

投资评级：推荐（维持）
报告日期：2020年08月30日
市场数据

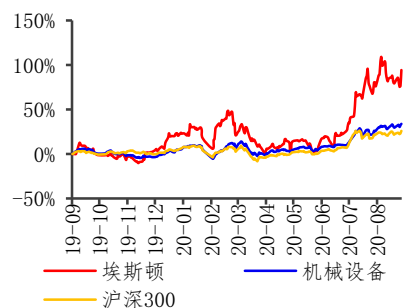
目前股价	17.81
总市值（亿元）	149.65
流通市值（亿元）	130.02
总股本（万股）	84,026
流通股本（万股）	73,006
12个月最高/最低	19.58/8.14

分析师

分析师：王志杰 S1070519050002

☎ 021-31829812

✉ wangzhijie@cgws.com

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

- <<业绩有所下降，并购 CLOOS 带来新的增长点>> 2020-04-29
- <<三季度业绩低于预期，静待机器人行业回暖>> 2019-10-31
- <<上半年业绩符合预期，收购全球焊接机器人领军企业 Cloos>> 2019-08-28

业绩符合预期，Cloos 并表持续注入增长动力

——埃斯顿（002747）公司动态点评
盈利预测

	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	1461.02	1421.46	2530.20	3010.94	3522.80
(+/-%)	35.72%	-2.71%	78.00%	19.00%	17.00%
净利润（百万元）	101.23	65.76	155.49	209.86	246.37
(+/-%)	8.79%	-35.04%	136.44%	34.97%	17.40%
摊薄 EPS（元/股）	0.12	0.08	0.19	0.25	0.29
PE	147.83	227.56	96.25	71.31	60.74

资料来源：长城证券研究所

核心观点

- 业绩符合预期，二季度表现亮眼：**公司 2020 年上半年实现营业收入 11.73 亿元，同比增幅 72.08%；归母净利润为 6164.05 万元，同比增幅 8.72%。其中公司 2020 年第二季度单季实现营业收入 9.44 亿元，同比增幅 162.13%；实现归母净利润为 4763.85 万元，同比增幅 26.17%，单季度营收大幅上涨，利润稳定提升。公司上半年完成对德国 Cloos 公司的并购重组，为公司业绩带来积极影响，同时机器人及制造系统业务快速增长，公司营收涨幅较大；上半年并购费率大幅上升，导致利润承压，预计随着整合结束，利润将进入快速增长通道。公司上半年经营活动产生的现金流量净额为 7047.45 万元，同比增幅 66.40%，主要系本期加强销售回款管理及发生同一控制下合并所致。公司 2020 年度上半年销售毛利率为 36.85%，与去年同期基本持平。同时，公司上半年销售费用、管理费用和财务费用分别为 9610.95 万元、1.66 亿元和 4766.72 万元，同比增幅分别为 109.83%、90.88% 和 132.11%，主要系同一控制下合并所致。
- 机器人和智能制造业务表现亮眼，Cloos 并表注入持续增长动力。**上半年受益于持续的研发投入、机器人技术和性能全面提升、细分行业增长、定制化开发及疫情后生产制造企业对自动化提升的需求，机器人本体和智能制造业务进入二季度后快速增长，报告期内该业务实现收入 8.27 亿元，同比增幅 156.32%，营收占比为 70.50%，毛利率为 35.42%，同比增加 4.32 个 pct。自动化核心部件业务进入二季度稳步增长，公司业务结构不断优化，运动控制解决方案和智能控制单元在大客户应用中占比增大，但由于疫情影响个别行业和地区产品交付，导致报告期内该业务收入 3.46 亿元，同比下降 3.62%，营收占比达 29.50%，业务毛利率为 40.25%，同比下降 1.74 个 pct。报告期内，公司完成了德国 Cloos 公司的并购重组，Cloos 业务在上半年 3、4 月份受疫情影响，部分项目交付延后，5 月份恢复正

常，报告期内，Cloos 实现营业收入 4.93 亿元，实现净利润 1831.03 万元，目前订单和运营情况良好，预计将为公司业绩增长注入持续动力。

- **内生与外延并举，定增 10 亿引入战投加强产业协同：**公司构建了“核心部件+本体+机器人集成应用”全产业链布局，坚持内生性发展与外延性发展并举战略。由于并表 Cloos，上半年公司总体研发投入 9,612.20 万元，同比增幅 16.03%，收入占比达 8.20%。公司率先实现了机器人控制器、伺服系统、本体设计的全方位布局，机器人核心部件自主率达到 80% 以上。上半年公司完成了与德国 Cloos 公司的并购重组，Cloos 拥有世界领先的焊接机器人和自动化焊接技术，极大的丰富了公司机器人产品线和解决方案能力。公司两大核心业务模块，自动化核心部件及运动控制系统和工业机器人及智能制造系统的竞争优势均得到不同程度的增强。7 月份，公司公告拟定增募资不超过 10 亿元，投向标准化焊接机器人工作站研发及产业化项目、机器人激光焊接和激光 3D 打印研制项目等 5 个项目以及补充流动性资金。公告计划引入中国通用技术、国家制造业转型升级基金、小米长江产业基金三大重磅战略投资者，有望在未来与公司形成战略协同，为公司带来丰厚的资金和丰富的产业资源，进一步巩固公司的龙头地位。
- **投资建议：**公司上半年业绩符合预期，机器人和智能制造业务表现亮眼，Cloos 并表持续注入增长动力，看好公司长期发展。我们预测 2020-2022 年公司的 EPS 分别为 0.19 元、0.25 元和 0.29 元，对应 PE 分别为 96.25 倍、71.31 倍和 60.74 倍。维持“推荐”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险；跨国经营风险；下游需求低迷；并购整合不及预期。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	1461.02	1421.46	2530.20	3010.94	3522.80	成长性					
营业成本	935.27	909.63	1614.27	1866.78	2184.13	营业收入增长	35.72%	-2.71%	78.00%	19.00%	17.00%
销售费用	106.29	96.04	177.11	210.77	246.60	营业成本增长	30.52%	-2.74%	77.46%	15.64%	17.00%
管理费用	190.76	188.29	366.88	382.39	387.51	营业利润增长	16.19%	-27.59%	124.13%	46.84%	20.52%
研发费用	113.39	129.31	106.63	158.62	231.98	利润总额增长	7.11%	-24.70%	109.43%	37.38%	18.36%
财务费用	39.39	61.57	113.26	166.90	196.37	净利润增长	8.79%	-35.04%	136.44%	34.97%	17.40%
其他收益	24.36	31.94	18.59	23.24	24.53	盈利能力					
投资净收益	10.26	16.54	10.99	12.46	12.56	毛利率	35.99%	36.01%	36.20%	38.00%	38.00%
营业利润	102.22	74.02	165.90	243.61	293.61	销售净利率	7.80%	6.20%	7.13%	8.17%	8.35%
营业外收支	21.44	19.09	29.10	24.28	23.48	ROE	6.64%	5.13%	9.50%	11.87%	12.69%
利润总额	123.66	93.11	195.00	267.89	317.09	ROIC	7.05%	7.33%	8.35%	14.05%	11.89%
所得税	9.73	4.97	14.66	21.80	22.88	营运效率					
少数股东损益	12.70	22.38	24.86	36.24	47.84	销售费用/营业收入	7.27%	6.76%	7.00%	7.00%	7.00%
净利润	101.23	65.76	155.49	209.86	246.37	管理费用/营业收入	13.06%	13.25%	14.50%	12.70%	11.00%
						研发费用/营业收入	7.76%	9.10%	4.21%	5.27%	6.59%
资产负债表					(百万)	财务费用/营业收入	2.70%	4.33%	4.48%	5.54%	5.57%
流动资产	2044.98	1674.22	4287.19	3340.65	5501.97	投资收益/营业利润	10.04%	22.35%	6.62%	5.11%	4.28%
货币资金	316.42	309.28	1037.52	1234.65	1444.54	所得税/利润总额	7.87%	5.34%	7.52%	8.14%	7.21%
应收票据及应收账款合计	864.14	639.50	1897.40	1161.73	2435.64	应收账款周转率	1.89	1.89	2.80	2.76	2.70
其他应收款	27.29	23.74	67.10	41.01	85.48	存货周转率	2.78	2.66	2.66	2.66	2.66
存货	355.48	329.61	886.18	519.79	1125.19	流动资产周转率	0.75	0.76	0.85	0.79	0.80
非流动资产	1576.04	2112.75	2939.69	3523.44	4115.82	总资产周转率	0.43	0.38	0.46	0.43	0.43
固定资产	355.21	422.34	718.43	829.99	937.51	偿债能力					
资产总计	3621.02	3786.97	7226.88	6864.09	9617.79	资产负债率	52.61%	54.61%	73.65%	69.72%	75.83%
流动负债	1576.33	1709.51	4977.86	4479.91	7026.29	流动比率	1.30	0.98	0.86	0.75	0.78
短期借款	887.42	966.35	3472.03	3387.28	5112.05	速动比率	0.77	0.62	0.62	0.56	0.58
应付款项	420.84	386.24	911.03	680.08	1177.85	每股指标 (元)					
非流动负债	328.56	358.57	344.45	305.78	267.21	EPS	0.12	0.08	0.19	0.25	0.29
长期借款	197.81	238.62	224.51	185.83	147.26	每股净资产	1.93	1.92	2.10	2.26	2.50
负债合计	1904.89	2068.08	5322.31	4785.69	7293.50	每股经营现金流	-0.19	0.71	-0.87	1.43	-0.68
股东权益	1716.13	1718.89	1899.23	2073.06	2318.96	每股经营现金/EPS	-1.57	9.02	-4.71	5.71	-2.32
股本	837.59	834.93	840.26	840.26	840.26	估值					
留存收益	304.81	310.73	398.79	536.95	717.45	PE	147.83	227.56	96.25	71.31	60.74
少数股东权益	97.74	108.99	133.84	170.08	217.92	PEG	4.95	45.86	4.58	2.44	1.23
负债和权益总计	3621.02	3786.97	7226.88	6864.09	9617.79	PB	9.25	9.30	8.48	7.86	7.12
						EV/EBITDA	71.29	73.84	47.50	33.34	30.12
现金流量表					(百万)	EV/SALES	10.94	11.33	7.05	5.83	5.42
经营活动现金流	14.42	112.80	-731.80	1199.23	-570.56	EV/IC	5.60	5.31	3.17	3.11	2.53
其中营运资本减少	-325.33	415.72	-1068.51	726.11	-1135.30	ROIC/WACC	0.98	1.02	1.16	1.92	1.69
投资活动现金流	-381.58	-171.52	-870.04	-643.86	-666.55	REP	5.73	5.22	2.74	1.62	1.50
其中资本支出	226.28	116.24	428.49	185.42	194.11						
融资活动现金流	272.25	94.13	-175.61	-273.48	-277.77						
净现金总变化	-93.54	30.71	-1777.44	281.88	-1514.88						

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、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邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>