

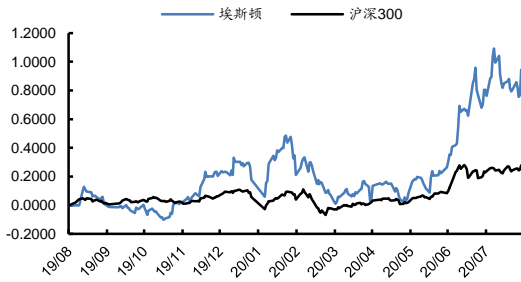
研究所

证券分析师：

范益民 S0350519100001  
fanyim01@ghzq.com.cn

## 并购增厚业绩，看好工业机器人核心技术护城河 ——埃斯顿（002747）中报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
埃斯顿	14.2	86.5	94.4
沪深300	3.5	25.3	27.8

市场数据 2020-08-28

当前价格（元）	17.81
52周价格区间（元）	8.14 - 19.58
总市值（百万）	14965.11
流通市值（百万）	13002.43
总股本（万股）	84026.43
流通股（万股）	73006.36
日均成交额（百万）	149.35
近一月换手（%）	37.74

相关报告

《埃斯顿（002747）跟踪点评：PMI回升至扩张区间，工业机器人弹性有望释放》——  
2019-12-04

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- Cloos 并表，上半年业绩表现亮眼：**公司 2020 年上半年实现营收 11.73 亿元，同比增长 72.1%；实现归母净利润 0.62 亿元，同比增长 8.7%，主要原因是公司第二季度完成了德国 Cloos 公司的并购重组，为公司业绩增长带来积极影响。分业务来看，2020 年上半年机器人和智能制造业务实现收入 8.27 亿元，同比提升 156.3%，占营业收入比重提高至 70.5%，其中 Cloos 业务 3、4 月份受疫情影响部分项目交付延后，5 月恢复正常；自动化核心部件及运动控制系统实现收入 3.50 亿元，同比下降 3.6%，主要系个别行业和地区产品由于疫情不能按时交付影响销售额所致。目前，疫情影响因素已经基本消除，预计下半年核心部件业务及机器人业务业绩都将稳定增长。
- 工业机器人毛利率提升，收购相关费用拖累净利润表现：**报告期内，公司整体毛利率水平 36.8%，与去年同期基本持平。其中工业机器人本体毛利率同比显著提升 4.3pct 至 35.4%，主要由于公司在研发设计、供应链管理、费用管控等降本方面效果显著；核心部件上半年实现毛利率 40.2%，同比减少 1.7pct，主要系受疫情影响的行业和产品毛利率较高所致。公司上半年净利率 5.9%，同比下降 3.6pct，主要由于 1) 并购 Cloos 导致销售/管理费用增加，分别为 0.96/1.66 亿元，占营收比重分别同比提升 1.5/1.4pct；2) 财务费用 0.48 亿元，同比增长 128.6%，主要由于并购导致贷款利息增加；3) 应收款项带来信用减值损失 716 万元。
- 制造业景气向上或拉动工业机器人需求，公司外延布局提升综合实力：**我国 7 月 PMI 指数 51.1%，较上月上升 0.2pct，已经是连续 5 个月位于临界点以上，连续第三个月呈现上升态势，制造业复苏态势正在夯实。7 月工业机器人产量为 2.12 万套，同比提升 19.4%。公司业务覆盖从自动化核心部件及运动控制系统、工业机器人到机器人集成应用的智能制造系统的全产业链，此次并购 Cloos 之后，依托 Cloos 的技术优势和公司全产业链成本竞争优势，公司未来有望抢占全球市场空间更大的薄板中高端焊接机器人工作站市场，开辟新的业务增长点。
- 维持“买入”评级。**考虑到 Cloos 并表，我们上调公司盈利预测，预计公司 2020-2022 年营业收入分别为 26.5 亿元、34.9 亿元、44.9 亿元，归母净利润分别为 1.63 亿元、3.12 亿元、4.59 亿元，对应当前股价，动态 PE 分别为 92、48、33 倍。公司在工业机器人及关键

核心部件领域具有显著的技术优势，看好公司的长期投资价值，维持“买入”评级。

- **风险提示：** 并购整合效果不及预期、工业机器人需求提升不及预期、市场开拓进程不及预期等。

预测指标	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入（百万元）	1421	2647	3492	4490
增长率(%)	16%	86%	32%	29%
归母净利润（百万元）	66	163	312	459
增长率(%)	16%	148%	91%	47%
摊薄每股收益（元）	0.08	0.19	0.37	0.55
ROE(%)	3.83%	8.81%	14.93%	18.90%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：埃斯顿盈利预测表

证券代码:	002747.SZ				股价:	17.81	投资评级:	买入	日期:	2020-08-28
<b>财务指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>每股指标与估值</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>					
ROE	4%	9%	15%	19%	EPS	0.08	0.19	0.37	0.55	
毛利率	36%	37%	37%	38%	BVPS	1.93	2.05	2.31	2.70	
期间费率	25%	31%	29%	28%	<b>估值</b>					
销售净利率	5%	6%	9%	10%	P/E	226.12	91.71	47.95	32.58	
<b>成长能力</b>					P/B	9.24	8.68	7.70	6.61	
收入增长率	16%	86%	32%	29%	P/S	10.46	5.65	4.28	3.33	
利润增长率	16%	148%	91%	47%						
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	
总资产周转率	0.38	0.54	0.68	0.81	<b>营业收入</b>	<b>1421</b>	<b>2647</b>	<b>3492</b>	<b>4490</b>	
应收账款周转率	2.14	2.14	2.14	2.14	营业成本	910	1672	2185	2778	
存货周转率	2.76	2.76	2.76	2.76	营业税金及附加	11	20	27	35	
<b>偿债能力</b>					销售费用	96	177	230	292	
资产负债率	55%	62%	59%	56%	管理费用	188	556	664	831	
流动比	0.98	1.35	1.30	1.34	财务费用	62	74	77	81	
速动比	0.79	1.06	0.96	0.96	其他费用/(-收入)	17	20	18	17	
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>营业利润</b>	<b>74</b>	<b>167</b>	<b>327</b>	<b>490</b>	
现金及现金等价物	309	448	(56)	(446)	营业外净收支	19	34	37	41	
应收款项	663	1235	1630	2095	<b>利润总额</b>	<b>93</b>	<b>201</b>	<b>365</b>	<b>531</b>	
存货净额	330	613	801	1019	所得税费用	5	20	33	53	
其他流动资产	372	621	793	995	<b>净利润</b>	<b>88</b>	<b>181</b>	<b>332</b>	<b>478</b>	
<b>流动资产合计</b>	<b>1674</b>	<b>2834</b>	<b>3084</b>	<b>3579</b>	少数股东损益	22	18	20	19	
固定资产	422	443	443	438	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>66</b>	<b>163</b>	<b>312</b>	<b>459</b>	
在建工程	123	74	44	21	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	
无形资产及其他	395	390	371	351	<b>经营活动现金流</b>	<b>113</b>	<b>(463)</b>	<b>(91)</b>	<b>(35)</b>	
长期股权投资	438	438	438	438	净利润	88	181	332	478	
<b>资产总计</b>	<b>3787</b>	<b>4913</b>	<b>5115</b>	<b>5561</b>	少数股东权益	22	18	20	19	
短期借款	966	966	966	966	折旧摊销	54	48	49	48	
应付款项	386	719	939	1194	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	72	133	176	226	营运资金变动	(52)	(1498)	(1018)	(1191)	
其他流动负债	285	285	285	285	<b>投资活动现金流</b>	<b>(172)</b>	<b>28</b>	<b>30</b>	<b>30</b>	
<b>流动负债合计</b>	<b>1710</b>	<b>2104</b>	<b>2367</b>	<b>2672</b>	资本支出	(46)	28	30	30	
长期借款及应付债券	239	839	539	339	长期投资	(399)	0	0	0	
其他长期负债	120	120	120	120	其他	274	0	0	0	
<b>长期负债合计</b>	<b>359</b>	<b>959</b>	<b>659</b>	<b>459</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>198</b>	<b>551</b>	<b>(394)</b>	<b>(338)</b>	
<b>负债合计</b>	<b>2068</b>	<b>3062</b>	<b>3025</b>	<b>3131</b>	债务融资	120	600	(300)	(200)	
股本	835	840	840	840	权益融资	25	0	0	0	
股东权益	1719	1851	2089	2430	其它	53	(49)	(94)	(138)	
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>3787</b>	<b>4913</b>	<b>5115</b>	<b>5561</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>139</b>	<b>116</b>	<b>(455)</b>	<b>(343)</b>	

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

## 【机械组介绍】

范益民，上海交通大学工学硕士，5年工控自动化产业经历，5年机械行业研究经验，目前主要负责机械行业上市公司研究。

## 【分析师承诺】

范益民，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；  
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；  
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

## 【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。