



工业 资本货物

2018-08-17

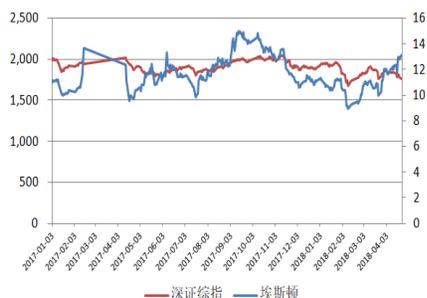
公司点评报告

买入/维持

埃斯顿 (002747)

## 机器人业务高速增长，竞争优势愈发凸显

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	838/722
总市值/流通(百万元)	10,383/8,949
12个月最高/最低(元)	16.35/8.91

### 相关研究报告:

埃斯顿 (002747)《国产机器人标杆企业，掌握核心技术优势》  
--2018/05/05

埃斯顿 (002747)《掌握核心零部件优势，机器人业务高速增长》  
--2018/04/23

证券分析师：刘国清

电话：021-61372597

E-MAIL: liugq@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517040001

### 事件

公司近期发布中报，2018年上半年，公司营业收入7.25亿元，同比增长72.87%；归母净利润5631万元，同比增长40.37%；扣非后归母净利润4624万元，同比增长51.64%。

同时，公司预计2018年1-9月归母净利润6480.08万元-9425.57万元，同比增长10%-60%。

### 报告摘要

**业务符合预期，增速快速提高。**2018H1公司营收增速72.87%，净利润增速40.37%，上市以来，公司营收和利润增速不断提高，呈加速态势。而利润增速低于收入增速，主要因为：

(1) 研发费用翻倍增长。2018H1公司研发投入7918万元，同比增长102%，高于收入增速，主要因为公司上半年加大研发投入和技术人员招聘力度，截至6月底，公司研发人员589名，同比增长45%。

(2) 财务费用增加。2018H1财务费用1620万元，同比增长470%，主要因为公司去年收购TRIO、MAI和扬州曙光等标的，配套融资产生较多利息费用。

(3) 政府补贴减少。2018H1公司营业外收入622万元，同比减少71%，主要是因为上半年地方财政压力较大，政府补贴到期滞后。

**工业机器人板块持续翻倍增长。**分业务看，2018H1工业机器人板块收入3.54亿元，同比增长110.2%，其中本体销售与集成业务仍保持1:1比例。2018H1我国工业机器人产量同比增长23.9%，国产机器人产量增速预计在50%以上。根据我们调研了解，在行业普遍降价的环境下，公司产品价格依然坚挺，预计上半年公司机器人本体销量持续翻倍增长，远高于行业增速，品牌和竞争优势越发凸显。

**核心零部件业务增速超预期。**核心部件及运动控制系统收入3.7亿元，该业务主要分为机床数控系统和运动控制系统两块。其中数控系统业务收入超过2亿元，增长20%左右；运动控制系统主要包括控制器和伺服系统，收入约1.6亿元，同比增长85.3%，增速超预期。在TRIO控制器+埃斯顿交流伺服系统的协同效应下，公司的定位逐渐从之前的核心部件生产商向高端运动控制解决方案提供商转化，具备提供复杂运动控制解决方案的能力及高附加值的产品。

**毛利率快速提升。**2018H1公司综合毛利率36.15%，同比提升2.37

个百分点；其中核心部件板块毛利率 39.1%，与去年同期基本持平；机器人板块毛利率 33.1%，较去年同期上升 7 个百分点，大幅市场预期，这主要得益于：1) 销售规模快速提高带来的规模效应；2) 掌握核心零部件技术，自主化率 80%，能有效控制成本；3) 公司的产品认可度高，具有较强议价能力。

**海外布局成绩显著。**2018H1，公司海外收入 1.25 亿元，同比增长近 291%。公司一直以来积极布局全球市场，通过收购和整合英国 TRIO 控制器技术、意大利 Euclid Labs SRL 视觉技术、Barrett Technology 的微型伺服、德国 MAI 的高端集成解决方案等，其运动控制系统产品切入欧美等发达国家市场，有望保持持续快速增长态势。

**盈利性预测与估值。**公司是国内为数不多的具有自主技术（控制器、伺服系统、机器人本体、减速装置、视觉系统、核心算法等机器人核心部件）的机器人企业之一，核心零部件自主化率高达 80%。在核心零部件+工业机器人双主业驱动下，公司有望长期保持高速增长态势。预计 2018-2020 年公司净利润分别为 1.55 亿、2.62 亿和 4.31 亿，对应 PE 分别为 67 倍、40 倍和 24 倍，维持“买入”评级。

**风险提示：**行业竞争加剧、外延整合不达预期

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	1076.50	1862.58	2957.55	4242.90
增长率	58.69%	73.02%	58.79%	43.46%
归属母公司净利润(百万元)	93.05	155.72	262.20	431.13
增长率	35.67%	67.34%	68.38%	64.43%
每股收益 EPS(元)	0.11	0.19	0.31	0.52
PE	111	67	40	24
PB	6.36	5.79	5.01	4.10

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1076.50	1862.58	2957.55	4242.90
营业成本	716.56	1197.79	1893.96	2696.00
营业税金及附加	8.74	14.90	23.66	33.94
销售费用	76.20	111.75	177.45	246.09
管理费用	204.77	353.89	532.36	721.29
财务费用	15.02	45.25	66.24	81.64
资产减值损失	-2.86	2.00	4.00	6.00
投资收益	12.03	15.00	18.00	20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>87.98</b>	<b>151.99</b>	<b>277.88</b>	<b>477.93</b>
其他非经营损益	27.47	27.47	27.47	27.47
<b>利润总额</b>	<b>115.45</b>	<b>179.46</b>	<b>305.35</b>	<b>505.40</b>
所得税	13.65	14.74	27.14	46.27
净利润	101.80	164.72	278.20	459.13
少数股东损益	8.74	9.00	16.00	28.00
归属母公司股东净利润	93.05	155.72	262.20	431.13
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	370.20	186.26	295.75	424.29
应收和预付款项	795.35	1271.67	2072.42	2962.22
存货	317.29	531.61	840.80	1197.07
其他流动资产	368.71	637.94	1012.97	1453.21
长期股权投资	33.49	33.49	33.49	33.49
投资性房地产	0.22	0.22	0.22	0.22
固定资产和在建工程	367.91	338.09	308.27	278.45
无形资产和开发支出	816.17	781.47	746.78	712.08
其他非流动资产	159.93	159.82	159.71	159.60
<b>资产总计</b>	<b>3229.28</b>	<b>3940.58</b>	<b>5470.42</b>	<b>7220.64</b>
短期借款	434.36	576.70	1122.68	1613.53
应付和预收款项	540.75	812.42	1321.67	1895.61
长期借款	240.08	240.08	240.08	240.08
其他负债	385.12	520.84	717.26	943.55
<b>负债合计</b>	<b>1600.31</b>	<b>2150.04</b>	<b>3401.68</b>	<b>4692.76</b>
股本	836.09	836.09	836.09	836.09
资本公积	507.92	507.92	507.92	507.92
留存收益	263.95	419.67	681.87	1113.00
归属母公司股东权益	1537.28	1689.85	1952.05	2383.19
少数股东权益	91.69	100.69	116.69	144.69
<b>股东权益合计</b>	<b>1628.97</b>	<b>1790.54</b>	<b>2068.74</b>	<b>2527.87</b>
负债和股东权益合计	3229.28	3940.58	5470.42	7220.64
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E
EBITDA	131.39	261.87	408.74	624.20
PE	111.32	66.53	39.51	24.03
PB	6.36	5.79	5.01	4.10
PS	9.62	5.56	3.50	2.44
EV/EBITDA	79.94	41.36	27.56	18.63

现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	101.80	164.72	278.20	459.13
折旧与摊销	28.40	64.63	64.63	64.63
财务费用	15.02	45.25	66.24	81.64
资产减值损失	-2.86	2.00	4.00	6.00
经营营运资本变动	105.34	-551.90	-779.39	-886.12
其他	-270.01	-17.52	-21.91	-25.96
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-22.31</b>	<b>-292.83</b>	<b>-388.24</b>	<b>-300.67</b>
资本支出	-516.92	0.00	0.00	0.00
其他	158.75	15.00	18.00	20.00
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-358.17</b>	<b>15.00</b>	<b>18.00</b>	<b>20.00</b>
短期借款	399.34	142.34	545.97	490.85
长期借款	240.08	0.00	0.00	0.00
股权融资	75.86	0.00	0.00	0.00
支付股利	-55.16	0.00	0.00	0.00
其他	-63.86	-48.46	-66.24	-81.64
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>596.26</b>	<b>93.88</b>	<b>479.74</b>	<b>409.21</b>
<b>现金流量净额</b>	<b>211.53</b>	<b>-183.95</b>	<b>109.50</b>	<b>128.53</b>
财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>				
销售收入增长率	58.69%	73.02%	58.79%	43.46%
营业利润增长率	176.12%	72.76%	82.82%	71.99%
净利润增长率	33.56%	61.81%	68.90%	65.04%
EBITDA 增长率	136.96%	99.30%	56.09%	52.71%
<b>获利能力</b>				
毛利率	33.44%	35.69%	35.96%	36.46%
三费率	27.50%	27.43%	26.24%	24.72%
净利率	9.46%	8.84%	9.41%	10.82%
ROE	6.25%	9.20%	13.45%	18.16%
ROA	3.15%	4.18%	5.09%	6.36%
ROIC	5.78%	8.49%	11.09%	13.69%
EBITDA/销售收入	12.21%	14.06%	13.82%	14.71%
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.42	0.52	0.63	0.67
固定资产周转率	5.03	8.02	14.61	24.57
应收账款周转率	3.00	3.18	3.05	2.93
存货周转率	2.94	2.82	2.76	2.64
销售商品提供劳务收	80.46%	—	—	—
<b>资本结构</b>				
资产负债率	49.56%	54.56%	62.18%	64.99%
带息债务/总负债	42.14%	37.99%	40.06%	39.50%
流动比率	1.57	1.52	1.42	1.41
速动比率	1.30	1.21	1.14	1.13
<b>每股指标</b>				
每股收益	0.11	0.19	0.31	0.52
每股净资产	1.95	2.14	2.47	3.02
每股经营现金	-0.03	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

# 投资评级说明

## 1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

## 2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



## 研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋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 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。