

# H1 业绩基本符合预期，收购 Cloos 进军机器人国际第一梯队 增持（维持）

2019 年 08 月 27 日

证券分析师 陈显帆

执业证号：S0600515090001  
chenxf@dwzq.com.cn

证券分析师 周尔双

执业证号：S0600515110002  
13915521100  
zhouersh@dwzq.com.cn

研究助理 朱贝贝

18321168715

zhubb@dwzq.com.cn

**事件 1:** 公司 2019 年 H1 实现营收 6.8 亿元，同比-6%；归母净利润 0.57 亿元，同比+0.7%；扣非归母净利润 0.39 亿元，同比-16%。

**事件 2:** 公司拟与控股股东派雷斯对鼎派机电加投 5.51 亿元。完成后鼎派机电注册资本达 7 亿元，用于收购德国 Cloos 100% 股权。埃斯顿拥有鼎派机电 49% 股权，股东派雷斯拥有 51% 股权。海外子公司出资 1.96 亿欧元收购德国 Cloos 100% 股权。

## 投资要点

### ■ 主营业务受投资放缓的因素影响而增速下滑，工业机器人本体逆势增长 10%

营收下滑主要受持续的经济增速放缓影响。占比 53% 的自动化核心部件及运动控制系统收入 3.6 亿 (-3%)；占比 47% 的工业机器人及智能制造系统收入 3.2 亿 (-9%)。

自动化核心部件及运动控制系统业务下滑主要系工控市场需求不足，但运动控制及交流伺服业务收入同比保持相对增长。营收下降主要系工控市场新增需求不足和日、台系交流伺服品牌降价。但是，运动控制完整解决方案份额得到快速上升，在运控板块收入的占比达 51.7%。

工业机器人及智能制造系统业务业绩下跌系对部分回款条件差的汽车行业智能制造系统项目的选择性放弃（收入同比-20%）；以防止资金大幅占用及预防资金链风险。

值得关注是：1) 公司实现工业机器人本体收入同比增长 10% 左右，而 2019 年 H1 国内工业机器人销量下滑 10.8%。公司机器人本体业务的逆势增长受益于机器人技术和性能提升、细分行业增长及定制化开发取得效果。2) 上半年公司扣非利润大幅下降 16% 的原因是 2019H1 非经常性损益是 0.18 亿元(+0.08 亿元)（其中政府补助有 0.16 亿元）。

### ■ 盈利能力稳定，期间费用率上升，现金流改善

综合毛利率 36.88% (+0.7pct)，净利率 9.5% (+0.9pct)，保持稳定。分业务看，自动化核心部件及运动控制系统毛利率为 42% (+3pct)；工业机器人及智能制造系统毛利率为 31% (-2pct)。公司处于快速扩张期，我们认为随着并购产生的协同效应、市占率的提升和核心部件规模化生产的效应，下半年核心部件及机器人业务的毛利率都仍有增长空间。

期间费用率 32% (+4pct)，其中财务费用 3% (+0.8pct)，主要系理财利息收入计入“投资收益”。

经营性现金流净额为 0.42 亿元，2018H1 为-0.89 亿元，2018 年末末 0.14 亿元，现金流改善明显；2019H1 存货为 3.96 亿元 (+0.5 亿)，存货保持稳定且略有增加；公司的商誉稳定在 4.7-4.8 亿元，并无增加。

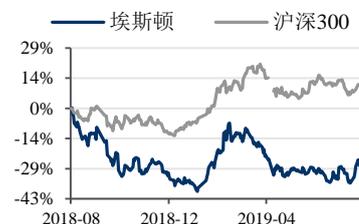
### ■ 拟收购顶尖焊接机器人公司，协同效应助力进军国际机器人第一梯队

Cloos 是全球久负盛名的机器人焊接领域顶尖企业。公司显著受益于协同效应：1) Cloos 在中厚板焊接自动化领域拥有优质客户和市场份额，此次收购填补了公司在焊接领域的短板，而焊接一直是机器人第一大应用下游。2) 抢占薄板中高端焊接机器人工作站市场，同时共同进军机器人激光焊接，激光 3D 打印市场。3) 将获得 Cloos 机器人的品牌、技术、产品、客户和销售渠道。

**盈利预测与投资评级：**暂不考虑此次收购，我们预计公司 2019 年-2021 年净利润分别为 1.3、1.5、1.8 亿元，对应 PE 分别为 59、50、42 倍，维持“增持”评级。

**风险提示：**经营情况不及预期，行业竞争加剧，市场需求不及预期

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	9.16
一年最低/最高价	7.69/12.82
市净率(倍)	4.85
流通 A 股市值(百万元)	6666.02

## 基础数据

每股净资产(元)	1.89
资产负债率(%)	56.47
总股本(百万股)	834.93
流通 A 股(百万股)	727.73

## 相关研究

- 1、《埃斯顿 (002747)：业绩基本符合预期，收购协同效应初显》2019-04-28
- 2、《埃斯顿 (002747)：业绩符合预期，全产业链+全球布局带动业绩提升》2018-10-25
- 3、《埃斯顿 (002747)：2018H1 业绩保持高速增长，打造“核心部件+本体+集成应用”全产业链优势》2018-08-17

埃斯顿三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>2045</b>	<b>2165</b>	<b>2324</b>	<b>2725</b>	<b>营业收入</b>	<b>1461</b>	<b>1468</b>	<b>1615</b>	<b>1857</b>
现金	316	316	316	316	减:营业成本	935	923	1006	1153
应收账款	891	985	1062	1323	营业税金及附加	10	10	11	13
存货	355	379	414	474	营业费用	106	88	81	93
其他流动资产	482	484	532	612	管理费用	206	291	319	346
<b>非流动资产</b>	<b>1576</b>	<b>1794</b>	<b>1990</b>	<b>2172</b>	财务费用	39	65	80	99
长期股权投资	39	39	39	39	资产减值损失	11	0	0	0
固定资产	499	730	937	1131	加:投资净收益	10	10	10	10
在建工程	144	118	110	108	其他收益	-61	12	12	12
无形资产	359	347	335	323	<b>营业利润</b>	<b>102</b>	<b>113</b>	<b>140</b>	<b>175</b>
其他非流动资产	535	561	569	571	加:营业外净收支	21	40	40	40
<b>资产总计</b>	<b>3621</b>	<b>3959</b>	<b>4314</b>	<b>4897</b>	<b>利润总额</b>	<b>124</b>	<b>153</b>	<b>180</b>	<b>215</b>
<b>流动负债</b>	<b>1576</b>	<b>1864</b>	<b>2160</b>	<b>2672</b>	减:所得税费用	10	12	14	17
短期借款	912	1179	1415	1823	少数股东损益	13	11	13	16
应付账款	421	430	469	537	<b>归属母公司净利润</b>	<b>101</b>	<b>130</b>	<b>152</b>	<b>183</b>
其他流动负债	244	255	276	313	EBIT	218	168	210	264
<b>非流动负债</b>	<b>329</b>	<b>329</b>	<b>329</b>	<b>329</b>	EBITDA	261	229	295	374
长期借款	198	198	198	198					
其他非流动负债	131	131	131	131	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1905</b>	<b>2193</b>	<b>2489</b>	<b>3001</b>	每股收益(元)	0.12	0.16	0.18	0.22
少数股东权益	98	109	122	138	每股净资产(元)	1.93	1.98	2.04	2.11
					发行在外股份(百万股)	838	835	835	835
归属母公司股东权益	1618	1657	1703	1758	ROIC(%)	8.0%	5.2%	5.9%	6.7%
<b>负债和股东权益</b>	<b>3621</b>	<b>3959</b>	<b>4314</b>	<b>4897</b>	ROE(%)	6.3%	7.8%	9.0%	10.4%
					毛利率(%)	36.0%	37.1%	37.7%	37.9%
					销售净利率(%)	6.9%	8.8%	9.4%	9.8%
					资产负债率(%)	52.6%	55.4%	57.7%	61.3%
					收入增长率(%)	35.7%	0.5%	10.0%	15.0%
					净利润增长率(%)	8.8%	28.2%	17.5%	19.8%
					P/E	75.79	58.95	50.15	41.88
					P/B	4.74	4.61	4.49	4.35
					EV/EBITDA	36.76	43.02	34.39	28.51

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准:

### 公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5% 与 5% 之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15% 与-5% 之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15% 以下。

### 行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘-5% 与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

