

2017年03月24日

# 埃斯顿 (002747.SZ)

## 公司快报

### 业绩符合预期，内生外延打造系统解决方案供应商

机械 | 机床设备 III

投资评级	增持-B(维持)
6个月目标价	46.76元
股价(2017-03-23)	41.34元

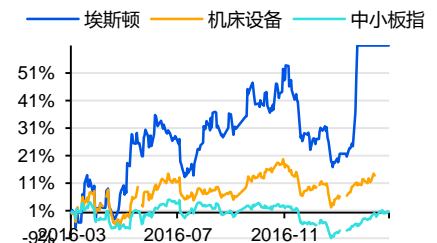
#### 投资要点

- ◆ **工业机器人业务高速增长，业绩符合预期**：公司2016年实现营业收入6.78亿元，同比增长40.40%；归母净利润6858万元，同比增长33.99%，业绩符合预期。2016年度利润分配拟每10股转增20股另派发现金股利2元。公司的工业机器人业务增速迅猛，贡献2.11亿元，同比增长167%，显著带动公司业绩增长；公司拥有核心技术的运动控制及交流伺服系统产品同比增长43%；综合毛利率由34.65%下滑至31.65%，但净利率由10.77%提升至11.24%，降本增效效果显著；报告期公司研发费用6408万元，同比增长19.14%。
- ◆ **“技术提升+产业升级+需求增长”确保快速成长**：公司的六轴通用机器人产品广泛应用于汽车及零部件、家电、3C等行业的焊接、搬运与码垛、机床上下料、分拣、折弯、装配等。受益于下游3C电子、机器人和新能源锂电池等行业的快速增长，公司业绩增长势头良好，披露2017年一季度预计归母净利润同比增长150%-200%。据工控网，未来3-5年中国自动化市场整体增速将保持在5%左右，达到1800亿元人民币。随着我国制造业转型升级及人口红利优势逐步褪去，提升效率和质量将成提升我国制造业竞争力的主要手段，而以工业机器人为代表的智能装备将逐步普及及国产化。公司自主掌握控制器、伺服系统、减速装置等机器人核心零部件技术，紧抓微笑曲线两端，规模化效应将逐步显现，未来盈利能力还有提升空间。
- ◆ **围绕智能装备外延，打造系统解决方案供应商**：公司外延动作不断，彰显公司利用上市公司平台加快资源整合和产业布局的决心。2016年2月，公司入股意大利Euclid Labs SRL，Euclid掌握国际领先的机器人三维视觉技术、机器人离线编程及智能操作技术，有助于公司提升工业机器人视觉的技术开发能力；2016年6、7月先后收购上海普莱克斯和南京锋远自动化，布局压铸机、汽车焊装自动化等细分领域；今年2月拟以1550万英镑收购英国老牌运控Trio Motion，补足公司在运控领域的短板。公司积极外延将有效提升公司系统解决方案能力，形成“核心零部件、本体、行业系统解决方案”的布局。同时，公司在汽车及零部件、家电、3C、新能源等行业发力，利用自身技术优势及收购企业技术和行业应用经验的协同效应，进一步提升公司在智能制造系统领域的市场份额和影响力。
- ◆ **投资建议**：我们认为公司通过技术积累和积极外延逐渐形成行业系统解决方案供应商能力，明显提升公司核心部件及工业机器人优势产品的竞争力及市场占有率，我们预测公司2017-2019年营业收入分别为9.20亿元、12.00亿元、15.21亿元，每股收益分别为0.36、0.55和0.69元。维持“增持-B”投资评级，6个月目标价为46.76元，相当于2018年85倍的市盈率。
- ◆ **风险提示**：下游市场景气度下降、市场竞争加剧致盈利能力下降、外延收购公司整合不达预期等。

#### 交易数据

总市值(百万元)	11,401.26
流通市值(百万元)	2,480.40
总股本(百万股)	275.79
流通股本(百万股)	60.00
12个月价格区间	26.21/59.99元

#### 一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-2.75	26.02	58.39
绝对收益	0.0	30.82	57.26

#### 分析师

张仲杰  
 SAC执业证书编号：S0910515050001  
 zhangzhongjie@huajinsec.cn  
 021-20655610

#### 报告联系人

范益民  
 fanyimin@huajinsec.cn  
 021-20655736

#### 相关报告

- 埃斯顿：工业机器人核心部件技术优势显现，盈利能力仍有提升空间 2016-10-31
- 埃斯顿：系统解决方案提升公司产品市场竞争力 2016-08-24
- 埃斯顿：机器人及智能制造系统高速增长 2016-04-26
- 埃斯顿：传统主业收入下滑，智能制造领域快速成长 2016-03-14

**财务数据与估值**

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	483.1	678.3	919.6	1,200.1	1,521.3
同比增长(%)	-5.6%	40.4%	35.6%	30.5%	26.8%
营业利润(百万元)	13.4	31.9	67.2	118.4	159.1
同比增长(%)	-45.4%	136.9%	111.0%	76.1%	34.4%
净利润(百万元)	51.2	68.6	99.1	152.4	191.6
同比增长(%)	16.4%	34.0%	44.5%	53.7%	25.7%
每股收益(元)	0.19	0.25	0.36	0.55	0.69
PE	222.7	166.2	115.0	74.8	59.5
PB	22.9	7.8	7.3	6.8	6.2

数据来源：贝格数据华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	483.1	678.3	919.6	1,200.1	1,521.3	年增长率					
减:营业成本	315.7	463.7	621.3	807.6	1,019.0	营业收入增长率	-5.6%	40.4%	35.6%	30.5%	26.8%
营业税费	3.0	6.2	6.9	9.1	12.3	营业利润增长率	-45.4%	136.9%	111.0%	76.1%	34.4%
销售费用	47.3	56.1	80.1	90.0	106.5	净利润增长率	16.4%	34.0%	44.5%	53.7%	25.7%
管理费用	97.2	111.2	147.1	180.0	228.2	EBITDA 增长率	-24.2%	77.3%	38.6%	64.5%	33.5%
财务费用	2.4	4.8	-7.3	-9.3	-8.2	EBIT 增长率	-42.7%	131.3%	63.6%	81.9%	38.4%
资产减值损失	4.2	9.7	5.9	6.6	7.4	NOPLAT 增长率	-39.2%	128.2%	63.7%	81.9%	38.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	31.9%	180.9%	-28.0%	37.6%	-1.1%
投资和汇兑收益	0.0	5.1	1.7	2.3	3.0	净资产增长率	73.1%	193.9%	7.1%	8.2%	9.0%
营业利润	13.4	31.9	67.2	118.4	159.1	盈利能力					
加:营业外净收支	40.6	48.4	37.1	42.0	42.5	毛利率	34.7%	31.6%	32.4%	32.7%	33.0%
利润总额	54.1	80.3	104.4	160.4	201.7	营业利润率	2.8%	4.7%	7.3%	9.9%	10.5%
减:所得税	2.0	4.0	5.2	8.0	10.1	净利润率	10.6%	10.1%	10.8%	12.7%	12.6%
净利润	51.2	68.6	99.1	152.4	191.6	EBITDA/营业收入	6.4%	8.1%	8.3%	10.4%	11.0%
						EBIT/营业收入	3.3%	5.4%	6.5%	9.1%	9.9%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	32.7%	21.9%	19.4%	30.0%	25.8%
货币资金	33.4	147.5	787.4	597.2	795.3	负债权益比	48.6%	28.0%	24.0%	42.8%	34.8%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.20	3.83	5.02	3.12	3.85
应收帐款	173.2	297.9	200.8	532.3	404.7	速动比率	1.69	3.33	4.50	2.66	3.34
应收票据	66.2	121.4	99.3	201.7	187.4	利息保障倍数	6.63	7.68	-8.21	-11.68	-18.45
预付帐款	6.0	26.5	2.6	39.7	17.8	营运能力					
存货	93.6	169.7	146.0	286.3	260.9	固定资产周转天数	103	84	68	49	35
其他流动资产	35.8	532.4	192.0	253.4	326.0	流动营业资本周转天数	146	285	260	200	202
可供出售金融资产	30.0	40.3	23.4	31.3	31.7	流动资产周转天数	252	452	533	501	462
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	107	125	98	110	111
长期股权投资	2.4	34.1	34.1	34.1	34.1	存货周转天数	62	70	62	65	65
投资性房地产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	总资产周转天数	446	696	750	658	584
固定资产	136.0	181.2	168.4	155.5	142.6	投资资本周转天数	292	451	422	322	293
在建工程	33.3	64.6	64.6	64.6	64.6	费用率					
无形资产	103.9	106.0	102.6	99.2	95.9	销售费用率	9.8%	8.3%	8.7%	7.5%	7.0%
其他非流动资产	29.3	159.0	130.4	137.6	141.9	管理费用率	20.1%	16.4%	16.0%	15.0%	15.0%
资产总额	743.3	1,880.9	1,951.9	2,433.1	2,503.1	财务费用率	0.5%	0.7%	-0.8%	-0.8%	-0.5%
短期债务	39.3	35.0	125.0	150.0	175.0	三费/营业收入	30.4%	25.4%	23.9%	21.7%	21.5%
应付帐款	98.9	211.5	131.4	326.3	267.2	投资回报率					
应付票据	28.7	46.1	7.5	83.6	38.8	ROE	10.3%	4.7%	6.4%	9.0%	10.4%
其他流动负债	19.1	45.3	20.8	51.8	36.8	ROA	7.0%	4.1%	5.1%	6.3%	7.7%
长期借款	-	-	50.0	60.0	70.0	ROIC	4.5%	7.8%	4.5%	11.5%	11.5%
其他非流动负债	57.3	73.2	43.7	58.1	58.3	分红指标					
负债总额	243.3	411.2	378.3	729.8	646.1	DPS(元)	0.18	0.20	0.07	0.11	0.14
少数股东权益	1.8	17.0	17.0	17.0	17.0	分红比率	94.9%	80.4%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	121.5	275.8	275.8	275.8	275.8	股息收益率	0.4%	0.5%	0.2%	0.3%	0.3%
留存收益	417.6	1,218.4	1,280.8	1,410.6	1,564.2						
股东权益	500.1	1,469.8	1,573.6	1,703.3	1,857.0						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	52.0	76.2	99.1	152.4	191.6	EPS(元)	0.19	0.25	0.36	0.55	0.69
加:折旧和摊销	15.7	18.8	16.2	16.2	16.2	BVPS(元)	1.81	5.27	5.64	6.11	6.67
资产减值准备	4.2	9.7	-	-	-	PE(X)	222.7	166.2	115.0	74.8	59.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	22.9	7.8	7.3	6.8	6.2
财务费用	1.3	5.9	-7.3	-9.3	-8.2	P/FCF	-118.3	-15.3	19.3	-74.7	47.4
投资损失	-0.0	-5.1	-1.7	-2.3	-3.0	P/S	23.6	16.8	12.4	9.5	7.5
少数股东损益	0.8	7.6	-	-	-	EV/EBITDA	160.3	203.7	141.1	87.5	64.5
营运资金的变动	-52.1	-672.6	362.9	-363.3	-6.4	CAGR(%)	43.1%	36.0%	32.5%	43.1%	36.0%
经营活动产生现金流量	8.4	-65.3	469.3	-206.3	190.2	PEG	5.2	4.6	3.5	1.7	1.7
投资活动产生现金流量	-156.3	-701.2	18.6	-5.5	2.6	ROIC/WACC	0.4	0.7	0.4	1.1	1.1
融资活动产生现金流量	162.4	880.0	152.0	21.7	5.3						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

### 公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

### 分析师声明

张仲杰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn