

投资评级 优于大市 维持

定增募投项目及股权激励, 进一步推动技术研发及市场拓展

股票数据

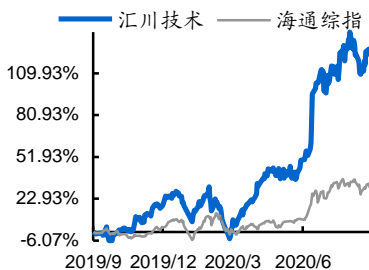
09月24日收盘价(元)	54.00
52周股价波动(元)	22.80-60.39
总股本/流通A股(百万股)	1720/1381
总市值/流通市值(百万元)	92865/74598

相关研究

 《二季度增长提速, 伺服、PLC 等高速增长》
 2020.08.18

 《一季度订单快速增长, “行业+区域” 协同营销进一步打开业务空间》
 2020.04.29

 《短期承压, 静候制造业景气复苏》
 2019.11.02

市场表现


沪深 300 对比	1M	2M	3M
绝对涨幅 (%)	-3.7	10.9	46.6
相对涨幅 (%)	0.4	9.6	36.4

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 房青

Tel: (021) 23219692

Email: fangq@htsec.com

证书: S0850512050003

分析师: 张一弛

Tel: (021) 23219402

Email: zyc9637@htsec.com

证书: S0850516060003

投资要点:
● 公司发布定增预案。

公司公告《2020 年度向特定对象发行股票预案》，根据定增预案，此次发行对象不超过 35 名，发行股份不超过总股本 10%，即不超过 1.72 亿股。募集资金不超过 21.3 亿元，用于收购汇川控制 49% 股权、产能扩建及智能化工厂建设项目、工业软件技术平台研发项目、数字化建设项目、补充流动资金等。

● 定增募投项目推进控制、驱动层融合，提升公司产品完整性及竞争力。

(1) 收购汇川控制 49% 股权：该项目实施完成后，汇川控制将成为公司的全资子公司，我们认为，有助于公司进一步拉通、融合控制层各产品的技术研发，提高研发水平；同时增强控制层、驱动层的融合。

(2) 工业软件技术平台研发项目：主要是研发智能控制器软件平台、全集成自动化工程软件平台及数据中台。我们认为，该项目的实施有助于提升公司产品完整性及市场竞争力。

● 公司发布第五期股权激励计划（草案）。

本期股权激励对象 625 人，涵盖董事、高级管理人员、核心管理人员及核心技术（业务）人员和部分外籍员工。

本期计划拟授予不超过 6412.34 万股限制性股票，占草案公告时总股本 3.73%。首次授予的限制性股票中：1942.8 万股授予价为公平市场价 70%（38.42 元），3886.6 万股授予价为公平市场价 99%（54.34 元）。

本期计划有效期自限制性股票授予日起至激励对象获授的限制性股票全部归属或作废失效之日止，最长不超过 72 个月。

公司层面业绩考核目标，2019 年为基准，2020-2023 年，收入增速不低于 35%、60%、85%、110%。归母净利润增速不低于 50%、75%、100%、125%。每年条件满足两者其一即可。基于公司的业务布局及成长性，我们认为，业绩考核目标较易完成。

公司 2020 年上半年海外收入 2.40 亿元，占合计收入 5.01%。我们认为，国际化战略、海外市场开拓是公司未来重点的战略方向。授予对象包括外籍员工，对于公司海外业务的拓展具有积极意义。

主要财务数据及预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	5874	7390	10248	12425	15117
(+/-)YoY(%)	23.0%	25.8%	38.7%	21.2%	21.7%
净利润(百万元)	1167	952	1600	2021	2519
(+/-)YoY(%)	10.1%	-18.4%	68.1%	26.3%	24.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.68	0.55	0.93	1.18	1.46
毛利率(%)	41.8%	37.6%	39.1%	39.4%	39.8%
净资产收益率(%)	18.7%	11.0%	15.3%	15.7%	15.9%

资料来源: 公司年报 (2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

- **盈利预测与估值。**我们预计公司 2020-2022 年归属母公司净利润分别为 16 亿元、20.21 亿元、25.19 亿元,对应 EPS0.93 元、1.18 元、1.46 元。基于公司在工控细分领域的内资龙头地位,以及同业估值水平,给予公司 2020 年 65-70 倍 PE,对应合理价值区间 60.45 元-65.1 元/股,维持“优于大市”评级。
- **风险提示。**工控行业竞争加剧导致毛利率下滑;新能源车乘用车客户拓展低于预期。

表 1 同业估值表

		收盘价 (元)		总市值 (亿元)		EPS (元/股)			PE (X)		
		9 月 24 日	9 月 24 日	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E		
603416	信捷电气	81.47	114.51	1.16	1.87	2.37	70.06	43.45	34.44		
002747	埃斯顿	18.28	153.60	0.08	0.17	0.25	233.46	108.29	74.58		
300024	机器人	14.71	229.51	0.19	0.19	0.23	78.37	75.90	64.72		
300224	正海磁材	10.36	84.97	0.11	0.15	0.22	91.28	68.97	47.18		
行业平均							118.29	74.16	55.23		

资料来源: wind 一致预测, 海通证券研究所

财务报表分析和预测

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E	利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
每股指标 (元)					营业总收入	7390	10248	12425	15117
每股收益	0.55	0.93	1.18	1.46	营业成本	4608	6238	7526	9102
每股净资产	5.01	6.09	7.46	9.18	毛利率%	37.6%	39.1%	39.4%	39.8%
每股经营现金流	0.79	0.84	0.97	1.25	营业税金及附加	46	61	75	91
每股股利	0.18	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	627	820	982	1194
P/E	97.55	58.04	45.96	36.87	营业费用率%	8.5%	8.0%	7.9%	7.9%
P/B	10.78	8.87	7.24	5.88	管理费用	423	584	696	847
P/S	12.65	9.06	7.47	6.14	管理费用率%	5.7%	5.7%	5.6%	5.6%
EV/EBITDA	50.59	63.11	50.96	41.10	EBIT	830	1366	1718	2145
股息率%	0.3%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	53	55	61	72
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%
毛利率	37.6%	39.1%	39.4%	39.8%	资产减值损失	-41	-60	-50	-50
净利润率	12.9%	15.6%	16.3%	16.7%	投资收益	76	102	124	151
净资产收益率	11.0%	15.3%	15.7%	15.9%	营业利润	1047	1762	2227	2777
资产回报率	6.4%	8.7%	9.0%	9.2%	营业外收支	8	7	8	8
投资回报率	7.4%	10.3%	10.5%	10.7%	利润总额	1056	1769	2234	2785
盈利增长 (%)					EBITDA	1049	1481	1833	2260
营业收入增长率	25.8%	38.7%	21.2%	21.7%	所得税	46	76	96	120
EBIT 增长率	-7.9%	64.5%	25.8%	24.8%	有效所得税率%	4.3%	4.3%	4.3%	4.3%
净利润增长率	-18.4%	68.1%	26.3%	24.7%	少数股东损益	58	93	118	147
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	952	1600	2021	2519
资产负债率	40.0%	40.5%	40.4%	39.9%					
流动比率	1.81	1.80	1.89	1.98	资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
速动比率	1.47	1.42	1.50	1.60	货币资金	1752	1190	1738	2777
现金比率	0.33	0.19	0.24	0.32	应收账款及应收票据	2535	3232	3918	4767
经营效率指标					存货	1710	2222	2680	3242
应收帐款周转天数	120.13	110.00	110.00	110.00	其它流动资产	3515	4550	5579	6615
存货周转天数	135.42	130.00	130.00	130.00	流动资产合计	9512	11193	13915	17400
总资产周转率	0.50	0.56	0.55	0.55	长期股权投资	805	955	1105	1255
固定资产周转率	5.78	4.50	3.92	3.65	固定资产	1279	2278	3167	4147
					在建工程	364	864	1164	1464
					无形资产	528	588	648	708
					非流动资产合计	5374	7099	8513	10017
现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E	资产总计	14886	18292	22428	27417
净利润	952	1600	2021	2519	短期借款	1264	800	800	800
少数股东损益	58	93	118	147	应付票据及应付账款	2495	3384	4082	4938
非现金支出	310	175	165	165	预收账款	379	512	621	756
非经营收益	-51	-48	-59	-67	其它流动负债	1130	1537	1878	2273
营运资金变动	92	-374	-576	-611	流动负债合计	5268	6233	7381	8766
经营活动现金流	1361	1446	1669	2152	长期借款	472	972	1472	1972
资产	-249	-1394	-994	-994	其它长期负债	210	210	210	210
投资	-789	-650	-650	-650	非流动负债合计	682	1182	1682	2182
其他	-269	72	94	121	负债总计	5950	7415	9063	10948
投资活动现金流	-1307	-1972	-1549	-1522	实收资本	1732	1720	1720	1720
债权募资	1951	36	500	500	归属于母公司所有者权益	8618	10465	12835	15794
股权募资	309	-12	0	0	少数股东权益	319	412	529	676
其他	-1208	-60	-72	-90	负债和所有者权益合计	14886	18292	22428	27417
融资活动现金流	1053	-36	428	410					
现金净流量	1103	-562	547	1039					

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 09 月 24 日; (2) 以上各表均为简表
 资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

房青 电力设备及新能源行业
张一弛 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 卧龙电驱,许继电气,信捷电气,良信电器,正泰电器,炬华科技,汇川技术,雷赛智能,东方电气,科士达,国电南瑞,宏发股份,麦格米特

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通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。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。