

并表 Cloos 贡献收入，外延并购完善产业链布局

增持 (维持)

2020年08月28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

zhubb@dwzq.com.cn

| 盈利预测与估值 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元) | 1,421 | 2,471 | 2,771 | 3,292 |
| 同比 (%) | -2.7% | 73.8% | 12.2% | 18.8% |
| 归母净利润 (百万元) | 66 | 151 | 176 | 235 |
| 同比 (%) | -35.0% | 129.1% | 16.5% | 33.9% |
| 每股收益 (元/股) | 0.08 | 0.18 | 0.21 | 0.28 |
| P/E (倍) | 226.12 | 99.36 | 85.27 | 63.68 |

事件: 8月28日公司发布业绩中报,上半年实现收入11.73亿元,同比+72.08%;归母净利润0.62亿元,同比+8.72%;扣非归母净利0.52亿元,同比+33.13%。

投资要点

■ 上半年业绩大幅增长, Cloos 并表贡献收入

公司上半年实现收入11.73亿元,同比+72.08%,主要系二季度公司完成了德国 Cloos 公司的并购重组,导致公司业绩大幅提升。在剔除报告期内 Cloos 的 4.93 亿元收入后,公司上半年实现收入 6.8 亿元,同比-0.1%。

分产品看,工业机器人本体及智能制造收入 8.27 亿元,同比+156.32%,营收占比提升至 70.5%,主要系 Cloos 并表所致;自动化核心部件收入 3.46 亿元,同比-3.63%,主要系由于疫情,个别行业和地区产品交付受到影响,影响销售额约 2000 万元。目前疫情影响因素已经基本消除, Cloos 业务 5 月份已恢复正常,预计下半年公司本体和核心部件业务有望稳定增长。

■ 整体毛利率基本持平,收购 Cloos 影响净利

H1 毛利率 36.85%, 同比-0.03pct。分业务看,工业机器人及智能制造系统毛利率同比提升 4.32pct 达到 35.42%,主要系供应链管理、费用管控等方面降本效果显著。自动化核心部件毛利率为 40.25%,同比-1.74pct。

H1 净利率 5.89%, 同比-3.64pct, 归母净利润 0.62 亿元, 同比+8.72%, 净利润增幅低于收入, 主要系并购产生费用较多。具体来看: 1) 公司通过鼎派机电收购 Cloos, 上半年 Cloos 实现净利润 1831 万元, 但鼎派仅实现 89 万利润, 主要系贷款利息冲减了 Cloos 利润贡献。上半年公司财务费用 0.48 亿元, 同比+132%, 主要系并购项目增加借款, 利息支出增加。Q2 末长期贷款 9.34 亿, 较去年同期增长 8.14 亿元。2) 上半年公司管理费用、销售费用、研发费用分别为 1.66 亿元/0.96 亿元/0.96 亿元, 同比+91%/+110%/+16%, 整体增幅超过收入, 主要系 Cloos 并表及收购相关费用所致。3) 此外收购导致税费增加, H1 所得税费用 0.11 亿元, 同比+473%。

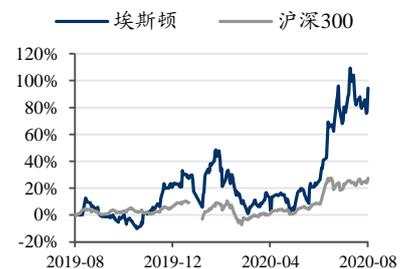
■ 整合全球优质资源, 战略目标初步达成

公司先后收购英国 TRIO、德国 Cloos, 控股德国 M.A.i. 公司, 参股美国 BARRETT、意大利 Euclid 等公司, 为公司在运动控制解决方案、智能化协作、康复机器人等方面的发展战略奠定了坚实基础。报告期内公司完成了德国 Cloos 公司的并购重组, 进一步完善了埃斯顿的全产业链布局, 同时建立全球市场的 Cloos 焊机业务和焊接机器人单元业务模块, 形成新的业务增长点。公司基于 TRIO 的运动控制解决方案和机器人+运动控制一体化的机器自动化解决方案业务快速增长, 目前运动控制解决方案成为业务主流的战略目标已经实现。

盈利预测与投资评级: 我们预计 2020-2022 年的净利润分别为 1.51/1.76/2.35 亿, 对应当前股价 PE 为 99、85、64 倍, 维持“增持”评级。

风险提示: 新产品研发进度、并购协同效应不及预期, 机器人行业竞争激烈

股价走势



市场数据

| | |
|---------------|------------|
| 收盘价(元) | 17.81 |
| 一年最低/最高价 | 8.14/19.58 |
| 市净率(倍) | 9.16 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 13002.43 |

基础数据

| | |
|-------------|--------|
| 每股净资产(元) | 1.94 |
| 资产负债率(%) | 67.75 |
| 总股本(百万股) | 840.26 |
| 流通 A 股(百万股) | 730.06 |

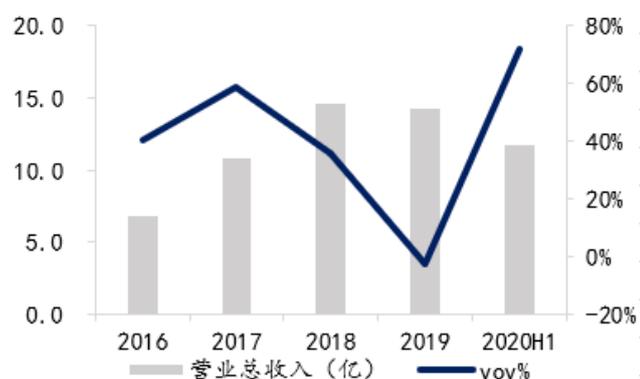
相关研究

1、《埃斯顿 (002747): 工业机器人市场迎复苏, 产业协同助力公司成长加速》2020-07-27

2、《埃斯顿 (002747): H1 业绩基本符合预期, 收购 Cloos 进军机器人国际第一梯队》

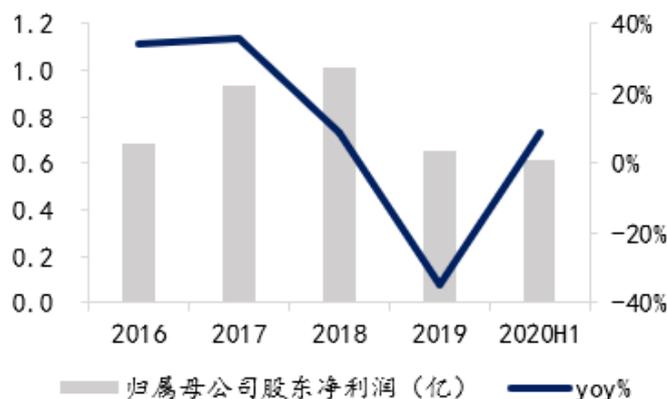
2019-08-27

图 1: H1 实现收入 11.73 亿元, 同比+72.08%



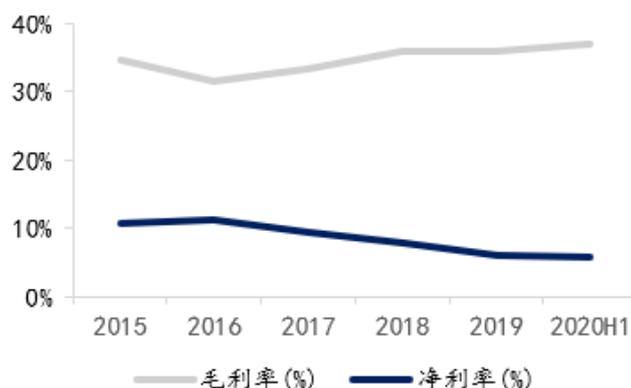
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 2: H1 实现归母净利润 0.62 亿元, 同比+8.72%



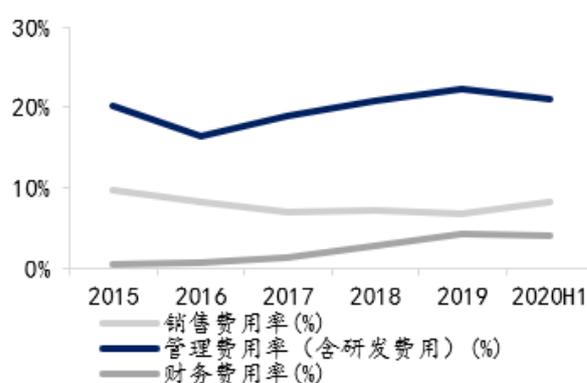
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 3: H1 毛利率/净利率分别为 36.85%/5.89%, 同比-0.03pct/-3.64pct



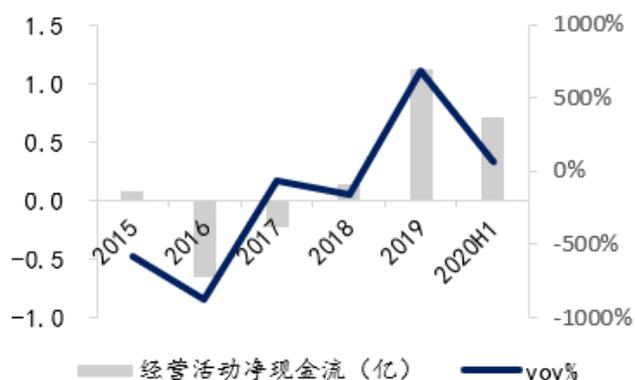
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 4: H1 费用率 33.23%, 同比+0.98pct



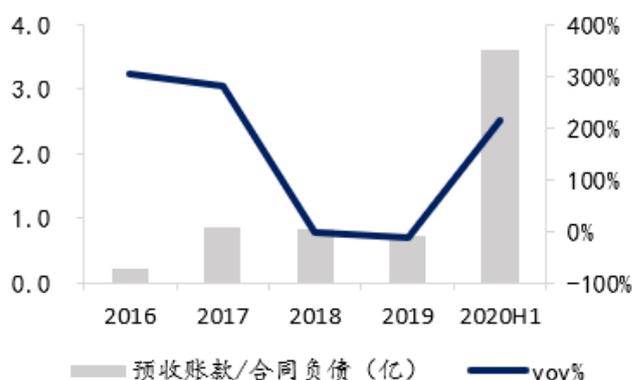
数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 5: H1 经营活动现金流量净额 0.7 亿元, 同比+66.4%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

图 6: H1 预收账款 3.6 亿元, 同比+215%



数据来源: WIND, 东吴证券研究所

埃斯顿三大财务预测表

| 资产负债表(百万元) | | | | | 利润表(百万元) | | | | |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 流动资产 | 1674 | 2380 | 2624 | 3057 | 营业收入 | 1421 | 2471 | 2771 | 3292 |
| 现金 | 309 | 309 | 309 | 309 | 减:营业成本 | 910 | 1554 | 1721 | 2040 |
| 应收账款 | 663 | 1015 | 1139 | 1353 | 营业税金及附加 | 11 | 19 | 21 | 25 |
| 存货 | 330 | 553 | 613 | 727 | 营业费用 | 96 | 198 | 194 | 230 |
| 其他流动资产 | 372 | 502 | 563 | 668 | 管理费用 | 207 | 507 | 540 | 606 |
| 非流动资产 | 2113 | 3103 | 3295 | 3472 | 财务费用 | 62 | 73 | 147 | 163 |
| 长期股权投资 | 438 | 438 | 438 | 438 | 资产减值损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 546 | 763 | 967 | 1159 | 加:投资净收益 | 17 | 15 | 15 | 10 |
| 在建工程 | 123 | 112 | 109 | 108 | 其他收益 | -79 | 13 | 13 | 13 |
| 无形资产 | 395 | 382 | 369 | 356 | 营业利润 | 74 | 148 | 177 | 250 |
| 其他非流动资产 | 611 | 1408 | 1411 | 1412 | 加:营业外净收支 | 19 | 25 | 25 | 20 |
| 资产总计 | 3787 | 5483 | 5918 | 6530 | 利润总额 | 93 | 173 | 202 | 270 |
| 流动负债 | 1710 | 2386 | 2753 | 3274 | 减:所得税费用 | 5 | 9 | 11 | 14 |
| 短期借款 | 1076 | 1197 | 1446 | 1730 | 少数股东损益 | 22 | 13 | 15 | 20 |
| 应付账款 | 386 | 724 | 801 | 950 | 归属母公司净利润 | 66 | 151 | 176 | 235 |
| 其他流动负债 | 247 | 465 | 505 | 593 | EBIT | 217 | 206 | 309 | 403 |
| 非流动负债 | 359 | 1320 | 1320 | 1320 | EBITDA | 270 | 274 | 400 | 518 |
| 长期借款 | 239 | 1200 | 1200 | 1200 | | | | | |
| 其他非流动负债 | 120 | 120 | 120 | 120 | 重要财务与估值指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 负债合计 | 2068 | 3706 | 4073 | 4594 | 每股收益(元) | 0.08 | 0.18 | 0.21 | 0.28 |
| 少数股东权益 | 109 | 122 | 137 | 158 | 每股净资产(元) | 1.93 | 1.97 | 2.03 | 2.12 |
| | | | | | 发行在外股份(百万股) | 835 | 840 | 840 | 840 |
| 归属母公司股东权益 | 1610 | 1655 | 1708 | 1778 | ROIC(%) | 7.7% | 6.2% | 7.5% | 9.0% |
| 负债和股东权益 | 3787 | 5483 | 5918 | 6530 | ROE(%) | 4.1% | 9.1% | 10.3% | 13.2% |
| | | | | | 毛利率(%) | 36.0% | 37.1% | 37.9% | 38.0% |
| 现金流量表(百万元) | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 销售净利率(%) | 4.6% | 6.1% | 6.3% | 7.1% |
| 经营活动现金流 | 113 | -789 | 156 | 174 | 资产负债率(%) | 54.6% | 67.6% | 68.8% | 70.3% |
| 投资活动现金流 | -172 | -188 | -283 | -293 | 收入增长率(%) | -2.7% | 73.8% | 12.2% | 18.8% |
| 筹资活动现金流 | 94 | 977 | 127 | 119 | 净利润增长率(%) | -35.0% | 129.1% | 16.5% | 33.9% |
| 现金净增加额 | 31 | 0 | 0 | 0 | P/E | 226.12 | 99.36 | 85.27 | 63.68 |
| 折旧和摊销 | 54 | 67 | 91 | 115 | P/B | 9.24 | 9.04 | 8.76 | 8.42 |
| 资本开支 | -70 | -271 | -283 | -293 | EV/EBITDA | 62.70 | 68.26 | 47.64 | 37.77 |
| 营运资本变动 | 339 | -1020 | -126 | -197 | | | | | |

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>