

强烈推荐-A (上调)

机器人 300024.SZ

目标估值: 36.00 元

当前股价: 25.49 元

2011年8月3日

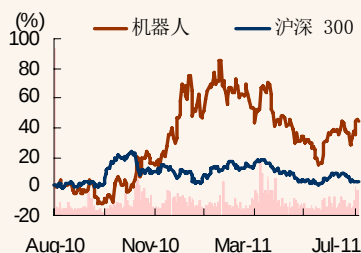
高成长中的工业自动化装备行业龙头

基础数据

上证综指	2678
总股本 (万股)	29766
已上市流通股 (万股)	20365
总市值 (亿元)	76
流通市值 (亿元)	52
每股净资产 (MRQ)	3.6
ROE (TTM)	11.6
资产负债率	25.0%
主要股东	中科院沈阳自动化所
主要股东持股比例	29.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	-9	47
相对表现	9	-5	46



相关报告

1、《机器人 (300024) - 工业自动化趋势下订单超预期》2011/7

刘荣

0755-82943203
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理

刘杰

0755-82960334
liujie2@cmschina.com.cn

公司上半年新签合同约 7.5 亿元, 全年的订单目标是 12-15 亿元, 预计收入 9-10 亿元, 同比增长 70% 左右。主要增长点: 军用机器人、工业自动化装配生产线、洁净机器人等。未来两年募投项目将逐步投产, 届时生产能力将增长两倍以上。预计未来三年复合增长率 50% 以上, 虽然估值较高但机器人是中国工业自动化装备的急先锋, 行业进入高增长期, 与其它周期类的机械公司不同, 应享受高估值。

□ “机器替代人” 大势所趋, 自动化装备需求今年井喷。人力成本的不断提升使得制造业、物流业等劳动力密集型行业已经到了要靠提高自动化程度降低成本的阶段, 机器替代人的趋势从去年开始体现明显。上半年公司新签合同约 7.51 亿元, 占去年全年合同总额的 89%, 其中工业机器人、自动化装配与检测生产线等主要产品需求旺盛。通常一季度是淡季, 8-9 月是旺季, 下半年需求一般要好于上半年, 订单 3-6 个月交付, 今年公司的订单目标是 12 亿元, 力争签 15 亿元, 预计收入 9-10 亿元。目前公司预研的几个项目年底有望落实订单。

□ 工业自动化技术广泛应用于各个领域, 因此公司产品种类很多, 我们总结为 4+3+2。4 大类产品: 工业机器人 (包括点焊、弧焊接机器人、特种军用机器人)、自动化装配与检测生产线、物流与仓储自动化成套装备 (移动机器人技术水平接近国外, 国内占有率 50% 以上) 和交通自动化系统。3 个新业务增长点: 军用机器人 (已签 1.5 亿元自动转载机器人)、洁净机器人 (已经有 60-70 台的订单, 国外对中国实行技术封锁, 目前公司已研发 30 个型号, 价格在 30-60 万/台)、电动汽车全自动电池交换站 (继北京航天桥电动汽车全自动换电站之后, 上半年公司与北京华商三优新能源科技有限公司签订了两个全自动电池交换站合同, 分别用于北京市马家楼环卫车和北京市北土城公交车电池换电, 订单金额 1900 万元)。2 个储备产品: 重载机器人 (产品已定型)、纳米绿色制版打印成套设备 (已定型年可以生产 30 台, 明年公司计划销售目标在 300 台左右)。

□ 产品模块化、系列化后有望形成规模化生产, 公司成长空间巨大。公司有望形成系列化生产的产品包括 (1) 自动化成套装备, 它由几部分组成: 单体机器人手、控制系统、生产与检测、移动机器人, 未来销售规模有望呈几何级数增长, 以前机器人自动化生产线主要应用于大批量生产的汽车领域, 随着国内工程机械、发动机、变速箱等机械产品的生产规模迅速扩大, 这些行业对自动化成套装备的需求出现井喷, 公司上半年签了 2 亿元的订单, 预计下半年还有 2 亿元, 未来三年需求将成倍增长。(2) 特种机器人 (自动转载机器人、装配搬运重载机器人、数码喷涂机器人), 未来每年的需求有望达到 3-5 亿元; (3) 石油装备机器人: 目前已经设计完成了修井作业管杆自动操作机、自动修井机、勘察船抓管机器人、钻台机器人、二层平台操作机器人、油管节箍检测器等九大类自动化产品, 可广泛用于陆地油田和海上石油钻井平台, 新产品的研发成功拓宽了公司在石油行业钻修自动化装备领域的市场, 上半年已获订单 900 万。

沈阳新松机器人是国内唯一一家工业机器人实现产业化的企业，核心的竞争优势是自动化控制系统。公司目前控制系统全部自制，面板和机器人通常采购西门子、KUKA、FANUC，还有一些核心零部件例如电机和控制器仍需要进口，未来公司将通过收购增加零部件的生产能力。在单体机器人技术水平上沈阳新松机器人已达到国内先进水平，位于国际中游水平，制造工艺上仍然落后，今年公司对机器人进行改型升级，单体机器人价格低于国外 10%-20%，优势并不明显。相对于技术先进的国外机器人制造企业，沈阳新松机器人的竞争优势主要体现在成套自动化装配与检测生产线，这中国制造业批量化、自动化、智能化生产趋势决定的，是高附加值的产业，尤其是在满足制造企业个性化订制需求方面，公司相对国外企业更具有竞争优势。

虽然机器人是一家创业板上市公司，但扩张思路清晰，跑马圈地志向高远。公司目前厂区面积 200 多亩，又利用超募资金购买了 380 亩的土地用于扩大产能，另外在杭州的激光设备产业园明年也将投产。今年单体机器人的新增生产能力达到 100 台/年，未来两年的规划产能为 1000 台/年，最终 3000 台达到盈亏平衡。公司正处于快速发展时期，上市以来人数增加了 50%，达到 1054 人，调研中发现公司食堂排长队就餐。

公司近年收到国家或军方的产品预研费、政府补贴、土地补贴较多，预计每年在 4000-6000 万，我们将根据公司公告不断调整。

上调投资评级至“强烈推荐-A”。预计 2011-13 年 EPS 0.58、0.91、1.31 元，公司产品符合国家产业发展方向，战略上稳步扩张，高成长性确定，未来三年的复合增长率 50%以上。不同于其它周期类的机械公司，我们认为机器人合理 PE 应该为 50 倍，按 2012 年 EPS（保守考虑再融资摊薄）计算一年期目标价 36-40 元。

风险提示：新产品产业化中存在不确定性；扩张较快明年有融资需求；创业板估值风险。

表 1: 各季度业绩回顾

(百万元)	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2
营业收入	128	110	138	177	156	205
营业毛利	20	15	28	32	22	29
营业费用	4	2	3	1	6	2
管理费用	12	14	11	16	14	16
财务费用	0	0	0	-7	-1	-1
投资收益	-1	0	0	2	0	0
营业利润	20	15	28	34	22	29
归属母公司净利润	16	15	23	53	19	29
EPS (元)	0.05	0.05	0.08	0.18	0.06	0.10
主要比率						
毛利率	29.4%	29.9%	32.1%	26.6%	26.9%	23.8%
营业费用率	3.2%	1.4%	1.8%	0.8%	4.0%	0.8%
管理费用率	9.7%	12.7%	8.2%	8.8%	8.9%	7.6%
营业利润率	15.5%	13.4%	20.4%	19.2%	14.2%	14.2%
有效税率	15.6%	12.1%	15.4%	12.7%	14.4%	12.5%
净利率	12.5%	14.0%	17.0%	30.1%	12.3%	14.1%
YoY						
收入	21.0%	-5.1%	1.2%	61.9%	22.0%	86.9%
归属母公司净利润	80.5%	3.1%	3.4%	188.0%	20.6%	88.9%

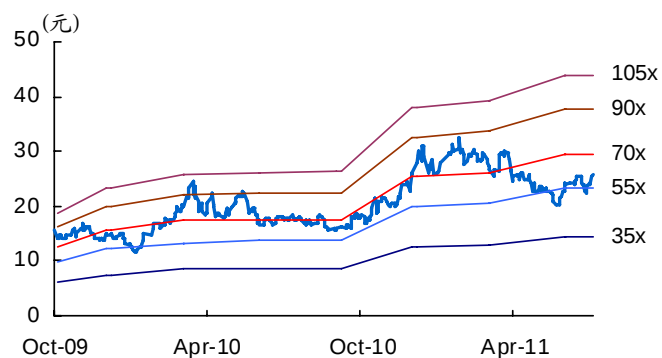
资料来源: WIND,招商证券研发中心

表 2: 公司营业收入及盈利假设表

营业收入 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
工业机器人 (含特种机器人)	151.3	201.3	291.9	408.6	613.0
物流与仓储自动化成套装备	133.5	168.6	269.7	377.6	528.6
自动化装配与检测生产线及系统集成	104.9	109.4	273.6	410.3	656.5
交通自动化系统	73.0	64.3	109.3	142.1	184.8
激光设备				50.0	75.0
其他	3.8	8.6	10.0	20.0	40.0
合计	466.5	552.2	954.5	1408.7	2097.9
营业收入增长率					
工业机器人 (含特种机器人)	9.6%	33.1%	45.0%	40.0%	50.0%
物流与仓储自动化成套装备	16.1%	26.3%	60.0%	40.0%	40.0%
自动化装配与检测生产线及系统集成	7.9%	4.3%	150.0%	50.0%	60.0%
交通自动化系统	99.9%	-11.9%	70.0%	30.0%	30.0%
激光设备					50.0%
其他	2293.7%	123.5%	16.8%	100.0%	100.0%
合计	20.6%	18.4%	72.9%	47.6%	48.9%
毛利率					
工业机器人 (含特种机器人)	28.1%	26.3%	26.0%	27.0%	28.0%
物流与仓储自动化成套装备	23.3%	25.9%	29.0%	30.0%	30.0%
自动化装配与检测生产线及系统集成	30.7%	30.0%	30.0%	30.0%	30.0%
交通自动化系统	26.1%	36.9%	27.0%	28.0%	28.0%
激光设备				30.0%	30.0%
其他			30.0%	30.0%	30.0%
合计	27.5%	29.3%	28.2%	31.4%	31.7%

资料来源: 招商证券研发中心

图 1: 机器人历史 PE Band



资料来源: 港澳资讯, 招商证券研发中心

图 2: 机器人历史 PB Band



资料来源: 港澳资讯, 招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	996	1160	1396	1653	2121
现金	665	666	575	525	358
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	11	30	38	63	105
应收款项	124	162	283	445	725
其它应收款	8	10	16	24	36
存货	174	252	408	479	710
其他	14	40	75	116	186
非流动资产	194	232	315	413	510
长期股权投资	9	10	10	10	10
固定资产	156	169	248	347	446
无形资产	18	17	16	14	13
其他	11	35	41	41	41
资产总计	1191	1392	1711	2066	2631
流动负债	202	229	383	540	788
短期借款	56	14	50	60	60
应付账款	59	56	103	150	229
预收账款	51	74	96	145	229
其他	37	85	135	185	270
长期负债	23	91	96	106	116
长期借款	0	0	10	20	30
其他	23	91	86	86	86
负债合计	226	319	480	646	905
股本	62	135	298	298	298
资本公积金	646	584	490	490	490
留存收益	231	321	401	573	854
少数股东权益	26	31	42	60	84
母公司所有者权益	939	1041	1189	1360	1642
负债及权益合计	1191	1392	1711	2066	2631

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	(18)	120	(27)	132	35
净利润	66	108	172	270	390
折旧摊销	0	0	2	2	1
财务费用	0	0	3	4	5
投资收益	0	0	(1)	(1)	(1)
营运资金变动	0	0	(211)	(163)	(392)
其它	(84)	12	8	21	31
投资活动现金流	(29)	(53)	(80)	(100)	(100)
资本支出	0	0	(80)	(100)	(100)
其他投资	(29)	(53)	0	0	0
筹资活动现金流	588	(64)	15	(81)	(102)
借款变动	0	0	46	20	10
普通股增加	0	0	162	0	0
资本公积增加	0	0	(95)	0	0
股利分配	0	0	(92)	(98)	(108)
其他	588	(64)	(6)	(3)	(4)
现金净增加额	542	3	(91)	(49)	(167)

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	467	552	954	1409	2098
营业成本	338	390	686	966	1432
营业税金及附加	2	5	8	11	17
营业费用	8	10	15	23	34
管理费用	44	53	86	127	185
财务费用	1	(6)	3	4	5
资产减值损失	2	5	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(0)	1	1	1	1
营业利润	71	97	158	279	427
营业外收入	13	41	60	60	60
营业外支出	0	4	5	5	5
利润总额	83	133	213	334	482
所得税	12	18	30	47	68
净利润	71	115	183	287	415
少数股东损益	5	7	11	17	25
母公司所有者净利润	66	108	172	270	390
EPS (元)	0.22	0.36	0.58	0.91	1.31

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	21%	18%	73%	48%	49%
营业利润	64%	37%	63%	77%	53%
净利润	55%	63%	59%	57%	44%
获利能力					
毛利率	27.5%	29.3%	28.2%	31.4%	31.7%
净利率	14.2%	19.5%	18.0%	19.2%	18.6%
ROE	1.5%	4.7%	14.5%	19.8%	23.7%
ROIC	6.0%	7.2%	10.7%	16.2%	20.5%
偿债能力					
资产负债率	19.0%	23.0%	28.0%	31.3%	34.4%
净负债比率	4.7%	1.0%	3.5%	3.9%	3.4%
流动比率	4.9	5.1	3.6	3.1	2.7
速动比率	4.1	4.0	2.6	2.2	1.8
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
存货周转率	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
应收账款周转率	4.2	3.9	4.3	3.9	3.6
应付账款周转率	6.8	6.8	8.6	7.6	7.6
每股资料(元)					
每股收益	0.22	0.36	0.58	0.91	1.31
每股经营现金	-0.29	0.89	-0.09	0.44	0.12
每股净资产	15.27	7.69	3.99	4.57	5.52
每股股利	0.00	0.00	0.04	0.06	0.09
估值比率					
PE	114.7	70.3	44.1	28.1	19.5
PB	1.7	3.3	6.4	5.6	4.6
EV/EBITDA	163.0	129.5	72.1	41.2	27.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

刘荣，机械行业首席分析师，招商证券研发中心研究董事。曾获《新财富》机械行业最佳分析师 2009、2010 年第一名，2007 年第二名，2008 年第五名。曾获 2009、2010 年水晶球卖方最佳分析师机械行业第一名。

刘杰，机械专业工学学士，经济学硕士，2011 年 3 月加盟招商证券。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。