

公司研究/年报点评

2020年04月27日

机械设备/通用机械 II

投资评级：中性（维持评级）

当前价格(元): 13.46
合理价格区间(元): -

关东奇来 执业证书编号: S0570519040003
研究员 021-28972081
guandongqilai@htsc.com

李倩倩 执业证书编号: S0570518090002
研究员 liqianqian013682@htsc.com

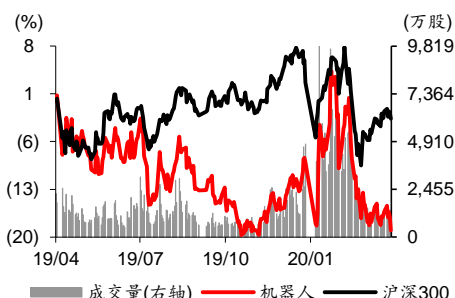
黄波 执业证书编号: S0570519090003
研究员 0755-82493570
huangbo@htsc.com

时威 021-28972071
联系人 shiyu013577@htsc.com

相关研究

1 《机器人(300024 SZ,中性): 经营稳健的国产机器人龙头》2019.11

一年内股价走势图



资料来源: Wind

短期业绩承压，关注长期发展潜力 机器人(300024)

2019年业绩同比下降，关注机器人行业本土龙头长期发展潜力

2019年收入27.45亿元/yoy-11%，归母净利润2.93亿元/yoy-35%，业绩低于我们预期。我们认为，海外疫情加剧、全球经济承压对行业需求及公司短期业绩增长带来较大压力，同时产业长期机遇仍值得关注：1) 工业机器人实际应用效果正从替代人工变为提升制造效率、稳定产品品质及降低库存，人口结构变化将长期推动中国智能制造升级，中国与其他制造强国在机器人密度上的差距有望缩小；2) “新型基建”投资发力，机器人产业作为工业互联网发展的核心硬件支撑，5G时代有望加快发展。预计20~22年EPS为0.19（前值0.33）、0.21（前值0.40）、0.23元，“中性”评级。

行业景气度短期承压，但机器人行业及公司长期成长趋势不改

2019年受宏观经济及中美贸易摩擦等影响，机器人下游行业资本开支趋于谨慎，投资减缓，汽车、3C等行业需求下降，且市场竞争加剧致项目毛利率下降，对公司业绩产生一定影响。2019年毛利率27.92%/yoy-3.55pct，期间费用率23.61%/yoy+6.28pct（研发投入加大、全球网络化布局所致），净利率10.67%/yoy-3.85pct。据国家统计局数据，2020年1-3月国内机器人产量同比下滑8%，其中3月同比增12%。我们认为，国内疫情对一季度生产等方面的影响已经有序化解，海外疫情加剧、全球经济承压对机器人行业需求仍带来一定风险，但行业中长期的成长潜力仍值得关注。

国内唯一一家洁净机器人供应商，半导体装备产品线不断丰富

公司目前形成了包括洁净机器人、EFEM、Stocker、Mask搬运系统等等的半导体装备布局。2019年主要进展包括：1) 洁净机器人系列持续批量销售，真空机械手需求增加，依托大负载技术领先优势继续衍生新型号真空机器人，从性能指标到应用可无缝替代进口；2) EFEM产品化进程取得新突破，已经在国内多个设备厂及终端用户通过验证，部分型号已获批量订单，标志公司在高端半导体刻蚀机及其工艺技术领域开始实现国产化批量供应。3) 8、12寸真空平台交付客户验证，相关设计已经申请专利技术；4) 立式炉Stocker产品实现客户端导入，最新兼容款产品完成设计工作。

技术研发底蕴深厚的机器人行业本土龙头，维持“中性”评级

公司拥有完整机器人产业价值链，产品线布局多元化，行业与客户覆盖多样化，半导体装备布局潜力大。考虑到海外疫情加剧、全球经济承压或对机器人下游行业投资信心产生一定影响，我们下调2020、2021年公司收入预测，预计2020~2022年归母净利润为3.0（前值5.1）、3.3（前值6.2）、3.7亿元，对应PE为70、64、57倍。可比公司2020年PE均值为38倍（wind一致预测）。相比国内同行，公司具备技术/人才/品牌/项目经验优势；相比国外同行，公司具备成本/综合服务优势，我们认为目前的估值溢价是公司行业优势地位的体现，维持“中性”评级。

风险提示：全球经济下行及海外疫情加剧；下游行业景气度下行及资本开支下降；市场竞争加剧；经营管理和人力资源不匹配发展需求；技术研发不及预期；毛利率大幅下降；应收账款出现大额坏账；存货发生大幅跌价。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,560
流通A股(百万股)	1,514
52周内股价区间(元)	13.34-17.34
总市值(百万元)	21,001
总资产(百万元)	346.49
每股净资产(元)	4.15

资料来源: 公司公告

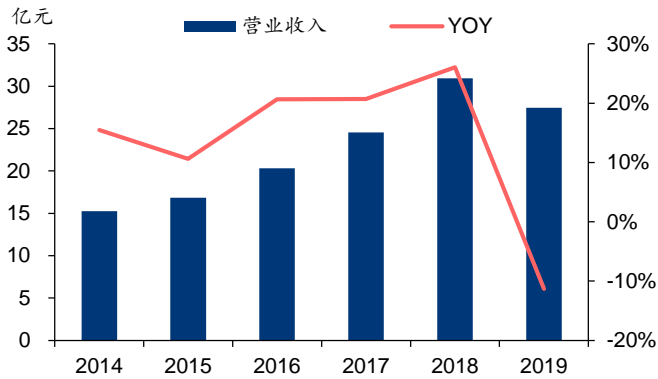
经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,095	2,745	2,798	3,051	3,326
+/-%	26.05	(11.29)	1.93	9.01	9.04
归属母公司净利润(百万元)	449.35	292.92	298.80	328.75	366.22
+/-%	3.93	(34.81)	2.01	10.02	11.40
EPS(元,最新摊薄)	0.29	0.19	0.19	0.21	0.23
PE(倍)	46.74	71.69	70.28	63.88	57.35

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

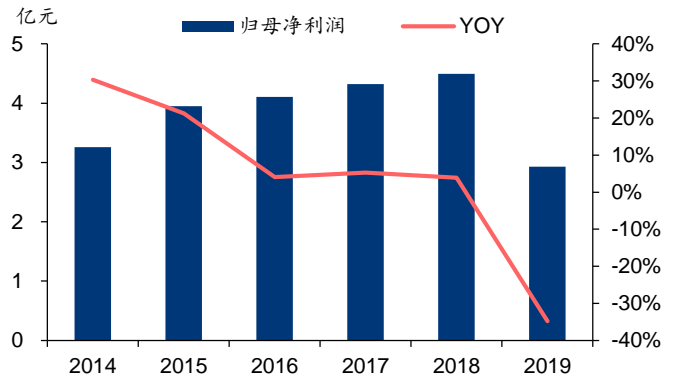
经营指标概览

图表1: 公司营业收入及增速



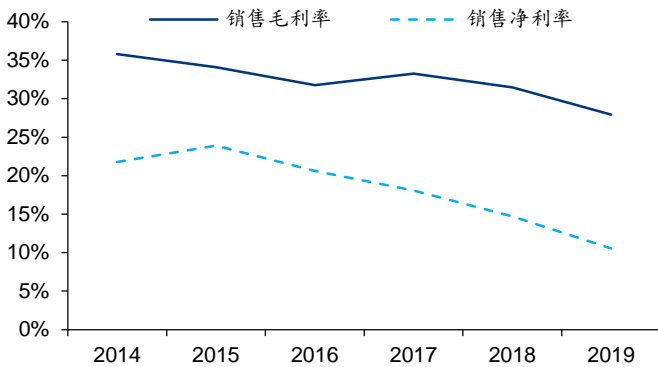
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 公司归母净利润及增速



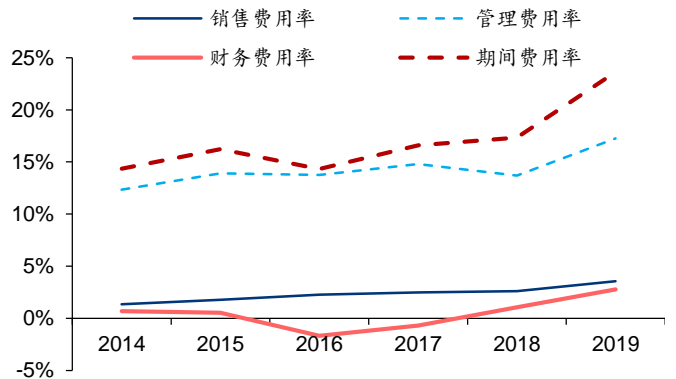
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表3: 公司毛利率与净利率变化情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表4: 公司期间费用率(管理费用含研发)变化情况



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测假设变动表

图表5: 盈利预测变动说明

项目	原预测(调整前)		现预测(调整后)			调整原因
	2020E	2021E	2020E	2021E	2022E	
工业机器人收入	1237	1422	972	1050	1134	公司四大主营业务均属于机器人及智能制造产业, 2019年受全球经济增长承压、国际贸易摩擦等因素影响就, 行业整体景气度下行。在前期预测中, 我们预期机器人及智能制造产业有望于2020年开始温和复苏, 但2020年突发的新冠疫情对行业产生负面影响, 虽然国内疫情有效控制、制造业有序复工复产, 但海外疫情加剧、全球经济承压的宏观环境对机器人及智能制造产业下游企业的设备投资意愿或将产生抑制作用, 考虑机器人产业需求不确定性的加大, 我们下调公司20、21年主营业务收入预测。
同比增速	15%	15%	0%	8%	8%	
物流与仓储自动化成套装备	1174	1291	1113	1225	1347	
同比增速	10%	10%	5%	10%	10%	
自动化装配及检测系统	914	1006	630	693	763	
同比增速	10%	10%	0%	10%	10%	
交通自动化系统	261	313	83	83	83	短期来看公司主要下游行业的投资意愿或将趋弱, 下调公司20、21年收入预测, 若全球疫情在2020年内得到有效控制, 2021、2022年收入或将恢复稳健增长。
同比增速	20%	20%	0%	0%	0%	
合计收入	3586	4033	2798	3051	3326	
同比增速	12%	13%	2%	9%	9%	
毛利率	29.3%	29.7%	27.9%	28.4%	29.2%	
期间费用率	15.1%	14.1%	23.3%	23.1%	23.1%	2019年公司研发投入加大、全球网络化布局推进等因素导致期间费用率上升, 考虑到公司在半导体装备、服务机器人等领域的研发投入或将不断加大, 上调20、21年公司期间费用率预测。
净利率	14.4%	15.5%	10.6%	10.7%	10.9%	受收入预测下调、毛利率预测下调、期间费用率上调影响, 公司20、21年净利率、归母净利润预测低于前值。
归母净利润	511	616	299	329	366	

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

可比公司估值

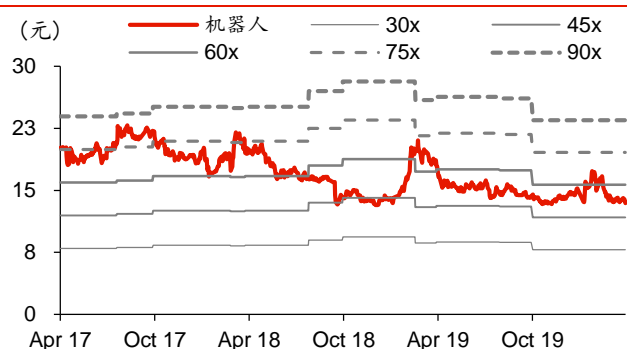
图表6: 同行业可比上市公司估值一览表 (可比公司 EPS 采用 Wind 一致预测)

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS (元)				P/E (倍)				PB LF
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
002747	埃斯顿	10.52	0.12	0.12	0.18	0.25	87	88	58	43	5.65
603960	克来机电	30.83	0.37	0.57	0.85	1.15	83	54	36	27	8.96
300124	汇川技术	30.45	0.67	0.60	0.83	1.04	45	50	37	29	7.82
300607	拓斯达	61.50	1.16	1.26	2.93	3.32	53	49	21	19	4.97
平均值							67	60	38	29	6.85

资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 数据日期: 2020 年 4 月 24 日; 埃斯顿 2019 年 PE 为预测值, 其他公司年报业绩已披露; 埃斯顿 PB 据 2019Q3 净资产计算, 其他公司均以 2019 年净资产计算

PE/PB - Bands

图表7: 机器人历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表8: 机器人历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	6,947	6,791	7,045	7,772	8,971
现金	2,036	1,578	1,609	1,753	1,912
应收账款	1,123	1,165	1,167	1,375	1,397
其他应收账款	300.71	0.00	306.51	27.61	336.72
预付账款	243.85	177.98	251.99	216.71	294.36
存货	2,834	3,113	2,951	3,609	4,236
其他流动资产	409.70	757.14	759.27	790.33	795.58
非流动资产	2,569	3,147	3,368	3,579	3,776
长期投资	438.81	490.70	602.59	714.48	826.37
固定投资	1,252	1,548	1,634	1,714	1,788
无形资产	356.43	678.71	698.26	715.72	731.08
其他非流动资产	522.11	428.95	433.75	434.84	430.50
资产总计	9,517	9,938	10,413	11,351	12,747
流动负债	2,461	2,725	2,964	3,641	4,744
短期借款	1,046	1,122	1,603	1,961	2,327
应付账款	543.21	719.01	568.06	824.30	676.74
其他流动负债	871.37	883.47	792.47	855.02	1,740
非流动负债	749.17	643.45	583.90	519.38	449.91
长期借款	517.74	368.74	309.20	244.67	175.21
其他非流动负债	231.43	274.71	274.71	274.71	274.71
负债合计	3,210	3,368	3,548	4,160	5,194
少数股东权益	87.60	86.61	83.64	80.38	76.75
股本	1,560	1,560	1,560	1,560	1,560
资本公积	2,650	2,650	2,650	2,650	2,650
留存公积	2,152	2,440	2,736	3,061	3,424
归属母公司股东权益	6,219	6,483	6,782	7,110	7,477
负债和股东权益	9,517	9,938	10,413	11,351	12,747

现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	54.63	6.61	176.44	194.90	211.28
净利润	454.99	290.02	295.83	325.48	362.58
折旧摊销	86.54	106.64	104.02	113.24	121.84
财务费用	32.42	76.20	77.76	81.97	91.87
投资损失	(46.00)	(107.68)	(60.00)	(60.00)	(60.00)
营运资金变动	(537.94)	(395.71)	(207.10)	(231.73)	(270.95)
其他经营现金	64.63	37.15	(34.07)	(34.07)	(34.07)
投资活动现金	269.88	(77.58)	(266.65)	(264.83)	(259.95)
资本支出	223.89	110.33	213.66	211.83	206.96
长期投资	(123.27)	(25.56)	(111.89)	(111.89)	(111.89)
其他投资现金	617.04	58.31	58.90	58.90	58.90
筹资活动现金	436.79	(445.20)	(482.57)	(143.30)	(158.58)
短期借款	265.44	76.18	480.90	358.14	365.76
长期借款	109.26	(149.00)	(59.54)	(64.53)	(69.47)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	62.10	(372.38)	(903.92)	(436.92)	(454.87)
现金净增加额	761.46	(517.56)	(572.78)	(213.23)	(207.25)

利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3,095	2,745	2,798	3,051	3,326
营业成本	2,121	1,979	2,018	2,183	2,353
营业税金及附加	32.49	26.70	27.21	29.67	32.35
营业费用	80.42	98.05	98.05	102.95	108.10
管理费用	277.64	318.86	318.86	347.59	379.01
财务费用	32.42	76.20	77.76	81.97	91.87
资产减值损失	(36.34)	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	(1.10)	(1.10)	(1.10)	(1.10)
投资净收益	46.00	107.68	60.00	60.00	60.00
营业利润	526.06	317.89	324.20	356.69	397.35
营业外收入	1.17	1.76	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.35	1.82	0.00	0.00	0.00
利润总额	526.88	317.83	324.20	356.69	397.35
所得税	71.89	27.81	28.37	31.21	34.77
净利润	454.99	290.02	295.83	325.48	362.58
少数股东损益	5.64	(2.91)	(2.96)	(3.26)	(3.63)
归属母公司净利润	449.35	292.92	298.80	328.75	366.22
EBITDA	649.90	469.48	474.19	536.65	601.08
EPS (元, 基本)	0.29	0.19	0.19	0.21	0.23

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	26.05	(11.29)	1.93	9.01	9.04
营业利润	15.78	(39.57)	1.98	10.02	11.40
归属母公司净利润	3.93	(34.81)	2.01	10.02	11.40
获利能力 (%)					
毛利率	31.47	27.92	27.89	28.44	29.25
净利率	14.70	10.56	10.57	10.67	10.90
ROE	7.21	4.41	4.31	4.53	4.80
ROIC	8.64	5.46	5.26	5.69	6.09
偿债能力					
资产负债率 (%)	33.73	33.89	34.07	36.65	40.75
净负债比率 (%)	1.50	7.43	9.55	11.23	12.56
流动比率	2.82	2.49	2.38	2.13	1.89
速动比率	1.48	1.10	1.13	0.95	0.83
营运能力					
总资产周转率	0.35	0.28	0.28	0.28	0.28
应收账款周转率	2.45	2.07	2.07	2.07	2.07
应付账款周转率	2.89	2.10	1.93	1.85	1.39
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.29	0.19	0.19	0.21	0.23
每股经营现金流(最新摊薄)	0.04	0.00	0.11	0.12	0.14
每股净资产(最新摊薄)	3.99	4.16	4.35	4.56	4.79
估值比率					
PE (倍)	46.74	71.69	70.28	63.88	57.35
PB (倍)	3.38	3.24	3.10	2.95	2.81
EV_EBITDA (倍)	32.59	45.79	45.68	40.64	36.51

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

分析师声明

本人，关东奇来、李倩倩、黄波，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。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“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师关东奇来、李倩倩、黄波本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司