

强烈推荐-A (维持)

信捷电气 603416.SH

目标估值: 57-59 元

当前股价: 45.71 元

2020 年 07 月 08 日

自动化行业持续复苏, 伺服正在成长为支柱业务

基础数据

上证综指	3345
总股本(万股)	14056
已上市流通股(万股)	9122
总市值(亿元)	64
流通市值(亿元)	42
每股净资产(MRQ)	8.9
ROE(TTM)	14.4
资产负债率	19.0%
主要股东	李新
主要股东持股比例	35.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	20	55	82
相对表现	2	43	61



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《信捷电气(603416)一业绩增长超预期, 伺服正在成长为支柱业务》2020-04-22
- 2、《信捷电气(603416)一伺服与 PLC 增长将加速, 口罩机解决方案带来新增量》2020-03-04
- 3、《信捷电气(603416)一收入持续高速增长, 伺服、中型 PLC 业务稳步推进》2018-08-24

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

普绍增

pushaozeng@cmschina.com.cn
S1090520060001

公司是国产小型 PLC 领先企业, 具有较强的技术、渠道优势。借助 PLC 业务的影响与渠道优势, 公司比较成功的推动了伺服的搭售使用比例。近几年, 公司伺服业务产品品质也有较大提升, 业内口碑反应较好, 预计公司伺服业务市占率、盈利能力有望持续提高, 并可能成为公司主要业务板块。目前, 自动化行业持续复苏, 公司 PLC、伺服业务有望充分受益。维持“强烈推荐-A”评级, 上调盈利预测, 上调目标价为 57-59 元。

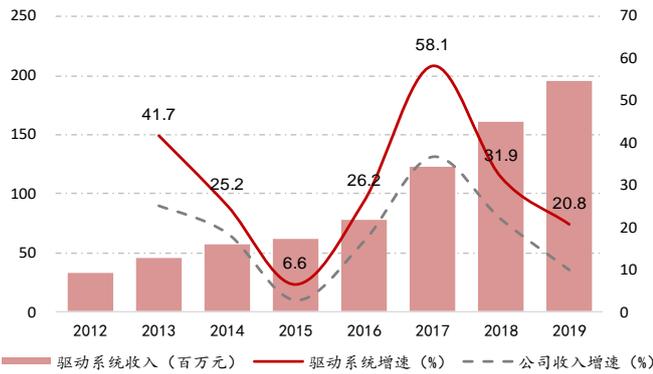
- 国产小型 PLC 国内龙头, 显著受益于自动化行业持续复苏。公司是国产小型 PLC 龙头, 市占率在 6% 左右, 在国内市场排名第 4, 国产企业排名第 1。公司小型 PLC 业务较内资企业有先发优势, 较外资企业具备价格、服务、相应速度上的优势。公司产品已有较好的影响力, 也重视经销网络建设, 掌握了 170 个以上核心经销商。中型 PLC 产品也开始进入市场推广期。目前, 工控自动化行业持续复苏, 公司有望充分受益。
- 伺服正在成长为支柱业务。借助 PLC 业务的客户群体, 公司伺服产品近几年实现了较快增长。目前公司平均 1 台 PLC 出货大概搭售 0.3 台伺服系统。公司伺服产品品质近几年提升较快, 业内评价提升比较显著。而行业上看, 中小型自动化典型应用中, 1 台 PLC 一般搭配 2 台以上伺服系统, 伺服市场规模更大, 增长与国产化替代都更快。我们预计供公司伺服市占率、盈利能力都有望继续提高, 可能快速增长。
- 针对性定制方案提升产品打击力与粘性。在现有 PLC、伺服、HMI 等主要产品基础上, 公司针对性包装、机床、木工、纺织等领域推出了 50 个以上的细分行业解决方案。贴紧应用场景的解决方案能更快的进入客户体系, 并形成好的粘性, 附加值也更高。此外, 公司围绕行业解决方案布局了工业互联网、机器视觉、机器人业务, 有望逐步成为公司新增长的来源。
- 投资建议: 维持“强烈推荐-A”评级, 考虑到自动化行业持续复苏, 上调公司盈利预测, 上调目标价至 57-59 元。
- 风险提示: 疫情影响公司海外供应链, 自动化行业复苏不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	590	650	871	1132	1449
同比增长	22%	10%	34%	30%	28%
营业利润(百万元)	173	187	267	348	434
同比增长	12%	8%	43%	30%	25%
净利润(百万元)	149	163	233	303	377
同比增长	20%	10%	43%	30%	25%
每股收益(元)	1.06	1.16	1.66	2.15	2.68
PE	43.2	39.3	27.6	21.2	17.0
PB	6.1	5.3	4.6	3.9	3.4

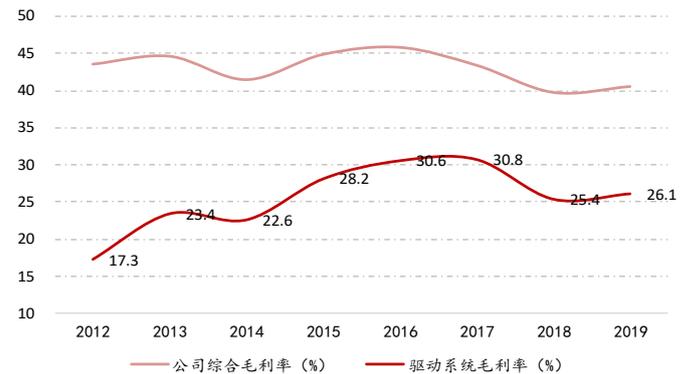
资料来源: 公司数据、招商证券

图 1 公司伺服业务增速高于公司整体增速



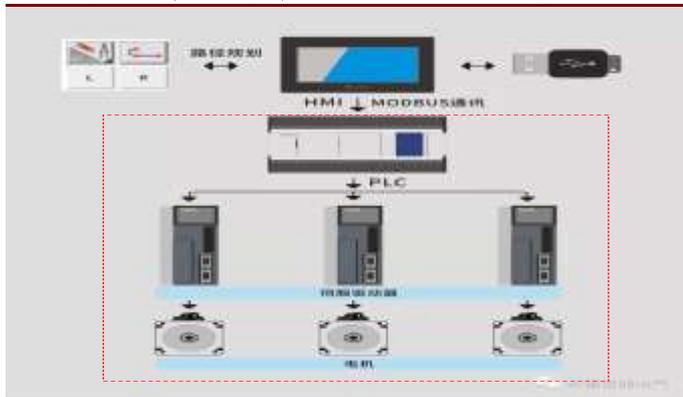
资料来源: Wind、招商证券

图 2 公司伺服业务盈利能力持续提升



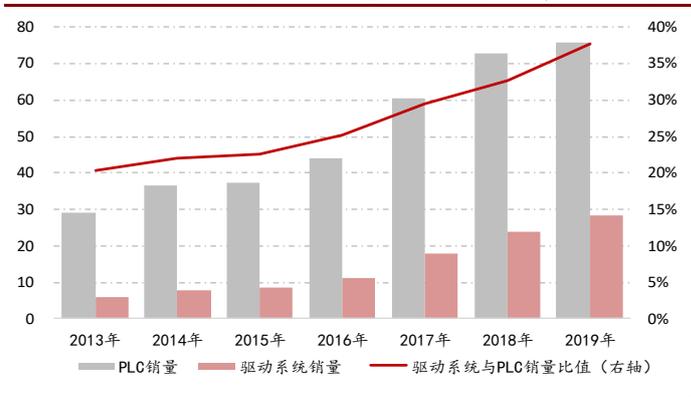
资料来源: Wind、招商证券

图 3 自动化解决方案中 1 台 PLC 一般搭配多台伺服



资料来源: 公司官网、招商证券

图 4 公司驱动系统与 PLC 销量比值持续上升 (万台)



资料来源: 公司公告、招商证券

表 1: 公司大力投入伺服相关产能 (单位, 百万元)

序号	项目名称	总投资	投入募集资金	备注
1	运动型 PLC、高端伺服系统生产线建设项目	153.4	153.4	形成 1.7 万台运动型 PLC、6.5 万台高端伺服产能
2	智能控制系统及装置生产线建设项目	128.8	128.8	形成 3000 套智能机器视觉装备及其他智能控制系统
3	企业技术中心建设项目	44.5	44.5	
4	营销网络建设项目	43.3	43.3	
5	补充流动资金	35.0	35.0	
合计		405.0	405.0	

资料来源: 公司公告、招商证券

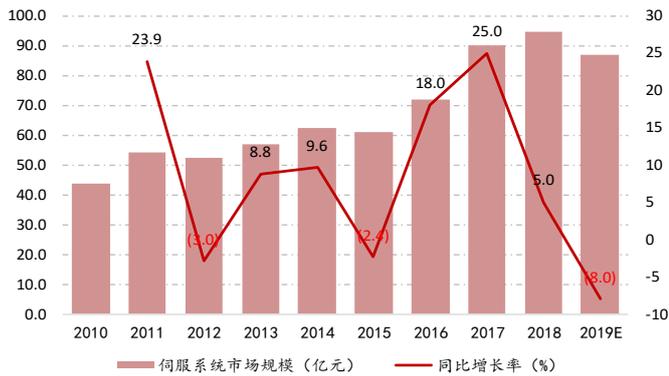
注: (1) 20190413:由于原募投项目智能控制系统及装置生产线建设项目缩减投资规模, 公司拟将该项目剩余募集资金中的 4000 万元变更为投入运动型 PLC、高端伺服系统生产线建设项目。(2) 受疫情影响, 施工进度受到影响等原因, 公司将“运动型 PLC、高端伺服系统生产线建设项目”的建设期间由原定 2019 年 12 月延长至 2020 年 12 月。

表 2: 运动型 PLC、高端伺服系统生产线建设项目进展 (截至 2019 年年报)

(百万元)	预算数	期初余额	本期增加金额	本期其他减少金额	期末余额	工程累计投入占预算比例 (%)	工程进度 (%)
运动型 PLC、高端伺服系统生产线建设项目	193.4	3.7	31.4	0.4	34.7	88.48	90.15

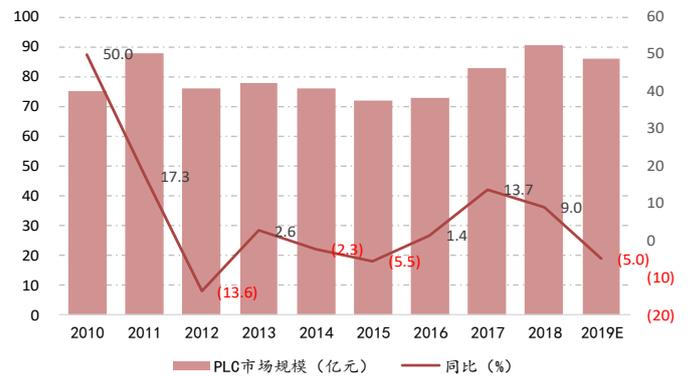
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5 伺服行业市场规模及增速



资料来源：工控网、招商证券

图 6 PLC 行业市场规模及增速



资料来源：工控网、招商证券

注：上述 PLC 市场包括微型、小型、中型、大型 PLC，其占比一般分为 1%、41%、32%、26%。信捷主要生产销售小型 PLC

图 7 公司整体工控自动化解决方案示意图



资料来源：公司公告、招商证券

图 8 公司行业解决方案主要面对下游



资料来源：公司官网、招商证券

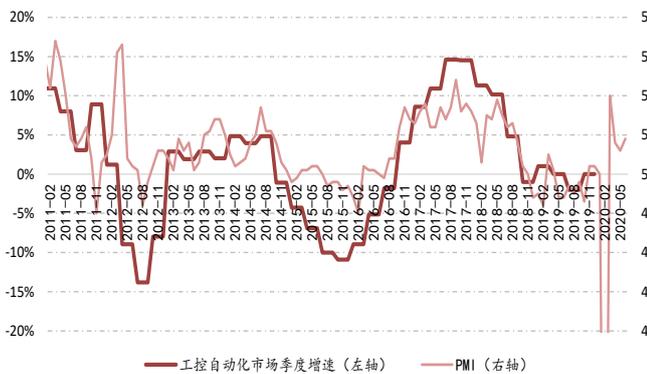
图 9 公司具备多个细分行业的解决方案（不完全统计）



资料来源：公司官网、招商证券

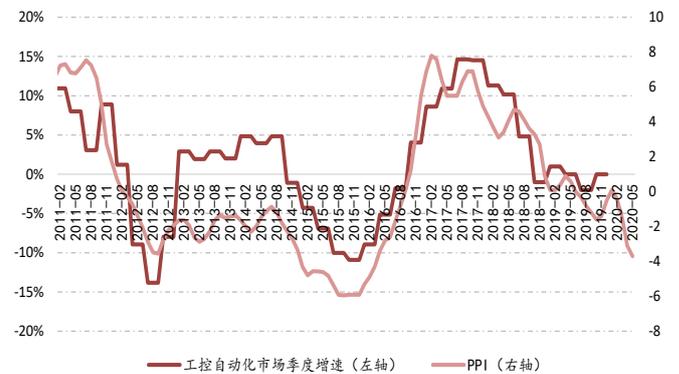
注：根据公司官网统计，不完全

图 10 工控自动化行业需求与 PMI 具备很强的相关性



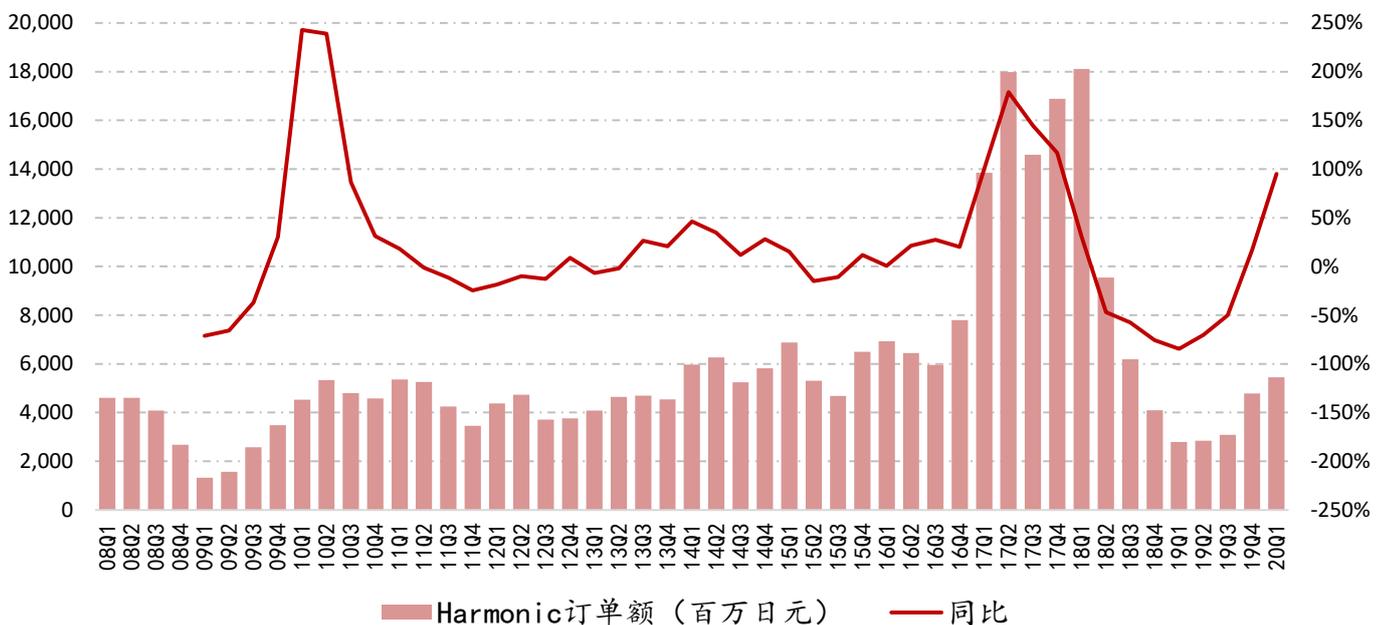
资料来源：工控网、Wind、招商证券

图 11 工控自动化行业需求与 PPI 具备很强的相关性



资料来源：工控网、Wind、招商证券

图 12 HDS 订单额处快速恢复



资料来源: Harmonic 公司数据、招商证券

表 3: 安川订单增速 (按地区分类)

(%)		FY2017				FY2018				FY2019			
地区		4-6月	7-9月	10-12月	1-3月	3-5月	6-8月	9-11月	12月	3-5月	6-8月	9-11月	12-2月
合计	YoY	8	29	18	16	10	-4	-9	-17	-17	-13	-11	-4
	QoQ	13	4	1	-2	8	-10	-4	-10	7	-6	-2	-3
YoY	日本	-15	23	18	12	18	4	-6	-6	-15	1	-4	6
	美国	15	9	17	0	11	-10	-5	-10	-23	-8	-21	-5
	欧洲	2	73	0	25	16	-6	11	-15	14	-33	-19	-13
	中国	36	34	38	47	6	-9	-25	-39	-22	-21	-3	-15
	亚洲	27	40	20	1	-2	-11	-26	-14	-30	-19	-18	-7
QoQ	日本	-1	12	9	-7	4	-2	-1	-7	-7	17	-6	3
	美国	-1	8	2	-8	10	-12	8	-14	-6	5	-8	4
	欧洲	13	30	-9	-6	5	5	8	-28	39	-34	27	-21
	中国	53	-11	-6	15	10	-24	-22	-7	35	-23	-3	-16
	亚洲	15	-10	5	-7	12	-18	-13	7	-5	-4	-12	16

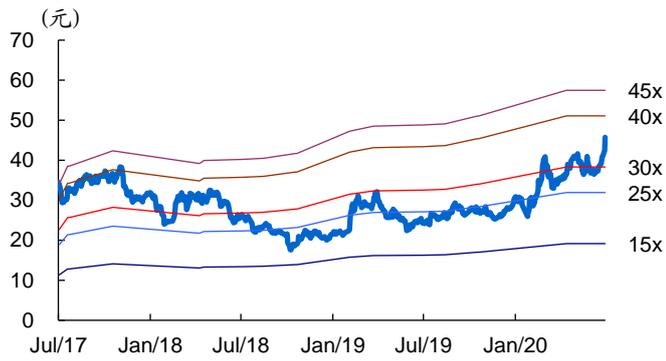
资料来源: 公司数据、招商证券

表 4: 发那科在中国的订单情况

十亿 JPY	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4
日本国内	36.5	37.2	37.1	34.7	34.3	30.2	29.5	25.5
美洲	32.2	28.3	31	26.4	32.7	36.1	35.7	28.2
欧洲	30.3	32.7	30.3	30.7	28.6	27.6	23.7	25.1
亚洲	90.3	71.1	47	44.2	44.3	42.3	33.5	38.5
其中: 中国	54.7	40.8	22	19.5	21.2	20.2	18.6	22.4
其他	1	1.3	1	1.2	0.8	0.9	1	1.2
总计	190.3	170.6	146.4	137.2	140.7	137.1	123.4	118.5
同比 (%)								
日本国内	19.7	6.0	0.0	(5.5)	(6.0)	(18.8)	(20.5)	(26.5)
美洲	(6.7)	(32.6)	(8.8)	(23.5)	1.6	27.6	15.2	6.8
欧洲	35.9	22.5	8.6	(11.5)	(5.6)	(15.6)	(21.8)	(18.2)
亚洲	32.6	(24.8)	(33.1)	(49.9)	(50.9)	(40.5)	(28.7)	(12.9)
其中: 中国				(66.3)	(61.2)	(50.5)	(15.5)	14.9
其他	42.9	62.5	(28.6)	(14.3)	(20.0)	(30.8)	0.0	0.0
总计	21.9	(14.3)	(14.2)	(29.8)	(26.1)	(19.6)	(15.7)	(13.6)
环比 (%)								
日本国内	(0.5)	1.9	(0.3)	(6.5)	(1.2)	(12.0)	(2.3)	(13.56)
美洲	(6.7)	(12.1)	9.5	(14.8)	23.9	10.4	(1.1)	(21.01)
欧洲	(12.7)	7.9	(7.3)	1.3	(6.8)	(3.5)	(14.1)	5.91
亚洲	2.4	(21.3)	(33.9)	(6.0)	0.2	(4.5)	(20.8)	14.93
其中: 中国	(5.4)	(25.4)	(46.1)	(11.4)	8.7	(4.7)	(7.9)	20.43
其他	(28.6)	30.0	(23.1)	20.0	(33.3)	12.5	11.1	20.00
总计	(2.7)	(10.4)	(14.2)	(6.3)	2.6	(2.6)	(10.0)	(3.97)

资料来源: 公司数据、招商证券

图 13: 信捷电气历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 14: 信捷电气历史 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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	1004	1125	1248	1403	1651
现金	59	102	105	84	114
交易性投资	1	544	544	544	544
应收票据	79	1	1	2	2
应收款项	44	50	48	62	79
其它应收款	5	2	2	3	4
存货	164	236	293	377	483
其他	653	191	255	332	424
非流动资产	202	338	466	1096	1828
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	88	87	424	761	1098
无形资产	63	62	56	50	45
其他	51	189	(13)	286	685
资产总计	1206	1463	1714	2500	3479
流动负债	133	241	300	853	1546
短期借款	0	0	0	476	1072
应付账款	93	194	249	320	410
预收账款	16	15	19	25	31
其他	24	32	32	32	32
长期负债	13	19	19	19	19
长期借款	0	0	0	0	0
其他	13	19	19	19	19
负债合计	146	260	319	872	1564
股本	141	141	141	141	141
资本公积金	370	370	370	370	370
留存收益	550	692	884	1117	1403
少数股东权益	0	1	1	1	1
归属于母公司所有者权益	1060	1202	1395	1627	1914
负债及权益合计	1206	1463	1714	2500	3479

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	64	127	188	214	261
净利润	149	163	233	303	377
折旧摊销	10	3	8	6	4
财务费用	2	0	1	1	1
投资收益	(27)	(29)	(56)	(60)	(64)
营运资金变动	(70)	(11)	(62)	(108)	(131)
其它	2	(0)	65	73	75
投资活动现金流	(30)	(69)	(144)	(640)	(736)
资本支出	(29)	(79)	(200)	(700)	(800)
其他投资	(1)	10	56	60	64
筹资活动现金流	(23)	(22)	(42)	405	504
借款变动	(0)	28	0	476	596
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	(20)	(56)	(41)	(70)	(91)
其他	(2)	7	(1)	(1)	(1)
现金净增加额	11	36	3	(21)	30

资料来源: 公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	590	650	871	1132	1449
营业成本	356	386	496	639	818
营业税金及附加	5	6	8	11	14
营业费用	33	42	54	65	83
管理费用	19	22	29	37	48
研发费用	45	55	65	85	109
财务费用	1	(1)	1	1	1
资产减值损失	(10)	(6)	(6)	(6)	(6)
公允价值变动收益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
其他收益	26	26	27	29	31
投资收益	26	28	29	31	33
营业利润	173	187	267	348	434
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	1	0	0	1
利润总额	173	186	267	348	434
所得税	24	22	34	45	57
少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
归属于母公司净利润	149	163	233	303	377

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	22%	10%	34%	30%	28%
营业利润	12%	8%	43%	30%	25%
净利润	20%	10%	43%	30%	25%
获利能力					
毛利率	39.7%	40.5%	43.0%	43.5%	43.5%
净利率	25.2%	25.2%	26.8%	26.7%	26.0%
ROE	14.0%	13.6%	16.7%	18.6%	19.7%
ROIC	13.7%	13.2%	16.5%	14.2%	12.5%
偿债能力					
资产负债率	12.1%	17.8%	18.6%	34.9%	45.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	19.0%	30.8%
流动比率	7.5	4.7	4.2	1.6	1.1
速动比率	6.3	3.7	3.2	1.2	0.8
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.5	0.5	0.4
存货周转率	2.2	1.9	1.9	1.9	1.9
应收帐款周转率	4.9	7.5	17.5	20.1	20.0
应付帐款周转率	3.3	2.7	2.2	2.2	2.2
每股资料 (元)					
EPS	1.06	1.16	1.66	2.15	2.68
每股经营现金	0.46	0.90	1.34	1.52	1.86
每股净资产	7.54	8.55	9.92	11.58	13.61
每股股利	0.40	0.29	0.50	0.65	0.80
估值比率					
PE	43.2	39.3	27.6	21.2	17.0
PB	6.1	5.3	4.6	3.9	3.4
EV/EBITDA	36.7	35.8	24.1	18.7	15.1

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。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

刘晓飞：南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、新能源汽车产业。

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。