

投资评级 优于大市 首次覆盖

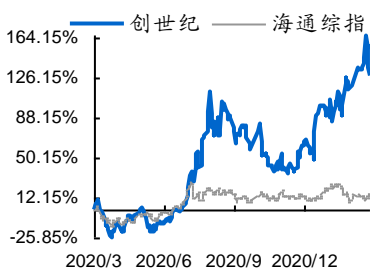
轻装上阵做大做强主业，大赛道中进入快车道

股票数据

03月25日收盘价(元)	13.12
52周股价波动(元)	4.36-15.94
总股本/流通A股(百万股)	1526/1308
总市值/流通市值(百万元)	20021/17161

相关研究

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	6.0	13.7	46.9
相对涨幅(%)	10.0	15.7	43.0

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 余炜超

Tel: (021) 23219816

Email: swc11480@htsec.com

证书: S0850517010001

分析师: 吉晟

Tel: (021) 23154653

Email: js12801@htsec.com

证书: S0850520070001

投资要点:

- **我国是全球第二CNC生产国，高端CNC国产化率低。**汽车、机械、3C、军工是CNC下游最主要的应用领域；我国已经成为全球第二CNC生产国，2019年规模占比达到31.5%。我国低端机床国产化率超过80%，高端CNC国产化率仅为6%。
- **三大需求推动本轮CNC需求爆发，国内龙头最受益。**1) **需求一：主要需求**我国5G手机月销量快速增加，金属中框、陶瓷/玻璃后盖加工有望带来CNC需求；**增量需求：**5G基站建设有望爆发，金属滤波器、散热片带来CNC增量需求；**市场空间：**预计5G手机销售/基站建设有望带来未来3年790/60亿量级钻攻机市场。2) **需求二：**金属切削机床产量周期约为6-7年，主要下游持续回暖有望加速机床进入新一轮更新上升周期。3) **需求三：**国内厂商承接苹果订单催生CNC新机需求，加工要求高提高CNC厂商准入门槛。4) **竞争格局：**国内CNC企业占据中低端市场，跟随国产手机品牌、国内代工厂一起成长；国内CNC公司收入占比仍非常低，龙头创世纪2019年仅为2.37%。
- **创世纪：边际快速改善，大赛道中进入快车道。**1) **基本情况：**劲胜智能2015年收购创世纪，2020年剥离结构件业务后专注数控机床业务。2) **积极变化：****变化一：**2020年底公司已经彻底剥离结构件业务，理顺治理结构；**变化二：**公司董事长独家认购定增成为大股东、实际控制人，理顺公司股权结构、打开融资通道；**变化三：**股权激励绑定核心人员、制定业绩目标，推动公司快速发展；**变化四：**国家制造业转型升级基金入股深圳创世纪，为公司及深圳创世纪提供强大背书。3) **3C领域：****苹果系：**跟随国内客户切入苹果系、突破台资客户是未来看点，引领CNC进口替代和集中度提升的趋势；**安卓系：**2021年安卓系5G手机有望加速渗透，公司在加工领域优势稳固；**置换市场：**公司率先切入，2020上半年公司5G系列产品销量占比已经达到43.50%。4) **通用领域：**围绕小型立式加工中心，分销代理为主、销售策略灵活，打通渠道、建立品牌，未来发展潜力巨大。
- **盈利预测。**预计公司2021/2022/2023年实现归母净利润分别为-6.08/5.85/8.73亿元，EPS分别为-0.40/0.38/0.57元/股，可比公司2021年PE为32倍。我们认为，公司作为3C领域CNC行业龙头、竞争力强，未来有望持续直接受益5G带来的3C行业的快速发展，另外通用领域业有望快速突破，业绩有望快速增长，因此给予公司2021年35-40倍PE，合理价值区间为13.30-15.20元/股，给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**中美贸易摩擦，3C行业发展不及预期，新产品拓展不及预期，通用领域客户拓展不及预期。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5507	5439	3180	3911	5377
(+/-)YoY(%)	-14.3%	-1.2%	-41.5%	23.0%	37.5%
净利润(百万元)	-2866	13	-608	585	873
(+/-)YoY(%)	-721.9%	100.4%	-4938.4%	196.1%	49.4%
全面摊薄EPS(元)	-1.88	0.01	-0.40	0.38	0.57
毛利率(%)	12.5%	11.7%	30.2%	30.3%	30.2%
净资产收益率(%)	-104.8%	0.5%	-28.3%	19.4%	23.5%

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

目 录

1. 我国是全球第二 CNC 生产国，高端 CNC 国产化率低	6
2. 三大需求推动本轮 CNC 需求爆发，国内龙头最受益	7
2.1 需求一：5G 手机换机、基站建设带来金属结构件加工需求，预计未来 3 年合计 850 亿量级 CNC 市场空间	7
2.1.1 主要需求：我国 5G 手机月销量快速增加，金属中框、陶瓷/玻璃后盖加工有望带来 CNC 需求	7
2.1.2 增量需求：5G 基站建设有望爆发，金属滤波器、散热片带来 CNC 增量需求	9
2.1.3 市场空间：预计 5G 手机销售/基站建设有望带来未来 3 年 790/60 亿量级钻攻机市场	10
2.2 需求二：金属切削机床产量周期约为 6-7 年，主要下游持续回暖有望加速机床进入新一轮更新上升周期	12
2.3 需求三：国内厂商承接苹果订单催生 CNC 新机需求，加工要求高提高 CNC 厂商准入门槛	15
2.4 竞争格局：国内 CNC 企业占据中低端市场，跟随国产手机品牌、国内代工厂一起成长	16
3. 创世纪：边际快速改善，大赛道中进入快车道	18
3.1 基本情况：劲胜智能 2015 年收购创世纪，2020 年剥离结构件业务后专注数控机床业务	18
3.2 积极变化：结构件业务出清，公司有望迎来高速发展期	19
3.2.1 变化一：结构件业务彻底出清，轻装上阵做强做大核心主业	19
3.2.2 变化二：定增理顺股权结构，打开股权融资通道	20
3.2.3 变化三：股权激励绑定核心人员、制定业绩目标，推动公司快速发展	21
3.2.4 变化四：国家制造业转型升级基金入股深圳创世纪，为公司及深圳创世纪提供强大背书	21
3.3 3C 领域：小 3C 向大 3C 转变，国内客户和台资客户齐发力，率先切入 5G 置换市场	22
3.3.1 苹果系：跟随国内客户切入苹果系、突破台资客户是未来看点，引领 CNC 进口替代和集中度提升的趋势	22
3.3.2 安卓系：2021 年安卓系 5G 手机有望加速渗透，公司在加工领域优势稳固	24
3.3.3 置换市场：率先切入 5G 置换市场	24
3.4 通用领域：销售政策灵活、打通渠道、建立品牌，未来发展空间巨大	25
4. 盈利预测和估值	26
4.1 关键假设表	26
4.2 盈利预测和估值	27

5. 风险提示	28
财务报表分析和预测	29

图目录

图 1	汽车是 CNC 下游最主要的应用（单位：%）.....	6
图 2	我国 CNC 市场规模呈增长趋势.....	6
图 3	2019 年全球主要国家 CNC 产业规模占比（单位：%）.....	6
图 4	2018 年我国高端机床国产化率不足 10%.....	7
图 5	全球智能手机出货量维持在 13 亿部/年体量.....	8
图 6	2021 年 1 月我国 5G 手机当月出货量快速增长.....	8
图 7	中国报告网对中国 5G 基站数量的预测.....	9
图 8	预计 2023 年 5G 基站数量有望达到 500 万个.....	9
图 9	1998 年以来我国金属切削机床产量周期约为 6-7 年.....	13
图 10	2007 年以来我国数控金属切削机床产量周期约为 3-4 年.....	13
图 11	2020 年 4 月后金属切削机床当月产量同比快速增长.....	13
图 12	2020 年金属成形机床当月产量同比总体稳定.....	13
图 13	2020 年 4 月以来我国汽车当月销量同比保持正增长.....	14
图 14	2021 年 2 月汽车制造业 FAI 快速提高.....	14
图 15	2021 年 1 月我国手机出货量环比提升.....	14
图 16	2021 年 2 月我国 3C 行业 FAI 累计同比快速提高.....	14
图 17	2020 年 4 月以来我国 PMI 始终在荣枯线上方.....	14
图 18	我国制造业固定投资额累计同比快速提高.....	14
图 19	立讯精密消费性电子业务 2015-2019 年 CAGR 为 85.23%.....	15
图 20	国内 CNC 龙头与“非苹果系”结构件加工厂合作紧密.....	17
图 21	精密结构件业务收入占比超过 60%.....	20
图 22	2018 年以来精密结构件毛利率为负.....	20
图 23	中国大陆供应商在苹果中占比不断提高.....	23
图 24	2020 年底部分安卓手机出货量仍处于低位.....	24
图 25	2020 年底华为应用市场月活跃用户数跳升.....	24
图 26	未来我国 CNC 市场规模预测.....	26
图 27	公司立式加工中心系列产品示例.....	26
图 28	公司龙门加工中心系列产品示例.....	26

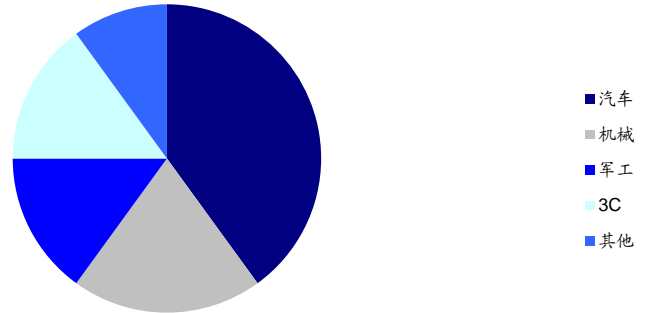
表目录

表 1	已上市 5G 手机整理（截止 2020 年 4 月）	7
表 2	不同手机壳材料优缺点及价格对比	8
表 3	铝合金和不锈钢性能对比	8
表 4	三大运营商 5G 基站建设	9
表 5	5G 单站功耗是 4G 单站的 2.5-3.5 倍	10
表 6	5G 手机带来的钻攻机市场空间测算	11
表 7	5G 手机带来的玻璃精雕机市场空间测算	11
表 8	5G 基站带来的 CNC 市场空间测算	12
表 9	CNC 加工手机金属中框步骤	16
表 10	国内 CNC 企业占据中低端市场	16
表 11	国内 CNC 公司收入占比仍非常低	17
表 12	公司发展历程	18
表 13	公司主要产品	19
表 14	拟处置精密结构件业务相关资产的具体明细	20
表 15	截止 2020 年 9 月 30 日公司前十大股东情况	21
表 16	股权激励分配情况	21
表 17	股权激励各年度业绩考核目标	21
表 18	本次国家制造业基金投资深圳创世纪完成后，深圳创世纪股权结构	22
表 19	公司与海外龙头钻攻机产品数据对比	23
表 20	国内代工厂不断收购台资、美资企业	24
表 21	2020 上半年公司 5G 系列产品销量占比已经达到 43.50%	25
表 22	部分行业主要 CNC 类型	25
表 23	关键假设表	27
表 24	可比公司估值（2021.3.25）	27

1. 我国是全球第二 CNC 生产国，高端 CNC 国产化率低

汽车是 CNC 下游最主要的应用领域，3C 占比约为 15%。根据立鼎产业研究网，CNC 下游应用领域较为广泛，其中 2018 年汽车是最主要的应用领域，占比约 40%，通用制造业（机械）/3C 行业占比约为 20%/15%。

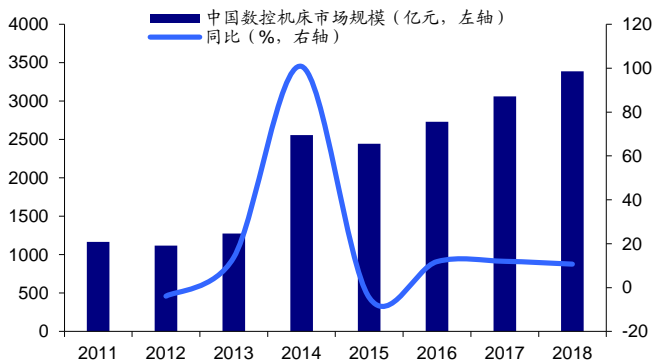
图1 汽车是 CNC 下游最主要的应用（单位：%）



资料来源：立鼎产业研究网，海通证券研究所

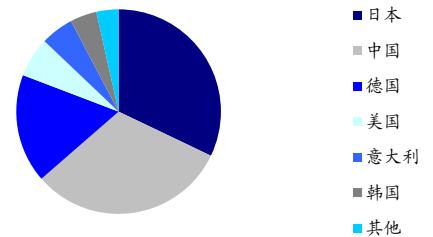
我国 CNC 市场规模呈增长趋势，已成为全球第二 CNC 生产国。我国 CNC 市场规模自 2011 年以来呈现增长趋势，2018 年为 3388.9 亿元，同比+10.7%，2011-2018 年 CAGR 为 16.5%。另外，我国已经成为全球第二 CNC 生产国，2019 年规模占比达到 31.5%。

图2 我国 CNC 市场规模呈增长趋势



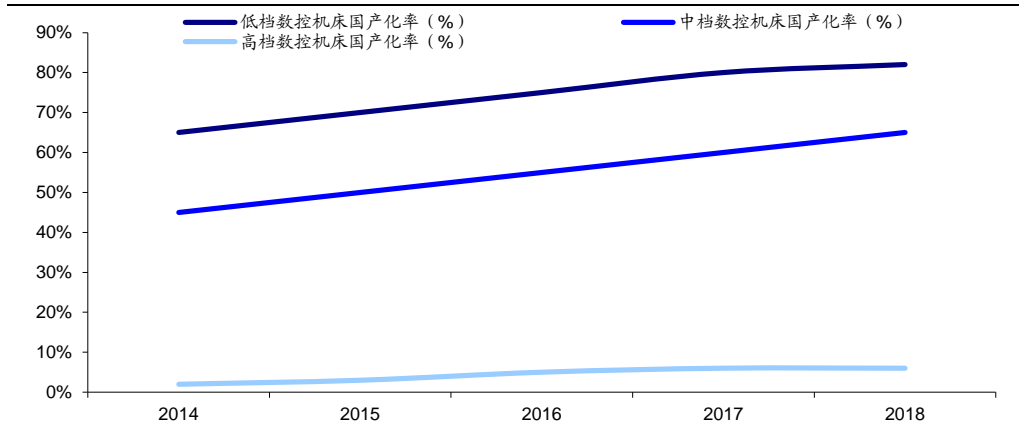
资料来源：智研咨询微信公众号，海通证券研究所

图3 2019 年全球主要国家 CNC 产业规模占比（单位：%）



资料来源：新工具商情微信公众号，海通证券研究所

2018 年低端机床国产化率超过 80%，高端 CNC 国产化率仅为 6%。我国中低端机床国产化率不断提升，但高端机床国产化率仍很低，根据前瞻产业研究院，2018 年我国低/中/高端机床国产化率分别为 82%/65%/6%。

图4 2018年我国高端机床国产化率不足10%


资料来源：前瞻产业研究院，海通证券研究所

2. 三大需求推动本轮 CNC 需求爆发，国内龙头最受益

我们认为，未来3年CNC需求主要来自：1) 5G基站金属滤波器、散热器等结构件带来的加工需求，以及5G手机换机潮带来的金属中框、玻璃后盖（玻璃精雕机）的加工需求；2) 上一轮景气周期采购机台的更新需求；3) 苹果转单带来的代工厂和加工设备进口替代的需求。

2.1 需求一：5G手机换机、基站建设带来金属结构件加工需求，预计未来3年合计850亿量级CNC市场空间

2.1.1 主要需求：我国5G手机月销量快速增加，金属中框、陶瓷/玻璃后盖加工有望带来CNC需求

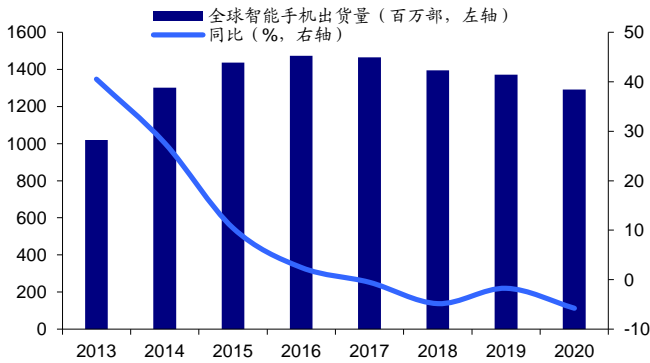
2020年5G手机快速上市。根据ICT大爆炸微信公众号的整理，截止2020年4月，已上市5G手机超过18款，其中2020年后上市的超过11款。

表1 已上市5G手机整理（截止2020年4月）

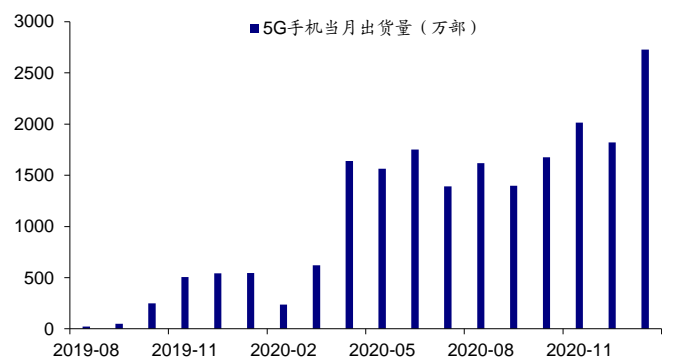
序号	品牌型号	芯片	上市时间
1	华为荣耀30S	华为麒麟820	2020年4月
2	vivio NEX 3S	高通骁龙865	2020年3月
3	Redmi K30	高通骁龙765G	2020年3月
4	Redmi K30 Pro	高通骁龙865	2020年3月
5	三星Galaxy S20	高通骁龙865	2020年3月
6	Realme X50	高通骁龙765G	2020年3月
7	OPPO Find X2	高通骁龙865	2020年3月
8	努比亚红魔5G	高通骁龙865	2020年3月
9	小米10	高通骁龙865	2020年2月
10	vivo Z6	高通骁龙765G	2020年2月
11	iQOO 3	高通骁龙865	2020年2月
12	华为nova6	华为麒麟990	2019年12月
13	vivo X30	三星E980	2019年12月
14	荣耀V30	华为麒麟990	2019年11月
15	三星W20折叠屏	高通骁龙855+	2019年11月
16	华为Mate30	华为麒麟990	2019年11月
17	三星Galaxy A90	高通骁龙855	2019年10月
18	iQOO Pro5G	高通骁龙855	2019年8月

资料来源: ICT 大爆炸微信公众号, 海通证券研究所

2021年1月我国5G手机出货量快速增长,全球智能手机出货量维持高位。2020年4月以来,我国5G手机出货量快速增加,2020年我国5G手机出货量维持高位,2021年1月我国5G手机出货量达到2727.80万部,同比/环比分别+399.14%/+49.88%。根据Wind的数据,自2015年以来,全球智能手机出货量维持在13亿部/年的体量,尽管受到疫情影响,2020年全球智能手机出货量仍达到12.92亿部。

图5 全球智能手机出货量维持在13亿部/年体量


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图6 2021年1月我国5G手机当月出货量快速增长


资料来源: Wind, 海通证券研究所

金属中框+陶瓷/玻璃后盖或成为5G手机主流。根据金智创新微信公众号,5G信号传输距离短,这对手机外壳的信号传输能力要求更高。5G毫米波频段信号对金属材料很敏感,金属后盖会直接屏蔽信号,导致金属材质的手机背板将逐渐被淘汰,未来取而代之的有望是纳米氧化锆陶瓷、3D玻璃+金属框、PC/PMMA复合材料。另外,未来的5G手机会朝着大屏和轻薄的发展方向,但是目前的普通铝合金强度较低,无法满足要求,强度更高的7系铝合金和不锈钢有望发展成为主流的手机中框。

表2 不同手机壳材料优缺点及价格对比

手机壳材料	优点	缺点	价格 (元/0.55英寸)
金属	抗弯抗压	信号屏蔽、掉漆	5
玻璃	外观手感好	易碎、散热差	10
陶瓷	强度好	价格贵	20
塑料	易加工、成本低	不耐磨、质感差	3

资料来源: 金智创新微信公众号, 海通证券研究所

表3 铝合金和不锈钢性能对比

	铝合金 (7075-T6)	不锈钢 (SUS304)
抗弯强度	570MPa	590MPa
屈服强度	500MPa	240MPa
维氏硬度	150HV	200HV
密度	2.82g/cm ³	7.85g/cm ³
加工成熟度	易	难
良率	0.8	30-40%
外观效果	多样	较少
价格	100-200元	200-300元
机型代表	iPhone5、iPhone6、OPPO R15	iPhone X、小米6

资料来源: 金智创新微信公众号, 海通证券研究所

2.1.2 增量需求: 5G 基站建设有望爆发, 金属滤波器、散热片带来 CNC 增量需求

三大运营商加码 5G 建设, 2020 年底我国 5G 基站已经超过 60 万个。中国移动/中国联通/中国电信 2019 年 5G 基站分别达到 5/6/4 万个 (其中部分为联通、电信共享), 三大运营商规划 2020 年新建 5G 基站达到 52 万个。根据智能制造网微信公众号, 截至 2020 年底, 我国 5G 基站数量已经超额完成原定的 60 万个目标, 5G 网络基本覆盖地级以上城市, 周均新增基站在 1.2 万个左右。

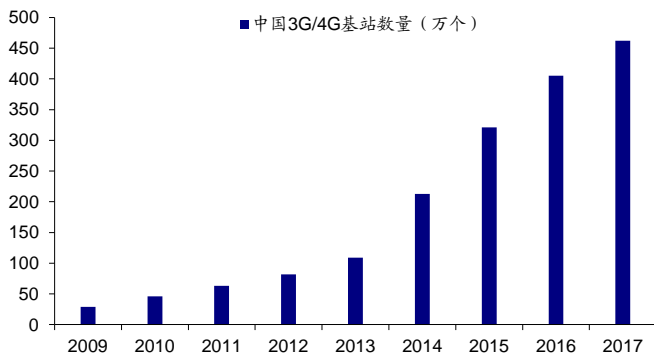
表 4 三大运营商 5G 基站建设

公司	主要情况
中国移动	2019 年建设超 5 万个 5G 基站, 2020 年新建 25 万个 5G 基站
中国联通	2019 年公司可用 5G 基站规模超过 6 万个 (其中与电信共享 5 万个), 2020 年三季度力争完成全国 25 万基站建设的目标 (与电信共享)
中国电信	2019 年建成 5G 基站 4 万个, 并共享中国联通 5G 基站超过 2 万个

资料来源: 中国移动 2019 年报, 中国联通 2019 年报, 中国电信 2019 年报, 中商产业研究院, 飞象网微信公众号, 海通证券研究所

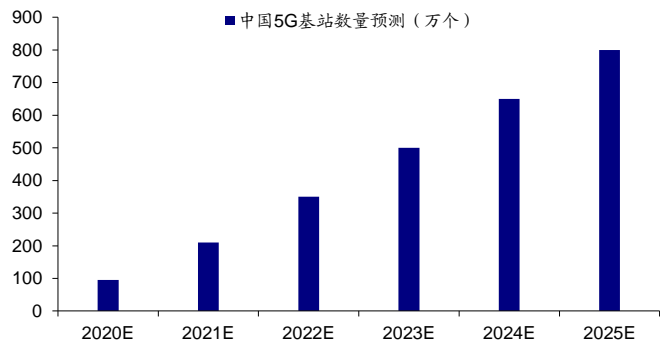
预计 2023 年 5G 基站数量有望达到 500 万个。根据中国报告网的预测, 2021/2022/2023 年我国 5G 基站有望达到 210/350/500 万个。根据海通通信团队《迎接 5G 新时代、步入景气新周期》的预测, 5G 时代室外宏站建设规模不低于 500 万站。

图 7 中国报告网对中国 5G 基站数量的预测



资料来源: 中国报告网, 海通证券研究所

图 8 预计 2023 年 5G 基站数量有望达到 500 万个



资料来源: 工信部, 海通证券研究所测算

5G 基站对金属结构件提出了更高的要求, 小型金属滤波器、金属散热片等需求强劲, 带来 CNC 增量需求。根据维宏股份官网, 5G 基站的架构、形态直接影响 5G 网络如何部署。由于频率越高, 信号传播过程中的衰减也越大, 所以 5G 网络的基站密度将更高, 需要更可靠稳定的硬件层。这也对 5G 基站硬件层重要组成部分的金属构件, 提出了更高的要求。

1) 小型金属滤波器: 根据艾邦 5G 加工展微信公众号, 小型金属腔体滤波器是通过在 3G/4G 成熟的腔体滤波器方案上提升金属加工工艺, 使得滤波器在性能保持基本稳定的前提下缩减滤波器的体积和重量, 满足 5G 基站系统的要求。相比于暂时还不太成熟, 无法满足大批量量产的介质滤波器和陶瓷滤波器, 小型金属腔体滤波器性能稳定, 工艺成熟, 能快速商用。5G 低频段 (如 2.6GHz) 与现有 4G 频段相近, 小型金属滤波器依然具备竞争力。目前在小型金属化滤波器已实现批量量产, 武汉凡谷已有多个型号的全金属形态及金属腔体+介质谐振杆形态的 5G 小型化滤波器实现批量销售。

2) 金属散热片: 根据艾邦 5G 加工展微信公众号, 由于通信设备高频传输, 在运行过程中消耗的部分电能转化热能, 使得设备的温度上升, 尤其是 5G 基站引入 Massive MIMO 技术, 典型应用是 64T64R, 单基站典型功耗超过 3500W, 而 4G 基站主要采用 4T4R MIMO, 单基站典型功耗仅 1000W 左右。高频使用下, 5G 基站一体化机柜内的温度不断上升, 为了不影响通信设备的使用, 必须要提高散热能力。金属由于高导热优势, 在基站结构件散热中占据较大比重, 若按单个宏基站基站带三个外置有源天线, 即

需要 3 块尺寸约为 900x500x150 的散热片,从 4G 布局进度来看,则 2020-2024 年 5G 用散热片需求将超 2000 万个,金属散热片需求强劲。

表 5 5G 单站功耗是 4G 单站的 2.5-3.5 倍

设备分类	业务负荷	中兴		华为	
		AAU/RRU 平均功耗 (W)	BBU 平均功耗 (W)	AAU/RRU 平均功耗 (W)	BBU 平均功耗 (W)
5G	100%	1127.38	293.012	1175.4	325.8
	50%	892.32	293.012	956.8	325.8
	30%	762.43	292.537	856.9	319
	20%	733.92	293.233	797.5	319
	10%	699.36	293.416	738.6	319
	空载	633	293.568	663	330
4G	100%	289.68	175.68		
	50%	273.58	174.32		
	30%	259.1	171.92		
	空载	222.59	169.44	236.7	286.26

资料来源:全球物联网观察微信公众号,海通证券研究所

2.1.3 市场空间:预计 5G 手机销售/基站建设有望带来未来 3 年 790/60 亿量级钻攻机市场

我们预计,5G 手机有望带来未来 3 年钻攻机合计市场空间达到 788.6 亿元。我们假设:

1) 由于 5G 手机结构件精度要求更高,且代工厂原有机台使用年限已较长,因此假设 5G 手机的 CNC 加工设备需要全部重新采购;

2) 2021/2022/2023 年 5G 手机出货量分别为 6/10/15 亿部,出货量增量分别为 3/4/5 亿部(根据环球网企鹅号,2020 年出货量约为 2.8-3 亿部);

3) 5G 手机对金属中框的加工要求更高,加工时长高于 4G 手机,假设为 2 小时/部;

4) 2021/2022/2023 年加工良率分别为 80%/85%/85%,新购 CNC 占比 50%/50%/50%;

5) 单台机器每天工作时长为 10 小时,一年工作 280 天;

6) 中国在全球的产能占比为 70%,CNC 平均单价为 22 万元/台。

测算得到 2021/2022/2023 年 CNC 需求分别为 9.4/11.8/14.7 万台,市场空间分别为 206.3/258.8/323.5 亿元,合计达到 788.6 亿元。

表 6 5G 手机带来的钻攻机市场空间测算

	2021	2022	2023
全球 5G 手机出货量 (万部)	60000	100000	150000
全球 5G 手机出货量增量 (万部)	30000	40000	50000
CNC 中框加工时间 (小时/部)	2	2	2
良率 (%)	80%	85%	85%
CNC 需求 (万台)	26.8	33.6	42.0
新购 CNC 占比 (%)	50%	50%	50%
中国产能占比 (%)	70%	70%	70%
中国 CNC 需求 (万台)	9.4	11.8	14.7
CNC 单价 (万元/台)	22.0	22.0	22.0
CNC 市场空间 (亿元)	206.3	258.8	323.5

资料来源: 海通证券研究所测算

我们预计, 5G 手机有望带来未来 3 年玻璃精雕机合计市场空间达到 46.1 亿元。我们假设:

1) 由于 5G 手机结构件精度要求更高, 且代工厂原有机台使用年限已较长, 因此假设 5G 手机的玻璃精雕机需要全部重新采购;

2) 2021/2022/2023 年 5G 手机出货量分别为 6/10/15 亿部, 出货量增量分别为 3/4/5 亿部 (根据环球网企鹅号, 2020 年出货量约为 2.8-3 亿部);

3) 2021/2022/2023 年 5G 手机玻璃后壳占比分别为 60%/70%/80%;

4) 5G 手机对玻璃后壳的加工要求更高, 加工时长高于 4G 手机, 假设为 0.2 小时/部;

4) 2021/2022/2023 年加工良率分别为 80%/85%/85%, 新购精雕机占比 50%/50%/50%;

5) 单台机器每天工作时长为 10 小时, 一年工作 280 天;

6) 中国在全球的产能占比为 70%, 玻璃精雕机平均单价为 18 万元/台。

测算得到 2021/2022/2023 年 CNC 需求分别为 0.6/0.8/1.2 万台, 市场空间分别为 10.1/14.8/21.2 亿元, 合计达到 46.1 亿元。

表 7 5G 手机带来的玻璃精雕机市场空间测算

	2021	2022	2023
全球 5G 手机出货量 (万部)	60000	100000	150000
全球 5G 手机出货量增量 (万部)	30000	40000	50000
玻璃后壳占比 (%)	60%	70%	80%
玻璃后壳出货量 (万部)	18000	28000	40000
玻璃后壳加工时间 (小时/部)	0.2	0.2	0.2
良率 (%)	80%	85%	85%
玻璃精雕机需求 (万台)	1.6	2.4	3.4
新购精雕机占比 (%)	50%	50%	50%
中国产能占比 (%)	70%	70%	70%
中国玻璃精雕机需求 (万台)	0.6	0.8	1.2
玻璃精雕机单价 (万元/台)	18.0	18.0	18.0
玻璃精雕机市场空间 (亿元)	10.1	14.8	21.2

资料来源: 海通证券研究所测算

我们预计，5G 有望带来未来 3 年钻攻机合计市场空间达到 59.4 亿元。我们假设：

1) 5G 基站中的金属结构件主要为滤波器和散热片；

2) 2021/2022/2023 年 5G 基站建设量分别为 160/260/335 万个，增量分别为 100/100/75 万个（根据芯智讯企鹅号，20 年已建设约为 60 万个）；

3) 每个基站的天面数为 3 个，每个基站通道数/每面天线为 64，金属散热片占比为 70%；

4) 5G 手机对玻璃后壳的加工要求更高，加工时长高于 4G 手机，假设为 0.2 小时/部；

5) 滤波器和金属散热片加工时长大致相等，为 0.2 小时/个左右；

6) 2021/2022/2023 年加工良率分别为 80%/85%/85%，新购 CNC 占比 50%/50%/50%；

7) 单台机器每天工作时长为 10 小时，一年工作 280 天；

8) 中国在全球的产能占比为 70%，CNC 平均单价为 22 万元/台。

测算得到 2021/2022/2023 年 CNC 需求分别为 1.0/1.0/0.7 万台，市场空间分别为 22.4/21.1/15.8 亿元，合计达到 59.4 亿元。

表 8 5G 基站带来的 CNC 市场空间测算

	2021	2022	2023
基站建设量 (万个)	160	260	335
基站建设增量 (万个)	100	100	75
天面数 (个/站)	3	3	3
通道数/每面天线	64	64	64
滤波器数量 (万个)	19200	19200	14400
金属散热片占比 (%)	70%	70%	70%
金属散热片数量 (万个)	13440	13440	10080
滤波器+散热片数量 (万个)	32640	32640	24480
加工时间 (小时/个)	0.2	0.2	0.2
良率 (%)	80%	85%	85%
CNC 需求 (万元/台)	2.9	2.7	2.1
新购 CNC 占比 (%)	50%	50%	50%
中国产能占比 (%)	70%	70%	70%
中国 CNC 需求 (万台)	1.0	1.0	0.7
CNC 单价 (万元/台)	22.0	22.0	22.0
CNC 市场空间 (亿元)	22.4	21.1	15.8

资料来源：海通证券研究所测算

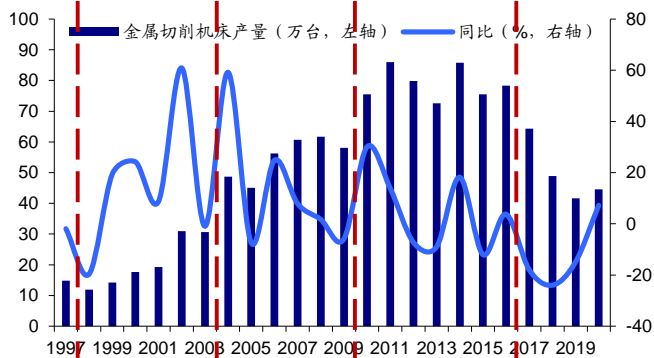
2.2 需求二：金属切削机床产量周期约为 6-7 年，主要下游持续回暖有望加速机床进入新一轮更新上升周期

1998 年以来我国金属切削机床产量周期约为 6-7 年，2007 年以来我国数控金属切削机床产量周期约为 3-4 年。我们以金属切削机床为例，根据 Wind 金属切削机床销量数据总结，1998 年以来我国金属切削机床产量周期约为 6-7 年，2007 年以来我国数控金属切削机床产量周期约为 3-4 年，均低于 CNC 设备正常更新周期（根据 OK 智能制造微信公众号，一般为 10 年左右），我们认为主要因为：1) 我国制造企业平均加工时

长超过设计正常值 8 小时/天，因此对机台耗损较大；2) 机台产销受到下游主要应用领域（如 3C、通用制造业等）周期的影响。

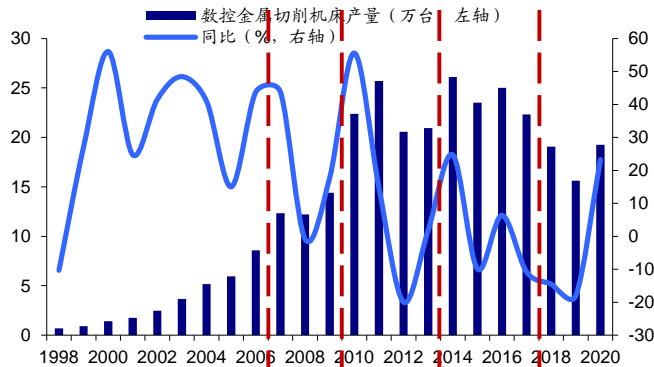
2017 年以来我国机床产量已经下行 3 年，或已迎来机台更新上升周期。2017 年以来我国金属切削机床产量已经连续 3 年负增长、2020 年机床产量企稳（2020 年产量同比+7.21%），2020 年数控金属切削机床产量同比+23.26%，但 2018-2020 年总体仍处于低位。我们认为，随着存量机台更新周期的临近，未来 CNC 产销量有望迎来上升周期，未来 3 年更新需求有望带来 3C 和通用制造业 CNC 需求的爆发。

图9 1998 年以来我国金属切削机床产量周期约为 6-7 年



资料来源：Wind，海通证券研究所

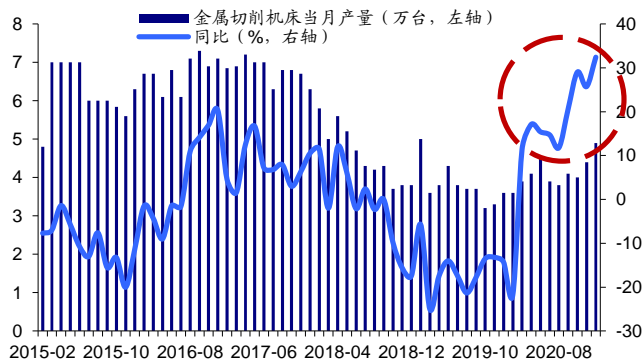
图10 2007 年以来我国数控金属切削机床产量周期约为 3-4 年



资料来源：Wind，海通证券研究所

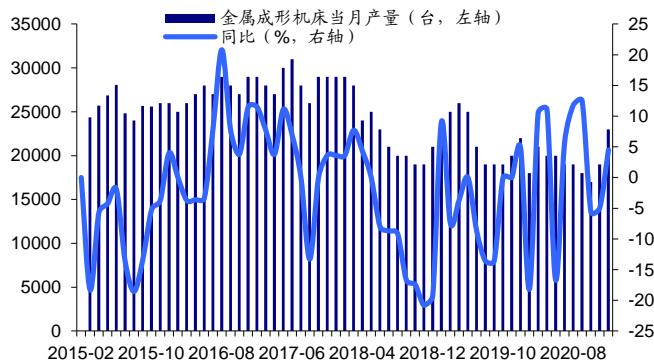
2020 年 4 月以来国内机床数据回暖，更新周期或已启动。国内金属切削机床产量连续 18 个月负增长后，2020 年 4 月增速转正，2020 年 12 月国内金属切削机床产量为 4.9 万台，同比+32.40%，金属成形机床产量为 2.3 万台，同比+4.5%。我们认为，金属切削机床产量数据连续 9 个月两位数增长，疫情压制的需求释放、基数较低是重要原因，但更主要的原因或是下游复苏带来的需求，存量机台更新周期或已经启动。

图11 2020 年 4 月后金属切削机床当月产量同比快速增长



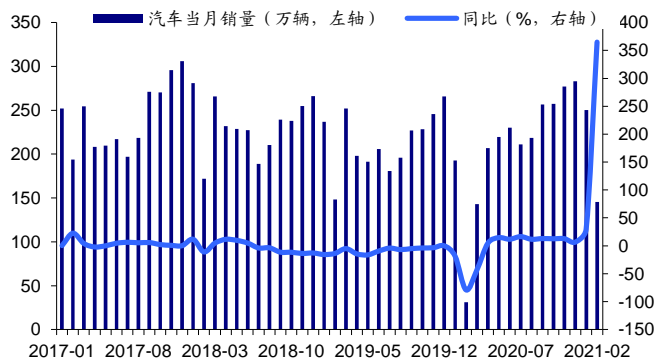
资料来源：Wind，海通证券研究所

图12 2020 年金属成形机床当月产量同比总体稳定

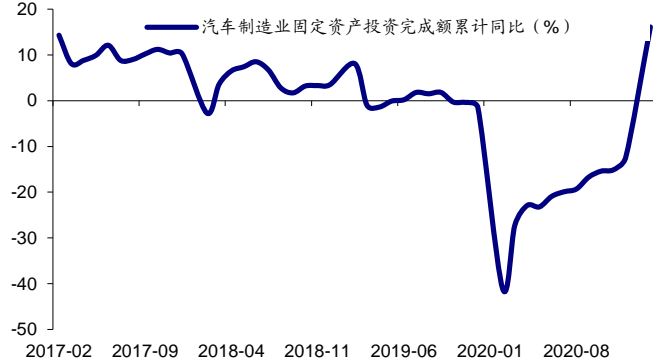


资料来源：Wind，海通证券研究所

汽车行业：汽车销量连续 11 个月同比正增长，2021 年 2 月我国汽车制造业固定资产投资额累计同比快速提高。2020 年 4 月以来我国汽车当月销量同比持续增长，2021 年 2 月我国汽车销量为 145.48 万辆，同比+364.76%；2020 年 3 月以来我国汽车制造业固定资产投资额累计同比降幅持续收窄，2021 年快速提升，2021 年 2 月累计同比+16.10%。

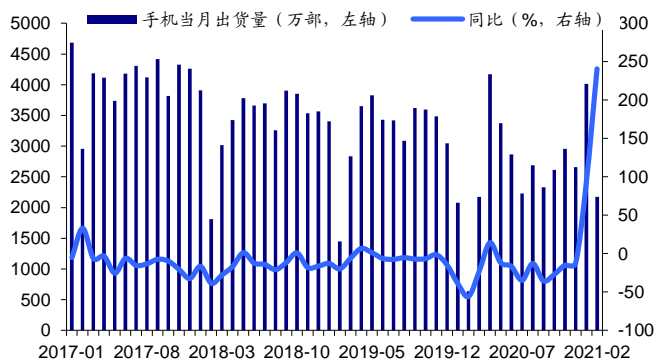
图13 2020年4月以来我国汽车当月销量同比保持正增长


资料来源: Wind, 海通证券研究所

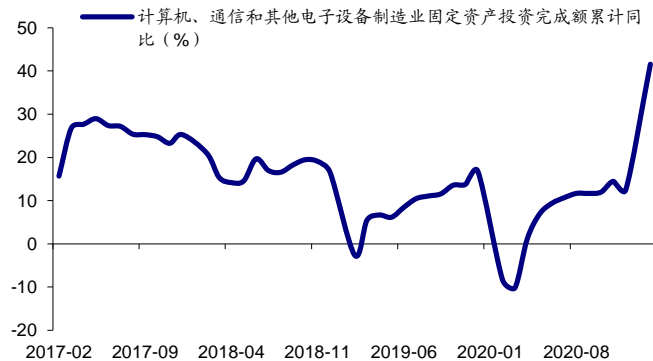
图14 2021年2月汽车制造业FAI快速提高


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3C行业: 2021年1月我国手机出货量环比提升, 2020年4月以来我国3C行业固定投资额累计同比快速提高。2021年1月我国手机出货量为4012.00万部, 同比+92.80%, 环比+50.86%, 2021年2月我国手机出货量为2175.90万部, 同比+240.90%; 我国计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资完成额累计同比自2020年4月以来持续提升, 2021年2月为+41.60%。

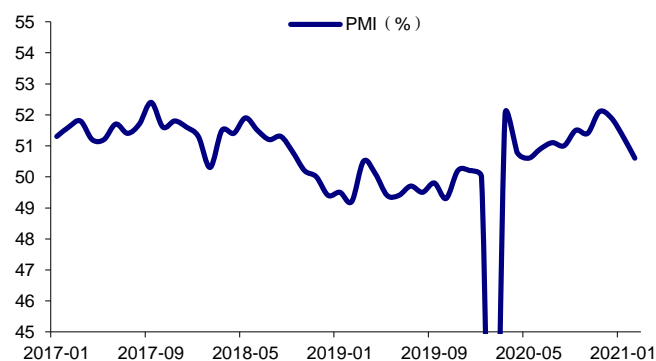
图15 2021年1月我国手机出货量环比提升


资料来源: Wind, 海通证券研究所

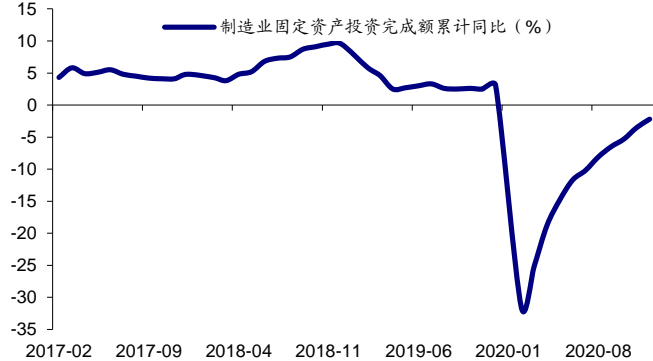
图16 2021年2月我国3C行业FAI累计同比快速提高


资料来源: Wind, 海通证券研究所

制造业: 我国PMI连续12个月位于荣枯线上方, 2020年3月以来我国制造业固定投资额累计同比快速提高。2020年3月以来, 我国PMI连续12个月位于荣枯线上方, 2021年2月为50.60%; 2020年3月以来我国制造业固定投资额累计同比快速提高, 2020年12月为-2.20%。

图17 2020年4月以来我国PMI始终在荣枯线上方


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图18 我国制造业固定投资额累计同比快速提高


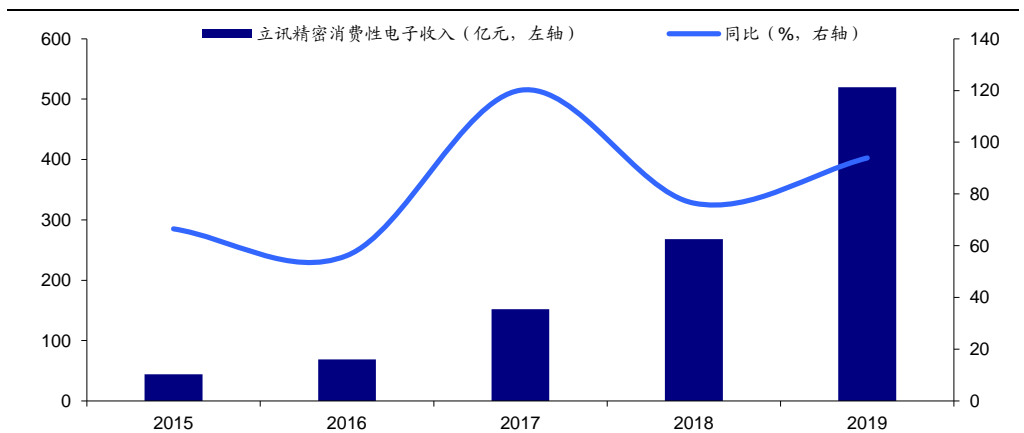
资料来源: Wind, 海通证券研究所

2.3 需求三：国内厂商承接苹果订单催生 CNC 新机需求，加工要求高提高 CNC 厂商准入门槛

国内厂商承接苹果订单，催生 CNC 需求。根据新商业观察，2020 年 5 月苹果向富士康砍单超过三成，与此同时中国手机企业也纷纷将订单转向国内代工厂商。另一边，国内代工厂开始承接苹果订单，根据立讯精密《关于签署收购框架协议暨关联交易的公告》，2020 年 7 月立讯 33 亿人民币收购纬创投资（江苏）有限公司及纬新资通（昆山）有限公司（根据腾讯网，纬创是三家 iPhone 代工制造商之一，规模小于和硕和富士康），2019 年报立讯第一大客户占比已经达到 55.43%，较 2018 年提高 10.58pct。

国内加工出的产品和产能达到苹果订单条件的 CNC 厂商仅有几家。我们认为，苹果向来对于加工要求高于国内品牌，此前国内代工厂的老旧机台由于本身精度要求不达标以及使用时间已经较长，此次承接苹果转单大概率都需要更换新设备，而目前国内 CNC 厂商经过前两年行业低谷的洗牌后，加工出的产品和产能达到苹果订单条件的已经仅剩创世纪、润星科技等几家，因此本轮 CNC 采购将更向头部 CNC 厂商集中。

图19 立讯精密消费性电子业务 2015-2019 年 CAGR 为 85.23%



资料来源：Wind，海通证券研究所

5G 手机和基站更加精密，金属结构件的加工难度大、工艺要求高，CNC 准入门槛提高。根据电脑报微信公众号，5G 手机的难点在于：1) 机身的内部结构问题。由于 5G 是下行兼容现有的 4G 网络的，所以就必须在现有条件下，增加天线的数量，让手机的内部结构完全要重新进行设计和堆叠。2) 天线的射频问题。日常的应用场景下，影响手机信号的因素纷繁复杂，比如握持姿势，机身材质，周边环境等等因素都能对手机天线的射频信号造成影响。因此在天线的设计阶段，就需要根据用户的实际使用需求，有针对性的进行优化和调校。

根据艾邦高分子微信公众号，在手机金属中框的加工中，需要 CNC 开粗、T 处理、纳米注塑、CNC 精加工、CNC 钻孔、CNC 磨边、阳极氧化处理等 7 个工艺步骤，工艺流程较为复杂，对 CNC 设备提出了更高的要求。

在基站精密结构件的加工中，根据艾邦 5G 加工展微信公众号，5G 基站体积比 4G 小，产品结构更为精密，所需要的生产工艺也更强，此外 AAU 壳体作为基站内部射频元器件的保护壳体，安装避免不了需要高精度的型腔、安装孔位等，而且基站结构件对产品表面的平面度、光洁度、形位公差精度以及加工效率具有较高要求。针对 5G 精密结构件的机加工程序主要以铣削、钻孔、攻丝为主，但是其产品的孔、槽尺寸小，而且压铸产品的致密度好，硬度较高，因此机加工设备需要具备更好的刚性，降低机床的振动幅度，保证加工的稳定性的。

表 9 CNC 加工手机金属中框步骤

序号	步骤	解释
1	CNC 开粗	将金属板材冲压出的金属中框毛坯定位，定位后粗铣出内腔结构、与夹具结合的定位柱、铣去外部大部分冗余材料
2	T 处理	酸性溶液浸泡，在金属表面腐蚀成蜂窝孔，增强后续金属与塑胶的结合强度
3	纳米注塑	纳米注塑是金属与塑料以纳米技术结合的工法。先将金属表面经过纳米化处理后，塑料直接射出成型在金属表面，让金属与塑料可以一体成形
4	CNC 精加工	对部件外部结构、外表面、侧边弧度等进行精铣
5	CNC 钻孔	对侧边按键孔位及耳机孔位等进行加工
6	CNC 磨边	做出高光 C 角
7	阳极氧化处理	阳极氧化是通过铝表面形成规整的氧化铝纳米孔，再将颜料放进孔内，封孔处理即得到色彩多样的手机中框

资料来源：艾邦高分子微信公众号，海通证券研究所

2.4 竞争格局：国内 CNC 企业占据中低端市场，跟随国产手机品牌、国内代工厂一起成长

国内 CNC 企业占据中低端市场，高端市场仍由国外公司占据。根据中国产业信息网，国内高端市场由发那科（日本）、兄弟（日本）、马扎克（德国）、牧野（日本）等国外巨头占据，国内掌握一定的核心技术，但在规模和品牌上仍与国外企业有一定差距的润星科技、创世纪等龙头，占据中端市场，规模小、技术水平低的内资企业占据低端市场。

表 10 国内 CNC 企业占据中低端市场

分类	代表企业	描述
国际巨头	日本发那科、兄弟、牧野，德国马扎克等	强大的技术、规模和品牌优势
国内大中型专业数控机床企业	北京精雕、润星科技、创世纪、沈阳机床	掌握一定的核心技术，不具备较大规模和品牌优势
技术要求低的组装型机床企业	-	规模小、技术水平低的内资企业

资料来源：中国产业信息网，海通证券研究所

国内 CNC 公司收入占比仍非常低，龙头创世纪 2019 年仅为 2.37%。根据《创业板向特定对象发行 A 股股票募集说明书(修订稿)》、中国机床工具工业协会微信公众号，2019 年我国金属切削机床消费额 141.6 亿美元(用 6.5 的汇率估算，折合人民币 920.40 亿元)计算，2019 年国内 CNC 收入最高的创世纪市占率仅为 2.37%，如果以金属加工机床消费额 223.1 亿美元(中国机床工具工业协会的数据，用 6.5 的汇率估算，折合人民币 1450.15 亿元)计算，创世纪市占率仅为 1.50%，可以看出国内 CNC 公司收入占比仍非常低。

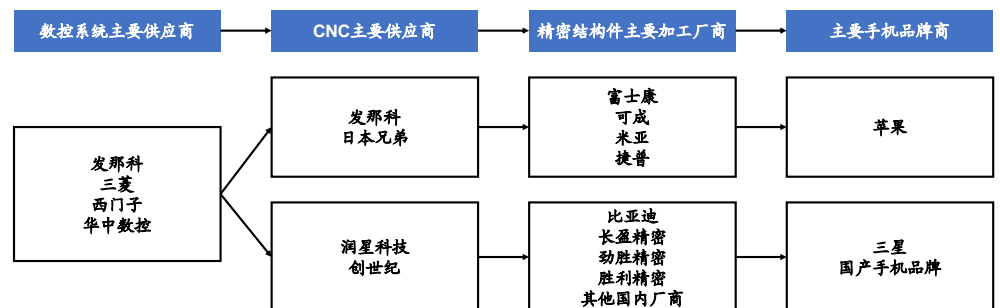
表 11 国内 CNC 公司收入占比仍非常低

序号	股票简称	2019 年机床业务相关收入 (亿元)	占比 (%)
1	创世纪	21.81	2.37%
2	ST*秦机	14.30	1.55%
3	华东重机	12.98	1.41%
4	海天精工	11.23	1.22%
5	*ST 沈机	10.02	1.09%
6	亚威股份	9.60	1.04%
7	上机数控	5.48	0.60%
8	*ST 瑞德	7.01	0.76%
9	日发精机	6.20	0.67%
10	田中精机	5.03	0.55%
11	华中数控	4.08	0.44%
12	华辰装备	3.65	0.40%
13	宇晶股份	3.02	0.33%
14	智慧松德	2.67	0.29%
15	华东数控	1.61	0.17%
16	青海华鼎	1.38	0.15%
17	中航高科	1.08	0.12%
18	宇环数控	0.71	0.08%
19	山东威达	0.17	0.02%
2019 金属切削机床消费额 (亿元)		920.40	100.00%

资料来源:《创业板向特定对象发行 A 股股票募集说明书(修订稿)》,中国机床工具工业协会微信公众号,海通证券研究所

注:2019 金属切削机床消费额中美元兑人民币的汇率用 6.5 估算

3C 领域中,国内 CNC 龙头此前与“非苹果系”结构件加工厂合作紧密,跟随国产手机品牌一起成长。根据华东重机《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》,智能手机市场的供应链体系根据手机品牌可大体分为“苹果系”与“非苹果系”两大体系,二者除上游数控机床的主要零部件数控系统存在共用供应商外,在数控机床采购、精密结构件加工等环节均相对独立。苹果出于其对产品质量的控制及专利技术的保密考虑,建立了自成一体的消费电子产业链体系,其手机壳等金属精密件主要由富士康、可成等国际大厂代工,数控机床主要采购日本发那科及日本兄弟公司的产品;而三星、华为、OPPO、VIVO 及其他国内手机品牌的金属精密件则主要由比亚迪、长盈精密、劲胜智能、胜利精密等国内知名代工企业加工,上述企业主要采购润星科技、创世纪等国内企业的数控机床,以保持其成本优势。

图 20 国内 CNC 龙头与“非苹果系”结构件加工厂合作紧密


资料来源:华东重机《发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书(草案)(修订稿)》,海通证券研究所

3. 创世纪：边际快速改善，大赛道中进入快车道

3.1 基本情况：劲胜智能 2015 年收购创世纪，2020 年剥离结构件业务后专注数控机床业务

劲胜智能 2015 年收购创世纪，2020 年更名为创世纪智能。2003 年 4 月，东莞劲胜塑胶制品有限公司正式成立；2007 年先后与华为、中兴、三星建立合作；2008 年，东莞劲胜精密组件股份有限公司成立；2015 年 11 月，收购深圳市创世纪机械有限公司；2020 年 1 月，深圳市创世纪机械有限公司（台群精机）第 60000 台钻攻机正式下线；2020 年 7 月，劲胜智能更名为广东创世纪智能装备集团股份有限公司。

表 12 公司发展历程

时间	事件
2020 年 7 月	劲胜智能更名为广东创世纪智能装备集团股份有限公司（简称创世纪智能）
2020 年 1 月	深圳市创世纪机械有限公司(台群精机)第 60000 台钻攻机正式下线
2019 年 12 月	台群立加 T-V856B 年销量超 1300 台
2017 年 12 月	苏州生产基地投产
2015 年 11 月	公司收购深圳市创世纪机械有限公司，快速进入高端数控机床行业
2013 年 9 月	劲胜精密正式投产天线业务，成立全资子公司东莞唯仁电子有限公司
2013 年 9 月	劲胜精密正式投产粉末冶金业务，成立全资子公司东莞华晶粉末冶金有限公司
2013 年 8 月	劲胜精密正式投产消费电子产品金属精密结构件项目，全面进军金属结构件领域
2013 年 7 月	劲胜精密正式投产镁铝合金精密结构件业务
2012 年 12 月	劲胜精密获准建立广东省院士专家企业工作站，重点发展精密模具设计制造及高分子材料成型和表面处理技术
2011 年 5 月	劲胜精密正式投产强化光学玻璃业务，成立全资子公司东莞华清光学科技有限公司
2010 年 5 月	2010 年 5 月 20 日 公司在深圳证券交易所创业板挂牌上市
2008 年 1 月	经中华人民共和国商务部和国家工商总局批准，东莞劲胜精密组件股份有限公司正式成立，其前身为东莞劲胜塑胶制品有限公司
2007 年 12 月	劲胜与全球第二大手机厂商韩国 SAMSUNG 建立全方位的战略合作关系，为劲胜步入快速发展之路提供了强有力的客户资源保障，奠定了劲胜的行业地位
2007 年 12 月	劲胜成为中兴通讯股份有限公司的供应商
2007 年 3 月	劲胜成为华为技术有限公司的供应商
2003 年 4 月	东莞劲胜塑胶制品有限公司正式成立

资料来源：创世纪官网，海通证券研究所

剥离结构件业务后专注数控机床业务。根据公司 2020 半年报，公司主要产品包括高速钻铣攻牙加工中心系列、立式加工中心（V 系列）、玻璃精雕机系列、龙门加工中心系列、线轨/硬轨加工中心系列等，客户覆盖比亚迪电子、领益智造、长盈精密、富士康、蓝思科技、伯恩光学等。

表 13 公司主要产品

系列	产品	特点	应用领域	典型客户
3C 系列	高速钻铣攻牙加工中心系列	机械结构优异,整体刚度高,整机振动小;具备高速度、高精度、高效率、高表面光洁度、高速攻牙、高速换刀(最快仅需1秒)等优势;可实现快速铣削、钻削、镗削、铰削和攻丝等多种加工功能	公司产品主要应用于 3C 消费电子领域金属结构件(如不锈钢、钛合金、铝合金等)、非金属结构件(如铝塑材料、工程塑料、高分子合成材料等)的精密加工;此外,也应用于 5G 通讯基站中小型尺寸滤波器腔体的钻孔、攻牙、铣削加工,以及各种自动化设备、无人机、医疗器械等行业中的小型精密零件、壳体类零件的加工等	比亚迪电子、领益智造、东山精密、长盈精密、科森科技、通达集团、威博精密、杨达鑫科技、常州诚镓等
	立式加工中心(V系列)	高速、高效、高精,能满足快速切削、批量化加工需要;机床具备高负荷、高精度、高刚性、低噪音、低摩擦特性,热稳定性好	公司产品主要应用于 5G 通讯基站中大型尺寸滤波器腔体、散热器、及天线类产品的高精度、高效率加工;此外,也应用于各种塑胶、五金模具的加工,汽车零部件、自动化设备部件、医疗器械、航空航天、轨道交通等行业的精密部件加工	东山精密、飞荣达、东莞建升、迅强电子、深圳格兰达、舜富精密、格仕乐科技、大江美利信等华为供应链及中兴供应链客户
5G 类系列	玻璃精雕机系列	高速、高精,刚性优越、性能稳定,振动小;刀具寿命和表面质量方面具有优越性,能有效减少“接刀痕”、“放射纹”、“振纹”等表面缺陷,节约抛光工时;多主轴(2/3/4 主轴)设计,可实现多工位同时加工,效率可提升 2-3 倍;单机配备自动化机械手,可实现自动取放料,提高效率,节约人工	公司产品主要应用于 5G 通讯设备(如手机等)中玻璃、蓝宝石、陶瓷等非金属材料加工,手机中框铝塑复合材料的高效率加工;此外,也应用于小型五金产品的表面高光洁度加工	比亚迪电子、富士康、蓝思科技、伯恩光学、欧菲光、东山精密等
其他产品系列	龙门加工中心系列	以加工黑色和有色金属中大型复杂零件为对象,机床具备高速度、高精度、高柔性、环保等特点	主要适用于航空航天、汽车制造、轨道交通、航空航天等行业的中大尺寸复杂零件、模具加工,以黑色和有色金属为主	-
	线轨/硬轨加工中心系列	以加工板类、盘类、模具及小型壳体类零件为对象,机床采用高精度的丝杠,具有更好的动态响应性	主要适用于汽车零部件加工、机械加工、模具制造等行业的中小尺寸复杂零件的高精度和高效率加工	-

资料来源:创世纪 2020 半年报,海通证券研究所

3.2 积极变化: 结构件业务出清, 公司有望迎来高速发展期

3.2.1 变化一: 结构件业务彻底出清, 轻装上阵做强做大核心主业

2020 年底公司已经彻底剥离结构件业务, 理顺治理结构。根据《关于精密结构件业务整合基本完成的公告》, 公司根据 2019 年第二次临时股东大会批准的业务整合计划, 全面推动精密结构件业务的整合与剥离。针对精密结构件业务相关资产, 公司通过资产出售、出租、对外投资等相结合的方式予以剥离; 针对精密结构件业务相关人员, 公司按照“人随资产走、人随业务走”的原则, 在合法合规的基础上进行平稳转移、安置; 针对精密结构件生产制造相关业务, 公司有序退出该领域, 直至完全退出, 未来不再专门从事精密结构件业务的经营。

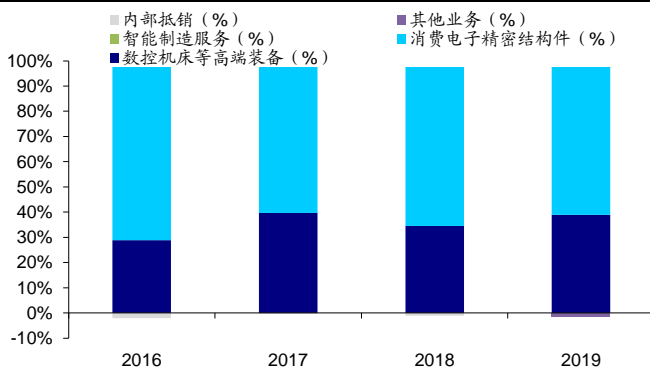
截至 2020 年 12 月 31 日, 公司精密结构件业务相关的资产账面价值合计为 32861.43 万元, 占公司 2019 年末经审计的资产总额比例为 4.48%, 占比较小, 且未来将持续减少; 公司精密结构件业务相关的员工人数为 44 人(2018 年 12 月 31 日为 9503 人), 占公司总人数的比例约为 1.84%, 占比较低; 随着精密结构件业务剥离工作的持续推进及作为接单平台的过渡期逐渐结束, 公司精密结构件业务的营业收入规模由 2018 年度的 360063.77 万元降至 2020 年度的约 30622.52 万元, 占年度营业总收入的比例约为 9%。2021 年及以后, 公司将不再专门从事精密结构件业务的经营, 截至 2020 年 12 月 31 日, 公司精密结构件业务的整合与剥离工作已基本完成。

表 14 拟处置精密结构件业务相关资产的具体明细

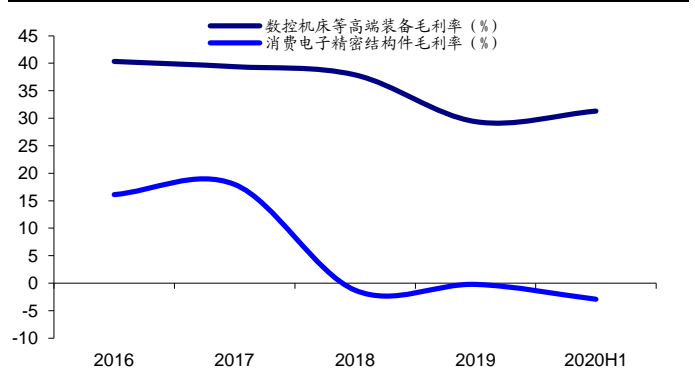
资产类别	账面价值 (万元)	处置方式	定价方式	预计损益	交易对方
存货 (精密结构件原材料、周转材料、半成品、库存商品、模具等)	17551.28	2020 年底前直接出售	按照市场公允价值定价, 参考第三方资产评估机构评估结果确定	计划 2020 年底前处置完毕, 预计可变现净值较低 预计可收回金额较高 具体根据交易价格及可收回金额确定, 具有一定不确定性	根据价格优先原则, 选择无关联关系的交易对方
固定资产 (CNC 设备)	14062.86	2020 年底前直接出售			
固定资产 (非 CNC 专用设备)	6550.39	①2020 年底前直接出售 ②资产负债表日 (2020 年 12 月 31 日) 根据账面价值与可收回金额的差异足额计提减值, 后期出售			
合计	38164.53	—	—	—	—

资料来源:《关于加快推进精密结构件业务整合暨处置资产的公告》, 海通证券研究所
注: 账面价值数据为截止 2020 年 10 月 31 日的账面净值

结构件业务持续亏损、拖累净利润, 公司未来有望集中精力做强核心主业。2016 年以来, 精密结构件业务收入占比始终超过 60%, 2016/2017/2018/2019 占比分别为 72.03%/60.34%/65.39%/61.02%, 但 2018 年以来, 结构件毛利率始终为负, 拖累公司净利润, 2018/2019/2020H1 毛利率分别为 -1.24%/-0.19%/-2.89%。我们认为, 结构件业务的彻底出清, 让公司甩掉包袱、轻装上阵, 有助于公司专注于 CNC 主业, 做强做大核心主业。

图 21 精密结构件业务收入占比超过 60%


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 22 2018 年以来精密结构件毛利率为负


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.2.2 变化二: 定增理顺股权结构, 打开股权融资通道

公司董事长独家认购定增成为大股东、实际控制人, 理顺公司股权结构。根据《创业板向特定对象发行 A 股股票募集说明书(修订稿)》, 公司本次拟向夏军 1 名特定对象发行 97799511 股股票, 发行后公司总股本将由当前的 1428580868 股增加至 1526380379 股。从而, 夏军先生持股比例增加至 16.66%, 夏军先生及其一致行动人凌慧女士、创世纪投资持股比例将增加至 20.78%。本次发行完成后, 夏军先生将成为公司的控股股东、实际控制人。我们认为, 此次定增完成后, 公司董事长夏军先生成为实际控制人, 理顺股权结构、公司发展有望进入快车道。

劲胜智能收购创世纪以来没有做过股权融资, 此次定增打开融资通道。我们认为, 劲胜智能收购创世纪以来, 没有做过股权融资。CNC 属于资金密集型、技术密集型行业, 且正处于行业格局变化的关键时期, 此次定增有望打开公司融资通道, 为公司未来发展助力。

表 15 截止 2020 年 9 月 30 日公司前十大股东情况

序号	股东名称	持股数量(股)	持股比例 (%)	股份性质
1	夏军	156503656	10.96	限售流通 A 股, 流通 A 股
2	劲辉国际企业有限公司	86983100	6.09	流通 A 股
3	郝茜	71584300	5.01	流通 A 股
4	何海江	56621220	3.96	流通 A 股
5	中国建设银行股份有限公司-信达澳银新能源产业股票型证券投资基金	37624700	2.63	流通 A 股
6	凌慧	33909428	2.37	流通 A 股
7	深圳市创世纪投资中心(有限合伙)	28996416	2.03	流通 A 股
8	招商银行股份有限公司-兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金 (LOF)	27410600	1.92	流通 A 股
9	招商银行股份有限公司-兴全合润分级混合型证券投资基金	25678213	1.8	流通 A 股
10	陈海华	23320154	1.63	流通 A 股
合计		548631787	38.4	-

资料来源:《创业板向特定对象发行 A 股股票募集说明书(修订稿)》, 海通证券研究所

3.2.3 变化三: 股权激励绑定核心人员、制定业绩目标, 推动公司快速发展

根据公司《2020 年限制性股票激励计划(草案)》, 本激励计划拟授予的限制性股票数量为 4200 万股, 约占本激励计划草案公告时公司股本总额的 2.94%, 授予对象包括董事长夏军先生, 董事、总经理蔡万峰先生, 副总经理、董事会秘书黄博先生, 财务总监伍永兵先生, 2020/2021/2022 年业绩考核目标分别为 28/38/51 亿元。我们认为, 公司通过股权激励绑定核心人员、制定业绩目标, 有望推动公司快速发展。

表 16 股权激励分配情况

姓名	职务	获授权益数量(万股)	占授予权益总数的比例 (%)	占本激励计划公告日股本总额的比例 (%)
夏军	持股 5%以上股东、董事长	1200.00	28.57%	0.84%
蔡万峰	董事、总经理	200.00	4.76%	0.14%
黄博	副总经理、董事会秘书	50.00	1.19%	0.03%
伍永兵	财务总监	30.00	0.71%	0.02%
其他核心技术(业务)人员、关键岗位员工合计 121 人		2720.00	64.76%	1.90%
合计		4200.00	100.00%	2.94%

资料来源:《2020 年限制性股票激励计划(草案)》, 海通证券研究所

表 17 股权激励各年度业绩考核目标

归属安排	考核要求
第一个归属期	深圳创世纪(合并财务报表)2020 年营业收入不低于 28 亿元
第二个归属期	深圳创世纪(合并财务报表)2021 年营业收入不低于 38 亿元, 或 2020-2021 年两年累计营业收入不低于 66 亿元
第三个归属期	深圳创世纪(合并财务报表)2022 年营业收入不低于 51 亿元, 或 2020-2022 年三年累计营业收入不低于 117 亿元

资料来源:《2020 年限制性股票激励计划(草案)》, 海通证券研究所

3.2.4 变化四: 国家制造业转型升级基金入股深圳创世纪, 为公司及深圳创世纪提供强大背书

国家制造业转型升级基金入股深圳创世纪, 后者是公司最重要的子公司。根据《关

于国家制造业转型升级基金拟投资入股深圳创世纪暨公司放弃优先认缴权的公告》，国家制造业基金投资 5 亿元入股深圳创世纪，本次增资完成后，国家制造业基金将持有深圳创世纪 8.73% 的股权。深圳创世纪是公司的控股公司，主营数控机床等高端制造装备研发、制造、销售等，2019 年实现营业收入 21.83 亿元（公司 2019 年数控机床等高端装备实现收入 21.81 亿元）。本次增资完成后，公司持有深圳创世纪 78.99% 的股权，国家制造业转型升级基金股份有限公司持有 8.73% 的股权，成为第三大股东。

本次入股有望为公司及深圳创世纪提供强大背书。根据《关于国家制造业转型升级基金拟投资入股深圳创世纪暨公司放弃优先认缴权的公告》，本次入股的影响包括：1）深圳创世纪引入国家制造业基金，有利于优化股东结构，推动公司主业健康发展，同时可以更好地满足公司经营发展对流动资金的需求，降低公司资产负债率，增强公司抗风险能力，从而保障公司战略目标的实现；2）公司本次引入国家制造业基金，可以借助基金的专业优势、资源优势、整合能力，推动公司核心主业持续做大做强；3）根据协议相关约定，未来国家制造业基金拟向公司委派一名董事或监事，公司董事会或监事会的组成结构将发生变化，有利于强化治理约束，进一步提高公司规范运作水平。如果公司未来启动定向发行股份或可转债方式回购国家制造业基金持有的深圳创世纪股权，国家制造业基金将可能成为公司的关键股东。

表 18 本次国家制造业基金投资深圳创世纪完成后，深圳创世纪股权结构

股东名称	认缴出资额 (万元)	出资比例 (%)
广东创世纪智能装备集团股份有限公司	30000.00	78.99%
四川港荣投资发展集团有限公司	3559.76	9.37%
国家制造业转型升级基金股份有限公司	3314.87	8.73%
安徽高新金通安益二期创业投资基金 (有限合伙)	428.57	1.13%
新疆荣耀创新股权投资合伙企业 (有限合伙)	392.86	1.03%
石河子市隆华汇股权投资合伙企业 (有限合伙)	285.71	0.75%
合计	37981.77	100.00%

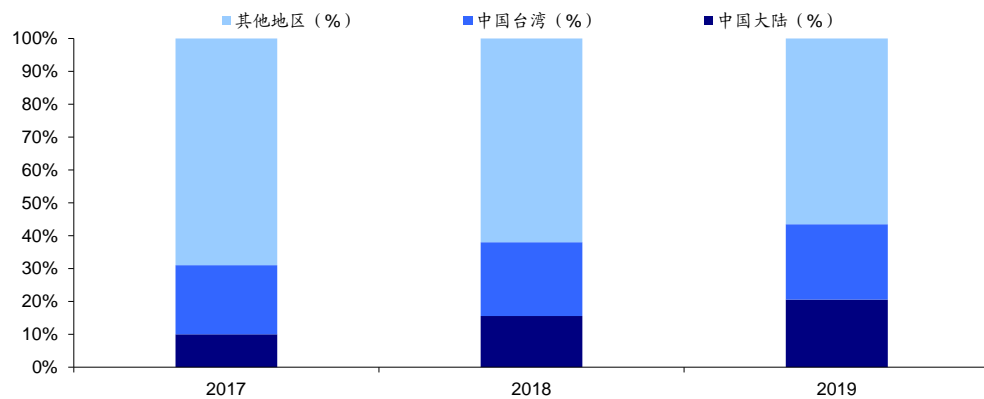
资料来源：《关于国家制造业转型升级基金拟投资入股深圳创世纪暨公司放弃优先认缴权的公告》，海通证券研究所

3.3 3C 领域：小 3C 向大 3C 转变，国内客户和台资客户齐发力，率先切入 5G 置换市场

3.3.1 苹果系：跟随国内客户切入苹果系、突破台资客户是未来看点，引领 CNC 进口替代和集中度提升的趋势

核心观点：小 3C 向大 3C 转变、客户质量和价值量均提高。我们认为，公司有望跟随国内客户切入苹果系，并在 2021 年突破台资客户，全面打开苹果供应链市场，从小 3C 向大 3C 转变，苹果供应链的客户质量和单位客户价值量均比安卓系提高，带来更大 3C 领域 CNC 需求。

苹果供应商国产化率不断提高。根据采购界微信公众号，2017/2018/2019 年中国大陆（包括香港）供应商在苹果供应商中占比分别为 10.00%/15.50%/20.50%、占比不断提高，中国台湾供应商占比分别为 21.00%/22.50%/23.00%、保持稳定。

图23 中国大陆供应商在苹果中占比不断提高


资料来源：采购界微信公众号，海通证券研究所

创世纪的核心产品已经跟国外龙头差距不大，苹果更加追求性价比的背景下有望引领进口替代。我们选择台群、发那科、兄弟官网中第一款钻攻机产品对比，可以看出田群的钻攻机在切削速度/进料速度、定位精度、重复精度、刀库容量等参数上与发那科、兄弟产品相同、甚至略高，最高主轴转速几乎相同。根据台群官网，台群钻攻机的优势在于：高速（速度）、高精（精度）、高效（效率）。根据机床商务网的数据，发那科 α -D21MiB5 约为 55 万元/台，我们认为，创世纪同类产品（如 T500）价格可能不到发那科的一半，性价比突出，有望引领苹果产业链中的进口替代。

表 19 公司与海外龙头钻攻机产品数据对比

	台群钻攻机 T-500B	发那科 α -D21MiB5	兄弟 SPEEDIO S500X2
行程左右 (X) (mm)	500	500	500
行程前后 (Y) (mm)	400	400	400
行程上下 (Z) (mm)	320	330	300
主轴转速 (mm)	50-20000	100-10000/200-24000	10-10000/16-16000/27-27000
切削速度/进料速度 (mm/min)	1-30000	1-30000	1-30000
定位精度 (mm)	0.006	0.006	0.006-0.020
重复精度 (mm)	0.004	0.004	0.004
刀库容量 (位)	21/26	21	14/21

资料来源：台群官网，发那科官网，兄弟官网，海通证券研究所

注：1) 我们选择各公司官网第一款产品对比；2) 发那科和兄弟的具体型号选择的是相关产品中中档的

立讯精密收购纬创苏州工厂、蓝思收购可成泰州工厂、领益收购伟创力珠海工厂，为国内设备厂突破苹果客户提供关键契机。根据立讯精密《关于签署收购框架协议暨关联交易的公告》，公司拟与立讯有限共同出资 33 亿元，收购纬创投资（江苏）有限公司及纬新资通（昆山）有限公司的 100% 股权；根据蓝思科技《关于收购可胜科技（泰州）有限公司和可利科技（泰州）有限公司各 100% 股权的公告》，蓝思国际以现金 99.00 亿元人民币收购卖方持有的可胜科技（泰州）有限公司以及可利科技（泰州）有限公司各 100% 的股权；根据领益智造《关于收购伟创力实业（珠海）有限公司 100% 股权的公告》，公司拟通过全资子公司深圳市领懿科技发展有限公司收购伟创力实业（珠海）有限公司 100% 股权。

我们认为，纬创是 iPhone 的第三大代工厂，泰州厂是可成做苹果手机外壳的工厂，立讯、蓝思等国内企业有望突破继续突破苹果产业链，进而带动国内设备厂商大规模切入苹果供应链。

打破发那科等外资垄断、产生质变，富士康等台资企业有望成为公司未来重点突破的客户。根据凤凰网，苹果代工厂富士康自从 iPhone4 推出金属外壳开始，就使用发那科的机器人 Robotdrill，此后 iPhone 8、iPhone X 都是由发那科的机器人打造出来的。我们认为，公司产品已经小批量供应富士康等台资企业，2021 年有望打破发那科垄断，给公司的发展带来质的变化，台资企业有望成为公司 3C 领域未来重要的增长点。

表 20 国内代工厂不断收购台资、美资企业

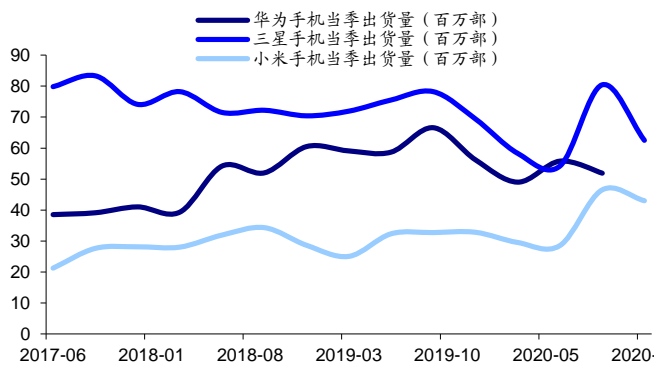
收购方	标的公司	收购标的公司股权	标的公司客户	收购价格
立讯精密	纬创投资(江苏)有限公司、 纬新资通(昆山)有限公司	各 100%	苹果等	33 亿元(含税价)
蓝思科技	可胜科技(泰州)有限公司、 可利科技(泰州)有限公司	各 100%	苹果等	99 亿元
领益智造	伟创力实业(珠海)有限公司	100%	苹果等	交易的总对价为相当于人民币 36,762.32 万元再加上交割时珠海伟创力的现金余额(截至 2020 年 11 月 30 日货币资金为人民币 1,696.09 万元)的总和的等值美元

资料来源:立讯精密《关于签署收购框架协议暨关联交易的公告》,蓝思科技《关于收购可胜科技(泰州)有限公司和可利科技(泰州)有限公司各 100%股权的公告》,领益智造《关于收购伟创力实业(珠海)有限公司 100%股权的公告》,海通证券研究所

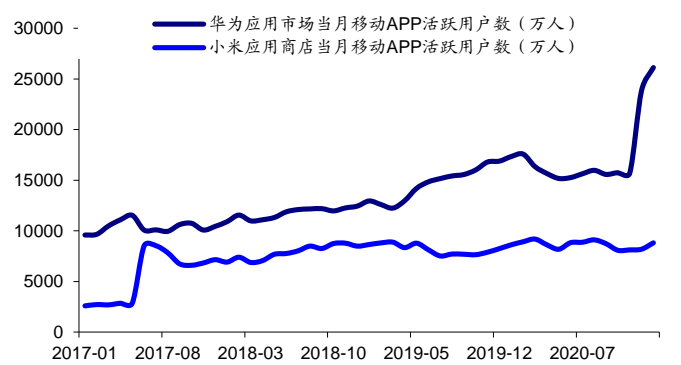
3.3.2 安卓系: 2021 年安卓系 5G 手机有望加速渗透, 公司在加工领域优势稳固

2020 四季度 OPPO、vivo 出货量出现拐点, 华为应用市场月活跃用户率先出现拐点。根据 Wind 的数据, 2020Q4 华为、三星、小米当季出货量仍处于低位, 但 OPPO 的 2020Q4 出货量达到 34.00 万台, 超过 2020Q2 的 24.00 万台(OPPO 没有 Q3 数据), vivo 的 2020Q4 出货量达到 33.40 万台, 超过 Q3 的 31.50 万台, 或已出现拐点; 另外, 2020 年 12 月华为应用商店月活跃用户数为 23851 万人, 环比 11 月+52.13%。我们认为, 安卓系 5G 手机有望加速渗透。

公司在安卓系代工厂中优势稳固。根据公司 2020 半年报, 公司产品门类齐全, 能够为客户提供整套机加工解决方案, 是国内同类型企业中技术宽度最广、产品宽度最全的企业之一。主要客户包括比亚迪电子、领益智造、东山精密、长盈精密、科森科技、通达集团、威博精密、杨达鑫科技、常州诚镓、富士康、蓝思科技、伯恩光学、欧菲光等, 客户覆盖华为供应链及中兴供应链。我们认为, 公司在安卓系代工厂中已经是绝对龙头、优势稳固, 有望直接受益安卓系产品销量复苏。

图 24 2020 年底部分安卓手机出货量仍处于低位


资料来源: Wind, 海通证券研究所

图 25 2020 年底华为应用市场月活跃用户数跳升


资料来源: Wind, 海通证券研究所

3.3.3 置换市场: 率先切入 5G 置换市场

率先切入 5G 置换市场。根据公司 2020 半年报, 公司高端智能装备业务已由金属加工设备为主的单一产品结构转向 3C 领域不同材质产品加工设备和非 3C 领域通用数控机床相结合的多种高端智能装备产品, 深度把握 5G 应用带来的市场机遇, 持续拓宽产品应用领域, 丰富装备产品储备, 提升公司的市场竞争力。

2020 上半年公司 5G 系列产品销量占比已经达到 43.50%。2019 年, 面对 5G 行业的快速发展, 公司依托多年的技术储备, 第一时间开发并发布适用于 5G 基站核心部件和 5G 通讯类产品结构件加工的数控机床系列产品, 在市场端引起强烈反响。2020

上半年,受国内 5G 基站建设速度加快影响,公司 5G 类系列产品在第二季度实现快速增长,并保持良好的发展态势。2020 上半年公司 5G 系列产品销量占比已经达到 43.50%。

表 21 2020 上半年公司 5G 系列产品销量占比已经达到 43.50%

序号	产品类型	产品明细	出货量(台)	占比
1	3C 系列产品	高速钻铣攻牙加工中心系列	3374	49.41%
		立式加工中心(V 系列)	1600	23.43%
2	5G 类系列产品	玻璃精雕机系列	1370	20.06%
		小计	2970	43.50%
3	其他系列产品	龙门加工中心系列、线轨/硬轨加工中心系列、卧式加工中心系列等	484	7.09%
总计			6828	100.00%

资料来源:2020 半年报,海通证券研究所

3.4 通用领域:销售政策灵活、打通渠道、建立品牌,未来发展空间巨大

围绕小型立式加工中心,分销代理为主、销售策略灵活,打通渠道、建立品牌。根据公司 2020 半年报,公司的立式加工中心,除了 5G 领域,也应用于各种塑胶、五金模具的加工,汽车零部件、自动化设备部件、医疗器械、航空航天、轨道交通等行业的精密部件加工;玻璃精雕机系列,除了 5G 领域,也应用于小型五金产品的表面高光洁面加工;龙门加工中心系列,主要适用于航空航天、汽车制造、轨道交通、航空航天等行业的中大尺寸复杂零件、模具加工,以黑色和有色金属为主;线轨/硬轨加工中心系列,主要适用于汽车零部件加工、机械加工、模具制造等行业的中小尺寸复杂零件的高精度和高效率加工。

在 3C 领域,公司针对战略客户与大客户,采用以直销为主、分销为辅的销售模式;在行业分布较广和客户较为分散的非 3C 领域,公司采用以分销代理模式为主,直销为辅的销售模式。在销售策略方面,最大化贴近市场,实时关注与分析行业政策与市场供给需求的变化,积极制定中长期销售策略与短期执行计划,强化销售“大脑”作用;在服务协同方面,为及时、快捷地服务客户,公司在内部组织、管理和机制上推行“营服一体化”模式,不断提高客户满意度。

根据 2020 业绩预告,2020 年全年公司数控机床产品累计出货量(含少量以经营性租赁实现的交付)首次突破 20000 台,其中通用机床产品全年累计出货量突破 5000 台,占比约 25%。

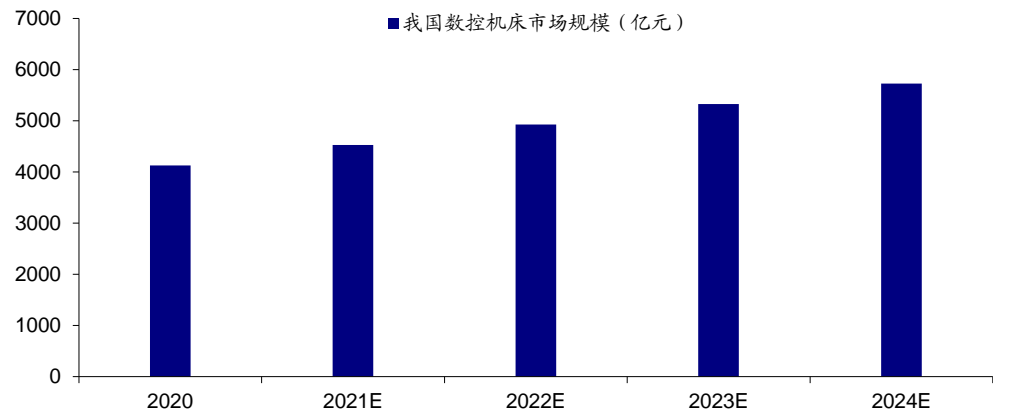
表 22 部分行业主要 CNC 类型

行业	主要 CNC 类型
消费电子	电加工机床、数控加工中心、数控钻床、数控铣床等
精密模具	数控铣床、精密电加工机床、高精度加工中心、精密磨床等
汽车零部件	数控车床、立式加工中心等

资料来源:《创业板向特定对象发行 A 股股票募集说明书(注册稿)》,海通证券研究所

通用 CNC 领域未来空间巨大。根据《创业板向特定对象发行 A 股股票募集说明书(注册稿)》援引前瞻研究院的数据,2018 年,我国数控机床市场规模达 3389 亿元,预计预计到 2024 年,我国数控机床市场规模将超过 5700 亿元,而我们估计,其中 3C 领域 CNC 市场规模不超过 500 亿元,可以看出,通用 CNC 领域未来市场空间巨大。

图26 未来我国 CNC 市场规模预测



资料来源:《创业板向特定对象发行 A 股股票募集说明书(注册稿)》援引前瞻研究院,海通证券研究所

图27 公司立式加工中心系列产品示例



资料来源:2020 半年报,海通证券研究所

图28 公司龙门加工中心系列产品示例



资料来源:2020 半年报,海通证券研究所

4. 盈利预测和估值

4.1 关键假设表

我们假设:

- 1) 消费电子精密结构件于 2020 年全部剥离,未来不再有相关业务;
- 2) 高端智能装备业务 2020/2021/2022 年收入分别为 31.15/38.12/52.50 亿元,毛利率分别为 30.00%/30.00%/30.00%;
- 3) 智能制造服务业务 2020/2021/2022 年收入分别为 0.65/0.98/1.28 亿元,毛利率分别为 40.00%/40.00%/40.00%。

表 23 关键假设表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
分产品销售收入 (百万元)					
高端智能装备	1942.25	2181.17	3114.71	3812.41	5249.68
消费电子精密结构件	3600.64	3319.27	0.00	0.00	0.00
智能制造服务	21.34	21.80	65.40	98.10	127.53
其他业务/内部抵消	-57.68	-82.98	0.00	0.00	0.00
合计主营业务收入	5506.54	5439.27	3180.11	3910.51	5377.21
分产品销售增长率 (%)					
高端智能装备	-24.30	12.30	42.80	22.40	37.70
消费电子精密结构件	-7.08	-7.81	-100.00	0.00	0.00
智能制造服务	0.00	2.16	200.00	50.00	30.00
其他业务/内部抵消	0.00	0.00	0.00	5.00	5.00
主营业务收入同比增长率	-14.25	-1.22	-41.53	22.97	37.51
分产品销售毛利率 (%)					
高端智能装备	37.88	29.39	30.00	30.00	30.00
消费电子精密结构件	-1.25	-0.19	0.00	0.00	0.00
智能制造服务	19.73	41.28	40.00	40.00	40.00
其他业务/内部抵消	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
合计主营业务毛利率	12.54	11.75	30.21	30.25	30.24

资料来源: Wind, 海通证券研究所

4.2 盈利预测和估值

可比公司 2021 年平均 PE 为 32 倍。公司为 3C 领域 CNC 龙头,因此我们选择 CNC 和核心零部件龙头公司国盛智科、海天精工、欧科亿、华锐精密作为可比公司, 4 家可比公司 2021 年平均 PE 为 32 倍。

表 24 可比公司估值 (2021.3.25)

	总市值 (亿元)	2019 年归母净利润 (亿元)	2019 年 PE (倍)	预估 2020 年归母净利润 (亿元)	预估 2021 年归母净利润 (亿元)	2020 年 PE (倍)	2021 年 PE (倍)
国盛智科	46.33	0.84	55	1.20	1.45	39	32
海天精工	76.73	0.77	100	1.38	2.15	56	36
欧科亿	39.59	0.88	45	1.08	1.62	37	25
华锐精密	47.66	0.72	66	0.89	1.33	54	36
平均值			67			46	32

资料来源: Wind, 海通证券研究所

盈利预测。预计公司 2021/2022/2023 年实现归母净利润分别为-6.08/5.85/8.73 亿元, EPS 分别为-0.40/0.38/0.57 元/股, 可比公司 2021 年 PE 为 32 倍。我们认为, 公司作为 3C 领域 CNC 行业龙头、竞争力强, 未来有望持续直接受益 5G 带来的 3C 行业的快速发展, 另外通用领域业有望快速突破, 业绩有望快速增长, 因此给予公司 2021 年 35-40 倍 PE, 合理价值区间为 13.30-15.20 元/股, 给予“优于大市”评级。

5. 风险提示

中美贸易摩擦，3C 行业发展不及预期，新产品拓展不及预期，通用领域客户拓展不及预期。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	5439	3180	3911	5377
每股收益	0.01	-0.40	0.38	0.57	营业成本	4800	2220	2728	3751
每股净资产	1.82	1.41	1.98	2.43	毛利率%	11.7%	30.2%	30.3%	30.2%
每股经营现金流	-0.21	0.34	0.33	0.47	营业税金及附加	25	16	20	27
每股股利	0.00	0.00	0.08	0.12	营业税金率%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
价值评估 (倍)					营业费用	178	223	117	161
P/E	1648	-34.07	35.46	23.73	营业费用率%	3.3%	7.0%	3.0%	3.0%
P/B	7.48	9.63	6.87	5.59	管理费用	346	286	274	323
P/S	3.57	6.10	5.30	3.85	管理费用率%	6.4%	9.0%	7.0%	6.0%
EV/EBITDA	35.92	59.12	26.35	18.84	EBIT	-32	181	616	900
股息率%	0.0%	0.0%	0.6%	0.9%	财务费用	114	53	46	34
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	2.1%	1.7%	1.2%	0.6%
毛利率	11.7%	30.2%	30.3%	30.2%	资产减值损失	-59	-590	0	0
净利润率	0.2%	-19.1%	14.9%	16.2%	投资收益	42	-22	0	0
净资产收益率	0.5%	-28.3%	19.4%	23.5%	营业利润	63	-606	688	1028
资产回报率	0.2%	-10.8%	9.0%	11.4%	营业外收支	-13	5	0	0
投资回报率	-0.1%	4.5%	11.1%	14.4%	利润总额	51	-601	688	1028
盈利增长 (%)					EBITDA	191	301	696	950
营业收入增长率	-1.2%	-41.5%	23.0%	37.5%	所得税	43	0	103	154
EBIT 增长率	90.6%	659.5%	239.5%	46.1%	有效所得税率%	85.2%	0.0%	15.0%	15.0%
净利润增长率	100.4%	-4938.4%	196.1%	49.4%	少数股东损益	-5	8	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	13	-608	585	873
资产负债率	62.2%	61.6%	53.3%	51.3%					
流动比率	1.14	1.07	1.40	1.56	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	0.76	0.82	1.09	1.21	货币资金	688	915	1349	1693
现金比率	0.19	0.35	0.52	0.55	应收账款及应收票据	1870	1046	1286	1768
经营效率指标					存货	1338	608	747	1028
应收帐款周转天数	89.32	90.00	90.00	90.00	其它流动资产	311	205	231	285
存货周转天数	101.72	100.00	100.00	100.00	流动资产合计	4206	2773	3614	4773
总资产周转率	0.74	0.57	0.60	0.70	长期股权投资	99	53	99	99
固定资产周转率	6.78	5.65	7.63	11.14	固定资产	802	563	513	483
					在建工程	120	170	220	270
					无形资产	174	134	104	84
					非流动资产合计	3122	2841	2857	2857
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	7328	5614	6470	7630
净利润	13	-608	585	873	短期借款	744	800	600	500
少数股东损益	-5	8	0	0	应付票据及应付账款	2143	1034	1270	1747
非现金支出	285	710	80	50	预收账款	141	95	117	161
非经营收益	116	291	54	46	其它流动负债	671	667	601	647
营运资金变动	-733	117	-214	-250	流动负债合计	3699	2597	2589	3055
经营活动现金流	-325	518	505	720	长期借款	145	145	145	145
资产	-140	-255	-50	-50	其它长期负债	715	715	715	715
投资	79	0	-46	0	非流动负债合计	860	860	860	860
其他	84	-22	0	0	负债总计	4558	3456	3449	3915
投资活动现金流	22	-277	-96	-50	实收资本	1431	1429	1526	1526
债权募资	1167	56	-200	-100	归属于母公司所有者权益	2773	2152	3017	3710
股权募资	0	-2	98	0	少数股东权益	-3	5	5	5
其他	-1037	-67	128	-226	负债和所有者权益合计	7328	5614	6470	7630
融资活动现金流	131	-14	26	-326					
现金净流量	-172	227	435	344					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 25 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

余炜超 机械行业
 吉晟 机械行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 浙江鼎力,快克股份,捷昌驱动,伊之密,中铁工业,中联重科,运达科技,中控技术,豪迈科技,中国中车,诺力股份,捷佳伟创,弘亚数控,迈为股份,龙马环卫,晶盛机电,杭氧股份,中集集团,先导智能,天准科技,天铁股份,三一重工,安徽合力,中密控股,凯迪股份,杰瑞股份,建设机械,恒立液压,昊志机电

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

宏观经济研究团队

宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com
联系人
应稼娴(021)23219394 yjx12725@htsec.com
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com
联系人
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com
联系人
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

固定收益研究团队

周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com
姜珮珊(021)23154121 jps10296@htsec.com
联系人
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com
张紫睿(021)23154484 zzz13186@htsec.com
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com
李姝醒 lsx11330@htsec.com
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com
周旭辉 zxh12382@htsec.com
联系人
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com
联系人
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com
联系人
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com
彭婷(010)68067998 ppt3606@htsec.com

汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com
联系人
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com
郝蕾 23963569 hl12742@htsec.com

公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com
张磊(021)23212001 zll10996@htsec.com
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com

批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com
联系人
郝景毅 zjy12711@htsec.com

房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com

电子行业 周旭辉 zhx12382@htsec.com 李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com 联系人 肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com	煤炭行业 李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com 戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com 吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com 王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com	电力设备及新能源行业 张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com 房 青(021)23219692 fangq@htsec.com 曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com 徐柏乔(021)23219171 xbj6583@htsec.com
基础化工行业 刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com 刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com 张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com 孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com 李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com	计算机行业 郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com 杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com 于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com 黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com 洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com 联系人 杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com	通信行业 朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com 余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com 张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com 联系人 杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com
非银行金融行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com 李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com 联系人 任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com	交通运输行业 虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com 罗月江 (010) 56760091 ljy12399@htsec.com 陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com	纺织服装行业 梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com 盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com
建筑建材行业 冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com 潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com 申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com	机械行业 余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com 周 丹 zd12213@htsec.com 吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com 赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com 联系人 赵靖博 zjb13572@htsec.com	钢铁行业 刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com 周慧琳(021)23154399 zhl11756@htsec.com
建筑工程行业 张欣劼 zxj12156@htsec.com 李富华(021)23154134 lfh12225@htsec.com	农林牧渔行业 丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com 陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com 联系人 孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com	食品饮料行业 闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com 颜慧菁 yhj12866@htsec.com 张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com 程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com
军工行业 张恒昶 zhx10170@htsec.com 张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com 联系人 刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com	银行行业 孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com 解巍巍 xww12276@htsec.com 林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com 联系人 董栋梁(021) 23219356 ddl13026@htsec.com	社会服务行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com 联系人 毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com
家电行业 陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com 李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com 朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com 刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com	造纸轻工行业 汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com 赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com 联系人 柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com	

研究所销售团队

深广地区销售团队 蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com 伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com 辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com 刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com 饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com 欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com 巩柏含 gbh11537@htsec.com 滕雪竹 txz13189@htsec.com	上海地区销售团队 胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com 朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com 李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com 黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com 漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com 胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com 黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com 毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com 马晓男 mxn11376@htsec.com 杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com 张思宇 zsy11797@htsec.com 王朝领 wcl11854@htsec.com 邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com 李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com 董晓梅 dxm10457@htsec.com	北京地区销售团队 殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com 郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com 张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com 杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com 郭金垚(010)58067851 gjy12727@htsec.com 张钧博 zjb13446@htsec.com 高 瑞 gr13547@htsec.com
---	---	--

海通证券股份有限公司研究所
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼
电话：（021）23219000
传真：（021）23219392
网址：www.htsec.com