

2014-11-13

公司报告(点评报告)

 评级 **推荐** **维持**

分析师: 章诚

 (8621)68751829

 zhangcheng1@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512010001

分析师: 刘军

 (8621) 68751765

 liujun12@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490512110001

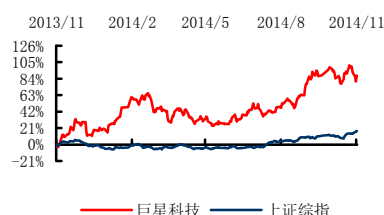
联系人: 高亮 \ 万广博

 (8621) 68751829

 gaoliang@cjsc.com.cn

wangb@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

《净利润持续增长, 智能化产品市场空间巨大——巨星科技三季报点评》2014-10-30

《增资自机器人, 产业升级再获实质性突破——巨星科技公告点评》2014-10-15

《杭叉上市脚步临近, “大机械”产业布局又添亮点——巨星科技公告点评》2014-10-14

巨星科技 (002444)

扩张大幅提速, 打造智能工具及服务机器人新增长极 ——巨星科技公告点评

报告要点

■ 事件描述

巨星科技发布公告, 使用自有资金 5,000 万元设立全资子公司——杭州巨星机器人技术有限公司。

■ 事件评论

设立机器人业务全资子公司, 标志智能工具及智能服务机器人新业务的扩张将大幅提速。巨星科技持有子公司 100% 股权, 资本金 5000 万元, 主要发展智能工具和智能服务机器人两大产品领域, 可享受较低税率。

整合三大核心竞争优势, 打造智能化产品发展平台。我们认为, 此举有助于公司整合现有智能行业的制造、渠道、技术三大资源优势:

- 基础制造: 基于轻资产运行模式, 公司的产品制造实力突出;
- 渠道: 借助国外超市销售渠道与杭叉全球销售网络, 同时正搭建国内销售 OTO (Online To Offline) 平台;
- 技术: 发挥自机器人底盘与驱动、自主定位导航和机器视觉三大核心智能技术。同时, 该子公司未来或将承接机器人技术的其他整合。

新业务发展潜力巨大, 有望成为新核心增长极。智能工具指带有记忆功能、可智能化运作、易于操控的各类手工具及家用产品, 这些产品在欧美市场需求旺盛。另一方面, 家庭服务机器人市场空间也非常巨大, 根据 IFR 预测, 2013-2016 年全球销量将达到 1500 万台, 市场规模或达 336 亿元。

坚定看好公司未来几年的发展前景, 核心逻辑如下:

- **内生及外延提速, 打造智能化新一代产品。**明年智能产品或贡献显著利润。
- **手工具业务年均复合增速约 15%, 现金流充沛, 有助于新业务发展。**受益美国经济、新产品推广提升市场份额, 手工具业务的收入增速有望保持平稳。

业绩预测及投资建议: 预计公司 2014-15 年净利润约 5.5、7.1 亿元, EPS 分别约 0.55、0.70 元/股, 对应 PE 分别为 24、19 倍。维持“推荐”。

■ 风险提示

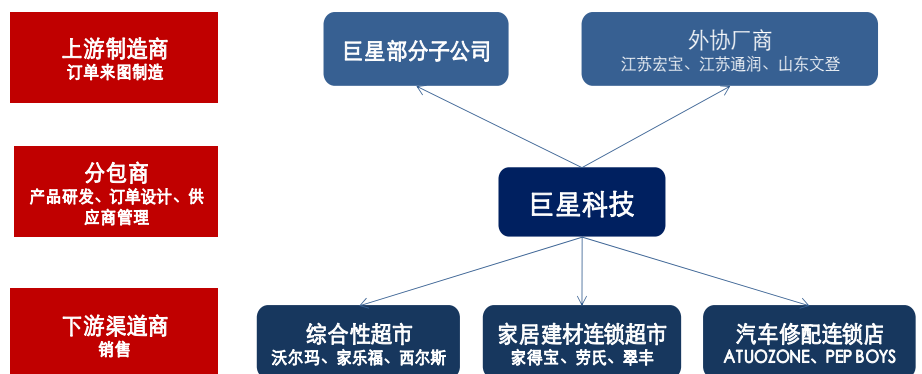
智能产品等新业务的成长速度慢于预期。

三大核心竞争力，打造智能化产品发展平台

制造优势：轻资产模式整合上游制造资源

“轻资产运营”模式，定位为上游制造资源及下游终端需求的整合者。巨星科技利用其强大产品设计开发能力和客户网络承接海外订单，提供设计、制造、检验等一站式解决方案，制造 70%以上通过上游制造企业代工生产。在以上“轻资产”模式下，扩张不依赖固定资产投资沉淀，产能约束也较小。

图 1：巨星科技立足产业链分包环节



资料来源：长江证券研究部

渠道优势：协同海外销售渠道与杭叉全球销售网络

➤ 欧美超市渠道：打开手工工具智能化及智能服务机器人市场

经过数十年积累，巨星公司目前市场主要集中在欧美、大洋州，这些地区巨星公司已经建立起比较完善的销售网络。巨星与全球大型的金、五金、建材、百货、汽配行业的连锁超市建立了业务关系，超过 20000 家终端卖场直接销售巨星的产品。产品 98%出口欧美，其中 75%出口到美国。前三大客户为 Low's（劳氏）、Great Neck（格耐克）、Home Depot（家得宝），其中劳氏和家得宝是美国最大的家居建材连锁超市，两者在合计在全球拥有 4000 家连锁店；格耐克是美国工业工具供应商巨头。

表 1: 巨星科技主要客户简介

	英文名	中文名	简介
	HOMEDEPOT	家得宝	全球最大的家居建材连锁超市、拥有超过 2200 家的连锁店，全球 500 强企业
	LOWES	劳氏	全球第二大的家居建材连锁超市、拥有超过 1700 家的连锁店，全球 500 强企业
	KINGFISHER	翠丰	全球第三大的家居建材连锁超市、拥有超过 830 家的连锁店，全球 500 强企业
	WALMART	沃尔玛	全球最大的零售商、拥有 8000 多家连锁店，全球 500 强企业
	SEARS	希尔斯	美国第三大零售业集团，拥有 3900 多家连锁店，全球 500 强企业
	CARREFOUR	家乐福	全球第二大的零售商、拥有 15,500 多家连锁店，全球 500 强企业
	AUTOZONE		美国最大的汽车修配连锁、拥有 3600 多家连锁店，全球 500 强企业
	PEPBOYS		美国最大的汽车配件零售和服务连锁、拥有 560 家连锁店
	GRAINGER		美国最大工业 企业工具供应经销商

资料来源：公司网站，长江证券研究部

➤ 杭叉销售网络：利于物流机器人发展

中国目前最大的叉车研发制造集团之一，国内外销售网络巨大。下属一家合资公司、63 家控股子公司和 2 家参股子公司，是中国叉车行业的排头兵企业，高新技术企业，浙江省装备制造业重点培育企业，目前已跻身世界物料搬运设备制造企业前 12 强。

图 3：杭叉国内营销网络示意图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

国内方面，公司形成了一支由 51 个销售型子公司、100 余家授权经销商队伍组成的国内强大的营销服务网络。公司在积极开拓国内市场的同时，也大力开拓海外市场。当前公司已和海外 130 余家专业经销商建立了贸易关系，产品销往俄罗斯、巴西、波兰、法国、土耳其、美国等 130 多个国家和地区。

技术优势：拥有国自机器人核心智能技术

底盘与驱动、自主定位导航和机器视觉是国自机器人的三大核心技术。在三大核心技术的支持下，公司产品主要有四类，分别为 AGV（Automated Guided Vehicle）、移动巡检机器人、“智慧工厂”、家用服务机器人，其中 AGV 和移动巡检机器人已在 2013 年获得一定的市场认可度，未来将主要开拓物流机器人（即 AGV）和家用服务机器人两大领域，同时响应浙江省“机器换人”计划发展设备级别、流水线级别和工厂级别等多类型“智慧工厂”。

图 4：浙江国自机器人核心技术



资料来源：长江证券研究部

基于浙江大学自动化技术，专注机器人本体和自动化系统集成。公司依托工业自动化国家工程研究中心、工业控制技术国家重点实验室和浙江大学智能系统与控制研究所，致力于成为一家集科研开发、生产制造、市场营销及工程服务为一体的机器人整体解决方案供应商。

表 2：浙江国自机器人的部分荣誉

部分所获荣誉	
2013	公司获得 CNAS ISO9001、ISO14001、OHSAS28001 体系认证
2012	公司获得“软件企业”资质
2012	公司被评为杭州市“雏鹰企业”并划分为第一档
2012	公司分别被评为浙江省和杭州市第十四届讲比竞赛活动先进集体
2012	小型组足球机器人获得北美公开赛冠军及世界 RoboCup 小型足球比赛亚军
2010	海宝机器人运营团队被上海世博局评为“世博园区青年突击队”
2010	公司与浙江大学合作的机器人研发团队被评为“省创新团队”

资料来源：公司网站，长江证券研究部

新业务发展潜力巨大，有望成为新核心增长极 智能手工具：欧美市场需求旺盛

智能化手工具需求旺盛。智能化手工具指的是能够自行装配，易于 DIY 的手工具。随着用户对产品智能化、人性化的需求不断提高，这些产品在欧美市场需求逐步旺盛。

图 5：巨星科技智能化手工工具

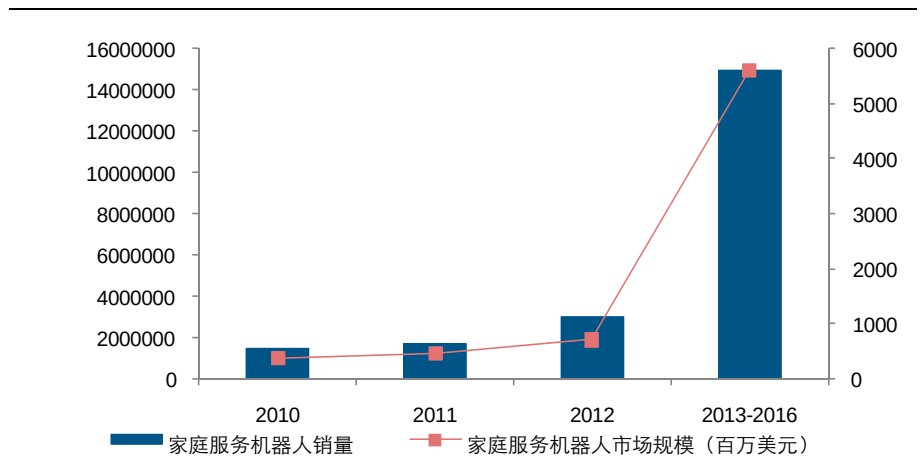


资料来源：公司网页，长江证券研究部

智能服务机器人：未来市场空间或达万亿美元

智能服务机器人空间巨大，龙头 iROBOT 发展迅速。家庭服务机器人主要包括：洗地机器人、擦地机器人、割草机器人等。2012 年，全球大约卖出 300 万台家庭服务机器人，相较于 2011 年增长 20%，市场规模扩大到 70 亿元。根据 IFR 预测，2013-2016 年，家庭服务机器人销量将达到 1500 万台，市场规模将会达到 336 亿元。未来随着人工智能的不断发展，智能服务机器人市场空间或达万亿美元。

图 6：全球家庭服务机器人销量与市场规模



资料来源：IFR，长江证券研究部

以家庭服务机器人龙头 iROBOT 为例。iROBOT 公司是全世界吸尘机器人的发明者和领军者，依托麻省理工学院机器人研究所，公司拥有强大的研发能力，也是美国军用机器人研发中心。2013 年，公司市值达到 10 亿美元，营业收入 4.87 亿美元，净利润 0.28 亿美元，目前市盈率 34 倍。去年 8 月份，公司机器人累计销量已达到 1000 万台，未来公司将向家庭服务机器人的其他领域拓展，发展潜力巨大。

图 7: IROBOT 室内清洁机器人



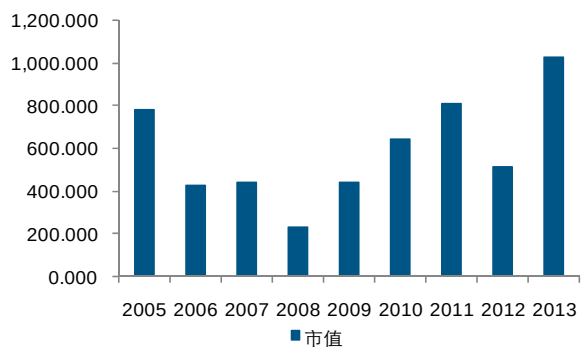
资料来源: IROBOT, 长江证券研究部

图 8: IROBOT 泳池清洁机器人



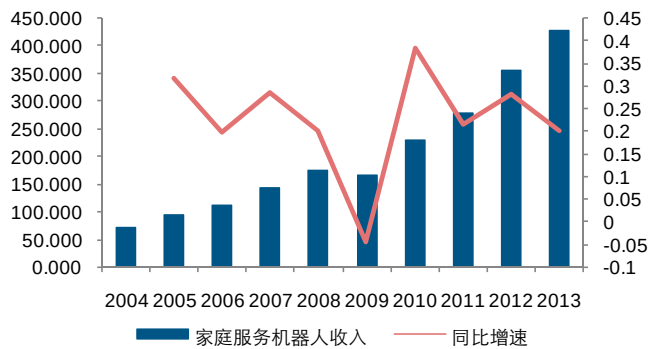
资料来源: IROBOT, 长江证券研究部

图 9: IROBOT 市值持续增长



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 10: IROBOT 家庭服务机器人产品发展迅速



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	2646	3245	4090	5172	货币资金	989	859	840	1041
营业成本	1917	2348	2953	3732	交易性金融资产	144	144	144	144
毛利	729	897	1137	1440	应收账款	851	828	933	1040
%营业收入	27.6%	27.6%	27.8%	27.8%	存货	160	180	194	204
营业税金及附加	5	6	7	9	预付账款	15	19	23	30
%营业收入	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动资产	647	795	985	1246
销售费用	159	195	241	305	流动资产合计	2806	2824	3133	3719
%营业收入	6.0%	6.0%	5.9%	5.9%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	150	185	229	290	持有至到期投资	0	0	0	0
%营业收入	5.7%	5.7%	5.6%	5.6%	长期股权投资	1174	1314	1480	1730
财务费用	51	-15	-11	-13	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1.9%	-0.5%	-0.3%	-0.3%	固定资产合计	362	421	480	554
资产减值损失	10	13	16	20	无形资产	95	90	86	81
公允价值变动收益	17	0	0	0	商誉	1	1	1	1
投资收益	118	140	180	250	递延所得税资产	7	3	3	4
营业利润	489	654	834	1079	其他非流动资产	168	168	168	168
%营业收入	18.5%	20.1%	20.4%	20.9%	资产总计	4613	4821	5351	6258
营业外收支	37	37	37	37	短期贷款	317	0	0	0
利润总额	527	691	871	1116	应付款项	447	548	406	513
%营业收入	19.9%	21.3%	21.3%	21.6%	预收账款	13	16	20	26
所得税费用	99	138	165	212	应付职工薪酬	41	50	64	80
净利润	427	553	706	904	应交税费	53	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	427.6	553.1	706.2	904.9	其他流动负债	5	6	68	86
少数股东损益	0	-1	-1	-1	流动负债合计	876	620	558	706
EPS (元/股)	0.42	0.55	0.70	0.89	长期借款	118	118	118	118
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2013A	2014E	2015E	2016E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	333	342	178	452	其他非流动负债	4	4	4	4
取得投资收益	22	0	0	0	负债合计	999	743	681	828
长期股权投资	-19	0	0	0	归属于母公司	3539	4004	4597	5357
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	75	74	73	72
固定资产投资	-128	-81	-95	-119	股东权益	3614	4078	4671	5430
其他	-629	0	0	0	负债及股东权益	4613	4821	5351	6258
投资活动现金流净额	-775	-81	-95	-119	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2013A	2014E	2015E	2016E
股权融资	5	0	0	0	EPS	0.422	0.545	0.696	0.892
银行贷款增加 (减少)	-7	-317	0	0	BVPS	3.49	3.95	4.53	5.28
筹资成本	149	-74	-102	-132	PE	30.87	23.87	18.69	14.59
其他	-459	0	0	0	PEG	1.09	0.84	0.66	0.51
筹资活动现金流净额	-312	-391	-102	-132	PB	3.73	3.30	2.87	2.46
现金净流量	-754	-130	-19	201	EV/EBITDA	22.30	18.72	14.46	11.01
					ROE	12.1%	13.8%	15.4%	16.9%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
看 好：	相对表现优于市场		
中 性：	相对表现与市场持平		
看 淡：	相对表现弱于市场		
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：		
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%		
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间		
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间		
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%		
无投资评级：	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。		



研究部/机构客户部

上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
(430015)

传真: 027-65799501

北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室
(100032)

传真: 021-68751791

深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。