

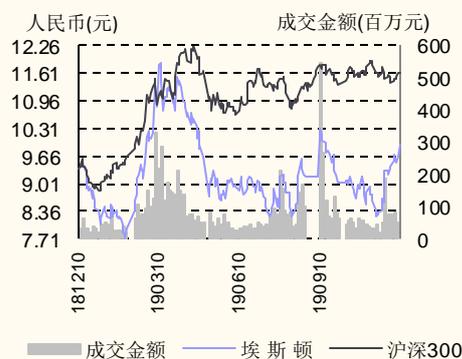
## 埃斯顿 (002747.SZ) 增持 (维持评级)

## 公司点评

市场价格 (人民币): 9.93 元

## 市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	8.35
已上市流通 A 股(亿股)	7.28
总市值(亿元)	82.91
年内股价最高最低(元)	9.93/8.23
沪深 300 指数	3895
中小板综	9180



## 相关报告

- 1.《市场低迷拖累业绩下滑, 并购协同可期-埃斯顿三季报点评》, 2019.10.31
- 2.《收入下滑但结构优化, 本体、运控方案仍有较大增长-埃斯顿中报点...》, 2019.8.27
- 3.《并购全球领先焊接机器人 CLOOS, 进一步打开成长空间、加速国...》, 2019.8.25
- 4.《效仿日本发那科, 能否扛起中国机器人产业大旗? -埃斯顿公司深度》, 2019.7.5

王华君 分析师 SAC 执业编号: S1130519030002  
wanghuajun@gjzq.com.cn

孟鹏飞 分析师 SAC 执业编号: S1130517090006  
(8621)61357479  
mengpf@gjzq.com.cn

韦俊龙 分析师 SAC 执业编号: S1130519050002  
(8621)60893126  
weijunlong@gjzq.com.cn

## 核心骨干持股, 护航并购整合、彰显发展信心

## 公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.111	0.121	0.118	0.169	0.252
每股净资产(元)	1.84	1.93	1.95	2.07	2.27
每股经营性现金流(元)	-0.03	0.02	0.15	0.16	0.10
市盈率(倍)	99.91	70.41	83.97	58.66	39.34
净利润增长率(%)	35.67%	8.79%	-2.47%	43.15%	49.12%
净资产收益率(%)	6.05%	6.26%	6.03%	8.16%	11.11%
总股本(百万股)	836.09	837.59	834.93	834.93	834.93

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 2019年11月15日公告第三期股权激励预案, 12月10日公告第三期股权激励草案, 拟向公司中层管理人员、核心技术(业务)骨干 216 人授予权益总计不超过 800 万份/万股, 约占公告日公司股本总额的 0.96%, 其中股票期权 219.2 万份, 行权价格 6.58 元(前 20 交易日均价 75%); 限制性股票 580.73 万股, 授予价格 4.39 元(前 20 交易日均价 50%)。

## 点评

- 第三次推出股权激励方案, 激发人才积极性, 为并购后的整合提供保障。公司通过自主研发和系列外延并购掌握了工业机器人关键零部件(伺服+控制器)和本体的核心技术, 并沉淀了以王杰高博士、钱巍博士为首的大批顶尖技术人才, 成长为国内机器人本体龙头。这是公司上市以来第三次推出股权激励(前两次分别为 2015 年和 2017 年), 彰显了公司对人才和技术的极度重视, 也为公司系列并购后的整合提供较大保障。
- 考核要求 2020-2022 年收入相比 2018 年增长不低于 20%/50%/100%, 彰显长期发展信心。激励计划考核年度为 2020-2022 年, 按照收入增长不低于 20%/50%/100% (相比 2018 年收入 14.6 亿元), 限制性股票依次解禁 20%/40%/40%、期权依次行权 20%/40%/40%。若激励计划 2020 年 1 月执行, 限制性股票激励 2020-2022 年带来费用摊销 415.59/266.49/109.93 万元, 期权激励 2020-2022 年带来费用摊销 695.47/444.26/160.25 万元。
- 产业拐点在即, 公司作为国内龙头市占率有望持续提升。从产业来看, 根据我们建立的机器人上-中-下游先行指标分析, 产业数据出现系统性改善, 叠加 11 月 PMI 数据改善超预期, 产业拐点最快有望在 2020Q1 到来, 公司作为国内龙头, 充分享受新一轮景气周期, 市占率有望持续提升; 从公司在手订单来看, 2019Q3 订单环比改善, 2019Q4 业绩有望开始回暖。
- 16 倍 PE 收购全球顶级焊接机器人 CLOOS, 协同效应可期。公司以 1.96 亿欧元、16 倍 PE 全资收购全球领先的焊接机器人 Cloos, 对公司技术、品牌、渠道均有增益。2020 年交割完成后将增厚利润 5000 万元, 同事协同 Cloos 开辟中高端焊接机器人工作站等业务, 并推动公司机器人产品国际化销售。

## 盈利调整及投资建议

- 暂不考虑并购并表和股权激励费用摊销。预计公司 2019-2021 年营收分别为 14.5/18.0/24.5 亿元, 归母净利分别为 1.0/1.4/2.1 亿元; EPS 分别为 0.12/0.17/0.25 元, 对应 PE 为 84/59/39 倍, 维持“增持”评级。

## 风险提示

- 市场回暖不及预期、并购落地风险、技术整合及研发风险、应收账款及存货风险、商誉减值风险

■ 附录一：库卡、冠致、CLOOS 收购案例对比

图表 1：库卡、冠致、CLOOS 收购案例对比

收购方	收购方简介	收入规模 (亿元)	收购 标的	标的简介	收购 估值	收购 PE	业务协同
美的集团	全球领先的消费电器、暖通空调、智能供应链科技集团	2618.2	德国库卡	由焊接设备起家，在汽车领域的系统集成做到极具优势，向上游延伸本体和零部件，下游的系统集成也通过在汽车经验延伸到其他领域	309 亿元	48	1、库卡机器人应用到美的的消费电器产品生产自动化改造；2、库卡子公司 Swisslog 与美的的安得物流的协同
科大智能	工业智能化解决方案供应商，专注于工业机器人、智能物流、电力新能源领域	35.9	冠致自动化	专注于智能焊装生产线，是少数打破国外垄断一线主流车企侧围焊生产线细分领域的企业之一，上海大众认定 A 级供应商。	8 亿元	24	扩大业务工业自动化业务板块
埃斯顿	国内工业机器人技术龙头，核心产品运控解决方案及工业机器人本体	14.6	德国 CLOOS	Cloos 是世界领先的焊接机器人企业，产品行销全球四十多个国家，电弧焊技术优势极强，在高铁和煤机的焊接领域应用广泛	15.5 亿元	16	1、协同扩展薄板中高端焊接机器人工作站市场，进军机器人激光焊接，激光 3D 打印；2、基于 Cloos 的核心技术、客户资源、全球销售服务网络，推动埃斯顿机器人产品国际化进程。

来源：wind，国金证券研究所

■ 附录二：公司近年来核心收购及整合进展

图表 2：公司近年来核心收购及整合进展

收购时间	收购企业	收购估值	收购 PE	核心技术/业务	整合/协同
2016.2	意大利 Euclid Labs SRL	700 万欧元	-	机器视觉	研发了新一代机器人三维视觉技术，引入深度学习算法，机器人视觉识别时间大幅缩短、准确率提高
2016.6	上海普莱克斯	7600 万元	10	压铸机自动化设备	——
2017.2	英国 TRIO	1550 万英镑	20	运动控制器及运动控制卡、机器人控制器	已成功研发并推广基于 TRIO Motion Perfect 软件平台的智能控制单元解决方案并取得多个行业关键订单
2017.4	美国 BARRETT	3000 万美元	-	微型伺服驱动器/协作机器人/康复机器人	公司已开展人工智能方向的研究，未来将应用于工业机器人；同时公司计划逐步进入康复医疗机器人行业
2017.9	德国 M.A.i	1773 万欧元	19	机器人自动化集成，汽车、3C 电子等	2018 年 1 月，公司与 M.A.i 在南京成立的艾玛意系统集成公司正式营业，目前订单情况较好
2017.11	扬州曙光	4.8 亿元	20	武器装备用交流伺服系统、运动控制系统及智能自动化装备	公司与扬州曙光伺服及运控互相整合，在高端军用装备自动化应用领域业务进展良好
2019.8	德国 CLOOS	1.96 亿欧元	16	电弧焊等焊接机器人，在高铁和煤机的焊接领域应用广泛	1、协同扩展薄板中高端焊接机器人工作站市场，进军机器人激光焊接，激光 3D 打印；2、基于 Cloos 的核心技术、客户资源、全球销售服务网络，推动埃斯顿机器人产品国际化进程。

来源：公司公告，公开资料整理，国金证券研究所

## ■ 附录三：机器人重点公司及对标海外巨头盈利预测及估值

图表 3：国金机器人重点公司及对标海外巨头盈利预测及估值

子行业	代码	公司	市值 (亿元)	股价	18EPS	19EPS (E)	20EPS (E)	21EPS (E)	18PE	19PE	20PE	21PE	PB
零部件	002747.SZ	*埃斯顿	81	9.67	0.12	0.12	0.17	0.25	81	81	57	39	5.16
	688003.SH	天准科技	48	24.55	0.66	0.72	1.00	1.33	37	34	24	18	3.03
	002896.SZ	中大力德	16	20.48	0.91	1.13	1.40	1.73	23	18	15	12	2.67
本体	002747.SZ	*埃斯顿	81	9.67	0.12	0.12	0.17	0.25	81	81	57	39	5.16
	300024.SZ	机器人	214	13.74	0.29	0.29	0.34	0.41	48	47	40	33	3.34
	603203.SH	*快克股份	37	23.28	1.01	1.16	1.54	1.99	23	20	15	12	3.94
系统集成	603960.SH	*克来机电	55	31.56	0.48	0.60	0.84	1.17	66	53	38	27	10.17
	002957.SZ	科瑞技术	133	32.45	0.80	0.76	1.05	1.43	41	42	31	23	5.83
	300607.SZ	拓斯达	61	41.11	1.32	1.39	1.83	2.36	31	29	22	17	3.74
	002698.SZ	*博实股份	102	9.96	0.27	0.31	0.44	0.58	37	32	23	17	4.59
	688022.SH	*瀚川智能	43	39.75	0.87	0.96	1.31	1.65	46	41	30	24	5.12
本体（海外）	6954.T	发那科	2786	21090	795.34	475.05	612.17	695.01	27	44	34	30	2.52
	6506.T	安川电机	689	3990	155.86	114.03	147.12	169.81	26	35	27	24	3.60
	ABB.N.SW	ABB	-	18.17	1.33	0.99	1.25	1.39	17	19	15	13	2.94
自动化（海外）	6645.T	欧姆龙	871	6520	260.78	267.61	256.61	289.9	25	24	25	22	1.93
	6861.T	基恩士	6087	38660	1864.91	1850	2090	2390	21	21	19	16	4.12
	SIE.F	西门子	-	87.54	6.86	6.79	7.52	8.57	13	13	12	10	1.52

来源：wind, Bloomberg, 国金证券研究所（带\*为国金机械军工团队覆盖标的，其余公司均采用 wind/ Bloomberg 一致预期，股价为 2019 年 12 月 06 日收盘价；另外海外巨头市值单位为亿元人民币，股价及 EPS 为公司所属国家货币单位，PB 为 2019 年预测值）

**附录：三张报表预测摘要**

**损益表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>主营业务收入</b>	<b>678</b>	<b>1,077</b>	<b>1,461</b>	<b>1,450</b>	<b>1,800</b>	<b>2,450</b>
增长率		58.7%	35.7%	-0.8%	24.1%	36.1%
主营业务成本	-464	-717	-935	-918	-1,139	-1,547
%销售收入	68.4%	66.6%	64.0%	63.3%	63.3%	63.1%
毛利	215	360	526	532	662	904
%销售收入	31.6%	33.4%	36.0%	36.7%	36.8%	36.9%
营业税金及附加	-6	-9	-10	-12	-14	-20
%销售收入	0.9%	0.8%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-56	-76	-106	-109	-130	-172
%销售收入	8.3%	7.1%	7.3%	7.5%	7.2%	7.0%
管理费用	-111	-205	-304	-319	-378	-490
%销售收入	16.4%	19.0%	20.8%	22.0%	21.0%	20.0%
息税前利润 (EBIT)	41	70	105	93	140	222
%销售收入	6.1%	6.5%	7.2%	6.4%	7.8%	9.1%
财务费用	-5	-15	-39	-42	-46	-55
%销售收入	0.7%	1.4%	2.7%	2.9%	2.6%	2.2%
资产减值损失	-10	3	-11	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	5	12	10	15	20	30
%税前利润	6.4%	10.4%	8.3%	11.9%	11.2%	11.2%
营业利润	32	88	102	106	158	248
营业利润率	4.7%	8.2%	7.0%	7.3%	8.8%	10.1%
营业外收支	48	27	21	20	20	20
税前利润	80	115	124	126	178	268
利润率	11.8%	10.7%	8.5%	8.7%	9.9%	10.9%
所得税	-4	-14	-10	-11	-17	-27
所得税率	5.0%	11.8%	7.9%	9.0%	9.5%	10.0%
净利润	76	102	114	115	161	241
少数股东损益	8	9	13	16	20	30
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>69</b>	<b>93</b>	<b>101</b>	<b>99</b>	<b>141</b>	<b>211</b>
净利率	10.1%	8.6%	6.9%	6.8%	7.9%	8.6%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	76	102	114	115	161	241
少数股东损益	8	9	13	16	20	30
非现金支出	28	26	54	54	60	67
非经营收益	-2	-1	10	2	7	9
营运资金变动	-168	-149	-163	-49	-92	-232
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-65</b>	<b>-22</b>	<b>14</b>	<b>122</b>	<b>136</b>	<b>84</b>
资本开支	-115	-235	-219	-88	-113	-103
投资	-603	-195	-174	38	-100	-100
其他	17	72	11	15	20	30
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-701</b>	<b>-358</b>	<b>-382</b>	<b>-35</b>	<b>-193</b>	<b>-173</b>
股权募资	941	71	7	-21	15	15
债权募资	-4	607	435	121	205	342
其他	-58	-87	-169	-109	-116	-128
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>879</b>	<b>592</b>	<b>274</b>	<b>-9</b>	<b>104</b>	<b>229</b>
<b>现金净流量</b>	<b>112</b>	<b>212</b>	<b>-94</b>	<b>78</b>	<b>47</b>	<b>140</b>

来源：公司年报、国金证券研究所

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	147	370	316	394	441	581
应收款项	419	702	891	935	1,136	1,513
存货	170	317	355	377	421	572
其他流动资产	559	462	482	453	559	671
流动资产	1,295	1,852	2,045	2,159	2,557	3,337
%总资产	68.9%	57.3%	56.5%	56.8%	59.7%	65.1%
长期投资	75	149	148	148	148	148
固定资产	246	368	499	520	562	590
%总资产	13.1%	11.4%	13.8%	13.7%	13.1%	11.5%
无形资产	211	817	868	914	955	995
非流动资产	586	1,378	1,576	1,643	1,726	1,792
%总资产	31.1%	42.7%	43.5%	43.2%	40.3%	34.9%
<b>资产总计</b>	<b>1,881</b>	<b>3,229</b>	<b>3,621</b>	<b>3,802</b>	<b>4,283</b>	<b>5,130</b>
短期借款	35	434	912	1,026	1,235	1,581
应付款项	280	694	608	638	779	1,056
其他流动负债	23	49	57	53	70	101
流动负债	338	1,177	1,576	1,716	2,084	2,738
长期贷款	0	240	198	198	198	198
其他长期负债	73	183	131	137	135	132
<b>负债</b>	<b>411</b>	<b>1,600</b>	<b>1,905</b>	<b>2,052</b>	<b>2,417</b>	<b>3,068</b>
普通股股东权益	1,453	1,537	1,618	1,636	1,732	1,898
少数股东权益	17	92	98	114	134	164
<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,881</b>	<b>3,229</b>	<b>3,621</b>	<b>3,802</b>	<b>4,283</b>	<b>5,130</b>

**比率分析**

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.249	0.111	0.121	0.118	0.169	0.252
每股净资产	5.268	1.839	1.932	1.954	2.068	2.266
每股经营现金净流	-0.237	-0.027	0.017	0.145	0.162	0.101
每股股利	0.200	0.072	0.072	0.072	0.072	0.072
<b>回报率</b>						
净资产收益率	4.72%	6.05%	6.26%	6.03%	8.16%	11.11%
总资产收益率	3.65%	2.88%	2.80%	2.60%	3.30%	4.11%
投入资本收益率	2.60%	2.68%	3.42%	2.83%	3.82%	5.20%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	40.40%	58.69%	35.72%	-0.75%	24.14%	36.11%
EBIT增长率	105.71%	70.57%	49.54%	-11.79%	50.57%	59.43%
净利润增长率	33.99%	35.67%	8.79%	-2.47%	43.15%	49.12%
总资产增长率	153.04%	71.69%	12.13%	4.99%	12.66%	19.77%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	123.4	121.5	127.7	160.0	155.0	150.0
存货周转天数	103.6	124.0	131.3	150.0	135.0	135.0
应付账款周转天数	100.1	107.1	93.3	90.0	90.0	90.0
固定资产周转天数	97.5	83.8	88.7	89.5	76.6	57.4
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-7.65%	18.68%	46.20%	47.41%	53.16%	58.10%
EBIT利息保障倍数	8.6	4.7	2.7	2.2	3.0	4.1
资产负债率	21.86%	49.56%	52.61%	53.97%	56.43%	59.81%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	4	10	12	30
增持	1	1	7	8	15
中性	0	0	1	1	3
减持	0	0	0	0	0
评分	1.25	1.20	1.50	1.48	1.44

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-07-05	买入	8.84	11.45~13.74
2	2019-08-25	买入	9.16	11.45~11.45
3	2019-08-27	增持	9.16	N/A
4	2019-10-31	增持	8.76	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH