

埃斯顿(002747)

零部件优势+重视研发，机器人龙头脱颖而出

投资评级 买入 评级调整 评级不变 收盘价 12.32 元

投资要点：

1、为何在当下继续推荐埃斯顿。

对于下半年的投资机会，我们在中期策略报告中讲的很明确、全球资金转移效应将是 A 股下半年上涨的主要因素，我们维持这个观点不变。需要注意的是，在市场参与者中，外资所占的比重越来越大。外资偏好优质的行业龙头公司、价值投资风格明显。在板块方面，我们预计外资未来将偏好“消费+高科技”。埃斯顿公司两大业务为自动化核心部件和工业机器人，属于高科技行业的重要组成部分。

从社会发展和产业角度看，未来 10 到 20 年是中国科技业迅速成长的时代。当前这段时间、社会则处于转折点的位置。我们认为是以产品的品质取胜而非低价或者量，这个不同于过往经济发展的特征。而品质来自于对研发的重视、技术上的不断创新，我们认为埃斯顿就属于这类公司。

专业的人做专业的事，可以从公司高管团队的构成来看。埃斯顿公司高管团队 7 人中有 5 人为机器人相关技术专业背景，公司董事长吴波先生为东南大学机械专业硕士毕业，毕业后一直从事与机械相关的工作，这种高管团队专业背景是外资所偏好的。

2、埃斯顿：重视研发，成长空间大

公司业务覆盖了从智能装备核心部件、工业机器人到机器人集成应用的全产业链，两大核心业务：智能装备核心部件及运动控制系统，工业机器人及智能制造系统。公司研发费用一直保持占营业收入 10%左右的水平，引进国际一流人才研发一流产品。公司机器人的核心部件 80%是自主研发和生产，机器人本体业务近年连续翻倍增长。

预估公司 eps 在 2018/2019 年分别为 0.15 元/0.26 元，维持“买入”评级。

单位：百万元

主要财务指标	2017	2018E	2019E
营业收入	1077	1744	2952
收入同比(%)	59%	62%	69%
归属母公司净利	93	129	213
净利润同比(%)	36%	39%	65%
毛利率(%)	33.4%	36.0%	36.0%
ROE(%)	6.1%	7.7%	11.8%
每股收益(元)	0.11	0.15	0.26

发布时间：2018 年 08 月 17 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	16.35 / 8.91
上证指数/深圳成指	2785.87/8844.86
50 日均成交额(百万元)	130.13
市净率(倍)	7.33
股息率	0.52%

基础数据

流通股(百万股)	823.99
总股本(百万股)	838.49
流通市值(百万元)	11371.11
总市值(百万元)	11571.17
每股净资产(元)	1.88
资产负债率	48.05%

股东信息

大股东名称	南京派雷斯特科技有限公司
持股比例	35.42%

国元持仓情况

52 周行情图

埃斯顿 沪深300

相关研究报告

《国元证券公司研究-埃斯顿(002747)调研简报：机器人量产后将快速增长 拟布局康复机器人》
2017-5-11

《国元证券公司研究-埃斯顿(002747)：机器人业务持续高增长，数控系统业务企稳回升》
2017-2-20

联系方式

研究员：李茂娟
执业证书编号：S0020512080004
电话：021-51097188-1852
电邮：limaojuan@gzq.com.cn
地址：中国安徽省合肥市梅山路 18 号
安徽国际金融中心 A 座国元证券
(230000)

目录

第 1 部分 为何在当下继续推荐埃斯顿.....	3
1.1 A 股正在质变，更注重品质的科技公司将成为主流	3
1.2 专业的人做专业的事，埃斯顿高管团队属于外资偏好类型.....	6
第 2 部分 研发+零部件优势，成长空间大.....	9
2.1 我国机器人 2017 年销量与增速创历史新高	9
2.2 埃斯顿重视研发，国际一流人才研发一流产品.....	11
2.3 公司拥有核心零部件优势，并购国际小儿美的公司增加技术实力.....	13
第 3 部分 盈利预测及风险提示.....	14

图表目录

图表 1 主要机器人公司估值对比.....	3
图表 2 陆股通北上资金 2018 年净流入	3
图表 3 纳斯达克市值前 20 公司十年涨幅（2009/3—2018/8）	4
图表 4 台股市值前 20 公司十年涨幅（2009/1—2018/8）	5
图表 5 1989-1990 年是台湾经济的一个转折，随后科技业发展起来.....	6
图表 6 纳斯达克持续 9 年的牛市来自于美国科技业的不断创新	6
图表 7 长生生物高管团队专业背景情况	7
图表 8 恒瑞医药高管团队专业背景情况	8
图表 9 埃斯顿高管团队专业背景情况.....	9
图表 10 全球机器人密度情况（台/10000 人）	10
图表 11 全球机器人市场 2018-2020 年均增速预计 15%	11
图表 12 中国机器人市场 2018-2020 年均增长预计 20%—25%.....	11
图表 13 主要机器人公司研发支出对比（单位：亿元）	12
图表 14 主要机器人公司研发支出占营收比重	12
图表 15 主要机器人公司资本支出情况（单位：亿元）	12
图表 16 埃斯顿机器人业务近年翻倍增长（单位：万元）	13
图表 17 埃斯顿智能核心控制功能部件业务快速增长（单位：万元）	14
图表 18 埃斯顿产品分项预测.....	14
图表 19 三个表预测	15

第 1 部分 为何在当下继续推荐埃斯顿

我们在 2017 年一季度第一次前往公司调研，随后深入研究资料、二季度继续前往公司调研，便确定公司为我们重点跟踪标的、看好公司的核心零部件和机器人业务的后发制人优势。在一年多持续的跟踪中，我们欣喜的看到公司已在国内机器人行业中脱颖而出、成长为行业龙头，公司股价在 9 元——16 元之间震荡、且拥有高于同行的估值溢价。

图表 1 主要机器人公司估值对比

证券代码	证券简称	市盈率 (TTM)	总市值	17 年营收 (亿元)	17 年净利润 (亿元)
002747.SZ	埃斯顿	118.3751	115.7117	10.7650	0.9305
300024.SZ	机器人	61.4684	267.5811	24.5506	4.3238
002527.SZ	新时达	40.1548	41.6758	34.0361	1.3767
300607.SZ	拓斯达	36.9788	55.6205	7.6442	1.3802

资料来源: WIND, 国元证券研究中心

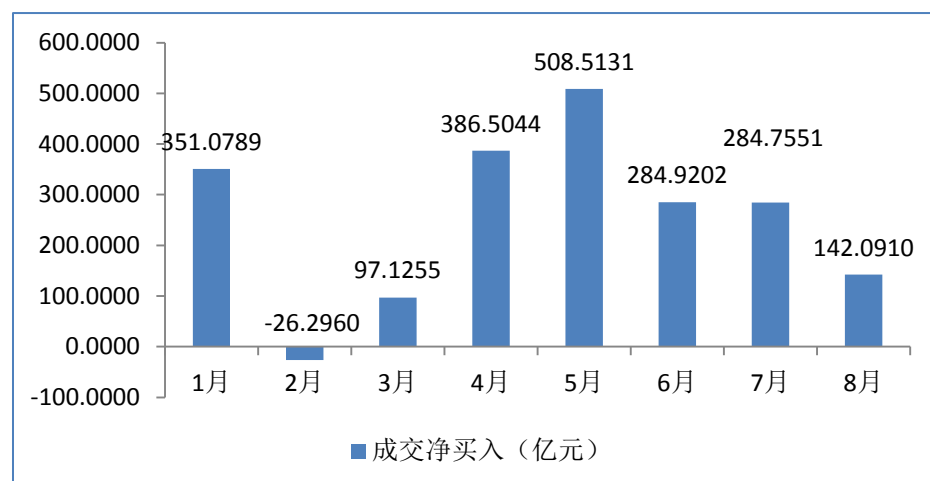
站在当下的时点，为什么我们继续推荐该公司？我们认为思考的重点有 2 个：一个是公司是否将继续成长、未来空间有多大；另一个考虑的是未来半年到一年甚至更长的时间内、市场的风格是什么、哪类公司将更多的受到主流资金青睐？对于第一个问题、本报告第 2 部分将展开论述，对于第二个问题、我们在报告此部分接着讨论。

1.1 A 股正在质变，更注重品质的科技公司将成为主流

对于下半年的投资机会，我们在中期策略报告中讲的很明确、全球资金转移效应将是 A 股下半年上涨的主要因素，我们维持这个观点不变，目前的 A 股行情仍然是在预估的轨道中。当前 A 股指数在底部震荡，美元兑离岸人民币汇率创新高 6.9109、接近 7，行情向上的拐点越来越近，部分个股已经率先启动。

需要注意的是，在市场参与者中，外资所占的比重越来越大。据策略研究员估算，当前外资持有自由流通市值比例约 6%，而公募和保险分别占比 8.4%、6.7%。随着 A 股对外资的进一步开放，外资在 A 股占比将持续提升，对比韩国和台湾市场，外资市值占比将有 2 到 4 倍的提升空间。

图表 2 陆股通北上资金 2018 年净流入



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

外资持股比例持续加大，已经使 A 股开始质的改变，2017 年低市盈率白马股行情便是如此。外资的持续流入，将助推 A 股迈向成熟市场，普涨格局将难再现，选股成为重中之重。2018 年 A 股指数持续下滑，但北上资金除了 2 月稍有净流出外，其余月份持续净流入，外资表现出与内资不一样的思维方式。因此，在预估未来行情的主流公司时必须考虑外资的选股偏好。观察近一两年的市场，可以看出外资偏好优质的行业龙头公司、价值投资风格明显。在板块方面，我们预计外资未来将偏好“消费+高科技”。

埃斯顿公司两大业务为自动化核心部件和工业机器人，属于高科技行业的重要组成部分，因此我们在这种主要分析未来行情中科技股为何将成为主流。

首先，从外资的行为来看，在过去十年间，外资在全球市场操作中对科技股逻辑形成了成熟的研判体系、熟悉科技股规律。比如美股的纳斯达克指数在过去十年持续上涨，苹果、亚马逊、Facebook、谷歌等美国科技业有代表性的公司涨幅数倍；而电子业发达的台湾，科技股表现突出，比如台积电 2009 年以来涨幅逾 7 倍。相比国内资金，外资在科技股有相对优势，因此他们来到 A 股后，将在他们熟悉的科技业范围内寻找相应的 A 股标的，而不会选择钢煤等传产股。

图表 3 纳斯达克市值前 20 公司十年涨幅（2009/3—2018/8）

证券代码	证券简称	涨幅%	总市值（美元）	总营收（亿美元）
AAPL.O	苹果公司(APPLE)	1,747.2018	1,008,826,643,620	2,292.3400
AMZN.O	亚马逊(AMAZON)	2,826.6862	924,854,842,581.	1,778.6600
GOOGL.O	谷歌(ALPHABET)A 类股	638.1469	863,882,182,400	1,108.5500
MSFT.O	微软公司(MICROSOFT)	739.3725	829,777,795,764	899.5000
FB.O	FACEBOOK	370.9430	519,843,720,453	406.5300
INTC.O	英特尔(INTEL)	411.8607	223,402,950,000	627.6100
CSCO.O	思科(CISCO SYSTEMS)	271.9716	205,751,109,112	480.0500
CMCSA.O	康卡斯特(COMCAST)	538.8690	160,550,945,705	845.2600
PEP.O	百事公司(PEPSICO)	211.2191	159,846,631,187	635.2500
NVDA.O	英伟达(NVIDIA)	3,240.4336	155,464,840,000	97.1400
NFLX.O	奈飞公司(NETFLIX)	6,492.7263	148,626,001,031	116.9271
AMGN.O	安进(AMGEN)	362.2626	126,612,889,025	228.4900
ADBE.O	奥多比系统 (ADOBE SYSTEMS)	1,418.2036	124,149,069,802	73.0151
TXN.O	德州仪器	860.3336	106,883,126,215	149.6100
PYPL.O	PAYPAL	137.0199	102,991,344,921	130.9400
GILD.O	吉利德科学	272.6567	100,038,603,561	261.0700
COST.O	好市多(COSTCO)	573.7035	96,286,181,400	1,290.2500
QCOM.O	高通公司(QUALCOMM)	142.9792	95,257,159,768	222.9100
BKNG.O	BOOKING	2,085.0813	88,025,478,930	126.8108
ASML.O	阿斯麦	1,058.6251	87,487,468,282	108.0969

资料来源：WIND，国元证券研究中心

图表 4 台股市值前 20 公司十年涨幅 (2009/1—2018/8)

证券代码	证券简称	涨幅%	总市值 (亿, 台币)	总营收 (亿, 台币)
2330.TW	台积电	426.4865	65,227.1163	9,774.4720
2317.TW	鸿海	18.5131	14,088.2642	47,067.3610
6505.TW	台塑石化	76.6862	11,478.7814	6,241.0789
2412.TW	中华电	108.9844	8,206.1745	2,275.1418
1301.TW	台塑	153.4722	6,970.4862	2,067.0976
1326.TW	台化	194.2643	6,916.1998	3,584.2147
1303.TW	南亚塑料	136.5439	6,622.2360	3,061.7274
2882.TW	国泰金	39.2000	6,557.9957	5,608.4001
3008.TW	大立光	2,083.9623	6,210.6913	531.3554
2881.TW	富邦金	104.0568	5,147.5028	4,004.3318
910708.TW	恒大健康-DR	19,717.5182	4,739.7841	13.2988
1216.TW	统一	164.5503	4,261.5116	3,998.6095
2454.TW	联发科	12.5265	4,185.0735	2,382.1632
2891.TW	中信金	49.2958	4,133.3618	3,443.2986
2002.TW	中钢	3.0992	3,925.8478	3,470.1200
3045.TW	台湾大	125.7721	3,626.0828	1,171.7111
2886.TW	兆丰金	124.1379	3,535.9542	583.1447
910322.TW	康师傅-DR	-16.6667	3,355.5799	593.6147
2912.TW	统一超	296.2025	3,254.0178	2,211.3208
2474.TW	可成科技	525.4296	2,804.2236	932.9596

资料来源: WIND, 国元证券研究中心

其次,从社会发展和产业角度看,未来 10 到 20 年是中国科技业迅速成长的时代,重品质的科技公司将脱颖而出,当前这段时间、社会则处于转折点的位置。今年是有中美贸易冲突的影响、内有去杠杆,大量 P2P 平台出现倒闭、无法提现、失联等问题。我们认为 2018 年是社会转变的一年;过去十余年、我国 GDP 高速发展,好赚钱、赚钱容易、赚快钱;从当前的国内外形势看、过去这种赚快钱模式已经成为历史、不会再有了,转折已经出现,众多 P2P 倒闭便是标志性事件,接下来将进入必须靠品质才能取胜的时代、GDP 增速放缓是趋势,科技业则是未来经济成长的支柱性产业。美国纳斯达克之所以过去 9 年的持续牛市,主要原因就是美国科技产业的不断创新,照此推论,在贸易冲突下、中国政府和社会已经知道科技业的重要性、正在大力推动科技业的发展,那么未来 A 股市场的主流也将是科技股。

我们目前所处的情况,类似台湾地区 1989-1990 年。台湾当时也是 P2P 爆冷门、引发股市大跌,随后政府处理了一批突出的问题 P2P、开会重点发展科技业,股市随后也启动上涨,台积电这样的大牛股也是在那个时候开始建立的。因此,站在当前的时点,我们很清晰的看到了中国的未来、看到了科技股的未来。

什么样的公司将在科技业的发展中脱颖而出?我们认为以产品的品质取胜而非低价或者量,这个不同于过往经济发展的特征。而品质来自于对研发的重视、技术上的不断创新,我们认为埃斯顿就属于这类公司。

当前市场普遍悲观,理由也很多,但我们要冷静下来,看清当下、看到未来。当下思维的转变决定了未来能否取胜。

图表 5 1989-1990 年是台湾经济的一个转折，随后科技业发展起来



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

图表 6 纳斯达克持续 9 年的牛市来自于美国科技业的不断创新



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

1.2 专业的人做专业的事，埃斯顿高管团队属于外资偏好类型

能在未来科技业发展中脱颖而出的公司，取胜的核心重点为产品品质和不断创新，简单讲就是专业的人做专业的事，这也是外资在选择标的时考虑的重点之一。过去粗放式发展起来的公司、有部分是受益行业红利和宏观经济红利，这类公司未来将面临较大的风险，而坚持在专业上不断深挖的公司则将迎来良好的发展机会。

专业的人做专业的事，可以从公司高管团队的构成来看。从公司经营管理和我们日常与上市公司高管广泛的交流中可以总结出这样的经验：一家公司能否成长起来、发展如何，主要看一个公司的董事长，而董事长是怎样的人就决定了一家公司的会有怎样的高管团队，而事都是人做出来的、无人便无事，这也是中国传统文化所讲的“同声相应、同气相求”。

今年 A 股市场黑天鹅频发，其实如果考虑高管团队的情况、就可以避开一些不必要

的风险。比如今年暴雷的长生生物是一家疫苗企业，在 13 人的高管团队中只有 3 人有医学生物相关专业背景、而商科专业背景的则有 4 人，与此对比明显的是恒瑞医药、16 人的高管团队除了财务和证券类岗位的 4 人、其余全是医学医药类专业背景。商科专业的人更多想的是如何提高公司的毛利率、利润，相应专业技术背景的人则倾向于如何不断创新、做好产品、让产品具有竞争力，高管团队的人才背景决定了公司的未来走向。

外资偏好行业龙头和公司质地，就高管团队专业背景而言、外资会回避长生生物这样的公司而偏好恒瑞医药这类公司。埃斯顿公司高管团队 7 人中有 5 人为机器人相关技术专业背景，公司董事长吴波先生为东南大学机械专业硕士毕业，毕业后一直从事与机械相关的工作，这种高管团队专业背景是外资所偏好的。

图表 7 长生生物高管团队专业背景情况

姓名	职务	简历
高俊芳	董事长，总经理，财务负责人	高级经济师，高级会计师，硕士学位。曾任长春高新技术产业(集团)股份有限公司总经理，长春长生生物科技股份有限公司董事长兼总经理；2001 年至今担任长春长生生物科技有限责任公司(原长春长生生物科技股份有限公司)董事长兼总经理。
蒋强华	副总经理	医学生物工程师，大专学历。曾在武汉生物制品研究所有限责任公司任职，2010 年至今任长春长生生物科技有限责任公司副总经理。
鞠长军	副总经理	高级工程师，研究生学历。曾在长春生物制品研究所任职，1998 年任长春长生生物科技有限责任公司(原长春长生生物科技股份有限公司)狂犬室主任。2006 年至今，任长春长生生物科技有限责任公司副总经理。
刘景晔	副总经理	研究员，大学专科学历。2008 年 2 月至今担任长春长生生物科技有限责任公司(原长春长生生物科技股份有限公司)副总经理。
万里明	副总经理	工商管理硕士，曾任上海德曜经贸发展有限公司总经理，罗益(无锡)生物制药有限公司总经理；2009 年至今担任岳阳兴石化股份有限公司独立董事，2010 年至今担任无锡鑫连鑫生物医药科技有限公司总经理。
张晶	副总经理	高级工程师，吉林大学生物工程硕士，曾任长春长生生物科技股份有限公司质量管理部经理，现任长春长生生物科技有限责任公司(原长春长生生物科技股份有限公司)质量总监，副总经理。
张友奎	副总经理	曾任长春生物制品研究所干事，副处长，长春长生生物科技股份有限公司副总经理兼销售总监，2005 年至今任长春长生生物科技有限责任公司(原长春长生生物科技股份有限公司)副总经理兼销售总监。
张洺豪	副总经理	曾任职长春长生生物科技股份有限公司总经理助理，长春市鼎升小额贷款有限公司董事长，长春市鼎升经贸有限公司总经理。现任职长春市鼎升小额贷款有限公司董事长，长春市鼎升经贸有限公司总经理，长春市众源丰投资管理有限公司总经理，长生生物科技股份有限公司副总经理。
赵春志	董事会秘书	本科学历，注册会计师，注册税务师。赵春志先生 2006 年 6 月毕业于兰州大学管理学院会计学专业，2006 年 7 月-2008 年 7 月任职于中国人民银行白山市中心支行，2008 年 8 月-2016 年 3 月先后在中国证监会吉林监管局公司处，办公室工作。
陈赤武	总工程师	本科学历，教授级高级工程师，国家一级注册建造师。1987 年至 1997 年就职于地质矿产部机械电子研究所，1997 年至 2009 年就职于中装总公司，任产品开发一部副主任。2009 年起就职于黄海机械厂有限公司，任总经理助理，副总工程师，2012 年起任连云港黄海机械股份有限公司副总经理。
马松岭	总设计师	大专学历。1998 年 8 月至 2001 年 5 月在保定华中实业有限公司从事机械设计及电气维修工作，2001 年 8 月至 2005 年 5 月在保定保路通工程有限公司工作。2006 年 9 月开始，在黄海机械厂有限公司从事设计工作，任黄海机械厂有限公司总经理助理，副总工程师兼开发二部部长，技术中心主任，2012 年起任连云港黄海机械股份有限公司副总经理。
王群	研发总监	生物技术药物研发高级工程师，理学博士。2000 年在长春生物制品研究所有限责任公司(原卫生部长春生物制品研究所)获得医学免疫学专业的硕士学位，2003 年获得中国科学院长春应用化学研究所生物化学专业理学博士学位，曾在长春生物制品研究所有限责任公司，上海交通大学药学院任职。2008 年任长春长生生物科技有限责任公司(原长春长生生物科技股份有限公司)研究所主任，总经理助理兼研究所副所长，2014 年至今任长春长生生物科技有限责任公司研发总监。
赵志伟	后勤总监	副高级工程师，清华大学工程硕士。曾任长春生物制品研究所实验员，助理工程师，1992 年至今任长春生

生物科技有限责任公司(原长春长生生物科技股份有限公司)总经理助理。

资料来源: WIND, 国元证券研究中心

图表 8 恒瑞医药高管团队专业背景情况

姓名	职务	简历
孙飘扬	董事长,董事	研究员,博士,1982年毕业于中国药科大学化学制药专业,1997年至今任江苏恒瑞医药股份有限公司董事长,第十二届全国人大代表,第八、九届国家药典委员会委员,享受国务院特殊津贴。
周云曙	总经理	高级工程师,博士.1995年毕业于中国药科大学,1995年至今在江苏恒瑞医药股份有限公司工作,历任发展部部长,副总经理,总经理,董事。
李克俭	副总经理	中国药科大学在读 EMBA.1984年毕业于中国药科大学,1984年在连云港制药厂工作,历任工程师,副厂长;1997年至今任江苏恒瑞医药股份有限公司销售经理,副总经理。
刘疆	副总经理	1986年毕业于徐州医学院,1986年至1993年在连云港市第二人民医院工作,1993年至今为江苏恒瑞医药股份有限公司销售经理,副总经理。
孙辉	副总经理	1983年8月毕业于徐州医学院医学系,1983年8月至1996年12月在江苏连云港市第二人民医院外科工作,1996年12月至2000年3月为江苏豪森药业股份有限公司销售总监,2000年3月至2007年7月担任江苏豪森药业股份有限公司副总经理,2007年7月至今为江苏恒瑞医药股份有限公司副总经理。
袁开红	副总经理	执业药师,高级工程师,1987年毕业于中国药科大学药学专业,学士学位,1987年8月至今,一直在江苏恒瑞医药股份有限公司工作,先后从事车间管理,药物制剂研究,药品注册和销售,药理研究管理,研发管理,药品注册和知识产权管理等工作,历任车间副主任,研究所副所长,发展部副部长,销售经理,副总工程师等职务,现任公司副总经理。
张连山	副总经理	1982年毕业于中国药科大学,1986年至1992年就读于德国蒂宾根大学,获有机化学博士学位;1992年1月至1994年6月在德国蒂宾根大学有机化学研究所工作,任研究助理;1994年7月至1998年2月在美国田纳西州纳什维尔市范德比尔特大学微生物学与免疫学系,任博士后研究员;1998年3月至2008年7月,在美国礼来工作,曾担任多个研究项目的高级化学家,首席研究科学家以及研究顾问等职务;2008年7月至2010年4月担任美国 Marcadia Biotech 公司的高级化学总监,2010年8月起担任江苏恒瑞医药股份有限公司副总经理。
戴洪斌	副总经理	2000年毕业于中南财经政法大学,获法学学士和经济学学士学位.2000年7月至今在江苏恒瑞医药股份有限公司工作,历任办公室科员,副主任,主任和董事会秘书。
沈亚平	副总经理	1984年毕业于广州暨南大学,1987年至1993年就读于加拿大渥太华大学,获有机化学博士学位.曾担任加拿大 Inflazyme Pharmaceuticals Ltd 公司医药化学和工艺总监,Lipont Pharmaceuticals Inc 公司总经理,美国 Chemwerth Inc 公司中国区总经理.2012年4月加入恒瑞医药,担任董事长助理。
孙杰平	副总经理	高级会计师.1992年毕业于天津商学院会计专业,1992年至1997年在连云港医药站工作,历任主管会计,财务经理,审计部经理等职,1998年至今任江苏恒瑞医药股份有限公司财务总监。
孙绪根	副总经理	1988—1993年就读于南通大学医学院临床医学系;2002—2005就读上海交通大学 EMBA;1993年—1994年,在江苏盐务局总医院担任住院医师;1994年—1996年,在三九集团南方药厂担任医药代表,主管;1996年—2001年,在江苏正大天晴医药股份有限公司历任主管,办事处经理,大区经理,销售部经理,总监,总裁助理;2001年—2002年,在江苏正大天晴医药股份有限公司组建新药销售公司;2002年—2004年,在南京正大天晴医药公司担任营销副总经理,负责正大天晴新药营销;2005年1月至今,在恒瑞医药子公司新晨医药有限公司担任总经理。
陶维康	副总经理	国家“千人计划”专家,上海市“千人计划”专家,细胞生物学家和药理学家.现任上海恒瑞医药股份有限公司副总经理,研发中心 CEO,负责创新药研发工作(临床前)以及上海研发中心,美国新泽西研发团队和上海抗体研究所的管理.毕业于第二军医大学医学系,后赴美国新泽西医科大学获得分子与细胞生物学博士学位,并在普林斯顿大学完成博士后研究.曾在美国 Merck 制药公司从事新药研发十多年,任资深研究员和部门主管,主持过多个抗癌新药的研发和项目管理。
邹建军	副总经理	1989年进入第四军医大学临床医学系学习,1995年毕业获得临床医学学士学位,1995年至2005年分别在解放军301医院临床医学部肿瘤科和上海长征医院肿瘤科任住院医师及主治医师,2005年8月获得第二军医大学临床肿瘤学博士学位.2005年10月至2012年在德国拜耳医药历任中国肿瘤研发部医学经

		理,治疗领域负责人,全球医学事务负责人(美国总部新泽西).2012年10月在美国新基医药任医学总监,中国医学事务负责人.2015年9月底加入恒瑞医药,任肿瘤临床副总经理.
周宋	财务总监	1993年毕业于南京审计学院审计专业;2009年-2012年在南京理工大学攻读EMBA并获得硕士学位;1993-2002年在连云港市医药采购供应站工作,历任审计科副科长,财务部经理,总经理助理;2003年至今在江苏恒瑞医药股份有限公司工作,历任财务部副经理,财务部经理,研究院副院长.
蒋素梅	常务副总经理	1985毕业于中国药科大学,1985年9月至今在江苏恒瑞医药股份有限公司工作,曾任质检部部长,质量总监,副总经理,2014年3月起任公司常务副总经理.
刘笑含	董事会秘书	2011年毕业于华东政法大学,获法学硕士学位.2011年8月至今在江苏恒瑞医药股份有限公司工作,历任证券法务部职员,副部长.2012年9月获得上海证券交易所董事会秘书任职资格.

资料来源: WIND, 国元证券研究中心

图表 9 埃斯顿高管团队专业背景情况

姓名	职务	简历
吴波	董事长, 总经理	硕士研究生学历.1993年开始创业,历任南京埃斯顿工业自动化有限公司,南京埃斯顿数字技术有限公司,南京埃斯顿自动控制技术有限公司,南京埃斯顿机器人工程有限公司执行董事,董事长,总经理;现任公司董事长,总经理,南京派雷斯特科技有限公司执行董事,埃斯顿控股有限公司董事,南京埃斯顿投资有限公司执行董事,江苏大任智库有限公司董事.
徐秋云	副总经理	硕士研究生学历.曾任职于江苏省水利物资总站及其下属子公司江苏省时代水利经济发展公司,在公司工作期间,历任南京埃斯顿数字技术有限公司副总经理.现任公司董事,副总经理,南京埃斯顿投资有限公司监事.
周爱林	副总经理	本科学历.曾任职于镇江江奎集团,宏图高科江苏宏图数码视听发展有限公司,江苏宏图集团南京宏图视听有限公司.在公司及子公司工作期间,历任南京埃斯顿自动控制技术有限公司伺服部经理,公司销售部总经理,锻压自动化事业部总经理,公司监事会主席.现任公司副总经理,事业部总经理.
江兴科	副总经理	硕士研究生学历.在公司及子公司工作期间,历任研究院硬件研发部经理,事业部总经理助理兼市场部经理,现任公司副总经理,事业部总经理.
王珏	副总经理	本科学历.曾就职于中国电子科技集团公司第十四研究所,南京锋远自动化装备有限公司,现任公司副总经理,事业部总经理.
诸春华	副总经理	本科学历.曾就职于江苏省高淳纺织机械有限公司,南京威格机械有限公司.在公司及子公司工作期间,历任公司机械总工程师兼质量管理中心总经理,总经理助理,南京埃斯顿自动控制技术有限公司副总经理,公司监事会主席.现任公司董事,副总经理.
袁琴	副总经理	合肥工业大学工商管理硕士,南京大学会计学硕士.曾就职于江苏雨润集团,南京朗坤自动化有限公司,西班牙 Dogi 集团江苏道吉面料有限公司,美国 Hanes 集团(HBI)汉佰南京纺织品有限公司.现任公司董事,副总经理,财务总监,董事会秘书.

资料来源: WIND, 国元证券研究中心

第 2 部分 研发+零部件优势, 成长空间大

这部分我们将回答报告开篇提出的 2 个思考重点之一的埃斯顿是否将持续成长、未来空间有多大。行业需求决定了机器人公司的成长空间有多大,埃斯顿自身的竞争优势让其可以在大蛋糕中拿到更多的市场份额。

2.1 我国机器人 2017 年销量与增速创历史新高

根据 IFR 发布的最新报告,全球机器人销售在 2016 年达到 294312 台、同比增长 16%,其中增速最快的应用领域为电子行业、同增 41%。就机器人应用行业而言,最大

的领域仍然是汽车工业、占 35%，其次为电子、占比 31%。自从 2010 年以来，工业机器人需求主要来自于自动化和技术创新。2011 到 2016 年，机器人销量年均增长 12%。

2016 年全球机器人总销量的 74% 来自五大市场：中国，韩国，日本，美国和德国。从 2013 年开始，中国就是全球最大的机器人市场，2016 年占比 30%、接近欧洲和美国的总和。

就机器人使用密度而言，2016 年全球机器人平均密度为 74 台/10000 工人。全球自动化程度最高的国家是韩国、新加坡、德国和日本。中国机器人密度由 2013 年 25 台增长到 2016 年的 68 台，计划到 2020 年达到 150 台，增长空间大。

此外，IFR 预计 2018 到 2020 年，全球机器人年复合增长 (CAGR) 15%，2020 年销量将达到 520900 台，中国机器人年复合增长 20%—25%，到 2020 年全球 40% 的机器人将由中国提供。

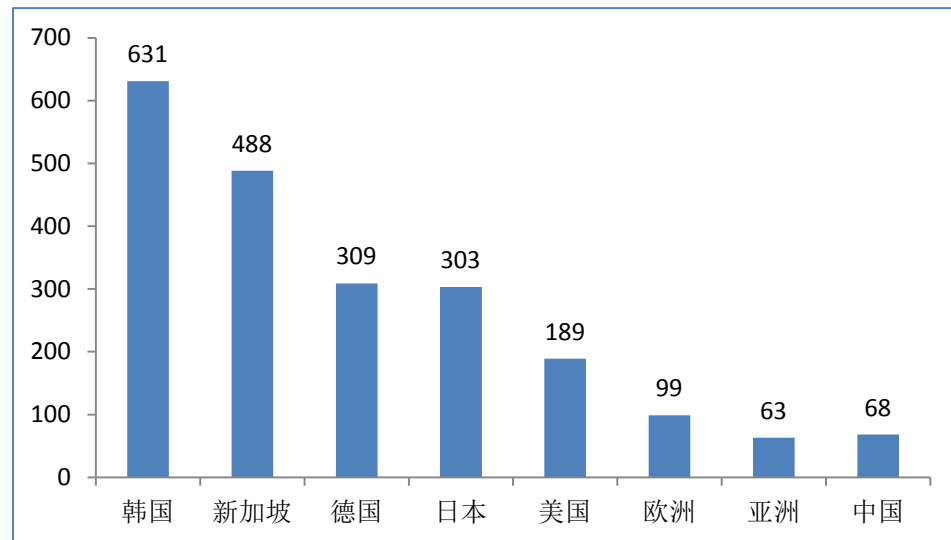
根据媒体报道的 2018 年中国机器人产业发展高峰论坛，2017 年我国机器人销量 14.1 万台、增速 58.1%，销量与增速均创历史新高。内资品牌占比 26.8%、有所下降，约 3.7、3.8 万台。在高端的汽车制造和焊接领域，外资品牌占了 85-90% 的市场。

2017 年我国机器人行业主要特点如下：

- 1、中资品牌与外资品牌对比，2017 年是一个拐点，过去几年是中资的增长速度要高于外资品牌，但 2017 年中资品牌增速不到 30%，外资则 70% 多。
- 2、多关节机器人销量在高速增长。
- 3、中国机器人市场的快速增长，搬运与下料、3C 领域贡献大。
- 4、就应用领域而言，应用于电子行业的机器人增速超过汽车、金属加工行业。在 2017 年，中国几乎所有的行业中都在开始使用机器人，说明中国机器人市场的范畴或者范围真正打开了。

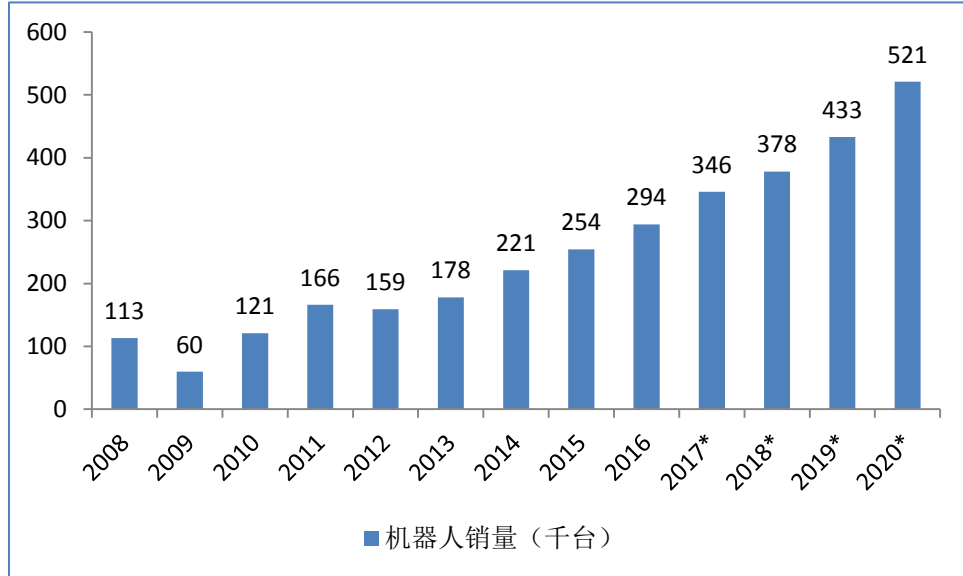
从上市公司业绩看，国际及国内机器人公司 2017 年业绩增速大幅提升，2018 年一季度业绩持续增长。从产业链情况看，台湾地区机械零部件公司的订单饱满、产品供不应求，需求之一为来自我国自动化行业需求。受人口红利消失、机器替人、高端制造需求、科技竞争需求等因素影响，我们认为以机器人为代表的自动化是一项长期需求，这一趋势刚刚开始。

图表 10 全球机器人密度情况 (台/10000 人)



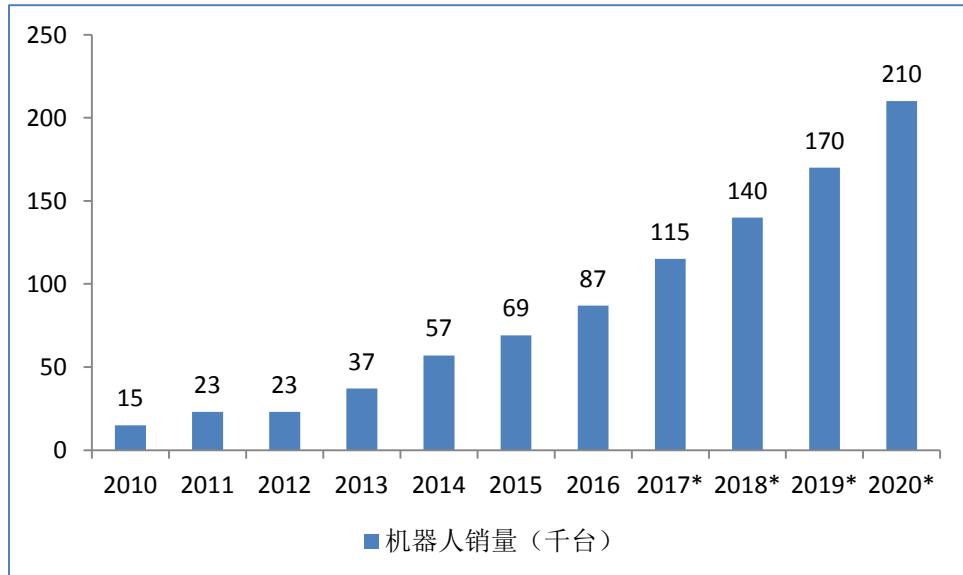
资料来源：IFR，国元证券研究中心

图表 11 全球机器人市场 2018-2020 年均增速预计 15%



资料来源: IFR, 国元证券研究中心

图表 12 中国机器人市场 2018-2020 年均增长预计 20%—25%



资料来源: IFR, 国元证券研究中心

2.2 埃斯顿重视研发，国际一流人才研发一流产品

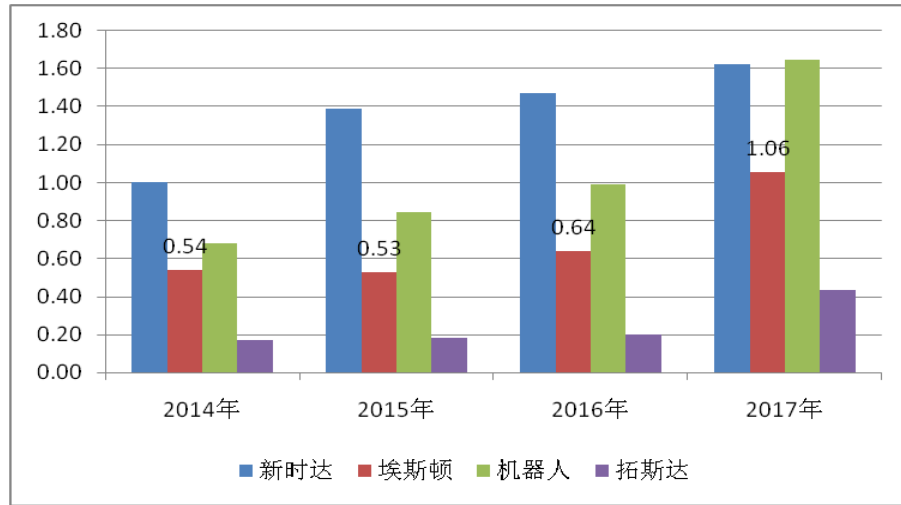
公司在创业初期是通过自建团队，从底层研发起步，经过不断的改进和积累，逐渐发展到今天的技术水平。2011 年引入了王杰高博士及其机器人产品研发团队，在 2015 年引入了钱巍博士、增强了智能装备核心部件及运动控制系统研发团队力量。两位博士在机器人和自动化行业，有着数十年的经验积累，为公司产品研发带来了先进和新兴的技术，为缩短技术积累过程和公司下一步发展有突破意义。

公司目前拥有三大研发团队：以王杰高博士为首席专家的机器人研发团队、以钱巍博士为首席专家的智能核心控制部件研发团队以及位于意大利米兰的欧洲研发中心。其中王杰高博士为本届国际机器人联合会（IFR）执行委员会唯一的中国企业委员。

近几年，公司研发费用一直保持占营业收入 10%左右的水平，研发人员的数量近期也保持占全体员工数量的 1/3 左右。从长期来看，技术的创新是公司发展最主要的驱动

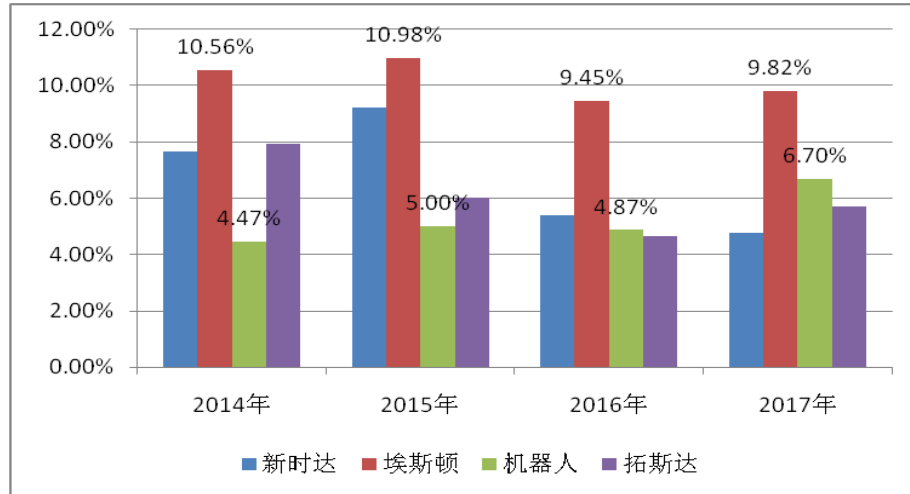
因素。

图表 13 主要机器人公司研发支出对比 (单位: 亿元)



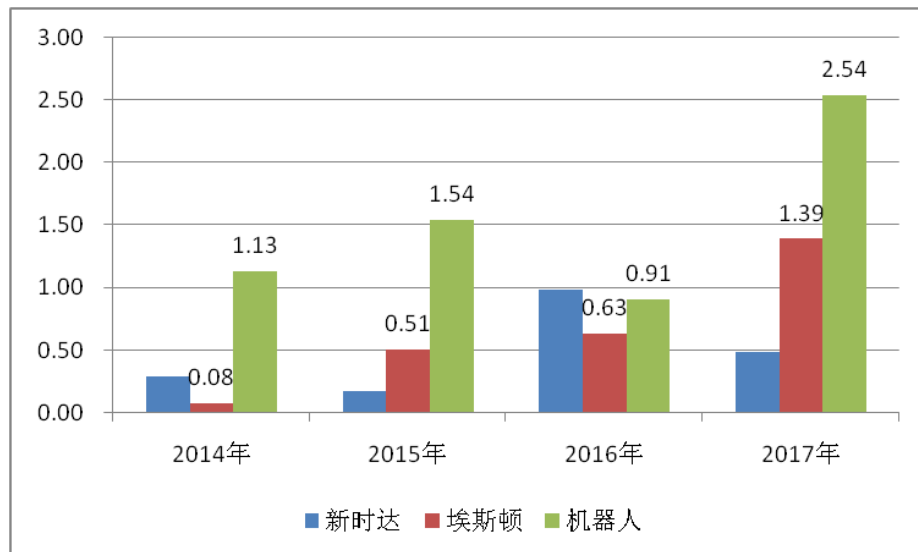
资料来源: WIND, 国元证券研究中心

图表 14 主要机器人公司研发支出占营收比重



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

图表 15 主要机器人公司资本支出情况 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 国元证券研究中心

2.3 公司拥有核心零部件优势，并购国际小儿美的公司增加技术实力

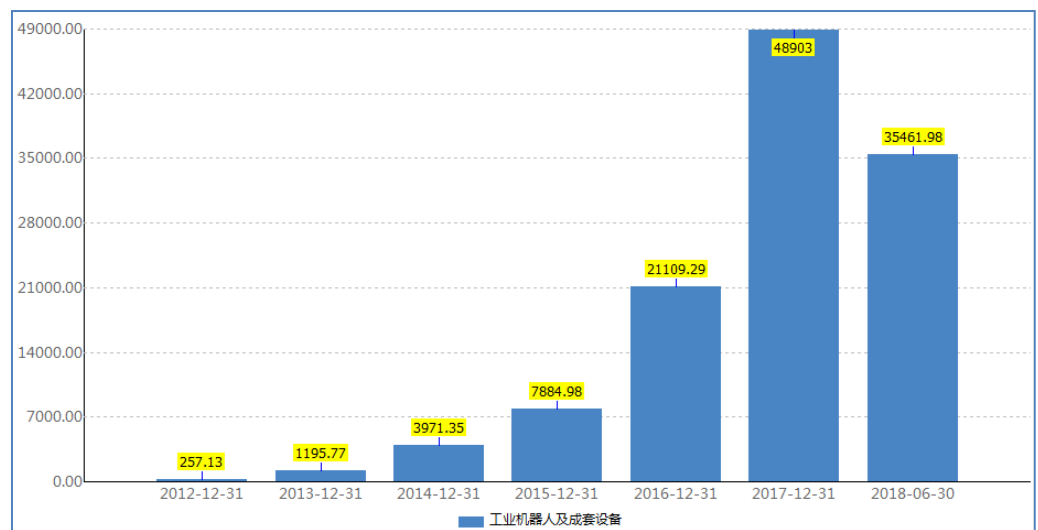
公司业务覆盖了从智能装备核心部件、工业机器人到机器人集成应用的全产业链，两大核心业务：智能装备核心部件及运动控制系统，工业机器人及智能制造系统。

公司自 1993 年创业以来，深耕锻压金属成形机床行业、目前市占率约 80%，运动控制技术的积累对机器人精度等各种核心技术指标有重要作用。公司与 FANUC 起步于金属切削机床数控系统有类似之处，公司由金属成形数控系统起步加之收购国际运动控制著名品牌 TRIO 在运动控制上形成并积累了技术基础和核心部件优势。目前公司机器人的核心部件 80%是自主研发和生产。

依靠完全自主核心技术和高度自主化核心部件，公司机器人本体的盈利能力得到了保障，2015 年销售 600 台机器人时即已经开始盈利。过去几年均为翻倍增长，2018 年目标是继续翻倍。产能方面，公司机器人智能工厂已在 2018 年投产。公司 180 亩机器人产业园一期项目预计总投资 10 亿元，其中一期计划投资 5.9 亿元，主要为建设机器人产品生产智能化车间 12000 平米、机器人智能制造生产线车间 12000 平米、中试车间 8000 平米及工厂智能化信息化管理和服务系统。目前项目一期投产，机器人及成套设备产能达到 9000 台/套。如果机器人业务持续高速增长趋势，期望 2020 年可实现 10,000 台以上的销售。如果完成 10,000 销量，公司会开始二期工程，将最终实现 180 亩机器人产业园年产 15,000 台套机器人产能目标。

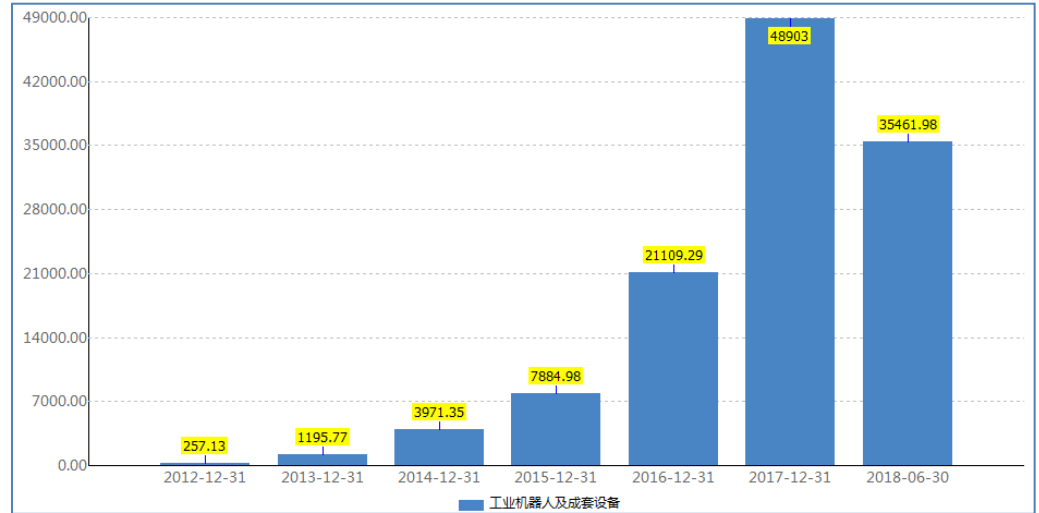
智能装备核心部件及运动控制系统主要包括：金属成形机床自动化完整解决方案、全电动伺服压力机和伺服转塔冲自动化完整解决方案、电液混合伺服系统、运动控制系统（含运动控制器、交流伺服系统）、机器人专用控制器、机器人专用伺服系统、智能机械单元运动控制解决方案。该项业务的优势在于并购 TRIO 已发挥协同效应。公司实现由交流伺服系统产品生产商向运动控制完整解决方案提供商的转变，即由单轴自动化向单机和单元自动化的发展；利用 TRIO 控制器的强大运算能力以及 TRIO 的 Motion Perfect 自动化软件平台，整合机器人控制，运动控制，PLC 逻辑控制，视觉图像处理，通讯及工业互联网等于一体，有利于客户多控制对象的快速仿真和调试，简单易用，并能有效降低成本。公司在 2017 年四季度推出了智能机械单元完整解决方案，方案中包括 TRIO 控制器+埃斯顿交流伺服系统+机器人+视觉，目前已获得多个行业大客户的小批量订单。由于市场效果较好，目前 TRIO 控制器的产能已经在考虑扩产。

图表 16 埃斯顿机器人业务近年翻倍增长（单位：万元）



资料来源：WIND，国元证券研究中心

图表 17 埃斯顿智能核心控制功能部件业务快速增长（单位：万元）



资料来源：WIND，国元证券研究中心

第 3 部分 盈利预测及风险提示

2018 年上半年，公司营收 7.2 亿、同 72.87%，归母净利润 5631 万元、同增 40.37%，eps 为 0.07 元。各项业务中，自动化核心部件及运动控制系统产品业务同比增长 47.76%，其中运动控制系统产品同增 85.25%，工业机器人及智能制造系统业务同增 110.17%。

随着机器人业务增长，规模优势开始体现，毛利率较 2017 同期提升 2.3 个百分点至 36.15%。但由于管理费用率和财务费用率增长，公司净利率较 2017 同期下降了 2.4 个百分点至 8.65%。ROE 较 2017 年同期提升 0.8 个百分点至 3.66%，主要是权益乘数提升所致。

假设公司产品增长如下表所示，公司 eps 在 2018/2019 年分别为 0.15 元/0.26 元，维持“买入”评级。

公司面临的主要风险：机器人业务拓展低于预期，新业务进展不顺等。

图表 18 埃斯顿产品分项预测

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 上半年	2018E	2019E
自动化核心部件及运动控制 (万元)	40406	46688	58747	37037	76371.1	99282.43
工业机器人及系统集成 (万元)	7884	21109	48903	35461	97806	195612
合计	48290	67797	107650		174177.1	294894.4
自动化核心部件及运动控制 yoy	57.44%	15.55%	25.83%	47.76%	30%	30%
工业机器人及系统集成 yoy	98.54%	167.74%	131.67%	110.17%	100%	100%
合计 yoy	62.94%	40.40%	58.78%	72.87%	62%	69.3%

资料来源：WIND，国元证券研究中心

图表 19 三个表预测

资产负债表				利润表			
会计年度	2017	2018E	2019E	会计年度	2017	2018E	2019E
流动资产	1852	2407	3549	营业收入	1077	1744	2952
现金	370	400	420	营业成本	717	1116	1890
应收账款	428	672	1112	营业税金及附加	9	14	25
其他应收款	23	28	51	营业费用	76	122	207
预付账款	93	97	182	管理费用	205	331	531
存货	317	439	767	财务费用	15	51	86
其他流动资产	620	770	1016	资产减值损失	-3	-3	-3
				公允价值变动收			
非流动资产	1378	1446	1558	益	0	0	0
长期投资	33	34	34	投资净收益	12	13	14
固定资产	247	285	288	营业利润	88	125	231
无形资产	324	441	568	营业外收入	28	37	36
其他非流动资				营业外支出	0	0	0
产	773	687	668	利润总额	115	162	266
资产总计	3229	3853	5106	所得税	14	19	31
流动负债	1177	1713	2802	净利润	102	142	235
短期借款	434	857	1404	少数股东损益	9	13	21
应付账款	253	382	660	归属母公司净利润	93	129	213
其他流动负债	490	474	738	EBITDA	131	206	351
非流动负债	423	355	369	EPS (元)	0.11	0.15	0.26
长期借款	240	240	240				
其他非流动负							
债	183	114	129				
负债合计	1600	2068	3171				
少数股东权益	92	105	126	主要财务比率			
股本	836	836	836	会计年度	2017	2018E	2019E
资本公积	508	508	508	成长能力			
留存收益	264	336	466	营业收入	58.7%	62.0%	69.3%
归属母公司股东权益	1537	1680	1810	营业利润	173.4%	42.0%	84.7%
负债和股东权益	3229	3853	5106	归属于母公司净利润	35.7%	38.8%	65.3%
				获利能力			
				毛利率 (%)	33.4%	36.0%	36.0%
				净利率 (%)	8.6%	7.4%	7.2%
				ROE (%)	6.1%	7.7%	11.8%
				ROIC (%)	4.7%	6.4%	9.0%
				偿债能力			
				资产负债率 (%)	49.6%	53.7%	62.1%
				净负债比率 (%)	42.15%	53.05%	51.84%
				流动比率	1.57	1.40	1.27
				速动比率	1.30	1.15	0.99
				营运能力			
				总资产周转率	0.42	0.49	0.66
现金流量表							
会计年度	2017	2018E	2019E				
经营活动现金流	-22	-274	-225				
净利润	102	142	235				
折旧摊销	28	30	34				
财务费用	15	51	86				
投资损失	-12	-13	-14				
营运资金变动	-149	-436	-607				
其他经营现金							
流	-6	-48	40				
投资活动现金流	-358	-81	-131				

资本支出	236	0	0	应收账款周转率	3	3	3
长期投资	97	-25	8	应付账款周转率	3.41	3.52	3.63
其他投资现金							
流	-26	-106	-123	每股指标 (元)			
筹资活动现金流	596	385	376	每股收益(最新摊薄)	0.11	0.15	0.26
短期借款	399	423	547	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.03	-0.33	-0.27
长期借款	240	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.84	2.01	2.16
普通股增加	560	0	0	估值比率			
资本公积增加	-484	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金							
流	-119	-38	-170	P/B	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	212	30	20	EV/EBITDA	2	1	1

资料来源: 天软, 国元证券研究中心

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来6个月内，行业指数将跑赢上证指数10%以上
增持	预计未来6个月内，股价涨跌幅优于上证指数5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来6个月内，行业指数与上证指数持平在正负10%以内
持有	预计未来6个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来6个月内，行业指数将跑输上证指数10%以上
卖出	预计未来6个月内，股价涨跌幅劣于上证指数5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn