

强烈推荐-A (维持)

埃斯顿 002747.SZ

当前股价: 16.19 元

2020年08月27日

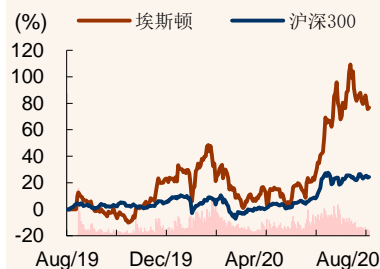
合并Cloos贡献收入增速 并购费用拖累利润

基础数据

上证综指	3350
总股本(万股)	84026
已上市流通股(万股)	73006
总市值(亿元)	136
流通市值(亿元)	118
每股净资产(MRQ)	1.9
ROE(TTM)	4.3
资产负债率	67.7% 询
主要股东	南京派雷斯特
主要股东持股比例	23.11%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	24	76
相对表现	-7	9	51



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《埃斯顿(002747)一计划定增引入战投 加大新业务投入》2020-07-27
- 2、《埃斯顿(002747)一业绩低于预期,现金流显著改善》2020-04-28
- 3、《埃斯顿(002747)一系统集成业务下滑,运控、本体逆势增长》2019-10-31

刘荣

liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

吴丹

wudan6@cmschina.com.cn
S1090518090001

时文博

shiwenbo@cmschina.com.cn
S1090520070004

研究助理

陈铭

chenming5@cmschina.com.cn

埃斯顿发布 2020 年中报, 上半年收入 11.7 亿同比增长 72%, 归母净利 6164 万元, 同比增长 8.72%。收入增速较主要系合并 Cloos 所致, 并购费用影响净利润。

1、合并德国 Cloos 贡献收入增长

上半年收入 11.7 亿同比增长 72%。Q1/Q2 收入分别为 2.3 亿/9.4 亿, 同比增长 -29%/1.6 倍。Cloos 上半年实现收入 4.9 亿净利 1831 万元, 剔除并表影响公司收入基本持平。

分业务来看, 1) 机器人本体及智能制造收入 8.3 亿占比 70.5%, 同比增长 1.56 倍; 毛利率 35.4% 同比增加 4.32 个百分点, 供应链管理、费用管控等降本方面效果显著降本有效; 2) 自动化核心部件收入 3.45 亿占比 29.5%, 同比下降 3.6%, 主要系疫情影响个别地区产品交付, 影响销售额约 2000 万, 毛利率为 40.25% 同比下降 1.74 个百分点, 毛利率变动与疫情地区有关, 下半年预计恢复原有水平。

分区域来看, 国内 5.88 亿增长 9.34%, 国外销售 5.85 亿同比增长 3 倍。

2、收购 Cloos 费用较多影响归母净利

上半年管理费用增加较多。1) 管理费用 1.67 亿元同比增长 91%, 其中职工薪酬增加 4080 万元, 折旧费增加 1070 万, 咨询服务费增长 875 万元; 2) 销售费用 9611 万同比增长 110%; 3) 研发费用 9612 万元同比增加 16%, 研发及工程技术人员 693 名, 占员工总数的 28.67%; 4) 财务费用 4766 万元同比增长 132%, 增加较多主要系并购德国用了贷款, 长期贷款 9.34 亿, 利息费用增加。

20H1 归母净利 6164 万元, 同比增长 8.72%, 归母净利增幅低于收入主要系并购相关费用增加较多。埃斯顿是通过鼎派机电收购 Cloos, 上半年鼎派仅实现 89 万利润, 主要是贷款利息冲抵了 Cloos 的利润贡献。Q1/Q2 归母净利 1400 万/4764 万, 同比增速 -26%/+26%。投资收益为 2864 万元, 主要为参股公司投资收益及现金管理收益, 另外公司加强账款管理、优化客户, 上半年经营活动现金流 7047 万元同比增长 66.4%, 应收账款 8 亿同比下降 2.8%。存货 7.8 亿同比增长 3.3%, 库存商品 2.3 亿, 在产品 3.6 亿。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	1461	1421	2990	3580	4271
同比增长	36%	-3%	110%	20%	19%
营业利润(百万元)	102	74	243	379	511
同比增长	16%	-28%	228%	56%	35%
净利润(百万元)	101	66	217	322	428
同比增长	9%	-35%	229%	49%	33%
每股收益(元)	0.12	0.08	0.23	0.34	0.45
PE	133.7	205.8	71.7	48.3	36.3
PB	8.4	8.4	8.0	7.0	6.1

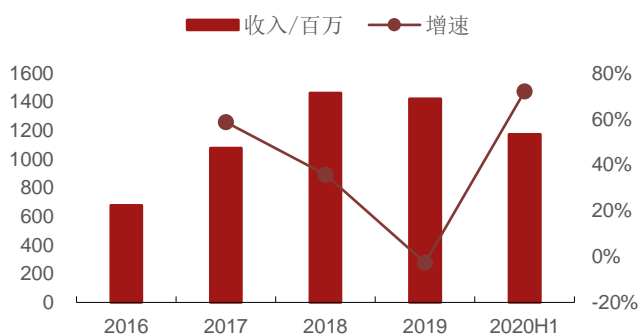
资料来源: 公司数据、招商证券 (已考虑定增摊薄)

3、下半年经营将持续好转 长期看好公司竞争力

埃斯顿核心零部件及机器人产品在市场上的竞争力在不断提升，随着国内经济恢复机器人需求明显增长，6月单月机器人产量增长近30%，7月单月产量21170套同比增长19.4%，今年1-7月全国工业机器人产量为115976套累计增长10.4%，下半年业绩将有所好转。Cloos 2020-2022年承诺利润分别为0.7/0.75/0.9亿元，虽然并购费用及并购贷款短期拖累公司合并利润，但看好公司长期的产品领域布局。我们预测20年收入29.9亿元，净利润2.17亿元，考虑定增摊薄，对应PE71.7倍，埃斯顿作为佼佼者将持续享受行业增长红利，定增引进战略投资者推进Cloos，国产化有望加速业绩增长，维持强烈推荐

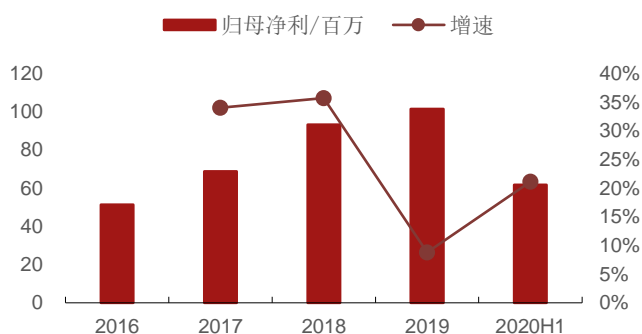
4、风险提示：海外疫情加剧，竞争加剧。

图 1：埃斯顿收入情况



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：埃斯顿归母净利润情况



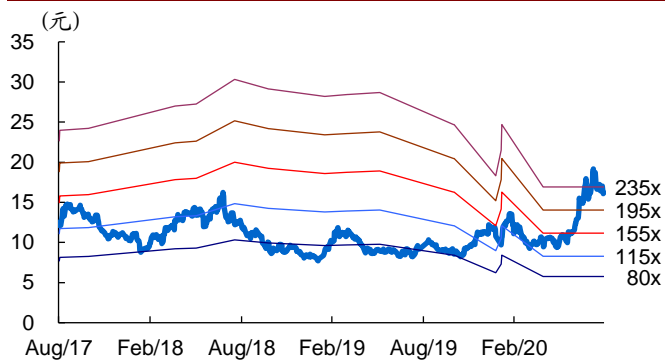
资料来源：公司公告、招商证券

表 1:埃斯顿季度财务情况

(百万元)	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2
营业收入	340	396	321	360	286	454	229	944
营业成本	217	255	196	234	185	295	146	594
营业费用	33	31	20	26	25	25	18	78
管理费用	33	69	58	29	37	64	51	115
研发费用	15	8	9	12	12	29	11	37
财务费用	46	9	28	39	41	22	24	56
投资收益	3	3	5	3	5	3	19	9
营业利润	0	13	0	0	0	5	0	0
归母净利润	19	32	21	33	7	16	16	53
EPS (元)	4.42	1.87	2.39	5.84	6.64	7.50	1.60	5.81
主要比率								
毛利率	36.12%	35.57%	39.04%	34.95%	35.51%	35.01%	35.99%	37.05%
营业费用率	9.63%	7.78%	6.21%	7.18%	8.89%	5.46%	7.89%	8.27%
管理费用率	9.69%	17.45%	18.11%	8.00%	13.11%	14.05%	22.31%	12.19%
研发费用率	4.35%	2.13%	2.67%	3.32%	4.04%	6.49%	4.86%	3.87%
财务费用率	13.55%	2.36%	8.68%	10.71%	14.32%	4.82%	10.44%	5.93%
营业利润率	-0.03%	3.31%	0.00%	0.01%	0.00%	1.21%	-0.01%	0.00%
有效税率	9.69%	17.45%	18.11%	8.00%	13.11%	14.05%	22.31%	12.19%
净利率	1.94%	8.36%	6.03%	7.14%	-1.25%	4.87%	2.04%	7.42%
YoY								
收入	38.42%	-3.73%	6.21%	-14.75%	-15.75%	14.49%	-28.86%	162.13%
归母净利润	-2%	-11%	-2%	-19%	-62%	-51%	-27%	61%

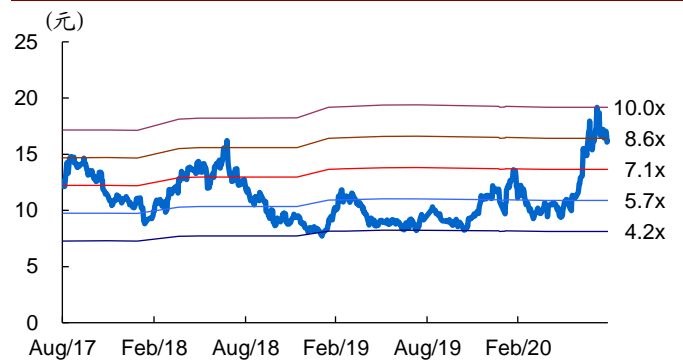
资料来源: wind、招商证券

图 3: 埃斯顿历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 4: 埃斯顿历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2045	1674	3044	3551	3903
现金	316	309	271	325	362
交易性投资	0	83	83	83	83
应收票据	270	43	419	430	427
应收款项	594	847	864	1034	1028
其它应收款	27	24	50	60	71
存货	355	330	575	683	814
其他	482	38	782	936	1117
非流动资产	1576	2113	2523	2474	2431
长期股权投资	39	438	438	438	438
固定资产	355	422	409	396	385
无形资产	359	395	356	320	288
其他	823	857	1320	1320	1319
资产总计	3621	3787	5567	6026	6334
流动负债	1576	1710	2224	2387	2311
短期借款	887	966	1083	1064	766
应付账款	226	240	506	601	716
预收账款	83	72	151	179	214
其他	380	432	485	543	614
长期负债	329	359	1255	1255	1255
长期借款	198	239	939	939	939
其他	131	120	317	317	317
负债合计	1905	2068	3479	3642	3566
股本	838	835	960	960	960
资本公积金	474	462	462	462	462
留存收益	307	313	530	786	1117
少数股东权益	98	109	136	176	228
归属于母公司所有者权益	1618	1610	1952	2208	2539
负债及权益合计	3621	3787	5567	6026	6334

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	14	113	(544)	189	477
净利润	101	66	217	322	428
折旧摊销	43	60	78	72	68
财务费用	42	64	65	58	53
投资收益	(10)	(17)	(30)	(30)	(30)
营运资金变动	(173)	(70)	(901)	(279)	(93)
其它	11	10	27	46	53
投资活动现金流	(382)	(172)	(457)	6	6
资本支出	(226)	(116)	(24)	(24)	(24)
其他投资	(155)	(55)	(433)	30	30
筹资活动现金流	272	94	963	(141)	(447)
借款变动	383	246	707	(18)	(298)
普通股增加	2	(3)	125	0	0
资本公积增加	38	(12)	0	0	0
股利分配	(60)	(60)	0	(65)	(97)
其他	(91)	(77)	132	(58)	(53)
现金净增加额	(95)	35	(38)	54	36

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1461	1421	2990	3580	4271
营业成本	935	910	1917	2275	2715
营业税金及附加	10	11	15	18	21
营业费用	106	96	197	233	273
管理费用	191	188	359	394	427
研发费用	113	129	239	269	320
财务费用	39	62	65	58	53
资产减值损失	11	0	5	5	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他收益	24	32	20	20	20
投资收益	10	17	30	30	30
营业利润	102	74	243	379	511
营业外收入	22	20	20	20	20
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	124	93	262	398	530
所得税	10	5	19	37	50
净利润	114	88	243	361	480
少数股东损益	13	22	27	40	53
归属于母公司净利润	101	66	217	322	428

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	36%	-3%	110%	20%	19%
营业利润	16%	-28%	228%	56%	35%
净利润	9%	-35%	229%	49%	33%
获利能力					
毛利率	36.0%	36.0%	35.9%	36.4%	36.4%
净利率	6.9%	4.6%	7.2%	9.0%	10.0%
ROE	6.3%	4.1%	11.1%	14.6%	16.8%
ROIC	4.6%	4.2%	6.9%	9.0%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	52.6%	54.6%	62.5%	60.4%	56.3%
净负债比率	30.6%	34.7%	36.3%	33.2%	26.9%
流动比率	1.3	1.0	1.4	1.5	1.7
速动比率	1.1	0.8	1.1	1.2	1.3
营运能力					
资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.7
存货周转率	2.8	2.7	4.2	3.6	3.6
应收帐款周转率	2.9	2.0	3.5	3.8	4.1
应付帐款周转率	3.9	3.9	5.1	4.1	4.1
每股资料 (元)					
EPS	0.12	0.08	0.23	0.34	0.45
每股经营现金	0.02	0.14	-0.57	0.20	0.50
每股净资产	1.93	1.93	2.03	2.30	2.65
每股股利	0.07	0.00	0.07	0.10	0.13
估值比率					
PE	133.7	205.8	71.7	48.3	36.3
PB	8.4	8.4	8.0	7.0	6.1
EV/EBITDA	57.8	57.2	25.3	19.1	15.4

资料来源：公司数据、招商证券

敬请阅读末页的重要说明

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。

招商机械团队：7次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名，三年第二名，两年第五名。连续5年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013、2018年福布斯中国最佳分析师50强。2017年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

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。