

下游需求迎拐点，外延并购加速国际化

买入|维持

——埃斯顿跟踪报告

报告要点：

● 收购焊接机器人百年老店 Cloos，国际化再下一城

公司与控股股东联合收购全球一体化焊接解决方案领导企业 Cloos，并计划通过向控股股东增发的方式实现对 Cloos 控股。Cloos 是全球最早拥有完全自主焊接机器人技术和产品的公司之一。本次收购将使公司占领机器人产业细分高点，为公司巩固机器人国产品牌市场地位奠定坚实基础；也有利于公司增加客户资源、拓宽销售渠道、提升国际知名度，是实现公司国际化战略布局的重要一步。Cloos 公司 2018 财年营业收入和净利润分别为 1.44 亿欧元、1240 万欧元，收购完成后将显著增厚公司收入和利润规模。

● 推出第三期股权激励计划，绑定中层管理人员和核心技术骨干

本次激励计划包括股票期权和限制性股票，拟向激励对象授予权益总计不超过 800 万份/万股，约占总股本的 0.96%。业绩考核指标为，以 2018 年营业收入为基数，2020、2021、2022 年收入增长率分别不低于 20%、50%、100%。公司自上市以来连续推出三期股权激励计划，有利于调动中层管理人员和核心技术骨干的积极性，利于公司长期发展。

● 汽车工业投资触底，3C 投资持续增长，带动工业机器人需求企稳回升

汽车和电子电器是工业机器人最大的下游应用。我们认为，汽车工业投资增速有望在明年触底回升，而 5G 等新技术带动 3C 投资持续增长，预计明年开始工业机器人行业将重回成长轨道。今年 10 月工业机器人产量同比增速转正，也显示了行业拐点的到来。

● 工业机器人国产化趋势渐显，核心零部件市场潜力巨大

2018 年全球工业机器人销量 42.2 万台，进入平稳阶段；中国市场占比约 36.5%，为全球第一大市场。国内市场，2018 年自主品牌销量占比 27.9%，占比仍然较低，但是近几年呈现提升趋势。智能装备领域政策利好频出，老龄化加重与劳动力成本上升刺激行业需求；在数控系统、伺服系统等领域，国产份额提升空间巨大。

● 盈利预测与投资建议

暂不考虑本次收购的影响，我们预计，公司 2019~2021 年分别实现营业收入 15.71、20.06、25.17 亿元，实现归母净利润 1.13、1.52、1.92 亿元。如果上市公司完成对 Cloos 的收购，预计 2020 年备考营业收入将达到 30 亿左右，产业地位进一步提升，而市销率几乎达到近几年最低水平。考虑到工业机器人广阔的应用场景及公司的国际化布局，维持“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧；工业机器人下游需求不及预期；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	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	1077	1461	1571	2006	2517
收入同比 (%)	59	36	8	28	25
归母净利润(百万元)	93	101	113	152	192
归母净利润同比 (%)	36	9	12	34	26
ROE (%)	6.1	6.3	6.6	8.4	9.9
每股收益 (元)	0.11	0.12	0.14	0.18	0.23
市盈率(P/E)	82.55	75.88	67.69	50.39	40.11

资料来源：Wind, 国元证券研究中心

当前价/目标价：9.20 元/11.97 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价 (元)：11.93 / 7.77

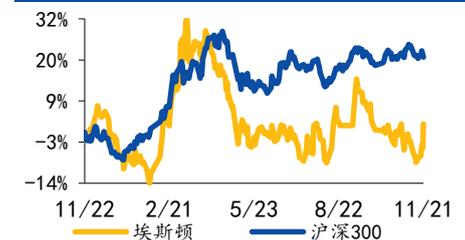
A 股流通股 (百万股)：727.73

A 股总股本 (百万股)：834.93

流通市值 (百万元)：6695.13

总市值 (百万元)：7681.37

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《短期业绩承压，静待下游自动化复苏》2019.10.31

《产业链布局完善，国产机器人龙头蓄势待发》
2019.08.22

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

目 录

1. 收购焊接机器人百年老店 Cloos，国际化再下一城	4
1.1 收购方案	4
1.2 Cloos 基本情况	5
1.3 Cloos 核心竞争力	7
1.4 并购后有利于技术和渠道协同	8
2. 推出第三期股权激励计划，绑定中层管理人员和核心技术骨干	9
3. 汽车工业投资触底、3C 投资持续增长，带动工业机器人需求企稳回升	11
3.1 中国机器人需求有望触底回升	11
3.2 汽车工业投资增速有望触底回升	12
3.2 3C 行业投资持续增长	12
4. 工业机器人国产化趋势渐显，核心零部件市场潜力巨大	13
4.1 全球工业机器人需求现状	13
4.2 自主品牌机器人在中国的市场份额保持稳定增长水平	14
5. 盈利预测与投资建议	15
6. 风险提示	15

图表目录

图 1: Cloos 交易完成后的股权结构	4
图 2: 收购方案进展	5
图 3: 智能机器人焊接和切割系统	7
图 4: Cloos 全球化布局	7
图 5: 收购后的协同效应	8
图 6: 10 月工业机器人产量增速	11
图 7: 2018 年工业机器人的主要下游应用分布	11
图 8: 2018 年埃斯顿主要下游行业估计	11
图 9: 汽车工业固定资产投资、汽车行业利润与工业机器人销量增速	12
图 10: 汽车销量增速下滑趋势放缓	12
图 11: 计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资累计同比增速	12
图 13: 2018 年全球工业机器人分行业销量及其增速	14
图 14: 2018 年全球工业机器人销量分布	14
图 15: 近三年全球主要国家工业机器人历年销量及增速	14
图 16: 2018 年全球主要国家工业机器人密度及增速	14
图 17: 2017-2018 年国内汽车及电子行业机器人格局	15
图 18: 埃斯顿历年工业机器人出货量及市场占有率	15

表 1: Cloos 主要产品	6
表 2: Cloos 财务数据	6
表 3: 行权安排表	9
表 4: 解除限售的年度绩效考核目标	10
表 5: 依据个人绩效考核结果的解除限售比例	10

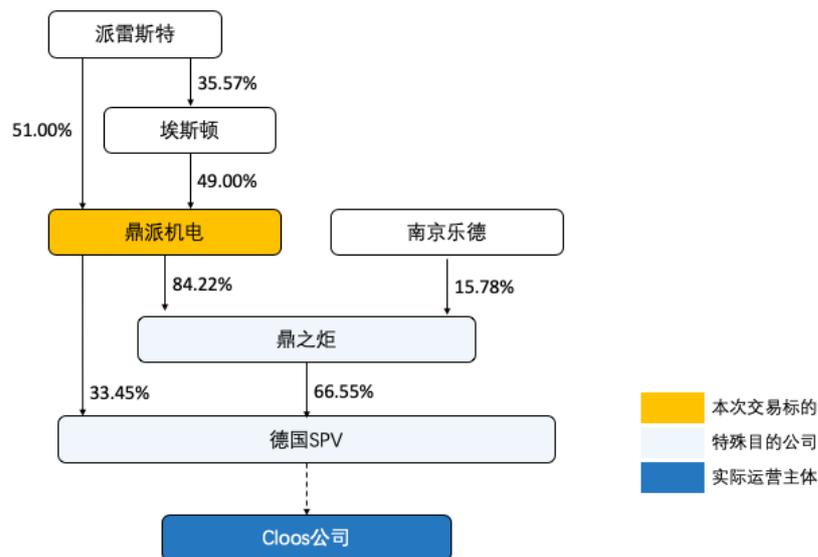
1. 收购焊接机器人百年老店 Cloos，国际化再下一城

1.1 收购方案

2019年8月22日，公司控股股东派雷斯特、德国SPV与Cloos Holding签署《收购协议》，以现金方式出资1.9607亿欧元收购Cloos公司之100%股权及附加资产，并承担锁箱机制下所需支付的利息以及相关中介费用。

Cloos交易完成后，Cloos公司股权结构如下：

图 1: Cloos 交易完成后的股权结构



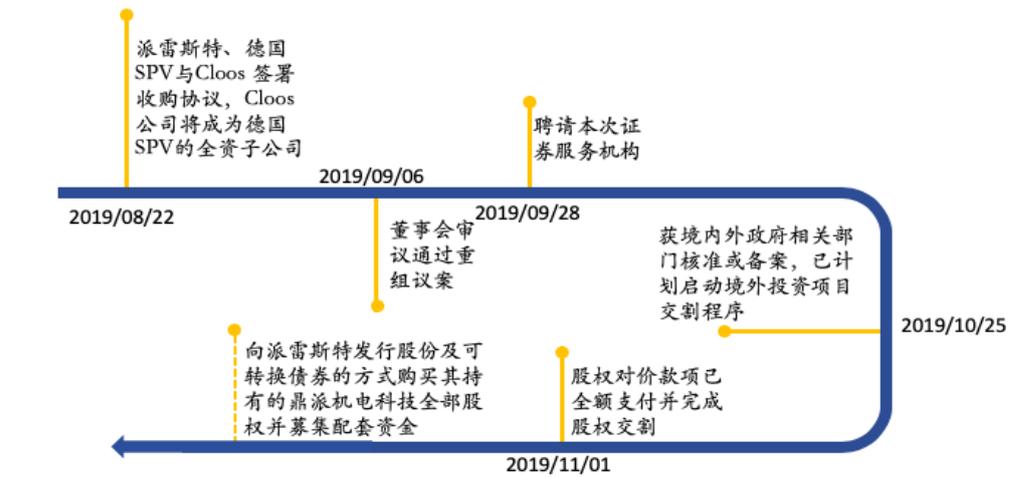
资料来源：公司公告，国元证券研究中心

Cloos公司100%股份的购买价为19,452万欧元。锁箱机制下的利息自2018年11月1日（包括2018年11月1日）起至交割日期（包括交割日期当天）按天产生利息。

目前，德国SPV收购Cloos公司已完成交割。同时，公司拟以向大股东发行股份及可转债的方式收购鼎派机电51%股权。本次交易标的资产鼎派机电51%股权的交易作价将依据派雷斯特收购Cloos公司的成本作价，成本包括但不限于：Cloos交易支付的现金对价（1.9607亿欧元）及资金成本，Cloos交易过程中实际发生的中介机构费用，财务、税务及法律尽调费用等相关费用，以及锁箱机制下所需支付的利息。

Cloos公司自1981年起自主研发焊接机器人，是世界上最早拥有完全自主焊接机器人技术和产品的公司之一，是机器人焊接领域技术领先的著名企业，本次收购将使公司占领机器人产业细分高点，为公司巩固机器人国产品牌市场地位奠定坚实基础；此外，Cloos公司搭建了遍布全球的销售网络，收购Cloos公司有利于上市公司增加客户资源、拓宽销售渠道、提升国际知名度，是实现上市公司国际化战略布局的重要一步。

图 2：收购方案进展



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

1.2 Cloos 基本情况

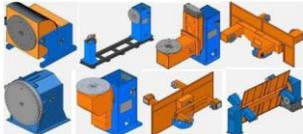
Cloos 公司创建于 1919 年，总部位于德国黑森州 Haiger，是全球久负盛名的机器人焊接领域顶尖企业，Cloos 公司从 1981 年起自主研发焊接机器人，是世界上最早拥有完全自主焊接机器人技术和产品的公司之一，是技术领先的焊接自动化产品和定制型焊接系统解决方案的提供商。

Cloos 公司为客户提供先进的焊接技术产品以及定制的焊接和切割解决方案，公司目前共有 3 大业务板块，包括自动化解决方案、机器人及焊接产品、客户服务：

- 1、自动化解决方案：即根据客户的需求提供自动焊接解决方案，并进行规划、建设和调试，主要为 Qirox 品牌产品。
- 2、机器人及焊接产品：即销售单独的或系列的机器人或焊接机，主要为 Qineo 品牌产品。
- 3、客户服务：即为客户提供售后服务、维修服务现有机器生产线、备件及旧机器改装业务，以及培训、补充分析等额外服务。

Cloos 公司主要服务于重型工业机械行业，包括工程机械、商用车辆、农用机械以及轨道交通等领域。

表 1: Cloos 主要产品

Qirox		Qineo	
主要产品	产品图示	主要产品	产品图示
机器人		焊接机器	
家庭型单元		气体保护金属弧焊	
控制器		MMA 焊	
机器人移动组件		TIG 焊	
工作移动组件		等离子体切割	
		复合激光焊接	

资料来源: Cloos 网站, 国元证券研究中心

Cloos 公司截止 2018 财年底, 资产总额 11320.24 万欧元, 股东权益 5286.41 万欧元, 2018 财年实现营业收入 14446.74 万欧元, 净利润达 1239.65 万欧元。

表 2: Cloos 财务数据

项目	2018 财年 (万欧元)
资产总额	11,320.24
股东权益	5,286.41
营业收入	14,446.74

净利润

1239.65

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

注：Cloos 公司的财年为前一年度 11 月 1 日至本年度 10 月 31 日

1.3 Cloos 核心竞争力

1、技术优势

Cloos 公司作为全球一体化焊接解决方案的领导者，在工业焊接机器人，焊接技术以及焊接电源上具有深厚的技术积累。创建于 1919 年的 Cloos 公司拥有近百年行业经验，具备全球领先的焊接技术、焊接电源技术和机器人技术，以及针对于重型机械领域不同应用的焊接系统解决方案。Cloos 公司拥有多项专利技术，面对新材料领域的不断创新，Cloos 公司能够迅速响应市场变化和客户需求，不断推出新的工艺和技术，提升产品性能。

图 3：智能机器人焊接和切割系统



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

2、人才优势

Cloos 公司的核心管理层深耕焊接领域多年，具有丰富的运营管理经营，能够准确把握行业发展动向，并结合具体情况对发展规划及时作出战略性调整，从而为发展提供持续动力；同时，Cloos 公司拥有一支专业技术背景过硬的技术研发团队，长期专注于工业自动化领域的技术研发和应用，积累了丰富的项目经验，具备较强的研发实力，能够始终保持不断的技术创新保持领先的设计理念，为 Cloos 公司保持技术优势奠定了坚实的基础。

3、全球化布局优势

Cloos 公司作为国际弧焊领域领先机器人品牌企业，其品牌、技术和行业地位得到全球客户的认可。Cloos 在德国、波兰和瑞士分别设立了生产基地，在全球 40 多个国家拥有销售和服务分支机构，构建了全球化的服务营销网络。Cloos 公司拥有多家德国本土合作伙伴和海外合作伙伴销售 Cloos 公司的产品，能够及时、全面地为当地客户服务。

图 4: Cloos 全球化布局



资料来源：公司官网，国元证券研究中心

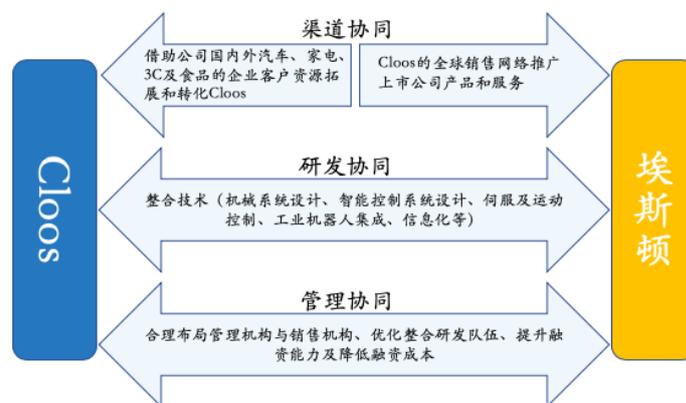
4、客户和服务优势

Cloos 公司主要服务于各类重型工业机械行业，具有良好的客户基础与众多全球知名企业保持了良好的合作关系：如特贝格（Terberg）、爱科 AGCO 等，优质的客户关系能够为 Cloos 公司产品销售渠道的稳定和企业收入的持续增长提供有力保障。同时，Cloos 公司拥有专业知识和行业经验丰富的客户服务团队，可快速响应客户需求做到快速响应，提供专业化和系统化的服务支持。

1.4 并购后有利于技术和渠道协同

本次收购全球焊接机器人领军企业 Cloos 公司，属于公司发展战略高度协同的并购项目，是继公司在英国 Trio，德国 M.A.i.后的又一次并购欧洲企业，本次收购将有利于公司占领机器人产业细分行业高点，获得一流焊接机器人顶尖技术，为巩固机器人国产领先品牌市场地位奠定坚实基础，且有助于机器人产业国际化战略进一步实施。

图 5: 收购后的协同效应



资料来源：公司公告，国元证券研究中心

(1) 渠道协同

公司目前已在国内外积累了较多汽车、家电、3C 及食品企业客户资源，为 Cloos 公司产品的转化和拓展奠定了良好的基础。而 Cloos 公司在全世界范围内，如美国、英国、比利时、捷克等国家拥有十余家分支机构，并构建了辐射全球多个国家和地区的销售网络，有利于上市公司产品和服务的国际化推广。在现有的存量客户方面，通过共享客户资源，导入各自的优势产品，扩大整体的市场占有率和销售规模；在新客户开发方面，通过共同开发和维护新的客户资源，提高市场投入的效率，有效降低销售成本。通过对国内外市场资源进行持续整合，使得双方的市场影响力不断提升。

(2) 研发协同

本次交易完成后，公司将对机械系统设计技术、智能控制系统设计技术、伺服及运动控制技术、工业机器人集成技术、信息化技术等进行整合，在统一的目标和课题下，统筹规划研发资源，充分发挥各方的优势。上市公司将充分发挥 Cloos 公司的人才优势，促进跨专业背景的研发人员充分沟通交流，共享研发成果，提高研发效率，进一步提升公司的技术实力。

(3) 管理协同

本次重组完成后，埃斯顿与 Cloos 公司可通过管理机构与销售机构的合理布局、研发队伍的优化整合、融资能力的提升及融资成本的下降，带来管理协同效应的有效发挥。

2. 推出第三期股权激励计划，绑定中层管理人员和核心技术骨干

公司于 2019 年 11 月 14 日推出第三期股权激励计划，拟向激励对象授予权益总计不超过 800 万份/万股，包括股票期权激励和限制性股票激励两部分，约占本次预案公告日公司股本总额 83,493.156 万股的 0.96%，授予的股票期权的行权价格为 6.58 元，限制性股票的授予价格为 4.39 元。

授予日在本激励计划提交公司股东大会审议通过后由公司董事会确定，在本计划经股东大会通过后，授予的股票期权自授予日起满 16 个月后可以开始行权。在可行权日内，若达到本计划规定的行权条件，激励对象应在股票期权授予日起满 16 个月后的未来 36 个月内分三期行权。

表 3：行权安排表

行权安排	行权时间	行权比例
第一个行权期	自授予之日起 16 个月后的首个交易日起至授予之日起 28 个月内的最后一个交易日当日止	20%
第二个行权期	自授予之日起 28 个月后的首个交易日起至授予之日起 40 个月内的最后一个交易日当日止	40%

第三个行权期	自授予之日起 40 个月后的首个交易日起至授予之日起 52 个月内的最后一个交易日当日止	40%
--------	--	-----

资料来源：国元证券研究中心

期权的有效期为自股票期权授予之日起至所有股票期权行权或注销之日止，最长不超过 52 个月；限制性股票的有效期为自限制性股票授予登记完成之日起至所有限制性股票解除限售或回购注销完毕之日止，最长不超过 50 个月。

此次股权激励计划可进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动南京埃斯顿自动化股份有限公司中高层管理人员及核心技术（业务）骨干的积极性，有效地将股东利益、公司利益和经营者个人利益结合在一起，使各方共同关注公司的长远发展。

解除限售期内，同时满足下列条件时，激励对象获授的限制性股票方可解除限售：

(1) 公司业绩考核要求。

限制性股票的各年度绩效考核目标如下表所示：

表 4：解除限售的年度绩效考核目标

解除限售期	业绩考核目标
第一个解除限售期	以 2018 年营业收入为基数，2020 年营业收入增长率不低于 20%
第二个解除限售期	以 2018 年营业收入为基数，2021 年营业收入增长率不低于 50%；
第三个解除限售期	以 2018 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 100%。

资料来源：wind，国元证券研究中心

(2) 个人业绩考核要求

根据公司制定的《南京埃斯顿自动化股份有限公司第三期股权激励计划实施考核管理办法》，薪酬委员会将对激励对象每个考核年度的综合考评进行打分，并依照激励对象的业绩完成率确定其解除限售比例， $\text{个人当年实际可解除限售数量} = \text{标准系数} \times \text{个人当年计划解除限售比例}$ 。

若激励对象上一年度个人绩效考核结果为 A/B 档，则激励对象可按照本激励计划规定的比例分批次解除限售。若激励对象上一年度个人绩效考核结果为 C 档，则上一年度激励对象个人绩效考核为“不合格”，公司将按照本激励计划的规定，取消该激励对象当期解除限售额度，由公司统一回购注销。

表 5：依据个人绩效考核结果的解除限售比例

等级	A	B	C
	优秀/良好	合格	不合格
解除限售比例	100%	70%	0

资料来源：wind，国元证券研究中心

综上，公司本次激励计划的考核体系具有全面性、综合性及可操作性，考核指标设定具有良好的科学性和合理性，同时对激励对象具有约束效果，能够达到本次激励计划的考核目的。

3. 汽车工业投资触底、3C 投资持续增长，带动工业机器人需求企稳回升

3.1 中国机器人需求有望触底回升

10月工业机器人产量同比增速近一年来首次转正。国内工业机器人产量增速自2017年末开始持续下降，2018年9月增速，持续低迷，直至今年10月份，产量增速首次出现正值，为1.70%，预示国内机器人产量复苏在即。

工业机器人下游应用以汽车及零部件为主。以传统应用行业为主，汽车及零部件应用达36.19%，是国内最主要的应用领域。电子电器和金属加工领域其次，占比分别达22.60%和13.10%。塑料及化学、食品饮料行业相对应用工业机器人较少，存在较大提升空间。

图 6：10 月工业机器人产量增速

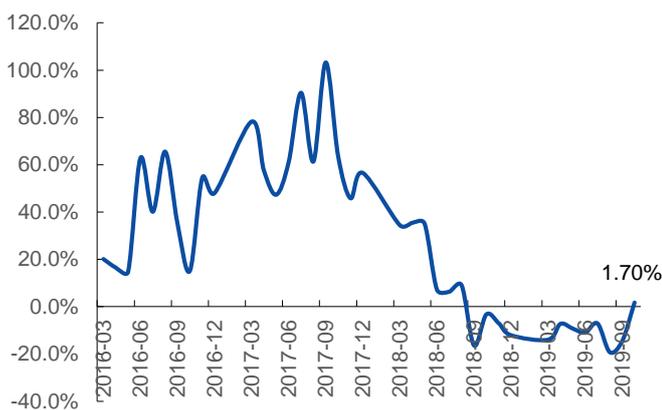
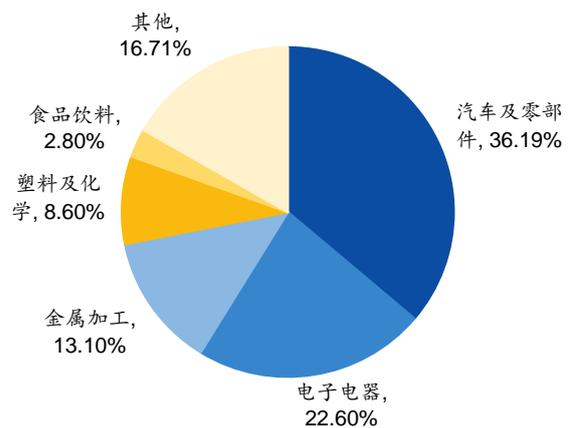


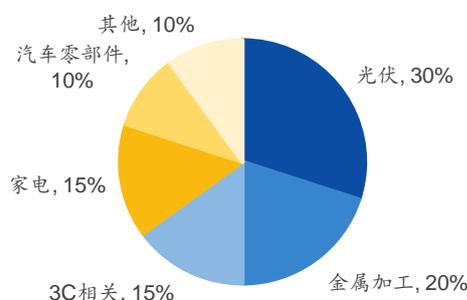
图 7：2018 年工业机器人的主要下游应用分布



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

资料来源：前瞻产业研究院，国元证券研究中心

图 8：2018 年埃斯顿主要下游行业估计



资料来源：国元证券研究中心

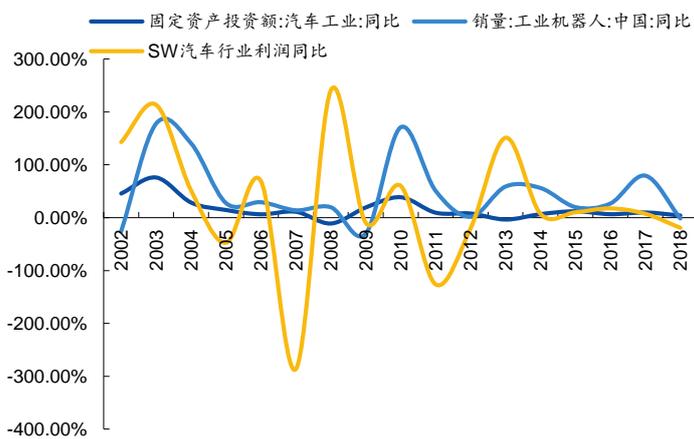
根据我们草根调研了解的情况,2018年埃斯顿的下游应用主要包括光伏、金属加工、3C自动化、家电、汽车零部件等,占比分别约为30%、20%、15%、15%、10%。

3.2 汽车工业投资增速有望触底回升

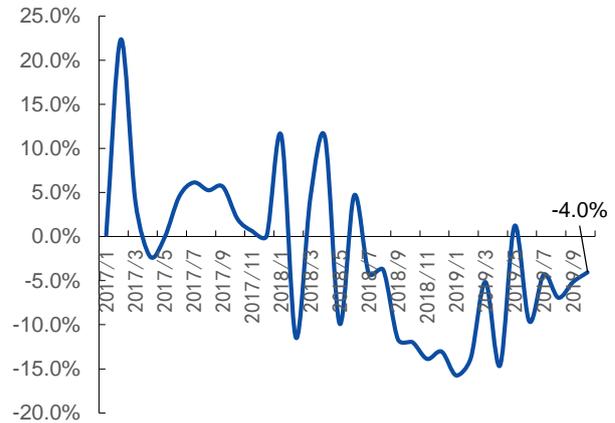
汽车工业固定资产投资增速有望触底回升。2018年汽车行业上市公司利润总额同比增速与工业机器人销量同比增速均已跌至低点,预计今年汽车行业利润增速触底,汽车工业固定资产投资增速滞后于汽车行业利润增速,明年汽车工业固定资产投资增速有望触底回升,带动工业机器人需求。

10月,汽车销量同比降幅收窄。10月汽车销量完成228.4万辆,比上月增长0.6%,比上年同期下降4.0%,销量同比降幅比上月收窄1.2个百分点,下滑趋势放缓。

图9：汽车工业固定资产投资、汽车行业利润与工业机器人销量增速 图10：汽车销量增速下滑趋势放缓



资料来源：国家统计局，中国汽车工业协会 Wind，国元证券研究中心

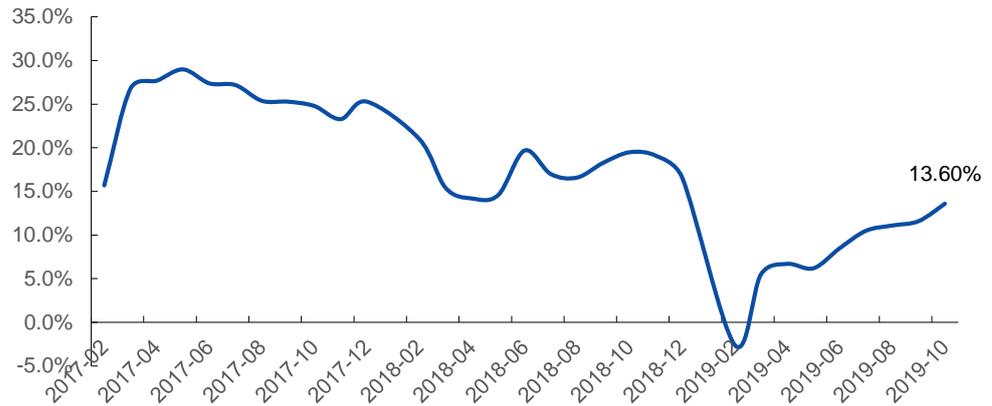


资料来源：中国汽车工业协会，国元证券研究中心

3.2.3C 行业投资持续增长

计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资累计同比增速逐步提升,至10月累计增速已达13.60%,处于历史平均水平。2018年5G手机将成为其确定性方向,2020年中国将展开5G大规模部署,届时以5G、云计算为代表的新一轮信息技术变革,有望带动计算机、通信、消费电子行业的固定资产投资,进而拉动工业机器人需求。

图11：计算机、通信和其他电子设备制造业固定资产投资累计同比增速



资料来源：国家统计局，国元证券研究中心

4. 工业机器人国产化趋势渐显，核心零部件市场潜力巨大

4.1 全球工业机器人需求现状

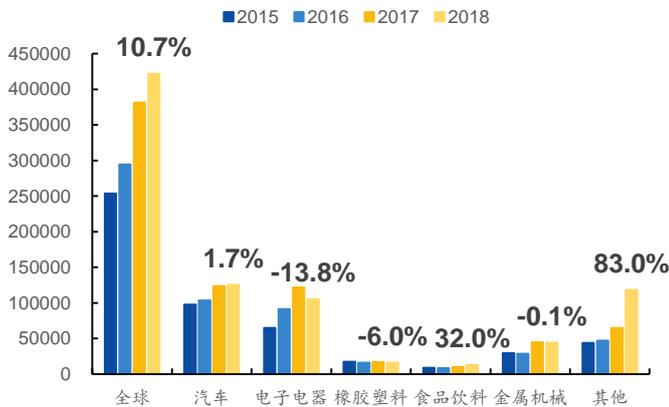
工业机器人下游集中于汽车与电子行业，食品饮料、塑料及化学制品领域的应用增长显著。汽车与电子行业是工业机器人下游最大的应用行业，而2018年却略显疲态。汽车行业应用微增1.7%，电子行业应用减少1.8%。食品饮料行业应用同比增长32.0%，塑料及化学制品同比减少6.0%，其应用占比仍较少，未来市场尚有发展空间。

汽车行业仍然是全球最大的机器人应用行业，2018年其份额几乎为总供应量的30%。在经历了2017年汽车行业21%新增装机量的强劲增长后，汽车行业的机器人装机量一直保持在这一水平并在2018年略增加了2%。汽车新产能的投资和现代化进程推动了汽车产业对机器人的需求。新材料的使用，节能驱动系统的开发，主要汽车市场间的激烈竞争推动了其对机器人投资。

电气/电子行业在2017年几乎要取代汽车行业成为工业机器人最主要的应用行业。然而，在2018年，全球对电子设备和组件的需求持续减少。这个用户行业可能是受美中贸易摩擦影响最大的行业，因为亚洲是电子产品和组件的重要生产地，因此机器人在这个行业的装机量下降了14%。电气/电子行业机器人装机量最高在2017年曾达到12.2万台，2018年降至10.5万台。

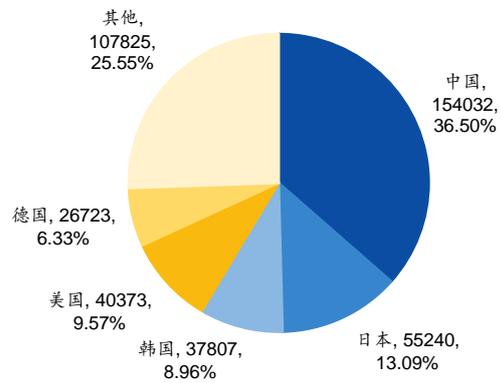
全球工业机器人市场销量未来增长有望提速。据IFR初步统计，2018年全球工业机器人销量为42.2万台，相比17年38.1万台增加10.7%。2018年全球制造业不景气或是归因。亚洲仍是全球工业机器人的主要市场，2018年销量28.3万台，同比增长8.12%，其中中国年销量15.4万台，位居国家销量榜首，达全球总销量的36.5%，同比略有下降，日本、韩国、美国及德国居后。据IFR预计，2019~2022年全球工业机器人销量增长率分别为0%，12%，12%，12%。

图 12: 2018 年全球工业机器人分行业销量及其增速



资料来源: IFR, 国元证券研究中心

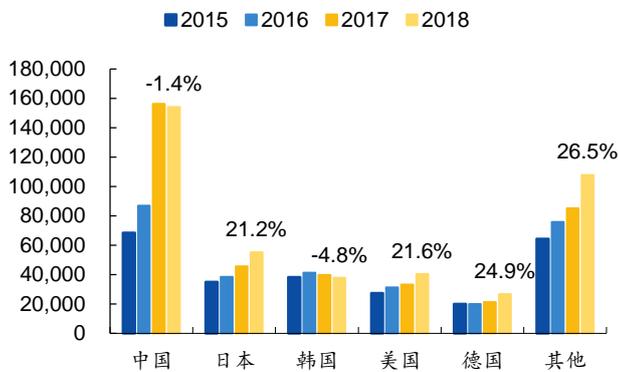
图 13: 2018 年全球工业机器人销量分布



资料来源: IFR, 国元证券研究中心

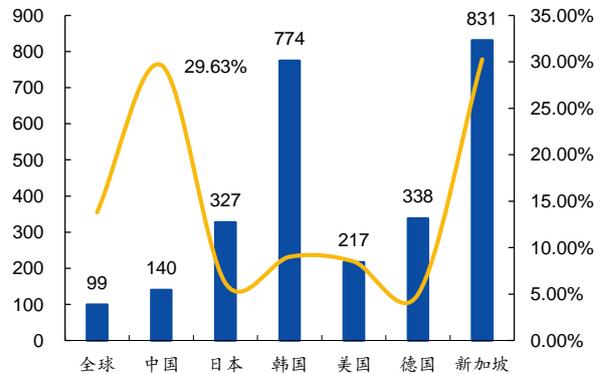
中国工业机器人密度仍处低位。据 IFR 统计, 2018 年新加坡工业机器人密度超韩国位居世界首位, 为 831 台/万人, 韩国紧随其后, 德国、日本的密度分别为 338 台/万人、327 台/万人。而中国作为全球工业机器人销量最大的国家, 机器人密度为 140 台/万人, 制造业工业化智能化水平虽处于低位, 但增速显著, 达 29.6%。近年我国连续推出产业政策制定提升机器人密度的目标, 拉近与发达国家的差距, 未来中国市场有着巨大机遇。

图 14: 近三年全球主要国家工业机器人历年销量及增速



资料来源: IFR, 国元证券研究中心

图 15: 2018 年全球主要国家工业机器人密度及增速



资料来源: IFR, 国元证券研究中心

4.2 自主品牌机器人在中国的市场份额保持稳定增长水平

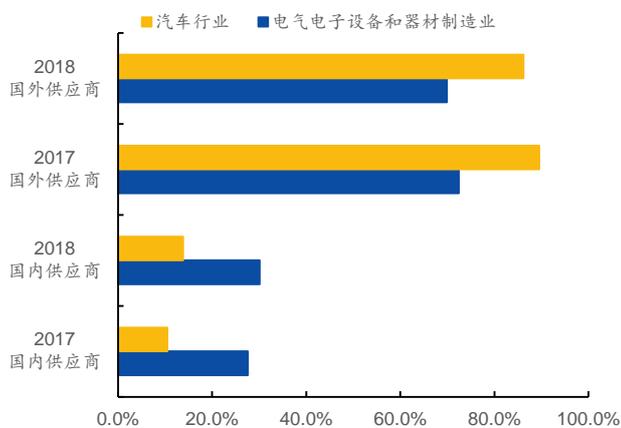
2018 年自主品牌机器人在主要行业市场占有率总体呈现上升趋势。电气电子设备和器材制造业中占比 30.1%、汽车行业中占比 13.8%, 分别较上年提高 2.5 和 3.3 个百分点。2018 年自主品牌工业机器人应用行业继续扩大, 已涉及国民经济 47 个行业大类和 126 个行业中类, 释放出更多的市场需求。

2018 年销售增速虽有放缓, 但依然保持了较为稳定的增长水平。外资品牌销售大幅下滑, 增速骤然放缓, 销量由 2017 年超 70% 的增速, 回落至 2018 年的同比下降。

自主品牌机器人在市场总销量中的比重为 27.88%，比上年提高 4.3 个百分点。且累计销量在国内机器人市场销量下滑的情况下反向增长。据中国机器人产业联盟(CRIA)与国际机器人联合会(IFR)统计，2018 年中国工业机器人市场累计销售工业机器人 15.6 万台，同比下降 1.73%，较国际机器人联盟(IFR)调整了上年同期数之后，市场销量首次出现同比下降。其中，自主品牌机器人销售 4.36 万台，同比增长 16.2%；外资机器人销售 11.3 万台，同比下降 7.2%。

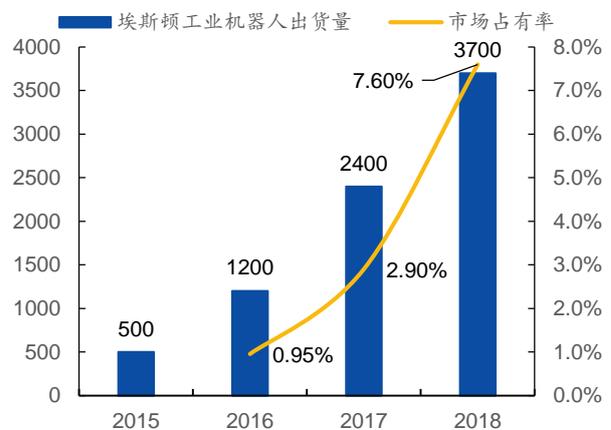
我们估计，埃斯顿工业机器人出货量逐年增加，2018 年估计达到 3700 台，同比增长 54.17%；市场占有率也在迅速提升，2018 年埃斯顿工业机器人市场占有率达到 7.60%，较 2017 年增长 4.7 个百分点。

图 17：2017-2018 年国内汽车及电子行业机器人格局



资料来源：IFR，国元证券研究中心

图 18：埃斯顿历年工业机器人出货量及市场占有率



资料来源：国元研究所估计，前瞻产业研究院，国元证券研究中心

5. 盈利预测与投资建议

暂不考虑本次收购的影响，我们预计，公司 2019~2021 年分别实现营业收入 15.71、20.06、25.17 亿元，实现归母净利润 1.13、1.52、1.92 亿元。如果公司完成对 Cloos 的全资控股，我们预计 2020 年备考营业收入将达到 30 亿左右，产业地位进一步提升，而市销率几乎达到近几年的最低水平。考虑到工业机器人广阔的应用场景及公司的国际化布局，维持“买入”评级。

6. 风险提示

- (1) 市场竞争加剧；
- (2) 工业机器人下游需求不及预期；
- (3) 公司并购产生的协同整合效果不明显。

*国元持仓披露：

财务预测表

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1852	2045	2082	2564	3001
现金	370	316	314	401	503
应收账款	428	594	674	822	983
其他应收款	23	27	30	39	48
预付账款	93	17	24	24	24
存货	317	355	398	498	610
其他流动资产	619	735	643	781	833
非流动资产	1378	1576	1688	1773	1767
长期投资	33	39	34	36	36
固定资产	247	355	479	571	586
无形资产	324	359	379	398	402
其他非流动资产	773	823	796	768	743
资产总计	3229	3621	3770	4337	4768
流动负债	1177	1576	1626	2072	2357
短期借款	434	887	942	1172	1266
应付账款	253	226	438	575	739
其他流动负债	490	463	246	325	352
非流动负债	423	329	314	324	314
长期借款	240	198	198	198	198
其他非流动负债	183	131	116	126	116
负债合计	1600	1905	1940	2396	2671
少数股东权益	92	98	112	131	155
股本	836	838	835	835	835
资本公积	508	522	522	522	522
留存收益	264	305	358	450	582
归属母公司股东权益	1537	1618	1717	1810	1942
负债和股东权益	3229	3621	3770	4337	4768

现金流量表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	37	14	163	107	183
净利润	102	114	128	172	216
折旧摊销	28	43	53	65	74
财务费用	15	39	50	55	61
投资损失	-12	-10	-12	-12	-12
营运资金变动	-90	-163	-39	-186	-151
其他经营现金流	-6	-9	-17	12	-5
投资活动现金流	-417	-382	-146	-131	-52
资本支出	236	226	117	111	44
长期投资	-97	94	-4	2	0
其他投资现金流	-278	-61	-34	-19	-9
筹资活动现金流	596	272	-19	112	-28
短期借款	399	453	54	231	93
长期借款	240	-42	0	0	0
普通股增加	560	2	-3	0	0
资本公积增加	-484	14	0	0	0
其他筹资现金流	-119	-154	-71	-119	-122
现金净增加额	212	-94	-2	87	102

利润表

单位:百万元					
会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1077	1461	1571	2006	2517
营业成本	717	935	996	1277	1607
营业税金及附加	9	10	10	12	15
营业费用	76	106	110	136	164
管理费用	124	191	188	231	277
研发费用	81	113	126	160	214
财务费用	15	39	50	55	61
资产减值损失	-3	11	11	12	12
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	12	10	12	12	12
营业利润	88	102	117	159	200
营业外收入	28	22	23	28	35
营业外支出	0	1	1	1	0
利润总额	115	124	139	186	234
所得税	14	10	11	15	19
净利润	102	114	128	172	216
少数股东损益	9	13	14	19	24
归属母公司净利润	93	101	113	152	192
EBITDA	132	185	219	280	335
EPS (元)	0.11	0.12	0.14	0.18	0.23

主要财务比率

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入 (%)	58.7	35.7	7.5	27.7	25.4
营业利润 (%)	173.8	16.0	14.0	36.6	25.4
归属母公司净利润 (%)	35.7	8.8	12.1	34.3	25.6
获利能力					
毛利率 (%)	33.4	36.0	36.6	36.3	36.1
净利率 (%)	8.6	6.9	7.2	7.6	7.6
ROE (%)	6.1	6.3	6.6	8.4	9.9
ROIC (%)	4.7	5.4	5.9	7.0	8.1
偿债能力					
资产负债率 (%)	49.6	52.6	51.5	55.2	56.0
净负债比率 (%)	42.1	58.2	59.5	57.7	55.2
流动比率	1.57	1.30	1.28	1.24	1.27
速动比率	1.30	1.07	1.04	1.00	1.01
营运能力					
总资产周转率	0.42	0.43	0.43	0.49	0.55
应收账款周转率	3	3	2	3	3
应付账款周转率	3.41	3.91	3.00	2.52	2.45
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.11	0.12	0.14	0.18	0.23
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.04	0.02	0.19	0.13	0.22
每股净资产 (最新摊薄)	1.84	1.94	2.06	2.17	2.33
估值比率					
P/E	82.55	75.88	67.69	50.39	40.11
P/B	5.00	4.75	4.47	4.24	3.96
EV/EBITDA	64	45	38	30	25

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