

2019年04月25日

埃斯顿 (002747.SZ)

公司快报

业绩符合预期，逆势加码研发

投资要点

- ◆ **业绩符合预期，逆势加大研发投入：**公司 2018 年实现收入 14.6 亿元，同比增长 35.7%；其中自动化部件及运控/工业机器人及智控系统收入分别为 7.26/7.35 亿元，分别同比增长 23.6%/50.3%；实现归母净利润 1.01 亿元，同比增长 8.79%；研发投入逆势加大至 1.68 亿元，占总收入比重提升至 11.5%，提升 1.7pct。另外，公司一季度营收 3.21 亿元，净利润 0.19 亿元，分别同增 6.21%，4.78%。
- ◆ **毛利率提升，利润释放可期：**公司综合毛利率提升 2.6pct 至 36.0%，其中自动化部件及运控毛利率提升 5.05pct 至 41.65%。TRIO 运控的高毛利率及收购曙光并表，及自主编码器批量应用或是毛利率大幅提升的主要原因；工业机器人及智控系统毛利率提升 0.76pct 至 30.39%，考虑到工业机器人景气度去年下半年显著下降，行业竞争加剧，产品降价压力较大，毛利率微升是自制比重提升及规模效应的显现。
- ◆ **协同效应逐步显现，关注新品发布：**公司基于 TRIO 运动控制行业解决方案上已在 3C、包装及锂电等行业批量应用，客户结构进一步向中高端优化，综合实力得到进一步加强。另外，公司发布超轻薄驱动产品 ProNet Summa 系列值得关注，该系列在体积、控制、响应等各方面表现优异，有助提升品牌形象，稳固国产一线地位，继续实现替代日台系的产品打下坚实基础。
- ◆ **投资建议：**我们维持此前盈利预测，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 20.2 亿元、28.1 亿元、36.5 亿元；归母净利润分别为 1.63 亿元、2.68 亿元、3.68 亿元；2019 年动态 PE 为 51 倍，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部件领域具备强大自研能力，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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1,076.5	1,461.0	2,024.1	2,807.1	3,649.3
同比增长(%)	58.7%	35.7%	38.5%	38.7%	30.0%
营业利润(百万元)	88.0	102.2	145.4	261.8	369.2
同比增长(%)	176.1%	16.2%	42.2%	80.1%	41.0%
净利润(百万元)	93.1	101.2	162.6	268.2	368.4
同比增长(%)	35.7%	8.8%	60.6%	64.9%	37.4%
每股收益(元)	0.11	0.12	0.19	0.32	0.44
PE	89.0	81.8	50.9	30.9	22.5
PB	5.4	5.1	4.6	4.1	3.6

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

机械 | 机床设备 III

投资评级

买入-A(维持)

股价(2019-04-25)

9.91 元

交易数据

总市值(百万元)	8,280.96
流通市值(百万元)	7,200.63
总股本(百万股)	835.62
流通股本(百万股)	726.60
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

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-7.78	-6.48	-16.55
绝对收益	-10.07	19.98	-27.04

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：研发投入持续加码，中长期坐享产业升级红利 2019-03-07
- 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

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E	(百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1,076.5	1,461.0	2,024.1	2,807.1	3,649.3	年增长率					
减:营业成本	716.6	935.3	1,305.6	1,777.3	2,310.4	营业收入增长率	58.7%	35.7%	38.5%	38.7%	30.0%
营业税费	8.7	10.3	14.2	19.6	25.5	营业利润增长率	176.1%	16.2%	42.2%	80.1%	41.0%
销售费用	76.2	106.3	141.7	196.5	255.4	净利润增长率	35.7%	8.8%	60.6%	64.9%	37.4%
管理费用	204.8	190.8	400.8	519.3	656.9	EBITDA 增长率	105.4%	130.2%	-19.1%	64.5%	31.3%
财务费用	15.0	39.4	20.5	36.6	35.8	EBIT 增长率	132.4%	155.9%	-23.9%	79.9%	35.7%
资产减值损失	-2.9	10.8	10.0	12.0	14.0	NOPLAT 增长率	161.1%	43.7%	10.0%	79.9%	35.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	39.6%	31.4%	-28.0%	80.0%	-33.1%
投资和汇兑收益	12.0	10.3	14.0	16.0	18.0	净资产增长率	10.8%	5.4%	10.8%	12.0%	14.6%
营业利润	88.0	102.2	145.4	261.8	369.2	盈利能力					
加:营业外净收支	27.5	21.4	54.6	64.5	74.5	毛利率	33.4%	36.0%	35.5%	36.7%	36.7%
利润总额	115.4	123.7	200.0	326.3	443.7	营业利润率	8.2%	7.0%	7.2%	9.3%	10.1%
减:所得税	13.7	9.7	27.0	44.1	59.9	净利润率	8.6%	6.9%	8.0%	9.6%	10.1%
净利润	93.1	101.2	162.6	268.2	368.4	EBITDA/营业收入	10.5%	17.8%	10.4%	12.3%	12.5%
						EBIT/营业收入	7.9%	14.9%	8.2%	10.6%	11.1%
资产负债表						偿债能力					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E	资产负债率	49.6%	52.6%	55.5%	57.8%	57.4%
货币资金	370.2	316.4	607.2	842.1	1,094.8	负债权益比	98.2%	111.0%	124.5%	136.9%	134.5%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	1.57	1.30	1.26	2.43	1.43
应收帐款	451.2	594.1	755.3	1,116.1	1,215.4	速动比率	1.30	1.07	1.06	1.99	1.18
应收票据	251.0	270.1	325.9	453.8	519.3	利息保障倍数	5.67	5.53	8.08	8.15	11.33
预付帐款	93.1	17.2	164.2	82.7	238.2	营运能力					
存货	317.3	355.5	442.4	643.7	768.2	固定资产周转天数	72	74	67	51	39
其他流动资产	368.7	491.8	464.3	441.6	465.9	流动营业资本周转天数	265	222	136	149	136
可供出售金融资产	115.4	109.4	110.0	110.0	110.0	流动资产周转天数	526	480	427	406	389
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	125	129	120	120	115
长期股权投资	33.5	38.9	38.9	38.9	38.9	存货周转天数	81	83	71	70	70
投资性房地产	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	总资产周转天数	854	844	702	597	531
固定资产	247.2	355.2	398.7	402.9	387.5	投资资本周转天数	502	499	352	297	245
在建工程	120.7	144.2	72.1	36.1	18.0	费用率					
无形资产	323.6	358.6	342.7	326.8	310.8	销售费用率	7.1%	7.3%	7.0%	7.0%	7.0%
其他非流动资产	537.1	569.6	546.2	549.4	553.9	管理费用率	19.0%	13.1%	19.8%	18.5%	18.0%
资产总额	3,229.3	3,621.0	4,268.0	5,044.2	5,721.0	财务费用率	1.4%	2.7%	1.0%	1.3%	1.0%
短期债务	434.4	887.4	490.5	578.1	684.0	三费/营业收入	27.5%	23.0%	27.8%	26.8%	26.0%
应付帐款	451.0	-	1,017.3	277.8	1,254.9	投资回报率					
应付票据	156.7	-	362.7	131.0	510.8	ROE	6.1%	6.3%	9.1%	13.4%	16.0%
其他流动负债	135.2	688.9	317.5	485.6	551.7	ROA	3.2%	3.1%	4.1%	5.6%	6.7%
长期借款	240.1	197.8	50.0	1,294.6	144.1	ROIC	7.2%	7.5%	6.2%	15.6%	11.7%
其他非流动负债	182.9	130.7	128.9	147.5	135.7	分红指标					
负债总额	1,600.3	1,904.9	2,367.0	2,914.6	3,281.2	DPS(元)	0.07	-	0.04	0.06	0.09
少数股东权益	91.7	97.7	108.1	122.2	137.6	分红比率	64.7%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股本	836.1	837.6	835.6	835.6	835.6	股息收益率	0.7%	0.0%	0.4%	0.6%	0.9%
留存收益	771.9	826.6	957.3	1,171.8	1,466.5						
股东权益	1,629.0	1,716.1	1,901.0	2,129.6	2,439.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	101.8	113.9	162.6	268.2	368.4	EPS(元)	0.11	0.12	0.19	0.32	0.44
加:折旧和摊销	28.4	43.1	44.5	47.8	49.4	BVPS(元)	1.84	1.94	2.15	2.40	2.76
资产减值准备	-2.9	10.8	-	-	-	PE(X)	89.0	81.8	50.9	30.9	22.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.4	5.1	4.6	4.1	3.6
财务费用	14.2	41.9	20.5	36.6	35.8	P/FCF	35.2	-623.5	33.7	29.8	26.2
投资损失	-12.0	-10.3	-14.0	-16.0	-18.0	P/S	7.7	5.7	4.1	2.9	2.3
少数股东损益	8.7	12.7	10.4	14.1	15.4	EV/EBITDA	75.2	34.6	38.7	26.7	17.5
营运资金的变动	146.8	163.6	622.8	-1,376.3	934.1	CAGR(%)	40.5%	49.9%	31.4%	40.5%	49.9%
经营活动产生现金流量	-22.3	14.4	846.8	-1,025.6	1,385.1	PEG	2.2	1.6	1.6	0.8	0.5
投资活动产生现金流量	-358.2	-381.6	13.4	16.0	18.0	ROIC/WACC	0.7	0.7	0.6	1.5	1.2
融资活动产生现金流量	596.3	272.3	-569.4	1,244.6	-1,150.5						

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.com