%	35.9%	37.0%	39.8%
哈工智能	综合毛利率	19.9%	7.6%	23.4%	32.2%	24.4%
	高端装备制造	-	-	19.8%	20.5%	22.6%
	物流与仓储自动化设备系统	12.2%	7.4%	11.3%	16.7%	14.4%
黎明股份	综合毛利率	26.4%	26.3%	21.0%	20.8%	22.8%
	车身零部件	20.9%	23.3%	14.6%	14.1%	15.7%
	物流服务	51.3%	54.5%	54.5%	48.2%	45.5%
江苏北人	综合毛利率	26.4%	26.2%	25.6%	24.9%	未公告
	工业机器人	0.0%	25.5%	26.1%	24.8%	未公告

资料来源：各公司公告，Wind，天风证券研究所

3. 核心逻辑总结与估值探讨

3.1. 核心投资逻辑小结

(1) “机器换人”的长期逻辑：不管是给予制造业的智能化升级要求，还是迫于劳动力老龄化、成本不断提高的显示压力，机器人行业的长期投资逻辑始终未变。由于汽车行业的规模庞大、标准化程度高，机器人在该领域的应用遥遥领先其他大多数制造业行业，但随着中国产业整体升级的需求，各领域的智能化升级要求都将提高，未来的机器人行业将保持在高基数和持续迭代发展状态，例如汽车零部件、智能物流、立体车库等多领域都将迎来持续增长。

(2) 行业竞争格局往集中度提高方向发展：我们认为，未来智能制造领域除了关注下游的投资景气度外，更重要的变化是市场格局的变化，外资品牌逐渐退出中国市场和二三线集成商份额逐渐萎缩。由此推演，龙头装备企业的集中度有望在 2017~2020 年完成调整，对远期盈利可以报乐观预期。

正如公司的半年报中所描述：国内汽车行业短期内的景气度结构化调整，对于鑫燕隆和大连奥托等实力领先的第一梯队集成商而言，头部客户的订单聚集能力不断增强，短期国内汽车行业处于洗牌期，ABB、柯马等外资市场份额正逐步被国内优秀企业替代，技术与协同实力差的企业也将不断淘汰出局，企业数量大幅降低，鑫燕隆的市占率有望不断提升。

另外，在国产设备技术水平不断提升的背景下，各外资品牌因为成本较高，未来市场份额可能会逐渐降低，最终扮演机器人本体、控制器、PLC 等核心零部件供应商的角色。

(3) 新品类扩张与协同效应：三丰智能的自动化输送系统装备、AGV、立体仓库等智慧物流业务有望与鑫燕隆的汽车智能装备业务系统、客户协同，由此开拓市场。

3.2. 估值对比

对比行业内主要上市公司同行和产业链上下游公司，公司的目前当前估值处于偏低位置。而根据之前的同行对比，鑫燕隆的历史业绩成长性与盈利能力在同行业中均属于较强水平，因此我们认为公司的合理估值有上行空间，尤其是在未来制造业投资景气度回暖后有望迎来加速增长局面。另外，下半年估值切换到明年，也有望给公司带来估值得提升。

因此，基于我们对 2020 年业绩预测 4.7 亿元，目标市盈率为 25 倍 PE，由此得到目标价 14.77 元。

表 8：估值对比（元）

代码	公司名称	收盘价	EPS			PE		
		20190830	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
300024	机器人	14.41	0.29	0.37	0.46	50.03	39.10	31.15
000584	哈工智能	5.98	0.20	0.28	0.37	30.48	21.44	16.37
300222	科大智能	10.86	0.54	0.14		20.06	80.34	
603006	黎明股份	11.07	0.53	0.48		20.93	23.05	
002747	埃斯顿	9.16	0.12	0.17	0.24	75.55	52.86	37.48
300607	拓斯达	38.60	1.30	1.80	2.44	29.62	21.41	15.85
	均值		0.50	0.54	0.88	37.78	39.70	25.21
300276	三丰智能	9.32	0.30	0.50	0.59	31.47	18.79	15.72

资料来源：Wind 一致预测，天风证券研究所

3.3. 主营产品业绩预测

表 9：鑫燕隆业绩预测（万元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
综合收入	34,453.2	32,757.7	62,531.1	179,191.2	274,343.2	300,922.1
YOY	3.17%	-4.92%	90.89%	186.56%	53.1%	9.69%
智能焊装生产线			27,399.8	130,421.3	208,674.1	229,541.6
YOY				375.99%	60.0%	10.0%
智能输送成套设备	23,315.5	21,365.5	28,231.4	38,076.0	57,114.0	62,825.4
YOY	-0.48%	-8.36%	32.14%	34.87%	50.0%	10.0%
高低压成套及电控设备	2,718.9	1,653.0	1,667.6	2,105.7	1,684.6	1,684.6
YOY	112.12%	-39.21%	0.89%	26.27%	-20.0%	0.0%
配件销售及其他	8,418.8	9,739.3	5,232.4	8,588.1	6,870.5	6,870.5
YOY	-3.06%	15.69%	-46.28%	64.13%	-20.0%	0.0%

资料来源：Wind，天风证券研究所

4. 风险提示

- (1) 宏观因素:2018 年一度出现全行业“去杠杆”,对许多行业的实体企业有所冲击,尽管近期该政策没有严格执行,但总体方向上仍是鼓励企业控制盲目扩张、追求经营性现金流和价格的稳定,由此将对制造业整体投资情绪产生影响。另一方面,尽管未来可能出现降息降准等政策,但对于公司主流客户并没有太根本性影响。
- (2) 下游投资景气度下行:由于下游乘用车的行业销售数据自 2018 年下半年以来持续下行,且在国五升国六的过程中大量车企打折促销清库存,由此导致行业利润下行明显,未来资本开始或将受到影响。
- (3) 行业竞争加剧:三丰智能的智能输送设备业务所属行业的集中度较低,未来可能面临着行业竞争格局加剧的风险;鑫燕隆面临国内外装备同行竞争。整体毛利率面临下行压力。
- (4) 客户集中度过高:鑫燕隆下游客户集中度较高,主要为国内头部车企,因此在议价能力和回款周期方面鑫燕隆话语权较弱,未来可能面临毛利率和现金流方面的压力。
- (5) 商誉:三丰智能对鑫燕隆的收购产生了约 20 亿元的商誉,若鑫燕隆后续的发展无法支撑其业绩预期,则存在商誉减值的风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	137.54	269.26	1,636.02	1,177.41	2,315.82
应收票据及应收账款	556.87	535.10	1,136.72	697.07	1,503.48
预付账款	49.90	111.67	128.24	131.37	180.14
存货	1,058.85	1,376.67	2,239.87	1,673.55	3,022.19
其他	43.21	108.30	112.25	86.94	153.43
流动资产合计	1,846.36	2,401.00	5,253.11	3,766.33	7,175.06
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	281.64	265.89	265.20	266.05	267.42
在建工程	16.79	15.25	21.15	24.69	26.81
无形资产	263.50	249.00	233.09	217.19	201.29
其他	2,090.71	2,100.53	2,095.01	2,095.41	2,096.98
非流动资产合计	2,652.64	2,630.66	2,614.45	2,603.34	2,592.50
资产总计	4,499.00	5,031.67	7,867.56	6,369.68	9,767.56
短期借款	25.00	45.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	561.99	605.99	1,128.36	748.36	1,503.52
其他	1,457.41	764.53	2,563.10	1,060.13	3,277.77
流动负债合计	2,044.40	1,415.51	3,691.46	1,808.49	4,781.29
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	65.66	69.49	61.23	65.46	65.39
非流动负债合计	65.66	69.49	61.23	65.46	65.39
负债合计	2,110.06	1,485.01	3,752.69	1,873.95	4,846.68
少数股东权益	31.75	33.05	38.76	34.44	33.66
股本	476.95	548.00	795.17	795.17	795.17
资本公积	1,630.81	2,480.69	2,480.69	2,480.69	2,480.69
留存收益	1,880.24	2,965.61	3,280.94	3,666.12	4,092.06
其他	(1,630.81)	(2,480.70)	(2,480.69)	(2,480.69)	(2,480.69)
股东权益合计	2,388.94	3,546.66	4,114.87	4,495.73	4,920.88
负债和股东权益总	4,499.00	5,031.67	7,867.56	6,369.68	9,767.56

现金流量表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	62.68	233.33	394.32	471.52	563.54
折旧摊销	26.36	50.93	30.69	31.51	32.41
财务费用	1.49	2.56	(6.62)	(12.21)	(15.17)
投资损失	(0.28)	(1.60)	(1.60)	(1.60)	(1.60)
营运资金变动	(36.19)	(171.65)	838.65	(854.85)	701.50
其它	(20.14)	71.81	11.51	(8.18)	(0.14)
经营活动现金流	33.92	185.38	1,266.94	(373.81)	1,280.53
资本支出	2,323.51	15.29	28.27	15.77	20.07
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(2,291.71)	(1,010.77)	(58.27)	(26.43)	(39.75)
投资活动现金流	31.80	(995.48)	(30.00)	(10.66)	(19.69)
债权融资	25.00	45.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	1,690.43	918.29	253.80	12.21	15.17
其他	(1,723.75)	(32.96)	(123.99)	(86.35)	(137.60)
筹资活动现金流	(8.32)	930.32	129.81	(74.14)	(122.43)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	57.40	120.22	1,366.76	(458.61)	1,138.41

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	625.31	1,791.91	2,743.43	3,009.22	3,611.06
营业成本	465.92	1,331.69	1,977.46	2,139.79	2,567.54
营业税金及附加	6.04	13.24	20.58	15.05	18.06
营业费用	21.35	34.27	54.87	60.18	72.22
管理费用	70.57	86.10	123.45	135.41	162.50
研发费用	27.64	71.38	109.74	120.37	144.44
财务费用	1.65	2.65	(6.62)	(12.21)	(15.17)
资产减值损失	(0.42)	7.77	6.88	4.74	6.46
公允价值变动收益	0.00	0.00	5.80	(3.87)	0.64
投资净收益	0.28	1.60	1.60	1.60	1.60
其他	(34.83)	(21.42)	(14.81)	4.53	(4.50)
营业利润	67.09	264.61	464.49	543.63	657.26
营业外收入	10.57	2.64	6.78	6.66	5.36
营业外支出	0.88	0.38	0.64	0.63	0.55
利润总额	76.79	266.87	470.62	549.66	662.06
所得税	14.10	33.54	70.59	82.45	99.31
净利润	62.68	233.33	400.03	467.21	562.75
少数股东损益	(2.05)	(2.15)	5.71	(4.32)	(0.79)
归属于母公司净利润	64.74	235.48	394.32	471.52	563.54
每股收益(元)	0.08	0.30	0.50	0.59	0.71

主要财务比率	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	90.89%	186.56%	53.10%	9.69%	20.00%
营业利润	634.25%	294.41%	75.54%	17.04%	20.90%
归属于母公司净利润	335.52%	263.74%	67.45%	19.58%	19.51%
获利能力					
毛利率	25.49%	25.68%	27.92%	28.89%	28.90%
净利率	10.35%	13.14%	14.37%	15.67%	15.61%
ROE	2.75%	6.70%	9.67%	10.57%	11.53%
ROIC	10.15%	10.35%	11.82%	18.44%	16.57%
偿债能力					
资产负债率	46.90%	29.51%	47.70%	29.42%	49.62%
净负债率	-4.71%	-6.32%	-39.76%	-26.19%	-47.06%
流动比率	0.90	1.70	1.42	2.08	1.50
速动比率	0.39	0.72	0.82	1.16	0.87
营运能力					
应收账款周转率	1.48	3.28	3.28	3.28	3.28
存货周转率	0.98	1.47	1.52	1.54	1.54
总资产周转率	0.23	0.38	0.43	0.42	0.45
每股指标(元)					
每股收益	0.08	0.30	0.50	0.59	0.71
每股经营现金流	0.04	0.23	1.59	-0.47	1.61
每股净资产	2.96	4.42	5.13	5.61	6.15
估值比率					
市盈率	118.65	32.62	19.48	16.29	13.63
市净率	3.26	2.19	1.88	1.72	1.57
EV/EBITDA	61.89	14.62	12.39	11.57	7.96
EV/EBIT	88.15	16.95	13.22	12.26	8.37

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com