

埃斯顿 (002747.SZ)

公司快报

研发投入持续加码，中长期坐享产业升级红利

机械 | 机床设备 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2019-03-06)

11.30 元

交易数据

总市值(百万元)	9,464.80
流通市值(百万元)	8,207.98
总股本(百万股)	837.59
流通股本(百万股)	726.37
12个月价格区间	7.75/16.42 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	15.88	-2.72	16.51
绝对收益	41.25	16.14	2.68

分析师

 范益民
 SAC 执业证书编号: S0910518060001
 fanyimin@huajinsec.cn
 021-20377169

相关报告

埃斯顿：工业机器人持续发力，营收保持高速增长 2018-08-17

埃斯顿：主营业务快速增长，海外市场拓展有序 2018-07-06

埃斯顿：业绩符合预期，内生外延打造系统解决方案供应商 2017-03-24

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

投资要点

- ◆ **工业机器人及运控伺服业务保持快速增长：**公司 2018 年实现收入 14.86 亿元，同比增长 38%；其中工业机器人及智能制造系统业务收入同比增长超 50%；运动控制及交流伺服系统业务同比增长 40% 以上。受国内整体工业景气度下降带来资本开支减少的影响，公司四季度单季同比增速放缓较为明显，四季度单季实现营收 4.21 亿元，归母净利润 3443 万元，同比均微幅增长。公司实现归母净利润 1.05 亿元，同比增长 12.99%。净利润低于预期主要由于公司研发投入逆势加码，占总营收比重上升，净利润率由 2017 年的 8.6% 降至 2018 年的 7.1%。
- ◆ **内生加外延提升竞争力，长期坐享制造业升级红利：**公司一方面通过自主研发掌握控制器、伺服系统、减速装置等工业机器人核心部件；另一方面，通过收购英国 TRIO，控股德国 M.A.i. 公司等实现外延，在品牌和技术上进行国际化布局。公司短期虽受下游需求不振影响，中长期看我国产业升级的方向不变，提升自动化水平提高我国在全球范围内制造业竞争力具有必要性和必然性。公司在工业机器人和工控核心部件领域技术优势突出，品牌效应明显，将中长期坐享我国产业升级红利。
- ◆ **研发投入保持高水平，筑中长期技术领先高地：**公司近几年持续加大研发投入，公司 2018 年研发投入占营业收入比重超 10%，并呈现逐年提升态势。公司通过核心技术及产品的研发与创新，提高产品性能与市场竞争力，将为公司在国内工业机器人及运控伺服行业带来持续的技术领先地位。
- ◆ **投资建议：**考虑到我国工业景气度仍未有明显回升，我们下调此前 2019、2020 年营业收入预测 24.64 亿元、34.62 亿元，下调至分别为 20.68 亿元、28.58 亿元，下调幅度分别为 16.07%、17.45%；同时，考虑到公司持续加大的研发投入，整合外延并购的公司需要成本，我们下调此前 2019、2020 年净利润预测 2.51 亿元、4.10 亿元，下调至分别为 1.66 亿元、2.73 亿元，下调幅度分别为 33.86%、33.41%；考虑到我国工业机器人进口替代市场庞大，公司属国产工业机器人龙头并在核心零部件领域具备自研能力，公司估值已调整至历史较低水平，维持“买入-A”评级。
- ◆ **风险提示：**国内工业景气度下滑风险；跨国并购外延整合效果不及预期；行业竞争加剧致盈利能力下降等。

财务数据与估值

会计年度	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营收入(百万元)	678.3	1,076.5	1,486.5	2,068.1	2,857.8
同比增长(%)	40.4%	58.7%	38.1%	39.1%	38.2%
营业利润(百万元)	31.9	88.0	80.0	137.6	249.2
同比增长(%)	136.9%	176.1%	-9.1%	72.0%	81.1%
净利润(百万元)	68.6	93.1	105.4	166.2	273.1
同比增长(%)	34.0%	35.7%	13.3%	57.7%	64.3%
每股收益(元)	0.08	0.11	0.13	0.20	0.33
PE	123.7	91.2	80.5	51.1	31.1
PB	5.8	5.5	5.0	4.6	4.1

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)	2016	2017	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	678.3	1,076.5	1,486.5	2,068.1	2,857.8	年增长率					
减:营业成本	463.7	716.6	974.1	1,343.4	1,837.3	营业收入增长率	40.4%	58.7%	38.1%	39.1%	38.2%
营业税费	6.2	8.7	11.9	16.5	22.9	营业利润增长率	136.9%	176.1%	-9.1%	72.0%	81.1%
销售费用	56.1	76.2	95.1	130.3	174.3	净利润增长率	34.0%	35.7%	13.3%	57.7%	64.3%
管理费用	111.2	204.8	308.3	413.6	543.0	EBITDA 增长率	77.3%	105.4%	19.0%	52.0%	57.6%
财务费用	4.8	15.0	21.1	30.8	35.2	EBIT 增长率	131.3%	132.4%	18.7%	66.5%	68.9%
资产减值损失	9.7	-2.9	10.0	12.0	14.0	NOPLAT 增长率	128.2%	161.1%	-3.7%	66.5%	68.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	180.9%	39.6%	6.4%	21.8%	-5.4%
投资和汇兑收益	5.1	12.0	14.0	16.0	18.0	净资产增长率	193.9%	10.8%	10.0%	7.9%	11.9%
营业利润	31.9	88.0	80.0	137.6	249.2	盈利能力					
加:营业外净收支	48.4	27.5	49.7	64.7	79.7	毛利率	31.6%	33.4%	34.5%	35.0%	35.7%
利润总额	80.3	115.4	129.6	202.3	328.9	营业利润率	4.7%	8.2%	5.4%	6.7%	8.7%
减:所得税	4.0	13.7	17.5	27.3	44.4	净利润率	10.1%	8.6%	7.1%	8.0%	9.6%
净利润	68.6	93.1	105.4	166.2	273.1	EBITDA/营业收入	8.1%	10.5%	9.0%	9.9%	11.3%
						EBIT/营业收入	5.4%	7.9%	6.8%	8.1%	10.0%
资产负债表						偿债能力					
	2016	2017	2018E	2019E	2020E	资产负债率	21.9%	49.6%	42.8%	54.4%	52.3%
货币资金	147.5	370.2	445.9	620.4	857.3	负债权益比	28.0%	98.2%	74.9%	119.2%	109.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	3.83	1.57	1.88	1.93	1.84
应收帐款	297.9	451.2	539.8	838.9	986.9	速动比率	3.33	1.30	1.59	1.57	1.51
应收票据	121.4	251.0	186.6	387.8	374.2	利息保障倍数	7.68	5.67	4.80	5.47	8.08
预付帐款	26.5	93.1	42.1	144.4	110.7	营运能力					
存货	169.7	317.3	278.0	543.0	579.8	固定资产周转天数	84	72	62	47	34
其他流动资产	532.4	368.7	312.3	404.5	361.8	流动营业资本周转天数	285	265	187	180	155
可供出售金融资产	40.3	115.4	115.4	115.4	115.4	流动资产周转天数	452	526	443	413	391
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	125	125	120	120	115
长期股权投资	34.1	33.5	33.5	33.5	33.5	存货周转天数	70	81	72	71	71
投资性房地产	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2	总资产周转天数	696	854	771	642	553
固定资产	181.2	247.2	265.0	273.5	269.9	投资资本周转天数	451	502	438	360	278
在建工程	64.6	120.7	84.5	54.9	35.7	费用率					
无形资产	106.0	323.6	308.7	293.8	278.9	销售费用率	8.3%	7.1%	6.4%	6.3%	6.1%
其他非流动资产	159.0	537.1	522.9	530.2	529.5	管理费用率	16.4%	19.0%	20.7%	20.0%	19.0%
资产总额	1,880.9	3,229.3	3,135.1	4,240.6	4,534.0	财务费用率	0.7%	1.4%	1.4%	1.5%	1.2%
短期债务	35.0	434.4	404.0	468.0	557.8	三费/营业收入	25.4%	27.5%	28.6%	27.8%	26.3%
应付帐款	211.5	451.0	370.3	667.4	814.9	投资回报率					
应付票据	46.1	156.7	113.8	259.3	251.0	ROE	4.7%	6.1%	6.2%	9.1%	13.4%
其他流动负债	45.3	135.2	69.9	128.7	154.1	ROA	4.1%	3.2%	3.6%	4.1%	6.3%
长期借款	-	240.1	280.0	662.7	456.1	ROIC	7.8%	7.2%	5.0%	7.8%	10.8%
其他非流动负债	73.2	182.9	104.5	120.2	135.8	分红指标					
负债总额	411.2	1,600.3	1,342.5	2,306.3	2,369.8	DPS(元)	0.07	0.07	0.03	0.04	0.07
少数股东权益	17.0	91.7	98.4	107.2	118.5	分红比率	80.4%	64.7%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	275.8	836.1	838.0	838.0	838.0	股息收益率	0.7%	0.7%	0.2%	0.4%	0.6%
留存收益	1,218.4	771.9	856.2	989.2	1,207.6						
股东权益	1,469.8	1,629.0	1,792.6	1,934.3	2,164.2						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	76.2	101.8	105.4	166.2	273.1	EPS(元)	0.08	0.11	0.13	0.20	0.33
加:折旧和摊销	18.8	28.4	33.3	36.0	37.7	BVPS(元)	1.73	1.84	2.02	2.18	2.44
资产减值准备	9.7	-2.9	-	-	-	PE(X)	123.7	91.2	80.5	51.1	31.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.8	5.5	5.0	4.6	4.1
财务费用	5.9	14.2	21.1	30.8	35.2	P/FCF	-11.4	36.0	2,525.2	41.1	30.4
投资损失	-5.1	-12.0	-14.0	-16.0	-18.0	P/S	12.5	7.9	5.7	4.1	3.0
少数股东损益	7.6	8.7	6.7	8.7	11.4	EV/EBITDA	47.2	76.9	64.4	43.7	26.7
营运资金的变动	-672.6	146.8	-130.8	-449.9	86.1	CAGR(%)	31.9%	40.9%	29.2%	31.9%	40.9%
经营活动产生现金流量	-65.3	-22.3	21.8	-224.1	425.5	PEG	3.9	2.2	2.8	1.6	0.8
投资活动产生现金流量	-701.2	-358.2	14.0	16.0	18.0	ROIC/WACC	0.8	0.7	0.5	0.8	1.1
融资活动产生现金流量	880.0	596.3	40.0	382.6	-206.6						

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

范益民声明，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：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn