

## 三季报基本符合预期，机器人行业大有可为

### 投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 2017 年前三季度实现营收 16.77 亿元, 同比增长 34.6%; 实现归母净利润 2.74 亿元, 同比增长 10.2%; 扣非后归母净利润 2.35 亿, 同比增长 24.3%。
- **机器人行业 2017 年增速显著。** 中国工业机器人密度不足世界平均值的一半, 在国家制造业转型大背景下, 进入 2017 年以来工业机器人呈现产销两旺的局面。根据行业数据, 截止 2017 年 5 月, 受下游的汽车及零部件、新能源、医疗等领域业务对自动化设备需求的显著提升, 工业机器人产量增长达到 47%。根据 IFR 的预测, 2016 到 2018 年世界工业机器人销量增长年均 15% 左右, 而需求的主要动力来源于中国。公司作为工业机器人国内龙头, 产品类型全, 订单同比持续增长。
- **机器人产品不断融入机器视觉等创新技术, 率先研发下一代机器人。** 公司不断加大研发投入并前瞻性的在机器人产品中加入包括人机协作、力感知、机器人视觉等一系列新技术。公司工业机器人产品不断拓展 3C、新能源等下游应用领域。以汽车领域为例, 公司目前已经为包括华晨宝马、长春一汽等大型客户提供高端系统化的服务。而整车厂对自动化生产线的稳定性等性能是要求最为严苛的, 进入整车厂体系也是对公司机器人产品设计生产能力的重要佐证。
- **不断拓展产品线, 产品类型不断丰富。** 公司不断拓展产品类型。新产品包括 1) 通过引入包括激光导航技术的移动机器人, 保持在汽车、机械行业应用, 并拓展新能源电池、文娱产业的应用场景; 2) 洁净机器人解决下游包括 LED 行业等重要供应链问题; 3) “松果”系列服务机器人实现海外销售; 4) 3D 打印产品应用场景扩展至航空、医疗、模具及修复领域。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.28 元、0.33 元、0.37 元, 对应 PE 为 77 倍、66 倍和 59 倍。结合机器人行业整体估值水平及公司在该领域国内龙头地位, 给予公司 2018 年 75 倍估值, 对应目标价 24.75 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 1) 公司产品开发进展不达预期风险; 2) 政策面波动风险; 3) 下游客户开发不达预期风险。

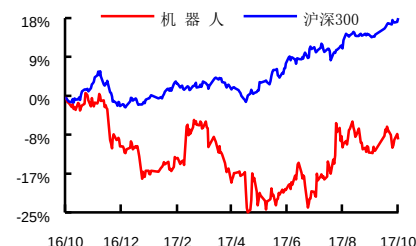
| 指标/年度          | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 (百万元)     | 2033.48 | 2447.29 | 2875.62 | 3251.21 |
| 增长率            | 20.65%  | 20.35%  | 17.50%  | 13.06%  |
| 归属母公司净利润 (百万元) | 410.77  | 443.87  | 514.88  | 581.62  |
| 增长率            | 4.04%   | 8.06%   | 16.00%  | 12.96%  |
| 每股收益 EPS (元)   | 0.26    | 0.28    | 0.33    | 0.37    |
| 净资产收益率 ROE     | 7.44%   | 7.72%   | 8.56%   | 9.24%   |
| PE             | 83      | 77      | 66      | 59      |
| PB             | 6.06    | 5.82    | 5.56    | 5.32    |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 高翔  
 执业证号: S1250515030001  
 电话: 023-67898841  
 邮箱: gaox@swsc.com.cn  
 联系人: 武雪原  
 电话: 010-57758579  
 邮箱: wuxuey@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

|              |             |
|--------------|-------------|
| 总股本(亿股)      | 15.60       |
| 流通 A 股(亿股)   | 15.14       |
| 52 周内股价区间(元) | 18.04-24.36 |
| 总市值(亿元)      | 341.69      |
| 总资产(亿元)      | 80.99       |
| 每股净资产(元)     | 3.71        |

### 相关研究

### 关键假设：

假设 1：我国工业机器人近年来一直保持 20% 以上的行业增速，进入 2017 年，整个行业增速提升到超过 40% 的水平，在行业增长背景下，判断公司工业机器人业务平稳增长；

假设 2：公司下游客户不断多样化，包括 3C、新能源、汽车及零部件、烟草等多个领域，客户开展顺利，自动化装配与检测生产线及系统集成业务持续增长；

假设 3：公司持续探索在物流装备领域的发展趋势，不断在该领域推出创新性产品，在保持汽车、电力、烟草等领域的原有优势之外，不断在 2017 拓展在轮胎、锂电池、医药等领域的智能物流系统应用，该项业务保持快速增长。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

**表 1：各项业务收入及毛利率（单位：百万元）**

|                      |      | 2016A    | 2017E    | 2018E    | 2019E    |
|----------------------|------|----------|----------|----------|----------|
| 合计                   | 营业收入 | 2,033.48 | 2,447.29 | 2,875.62 | 3,251.21 |
|                      | 增速   | 20.65%   | 20.35%   | 17.50%   | 13.06%   |
|                      | 成本   | 1,388.09 | 1,653.70 | 1,932.18 | 2,171.37 |
|                      | 毛利率  | 31.74%   | 32.43%   | 32.81%   | 33.21%   |
| 工业机器人                | 营业收入 | 652.89   | 750.82   | 900.99   | 1036.14  |
|                      | 增速   | 26.09%   | 15.00%   | 20.00%   | 15.00%   |
|                      | 成本   | 459.07   | 519.57   | 623.48   | 717.01   |
|                      | 毛利率  | 29.69%   | 30.80%   | 30.80%   | 30.80%   |
| 自动化装配与检测生产线<br>及系统集成 | 营业收入 | 651.75   | 749.51   | 861.94   | 991.23   |
|                      | 增速   | 19.06%   | 15.00%   | 15.00%   | 15.00%   |
|                      | 成本   | 414.99   | 487.18   | 551.64   | 624.48   |
|                      | 毛利率  | 36.33%   | 35.00%   | 36.00%   | 37.00%   |
| 物流与仓储自动化<br>成套装备     | 营业收入 | 547.42   | 711.65   | 853.98   | 939.37   |
|                      | 增速   | 30.30%   | 30.00%   | 20.00%   | 10.00%   |
|                      | 成本   | 389.18   | 480.36   | 576.43   | 634.08   |
|                      | 毛利率  | 28.91%   | 32.50%   | 32.50%   | 32.50%   |
| 交通自动化系统              | 营业收入 | 179.25   | 233.03   | 256.33   | 281.96   |
|                      | 增速   | -5.95%   | 30.00%   | 10.00%   | 10.00%   |
|                      | 成本   | 124.82   | 165.45   | 179.43   | 194.55   |
|                      | 毛利率  | 30.37%   | 29.00%   | 30.00%   | 31.00%   |
| 其他业务                 | 营业收入 | 2.17     | 2.28     | 2.39     | 2.51     |
|                      | 增速   | -        | 5.00%    | 5.00%    | 5.00%    |
|                      | 成本   | 0.03     | 1.14     | 1.20     | 1.26     |
|                      | 毛利率  | 100.00%  | 50.00%   | 50.00%   | 50.00%   |

数据来源：西南证券

**附表：财务预测与估值**

| 利润表 (百万元)     | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          | 现金流量表 (百万元)       | 2016A           | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|-----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入          | 2033.48        | 2447.29        | 2875.62        | 3251.21        | 净利润               | 419.49          | 453.03         | 525.60         | 593.69         |
| 营业成本          | 1388.08        | 1653.70        | 1932.18        | 2171.37        | 折旧与摊销             | 42.40           | 92.49          | 92.49          | 92.49          |
| 营业税金及附加       | 15.73          | 17.72          | 21.29          | 23.89          | 财务费用              | -34.20          | 1.87           | 2.22           | 2.50           |
| 销售费用          | 46.23          | 38.61          | 46.98          | 56.04          | 资产减值损失            | 27.11           | 23.39          | 15.00          | 10.00          |
| 管理费用          | 279.43         | 331.91         | 393.39         | 443.83         | 经营营运资本变动          | -1508.40        | -589.72        | -668.03        | -555.66        |
| 财务费用          | -34.20         | 1.87           | 2.22           | 2.50           | 其他                | 896.70          | -31.39         | -23.00         | -18.00         |
| 资产减值损失        | 27.11          | 23.39          | 15.00          | 10.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>-156.90</b>  | <b>-50.33</b>  | <b>-55.71</b>  | <b>125.02</b>  |
| 投资收益          | 7.68           | 8.00           | 8.00           | 8.00           | 资本支出              | -268.31         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益      | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 其他                | -1134.02        | 8.00           | 8.00           | 8.00           |
| 其他经营损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-1402.33</b> | <b>8.00</b>    | <b>8.00</b>    | <b>8.00</b>    |
| <b>营业利润</b>   | <b>318.78</b>  | <b>388.08</b>  | <b>472.56</b>  | <b>551.58</b>  | 短期借款              | -109.84         | -153.33        | 0.00           | 0.00           |
| 其他非经营损益       | 168.83         | 138.00         | 138.00         | 138.00         | 长期借款              | 3.40            | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>   | <b>487.62</b>  | <b>526.08</b>  | <b>610.56</b>  | <b>689.58</b>  | 股权融资              | 283.68          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 所得税           | 68.13          | 73.05          | 84.96          | 95.89          | 支付股利              | -354.60         | -210.46        | -254.03        | -312.34        |
| 净利润           | 419.49         | 453.03         | 525.60         | 593.69         | 其他                | -6.28           | -108.15        | -2.22          | -2.50          |
| 少数股东损益        | 8.72           | 9.16           | 10.73          | 12.08          | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>-183.63</b>  | <b>-471.95</b> | <b>-256.25</b> | <b>-314.84</b> |
| 归属母公司股东净利润    | 410.77         | 443.87         | 514.88         | 581.62         | <b>现金流量净额</b>     | <b>-1742.86</b> | <b>-514.28</b> | <b>-303.96</b> | <b>-181.82</b> |
|               |                |                |                |                |                   |                 |                |                |                |
| 资产负债表 (百万元)   | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          | 财务分析指标            | 2016A           | 2017E          | 2018E          | 2019E          |
| 货币资金          | 1391.35        | 877.07         | 573.11         | 391.29         | <b>成长能力</b>       |                 |                |                |                |
| 应收和预付款项       | 1164.22        | 1352.31        | 1610.17        | 1814.23        | 销售收入增长率           | 20.65%          | 20.35%         | 17.50%         | 13.06%         |
| 存货            | 1698.44        | 2023.45        | 2364.20        | 2656.86        | 营业利润增长率           | -2.58%          | 21.74%         | 21.77%         | 16.72%         |
| 其他流动资产        | 976.92         | 1175.72        | 1381.50        | 1561.94        | 净利润增长率            | 4.22%           | 7.99%          | 16.02%         | 12.96%         |
| 长期股权投资        | 65.07          | 65.07          | 65.07          | 65.07          | EBITDA 增长率        | -11.40%         | 47.54%         | 17.58%         | 13.98%         |
| 投资性房地产        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | <b>获利能力</b>       |                 |                |                |                |
| 固定资产和在建工程     | 1166.37        | 1104.10        | 1041.84        | 979.57         | 毛利率               | 31.74%          | 32.43%         | 32.81%         | 33.21%         |
| 无形资产和开发支出     | 260.43         | 232.42         | 204.42         | 176.41         | 三费率               | 14.33%          | 15.22%         | 15.39%         | 15.45%         |
| 其他非流动资产       | 357.59         | 355.37         | 353.15         | 350.93         | 净利率               | 20.63%          | 18.51%         | 18.28%         | 18.26%         |
| <b>资产总计</b>   | <b>7080.39</b> | <b>7185.52</b> | <b>7593.47</b> | <b>7996.32</b> | ROE               | 7.44%           | 7.72%          | 8.56%          | 9.24%          |
| 短期借款          | 163.33         | 10.00          | 10.00          | 10.00          | ROA               | 5.92%           | 6.30%          | 6.92%          | 7.42%          |
| 应付和预收款项       | 678.68         | 799.67         | 934.80         | 1055.22        | ROIC              | 6.68%           | 7.02%          | 7.63%          | 8.07%          |
| 长期借款          | 251.21         | 251.21         | 251.21         | 251.21         | EBITDA/销售收入       | 16.08%          | 19.71%         | 19.73%         | 19.89%         |
| 其他负债          | 351.18         | 253.46         | 254.71         | 255.78         | <b>营运能力</b>       |                 |                |                |                |
| <b>负债合计</b>   | <b>1444.41</b> | <b>1314.35</b> | <b>1450.72</b> | <b>1572.21</b> | 总资产周转率            | 0.30            | 0.34           | 0.39           | 0.42           |
| 股本            | 1560.24        | 1560.24        | 1560.24        | 1560.24        | 固定资产周转率           | 4.22            | 5.04           | 6.79           | 9.01           |
| 资本公积          | 2650.33        | 2650.33        | 2650.33        | 2650.33        | 应收账款周转率           | 2.75            | 2.79           | 2.78           | 2.71           |
| 留存收益          | 1348.49        | 1581.89        | 1842.74        | 2112.02        | 存货周转率             | 0.95            | 0.89           | 0.88           | 0.86           |
| 归属母公司股东权益     | 5566.42        | 5792.46        | 6053.31        | 6322.59        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 85.53%          | —              | —              | —              |
| 少数股东权益        | 69.56          | 78.72          | 89.44          | 101.52         | <b>资本结构</b>       |                 |                |                |                |
| <b>股东权益合计</b> | <b>5635.98</b> | <b>5871.18</b> | <b>6142.75</b> | <b>6424.11</b> | 资产负债率             | 20.40%          | 18.29%         | 19.10%         | 19.66%         |
| 负债和股东权益合计     | 7080.39        | 7185.52        | 7593.47        | 7996.32        | 带息债务/总负债          | 28.70%          | 19.87%         | 18.01%         | 16.61%         |
|               |                |                |                |                | 流动比率              | 5.52            | 6.64           | 6.22           | 5.98           |
|               |                |                |                |                | 速动比率              | 3.73            | 4.17           | 3.74           | 3.50           |
|               |                |                |                |                | 股利支付率             | 86.32%          | 47.42%         | 49.34%         | 53.70%         |
|               |                |                |                |                | <b>每股指标</b>       |                 |                |                |                |
|               |                |                |                |                | 每股收益              | 0.26            | 0.28           | 0.33           | 0.37           |
|               |                |                |                |                | 每股净资产             | 3.61            | 3.76           | 3.94           | 4.12           |
|               |                |                |                |                | 每股经营现金            | -0.10           | -0.03          | -0.04          | 0.08           |
|               |                |                |                |                | 每股股利              | 0.23            | 0.13           | 0.16           | 0.20           |
|               |                |                |                |                |                   |                 |                |                |                |
| 业绩和估值指标       | 2016A          | 2017E          | 2018E          | 2019E          |                   |                 |                |                |                |
| EBITDA        | 326.98         | 482.44         | 567.27         | 646.57         |                   |                 |                |                |                |
| PE            | 83.18          | 76.98          | 66.36          | 58.75          |                   |                 |                |                |                |
| PB            | 6.06           | 5.82           | 5.56           | 5.32           |                   |                 |                |                |                |
| PS            | 16.80          | 13.96          | 11.88          | 10.51          |                   |                 |                |                |                |
| EV/EBITDA     | 100.79         | 68.85          | 59.09          | 52.13          |                   |                 |                |                |                |
| 股息率           | 1.04%          | 0.62%          | 0.74%          | 0.91%          |                   |                 |                |                |                |

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，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。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。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。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名      | 职务     | 座机            | 手机          | 邮箱                    |
|----|---------|--------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽     | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 黄丽娟     | 机构销售   | 021-68411030  | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn       |
|    | 邵亚杰     | 机构销售   | 02168416206   | 15067116612 | syj@swsc.com.cn       |
|    | 张方毅     | 机构销售   | 021-68413959  | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn      |
|    | 郎珈艺     | 机构销售   | 021-68416921  | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
|    | 欧阳倩威    | 机构销售   | 021-68416206  | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn      |
|    | 程建雄     | 机构销售   | 021-68415020  | 13638326111 | cjx@swsc.com.cn       |
| 北京 | 蒋诗烽     | 地区销售总监 | 021-68415309  | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn       |
|    | 王雨珩     | 机构销售   | 010-88091748  | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn    |
| 广深 | 张婷      | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn    |
|    | 刘宁      | 机构销售   | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn      |
|    | 王湘杰     | 机构销售   | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn       |
|    | 熊亮      | 机构销售   | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn        |
|    | 刘雨阳     | 机构销售   | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn    |
|    | 刘予鑫(广州) | 机构销售   | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn     |