CMS 招商证券

强烈推荐-A（维持）

目标价：12 元
当前股价：9.16 元
2019 年 09 月 08 日

埃斯顿 002747.SZ

外延具体方案出炉，打造国际化机器人龙头

埃斯顿发布发行股份及可转换债券购买资产并募集配套资金暨关联交易预案，公司拟通过发行股份及可转债方式，从大股东处购买 Cloos 公司股权，使 Cloos 成为上市公司绝对控股的子公司。该收购不仅增强了公司在机器人应用第一大领域——焊接领域的综合实力，也使埃斯顿成为了真正意义上的国际化机器人公司，具有里程碑意义。

- 拟发行股份和可转换债券方式从大股东处购买资产。公司发布预案，拟发行股份和可转债方式从大股东处购买鼎派机电 51%股权，资产定价以大股东取得该资产的成本价为准，同时拟募集配套资金，若按照购买资产价格与募集配套资金 1:1 假设，则本次发行股份+可转债的总金额约在 15 亿元。发行完成后，上市公司整体资产负债情况将与收购基本保持一致。本次发行股份的定价为 8 元/股，预计增加总股本（考虑转债转股）约在 1.9 亿股左右。
- 引入战略投资者。本次收购 Cloos，公司引入了崇德投资旗下南京乐德，在交易完成后乐德预计将持有 Cloos 10.5%的股权，引入南京乐德主要是基于崇投资在市场及产业投资方面的经验和优势，为推动公司业务发展提供资金源支持，未来崇德投资将继续在整合 Cloos 产业资源、内部管理为公司提供支持。
- Cloos 在中厚板焊接领域全球最强，大幅增厚业绩。Cloos 是全球焊接机器人领军企业，总部位于德国，成立于 1919 年，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。尤其是在中厚板弧焊、激光焊等高难度技术领域，Cloos 拥有全球最领先的技术实力，产品价格较日韩的松下等品牌高 50%以上，产品定位在焊接应用领域的金字塔尖，客户广泛分布在建工机械、船舶制造、轨道交通、煤机等领域。此次收购合作将大幅度提升埃斯顿焊接机器人在行业中的地位，协同效应明显。同时 Cloos 目前在中国地区收入占比依然不高（仅为全球的 15%），收购完成后预计 Cloos 中国区收入将实现高速增长。Cloos 2018 年度（2017.11-2018.10）经德国审计机构审计后的销售额为 1.44 亿欧元，净利润为 1244 万欧元（约 1 亿元），收购 PE 约为 16 倍，远低于公司当前估值，故该收购将大幅增厚公司业绩，消化估值。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	1077	1461	1622	3325	3916
同比增长	59%	36%	11%	105%	18%
营业利润(百万元)	88	102	138	375	520
同比增长	176%	16%	35%	171%	39%
净利润(百万元)	93	101	126	303	424
同比增长	36%	9%	24%	141%	40%
每股收益(元)	0.11	0.12	0.15	0.30	0.41
PE	82.3	75.7	60.7	31.0	22.2
PB	5.0	4.7	4.5	2.7	2.5

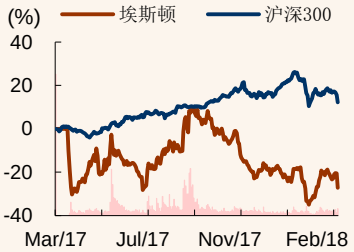
资料来源：公司数据、招商证券（考虑外延并购2020年业绩贡献）

基础数据

上证综指	3000
总股本（万股）	83493
已上市流通股（万股）	72773
总市值（亿元）	76
流通市值（亿元）	67
每股净资产（MRQ）	2.0
ROE（TTM）	7.1
资产负债率	53.9%
主要股东	南京派雷斯特科技
主要股东持股比例	35.54%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	4	-19	-22
相对表现	-4	-21	-43



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

1、《埃斯顿（002747）—毛利率、现金流逆势改善，竞争力不断提升》2019-08-26
2、《埃斯顿（002747）—海外收购落地，增厚业绩显著协同》2019-08-25
3、《埃斯顿（002747）—协同大股东搭建收购平台，加快发展脚步》2019-08-12

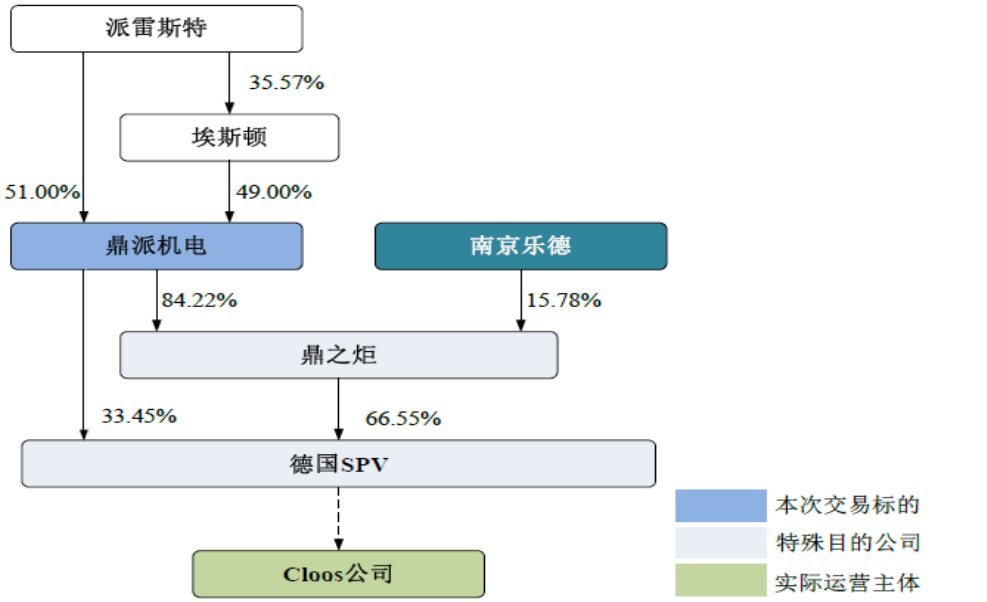
诸凯
zhukai@cmschina.com.cn
S1090518070005

吴丹
wudan6@cmschina.com.cn
S1090518090001

刘荣
liur@cmschina.com.cn
S1090511040001

研究助理
时文博

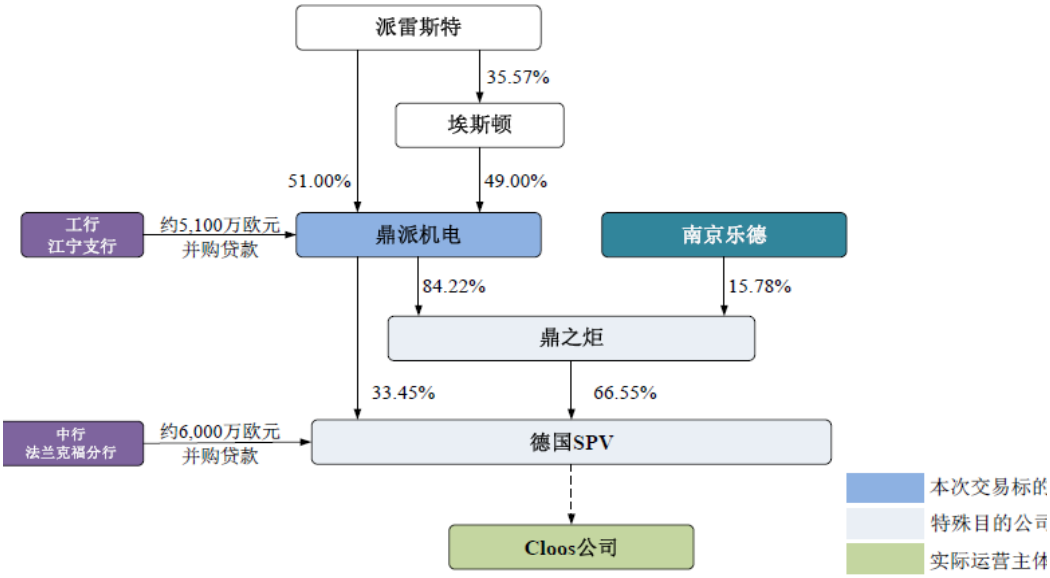
图 1：交易完成前股权结构



资料来源：交易公告，招商证券

公司拟通过发行股份和定向可转债方式从大股东处以成本价购买鼎派机电 51%股权，同时募集配套资金。根据披露股权结构图，大股东通过鼎派机电持有 Cloos 约 45%的股权，本次收购最终定价将根据净资产情况确定，具体资产价格预计在 7 亿多元，若按照配套资金与购买资产金额 1:1 比例，则本次发行股份+可转债的总金额约在 15 亿元左右。收购完成后，上市公司将持有 Cloos 89.5%股权，形成绝对控股。

图 2：交易完成后股权结构



资料来源：交易公告，招商证券

协同效应显著，补齐焊接短板。本次投资是公司继在英国 Trio，德国 M.A.i.之后的又一次并购欧洲企业，埃斯顿将获得国际一流焊接机器人顶尖技术。埃斯顿机器人原优势领域主要在搬运码垛折弯等，在精度要求最高的弧焊、点焊领域，四大等国际巨头牢牢占据垄断地位。而 Cloos 在焊接上拥有悠久历史，特别是在技术难度最大的中厚板焊接自动化领域拥有世界顶尖的客户和领先的市场份额，产品广泛应用在建筑工程机械、商用

车辆、轨道交通等多个领域。通过本次收购，公司将获得全球机器人细分领域一流技术与产品，确立公司在焊接——这个当今工业机器人单一应用占比最大的领域，拥有强大优势，对于公司打入汽车整车等机器人核心应用领域具有重大意义。

中报各项财务指标体现公司竞争力。上半年公司机器人本体仍然增长 10%，六轴占总销量的 80%左右。埃斯顿机器人本体在码垛、上下料、折弯，光伏排版、打磨等应用领域具有明显的市场竞争力优势，如折弯机器人及其工作单元，光伏组件装配机器人及工作单元已经达到国际先进水平，细分市占率在 60%以上。上半年系统集成收入下降约 20%，主要系公司主动控制风险收缩系统集成业务，目前系统集成占机器人板块比重已不足 50%。整体毛利率 36.9%，较上年同期增加 0.7pct，其中机器人板块毛利率 31.2%，较上年同期下降 1.9pct，但本体毛利率同比依然增长，自动化核心部件及运控板块毛利率 42%，较上年同期增长 2.9pct，在传统单体伺服品牌陷入价格战，毛利率不断下滑的背景下，公司仍然能实现毛利率增长，主要系运控完整解决方案具有较高的利润率，收入占比提升拉升整体毛利率。上半年经营现金流净额 4235 万元，同比大增 147%，回款情况显著改善，这主要是由于公司主动放弃回款较慢、风险相对较高的系统集成业务，公司应收账款控制较好，且应收账款中 90%以上为一年内账款。

业绩预测及投资建议。我们预测埃斯顿 19 年收入 16.2 亿元，净利润 1.26 亿元，对应当前 PE 61 倍。虽然短期静态估值较高，但埃斯顿作为国内机器人龙头，在可能的行业景气向上周期中，将具备最大弹性，且外延并购有望增厚公司业绩消化 PE 估值。上市 4 年多来，埃斯顿研发、品牌、规模、客户等实力都有了大幅提升，然而股价近期创下 3 年新低。虽然近期行业较为低迷，但自动化大趋势不可挡，机器人行业终将回暖，我们认为站在当前时点上，埃斯顿外延发展和内生增长在未来两年都将有较大突破，存在较好的长期投资机会。即使不考虑并购协同效应，仅考虑业绩贡献，2020 年公司备考净利润也有望达 3.03 亿元（上市公司 2 亿+Cloos 1 亿），对应增发后的 PE 估值 31 倍。继续强烈推荐，复牌后第一目标价 12 元！

风险提示：机器人自动化行业需求大幅下滑，研发管理等费用持续提升，外延并购进度不及预期。

表 1：半年度业绩回顾

（百万元）	18H1	18H2	19H1	同比	环比
营业收入	725	736	681	-6%	-7%
营业毛利	262	264	251	-4%	-5%
营业费用	43	63	46	7%	-27%
管理研发费用	147	157	153	4%	-3%
财务费用	16	23	21	31%	-9%
投资收益	5	5	9	80%	80%
营业利润	63	39	55	-13%	41%
所得税	6	4	2	-67%	-50%
归属母公司净利润	56	45	57	2%	27%
EPS（元/按最新股本）	0.07	0.06	0.07	0%	17%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：各季度业绩回顾

（百万元）	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2
营业收入	302	422	340	396	321	360
营业毛利	123	140	123	141	125	126
营业费用	18	24	33	31	20	26
管理研发费用	82	65	79	78	86	68
财务费用	6	10	15	8	9	12
投资收益	2	3	3	3	5	3
营业利润	23	40	7	33	19	36
归属母公司净利润	18	38	14	31	19	38
EPS（元/按最新股本）	0.02	0.05	0.02	0.04	0.02	0.05
主要比率						
毛利率	40.5%	33.0%	36.1%	35.6%	39.0%	35.0%
营业费用率	6.1%	5.8%	9.6%	7.8%	6.2%	7.2%
管理费用率	27.1%	15.4%	9.7%	17.4%	18.1%	18.9%
营业利润率	7.6%	10.9%	-0.2%	7.1%	6.7%	10.0%
有效税率	9.0%	7.5%	-108.7	26.3%	7.4%	0.0%
净利率	6.0%	10.6%	2.1%	6.5%	6.6%	12.2%
YoY						
收入	123.7%	48.7%	38.4%	-3.7%	6.2%	-14.8%
归属母公司净利润	35.5%	115.0%	-59.1%	10.5%	4.2%	-1.2%

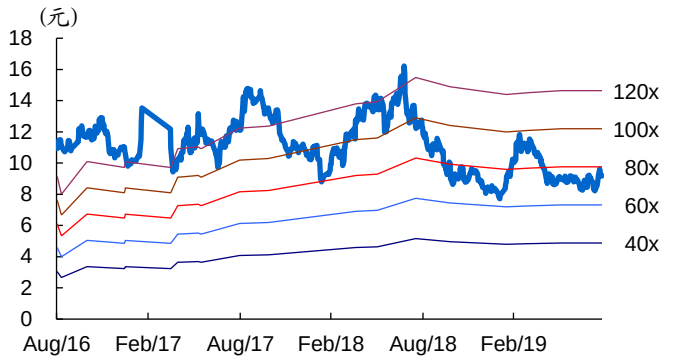
资料来源：公司数据、招商证券

表 3：埃斯顿主营业务收入假设表

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	**483**	**678**	**1077**	**1461**	**1622**	**3325**	**3916**
智能装备核心控制功能部件	404	467	587	726	808	1051	1366
工业机器人及成套设备	79	211	489	735	813	976	1122
Cloos					1236	1298	1428
营业收入增长率	**-5.6%**	**40.4%**	**58.7%**	**35.7%**	**11.0%**	**105.0%**	**17.8%**
智能装备核心控制功能部件	-	15.5%	25.8%	**23.6%**	10.0%	30.0%	30.0%
工业机器人及成套设备	98.6%	167.7%	131.7%	**50.3%**	12.0%	20.0%	15.0%
Cloos					3.0%	5.0%	10.0%
毛利率(%)	**34.7%**	**31.6%**	**33.4%**	**36.0%**	**36.3%**	**36.6%**	**36.8%**
智能装备核心控制功能部件	35.4%	32.7%	36.6%	41.7%	32.0%	33.0%	34.0%
工业机器人及成套设备	31.1%	29.2%	29.6%	30.4%	40.5%	40.0%	40.0%
Cloos					37.0%	37.0%	37.0%

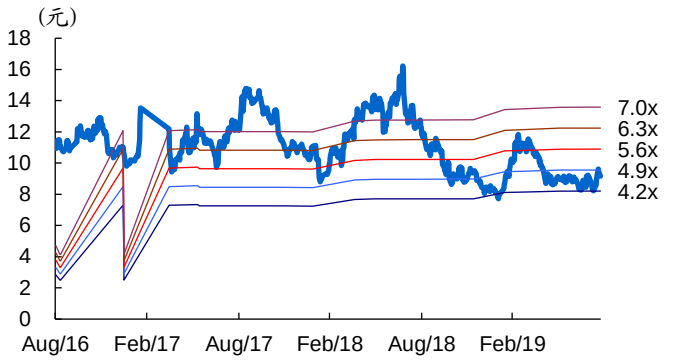
数据来源：招商证券预测（不考虑外延并购业绩贡献）

图 3：埃斯顿历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4：埃斯顿历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	1852	2045	2231	3771	4323
现金	370	316	444	854	968
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	251	270	300	465	470
应收款项	428	594	540	950	1119
其它应收款	23	0	0	0	0
存货	317	355	393	632	742
其他	462	509	554	870	1024
非流动资产	1378	1576	1542	1983	1955
长期股权投资	33	39	39	39	39
固定资产	247	355	358	360	362
无形资产	324	359	323	291	261
其他	773	823	823	1293	1293
资产总计	**3229**	**3621**	**3773**	**5754**	**6279**
流动负债	1177	1576	1329	1729	1868
短期借款	434	887	600	300	200
应付账款	253	210	232	473	556
预收账款	86	83	91	187	219
其他	404	396	405	769	893
长期负债	423	329	651	405	405
长期借款	240	198	198	198	198
其他	183	131	453	207	207
负债合计	**1600**	**1905**	**1980**	**2134**	**2273**
股本	836	838	835	1025	1025
资本公积金	436	474	474	1804	1804
留存收益	266	307	372	638	971
少数股东权益	92	98	112	153	205
归属于母公司所有者权益	1537	1618	1682	3467	3800
负债及权益合计	**3229**	**3621**	**3773**	**5754**	**6279**

现金流量表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	(22)	14	230	(17)	335
净利润	93	101	126	303	424
折旧摊销	28	43	68	65	62
财务费用	14	42	26	14	6
投资收益	(12)	(10)	(10)	(10)	(10)
营运资金变动	(149)	(173)	9	(451)	(207)
其它	3	11	11	62	61
投资活动现金流	(358)	(382)	(24)	(495)	(24)
资本支出	(236)	(226)	(34)	(34)	(34)
其他投资	(122)	(155)	10	(461)	10
筹资活动现金流	596	272	(78)	922	(197)
借款变动	519	383	(312)	(300)	(100)
普通股增加	560	2	(2)	190	0
资本公积增加	(515)	38	0	1330	0
股利分配	(55)	(60)	(60)	(38)	(91)
其他	88	(91)	296	(260)	(6)
现金净增加额	216	(95)	128	411	114

利润表

单位：百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	1077	1461	1622	3325	3916
营业成本	717	935	1034	2107	2474
营业税金及附加	9	10	11	23	28
营业费用	76	106	114	226	266
管理费用	205	191	203	366	392
财务费用	15	39	26	14	6
资产减值损失	(3)	11	10	10	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	12	10	10	10	10
营业利润	88	102	138	375	520
营业外收入	28	22	20	20	20
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	115	124	158	394	540
所得税	14	10	18	50	64
净利润	102	114	140	345	476
少数股东损益	9	13	14	41	52
归属于母公司净利润	93	101	126	303	424
EPS（元）	0.11	0.12	0.15	0.30	0.41

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	59%	36%	11%	105%	18%
营业利润	176%	16%	35%	171%	39%
净利润	36%	9%	24%	141%	40%
获利能力					
毛利率	33.4%	36.0%	36.3%	36.6%	36.8%
净利率	8.6%	6.9%	7.8%	9.1%	10.8%
ROE	6.1%	6.3%	7.5%	8.7%	11.2%
ROIC	3.9%	4.6%	5.6%	8.2%	10.5%
偿债能力					
资产负债率	49.6%	52.6%	52.5%	37.1%	36.2%
净负债比率	20.9%	30.6%	21.1%	8.7%	6.3%
流动比率	1.6	1.3	1.7	2.2	2.3
速动比率	1.3	1.1	1.4	1.8	1.9
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.6	0.6
存货周转率	2.9	2.8	2.8	4.1	3.6
应收帐款周转率	3.0	2.9	2.9	4.5	3.8
应付帐款周转率	3.4	4.0	4.7	6.0	4.8
每股资料（元）					
每股收益	0.11	0.12	0.15	0.30	0.41
每股经营现金	-0.03	0.02	0.27	-0.02	0.33
每股净资产	1.84	1.93	2.01	3.38	3.71
每股股利	0.07	0.07	0.05	0.09	0.12
估值比率					
PE	82.3	75.7	60.7	31.0	22.2
PB	5.0	4.7	4.5	2.7	2.5
EV/EBITDA	91.8	65.9	47.8	24.4	18.9

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

招商机械团队，7 次上榜《新财富》机械行业最佳分析师，连续两年第一名,三年第二名，两年第五名。连续 5 年上榜水晶球卖方机械行业最佳分析师，连续三年第一名。2012、2013 年福布斯中国最佳分析师 50 强。2017 年新财富、金牛最佳分析师第五名、第三名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

强烈推荐: 公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐: 公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性: 公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避: 公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A: 公司长期竞争力高于行业平均水平

B: 公司长期竞争力与行业平均水平一致

C: 公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准:

推荐: 行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性: 行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避: 行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。