

2019年12月04日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

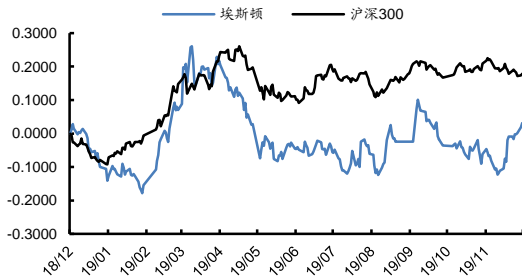
研究所

证券分析师：

范益民 S0350519100001
fanyim01@ghzq.com.cn

PMI 回升至扩张区间，工业机器人弹性有望释放 ——埃斯顿（002747）跟踪点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
埃斯顿	9.9	5.7	3.5
沪深 300	-3.2	-0.9	17.9

市场数据

2019-12-03

当前价格（元）	9.68
52 周价格区间（元）	7.69 - 12.27
总市值（百万）	8082.14
流通市值（百万）	7044.44
总股本（万股）	83493.15
流通股（万股）	72773.18
日均成交额（百万）	67.03
近一月换手（%）	16.24

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

中国国家统计局和物流与采购联合会公布 11 月官方制造业采购经理人指数 PMI 升至 50.2，达到近半年以来的最高水平，环比 10 月的 49.3 提升 0.9pct；财新网 11 月财新 PMI 为 51.8，保持了连续 5 个月的回升，达到 2017 年以来最高水平。

投资要点：

- PMI 回升将提升工业机器人需求弹性：**2018 年三季度以来，受贸易摩擦影响，下游制造业投资意愿下降。根据 IFR，我国 2018 年工业机器人销量 15.4 万台，同比下降 1.4%。2019 年以来制造业投资延续低迷态势，国内工业机器人需求出现波动，公司前三季度营收同比下降 9.1%，归母净利润同比下降 18.9%。而自 9 月以来，专用设备制造业，计算机、通信和电子设备等行业的固定资产投资完成额同比增速出现温和上升态势，而官方及财新制造业 PMI 指数的强劲反弹或意味着制造业复苏正从少数行业逐步向其他领域蔓延。虽然中美贸易摩擦走向存在不确定性，并将会影响我国制造业升级进程并减弱投资意愿，但我国将长期作为全球的制造业中心，劳动力价格上涨及劳动人口紧缺将是推动机器替人和自动化智能化升级长期驱动力。工业机器人作为工业自动化领域最具周期属性的品种将在制造业回暖过程中展现向上弹性。
- 并购德国百年 Cloos，切入高端焊接机器人领域：**公司欲通过向控股股东发行股份及可转债方式完全控股鼎派机电，并间接持有 Cloos 公司 89.5% 股份。Cloos 公司是全球焊接机器人领军企业，拥有百年历史及顶尖的焊接机器人技术及产品，主要产品包括自动焊接解决方案，机器人及焊接产品，机器人售后、维修、培训等额外服务；下游主要面向工程机械、商用车辆、农用机械及轨道交通等行业。Cloos 公司 2018 年收入 1.44 亿欧元，净利润 1240 万欧元，本次收购整体估值为 1.96 亿欧元，对应 2018 年利润为 16 倍市盈率。公司通过并购 Cloos 进一步向工业机器人高端焊接应用领域衍生，并在薄板中高端焊接机器人工作站市场以及机器人激光焊接市场开辟新的业务增长点。
- 给予“买入”评级。**暂不考虑收购 Cloos 对公司业绩贡献，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 14.83 亿元、20.00 亿元、25.60 亿元，归母净利润分别为 1.06 亿元、1.44 亿元、1.97 亿元，对应当前

股价，动态 PE 分别为 76、56、41 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

- **风险提示：**制造业复苏不及预期；竞争加剧毛利率下滑风险；收购进展不达预期；海外并购整合效果不达预期风险等。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	1461	1483	2000	2560
增长率(%)	16%	1%	35%	28%
归母净利润（百万元）	101	106	144	197
增长率(%)	16%	5%	36%	37%
摊薄每股收益（元）	0.12	0.13	0.17	0.24
ROE(%)	5.90%	5.89%	7.52%	9.58%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：埃斯顿盈利预测表（暂未考虑收购对公司业绩的影响）

证券代码:	002747.SZ				股价:	9.68	投资评级:	买入	日期:	2019-12-03
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E	
盈利能力					每股指标					
ROE	6%	6%	8%	10%	EPS	0.12	0.13	0.17	0.24	
毛利率	36%	36%	36%	36%	BVPS	1.93	2.03	2.15	2.31	
期间费率	24%	31%	30%	29%	估值					
销售净利率	7%	7%	7%	8%	P/E	80.09	76.17	56.18	41.01	
成长能力					P/B	5.01	4.77	4.51	4.18	
收入增长率	16%	1%	35%	28%	P/S	5.55	5.45	4.04	3.16	
利润增长率	16%	5%	36%	37%						
营运能力					利润表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	
总资产周转率	0.40	0.40	0.50	0.59	营业收入	1461	1483	2000	2560	
应收账款周转率	1.64	1.64	1.64	1.64	营业成本	935	945	1276	1637	
存货周转率	2.63	2.63	2.63	2.63	营业税金及附加	10	10	14	18	
偿债能力					销售费用	106	105	142	182	
资产负债率	53%	52%	52%	53%	管理费用	191	311	400	486	
流动比	1.30	1.37	1.42	1.47	财务费用	39	39	49	59	
速动比	1.07	1.14	1.14	1.15	其他费用/（-收入）	(1)	20	18	17	
资产负债表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	102	92	137	195	
现金及现金等价物	316	413	133	(145)	营业外净收支	21	39	37	41	
应收款项	891	905	1221	1562	利润总额	124	131	174	236	
存货净额	355	363	490	629	所得税费用	10	13	21	31	
其他流动资产	482	489	659	844	净利润	114	118	153	205	
流动资产合计	2045	2170	2504	2890	少数股东损益	13	12	9	8	
固定资产	355	389	398	399	归属于母公司净利润	101	106	144	197	
在建工程	144	87	52	24	现金流量表（百万元）	2018	2019E	2020E	2021E	
无形资产及其他	359	354	336	318	经营活动现金流	14	153	(228)	(212)	
长期股权投资	39	39	39	39	净利润	114	118	153	205	
资产总计	3621	3717	4007	4349	少数股东权益	13	12	9	8	
短期借款	887	887	887	887	折旧摊销	42	42	44	43	
应付款项	421	430	581	745	公允价值变动	0	0	0	0	
预收帐款	83	84	113	145	营运资金变动	(154)	(38)	(794)	(861)	
其他流动负债	185	185	185	185	投资活动现金流	(382)	24	26	27	
流动负债合计	1576	1586	1767	1962	资本支出	(132)	24	26	27	
长期借款及应付债券	198	198	198	198	长期投资	(5)	0	0	0	
其他长期负债	131	131	131	131	其他	(245)	0	0	0	
长期负债合计	329	329	329	329	筹资活动现金流	464	(32)	(43)	(59)	
负债合计	1905	1915	2095	2291	债务融资	411	0	0	0	
股本	838	835	835	835	权益融资	7	0	0	0	
股东权益	1716	1802	1912	2058	其它	46	(32)	(43)	(59)	
负债和股东权益总计	3621	3717	4007	4349	现金净增加额	97	145	(245)	(245)	

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【机械组介绍】

范益民，上海交通大学工学硕士，5年工控自动化产业经历，4年机械行业研究经验，目前主要负责机械行业上市公司研究。

【分析师承诺】

范益民，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；
增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；
中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。