

投资评级：强烈推荐（维持）
分析师

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

联系人（研究助理）：

张如许 0755-83559732

Email:zhangruxu@cgws.com

从业证书编号:S1070115070101

刘峰 0755-83558957

Email:liufeng@cgws.com

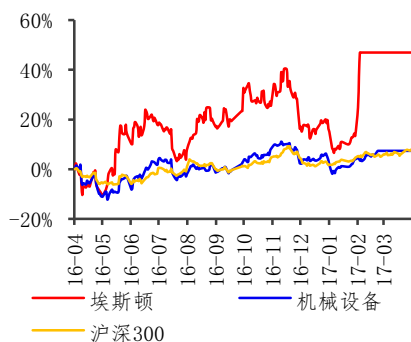
从业证书编号:S1070116080040

市场数据

| | |
|-----------|-------------|
| 目前股价 | 41.34 |
| 总市值（亿元） | 114.01 |
| 流通市值（亿元） | 24.80 |
| 总股本（万股） | 27,579 |
| 流通股本（万股） | 6,000 |
| 12个月最高/最低 | 42.48/24.42 |

盈利预测

| | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 1019 | 1327 | 1597 |
| (+/-%) | 50.2% | 30.3% | 20.4% |
| 净利润 | 104 | 132 | 152 |
| (+/-%) | 51.4% | 27.1% | 15.0% |
| 摊薄 EPS | 0.38 | 0.48 | 0.55 |
| PE | 109.77 | 86.37 | 75.08 |

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

收购 Barrett Technology，强势布局人工智能机器人领域

——埃斯顿（002747）公司动态点评
投资建议

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.38 元、0.48 元、0.55 元，对应 PE 为 109 倍、86 倍、75 倍。公司公告收购美国高科技公司 Barrett Technology 30% 股权，拓展基于核心功能部件的人工智能机器人领域。公司未来计划与 Barrett 在中国境内成立公司，开拓国内市场，我们看好该公司高精尖技术在国内市场的前景。维持“强烈推荐”评级。

投资要点

- 收购高科技公司 Barrett Technology 30% 股权，强势布局高端人工智能机器人领域：** 公司为进一步提高智能制造核心功能部件的竞争力，拓展基于核心功能部件的人工智能机器人领域，拟通过全资子公司 ESTUN TECHNOLOGY NORTH AMERICA INC. 使用 900 万美元对美国 Barrett Technology 公司进行部分股权收购并增资，收购及增资完成后，公司通过直接和间接方式共持有 Barrett Technology 股权比例为 30%。Barrett 是一家由 Bill Townsend 博士在 1990 年设立于麻萨诸塞州的高科技公司，由麻省理工大学（MIT）人工智能试验室衍生发展而来。公司专注于微型伺服驱动器、人机协作智能机器人和医疗康复机器人研究与制造。Barrett 参与了多个美国国防部资助的非军用研发项目，并长期与美国能源总署（DoE），美国航天总署（NASA），以及美国全国卫生基金会（NSF）等单位合作。Barrett 公司的产品已经销售到 6 大洲 20 个国家，并应用在众多高精尖领域，其中包括 MAKO 手术机器人以及美国火星登陆小车等。

未来将设立中国公司，看好高精尖技术产品在国内市场的应用前景：

公司未来计划与 Barrett 共同出资在中国境内成立一家新的合资公司，开拓国内微型伺服系统、人机协作智能机器人以及康复机器人的应用市场。目前 Barrett 的产品主要包括微型伺服驱动器 PUCK 3、WAM 人机协作机器人、Proficio 康复型机器人。三者均属于高精尖的产品，具有非常高的技术含量，并且产品多应用于新兴行业或实现产业升级（如人工智能、康复机器人等领域），具有广阔的潜在市场空间，我们看好 Barrett 的产品和技术在国内的市场应用前景。PUCK 3 是一个拥有超高性能的伺服驱动器，整个驱动器尺寸只有直径 2.5 厘米，重量仅为 2.5 克，并且集成了编码器，可直接安装在伺服电机上。该产品拥有先进的空间矢量变换、超低转矩脉动和高精度的电流感应，可以控制伺服电机扭矩、位置和速度输出。WAM 人机协作机器人可以模仿人类的肢节运

<<业绩符合预期，“双核双轮”打造智能装备领军企业>> 2017-03-20

<<业绩快速增长，利润分配预案提升投融资能力>> 2017-02-12

<<业绩快速增长，利润分配预案提升投融资能力>> 2017-02-12

动，其关节活动范围远超过传统的机械臂。它的灵活敏捷的反向操控能力可实现力控、触觉反馈、混合控制和远程操纵。Proficio 是基于覆盖成人全运动范围具有高保真度的力觉交互康复机器人。该产品拥有丰富的游戏功能，可以引导中风和神经组织受损疾病患者在不同等级的游戏挑战中获得病情的改善，并可以提供个性化康复方案以及全天候跟踪患者的康复进程。Proficio 已经获得美国 FDA 论证。目前 Proficio 机器人正被应用到 MIT 人工智能实验室 MERS 项目，开发具有认知功能的机器人，可以像人类一般思考和行动，如同人类进行协同工作以及推理思考判断自身及环境的变化和灾害情况。

- **风险提示：**经济下行导致智能装备控制系统下游需求萎靡；工业机器人业务增速不及预期；定增项目进展不及预期。

附：盈利预测表

| 利润表 (百万) | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 主要财务指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|-------|-------|-------|-------|--------|-------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 483 | 678 | 1019 | 1327 | 1597 | 成长性 | | | | | |
| 营业成本 | 316 | 464 | 694 | 898 | 1077 | 营业收入增长 | -5.6% | 40.4% | 50.2% | 30.3% | 20.4% |
| 销售费用 | 47 | 56 | 84 | 110 | 132 | 营业成本增长 | -8.8% | 46.9% | 49.6% | 29.4% | 20.0% |
| 管理费用 | 97 | 111 | 167 | 218 | 262 | 营业利润增长 | -45.4% | 136.9% | 95.6% | 48.5% | 22.9% |
| 财务费用 | 2 | 5 | -6 | -10 | -9 | 利润总额增长 | 15.1% | 48.5% | 38.3% | 27.2% | 15.0% |
| 投资净收益 | 0 | 5 | 0 | 0 | 0 | 净利润增长 | 16.4% | 34.0% | 51.4% | 27.1% | 15.0% |
| 营业利润 | 13 | 32 | 62 | 93 | 114 | 盈利能力 | | | | | |
| 营业外收支 | 41 | 48 | 49 | 49 | 49 | 毛利率 | 34.7% | 31.6% | 31.9% | 32.4% | 32.6% |
| 利润总额 | 54 | 80 | 111 | 141 | 162 | 销售净利率 | 10.8% | 11.2% | 10.3% | 10.1% | 9.7% |
| 所得税 | 2 | 4 | 6 | 7 | 8 | ROE | 10.3% | 4.7% | 6.8% | 8.1% | 8.7% |
| 少数股东损益 | 1 | 8 | 2 | 2 | 2 | ROIC | 5.5% | 6.2% | 4.0% | 7.1% | 8.3% |
| 净利润 | 51 | 69 | 104 | 132 | 152 | 营运效率 | | | | | |
| 资产负债表 | | | | | | 销售费用/营业收入 | 9.8% | 8.3% | 8.3% | 8.3% | 8.3% |
| | | | | | (百万) | 管理费用/营业收入 | 20.1% | 16.4% | 16.4% | 16.4% | 16.4% |
| 流动资产 | 390 | 1261 | 1138 | 1425 | 1413 | 财务费用/营业收入 | 0.5% | 0.7% | -0.5% | -0.7% | -0.6% |
| 货币资金 | 15 | 113 | 388 | 400 | 303 | 投资收益/营业利润 | 0.1% | 16.1% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 应收账款 | 245 | 446 | 573 | 754 | 842 | 所得税/利润总额 | 3.7% | 5.0% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| 应收票据 | 66 | 121 | 401 | 452 | 548 | 应收账款周转率 | 2.04 | 1.65 | 1.82 | 1.89 | 1.95 |
| 存货 | 94 | 170 | 177 | 272 | 267 | 存货周转率 | 3.37 | 2.73 | 3.91 | 3.30 | 4.03 |
| 非流动资产 | 325 | 571 | 618 | 654 | 673 | 流动资产周转率 | 0.83 | 0.41 | 0.69 | 0.75 | 0.87 |
| 固定资产 | 169 | 246 | 294 | 331 | 350 | 总资产周转率 | 0.68 | 0.37 | 0.58 | 0.64 | 0.77 |
| 资产总计 | 715 | 1833 | 1756 | 2080 | 2085 | 偿债能力 | | | | | |
| 流动负债 | 172 | 315 | 317 | 523 | 397 | 资产负债率 | 30.0% | 19.8% | 12.6% | 21.0% | 15.2% |
| 短期借款 | 39 | 35 | 143 | 135 | 129 | 流动比率 | 2.26 | 3.96 | 6.44 | 3.64 | 5.20 |
| 应付和预收款项 | 133 | 280 | 174 | 388 | 268 | 速动比率 | 1.51 | 1.75 | 5.43 | 2.95 | 4.21 |
| 非流动负债 | 42 | 48 | -95 | -87 | -81 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS | 0.19 | 0.25 | 0.38 | 0.48 | 0.55 |
| 负债合计 | 215 | 363 | 221 | 436 | 316 | 每股净资产 | 1.81 | 5.33 | 5.57 | 5.96 | 6.42 |
| 股东权益 | 500 | 1470 | 1535 | 1644 | 1769 | 每股经营现金流 | 0.06 | 0.41 | 1.00 | 0.04 | -0.35 |
| 股本 | 121 | 276 | 276 | 276 | 276 | 每股经营现金/EPS | 0.30 | 1.64 | 2.65 | 0.09 | -0.64 |
| 留存收益 | 207 | 227 | 311 | 418 | 541 | 估值 | | | | | |
| 少数股东权益 | 2 | 17 | 19 | 21 | 23 | PE | 222.72 | 166.22 | 109.77 | 86.37 | 75.08 |
| 负债和权益总计 | 715 | 1833 | 1756 | 2080 | 2085 | PEG | 6.00 | 5.48 | 2.13 | 3.19 | 4.99 |
| 现金流量表 | | | | | (百万) | PB | 22.88 | 7.85 | 7.52 | 7.02 | 6.53 |
| 经营活动现金流 | 8 | -63 | 363 | 36 | -87 | PS | 23.60 | 16.81 | 11.19 | 8.59 | 7.14 |
| 其中营运资本减少 | -740 | 728 | -124 | 81 | 113 | EV/EBITDA | 69.32 | 110.79 | 96.50 | 78.50 | 68.60 |
| 投资活动现金流 | -156 | -701 | -38 | -7 | 11 | EV/SALES | 10.39 | 16.67 | 10.80 | 8.28 | 6.95 |
| 其中资本支出 | -109 | -117 | -64 | -54 | -35 | EV/IC | 10.06 | 8.33 | 9.85 | 9.03 | 7.70 |
| 融资活动现金流 | 162 | 880 | -50 | -16 | -21 | ROIC-WACC | 0.05 | 0.06 | 0.04 | 0.07 | 0.08 |
| 净现金总变化 | 15 | 114 | 275 | 12 | -97 | | | | | | |

研究员介绍及承诺

曲小溪: 机械行业分析师, 2014 年加入长城证券

张如许: 机械行业研究员, 2015 年加入长城证券

刘峰: 机械行业研究员, 2016 年加入长城证券

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。

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其机构或个人客户(以下简称客户)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, 任何机构和個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任何其它任何用途。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。

长城证券销售交易部

深圳联系人

李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
吴楠: 0755-83515203, 13480177426, wunan@cgws.com
杨锦明: 0755-83515567, 13822272352, yangjm@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
张羲子: 010-88366060-8013, 18511539880, zhangxizi@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 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>