2018 年 06 月 25 日

王奕超
H90872@capital.com.tw

目标价(元) 16

公司基本资讯

产业别	电气设备
A 股价(2018/6/22)	13.03
深证成指(2018/6/22)	9409.95
股价 12 个月高/低	15.72/8.56
总发行股数(百万)	838.49
A 股数(百万)	722.62
A 市值(亿元)	94.16
主要股东	南京派雷斯特科技有限公司(35.42%)
每股净值(元)	1.81
股价/账面净值	7.20

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-2.7	17.4	14.6

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等

产品组合

智能装备核心控制功能部件	55%
工业机器人及成套设备	45%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.2%
一般法人	0.9%

股价相对大盘走势

埃斯顿(002747.SZ) Buy 买入

工业机器人业务进入收获期，业绩开始高增长

结论与建议：

国家人口红利消失，产能升级为制造业持续发展必由之路，公司智能装备发展良好，工业机器人业务高速增长，占比不断提高。公司 2018 年一季度实现营收 3 亿元，yoy+123.7%，归母净利润 0.18 亿元，yoy+35%，扣非后净利润 0.15 亿元，yoy+148%，同时给出上半年业绩预告，预计 18 年 H1 能实现 0.92-1.1 亿元，yoy+30%-80%。

展望未来，公司 18 年投入新智能工厂，扩张工业机器人产能，同时透过外延式收购增强公司在智能设备及工业机器人的全产业链布局，未来发展前景良好，给予买入的投资建议。

- **从数控系统发展至机器人：**公司起于金属机床数控，通过发展工业自动化核心部件产品切入工业机器人领域，形成智能装备及工业机器人两大业务支撑业绩。近期因工业机器人业务形成规模后业绩开始高速增长，17 年公司营收增长 58%，净利润增长 35%。公司每年研发投入高于同行水平，靠着雄厚的研发能力发展“双核双轮”战略，在智能装备方面产品下游覆盖广大，同时为国内少数掌握工业机器人核心部件技术的企业。在制造业转型升级的大背景下，公司有望从行业内脱颖而出，成为国内自动化标杆性企业。
- **机器人行业发展迅速，公司核心技术优势显著：**受人口红利消失及产业升级需求，国内工业机器人行业发展突飞猛进，IFR 预计 17 年销量为 11.5 万台，yoy+32%，占世界市场 33%。但国内企业由于缺乏核心技术积累，工业机器人的核心部件严重依赖进口，产品处在行业的中低端地位。未来，掌握核心技术的国内企业能成为替代国外产品的行业领导者。公司在 2012 年进入工业机器人行业之后，目前核心部件技术引领行业，能达到 80%自供，机器人业务高速发展，17 年工业机器人业务营收 4.9 亿元，yoy+131%。
- **机床数控设备发展稳定，交流伺服+高端运控为业绩新亮点：**国内金属成形机床行业属□存量稳增长，结构升级情况，有一定的自动化升级需求。公司智能装备中的机床数控及伺服产品让公司在行业中占到 80%与 40%的市场份额，为业绩贡献稳定增长。另一方面，公司交流伺服器与新收购英国品牌 TRIO 的运动控制产品结合让公司转型成完整自动化综合结局方案供应商，17 年交流+高端运动控制营收增长 57%，成为智能装备增长的新动力源。
- **外延收购增强业务，驱动未来发展：**公司近年持续寻找与两大核心业务有协同效应及技术优势的企业进行投资收购，17 年通过收购 Barret，M.A.i. Euclid 等企业来巩固自己的技术优势，延伸业务的产业链，跨入新行业。
- **盈利预测：**预计公司 2018,2019 年能实现净利润 1.6 亿元（YoY+70.4%，EPS 为 0.19 元）和 2.5 亿元（YoY+58.2%,EPS 为 0.3 元），目前 A 股股价对应 PE 为 68 倍和 43 倍。
- **风险提示：**工业机器人行业竞争激烈，制造业升级需求不如预期

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016	2017	2018F	2019F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	44	51	69	93	159	251
同比增减	%	-18.43%	16.43%	33.99%	35.67%	70.39%	58.22%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.49	0.42	0.25	0.11	0.19	0.30
同比增减	%	-18.43%	-13.73%	-40.99%	-55.25%	70.01%	58.22%
A 股市盈率(P/E)	倍	26.67	30.92	52.39	117.07	68.86	43.52
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.4	0.2	0.07	0.09	0.15

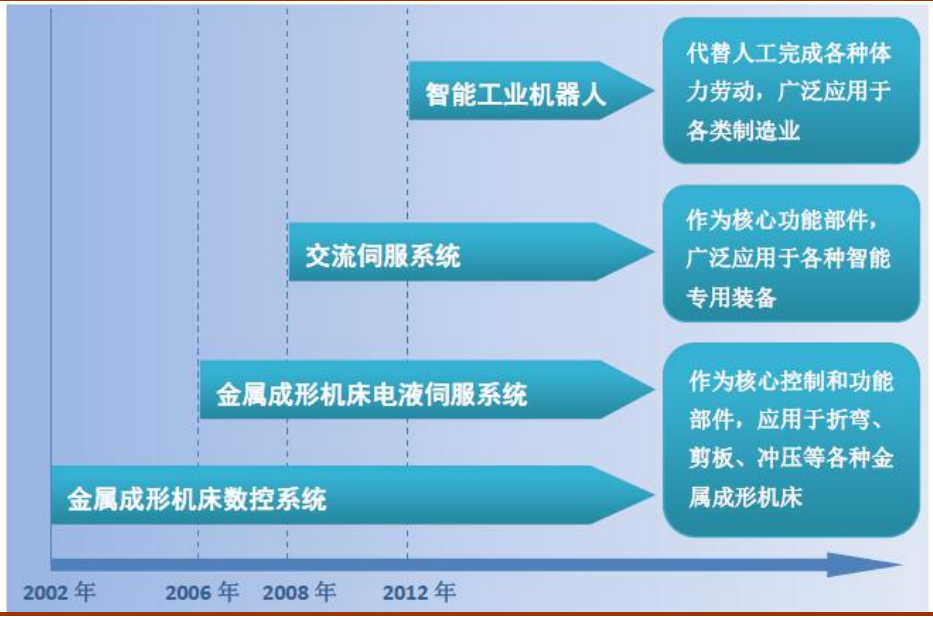
股息率 (Yield)	%	0.77%	3.07%	1.53%	0.55%	0.73%	1.15%

埃斯顿公司概况

南京埃斯顿成立于 2002 年，为国内工业自动化装备及工业机器人供应企业，经过多年发展，已从机床数控行业布局至自动化核心零部件及工业机器人等产品，形成智能装备及工业机器人两大核心业务。

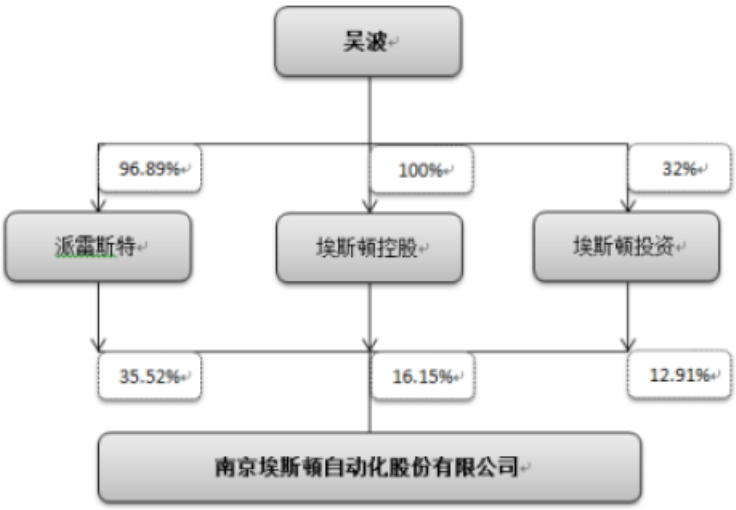
公司控股股东为派雷斯特，截止 2017 年末持股比例为 35.52%，派雷斯特为公司董事长及总经理吴波持股 96.89%。除此之外，另外两大股东为埃斯顿控股及埃斯顿投资，分别持有公司股权 16.15%及 12.91%，其中董事长吴波在埃斯顿控股及埃斯顿投资持股分别为 100%与 32%。

图 1：公司发展途径



资料来源：公司招股说明书，群益金鼎证券整理

图 2：埃斯顿股权结构



资料来源：公司公告，群益金鼎证券整理

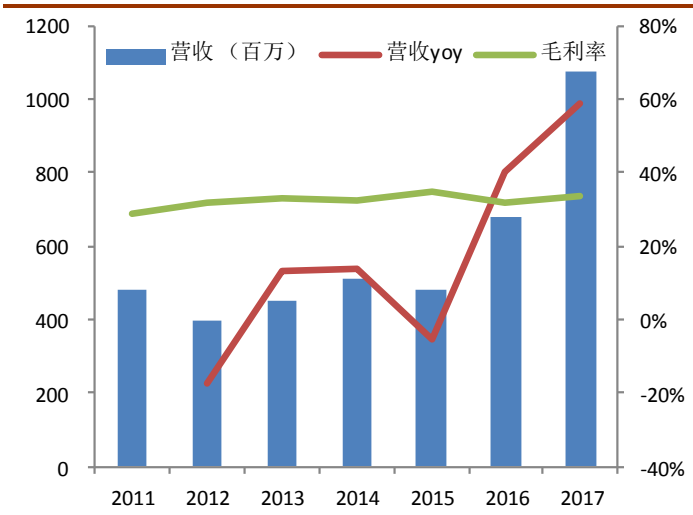
营收稳定增长，近期增速上升新台阶：从 2011-2017 年，公司营收复合增速为 14%，净利润复合增速为 7%，唯有 2012 及 2015 年因机床数控行业下滑因素而业绩衰退，其余年公司业绩都维持稳健增长。且自从工业机器人业务规模到达一定程度后，公司业绩开始高速增长，2016 年及 2017 年营收增速大幅提升至 40.4%及 58.7%，净利润增速为提升至 34%及 35.7%。

拆分业务来看，公司业务分为智能装备及工业机器人两大板块，17 年营收中分别占 54.5%和 45.4%，产品包括：

1. 智能装备：金属机床数控系统，电液伺服，运动控制系统（交流伺服及运动控制），机器人伺服器与控制系统
2. 工业机器人：六轴机器人，DELTA 机器人，SCARA 机器人，四轴码垛机器人，机器人运用软件，综合智能制造系统

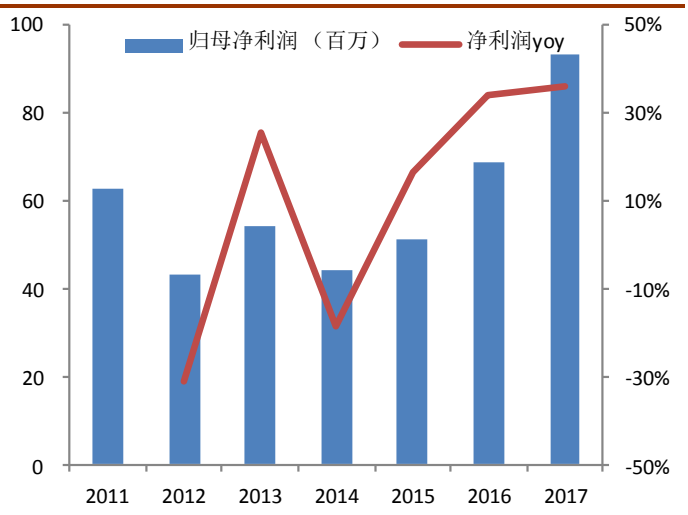
盈利能力方面，公司毛利率在 2012 年之后，一直保持在 30%以上，17 年毛利率为 33.4%，同比提升 1.8 个百分点。三大费率用近期保持在 25%-30%，主要以管理费用为大头，17 年综合费用率为 27.5%，其中管理费用率为 19.05%。

图 3：公司营收，毛利率（单位：百万元，%）



资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

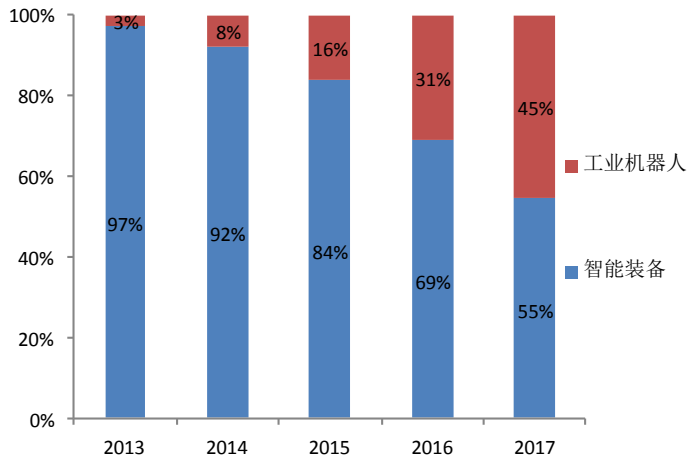
图 4：公司净利润（单位：百万元，%）



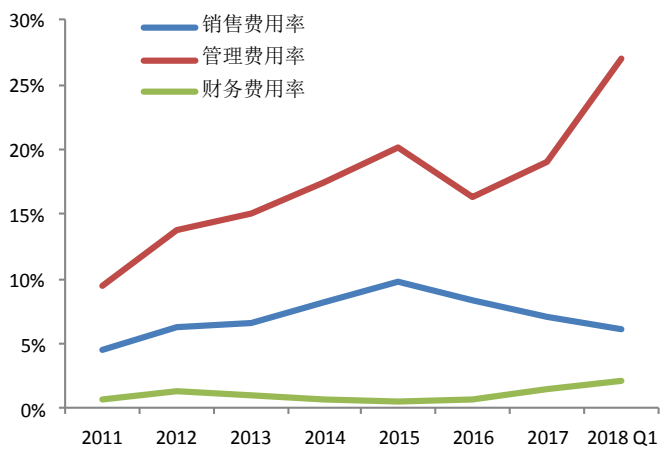
资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

图 5：公司营收结构（单位：%）

图 6：公司费用率（单位：%）



资料来源：Choice，群益金鼎证券整理



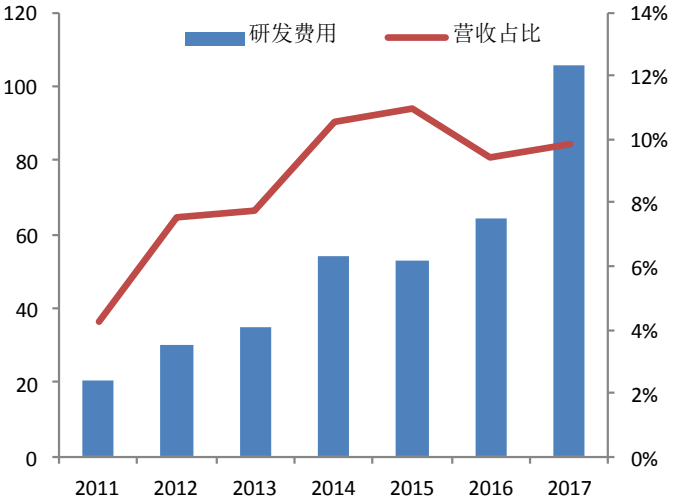
资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

双核双轮驱动战略，研发投入高于同行：公司从 2015 年开始启动“双核双轮”发展战略，通过对两个核心业务智能装备与工业机器人进行持续的研发，同时透过内生性及外生性发展来推动公司发展。

“双核”方面，公司在自动化及工业机器人领域里积极研发自主核心技术，从 2011 年开始加大研发投入，近几年都维持 10%左右的研发投入，17 年研发费用为 1.05 亿元，yoy+64%，营收占比为 9.85%，同比提升 0.37 个百分点。公司研发费用投入也与同行对比处于较高水平，为未来发展打下扎实基础及竞争护城河。

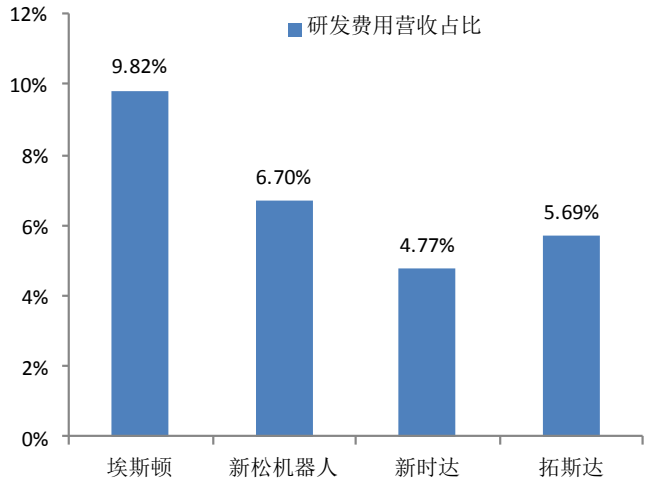
“双轮”方面，公司通过扩张产能及收购企业来互补核心业务，近年收购的 TRIO，M.A.i，Barret，等企业都有延伸智能装备及工业机器人产业的效果，提高公司技术竞争力。

图 7：公司研发费用（单位：百万元，%）



资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

图 8：行业研发费用占营收对比（单位：%）



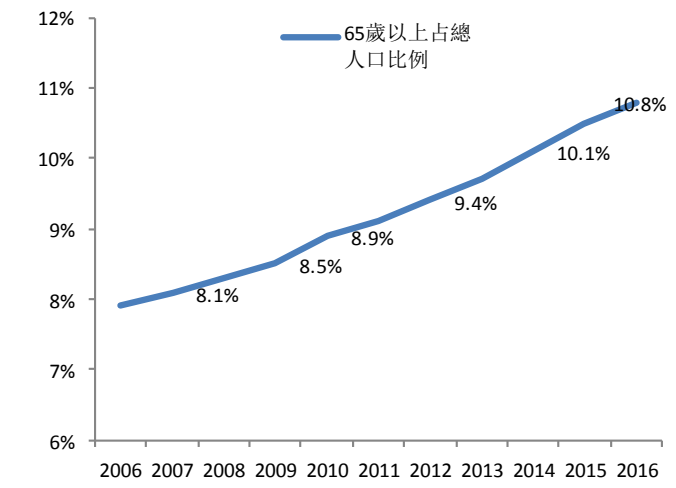
资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

机器人行业发展迅速，公司核心技术优势显著

人口红利消失，产能升级需求推动“机器人换人”：国家人口开始老化与服务

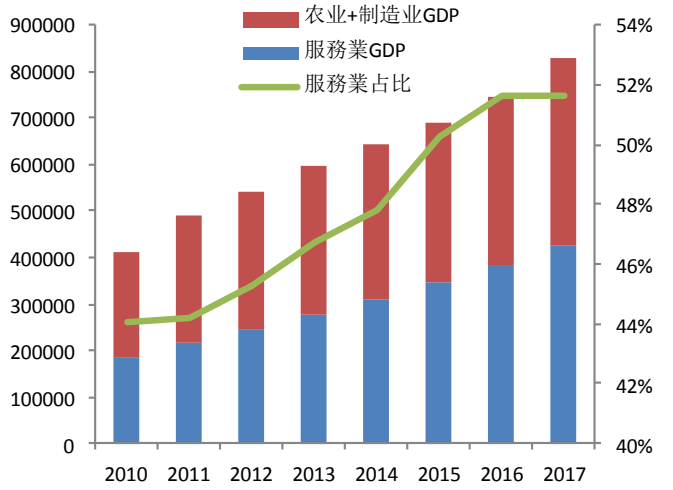
业发展剥离部分劳动力让制造业整体人口红利不断消失，人工成本年年上涨，从2006-2016年制造业平均工资以12.6%上涨，16年平均工资为5.95万元/年。与之相反，机器人均价开始因技术成熟及产业发展，经济性开始体现，2012-2016价格每年平均下跌6.6%，同时功能性，稳定性不断提升，成为替代人工，节约成本的选择。另一方面，国内制造业规模位居世界第一，但《中国制造2025》里面提到，国内制造业处于大而不强，随着成本优势逐渐消失，需要通过质量及创新来持续增长。传统制造业的成本压力以及转型升级需求将推动工业机器人行业在国内发展，引来一波“机器人换人”的潮流。

图9：国内65岁以上人口占比（单位：%）



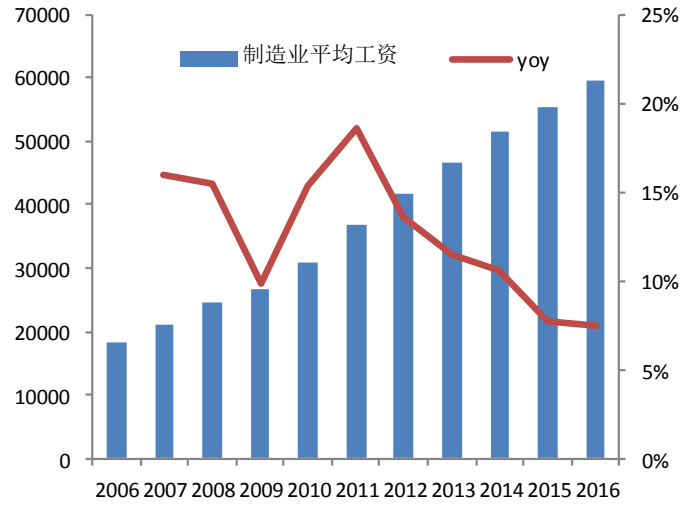
资料来源：国家统计局，群益金鼎证券整理

图10：国内服务业GDP中占比（单位：亿元，%）



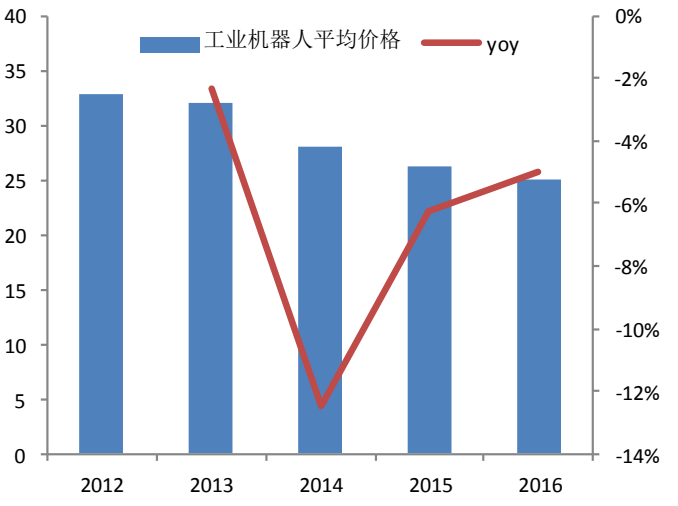
资料来源：国家统计局，群益金鼎证券整理

图11：国内制造业平均工资（单位：元，%）



资料来源：国家统计局，群益金鼎证券整理

图12：国内工业机器人本体平均价格（单位：万元、%）

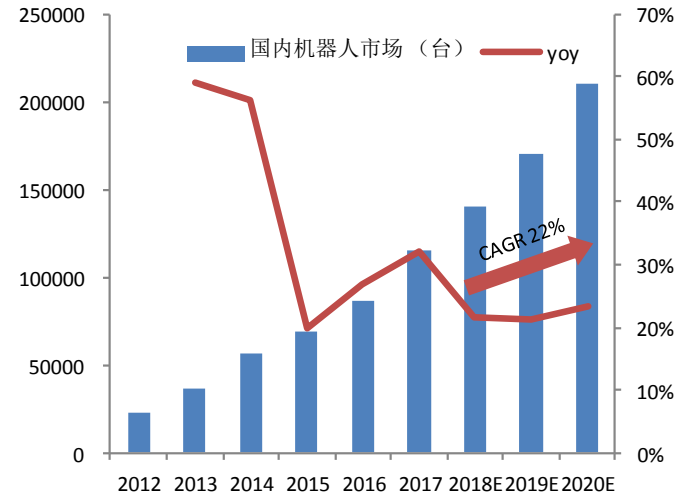


资料来源：IFR，群益金鼎证券整理

国内机器人行业迅速发展，未来仍有发展空间：自从2013年以来，国内已成为世界第一大工业机器人市场，每年迅速增长，从2012-2017年以37%增长，17年销量到达11.5万台，yoy+33%，占世界销量32%。目前国内机器人下游应用行业主要为汽车，及3C电子制造，两个行业分别占35%和31%。未来，随着自动化趋势持

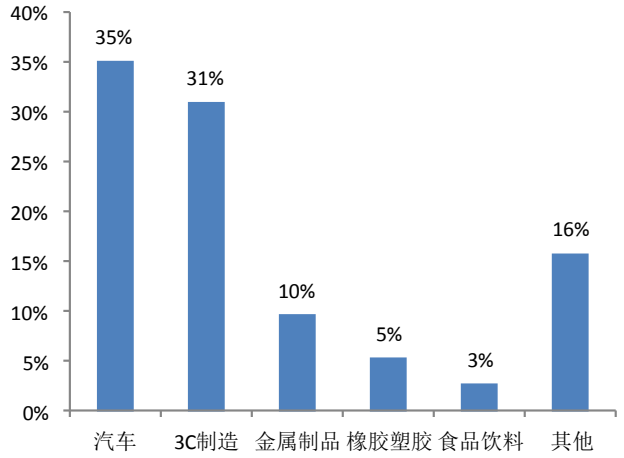
续，工业机器人在国内仍有持续发展的空间。从机器人密集度来看，国内密集度到达 68 台/万元制造业员工，接近世界平均 74 台，但距离制造强国德国（309 台），日本（303 台），韩国（631 台）等国家仍还有一段距离。同时，国内政策不断扶持行业的发展。在《中国制造 2025》下，机器人被点名为重点发展领域之一。工信部发布的《国内机器人产业发展 2016-2020》给出 2020 年目标自主品牌产量到达 10 万台，其中六轴机器人到达 5 万台，机器人密集度翻倍至 150 台。IFR 预计在 2020 年，国内工业机器人销量能到达 21 万台，未来三年复合增速为 22%，2020 年世界市场占比进一步提升至 40%。

图 13：国内工业机器人销量（单位：台，%）



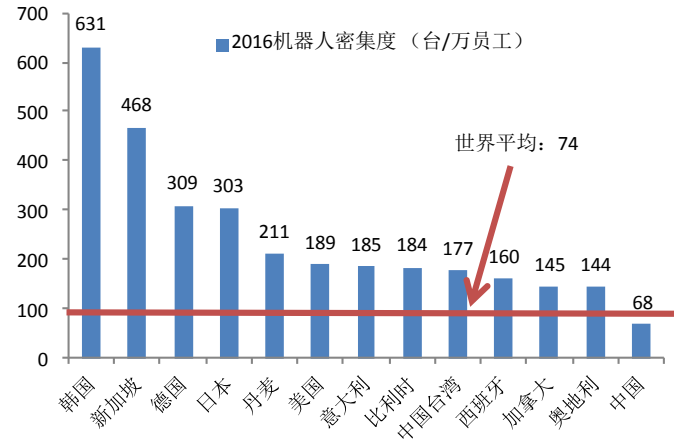
资料来源：IFR，群益金鼎证券整理

图 14：工业机器人下游行业应用占比（单位：%）



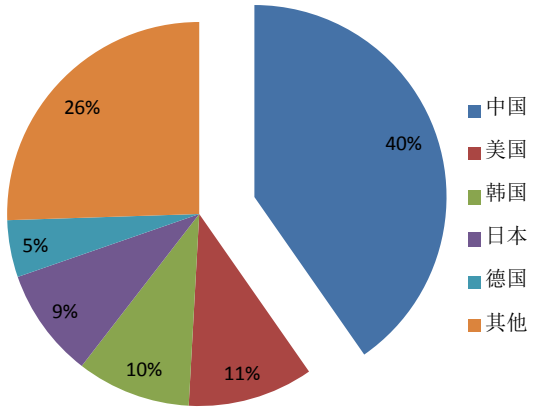
资料来源：IFR，群益金鼎证券整理

图 15：世界机器人密集度（单位：台/万员工）



资料来源：IFR，群益金鼎证券整理

图 16：2020E 世界机器人市场（单位：%）



资料来源：IFR，群益金鼎证券整理

表 1：国内工业机器人相关政策

发布年份	政策	具体内容
2013	《关于推进工业机器人产业发展的指导意见》	2020年目标培育3-5家有国际竞争力的机器人企业，8-10个配套产业群体，高端产品市占率提升至45%
2015	《中国制造2025》	定位机器人发展方向：围绕汽车，电子，机械，化工等行业来扩大工业机器人市场应用，突破本体与核心零部件技术瓶颈
2016	《机器人产业发展规划2016-2020》	助推国产机器人发展，2020年国产机器人产量到达10万台，其中六轴机器人到达5万台，机器人密集度到达150台/人，关键零部件市占率50%
2016	《智能制造发展规划2016-2020》	推动智能制造关键技术装备与核心支撑软件发展，引导有条件的中小企业进行生产线自动化改革，提升中小企自动化水准

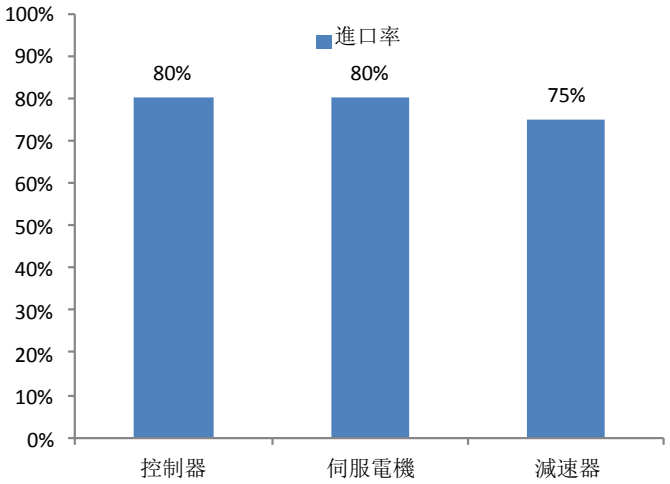
资料来源：国务院，工信部，群益金鼎证券整理

机器人本体为行业重点，具备核心技术的的本体企业为国内发展关键：工业机器人上中下游分为核心部件，机器人本体，及系统集成。从行业来看，中游本体为行业的起点。虽然上游的核心部件（控制器，减速器，伺服系统）是机器人性能的关键，可是中游将核心部件及底座，手臂等本体部件组装起来之后的机器人本体才是机器人应用的基础。世界四大机器人品牌（KUKA，发那科，安川电机，ABB）都在拥有核心部件技术之下，发展本体业务。

目前国内企业在本体方面缺乏竞争力，大多集中在下游系统集成方面。由于国内机器人行业起步较晚，对于核心技术的积累尚未足够，国内企业对机器人产业链上游的核心部件需求主要依靠进口来满足，三个核心部件的进口率都超过 75%。进口的以来严重影响国内企业本体质量，导致核心部件在机器人本体成本中占比高达 50%-70%，使得国内企业产品价格高，可靠性低，难和外资产品竞争，在本体领域里仅能在中低端生存。从国内本体市场来看，机器人四大品牌占据大部分市场，四品牌加起来市占率将近 60%，国内品牌市占 30%，且在六轴机器人的高端市场里仅占 10%。未来看，具备有上游核心部件技术的本体国内企业为未来发展关键，在一个高速成长的行业中能与国外品牌竞争，占到行业中的更大份额。

图 17：工业机器人产业链

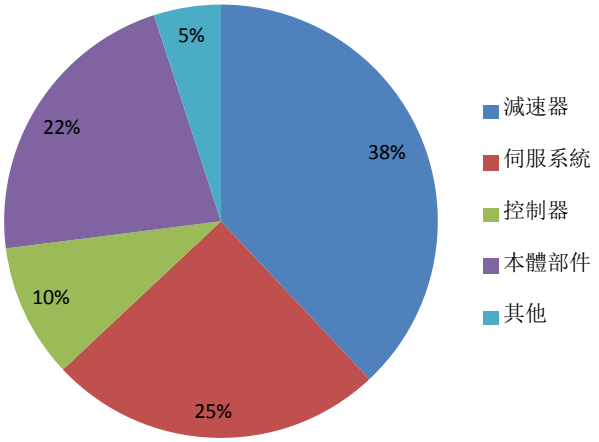
图 18：国内工业机器人核心零部件进口率（单位：%）



资料来源：群益金鼎证券

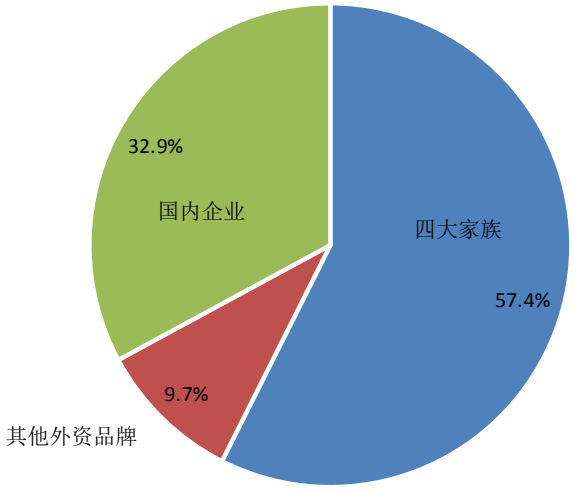
资料来源：《中国机器人产业发展白皮书》，群益金鼎证券整理

图 19：国内工业机器人核心零部件进口率（单位：%）



资料来源：OFweek，群益金鼎证券整理

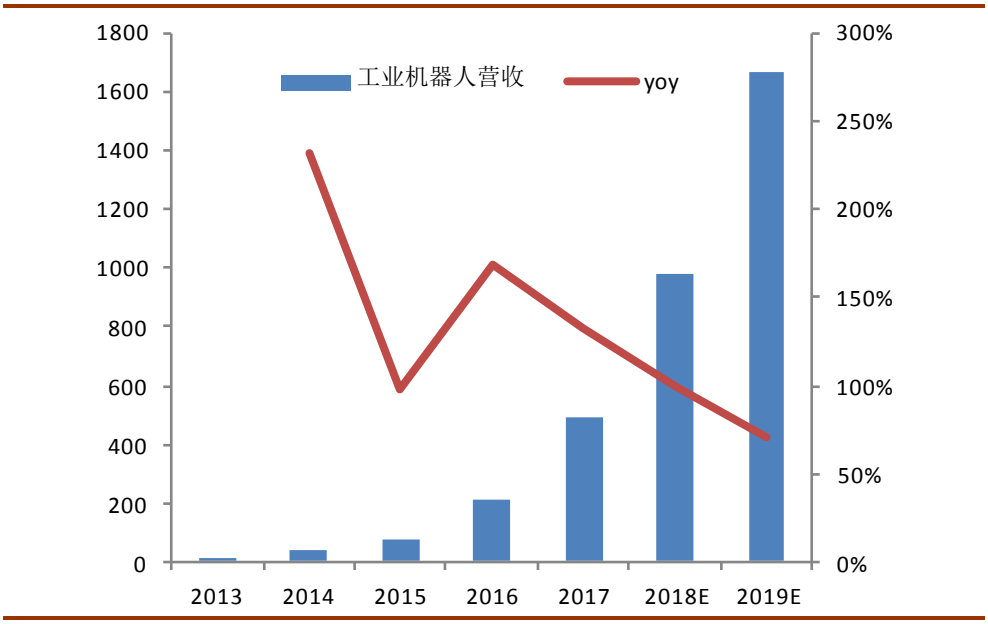
图 20：工业机器人本体成本结构（单位：%）



资料来源：OFweek，群益金鼎证券整理

公司机器人本体核心部件 80%自供，18 年投产新产能：公司在 2012 年开始发展工业机器人业务之后，已经成为国内少数能和国外品牌竞争的企业了。通过自主核心部件的技术优势，公司在本体方面掌握控制器，伺服系统，及低负载减速器，唯有高负载的 RV 减速器需要从垄断市场的日本公司 Nabtesco 购买，零部件自供率高达 80%，不仅让公司在本体制造中不面临核心部件成本压力，且还能实现本体盈利。靠着核心技术护城河不断发展，公司目前机器人产品现在负载范围 3KG-450KG，应用领域包括焊接，机床上下料，搬运码垛，折弯，装配，分拣等，下游应用行业覆盖汽车零件，家电，建材，新能源，食品等，覆盖广泛的应用场景。且公司品质不断接近外资品牌水准，价格低于外资品牌 30%-40%，80%的销售为六轴机器人，靠品质与性价比成为国内行业龙头，与国外品牌竞争。开始发展工业机器人业务之后，公司每年该业务翻倍增长，2013-2017 年在总营收中占比从 3%提升至 45%，17 年营收 4.9 亿元，yoy+132%，销量实现大约 2400 台。18 年初，公司新智能工厂投产，将机器人本体生产自动化，信息化，以机器人来制造机器人，同时短期内将产能提高至 9000 台，长期能提升至 15000 台，让公司机器人业务能持续发展，推动业绩增长。

图 21：公司工业机器人业务营收（单位：百万元，%）

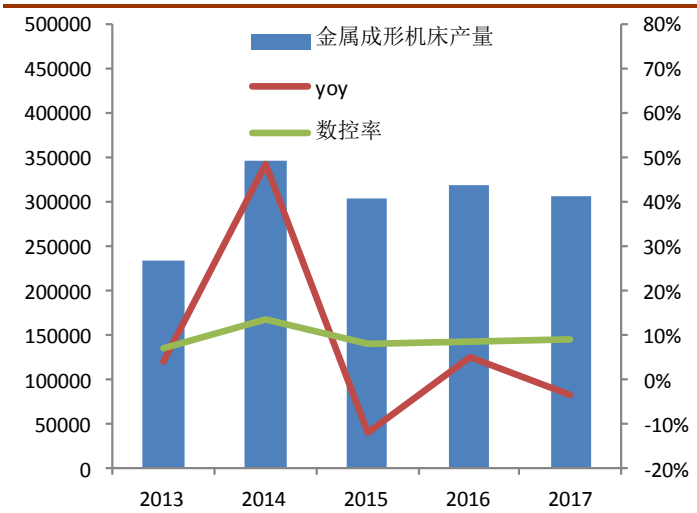


资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

机床数控设备发展稳定，交流伺服+高端运控为业绩新亮点

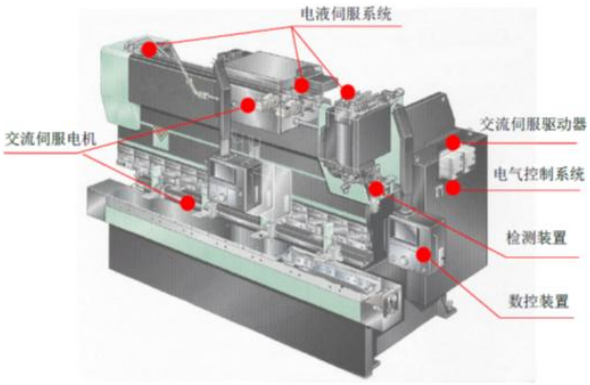
国内机床数控化有提升空间，公司机床数控系统产品处于行业领先地位：机床数控系统为金属机床自动化装备，国内机床销量规模方面体量巨大，但自动化程度低于其他发达国家，目前处于稳健增长，结构调整升级状态，17 年金属成形机床销量为 30.6 万台，yoy-3.7%，自动化程度大约在 9%，低于发达国家水平。根据《中国制造 2025》规划，国内关键工序数控化率将在 2020 年到达 50%，跟现在数控化率水平相比有巨大的改造空间。作为公司的初始业务，公司机床数控系统方面已经形成数控系统-电液伺服-交流伺服的全套解决方案，在数控系统上面市占率高达 80%，电液伺服方面市占率高达 40%，数控系统业务为智能装备业务贡献稳定增长。

图 22：国内金属成形机床产量（单位：台，%）



资料来源：国家统计局，群益金鼎证券证券整理

图 23：公司机床数控系统产品

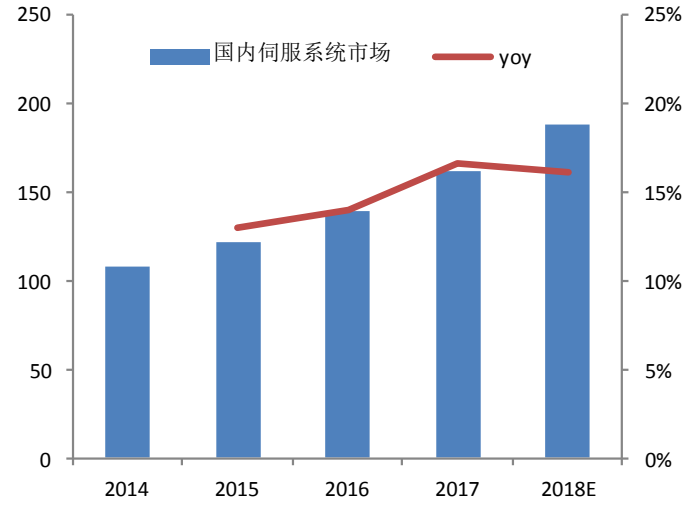


资料来源：公司公告，群益金鼎证券

国内伺服器市场潜在替代空间较大：国内智能制造的发展带动伺服系统发展，

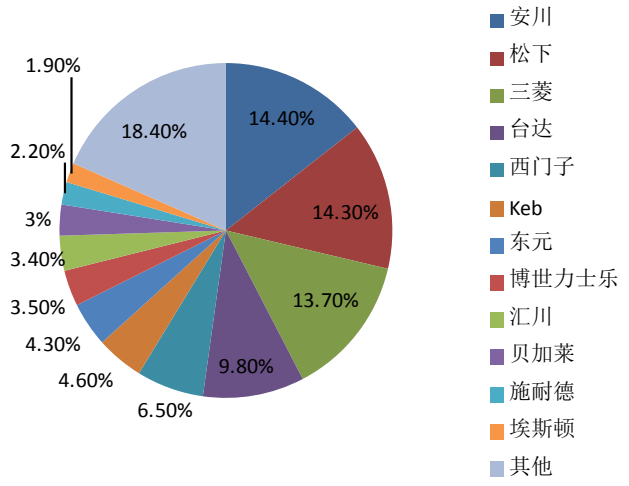
受机器人，机床升级，及电子设备制造需求的推动， 2018 年市场预计到达 189 亿元，yoy+16%。与工业机器人行业相似，国内伺服系统市场也被外商主宰，目前 45%属□日本品牌，22%归欧美品牌，台湾品牌占据 15%，国内品牌市占率不足 20%。但国内企业经过不断地研发，伺服产品与外资品牌的技术差距不断缩小，产品能覆盖到 70%-80%应用场景需求，同时价格上低于国外产品 30-40%。在需求即将放量的背景下，国内产品具备替代条件，未来有望占到行业更大分市场份额。

图 24：国内伺服系统市场



资料来源：OFweek，群益金鼎证券整理

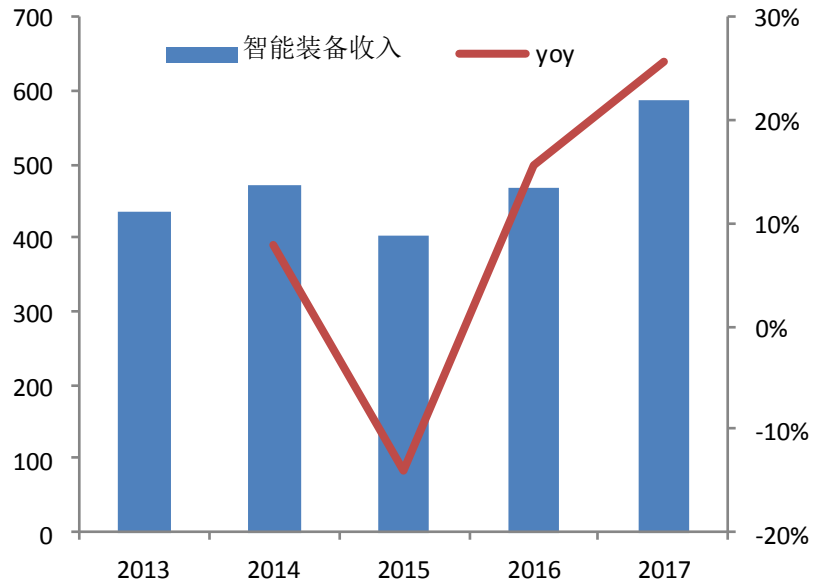
图 25：国内伺服系统市场份额（单位：%）



资料来源：工控网，群益金鼎证券整理

公司交流伺服+运动控制解决方案为业绩新亮点：交流伺服为高端机械自动化的关键装备，能更广泛与应用在机器人，纺织机械，包装机械，印刷机械等下游行业。公司在交流伺服器方面已经研发出一系列完整覆盖下游需求的产品，而 17 年公司收购全球前十大运动控制品牌 TRIO，结合 TRIO 的运动控制产品及公司交流伺服产品成为高端运动控制完整方案的供应商。公司高端运动产品能为客户提供定制化完整解决方案，产品运行质量基本与国外产品一致，在 3C 电子制造设备与机械手行业开始得到下游客户认可。整体智能装备业务在 17 年实现营收 5.9 亿元，yoy+25%，而交流伺服与运动控制其中实现营收约 2.5 亿元，yoy+57%，成为推动智能装备增长的动力源。

图 26：公司智能装备业务收入（单位：百万元，%）



资料来源：Choice，群益金鼎证券整理

外延收购增强业务，驱动未来发展

公司近年持续寻找具有技术优势及能与公司核心业务形成协同效应的企业进行收购或投资股份，不断地扩张自身的技术护城河。17 年内，公司收购了 4 家公司，增加了在智能装备及工业机器人业务中的技术布局，同时让公司开拓新市场。

TRIO：全球前十名的运动控制品牌，结合公司交流伺服产品让公司成为运动控制完整解决方案提供商

BARRETT：掌握一体化微型伺服器技术，让公司切入高端伺服领域，同时康复医疗机器人技术也能让公司在服务机器人行业中开始发展

M.A.i.:德国汽车行业机器人集成商，加强公司在系统集成方面能力，同时借助 M.A.i.的优质客户资源，让公司品牌突破行业高端领域。

扬州曙光：具有军品研发经验，让公司开始切入军工伺服器行业

投资建议

综合以上分析，我们预计公司 2018,2019 年能实现净利润 1.6 亿（YoY+70.4%，EPS 为 0.19 元）和 2.5 亿（YoY+58%，EPS 为 0.3 元），当前 A 股股价对应 PE 为 68 倍与 43 倍，首次覆盖，给予买入的投资建议。

预期报酬(Expected Return：ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
营业额	512	483	678	1077	1712	2543
经营成本	346	316	464	717	1157	1703
毛利	166	167	215	360	555	840
营业税金及附加	4	3	6	9	17	25
销售费用	41	47	56	76	120	178
管理费用	89	97	111	205	325	432
财务费用	3	2	5	15	9	13
资产减值损失	4	4	10	(3)	10	10
投资收益	0	0	5	12	10	10
营业利润	25	13	32	88	159	267
税前利润	47	54	80	115	184	292
所得税	4	2	4	14	20	32
少数股东权益	(1)	1	8	9	6	9
净利润	44	51	69	93	159	251

附二：合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
货币资金	17	33	147	370	643	966
存货	74	94	170	317	333	350
应收帐款	112	170	289	428	450	472
流动资产合计	268	408	1295	1852	5425	5788
长期投资净额	0	2	34	33	35	37
固定资产合计	140	136	181	247	260	273
在建工程	12	33	65	121	127	133
无形资产及其他资产合计	21	104	106	324	340	357
资产总计	454	743	1881	3229	6960	7355
流动负债合计	160	186	338	1177	4768	4953
长期负债合计	5	57	73	423	444	466
负债合计	165	243	411	1600	5212	5419
少数股东权益	1	2	17	92	96	101
股东权益合计	289	500	1470	1629	1748	1935
负债和股东权益总计	454	743	1881	3229	6960	7355

附三：合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
经营活动产生的现金流量净额	(2)	8	(65)	88	151	238
投资活动产生的现金流量净额	(17)	(156)	(701)	(771)	(848)	(933)
筹资活动产生的现金流量净额	(2)	162	880	924	970	1019
现金及现金等价物净增加额	(18)	15	112	241	272	324

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。