疫情延迟 Cloos 收入确认，下半年公司经营向好可期

——埃斯顿 2020 年半年度业绩点评

买入|维持

事件：

8 月 27 日，公司发布 2020 年半年报，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%。

- **Cloos 并表增厚业绩，预计下半年公司业绩趋势向好。**

分产品看，Cloos 半年报从 1 月 1 日并表，带动公司机器人和智能制造业务同比增长 156.32%、收入达 8.27 亿元；进入二季度后，公司机器人业务需求旺盛，通用机器人迅速抢占市场份额成效显著。但 3、4 月份 Cloos 业务受疫情影响，部分项目交付延后。自动化核心部件收入 3.46 亿元，由于解决方案业务的大客户占比增大导致个别地区产品交付受影响，整体业务同比下降 3.62%，疫情影响已经基本消除、下半年预计会持续增长。5 月份 Cloos 已恢复正常，目前订单和运营情况良好，且国内进入二季度后下游自动化需求逐步释放，我们认为，公司下半年经营将继续趋势向好。

- **经营效率稳健提升，经营现金流大幅增长。**

20H1 整体毛利率 36.85%，同比持平，其中工业机器人毛利率同比+4.32pct 至 35.42%，核心部件毛利率同比-1.74pct 至 40.25%，主因受疫情影响的个别行业和地区产品毛利率较高。上半年公司谨慎选择行业和客户，优质客户数量不断增加，现金回款能力进一步提高，经营活动现金流量净额 0.7 亿元，同比增加 66.4%。由于上半年并购的利息支出和并购费用支出增加，使得归母净利润同比仅增加 8.72%，预计后续影响因素将逐步消除。

- **机器人行业持续复苏，并购+重磅战投助力公司迈向全球第一阵营。**

Cloos 德国百年焊接专家的加入，埃斯顿一方面将加强 Cloos 中厚板焊接业务在中国的发展、另一方面也积极发展 Cloos 的中薄板国内焊接市场，将为公司发展带来积极影响。公司定增预案也已确定、募资约 10 亿元，引入三名背景雄厚的战投，即代表国家级基金对公司技术、产品、竞争力的认可，也有望给公司带来战投方领先的国内国外核心技术、市场、渠道、品牌等资源。此外，随着汽车工业投资触底、3C 投资持续增长，工业机器人行业从 19 年四季度起逐渐复苏，二季度走出疫情影响后仍延续 19 年底的复苏趋势，上半年工业机器人产量同比增长 10%。且疫情催生生产制造企业对自动化提升的需求，企业增加购置自动化设备来替代人工需求更为强烈。

- **投资建议与盈利预测**

预计公司 20-22 年归母净利润 2.05/2.856/3.48 亿元，EPS 为 0.24/0.34/0.41 元，对应 PE 分别为 66/48/39X，维持“买入”评级。

- **风险提示**

市场竞争加剧；下游需求不及预期；公司并购产生的协同整合效果不明显。

附表：盈利预测

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	1461	1421	2686	3449	4085
收入同比（%）	36	-3	89	28	18
归母净利润(百万元)	101	66	205	285	348
归母净利润同比(%)	9	-35	212	39	22
ROE（%）	6.3	4.1	10.9	13.1	13.8
每股收益（元）	0.12	0.08	0.24	0.34	0.41
市盈率(P/E)	134.40	206.89	66.29	47.81	39.04

资料来源：Wind,国元证券研究中心

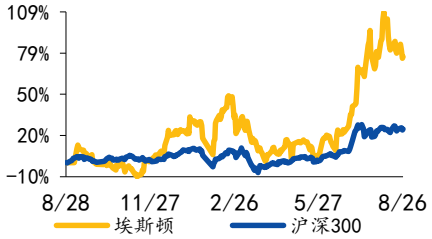
当前价/目标价：16.19 元/20 元

目标期限：6 个月

基本数据

52 周最高/最低价（元）：	19.17 / 8.23
A 股流通股（百万股）：	730.06
A 股总股本（百万股）：	840.26
流通市值（百万元）：	11819.73
总市值（百万元）：	13603.88

过去一年股价走势



资料来源：Wind

相关研究报告

《国元证券公司研究-埃斯顿（002724）点评报告：国家级战投入股+行业景气，厚积薄发迈向新征程》2020.07.26

《国元证券*公司研究*埃斯顿 2019 年年报及 2020 年一季报点评：经营现金流创新高，经营能力持续提升》2020.04.28

报告作者

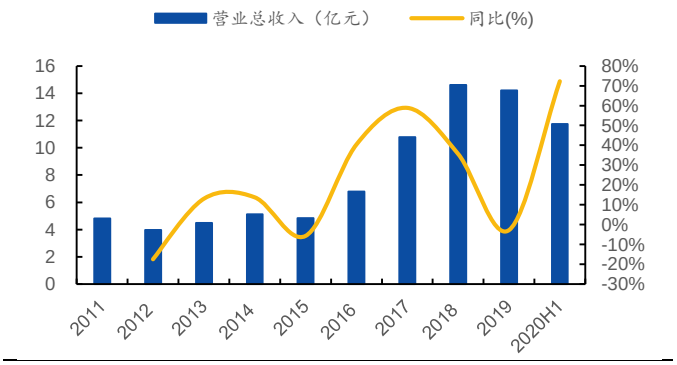
分析师　满在朋

执业证书编号　S0020519070001

电话　021-51097188-1851

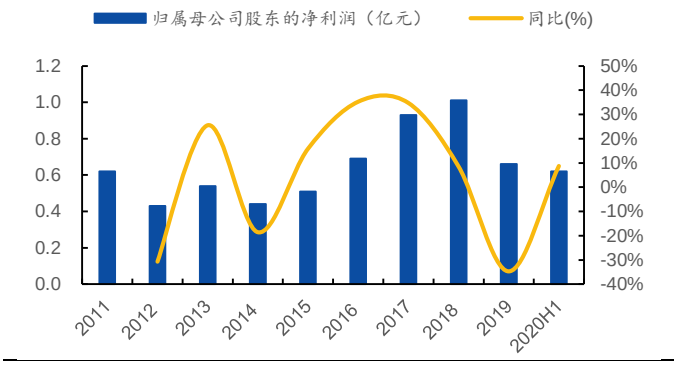
邮箱　manzaipeng@gyzq.com.cn

图 1：2020H1 埃斯顿营收同比+72%



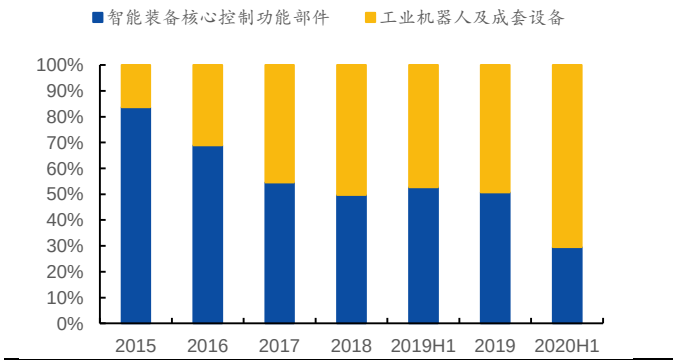
资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 2：2020H1 埃斯顿归母净利润同比+8.7%



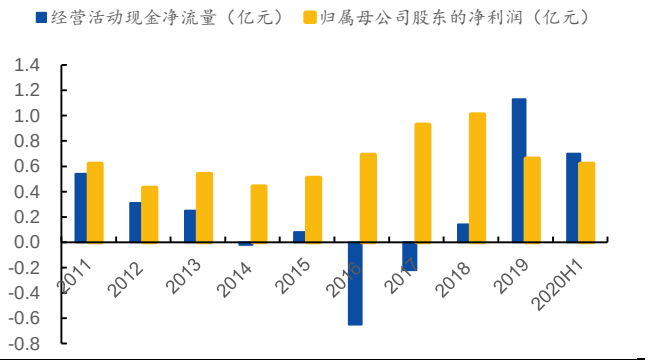
资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 3：2020H1 埃斯顿各业务收入拆分



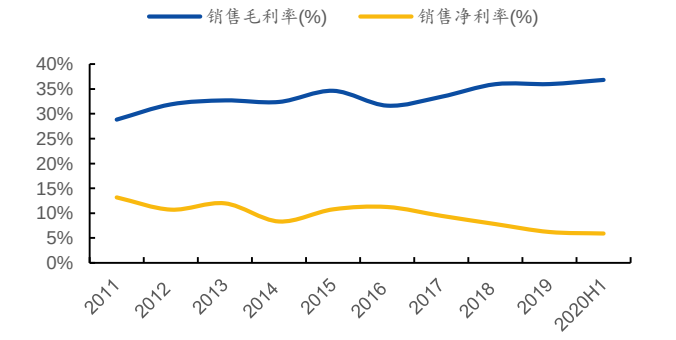
资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 4：2020H1 埃斯顿经营现金流净额同比+66.4%



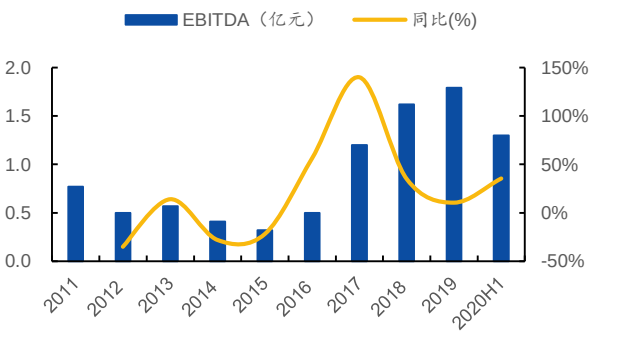
资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 5：2020H1 埃斯顿毛利率 36.9%、净利率 5.9%



资料来源：Wind,国元证券研究中心

图 6：2020H1EBITDA 同比+35.4%



资料来源：Wind,国元证券研究中心

财务预测表

资产负债表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2045	1674	2563	3718	4992
现金	316	309	350	1206	2101
应收账款	594	596	766	818	1034
其他应收款	27	24	50	63	74
预付账款	17	17	50	50	50
存货	355	330	838	967	1018
其他流动资产	735	399	509	613	714
非流动资产	1576	2113	2896	2997	3023
长期投资	39	438	104	104	104
固定资产	355	422	537	622	628
无形资产	359	395	414	432	450
其他非流动资产	823	857	1841	1839	1840
资产总计	3621	3787	5459	6714	8015
流动负债	1576	1710	2286	2529	2739
短期借款	887	966	927	947	937
应付账款	226	240	430	556	657
其他流动负债	463	503	929	1026	1145
非流动负债	329	359	1156	1842	2534
长期借款	198	239	934	1630	2326
其他非流动负债	131	120	221	212	208
负债合计	1905	2068	3441	4372	5273
少数股东权益	98	109	136	173	219
股本	838	835	840	840	840
资本公积	522	512	512	512	512
留存收益	305	311	516	801	1149
归属母公司股东权益	1618	1610	1882	2170	2523
负债和股东权益	3621	3787	5459	6714	8015

现金流量表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	14	113	182	371	401
净利润	114	88	232	322	394
折旧摊销	43	60	65	77	86
财务费用	39	62	81	119	152
投资损失	-10	-17	-40	-40	-40
营运资金变动	-163	-68	-273	-74	-166
其他经营现金流	-9	-12	117	-33	-24
投资活动现金流	-382	-172	-867	-115	-46
资本支出	226	116	118	112	44
长期投资	94	45	-334	0	0
其他投资现金流	-61	-11	-1083	-2	-2
筹资活动现金流	272	94	725	600	539
短期借款	453	79	-39	20	-10
长期借款	-42	41	696	696	696
普通股增加	2	-3	5	0	0
资本公积增加	14	-10	0	0	0
其他筹资现金流	-154	-13	63	-115	-147
现金净增加额	-94	31	41	856	894

利润表					单位:百万元
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1461	1421	2686	3449	4085
营业成本	935	910	1676	2148	2546
营业税金及附加	10	11	18	21	24
营业费用	106	96	190	200	210
管理费用	191	188	349	414	490
研发费用	113	129	188	259	286
财务费用	39	62	81	119	152
资产减值损失	-11	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	10	17	40	40	40
营业利润	102	74	250	354	438
营业外收入	22	20	21	20	20
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	124	93	269	374	457
所得税	10	5	37	52	63
净利润	114	88	232	322	394
少数股东损益	13	22	27	37	46
归属母公司净利润	101	66	205	285	348
EBITDA	185	196	396	550	675
EPS（元）	0.12	0.08	0.24	0.34	0.41

主要财务比率					
会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	35.7%	-2.7%	89.0%	28.4%	18.4%
营业利润(%)	16.0%	-27.6%	237.2%	41.8%	23.7%
归属母公司净利润(%)	8.8%	-35.0%	212.1%	38.6%	22.5%
获利能力					
毛利率(%)	36.0%	36.0%	37.6%	37.7%	37.7%
净利率(%)	6.9%	4.6%	7.6%	8.3%	8.5%
ROE(%)	6.3%	4.1%	10.9%	13.1%	13.8%
ROIC(%)	5.4%	6.1%	8.1%	11.1%	13.3%
偿债能力					
资产负债率(%)	52.6%	54.6%	63.0%	65.1%	65.8%
净负债比率(%)	58.2%	63.6%	59.7%	63.4%	65.5%
流动比率	1.30	0.98	1.12	1.47	1.82
速动比率	1.07	0.79	0.75	1.09	1.45
营运能力					
总资产周转率	0.43	0.38	0.58	0.57	0.55
应收账款周转率	3	2	4	4	4
应付账款周转率	3.91	3.91	5.00	4.36	4.20
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.12	0.08	0.24	0.34	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	0.02	0.13	0.22	0.44	0.48
每股净资产(最新摊薄)	1.93	1.92	2.24	2.58	3.00
估值比率					
P/E	134.40	206.89	66.29	47.81	39.04
P/B	8.41	8.45	7.23	6.27	5.39
EV/EBITDA	77	73	36	26	21

投资评级说明

（1）公司评级定义		（2）行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。 本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、 分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本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投资银行业务服务或其他服务。

免责条款

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：（0551）62207952	传真：（021）68869125
	电话：（021）51097188