

拓斯达 (300607.SZ)

下游需求逐步改善，单季度业绩加速

核心观点：

- **业绩增长符合预期，19Q4 实现加速：**公司发布 2019 年业绩快报，预计全年实现收入 16.64 亿元，同比增长 38.88%；实现归母净利润 1.95 亿元，同比增长 13.75%；当前行业下游需求正在逐步企稳的过程中，根据国家统计局的数据，2019 年全年我国 3C 制造业利润总额同比增长 3.1%，带动制造业投资意愿的提升，3C 行业全年固定资产投资完成额同比增长 16.8%。需求的稳步回升带动中游设备端的回暖，根据国家统计局的数据，2019 年 12 月我国工业机器人产量增速为 15.3%，自 10 月以来增速持续提升。分季度来看，按照业绩快报的数据测算，19Q4 实现收入 5.75 亿元，同比增长 65.53%；归母净利润 5229 万元，同比增长 21.69%，相比前三季度累计增速大幅提升 10.6 pct，在下游边际改善的背景下，公司单季度业绩加速。
- **大战略助力逆周期成长：**在行业需求持续低迷的背景下，公司通过新产品的推出、大客户的有效开发，实现了逆周期的成长。根据以往财报的披露，公司前五大客户的占比，已经从 2016 年的 16.29%提升到 2019H1 的 41.13%。公司转型大客户战略有望充分受益客户资本开支周期的扩张，叠加下游整体投资增速回升，有望释放利润弹性。
- **投资建议：**公司深挖大客户需求，有望充分受益客户资本开支周期的扩张。我们预计公司 20-21 年实现收入 26.24/31.75 亿元，EPS 分别为 2.06/2.49 元/股，最新股价对应的 PE 分别为 24x/20x，基于公司工业机器人业务、智能能源环境业务的收入和盈利能力，并结合各业务的可比公司估值情况，我们给予公司 20 年合理 PE 估值 31x，对应合理价值 63.92 元/股，维持“增持”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动造成的下游行业投资波动；工业机器人行业竞争加剧；环境能源业务发展不及预期；不同业务估值差异较大。

盈利预测：

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	764	1,198	1,664	2,624	3,175
增长率(%)	76.5	56.7	38.9	57.7	21.0
EBITDA(百万元)	132	199	258	377	454
净利润(百万元)	138	172	195	305	369
增长率(%)	77.9	24.5	13.3	56.6	20.9
EPS (元/股)	1.06	1.32	1.32	2.06	2.49
市盈率 (P/E)	63.89	23.34	38.04	24.28	20.09
市净率 (P/B)	11.53	4.40	4.31	3.66	3.10
EV/EBITDA	66.28	19.57	25.88	17.89	14.54

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

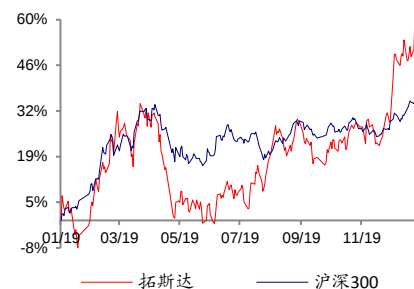
注：本表净利润口径为归母净利润。

公司评级

增持

当前价格	56.4 元
合理价值	63.92 元
前次评级	增持
报告日期	2020-02-26

相对市场表现



分析师：

罗立波



SAC 执证号：S0260513050002



021-60750636



luolibob@gf.com.cn

分析师：

代川



SAC 执证号：S0260517080007



SFC CE No. BOS186



021-60750615



daichuan@gf.com.cn

请注意，罗立波并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

拓斯达 (300607.SZ) :业绩预 2020-01-14

告符合预期，大客户助力逆周

期成长

拓斯达 (300607.SZ) :深挖大 2020-01-03

客户需求，实现逆周期成长

拓斯达 (300607.SZ) :机器人 2019-08-27

业务成长性突出，业绩稳步增

长

联系人：孙柏阳 021-60750636

sunboyang@gf.com.cn

投资建议：当前行业需求出现边际改善，下游去库存后有望恢复正常采购。公司深挖大客户需求，有望充分受益客户资本开支周期的扩张，从而释放利润弹性。我们预计公司20-21年实现收入26.24/31.75亿元，EPS分别为2.06/2.49元/股，最新股价对应的PE分别为24x/20x。

当前公司不同业务估值差异较大，其中工业机器人业务以国内龙头机器人的估值为参考，智能能源业务、注塑机辅机业务以伊之密的估值为参考。结合上述可比公司估值情况，以及公司各业务的收入和盈利能力，我们给予公司20年PE估值31x，对应合理价值63.92元/股，维持“增持”评级。

表 1：拓斯达可比公司PE估值对比（市值统计截止2020.02.26收盘）

公司名称	代码	业务类型	单位	市值 /亿元	净利润（百万元）			PE 估值水平		
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
机器人	300024.SZ	机器人	RMB	252.91	449.35	508.40	620.84	56.28	49.75	40.74
埃斯顿	002747.SZ	机器人 伺服系统	RMB	102.15	101.23	104.21	156.60	100.91	98.02	65.23
伊之密	300415.SZ	注塑机整机	RMB	35.86	175.34	203.43	264.83	20.45	17.63	13.54

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：机器人、埃斯顿、伊之密盈利预测来自wind一致预期。

风险提示：

行业竞争格局加剧：下行过程中，通用自动化行业，例如激光器、工业机器人等都经历了价格战，当前行业需求企稳的过程中，竞争压力也相对趋缓。若未来竞争格局再次加剧，则对企业业绩会造成重大不利影响。

下游汽车、3C制造业投资大幅波动：工业机器人下游以汽车、3C制造业为主，若前述两个行业的终端销量出现波动，进而影响其固定资产投资，可能会对设备企业的订单需求造成影响。

宏观经济的波动：通用自动化下游需求广泛，面向整个制造业，若宏观经济出现较大幅度的波动，则可能会制造业投资产生影响。

不同业务估值差异较大的风险：公司工业机器人与其他业务估值差异较大，若不同业务市场需求出现较大变化，会对公司的合理价值产生较大影响。

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	913	1,273	1,897	2,461	2,948	经营活动现金流	7	115	224	113	279
货币资金	103	421	870	791	929	净利润	137	170	195	305	369
应收及预付	337	540	617	978	1,183	折旧摊销	5	15	19	23	26
存货	247	289	386	655	794	营运资金变动	-136	-89	-16	-232	-133
其他流动资产	226	23	24	37	43	其它	1	19	27	17	18
非流动资产	251	435	624	783	889	投资活动现金流	-277	-11	-209	-179	-130
长期股权投资	39	17	17	17	17	资本支出	-123	-92	-206	-183	-133
固定资产	137	223	307	365	391	投资变动	-220	83	0	0	0
在建工程	36	0	100	200	280	其他	66	-2	-3	4	3
无形资产	26	64	67	70	73	筹资活动现金流	308	147	434	-13	-11
其他长期资产	14	131	133	131	128	银行借款	28	237	-165	0	0
资产总计	1,165	1,708	2,521	3,244	3,838	股权融资	311	1	612	0	0
流动负债	351	657	664	1,083	1,309	其他	-31	-90	-13	-13	-11
短期借款	16	165	0	0	0	现金净增加额	38	251	449	-79	138
应付及预收	293	412	563	930	1,125	期初现金余额	53	90	421	870	791
其他流动负债	42	81	100	153	184	期末现金余额	90	344	870	791	929
非流动负债	47	138	138	137	136						
长期借款	38	124	124	124	124						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	9	14	14	13	12						
负债合计	397	795	802	1,220	1,446						
股本	130	130	148	148	148						
资本公积	370	370	964	964	964						
留存收益	265	411	605	910	1,279						
归属母公司股东权益	765	911	1,717	2,022	2,391						
少数股东权益	2	2	2	2	2						
负债和股东权益	1,165	1,708	2,521	3,244	3,838						

利润表						主要财务比率					
单位: 百万元											
至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	764	1,198	1,664	2,624	3,175	成长能力					
营业成本	483	765	1,085	1,772	2,146	营业收入增长	76.5%	56.7%	38.9%	57.7%	21.0%
营业税金及附加	4	11	13	21	25	营业利润增长	115.6%	26.1%	14.8%	54.8%	21.2%
销售费用	83	121	166	236	286	归母净利润增长	77.9%	24.5%	13.3%	56.6%	20.9%
管理费用	30	58	83	121	143	获利能力					
研发费用	37	60	77	121	146	毛利率	36.8%	36.1%	34.8%	32.5%	32.4%
财务费用	-3	5	4	-3	-3	净利率	18.0%	14.2%	11.7%	11.6%	11.6%
资产减值损失	7	15	11	11	10	ROE	18.0%	18.9%	11.3%	15.1%	15.4%
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	ROIC	15.4%	20.1%	21.1%	22.5%	23.2%
投资净收益	6	1	0	2	0	偿债能力					
营业利润	156	197	226	350	424	资产负债率	34.1%	46.6%	31.8%	37.6%	37.7%
营业外收支	2	1	-1	2	2	净负债比率	4.7%	17.5%	5.3%	4.1%	3.4%
利润总额	158	197	225	352	426	流动比率	2.61	1.94	2.86	2.27	2.25
所得税	20	27	30	47	57	速动比率	1.78	1.43	2.17	1.56	1.54
净利润	137	170	195	305	369	营运能力					
少数股东损益	-1	-1	0	0	0	总资产周转率	0.88	0.83	0.79	0.91	0.90
归属母公司净利润	138	172	195	305	369	应收账款周转率	3.29	3.02	3.04	3.04	3.04
EBITDA	132	199	258	377	454	存货周转率	2.57	2.86	2.81	2.70	2.70
EPS (元)	1.06	1.32	1.32	2.06	2.49	每股指标 (元)					
						每股收益	1.06	1.32	1.32	2.06	2.49
						每股经营现金流	0.06	0.88	1.51	0.77	1.89
						每股净资产	5.86	6.98	11.61	13.67	16.16
						估值比率					
						P/E	63.89	23.34	38.04	24.28	20.09
						P/B	11.53	4.40	4.31	3.66	3.10
						EV/EBITDA	66.28	19.57	25.88	17.89	14.54

广发机械行业研究小组

罗立波：首席分析师，清华大学理学学士和博士，9年证券从业经历，2013年进入广发证券发展研究中心，带领团队荣获2019年新财富机械行业第一名。

刘芷君：资深分析师，英国华威商学院管理学硕士，核物理学学士，2013年加入广发证券发展研究中心。

代川：资深分析师，中山大学数量经济学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。

王珂：资深分析师，厦门大学核物理学硕士，2015年加入广发证券发展研究中心。

周静：高级分析师，上海财经大学会计学硕士，2017年加入广发证券发展研究中心。

孙柏阳：南京大学金融工程硕士，2018年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	1401-1410室
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。