



工业 资本货物

2019-08-25

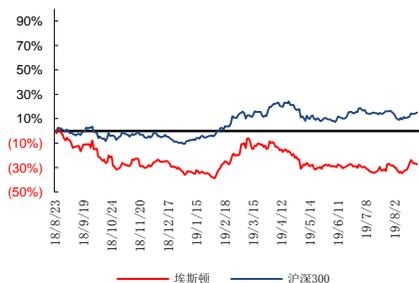
公司点评报告

买入/维持

埃斯顿 (002747)

收购顶尖焊接机器人公司 Cloos, 进军国际机器人第一阵营

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	835/728
总市值/流通(百万元)	7,648/6,666
12 个月最高/最低(元)	12.86/7.77

相关研究报告:

埃斯顿 (002747)《一季度业绩符合预期, 公司竞争力不断提升》
--2019/04/25

埃斯顿 (002747)《业绩快报点评: 短期受行业低迷影响, 有望受益工业互联网推进》
--2019/02/27

埃斯顿 (002747)《机器人业务逆势高增长, 财务费用影响利润增速》
--2018/10/25

证券分析师: 刘国清

电话: 021-61372597

E-MAIL: liuqq@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517040001

证券分析师助理: 曾博文

E-MAIL: zengbw@tpyzq.com

事件

为加快实施公司外延发展战略, 公司与控股股东南京派雷斯特科技有限公司搭建了用于收购的平台公司——南京鼎派机电科技有限公司(以下简称“鼎派机电”)。NJASD Holding GmbH 为埃斯顿自动化之参股公司鼎派机电之子公司南京鼎之炬机电科技有限公司在德国注册的子公司, 德国 SPV 拟与 Cloos Holding GmbH & Co. KG 签署收购全球焊接机器人领军企业 Carl Cloos Schweißtechnik GmbH(以下简称“Cloos”或“标的公司”)的股权收购协议, 德国 SPV 拟以现金方式出资 1.9607 亿欧元收购 Cloos 之 100% 股权并承担锁箱机制下所需支付的利息以及相关中介费用。

报告摘要

并购顶尖机器人焊接领域顶尖企业 Cloos, 实现跨越式发展。

Cloos 成立于 1919 年, 公司总部坐落于德国海格尔市, 在全世界范围拥有 11 个分、子公司, 50 个销售服务点, 是全球久负盛名的机器人焊接领域顶尖企业。Cloos 2018 年度经德国审计机构审计后的销售额为 1.44 亿欧元, 净利润为 1,244 万欧元。注: 上述 2018 年度系德国会计年度(2017 年 11 月 1 日-2018 年 10 月 31 日)。本次投资将为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, 同时也是公司机器人产业国际化战略的重要组成部分, 本次收购协议签署完成后, 立即启动将标的公司并入上市公司的流程。

行业低谷加强外延发展, 不断并购优质标的, 增强核心技术竞争力。

公司自 2016 年开始利用外延不断发展, 2016 年分别收购意大利 Euclid Labs SRL (20%)、上海普莱克斯 (100%): Euclid Labs SRL 提供机器人视觉产品及技术水平。意大利 Euclid Labs 公司成立于 2005 年, 拥有国际领先的机器人三维视觉技术, 用于机器人对任意物体判断和抓起, 通过机器人的智能化, 实现自动化的最佳解决方案。收购上海普莱克斯 100% 股权, 公司已发展成为日本经营理念的压铸机机器人自动化集成行业的国内领军企业, 主要服务于汽车及其零部件配套企业。

2017 年收购英国 TRIO (100%)、参股美国 BARRETT 公司 (30%)、收购德国 M. A. i 公司 (50.011%)、扬州曙光 (68%)：英国 TRIO 在工业自动化和运动控制领域深耕近 30 年，拥有一支经验丰富的研发团队，并在国际上拥有广泛的知名度和大量的优质客户。BARRETT 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，产品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。

德国 M. A. i 公司成立于 1999 年，总部坐落于德国 Kronach 市，主要业务为提供以机器人应用为基础的，高度自动化、信息化、智能化的装配和测试生产线，服务于汽车引擎和电子系统部件、半导体、航空部件和医疗器械等行业。主要客户有法雷奥、采埃孚、英飞凌、博泽、德马格、江森自控、福缔等。

扬州曙光扬州曙光现主要从事武器装备用交流伺服系统以及激光仪器设备、机械微电子控制系统、光电仪器等各类军用武器专用自动化设备的科研和生产，产品作为武器装备自动控制关键核心部件，技术上在国内处于领先地位，已广泛应用于军用船舶、车辆、雷达等专用电控设备，特别在我国海军用舰船领域武器自动化装备占有较为显著市场份额。

2019 年并购德国 Cloos，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，同时也是公司机器人产业国际化战略的重要组成部分。

工业机器人行业未来需求仍然可期。

2018 年四季度以来，工业机器人行业受下游汽车和 3C 行业不景气影响较大，持续负增长。统计局最新统计数据显示，2019 年 7 月国内工业机器人产量 1.55 万台，同比下降 7.1%。下游具体细分看，两大重点下游由于汽车和手机等 3C 产品销量下降影响企业投资热情，但其他一些领域需求向好，根据我们调研，(1) 下游光伏企业由于电池片降价带来海外需求快速增长，自动化投资需求较好，带动公司光伏领域机器人销量；(2) 汽车零部件厂商与整车厂对比，自动化水平明显偏低，目前整车厂对零部件定制化需求、效率、质量等需求都在不断上升，汽零厂商自动化投资势在必行，需求向好，机器换人已是趋势，行业需求被明显压制。

盈利性预测与估值。我们预计 2019-2020 年公司净利润分别为 1.48 亿和 2.48 亿，对应 PE 分别为 52 倍、31 倍，维持“买入”评级。

风险提示：经济持续低迷，行业竞争加剧

指标/年度	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1076.50	1461.03	1899.34	2949.98
增长率	58.69%	35.72%	30.00%	55.32%
归属母公司净利润（百万元）	93.05	101.36	148.23	248.31
增长率	35.67%	8.92%	46.24%	67.52%
每股收益 EPS（元）	0.11	0.12	0.18	0.30
PE	82	76	52	31
PB	4.70	4.41	4.03	3.52

利润表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
营业收入	1076.50	1461.03	1899.34	2949.98
营业成本	716.56	935.21	1215.53	1894.16
营业税金及附加	8.74	10.23	15.19	23.60
销售费用	76.20	106.22	112.06	171.10
管理费用	204.77	306.82	360.87	531.00
财务费用	15.02	39.00	54.19	69.73
资产减值损失	-2.86	11.00	4.00	6.00
投资收益	12.03	10.00	18.00	20.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	37.00	0.00	0.00
营业利润	87.98	99.56	155.49	274.39
其他非经营损益	27.47	21.76	24.76	29.76
利润总额	115.45	121.32	180.25	304.15
所得税	13.65	9.97	16.02	27.84
净利润	101.80	111.36	164.23	276.31
少数股东损益	8.74	10.00	16.00	28.00
归属母公司股东净利润	93.05	101.36	148.23	248.31
资产负债表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
货币资金	370.20	146.10	189.93	295.00
应收和预付款项	795.35	997.06	1330.82	2061.74
存货	317.29	414.95	539.40	840.85
其他流动资产	368.71	500.41	650.53	1010.38
长期股权投资	33.49	33.49	33.49	33.49
投资性房地产	0.22	0.22	0.22	0.22
固定资产和在建工程	367.91	338.09	308.27	278.45
无形资产和开发支出	816.17	781.47	746.78	712.08
其他非流动资产	159.93	159.82	159.71	159.60
资产总计	3229.28	3371.62	3959.16	5391.81
短期借款	434.36	312.64	443.48	927.87
应付和预收款项	540.75	634.97	848.35	1328.84
长期借款	240.08	240.08	240.08	240.08
其他负债	385.12	446.75	525.84	717.31
负债合计	1600.31	1634.44	2057.75	3214.10
股本	836.09	836.09	836.09	836.09
资本公积	507.92	507.92	507.92	507.92
留存收益	263.95	365.31	513.53	761.84
归属母公司股东权益	1537.28	1635.49	1783.72	2032.03
少数股东权益	91.69	101.69	117.69	145.69
股东权益合计	1628.97	1737.18	1901.41	2177.71
负债和股东权益合计	3229.28	3371.62	3959.16	5391.81
业绩和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E
EBITDA	131.39	203.19	274.31	408.75
PE	82.30	75.56	51.67	30.84
PB	4.70	4.41	4.03	3.52
PS	7.11	5.24	4.03	2.60
EV/EBITDA	59.39	38.91	29.14	20.48

现金流量表 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E
净利润	101.80	111.36	164.23	276.31
折旧与摊销	28.40	64.63	64.63	64.63
财务费用	15.02	39.00	54.19	69.73
资产减值损失	-2.86	11.00	4.00	6.00
经营营运资本变动	105.34	-274.64	-315.95	-720.30
其他	-270.01	-21.52	-21.91	-25.96
经营活动现金流净额	-22.31	-70.18	-50.82	-329.59
资本支出	-516.92	0.00	0.00	0.00
其他	158.75	10.00	18.00	20.00
投资活动现金流净额	-358.17	10.00	18.00	20.00
短期借款	399.34	-121.71	130.84	484.39
长期借款	240.08	0.00	0.00	0.00
股权融资	75.86	0.00	0.00	0.00
支付股利	-55.16	0.00	0.00	0.00
其他	-63.86	-42.21	-54.19	-69.73
筹资活动现金流净额	596.26	-163.92	76.65	414.65
现金流量净额	211.53	-224.10	43.83	105.06
财务分析指标	2017A	2018A	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	58.69%	35.72%	30.00%	55.32%
营业利润增长率	176.12%	13.17%	56.17%	76.47%
净利润增长率	33.56%	9.39%	47.48%	68.25%
EBITDA 增长率	136.96%	54.65%	35.00%	49.01%
获利能力				
毛利率	33.44%	35.99%	36.00%	35.79%
三费率	27.50%	30.94%	27.75%	26.16%
净利率	9.46%	7.62%	8.65%	9.37%
ROE	6.25%	6.41%	8.64%	12.69%
ROA	3.15%	3.30%	4.15%	5.12%
ROIC	5.78%	6.45%	8.51%	11.27%
EBITDA/销售收入	12.21%	13.91%	14.44%	13.86%
营运能力				
总资产周转率	0.42	0.44	0.52	0.63
固定资产周转率	5.03	6.29	9.38	17.09
应收账款周转率	3.00	2.89	2.82	3.03
存货周转率	2.94	2.55	2.54	2.74
销售商品提供劳务收	80.46%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	49.56%	48.48%	51.97%	59.61%
带息债务/总负债	42.14%	33.82%	33.22%	36.34%
流动比率	1.57	1.70	1.66	1.51
速动比率	1.30	1.36	1.33	1.21
每股指标				
每股收益	0.11	0.12	0.18	0.30
每股净资产	1.95	2.08	2.27	2.60
每股经营现金	-0.03	0.00	0.00	0.00

资料来源: WIND, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院/机构业务部

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761/88321717

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。