

## 国家级战投入股+行业景气，厚积薄发迈向新征程

买入|维持

### ——埃斯顿跟踪点评报告

#### 事件：

公司公布定增预案，拟以 11.62 元/股向中国通用技术（集团）控股有限责任公司、国家制造业转型升级基金股份有限公司和湖北小米长江产业基金合伙企业（有限合伙）发行公司股份 8605.85 万股、募资约 10 亿元。

#### 报告要点：

##### ● 战投背景雄厚，有望公司带来技术+市场+品牌等战略性资源

此次参与公司定增的三名战投背景雄厚，其中通用技术集团系中央直接管理的国有重要骨干企业、着力发展先进制造、医药医疗健康、贸易与工程承包三个核心主业。国家制造业转型升级基金是集成电路基金后的又一只国家队大基金，主要投向基础制造和新型制造、新材料、新信息技术等领域。小米长江产业基金，是由小米集团打造的助力中国先进制造业而成立的产业投资平台，主要投向智能制造、工业机器人、先进装备和半导体等领域。公司与上述三名战投合作意义重大，一方面代表国家级基金对公司技术、产品、竞争力的认可，另一方面战投拥有产业资源众多，有望给公司带来领先的国内国外核心技术、市场、渠道、品牌等资源，助力公司向全球机器人产业第一阵营的愿景迈进。

##### ● 工业机器人行业复苏强劲，1-6 月行业产量累计同比增长 10%

随着汽车工业投资触底、3C 投资持续增长以及以光伏、半导体、锂电为代表等新兴应用领域的旺盛投资，我国工业机器人行业从 19 年四季度起逐渐复苏，20 年一季度行业虽受疫情有所影响，但二季度开始仍延续复苏趋势，上半年工业机器人产量同比增长 10%，复苏强劲。且疫情期间，自动化程度较高的企业在复工复产进度明显快于劳动力密集型企业。我们判断在疫情得到控制后，企业增加购置自动化设备来替代人工需求更为强烈。

##### ● 自主研发+外延并举，定增后持续夯实国际化核心竞争力

公司全产业链模式是以大力度技术投入为支撑、以 All made by Estun 为基础。2020 年公司成功并入德国百年机器人企业 Cloos，Cloos 是全球机器人焊接细分领域的领军企业，将给公司带来的新的发展机遇和新的业务增长点，另公司定增后资金充裕，更加稳固了公司国产机器人领头羊的地位。

##### ● 投资建议与盈利预测

暂不考虑 Cloos 并表，预计公司 20-22 年归母净利润 1.1/1.6/2.2 亿元，EPS 为 0.13/0.19/0.26 元，对应 PE 分别为 126/86/65X，维持“买入”评级。

#### 风险提示

市场竞争加剧；下游需求不及预期；公司并购产生的协同整合效果不明显。

#### 附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1461	1421	1776	2265	2664
收入同比 (%)	36	-3	25	28	18
归母净利润(百万元)	101	66	110	162	215
归母净利润同比 (%)	9	-35	68	47	33
ROE (%)	6.3	4.1	6.2	8.3	9.9
每股收益 (元)	0.12	0.08	0.13	0.19	0.26
市盈率(P/E)	137.11	211.07	125.81	85.80	64.68

资料来源：Wind, 国元证券研究中心（暂不考虑 Cloos 并表）

当前价/目标价：16.51 元/17.8 元

目标期限：6 个月

#### 基本数据

52 周最高/最低价 (元)：17.95 / 8.22

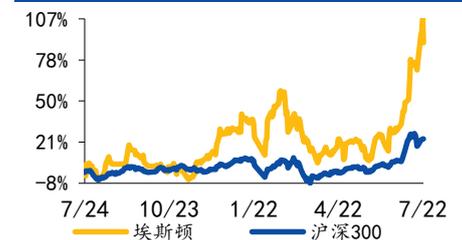
A 股流通股 (百万股)：730.70

A 股总股本 (百万股)：840.39

流通市值 (百万元)：12063.90

总市值 (百万元)：13874.79

#### 过去一年股价走势



资料来源：Wind

#### 相关研究报告

《国元证券\*公司研究\*埃斯顿 2019 年年报及 2020 年一季报点评：经营现金流创新高，经营能力持续提升》  
2020.04.28

#### 报告作者

分析师 满在朋

执业证书编号 S0020519070001

电话 021-51097188-1851

邮箱 manzaipeng@gyzq.com.cn

**财务预测表**

资产负债表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>流动资产</b>	2045	1674	2593	3201	3623	
现金	316	309	386	492	579	
应收账款	594	596	738	944	1109	
其他应收款	27	24	32	41	47	
预付账款	17	17	24	24	24	
存货	355	330	416	527	621	
其他流动资产	735	399	997	1173	1242	
<b>非流动资产</b>	1576	2113	2105	2195	2215	
长期投资	39	438	441	441	441	
固定资产	355	422	537	622	628	
无形资产	359	395	414	432	450	
其他非流动资产	823	857	713	700	695	
<b>资产总计</b>	3621	3787	4697	5395	5838	
<b>流动负债</b>	1576	1710	2391	2873	3024	
短期借款	887	966	1572	1849	1874	
应付账款	226	240	290	372	437	
其他流动负债	463	503	530	652	713	
<b>非流动负债</b>	329	359	372	365	361	
长期借款	198	239	239	239	239	
其他非流动负债	131	120	133	127	123	
<b>负债合计</b>	1905	2068	2762	3238	3386	
少数股东权益	98	109	148	205	281	
股本	838	835	841	841	841	
资本公积	522	512	512	512	512	
留存收益	305	311	421	583	797	
归属母公司股东权益	1618	1610	1787	1952	2171	
<b>负债和股东权益</b>	3621	3787	4697	5395	5838	

现金流量表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>经营活动现金流</b>	14	113	-226	53	226	
净利润	114	88	149	219	290	
折旧摊销	43	60	65	77	86	
财务费用	39	62	74	93	98	
投资损失	-10	-17	-14	-15	-15	
营运资金变动	-163	-68	-619	-304	-213	
其他经营现金流	-9	-12	120	-17	-21	
<b>投资活动现金流</b>	-382	-172	-296	-135	-71	
资本支出	226	116	118	112	44	
长期投资	94	45	3	0	0	
其他投资现金流	-61	-11	-175	-22	-27	
<b>筹资活动现金流</b>	272	94	598	188	-68	
短期借款	453	79	605	277	26	
长期借款	-42	41	0	0	0	
普通股增加	2	-3	6	0	0	
资本公积增加	14	-10	0	0	0	
其他筹资现金流	-154	-13	-13	-89	-94	
<b>现金净增加额</b>	-94	31	77	107	87	

利润表		单位:百万元				
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>营业收入</b>	1461	1421	1776	2265	2664	
营业成本	935	910	1130	1438	1694	
营业税金及附加	10	11	12	14	15	
营业费用	106	96	85	90	90	
管理费用	191	188	213	261	293	
研发费用	113	129	160	193	213	
财务费用	39	62	74	93	98	
资产减值损失	-11	0	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	
投资净收益	10	17	14	15	15	
<b>营业利润</b>	102	74	142	218	296	
营业外收入	22	20	21	20	20	
营业外支出	1	1	1	1	1	
<b>利润总额</b>	124	93	162	238	316	
所得税	10	5	13	19	25	
<b>净利润</b>	114	88	149	219	290	
少数股东损益	13	22	39	57	76	
<b>归属母公司净利润</b>	101	66	110	162	215	
EBITDA	185	196	281	388	480	
EPS (元)	0.12	0.08	0.13	0.19	0.26	

主要财务比率						
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
<b>成长能力</b>						
营业收入(%)	35.7	-2.7	24.9	27.6	17.6	
营业利润(%)	16.0	-27.6	92.4	53.3	35.5	
归属母公司净利润(%)	8.8	-35.0	67.8	46.6	32.6	
<b>获利能力</b>						
毛利率(%)	36.0	36.0	36.4	36.5	36.4	
净利率(%)	6.9	4.6	6.2	7.1	8.1	
ROE(%)	6.3	4.1	6.2	8.3	9.9	
ROIC(%)	5.4	6.1	7.1	9.0	10.8	
<b>偿债能力</b>						
资产负债率(%)	52.6	54.6	58.8	60.0	58.0	
净负债比率(%)	58.2	63.6	69.5	67.9	65.6	
流动比率	1.30	0.98	1.08	1.11	1.20	
速动比率	1.07	0.79	0.91	0.93	0.99	
<b>营运能力</b>						
总资产周转率	0.43	0.38	0.42	0.45	0.47	
应收账款周转率	3	2	3	3	2	
应付账款周转率	3.91	3.91	4.27	4.34	4.19	
<b>每股指标(元)</b>						
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.08	0.13	0.19	0.26	
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.13	-0.27	0.06	0.27	
每股净资产(最新摊薄)	1.93	1.91	2.13	2.32	2.58	
<b>估值比率</b>						
P/E	137.11	211.07	125.81	85.80	64.68	
P/B	8.58	8.62	7.77	7.11	6.39	
EV/EBITDA	78	74	51	37	30	

## 投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

### 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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告或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

### 免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

## 国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188