

埃斯顿

有望抓住工厂自动化需求改善及结构调整趋势；评级上调至买入

经过 1.5 年下行周期后，需求前景改善，重新评估该股

我们上调公司评级至买入，因我们预计国内工厂自动化行业将进入上行周期（[首次覆盖报告](#)乐观情景；2020-22E EPS CAGR >30%）且公司估值具吸引力（PE 为历史低位 / PEG 为全球同业低端）。我们认为由于需求触底反弹最坏时刻已经过去。我们全球团队 Q-series 报告指出，未来 5 年中国可能引领机器人需求增长，非传统行业/数字化扩张将冲击行业。此情景下公司为国内同业最大受益者，因其工厂自动化/机器人/通用业务比重最大。我们将 2020/21 年盈利上调 6-23%（较一致预期高 10%+）-- 市场或未认识到上述转变。

工业自动化需求复苏和结构变化最大受益者

公司指引 9-10 月订单正增长。这与其他多种迹象（如减速器制造商订单触底反弹）表明国内工业自动化需求触底反弹。主要需求动力来自半导体、5G、新领域（如光伏）等下游。我们预计 2020/21 年国内工业机器人需求 +28/20%（2018/19 年为 -2/-10%），运动控制需求也将恢复。凭借整体方案 + 专注通用战略（非传统机器人下游需求增速为汽车等传统领域的两倍），公司增速或高于同业。我们预计这两块业务 2020-22 年销售 CAGR 为 20%+。

调整后 2020/21 年净利润较一致预期高 22/15%；并购带来上行空间

我们下调 2019 年盈利但上调 2020/21 年盈利（因上调利润率）。我们预计 2020 年营业利润率为 10.5%（2018 年为 7.2%），主要由于业务结构升级（高利润运动控制整体解决方案业务占比上升）及规模效应扩大。由于我们模型未反映收购 [Cloos](#)（德国工业机器人生产商），因此我们 2020/21 年盈利预测存在上行空间。若收购于 Q120 完成将给我们的 EPS 预测增厚 15-30%。

估值：上调目标价（基于 2020E PE）至 12 元；埃斯顿为我们 2020 年首选

我们上调目标价，因我们将估值基准年推后 1 年并上调盈利预测/目标 PE（从 40x 至 55x，假设 2020 年为上行周期）。由于增速更快（3 年 EPS CAGR：公司 31%/行业 13%），公司当前估值较全球同业存在溢价。

Equities

中国

大型建筑

12 个月评级 **买入**
之前：卖出

12 个月目标价 **Rmb12.00**
之前：Rmb7.02

股价 (2019 年 12 月 03 日) **Rmb9.68**

路透代码: 002747.SZ 彭博代码 002747 CS

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb11.93-7.77
市值	Rmb8.09 十亿/US\$1.15 十亿
已发行股本	836 百万 (ORDA)
流通股比例	39%
日均成交量(千股)	6,997
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb66.1
普通股股东权益 (12/19E)	Rmb1.64 十亿
市净率 (12/19E)	4.9x
净债务 / EBITDA	7.1x

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	% 市场预测	
12/19E	0.17	0.09	-45	0.13
12/20E	0.21	0.22	6	0.18
12/21E	0.24	0.30	23	0.25

王斐丽

分析师

S1460517100001

phyllis.wang@ubssecurities.com

+86-213-866 8964

谭雅文

分析师

S1460518100004

yawen.tan@ubssecurities.com

+86-213-866 8630

徐宾

分析师

S1460511010012

bin.xu@ubssecurities.com

+86-213-866 8872

重要数据 (Rmb 百万)	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E
营业收入	672	1,068	1,451	1,345	1,867	2,337	2,810	3,280
息税前利润(UBS)	41	70	105	87	197	267	326	391
净利润 (UBS)	66	92	87	79	182	251	311	376
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.09	0.11	0.10	0.09	0.22	0.30	0.37	0.45
每股股息 (Rmb)	0.07	0.07	0.07	0.06	0.13	0.18	0.22	0.27
现金 / (净债务)	112	(304)	(793)	(972)	(1,054)	(1,137)	(1,247)	(1,320)
盈利能力和估值	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E
息税前利润率(%)	6.1	6.6	7.2	6.5	10.5	11.4	11.6	11.9
ROIC (EBIT) (%)	4.7	4.6	5.1	3.5	7.3	9.1	10.1	11.1
EV/EBITDA(core)x	>100	>100	69.3	64.8	34.9	27.3	22.9	19.4
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	NM	NM	NM	NM	44.5	32.3	26.1	21.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.1)	(3.8)	(2.1)	(1.7)	(0.7)	(0.1)	0.1	0.9
净股息收益率(%)	0.7	0.6	0.6	0.6	1.3	1.9	2.3	2.8

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2019 年 12 月 03 日 22 时 35 分的股价(Rmb9.68)得出。

瑞银证券 研究 主题页

我们的观点与本文内容概览

关键问题

问：2020 年公司工业机器人业务能否反弹？

能。鉴于多种迹象显示需求复苏，我们认为国内工业机器人需求已触底反弹。我们全球资本品团队 Q-series 报告指出，未来 5 年中国可能引领机器人需求增长（CAGR 为 14%），通用机器人将翻番。我们认为此情景下公司受益最大。其机器人业务 2020/21 年收入增速或达 41/28%（2019 年-15%）。

[更多→](#)**问：2020-22 年伺服相关业务收入 CAGR 能否达到 20%+？**

能。我们预计公司伺服相关业务 2020-22 年收入 CAGR 为 26%，且利润率将因产品组合改善而提升。整体需求正触底反弹，来自 Trio 的协同效应也将推动公司增长。我们预计 Trio 将令该业务 2020 年盈利提升约 15%。

[更多→](#)**问：国内品牌能从全球品牌手中夺取实质性市场份额吗？**

大部分国内品牌很难赢得实质性市场份额。不过，我们认为少数对自动化行业有深入了解的国内厂商可能获取份额。

["2019-20 年工业机器人行业前景严峻：龙头厂商受影响或相对较小" 1/21/2019→](#)

瑞银证券观点

我们将公司评级从卖出上调至买入，因盈利前景改善，估值具有吸引力。我们认为工厂自动化需求触底反弹最坏时刻已经过去。我们全球团队 Q-series 报告指出，未来 5 年中国可能引领机器人需求增长（CAGR: 14%），非传统行业/数字化扩张将冲击行业。此情景下公司为国内同业最大受益者，因其工厂自动化/机器人/通用业务比重最大。我们上调盈利预测；对于需求复苏、公司实施聚焦解决方案/通用这一战略的潜在效益、收购 Trio/Cloos 带来的协同效应等，我们认为市场未做充分预期。

论据

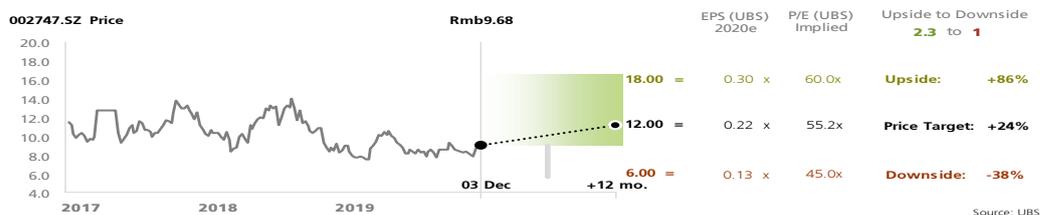
先行指标（如减速器订单、日本电子产品出货量和库存指数差）已有复苏迹象。10 月国内工业机器人销量增速转正。公司专注通用工业领域，我们预计该领域未来增长更强。MIR 数据显示，Q319 国内伺服订单转正。来自电子和半导体的需求正在复苏。9M19 高利润整体解决方案销售占公司伺服业务的 50%（2018: 30%）。

什么已反映在股价中？

2019 年中以来，全球自动化领先公司股价开始反弹，国内公司股价则相对疲软（投资者仍在研究未来 1-2 个季度订单复苏能否持续）。公司当前股价对应 1 年期动态 PE 为 42x，处于历史低位。我们认为投资者未充分认识到公司表现好转潜力。

[更多→](#)

乐观/悲观情景分析



价值影响因素 (2019-21E)	工业机器人与集成销售 CAGR	智能设备核心零件销售 CAGR	工业机器人集成毛利率	智能设备核心零件毛利率	SG&A 费用率
乐观情景 18.00 元	65%	34%	35.6%	44.3%	28%
基准情景 12.00 元	35%	29%	33.2%	43.5%	29%
悲观情景 6.00 元	32%	21%	32.2%	41.7%	30%

来源: 瑞银证券估算

[更多→](#)

公司背景

埃斯顿自动化成立于 1993 年，主要从事数控系统、交流伺服电机、工业机器人和智能装备制造。该公司是国内领先的高端智能装备核心零部件制造企业之一，...

[更多→](#)

评述

[返回 ↑](#)

我们将 2019 年盈利下调 45%，因自动化（主要为工业机器人、系统集成和伺服系统）需求弱于预期。我们下调系统集成收入，因 2019 年公司缩减系统集成的力度超出我们此前预期。虽然这对 2019 年业绩影响不利，但鉴于系统集成业务或给公司现金流和应收账款质量带来更多风险，我们认为对该业务进行控制合理且有利公司长远发展。

我们将 2020-22 年盈利上调 6-30%，主要因利润率假设上调。我们预计净利润率从 2018 年的 6% 升至 2020/21/22 年的 9.8/10.7/11.1%，主要得益于伺服业务产品结构改善及工业机器人业务发挥规模效应。

调整后，我们现预计 2020 年盈利大幅回升（+129%），且 2021/22 年延续高增长（38/24%）。

图表 1: 盈利调整（百万元）

	2019E			2020E			2021E			2022E		
	调整前	调整后	%									
收入	1845	1355	-27%	2235	1880	-16%	2570	2354	-8%	2934	2829	-4%
工业机器人与集成	995	622	-37%	1242	877	-29%	1400	1125	-20%	1557	1383	-11%
智能设备核心零件	850	733	-14%	993	1003	1%	1169	1229	5%	1376	1447	5%
毛利率	36%	37%	1.2ppts	36%	39%	3.5ppts	36%	40%	3.9ppts	36%	39%	3.8ppts
工业机器人与集成	31%	32%	1.0ppts	31%	34%	3.2ppts	30%	34%	3.5ppts	30%	34%	3.7ppts
智能设备核心零件	42%	42%	-29bps	42%	44%	192bps	42%	45%	283bps	42%	45%	296bps
毛利润	652	495	-24%	782	724	-7%	898	916	2%	1026	1097	9%
销售费用	134	99	-27%	163	137	-16%	187	171	-8%	213	206	-4%
管理费用	225	180	-20%	270	241	-11%	308	297	-4%	349	351	1%
研发费用	138	129	-7%	163	150	-8%	182	181	-1%	205	215	5%
销售费用率	7%	7%	0.0ppts									
管理费用率	12%	13%	1.1ppts	12%	13%	0.7ppts	12%	13%	0.6ppts	12%	12%	0.5ppts
研发费用率	8%	10%	2.0ppts	7%	8%	0.7ppts	7%	8%	0.6ppts	7%	8%	0.6ppts
息税前收益	154	87	-43%	186	197	6%	221	267	21%	258	326	26%
其他收益	40	30	-27%	48	40	-16%	55	50	-8%	63	60	-4%
税前收益	175	98	-44%	211	222	5%	249	306	23%	292	379	30%
所得税	14	8	-44%	17	17	5%	20	24	23%	23	30	30%
净利润（报表口径）	146	81	-44%	175	184	5%	207	254	23%	242	314	30%
净利润（瑞银证券）	143	79	-45%	172	182	6%	204	251	23%	239	311	30%

来源: 瑞银证券估算

关键问题

[返回](#) ↑**问: 2020 年公司工业机器人业务能否反弹?****瑞银证券观点**

能。鉴于多种迹象显示需求复苏，我们认为国内工业机器人需求已触底反弹。我们全球资本品团队在其 2019 年 11 月 Q-series 报告中指出，未来 5 年中国可能引领机器人需求增长（CAGR 为 14%），通用机器人将翻番。我们认为此情景下公司或在中国相关企业中受益最大。工业机器人业务（包括本体和系统集成；占公司 2018 年收入的 50%）2020 年收入增速或达 41%，并在之后两年保持 20%+。此外，收购 Cloos（按计划或将于 H120 完成）可带来非内生增长并助公司提升竞争力。该交易未纳入我们模型。

论据

工业机器人销售先行指标（如减速器订单、日本电子产品出货量和库存指数差）已现触底反弹趋势。10 月国内工业机器人销量转正。公司专注通用工业领域，汽车领域布局较少。公司主要产品为通用工业机器人，而非焊接、喷涂等专用机器人。2019 年 9 月，公司公告计划[收购 Cloos](#)（全球技术领先的焊接机器人生产商，总部位于德国）。

什么已反映在股价中?

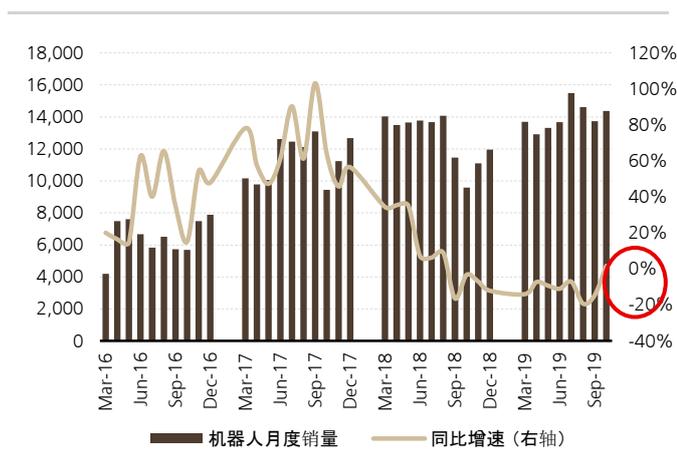
我们认为行业复苏和公司通用工业聚焦战略相比竞争对手所存在的潜在效益均未获市场反映。

多种迹象显示工业机器人需求复苏

我们对 2020-22 年国内工业机器人需求前景更为乐观，因我们看到一些积极信号显示需求复苏，包括：

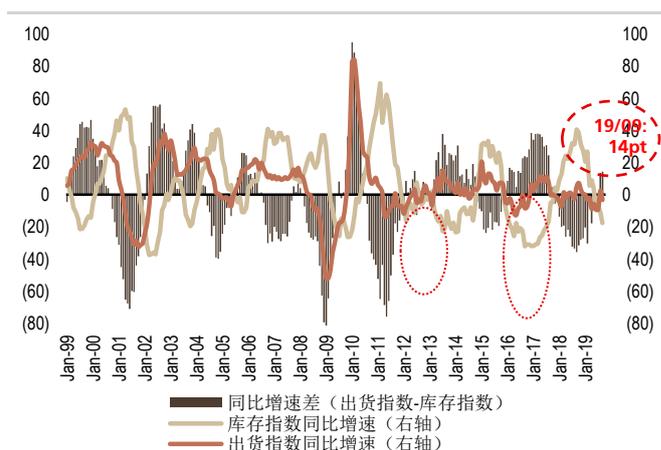
- 1) 2019 年 10 月国内工业机器人月销量同比增速转正（+1.7%）（图表 2）。
- 2) 2019 年 9 月以来，日本电子零件和设备出货量和库存指数差同比增幅转正。这表明相关产品去库存周期已近尾声；历史上，这一指数差为机器人销售先行指标（图表 3）。

图表 2: 国内工业机器人销量 (按月)



来源: 国家统计局

图表 3: 日本 - 电子零件和设备行业生产指数

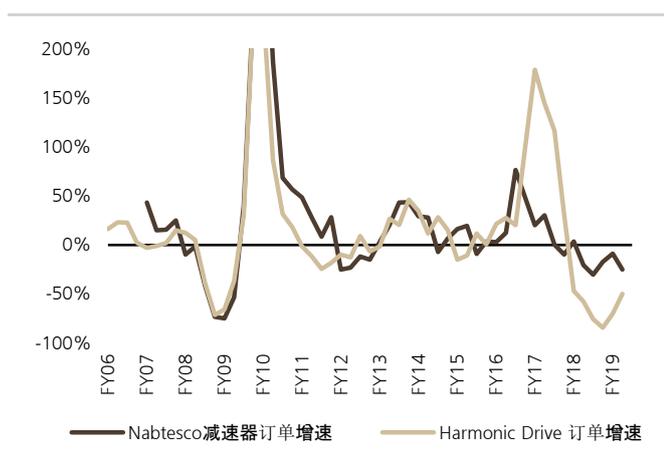


来源: METI

3) 工业机器人销售另一先行指标 -- 纳博特斯克 (Nabtesco) 和 Harmonics (世界两大主要减速器供应商; 占总供应量 70%以上) 订单最近两个季度有改善迹象 (图表 4)。

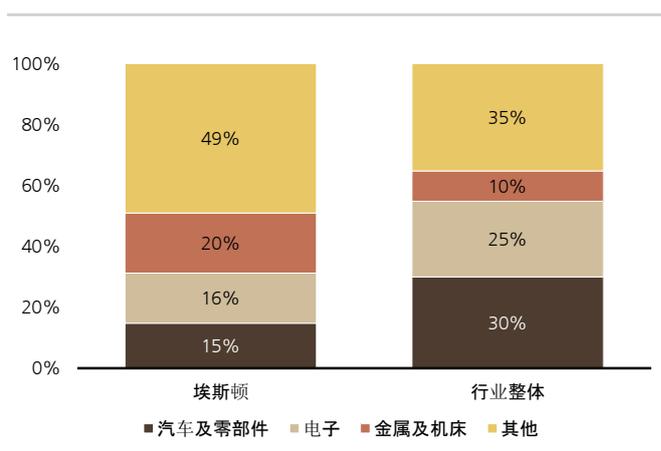
4) 埃斯顿管理层预计公司订单增长将在 Q419 恢复。

图表 4: 主要减速器生产商订单季度增速



来源: 公司数据

图表 5: 埃斯顿机器人业务下游结构 vs. 整体行业结构



来源: 公司数据, IFR, 瑞银证券估算

支持需求复苏的主要动力是什么?

我们认为即将来临的工业机器人需求复苏主要支撑动力来自:

1) 传统工业机器人下游 (如汽车行业) 资本支出需求企稳。这得到了 UBS Evidence Lab 第五次中国企业高管调查的支持 (此次调查时间为 2019 年 8 月底到 9 月初, 共 540 家中国企业受访)。

2) 中国建设 5G 网络带来 3C 新需求 (详见关键问题 2 图表 11);

3) 我们认为一些因贸易战而延迟的自动化项目可能逐渐重启, 且光伏、半导体和锂电池设备等新领域可能产生新的资本支出需求。

公司增速或高于行业整体

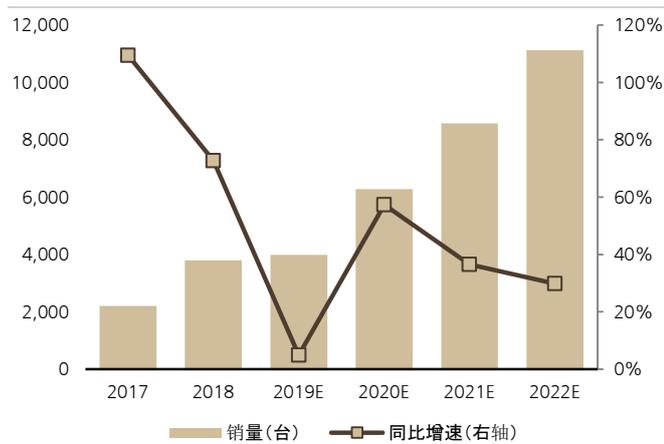
此外，我们预计公司工业机器人业务收入增速高于行业整体，主要由于：1）我们预计未来 1-3 年非汽车工业机器人增速更快，尤其通用工业领域（公司焦点所在）；2）我们预计公司放弃系统集成这一战略所带来的阻力将在 2020 年渐退。

通用工业聚焦战略将令销量增长加速

公司下游结构更偏向一般工业领域（如光伏、金属成型机）和通用应用（如搬运、组装）-- 公司为 50% vs. 工业机器人行业整体为 35%。这可支持公司下游需求增速高于行业整体（更偏向低增长的汽车行业）。这与瑞银资本品团队全球观点相符，即未来几年通用工业和通用用途或有强劲增长（相关报告：“Factory Automation: How will widespread industrial IoT change the automation value chain?” Mizuno Hikaru 2019/11/22）。我们的全球团队认为，非传统机器人终端市场增速或是汽车等传统市场的两倍。

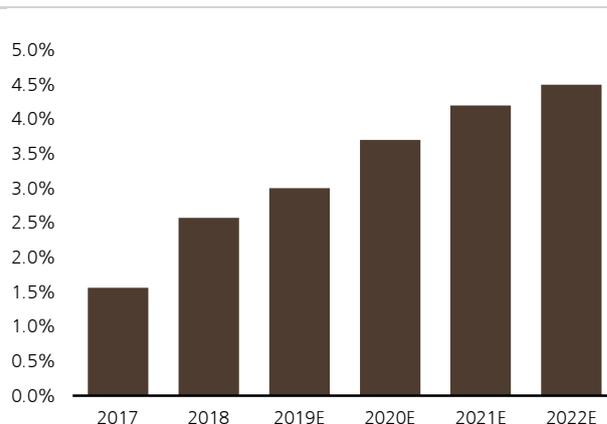
我们预计公司工业机器人销量 2020 年同比增长 57%，2021 年增 37%，2022 年增 30%，对比 2019 年为 5%（国内 2020/21/22 年工业机器人需求增长 28/20/21%）。公司国内市场份额将从 2019 年的 3% 升至 2022 年的 4.5%。

图表 6: 埃斯顿机器人销量预测（瑞银证券）



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 7: 埃斯顿 - 国内机器人市场份额

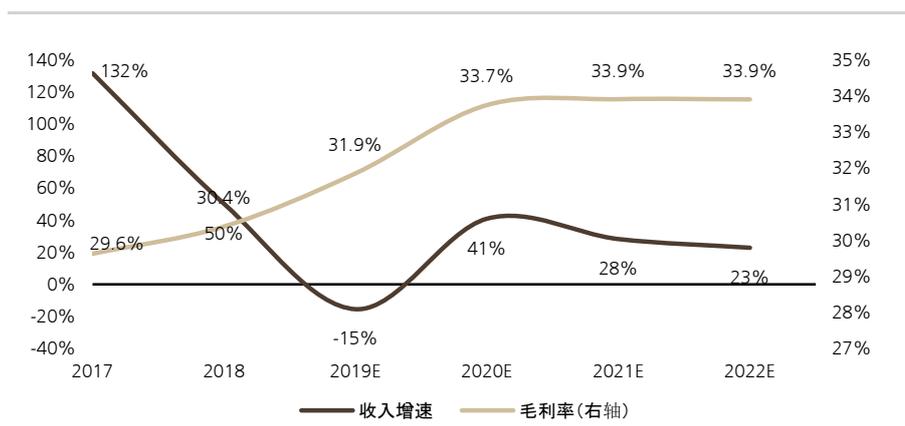


来源: 公司数据, IFR, 瑞银证券估算

系统集成业务收缩不利影响将逐渐消退

2019 年，公司出于战略考虑收缩系统集成业务（尤其一些与汽车零部件客户有关的项目）以管理现金流状况、避免潜在坏账。这成为拖累 2019 年机器人业务收入下滑的主要因素。9M19 机器人本体销售增长 10%，而机器人系统集成收入下降 55%。展望未来，我们认为这一不利影响将随战略转型完成而减少。实际上，由于系统集成利润低，其对净利润的影响要小于收入。

图表 8: 埃斯顿机器人相关业务收入和毛利率增长预测



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

收购 Cloos 打开盈利上升空间

2019 年 9 月, 公司公告计划收购全球领先焊接机器人厂商 Cloos。收购总价 1.96 亿欧元。公司计划通过股票和可转债发行及银行贷款来支付交易款。收购目标或于明年并表。

公司对自身现有机器人业务和 Cloos 之间产生协同效应表示乐观。Cloos 为中厚板焊接技术全球领导者, 而焊接占汽车领域机器人的 50-60%。Cloos 可助埃斯顿在机器人相关技术方面迈出重要一步, 从而提升公司相对全球领导者的竞争力。

Cloos 2019 年业绩详细财务数据尚未公布, 但我们仍对其对埃斯顿的影响做了粗略估算 – 若交易在 Q120 完成将助令公司 2020 年 EPS 增厚 15-30%。不过由于交易尚未完成, 我们未将其纳入模型。

关键问题

[返回](#) ↑**问: 2020-22 年伺服相关业务收入 CAGR 能否达到 20%+?****瑞银证券观点**

能。我们预计未来 2 年公司伺服相关业务快速发展，主要得益于行业整体需求触底反弹以及在 Trio（埃斯顿 2017 年收购的控制器领先制造商）支持下公司整体解决方案产品取得突破。我们预计伺服相关业务 2020-22 年收入 CAGR 为 26%，且利润率将因产品组合改善而提升。我们预计 Trio 将令该业务 2020 年盈利提升约 15%。

论据

Q319 伺服订单转正 (+1.6%)。我们渠道检查显示，电子和半导体需求已有一定升温。管理层表示，公司整体伺服解决方案产品占 Q319 该业务销售的 50%（2018 年仅 30%左右）；公司已从电子和其他行业新客户处获得订单。整体解决方案产品利润率通常高于单一伺服产品，因前者涉及软件设计较多、与本地同业竞争较少。

什么已反映在股价中?

我们认为运动控制领域潜在复苏未获充分反映。此外，投资者未完全认识到收购 Trio 所带来的协同效应。

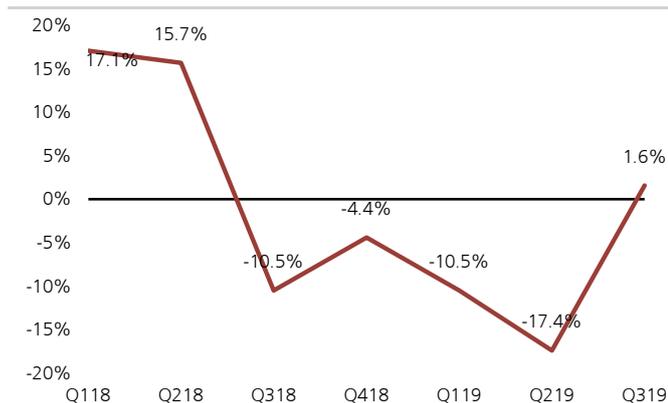
伺服业务（占公司收入的 25%）同样有望回升

2018 年，伺服相关收入占公司收入的 25%，被视为公司最重要增长动力之一（另一为工业机器人，占公司销售的 50%）。由于需求疲软，伺服业务今年表现不佳。但我们认为前景或有改善，未来 2-3 年该业务收入增速将达 20%+（2019 年仅为 8%）。

2020 年电子行业需求有望改善

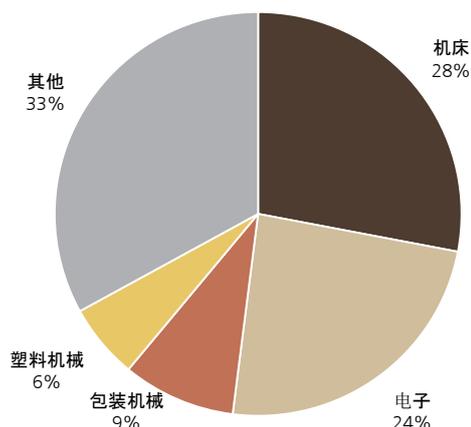
运动控制产品需求最大动力为电气电子和机床。工控网信息表示，这两种产品约占 2017 年需求的一半。电气电子需求更波动因而对伺服需求影响更大。

图表 9: 国内直流伺服销售增速 (按季)



来源: MIR

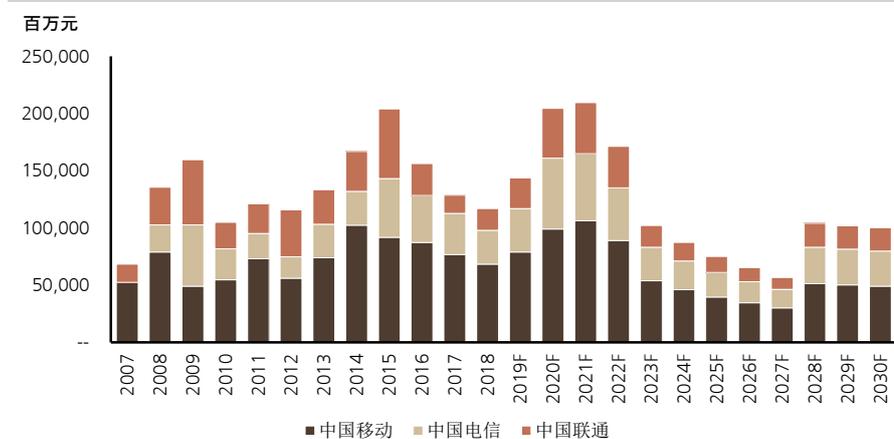
图表 10: 通用伺服系统下游构成 (2017 年)



来源: 工控网, 瑞银证券估算

我们预计 2020 年电气电子需求有所改善, 动力如下: 1) 由于 5G 网络建设, 2020 年三大电信运营商资本支出预计激增。瑞银电信团队预测, 到 2020 年无线网络资本支出总额增长 42% 至 2,040 亿元。2) 除电信网络建设需求外, 5G 也会提升移动设备生产线所用伺服需求。历史上, Apple 推出新版 iPhone 可显着提升整个电子行业的自动化需求。面向 5G 网络的新一代 iPhone 或于 2020 年问世。

图表 11: 国内电信运营商无线网络资本支出预测



来源: 公司数据, 瑞银估算

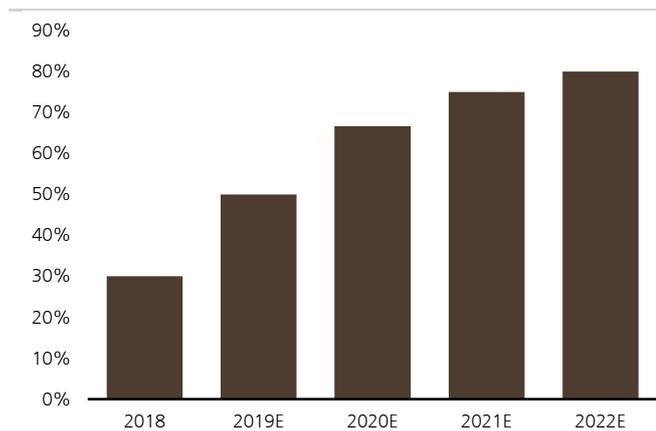
向整体解决方案业务的扩张可预见性增强

2017 年, 埃斯顿收购全球十大运动控制品牌之一的 TRIO 从而获得更先进运动控制技术。2018 年, 埃斯顿发布运动控制解决方案产品, 该产品可结合控制和伺服系统从而有效降低总体成本 (因 1 个 TRIO 控制器可控制约 4 个伺服系统)。该解决方案还可去除工业机器人配电箱以省空间。

2018年，运动控制解决方案产品占通用伺服业务总销售的30%，9M19这一数字已达50%左右。根据管理层指引，公司已打入新客户（如电子、锂电池等行业）供应链。

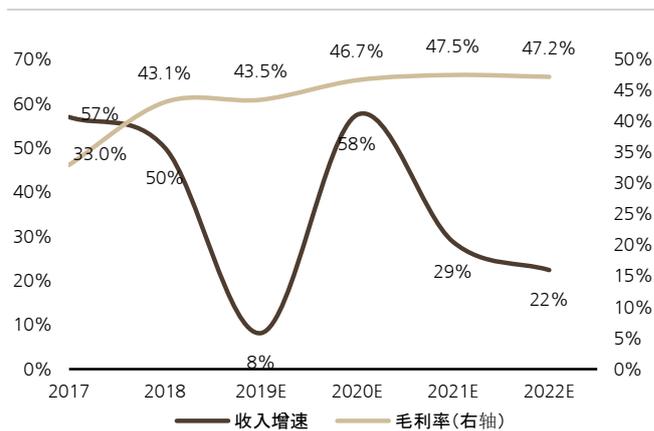
由于整体解决方案产品能处理更复杂集成，公司所面临的竞争较传统伺服市场更为温和。因此，整体解决方案产品利润率要高于原有产品。我们预计由于业务结构升级，未来该业务毛利率将提升。

图表 12: 埃斯顿伺服相关业务 – 整体解决方案销售份额



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 13: 运动控制业务收入和毛利率预测

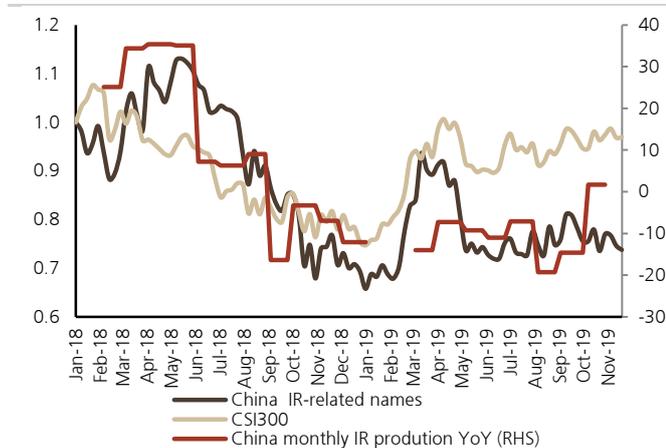


来源: 公司数据, 瑞银证券估算

什么已反映在股价中?

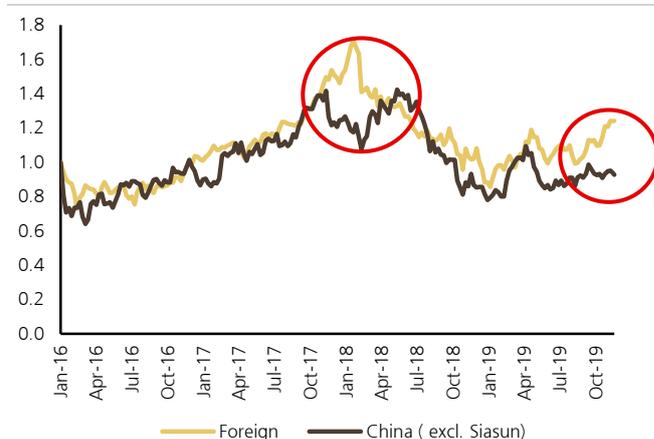
[返回](#) ↑

图表 14: 工业自动化公司股价与机器人销量的相关性



注: 国内工业机器人公司包括埃斯顿、汇川和拓斯达
来源: 国家统计局, 公司数据, 瑞银证券

图表 15: 国内外自动化公司 - 股价表现分化



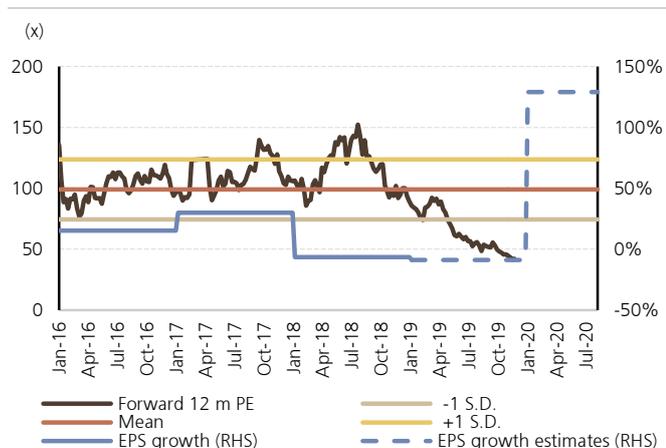
注: 国内工业机器人公司包括埃斯顿、汇川和拓斯达; 国外工业机器人公司包括发那科 (Fanuc)、安川 (Yaskawa)、川崎 (Kawasaki)、Fujikoh、Daihen、不二越 (Nachi) 和 ABB.
来源: 万得、汤森路透、瑞银证券

国内工业自动化个股与工业机器人销售密切相关历史上, 国内工业自动化公司股价与国家统计发布的工业机器人月销售数据相关。但最近股价表现落后于行业销售数据。潜在复苏未获市场反映。

国内公司疲软表现不太可能持续; 它们将赶上全球同业

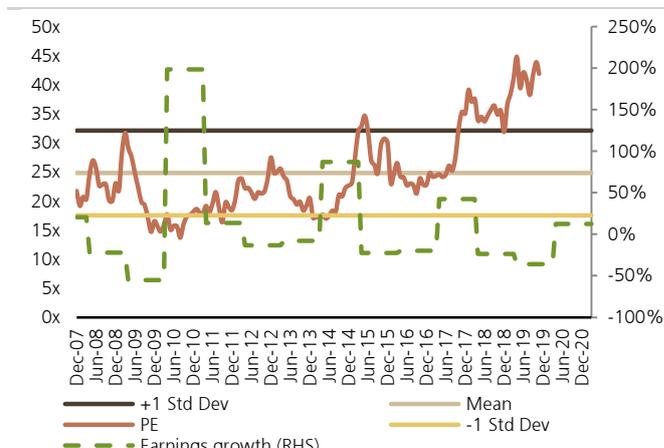
2019 年中以来, 全球自动化领先公司股价开始反弹, 国内公司股价则相对疲软。上一高峰周期时, 全球公司股价亦领先国内公司; 我们预计国内公司表现将赶上全球同业。

图表 16: 埃斯顿 - 1 年期动态 PE 区间



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 17: 发那科 - 1 年期动态 PE 区间



来源: 公司数据, 汤森路透

公司当前股价对应估值处于历史低位。公司当前股价对应 12 个月动态 PE 为 42x，在历史区间低端左右。日本领先工业机器人制造商安川和发那科则正经历估值上调。我们认为这可归因于国内行业层面可用数据较少这一事实，因此国内投资者对复苏反应历来较慢。

公司盈利增速更快因而估值较全球同业存在溢价：公司当前 PE 估值高于全球同业均值；从 2020-22 年盈利增速比较来看（公司：31%；全球同业均值：12%），这一估值溢价合理。我们认为公司高增长潜力基于以下事实：1）目前销售基数相对较小；2）当研发费用率从高位下降且规模效应发挥作用时，公司利润率扩张潜力更大（2018 年，公司营业利润率为 7%，发那科/安川/ABB/汇川为 26/11/11/15%）；3）公司专注增长潜力更大的通用工业领域。

此外，公司当前股价对应 1.5x 2020E PEG，接近全球同业区间（1.3x-3.7x）低端。

估值：盈利前景强劲反衬估值不高。我们上调目标价，因我们将估值基准年推后 1 年并上调盈利预测/目标 PE（从 40x 至 55x）。调高 PE 主要反映行业估值上调和公司自身基本面改善。我们的目标价对应 PEG（2020 PE / 2020-2022 EPS CAGR）为 1.8x，低于全球同业均值（2.5x），这或反映公司品牌认知较弱（2.5x）。

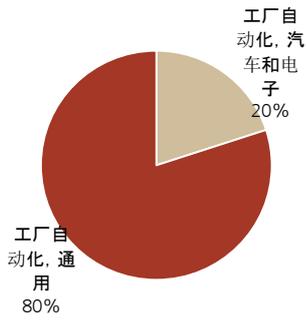
相比汇川，2020 年我们更看好埃斯顿，因其工厂自动化业务比重更大、EPS 增长更强。此外，我们的 2020/21 年盈利预测存在上行空间，因我们模型未反映收购 Cloos（若交易于 Q120 完成将给我们的 2020 年 EPS 预测增厚 15-30%）。我们认为，相比汇川，埃斯顿从工厂自动化需求恢复中受益更多。因此，我们认为当工厂自动化进入行业上升期后，埃斯顿 2020 年表现将超汇川。

图表 18: 埃斯顿与汇川比较

	埃斯顿	汇川技术	机器人
工厂自动化盈利占比	100%	54%	90%
通用工厂自动化盈利占比	80%	50%	45%
EPS CAGR 2020-22	31%	25%	12%

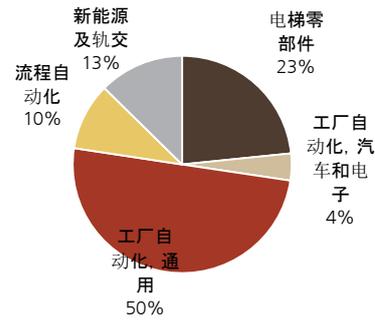
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 19: 埃斯顿盈利拆分 (2018 年)



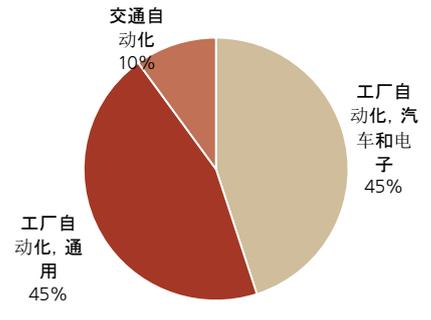
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 20: 汇川技术盈利拆分 (2018 年)



来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 21: 机器人盈利拆分 (2018 年)



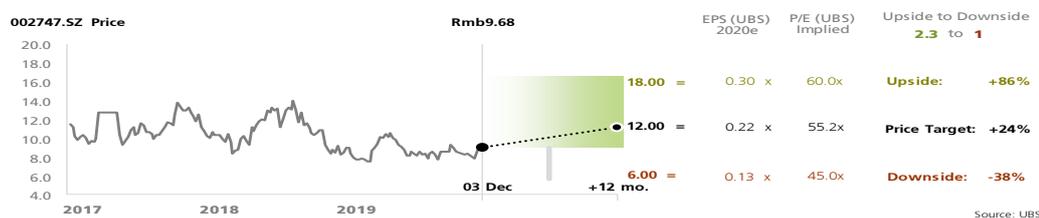
来源: 公司数据, 瑞银证券估算

图表 22: 估值表

公司名称	代码	市值 (百万美元)	股价 (本地货币)	市盈率			市净率		净资产收益率		EPS 复合增速		2020 PE/2020-22 EPS 复合增速
				2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019-21E	2020-22E	
A股上市公司													
汇川技术	300124.SZ	6,498	27.60	45.9	36.2	29.0	5.7	5.2	13.9	15.2	25.9	25.0	1.4
机器人	300024.SZ	2,955	13.37	39.8	35.9	32.2	3.1	2.9	8.1	8.4	11.2	11.5	3.1
埃斯顿	002747.SZ	1,146	9.68	102.1	44.5	32.3	4.9	4.6	4.9	10.7	77.8	30.6	1.5
科远股份*	002380.SZ	451	13.20	23.2	17.9	NA	1.4	NA	6.4	7.8	29.8	NA	NA
拓斯达*	300607.SZ	841	39.94	28.8	22.0	NA	5.4	4.4	19.0	20.7	30.2	NA	NA
信捷电气*	603416.SS	512	25.59	21.5	17.6	NA	2.9	2.5	13.9	14.7	23.2	NA	NA
均值				48.0	31.3	30.6	4.1	4.2	10.5	12.5	35.0	18.3	2.3
加权均值				46.7	34.5	25.9	4.7	4.2	11.8	13.2	27.5	18.7	1.6
台湾上市公司													
台达电**	2308.TW	11,840	139.00	16.0	16.9	14.7	2.5	2.4	16.1	14.3	4.5	NA	NA
光宝科技**	2301.TW	3,824	49.60	12.6	12.1	11.6	1.5	1.5	12.3	12.4	4.6	NA	NA
均值				14.3	14.5	13.1	2.0	1.9	14.2	13.3	4.5	NA	NA
加权均值				15.2	15.7	13.9	2.3	2.2	15.1	13.8	4.5	NA	NA
日本上市公司													
Fanuc**	6954.T	39,448	21,080	49.6	37.1	31.7	2.9	2.8	5.9	7.8	25.2	10.1	3.7
Yaskawa Electric**	6506.T	10,041	4,105	49.1	32.5	26.1	4.1	3.9	9.4	12.7	37.2	13.2	2.5
Yokogawa Electric**	6841.T	4,834	1,962	18.0	16.3	15.0	1.7	1.6	9.8	10.0	9.7	NA	NA
Mitsubishi Electric**	6503.T	30,269	1,537	14.2	12.9	12.2	1.3	1.2	9.5	9.7	7.9	NA	NA
Keyence**	6861.T	84,832	38,030	44.0	38.2	33.4	5.1	4.6	12.5	12.9	14.7	14.0	2.7
Fujikoshi**	6474.T	1,193	5,220	14.6	12.5	12.3	1.0	0.9	7.4	7.8	9.0	3.0	4.2
均值				31.6	24.9	21.8	2.7	2.5	9.1	10.2	17.3	10.1	3.3
加权均值				39.4	32.3	28.2	3.7	3.4	10.1	11.1	17.1	10.1	2.4
美国上市公司													
Honeywell Intl. Inc**	HON.N	128,202	179.42	22.0	20.4	18.7	7.1	6.8	32.9	33.9	8.5	8.4	2.4
Rockwell Automation**	ROK.N	22,696	196.42	22.9	22.0	20.8	21.3	31.6	78.5	185.0	4.9	6.7	3.3
均值				22.5	21.2	19.7	14.2	19.2	55.7	109.5	6.7	7.6	2.9
加权均值				22.2	20.6	19.0	9.2	10.5	39.7	56.6	8.0	8.2	2.6
欧洲上市公司													
ABB Ltd**	ABB.N	47,848	22.00	23.0	19.1	15.8	3.4	3.4	13.1	23.5	20.6	9.1	2.1
Kuka**	KU2G.DE	1,731	39.50	49.1	22.6	15.2	1.5	1.4	3.7	7.8	79.9	NA	NA
Siemens**	SIEGN.DE	110,060	117.52	17.0	15.8	13.7	2.0	1.9	11.5	11.7	11.3	12.2	1.3
Schneider Elec.**	SCHN.PA	56,710	88.44	18.1	16.4	15.1	2.2	2.1	12.8	13.4	9.6	8.7	1.9
均值				26.8	18.5	15.0	2.3	2.2	10.2	14.1	30.4	10.0	1.8
加权均值				18.9	16.7	14.6	2.4	2.3	12.1	14.7	13.5	10.5	1.6
合计													
中位数				22.9	19.7	15.8	2.9	2.8	11.9	12.6	13.0	10.8	2.4
均值				31.6	23.4	20.6	4.1	4.5	15.1	12.3	22.3	12.7	2.5

注释: 股价基于 2019 年 12 月 3 日数据。
来源: 公司数据, **汤森路透, *万得, 其他预测为瑞银证券估算

乐观/悲观情景分析

[返回](#) ↑

埃斯顿当前股价 9.68 元（12月3日收盘价）。

价值影响因素 (2019-21E)	工业机器人与集成销售 CAGR	智能设备核心零件销售 CAGR	工业机器人与集成毛利率	智能设备核心零件毛利率	SG&A 费用率
乐观情景 18.00 元	65%	34%	35.6%	44.3%	28%
基准情景 12.00 元	35%	29%	33.2%	43.5%	29%
悲观情景 6.00 元	32%	21%	32.2%	41.7%	30%

来源: 瑞银证券估算

当前股价面临风险大幅偏于上档 (2.3:1)

埃斯顿当前股价 9.68 元（12月3日）。

乐观情景 (每股估值 18.00 元): 乐观情景下, 我们假设公司工业机器人份额增长, 且 ASP 因大型机器人销售增加而提升。工业机器人业务收入 CAGR 为 65%。由于其客户群与全球同业几无重叠、销量增长、生产技术改善等原因, 该业务毛利率提升 5ppt, 平均毛利率达 36%。另一方面, 由于电子行业需求强于预期, 2019-21 年公司智能设备业务快速增长 (34%)。由于产品组合改善, 该业务利润率提升 2%。公司 SG&A 费用率为 28%。市场给予该股估值为 60x 2020E PE。

基准情景 (目标价 12.00 元): 基准情景下, 我们假设未来两年公司工业机器人份额增长约 1%, 该业务收入 CAGR 为 35%。由于其客户群与全球同业几无重叠、销量增长等原因, 该业务毛利率提升 3ppt, 平均毛利率达 33%。另一方面, 由于整体行业复苏和解决方案产品增多, 2019-21 年公司智能设备业务快速增长 (29%)。由于产品组合的原因, 该业务利润率提升 1%。公司 SG&A 费用率为 29%且逐年下降。基准情景下, 我们基于 55x 2020E PE 得出 12 元目标价。

悲观情景 (每股估值 6.00 元): 悲观情景下, 我们假设公司工业机器人份额虽有增长但增速不及我们预期。工业机器人业务收入 CAGR 为 32%。由于来自全球同业的竞争激烈, 该业务毛利率仅略升至 32%。另一方面, 由于行业复苏不及我们预期, 公司智能设备业务增速低于我们预期 (2019-21 年为 21%)。该业务利润率没有改善。公司 SG&A 费用率为 30%。市场给予该股估值为 45x 2020E PE。

公司背景

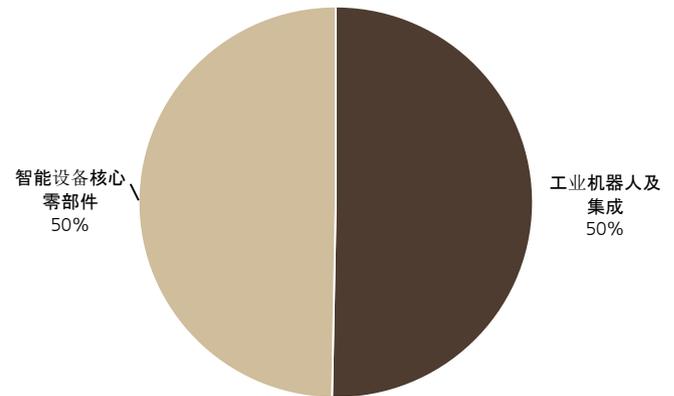
[返回](#) ↑

埃斯顿自动化成立于 1993 年，主要从事数控系统、交流伺服电机、工业机器人和智能装备制造。该公司是国内领先的高端智能装备核心零部件制造企业之一，于 2012 年扩张至工业机器人领域。

行业展望

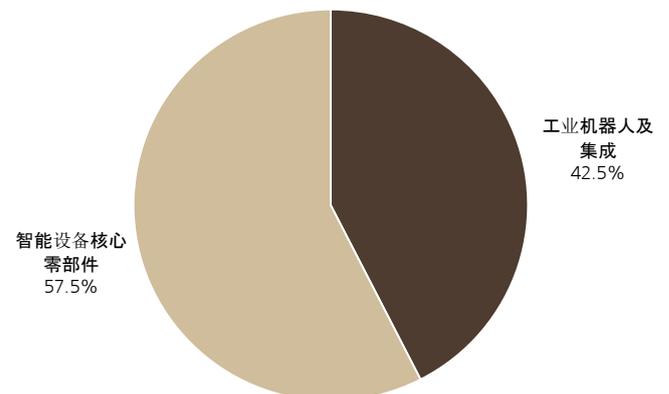
由于多种迹象显示需求复苏，我们认为国内工业机器人需求已触底反弹。我们全球资本品团队在其 2019 年 11 月 Q-series 报告中指出，未来 5 年中国可能引领机器人需求增长（CAGR 为 14%），通用机器人将翻番。由于缺乏技术和成本优势，国内品牌作为整体无法获得显著市场份额。一些对自动化行业有深刻理解的国内龙头或持续增长，并从国内同业处获取少量份额。

收入构成 (2018,%)



来源：公司数据

毛利润构成 (2018,%)



来源：公司数据

埃斯顿 (002747.SZ)

	12/16	12/17	12/18	12/19E	%	12/20E	%	12/21E	12/22E	12/23E
损益表(Rmb 百万)										
营业收入	672	1,068	1,451	1,345	-7.3	1,867	38.8	2,337	2,810	3,280
毛利	208	351	515	495	-4.1	724	46.5	916	1,097	1,282
息税折旧摊销前利润(UBS)	60	98	147	138	-6.4	260	88.8	336	403	478
折旧和摊销	(18)	(28)	(42)	(51)	20.3	(63)	25.1	(70)	(78)	(87)
息税前利润(UBS)	41	70	105	87	-17.1	197	125.9	267	326	391
联营及投资收益	5	12	10	17	69.6	24	38.8	30	36	42
其他非营业利润	36	47	32	44	36.5	59	34.5	74	89	104
净利息	(5)	(15)	(39)	(53)	-33.8	(61)	-14.9	(68)	(76)	(84)
例外项目 (包括商誉)	2	1	15	2	-88.4	2	38.8	3	4	4
税前利润	80	115	124	98	-21.0	222	127.4	306	379	458
税项	(4)	(14)	(10)	(8)	21.0	(17)	-127.4	(24)	(30)	(36)
税后利润	76	102	114	90	-21.0	205	127.4	282	349	422
优先股股息及少数股权	(8)	(9)	(13)	(9)	29.7	(20)	-127.4	(28)	(35)	(42)
非常项目	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
净利润(本地 GAAP)	69	93	101	81	-19.9	184	127.4	254	314	380
净利润(UBS)	66	92	87	79	-8.7	182	129.2	251	311	376
税率(%)	5.0	11.8	7.9	7.9	0.0	7.9	0.0	7.9	7.9	7.9
每股(Rmb)										
每股收益(UBS 稀释后)	0.09	0.11	0.10	0.09	-8.8	0.22	129.2	0.30	0.37	0.45
每股收益(本地会计准则, 稀释后)	0.09	0.11	0.12	0.10	-20.0	0.22	127.4	0.30	0.38	0.45
每股收益(UBS, 基本)	0.09	0.11	0.10	0.09	-8.8	0.22	129.2	0.30	0.37	0.45
每股股息净值(Rmb)	0.07	0.07	0.07	0.06	-21.0	0.13	129.2	0.18	0.22	0.27
每股账面价值	1.76	1.84	1.93	1.96	1.3	2.12	8.3	2.29	2.49	2.73
平均股数(稀释后)	778.10	831.73	837.04	837.98	0.1	837.98	0.0	837.98	837.98	836.80
资产负债表(Rmb 百万)										
现金和现金等价物	147	370	316	315	-0.6	437	38.8	547	657	767
其他流动资产	1,148	1,481	1,729	1,703	-1.5	2,004	17.6	2,300	2,642	2,970
流动资产总额	1,295	1,852	2,045	2,018	-1.3	2,440	20.9	2,847	3,299	3,737
有形固定资产净值	246	368	499	581	16.3	640	10.2	714	800	899
无形固定资产净值	202	794	829	847	2.2	875	3.2	901	927	952
投资/其他资产	137	216	247	247	0.0	247	0.0	247	247	247
总资产	1,881	3,229	3,621	3,693	2.0	4,202	13.8	4,709	5,274	5,835
应付账款和其他短期负债	303	743	665	530	-20.3	678	27.9	819	965	1,109
短期债务	35	434	912	1,089	19.44	1,293	18.72	1,486	1,706	1,889
流动负债总额	338	1,177	1,576	1,619	2.7	1,971	21.7	2,305	2,671	2,997
长期债务	0	240	198	198	0.0	198	0.0	198	198	198
其它长期负债	73	183	131	131	0.0	131	0.0	131	131	131
优先股	0	0	0	0	-	0	-	0	0	0
总负债(包括优先股)	411	1,600	1,905	1,947	2.2	2,299	18.1	2,634	3,000	3,326
普通股股东权益	1,453	1,537	1,618	1,639	1.3	1,776	8.3	1,921	2,084	2,278
少数股东权益	17	92	98	107	9.1	127	19.0	155	190	231
负债和权益总计	1,881	3,229	3,621	3,693	2.0	4,202	13.8	4,709	5,274	5,835
现金流量表(Rmb 百万)										
净利润(支付优先股股息前)	69	93	101	81	-19.9	184	127.4	254	314	380
折旧和摊销	18	28	42	51	20.3	63	25.1	70	78	87
营运资本变动净值	(617)	107	(325)	(109)	66.4	(152)	-39.2	(156)	(196)	(184)
其他营业性现金流	460	(265)	157	(8)	-	(4)	54.5	(2)	(2)	(1)
经营性现金流	(70)	(37)	(25)	14	-	92	NM	166	194	282
有形资本支出	(92)	(140)	(161)	(120)	25.4	(110)	8.3	(130)	(150)	(170)
无形资本支出	0	(208)	(20)	(30)	-51.2	(40)	-33.3	(40)	(40)	(40)
净(收购)/处置	0	(2,024)	0	0	-	0	-	0	0	0
其他投资性现金流	(610)	2,013	(201)	17	-	24	-	30	36	42
投资性现金流	(701)	(358)	(382)	(133)	65.3	(126)	5.1	(140)	(154)	(168)
已付股息	(49)	(55)	(60)	(60)	0.1	(48)	20.9	(109)	(151)	(186)
股份发行/回购	941	71	7	0	-	0	-	0	0	0
其他融资性现金流	(4)	(49)	(69)	0	-	0	-	0	0	0
债务及优先股变化	(4)	639	435	177	-59.25	204	15.01	194	220	182
融资性现金流	884	607	313	117	-62.6	156	33.6	84	70	(4)
现金流量中现金的增加/(减少)	112	212	(94)	(2)	98.1	122	-	110	110	110
外汇/非现金项目	2	11	40	0	-	0	-	0	0	0
资产负债表现金增加/(减少)	114	223	(54)	(2)	96.7	122	-	110	110	110

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

埃斯顿 (002747.SZ)

估值(x)	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	NM	NM	NM	NM	44.0	31.9	25.8	21.3
市盈率 (UBS, 稀释后)	NM	NM	NM	NM	44.5	32.3	26.1	21.6
股价/每股现金收益	NM	NM	NM	62.3	33.0	25.3	20.9	17.5
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	(2.1)	(3.8)	(2.1)	(1.7)	(0.7)	(0.1)	0.1	0.9
净股息收益率(%)	0.7	0.6	0.6	0.6	1.3	1.9	2.3	2.8
市净率	5.8	6.6	6.0	4.9	4.6	4.2	3.9	3.6
企业价值/营业收入(核心)	NM	9.6	7.0	6.6	4.9	3.9	3.3	2.8
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	>100	>100	69.3	64.8	34.9	27.3	22.9	19.4
企业价值/息税前利润(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	28.3	23.7
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	NM	NM	NM	NM	NM	27.1	22.8
企业价值/运营投入资本	8.8	6.7	4.9	3.6	3.4	3.1	2.9	2.6
企业价值 (Rmb 百万)	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E
市值	7,796	10,171	9,699	8,089	8,089	8,089	8,089	8,089
净债务 (现金)	(53)	96	549	882	1,013	1,096	1,096	1,096
少数股东权益	17	92	98	107	127	155	190	231
养老金拨备/其他	0	0	0	0	0	0	0	0
企业价值总额	7,760	10,358	10,345	9,078	9,229	9,339	9,374	9,416
非核心资产	(75)	(149)	(148)	(148)	(148)	(148)	(148)	(148)
核心企业价值	7,685	10,209	10,197	8,930	9,080	9,191	9,226	9,267
增长率(%)	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E
营业收入	40.0	58.9	35.9	-7.3	38.8	25.2	20.2	16.7
息税折旧摊销前利润(UBS)	69.2	64.7	50.0	-6.4	88.8	29.3	19.9	18.5
息税前利润(UBS)	105.7	70.6	49.5	-17.1	125.9	35.5	22.1	20.0
每股收益(UBS 稀释后)	15.4	30.0	-6.3	-8.8	129.2	37.9	23.8	21.1
每股股息净值	-0.5	2.4	-0.7	-21.0	129.2	37.9	23.8	21.1
利润率与盈利能力(%)	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E
毛利率	31.0	32.9	35.5	36.8	38.8	39.2	39.1	39.1
息税折旧摊销前利润率	8.9	9.2	10.1	10.2	13.9	14.4	14.3	14.6
息税前利润率	6.1	6.6	7.2	6.5	10.5	11.4	11.6	11.9
净利 (UBS) 率	9.9	8.6	6.0	5.9	9.8	10.7	11.1	11.5
ROIC (EBIT)	4.7	4.6	5.1	3.5	7.3	9.1	10.1	11.1
税后投资资本回报率	4.5	4.0	4.7	3.3	6.7	8.4	9.3	10.2
净股东权益回报率(UBS)	6.8	6.2	5.5	4.9	10.7	13.6	15.5	17.2
资本结构与覆盖率	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E
净债务/息税折旧摊销前利润	(1.9)	3.1	5.4	7.1	4.1	3.4	3.1	2.8
净债务/总权益 %	(7.7)	18.7	46.2	55.7	55.4	54.8	54.9	52.6
净债务/(净债务 + 总权益) %	(8.3)	15.7	31.6	35.8	35.6	35.4	35.4	34.5
净债务/企业价值	(1.5)	3.0	7.8	10.9	11.6	12.4	13.5	14.2
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	13.6	13.1	11.1	8.9	5.9	5.6	5.3	5.2
息税前利润/净利息	8.6	4.7	2.7	1.7	3.2	3.9	4.3	4.6
股息保障倍数 (UBS)	1.2	1.5	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7
股息支付率 (UBS) %	83.0	65.4	69.3	60.0	60.0	60.0	60.0	60.0
分部门收入 (Rmb 百万)	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E
Intelligent equipment core parts	463	583	721	728	996	1,220	1,436	1,684
Industrial robots & integration	209	485	730	617	871	1,117	1,373	1,596
Others	0	0	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0	0	0
总计	672	1,068	1,451	1,345	1,867	2,337	2,810	3,280
分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/16	12/17	12/18	12/19E	12/20E	12/21E	12/22E	12/23E
其他	41	70	105	87	197	267	326	391
总计	41	70	105	87	197	267	326	391

资料来源: 公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

预测回报率

预测股价涨幅	+24.0%
预测股息收益率	0.6%
预测股票回报率	+24.6%
市场回报率假设	8.2%
预测超额回报率	+16.4%

估值方法及风险声明

我们基于 PE 得出目标价。

下行风险：1) 工业机器人等通用自动化产品需求低于预期；2) 软件和关键组件（如伺服和减速器）研发进度缓慢；3) 下游产品（如光伏、电子产品）需求低于预期；4) 政府削减补贴或其他扶持政策；5) 市场份额增长慢于预期和成本控制不力；6) 收购带来减值损失。

汇川技术：我们的目标价是根据市盈率得出的。我们认为下行风险包括：1) 新能源产品需求低于预期；2) 政府新的新能源汽车补贴政策早于预期出台，补贴退坡比预期更糟；3) 通用自动化产品需求低于预期；4) 来自美国的核心零部件供给受到中美贸易摩擦的负面影响。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。UBS（瑞银）是或者可能是这份报告可能针对的债务证券（或相关衍生产品）的委托人。确定本建议的时间为格林尼治时间\${APPROVED_DATE}。瑞银已将研究部门某些成员指定为衍生产品研究分析师，这些成员发布的研究报告主要是对某种衍生产品的价格或市场的分析，同时提供合理充分的信息，从而形成衍生产品交易决策的基础。衍生产品研究分析师和股票研究分析师或经济学家共同撰写报告时，衍生产品研究分析师为衍生产品投资观点、预测和/或建议负责。

分析师声明:每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究: 全球股票评级定义

12 个月评级	定义	覆盖 ¹	投资银行服务 ²
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6% 以上。	45%	29%
中性	股票预期回报在市场回报预期 ±6% 范围内。	40%	29%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6% 以上。	15%	21%
短期评级	定义	覆盖 ³	投资银行服务 ⁴
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源：瑞银。上述评级分布为截止至 2019 年 09 月 30 日。

1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。

2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。

4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义预测股票收益率（FSR） 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率。在某些情况下，此收益率可能基于应计股息。**市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价）**处于观察期（UR）**：分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变**股票目标价**的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例英国和欧洲投资基金的评级和定义: **买入:** 结构、管理、业绩、折扣等因素积极；**中性:** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性；**减持:** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。**主要评级段例外（CBE）:** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间（+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 的任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在美国金融业监管局(FINRA)注册或具备该机构所认可的分析师资格，该分析师可能不是 UBS Securities LLC 的关联人员，并且也不受 FINRA 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 王斐丽; 谭雅文; 徐宾.

涉及报告中提及的公司的披露

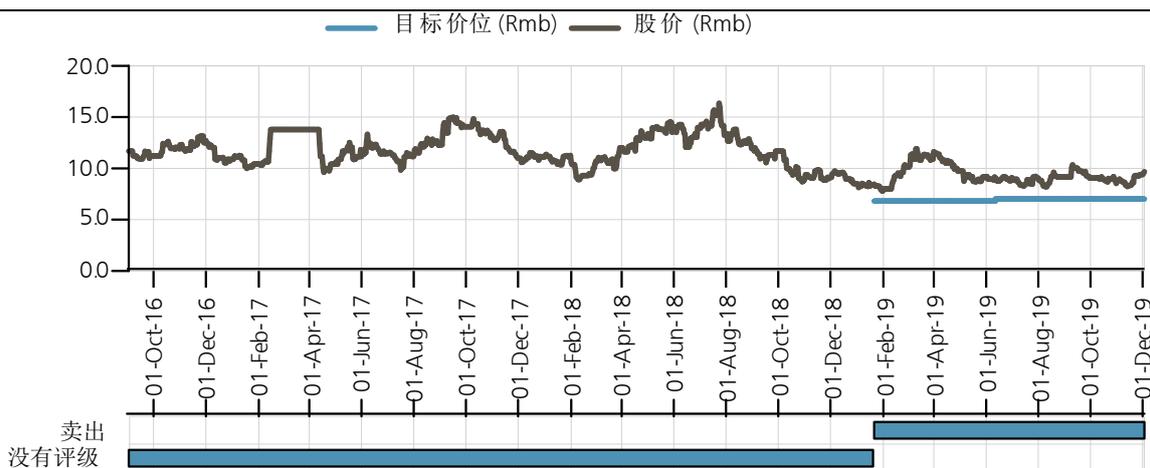
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
埃斯顿	002747.SZ	卖出	不适用	Rmb9.68	2019年12月03日
汇川技术	300124.SZ	买入	不适用	Rmb27.60	2019年12月03日

资料来源: UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级, 它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出, 请参考这份报告正文中的"价值与风险"章节。若想取得本报告涉及公司的完整披露, 包括估值和风险信息, 请联系: UBS Securities LLC, 1285 Avenue of Americas, New York, NY 10019, USA, 联系人: Investment Research。

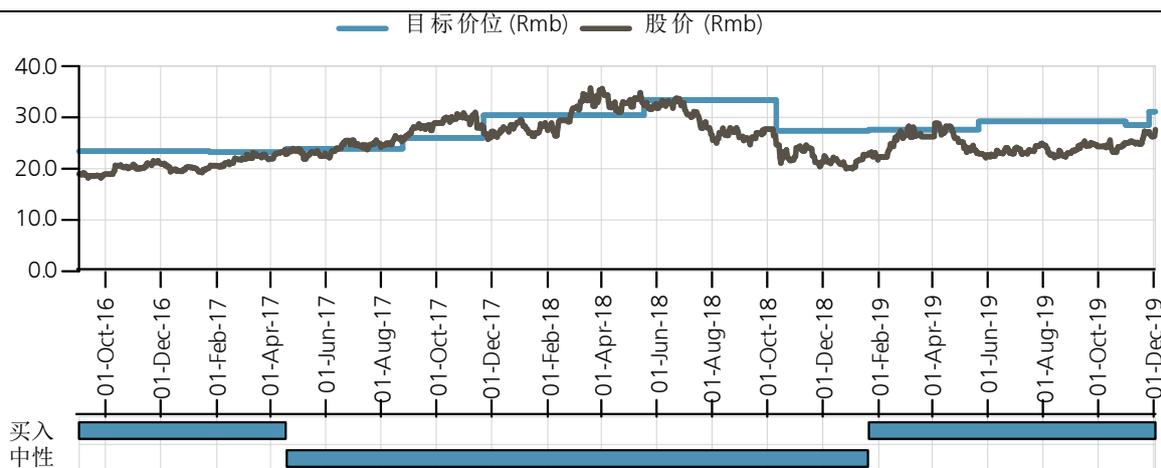
埃斯顿 (Rmb)



日期	股价 (Rmb)	目标价位 (Rmb)	评级
2016-09-02	11.68	-	没有评级
2019-01-21	8.46	6.82	卖出
2019-06-12	9.06	7.02	卖出

资料来源: UBS(瑞银); 截止至 2019 年 12 月 3 日

汇川技术 (Rmb)



日期	股价 (Rmb)	目标价位 (Rmb)	评级
2016-09-02	18.97	23.4	买入
2017-01-24	20.3	23.2	买入
2017-04-19	23.13	23.9	中性
2017-08-25	25.71	26.0	中性
2017-11-22	28.08	30.4	中性
2018-05-18	32.4	33.4	中性
2018-10-11	24.73	27.41	中性
2019-01-21	23.0	27.62	买入
2019-05-22	22.92	29.2	买入
2019-10-31	24.93	28.5	买入
2019-11-26	27.22	31.1	买入

资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2019 年 12 月 3 日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅提供给获得瑞银明确授权的接收方。如果您未获得该授权,则须立即销毁本文件。

我们通过UBS Neo,而且某些情况下还会通过UBS.com和其他系统、或者UBS Neo或UBS.com所发交流文件中专门指出且获批为全球研究报告分发方式的途径(以下统称为“系统”)向客户提供全球研究报告,还可能通过第三方供应商提供这些报告,或由瑞银和/或第三方通过电子邮件或其他电子途径发出。通过全球研究报告向客户提供的服务可能在层次和类型上有所不同,这取决于多个因素,比如客户在接收报告的频率和途径方面的偏好,客户的风险情况、投资重心和投资角度(例如是覆盖整个市场还是专注于某个行业,是长期还是短期等),客户与瑞银的整体关系以及法律和监管方面的限制。

UBS Neo可提供所有全球研究报告。关于UBS Neo的用户权限问题,请与您的客户顾问联系。

通过系统接收全球研究报告的客户在接触和/或使用这些报告方面受到本全球声明、UBS Neo平台使用协议(以下称为“Neo条款”)以及相应系统的其他任何相关使用条款的约束。

通过第三方供应商、电子邮件或其他电子途径接收全球研究报告即表明客户同意在使用这些报告方面受到本全球声明、Neo条款、UBS投资银行适用业务条款(<https://www.ubs.com/global/en/investment-bank/regulatory.html>)以及瑞银使用条款/声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/disclaimer.html>)的约束,而且同意瑞银按照瑞银隐私声明(<http://www.ubs.com/global/en/legalinfo2/privacy.html>)和cookie通告(<http://www.ubs.com/global/en/homepage/cookies/cookie-management.html>)处理其个人数据并使用cookie。

通过系统或其他任何方式接收全球研究报告即表明客户同意,在未事先取得瑞银书面同意前,不复制、修改或调整这些报告,不在这些报告的基础上衍生出其他报告,不将这些报告提供给第三方,不对这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果加以商业利用,也不从这些报告或瑞银其他材料提供的任何研究成果或估算数字中抽取数据。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用:在该等司法管辖区中,分发、发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。

本文件为普通交流文件,具有教育性质;本文件既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。提供本文件时,瑞银及其代表均无任何责任也无任何权力以受托人等身份提供投资建议。市场有风险,投资需谨慎且自主决定。瑞银及其代表均未建议接收方或他人采取某种行动或其他任何行动。接收本文件即表明接收方了解并同意上述预期目的,而且不会预计或相信这些信息构成对接收方的投资建议或旨在实现接收方的投资目标。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

期权、结构性衍生产品和期货(包括柜台市场衍生产品)并不适合所有投资者。这些工具的交易被认为有风险,而且可能只适于老练的投资者。买入或卖出期权前,同时为了全面了解期权相关风险,您一定会收到《标准化期权的特征和风险》(The Characteristics and Risks of Standardized Options)。您可通过链接<http://www.theocc.com/publications/risks/riskchap1.jsp>查阅该文件,或向您的销售人员索取。对这些工具相关风险的各种理论分析均已发表。可应要求提供用于支持任何主张、比较和建议的文件、统计数据或其他技术性数据。过去的表现并不一定能预示未来的结果。要进行多重期权买卖的期权策略,如息差期权和跨式期权,可能有很高的交易成本。由于税务方面的考量对许多期权交易来说都很重要,考虑从事期权交易的投资者应咨询其税务顾问,以便了解税收对拟实施的期权交易结果有何影响。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额(或部分)取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭受的损失(包括投资损失)或损害负责。

做出投资或财务决定前,本文件或这些信息的所有接收方都应采取措施来了解投资的风险和回报并听取其个人财务、法律、税务和其他专业顾问考虑到接收方投资目标的所有具体情况和环境后提出的针对性建议。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值。亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对与本文件有关的任何材料中所含信息(下称“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于瑞银其他业务集团、部门、个人或其他代表所表达的观点,或与之相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释,这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得,对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。在任何情况下都不应将本文件及其中信息(包括任何预测、价值、指数或其他计算结果(下称“价值”))用于下列目的:

- (i) 估值或记账;
- (ii) 计算到期或应付款项、任何金融工具或金融合同的价格或价值;
- (iii) 衡量任何金融工具的表现,包括但不限于用于追踪任何价值的回报或表现,确定证券投资的资产配置或者计算绩效费用。

对本文件及其中信息的接受即表示对瑞银保证不会将本文件或其中任何信息用于上述目的,或者依赖本文件或其中任何信息达到上述目的。

瑞银设有旨在并以其为基础来管理潜在利益冲突并控制瑞银各个部门、子公司、分支机构和关联机构之间信息流动的政策和流程,其中包括但不限于独立性政策和信息隔离墙。有关瑞银管理冲突和保持研究产品独立性的方法、历史表现以及关于瑞银研究建议的某些附加披露信息,请参见[visit www.ubs.com/disclosures](http://www.ubs.com/disclosures)。

研究部门仅基于瑞银研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究,研究部管理层同时全权决定所有研究产品的发布时机和频率。本文件所包含的分析基于各种假设。按照市场滥用行为监管规定的要求,在UBS Neo上可找到所有与已发布研究报告有关的重大信息,比如估值方法、风险声明、基本假设(包括对该等假设的敏感性分析)以及评级历史等。不同假设可能导致分析结果出现重大不同。

负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银和/或其部门的整体收入有关,其中包括投行部、销售与交易业务,还可能与瑞银子公司、分支机构和关联机构的整体收入有关。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国法律对此类术语的解释;如未由瑞银在英国开展此类活动,则按照瑞银决定开展此类活动的相关司法管辖区的法律对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

在过去的12个月里,瑞银集团、其关联机构或子公司可能接受或提供过《欧盟金融工具市场指令II》(MiFID II)规定的投资服务和活动或者辅助服务,而且可能支付或收到、或者承诺支付或得到承诺将收到与这些服务有关的款项。

全球研究报告提到“其中有UBS Evidence Lab的内容”或使用了UBS Evidence Lab提供的数据时,客户明白UBS Evidence Lab和全球研究部是不同的部门,而且UBS Evidence Lab不提供研究、投资建议或意见。

英国：本文件由 UBS AG, London Branch 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS AG, London Branch 由英国审慎监管局 (PRA) 授权并接受英国金融市场行为监管局 (FCA) 的监管和英国审慎监管局的有限监管。**欧洲**：除非另有具体说明，否则本文件由 UBS AG 子公司 UBS Europe SE 向符合资格的交易对手或专业客户 (具体如德国联邦金融监管局 (BaFin) 规则所述且按照 MiFID 的规定) 而且仅供这些对象使用。本文件中的信息不适用于零售客户，零售客户亦不应依赖本文件中的信息。UBS Europe SE 由欧洲央行 (ECB) 授权并接受 BaFin 和 ECB 监管。**法国**：由 UBS Europe SE 编制，UBS Europe SE 和 UBS Securities France S.A. 分发。UBS Securities France S.A. 受法国审慎监管局 (ACPR) 和金融市场监管管理局 (AMF) 监管。如果 UBS Securities France S.A. 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A. 编制。**德国、卢森堡、荷兰、比利时和爱兰**：由 UBS AG, London Branch 编制，UBS AG, London Branch 和 UBS Europe SE 分发。**西班牙**：由 UBS Europe SE 编制，UBS Europe SE 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会 (CNMV) 监管。**土耳其**：由 UBS AG, London Branch 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。UBS AG, London Branch 未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》(法律编号：6362) 规定颁发的许可。因此，在未获土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其他涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii) 条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。**波兰**：由 UBS Europe SE (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分析师对本报告作出了贡献，本报告也将视为由 UBS Europe SE (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 编制。**俄罗斯**：由 UBS Bank (OOO) 编制并分发。**瑞士**：仅由 UBS AG 向机构投资者分发。UBS AG 受瑞士金融市场监管管理局 (FINMA) 监管。**意大利**：由 UBS Europe SE 编制，UBS Europe SE 和 UBS Europe SE 意大利分支机构分发。如果 UBS Europe SE 意大利分支机构的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Europe SE 意大利分支机构编制。**南非**：由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited (注册号：1995/011140/07，金融服务提供商编号：7328) 分发。**以色列**：本文件由 UBS AG, London Branch 分发。UBS Securities Israel Ltd 是由以色列证券监管局 (ISA) 监管的持牌投资推介商。UBS AG, London Branch 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。UBS AG, London Branch 未按照《以色列顾问法》对持牌人的要求投保。瑞银可能参与金融资产发行或分销其他发行人发行的金融资产等活动，以获取手续费或其他收益。UBS AG, London Branch 及其关联机构可能更青睐与之有联系或可能与之有联系 (此种联系遵循《以色列顾问法》的定义) 的各种金融资产。本材料中的任何内容都不应被视为《以色列顾问法》所规定的投资建议。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的“合格客户”，任何其他人士不应依赖本材料或根据本材料采取行动。**沙特阿拉伯**：本文件由瑞银集团 (及其子公司、分支机构或关联机构) 分发。瑞银集团是一家上市于瑞士的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia (瑞银集团子公司) 的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特特资资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。**阿联酋/迪拜**：分发的资料 UBS AG 公司迪拜分公司仅供专业客户和/或市场交易对手的分类根据 DFSA 规则手册。没有任何其他人应采取行动的这种材料/通信。该信息不再分布在阿拉伯联合酋长国。UBS AG 公司迪拜分公司是由 DFSA 在杜拜国际金融中心。UBS 不许可提供的银行服务的阿联酋中央银行的阿联酋，也不许可的阿联酋证券和商品的权力。**美国**：由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构-- UBS Financial Services Inc. 分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构 (“非美国关联机构”) 仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc. 通过对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。UBS Securities LLC 不担任在美国《证券交易法》(Securities Exchange Act) 15B (即 Municipal Advisor Rule) 下定义的市政实体 (Municipal Entity) 的市政顾问 (Municipal Advisor) 或 Obligated Person，在本文件中的观点和意见，无意被视为，也不构成 Municipal Advisor Rule 所定义的建议。**加拿大**：由 UBS Securities Canada Inc. 或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc. 是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**墨西哥**：本报告由 UBS Casa de Bolsa, S.A. de C.V., UBS Grupo Financiero 编制和分发，UBS Casa de Bolsa 是 UBS Grupo Financiero, S.A. de C.V. 旗下实体以及 UBS AG 的子公司。本文件仅向机构或成熟投资者分发。研究报告仅体现负责分析师的观点。分析师没有从 UBS Casa de Bolsa, S.A. de C.V., UBS Grupo Financiero 以外的个人或实体，或者与 UBS Casa de Bolsa, S.A. de C.V., UBS Grupo Financiero 属于同一金融或商业集团的实体以外的个人或实体处取得任何报酬。适用披露信息的西班牙语翻译版本，请访问 www.ubs.com/disclosures。**巴西**：除非具体说明，否则由 UBS Brasil CCTVM S.A 分发给居住在巴西的有资格投资者，即适用法规，主要是 2013 年 11 月 13 日巴西证券交易委员会 (CVM) 发布的第 539 号指令 (明确了基于客户身份核实产品、服务和交易是否适宜的责任) 规定的职业投资者 (Investidores Profissionais)。**香港**：由 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞士银行香港分行分发。瑞士银行香港分行是瑞士注册成立的有限责任公司。由分析师或本报告引起或与之相关的任何事务，请联系 UBS Securities Asia Limited 和/或瑞银集团香港分支机构在当地的授权注册代表。**新加坡**：由 UBS Securities Pte. Ltd. [MCI (P) 009/09/2018 和 Co. Reg. No.: 198500648C] 或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项许可或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd, 一新加坡财务顾问法案 (第 110 章) 定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案 (第 110 章) 定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法 (第 19 章) 持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法 (第 289 章) 定义下之认可及机构投资者。**日本**：由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 向专业投资者分发 (除非另有许可)。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制，则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布者。由 UBS AG, Tokyo Branch 分发与外汇及其他银行业务相关的专业投资者 (除非另有许可)。**澳大利亚**：UBS AG 客户：由 UBS AG (澳大利亚商业号码：47 088 129 613；澳大利亚金融服务执照号：231087) 分发，UBS Securities Australia Ltd 客户：由 UBS Securities Australia Ltd (澳大利亚商业号码：62 008 586 481；澳大利亚金融服务执照号：231098) 分发。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并不构成针对个人的金融产品建议。本文件所载信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果贵方无视本警告，仍以本文件或材料为依据，则 (i) 贵方承认贵方不应以本文件或材料的内容为依据，而且本文件或材料中的任何建议或观点均非为贵方做出或向贵方提供；(ii) 贵方在法律允许的最大程度上，(a) 对瑞银及其关联机构或相关实体 (及其董事、管理人员、代理人和顾问) (下称“相关方”) 由于贵方在未经授权情况下以本文件或材料为依据而产生或遭受，或与贵方此类行为有关的任何损失、损害或责任或者对该等损失、损害或责任的索赔进行赔偿，并 (b) 宣布放弃由于贵方在未经授权情况下以本文件或材料为依据而产生或遭受，或与贵方此类行为有关的任何损失、损害、责任或索赔使贵方拥有的对相关方的权利或由相关方为贵方提供的补救措施。**韩国**：由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。本材料仅供专业/机构客户使用，不向任何零售客户分发。**马来西亚**：本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (资本市场服务执照号：CMSL/A0063/2007) 于马来西亚分发。本报告仅供专业机构客户使用，不供任何零售客户使用。**印度**：由 UBS Securities India Private Ltd (公司识别码 U67120MH1996PTC097299)，2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051 分发。电话号码：+912261556000。UBS Securities India Private Ltd 提供券商服务，SEBI 注册号为：INZ000259830；商业银行服务，SEBI 注册号为：INM00010809；以及研究分析服务，SEBI 注册号为：INH000001204。瑞银集团、其关联机构、或子公司可能持有本报告所涉及印度公司的债券或其他证券。在过去的 12 个月里，瑞银集团、其关联机构或子公司可能在对该印度公司的非投资银行证券相关业务和/或非证券业务中取得过报酬。在本研究报告发布前的 12 个月里，该印度公司可能是瑞银集团、其关联机构、或子公司投资银行业务和/或非投资银行证券相关业务和/或非证券业务客户。关联机构信息请参见瑞银集团年报，链接为：http://www.ubs.com/global/en/about_ubs/investor_relations/annualreporting.html。**台湾**：由 UBS Securities Pte. Ltd., Taipei Branch 分发，UBS Securities Pte. Ltd., Taipei Branch 受台湾证券期货局监管。本文件仅包含一般信息及/或一般建议，并未就所覆盖公司或本文件中提到的任何公司构成对客户的任何“建议”。**印度尼西亚**：本报告由 PT UBS Sekuritas Indonesia 分发，并由其持照员工，包括营销/销售人员递交给客户。PT UBS Sekuritas Indonesia 的注册办公地址为 Wisma GKBI, 22nd floor, JL. Jend. Sudirman, kav.28, Jakarta 10210, Indonesia，是瑞银集团子公司，按照《1995 年第 8 号资本市场法》(Capital Market Law no. 8 year 1995) 持有牌照，同时持有资本市场和金融监管局 (Capital Market and Financial Institution Supervisory Agency，现为 Otoritas Jasa Keuangan/OJK) 颁发的经纪-交易商和承销商牌照。PT UBS Sekuritas Indonesia 还是印尼证券交易所会员，受 Otoritas Jasa Keuangan (OJK) 监管。除非符合印尼资本市场适用法律和规定的要求，否则不得在印尼分发本报告或其任何副本，或者将其分发给任何印尼公民。本报告并非在印尼发售证券，在按印尼资本市场法律和规定之定义构成证券发售的情况下，不得在印尼境内分发本报告或将其分发给印尼公民。

由 UBS AG, London Branch 或 UBS Europe SE 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。在任何情况下，瑞银对本文件或其中内容的再分发或者第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2019 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

