

2021年06月22日

全生态产业平台助飞机器人龙头, 并购 Cloos 协同效应已显

增持 (维持)

证券分析师 周尔双

执业证号: S0600515110002
021-60199784

zhouershu@dwzq.com.cn

证券分析师 朱贝贝

执业证号: S0600520090001
zhubb@dwzq.com.cn

事件: 6月21日埃斯顿公告, 为围绕公司两大核心业务进行生态链建设, 拟与派雷斯特等6家公司共同签署产业投资基金合伙协议, 以进一步构建覆盖从自动化部件及运动控制系统、工业机器人及集成应用的智能制造系统的全产业链, 基金认缴出资总额预计为10亿元人民币。

投资要点

■ 参投产业投资基金, 构建全生态产业平台

本次参投产业投资基金, 主要为围绕两大核心业务构建全生态产业平台, 推动公司产业快速扩张。一方面, 公司将充分利用南京市产业基金及江宁经开产业基金的资本背景, 提高公司在南京地区的影响力与知名度, 加快对南京本地产业链资源整合的步伐; 另一方面, 公司将积极推动产业及上下游的并购整合, 绑定公司认可的供应商、集成商与大客户, 从而建立长而稳定的战略合作关系。

■ 外延并购, 产业链布局逐步完善

2016年起公司围绕机器人产业链持续进行外延并购, 先后收购英国TRIO (提升公司在运动控制领域的技术实力), 控股意大利 Euclid (布局机器人三维视觉技术), 参股美国 BARRETT (布局微型伺服驱动器/协作机器人/康复机器人等领域), 德国 M.A.i.公司 (进军高端系统集成领域), 为公司在运动控制解决方案、智能化协作、三维视觉技术等方面的发展战略奠定了坚实基础。2020年公司完成了全球焊接机器人龙头 Cloos 的并购重组, 使得公司在焊接机器人领域跻身全球第一梯队。

■ 收购 Cloos 协同效应凸显, “万台”战略目标有望快速达成

2021年6月17日, 公司全资子公司 Cloos 首次亮相第25届埃森展, 并发布多款焊接机器人新品和焊接应用解决工艺, 适用于超高速焊接、全自动焊接、多材料焊接等多种应用场景, 展现出在焊接机器人领域超强的技术实力。

短期来看, 公司并购 Cloos 的协同效应已显。2021年以来凭借在焊接机器人领域深厚的积累, Cloos (中国) 分别与三一重装和河南骏通签订了1/0.9亿元大订单, 目前在手订单充足, 将保障全年业绩高速增长。

长期来看, 1) 焊接自动化趋势明显: 焊接是显性刚需, 广泛应用于工程机械等诸多领域。然而近年由于焊接工人的不断流失与焊接环境愈发恶劣, 焊接自动化需求不断增强, 焊接机器人市场前景广阔。2) 强强联手补足中薄板短板: Cloos 以焊接零部件制造起家, 拥有百余年的焊接工艺积累, 在中厚板焊接领域的实力全球领先; 由于发展战略问题与缺乏大股东支持, 虽拥有不逊于人的中薄板技术实力, 但在中薄板领域的发展十分迟滞。与埃斯顿强强联手后, Cloos 有望借助埃斯顿的资金与市场优势, 迅速在国内推广其中薄板技术与产品, 弥补其在中薄板领域的短板。

我们认为埃斯顿通过与 Cloos 强强联手, 兼具技术、产业链、资金等多重优势, 有望快速提升在国内焊接机器人市场的份额, 达成工业机器人的“万台”战略目标, 进而实现规模效应提升盈利水平。

■ **盈利预测与投资评级:** 基于自动化的旺盛需求以及公司在全产业链布局的成效逐步体现, 我们预计2021-2023年的归母净利润分别为2.4/3.5/4.7亿 (前值为2021年2.2亿、2022年3.2亿、2023年4.0亿), 当前市值对应2021-2023年PE为133、90、68倍, 维持“增持”评级。

■ **风险提示:** 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)	38.83
一年最低/最高价	10.93/40.00
市净率(倍)	18.39
流通 A 股市值(百万元)	28738.67

基础数据

每股净资产(元)	2.11
资产负债率(%)	65.40
总股本(百万股)	840.61
流通 A 股(百万股)	740.12

相关研究

- 1、《埃斯顿 (002747): 20 年报 & 21Q1 季报点评: 业绩符合市场预期, 工业机器人龙头起飞在即》2021-05-05
- 2、《埃斯顿 (002747): Q3 业绩大幅增长, 机器人龙头受益于行业回暖》2020-10-30
- 3、《埃斯顿 (002747): 并购 Cloos 贡献收入, 外延并购完善产业链布局》2020-08-28

表 1: Cloos 新款焊接机器人系列

名称	应用场景	优势
EWAS 系列	薄板焊接	具有超长臂展，在大尺寸工件的焊接，激光切割方面具有较强的竞争优势。系列中高端产品能承担高负重，且满足多种配件的加装，适用于更复杂的应用场景。
QWAS 系列	中薄板焊接	融合 Cloos 的焊接应用工艺，具备强大的焊接应用工艺软件包，操作更加便捷，在碳钢，铝合金，有色金属材料领域具有极强的竞争优势。
QRC 系列	多应用场景	采用经典型腕关节，最大可负荷重 8/15/10kg 的焊枪、割炬或其他工具。腕关节上装有自动更换工具装置，使一台机器人具备多种工艺，应用范围更广泛。

数据来源：Estun 公众号，东吴证券研究所

表 2: Cloos 新发布焊接工艺

名称	应用场景	优势
深熔焊	厚板焊接	深熔焊可以在保证熔深的同时进行坡口尺寸优化以减少焊材的消耗，减少成本，提高效率，且具有深熔深、低飞溅、弧长控制和动态控制等效果。
动态焊	超薄板焊接	将脉冲焊和焊丝缓冲功能完美结合，并且可以实现频率高达 180 赫兹的送丝和回抽。综合而言该工艺热输入量低，飞溅极低，同时焊接速度极快。
双丝焊	厚薄皆宜	通过两条 MIG/MAG 电弧的完美配合，大幅提升焊接速度，并有效减少材料变形及后期处理，实现 1+1>2 的效果。
激光复合焊	厚薄皆宜	激光焊接和 MIG 技术的有机结合，能同时享受两种技术的高效和便利。该技术还具有熔深大、热输出小、速度超快等特点。
精细控制焊	薄板焊接	飞溅极低的 MIG/MAG 短弧工艺，适用于混合气体和二氧化碳的焊接应用，几乎不需要进行后期处理。

数据来源：Estun 公众号，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)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	2540	3597	4313	5164	营业收入	2510	3691	4580	5483
现金	610	512	500	600	减:营业成本	1654	2366	2894	3461
应收账款	739	1517	1882	2253	营业税金及附加	16	23	29	35
存货	638	843	1031	1233	营业费用	223	258	321	356
其他流动资产	552	726	900	1078	管理费用	359	717	863	1003
非流动资产	3145	2867	2907	2938	财务费用	101	109	124	138
长期股权投资	105	105	105	105	资产减值损失	-2	0	0	0
固定资产	717	783	839	886	加:投资净收益	36	15	15	10
在建工程	177	83	55	46	其他收益	-63	16	16	16
无形资产	475	459	443	427	营业利润	132	248	380	516
其他非流动资产	1671	1437	1465	1474	加:营业外净收支	26	25	25	20
资产总计	5685	6464	7220	8102	利润总额	158	273	405	536
流动负债	2081	2666	3284	3983	减:所得税费用	7	12	18	23
短期借款	912	912	1140	1435	少数股东损益	23	21	31	41
应付账款	522	778	952	1138	归属母公司净利润	128	241	356	471
其他流动负债	646	976	1192	1410	EBIT	292	342	489	644
非流动负债	1617	1718	1718	1718	EBITDA	384	422	584	752
长期借款	1099	1200	1200	1200					
其他非流动负债	518	518	518	518					
负债合计	3697	4384	5002	5701	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	248	269	300	341	每股收益(元)	0.15	0.29	0.42	0.56
归属母公司股东权益	1739	1811	1918	2059	每股净资产(元)	2.07	2.15	2.28	2.45
负债和股东权益	5685	6464	7220	8102	发行在外股份(百万股)	840	841	841	841
					ROIC(%)	8.8%	8.3%	11.1%	13.1%
					ROE(%)	7.4%	13.3%	18.6%	22.9%
					毛利率(%)	34.1%	35.9%	36.8%	36.9%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	5.1%	6.5%	7.8%	8.6%
经营活动现金流	321	38	144	274	资产负债率(%)	65.0%	67.8%	69.3%	70.4%
投资活动现金流	-325	-69	-135	-139	收入增长率(%)	76.6%	47.0%	24.1%	19.7%
筹资活动现金流	-123	-67	-21	-35	净利润增长率(%)	94.8%	87.8%	47.9%	32.4%
现金净增加额	-112	-98	-12	100	P/E	254.67	135.63	91.69	69.27
折旧和摊销	92	79	95	108	P/B	18.76	18.02	17.02	15.85
资本开支	-236	-127	-135	-139	EV/EBITDA	94.61	87.79	64.47	51.00
营运资本变动	-769	-303	-338	-346					

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>

