



小型 PLC 领导者，深耕解决方案推动进口替代

2019.7.14

潘永乐(分析师)

电话: 020-88832354

邮箱: pan.yongle@gzgzhs.com.cn

执业编号: A1310518070002

强烈推荐 (维持)

现价: 24.14 元

目标价: 39.30 元

股价空间: 62.80%

电力设备新能源行业

核心观点:

● 工控自动化短期需求波动不改长期趋势向好

刘易斯拐点已出现，人口红利消退倒逼我国产业升级。未来我国工业要实现持续发展离不开劳动生产率的提高，而工控自动化是提高劳动生产率的必经之路。随着我国社会知识结构水平改善，工程师红利将逐步替代人口红利来推动我国制造业发展。虽然工控的短期需求受制于制造业资本开支冲动有所减弱，但长期来看我国未来制造业智能化发展方向从未改变，工控的长期投资逻辑也不会变化。我们从 M2 的年度供应量与制造业固定资产投资规模的历史数据中发现，二者之间存在很好的拟合关系，相关系数达到 0.98，从这个角度出发，我们给出对 2019 年至 2021 年制造业的固定资产投资规模的预测值分别为 24.80/27.09/29.36 万亿元，对应于 M2 的增速分别为 8.7%/9.0%/8.2%。

● 公司是国内小型 PLC 领导企业，深耕行业专注发展

公司以小型 PLC 为基础，从 PLC 到伺服再到解决方案逐步发展。国内小型 PLC 市场份额主要由国外企业占据，公司市场占有率超过 5%。2015 年至今，公司一直是国内小型 PLC 市场市占率最高的本土品牌，且占比略有提升。同时公司利用自身小型 PLC 优势逐步建立“可编程控制器+人机界面+伺服、变频等运动控制部件+机器视觉等检测部件+机械臂”的完整产品线，为客户提供“整体工控自动化解决方案”。目前公司整体解决方案已覆盖机械加工与装配、印刷与包装、食品与饮料、纺织印染等行业。

● 经营稳健，期间费用控制良好

公司期间费用率保持稳定，管控费用能力强。公司销售费用和管理费用随着业务规模的扩大逐年增长，但费用率相对稳定且显著低于同类公司。自上市以来，公司的销售费用率维持在 5.6% 左右，管理费用率维持在 11% 左右。整体期间费用率维持在 16% 左右，显著低于同行业其他公司平均 20% 期间费用率水平。同时公司从 2014 年至今既无短期借款也无长期借款，资产负债率呈现不断降低趋势且基本维持在 20% 以下水平。基于良好的费用控制和谨慎的使用杠杆，公司整体 ROE 均维持在 14% 左右且逐年上升，优于行业平均水平。

盈利预测与估值:

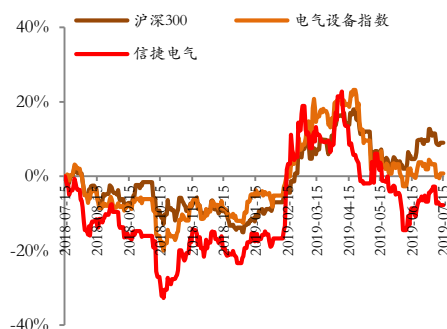
我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.31、1.61、1.95 元人民币，对应市盈率为 18.46、14.98、12.41 倍，首次给予其“强烈推荐”评级，以 30 倍 P/E 给予其目标价 39.30 元。

风险提示:

PLC 需求下滑；制造业固投下降；市场竞争加剧导致公司毛利率下滑等。

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	590.38	720.21	900.43	1100.24
同比(%)	22.09%	21.99%	25.02%	22.19%
归属母公司净利润	148.63	183.78	226.57	273.40
同比(%)	20.05%	23.65%	23.28%	20.67%
每股收益(元)	1.06	1.31	1.61	1.95
P/E	22.83	18.46	14.98	12.41
P/B	3.20	2.76	2.36	2.01
ROE	14.02%	14.96%	15.78%	16.21%

行业指数走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
信捷电气	2.72	-18.70	8.94
电气设备	-1.29	-15.58	5.89
沪深 300	3.35	-4.51	23.07

基本资料

总市值(亿元)	33.93
总股本(亿股)	1.41
流通股比例	25%
资产负债率	12.81%

相关报告



目录

1 PLC 领军者，深耕工控自动化.....	5
2 工控自动化短期需求波动不改长期趋势向好.....	7
2.1 工控自动化是提高劳动生产率的必经之路.....	7
2.2 工程师红利助推工控自动化进程.....	8
2.3 短期需求受制于制造业资本开支冲动.....	9
2.4 工控自动化长期发展空间巨大.....	10
3 公司深耕工控，打造国产工控细分龙头.....	14
3.1 公司是小型 PLC 行业领先者.....	14
3.1.1 PLC 是工业自动化关键环节.....	14
3.1.2 PLC 行业格局.....	14
3.2 进军伺服领域，完善产业链布局.....	16
3.3. 深耕下游行业解决方案，逐行业拓展需求.....	19
3.3.1 小型 PLC 市占率略有提升，在定制化解决方案中寻求突破.....	19
3.3.2 整体工控自动化解决方案的技术路线.....	20
3.3.3 定制化解决方案逐行业扩展，增加客户粘性.....	21
4 管控费用能力强，稳扎稳打促发展.....	23
5 投资建议.....	27
6 风险提示.....	27



图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 公司股权结构情况	5
图表 3: 公司营收情况 (百万元、%)	6
图表 4: 公司归母净利润情况 (百万元、%)	6
图表 5: 公司 ROE (%)	6
图表 6: 公司毛利率情况 (%)	6
图表 7: 公司分业务营收 (百万元)	6
图表 8: 公司分业务营收占比 (%)	6
图表 9: 公司分业务毛利占比情况 (%)	7
图表 10: 分业务毛利率 (%)	7
图表 11: 人口年龄结构占比情况 (%)	7
图表 12: 人口出生率情况 (%)	7
图表 13: 未来劳动人口变动情况 (万人)	8
图表 14: 制造业职工年平均工资情况 (元)	8
图表 15: 我国高等教育毕业人数情况 (万人)	8
图表 16: 制造业投资规模与工控市场规模比较	9
图表 17: 制造业投资与工控市场规模增速比较	9
图表 18: 制造业投资规模与公司营收比较	10
图表 19: 制造业投资、工控规模与公司营收增速	10
图表 20: M2 供应量与制造业投资规模比较	10
图表 21: 我国工控化市场规模及未来预测 (十亿元)	11
图表 22: OEM 市场与项目型市场结构占比变化	11
图表 23: OEM 市场与项目型市场增长率变化	12
图表 24: 2018 年工控 OEM 市场分行业增速	12
图表 25: 2018Q1 工控 EU 市场分行业增速	13
图表 26: 公司的营收及未来预测 (百万元)	13
图表 27: 典型 PLC 控制系统示意图	14
图表 28: 不同型号 PLC 对比	15
图表 29: 2016 年大中小型 PLC 市场份额	15
图表 30: 2016 年中国 PLC 厂商市场份额占比	15
图表 31: 2016 年 PLC 中 OEM 和 EU 市场占比	15
图表 32: 2018 年小型 PLC 市场份额	15
图表 33: 2015 年中型 PLC 市场份额	16
图表 34: 2015 年大型 PLC 市场份额	16
图表 35: 国内外小型 PLC 参数对比	16
图表 36: 2012-2018 年中国伺服系统市场规模增长情况 (单位: 亿元, %)	17
图表 37: 2015 年伺服系统下游行业分布	17
图表 38: 2015 年中国伺服系统市场竞争格局	18
图表 39: 2011-2018 年信捷电气驱动系统毛利润及增长率	18
图表 40: 汇川、信捷伺服业务毛利增长率对比	19
图表 41: 汇川、信捷、埃斯顿伺服业务毛利率对比	19



图表 42: 2015 年国内小型 PLC 市场格局	19
图表 43: 2018 年 Q3 国内小型 PLC 市场格局	19
图表 44: 信捷电气销售模式占比	20
图表 45: 智能控制系统及装置制造业的上下游	20
图表 46: 信捷电气整体工控自动化解决方案示意图	21
图表 47: 公司技术路线	21
图表 48: 信捷电气行业解决方案示例	22
图表 49: 信捷电气解决方案分布行业比例	22
图表 50: 国内工控企业涉及产业链环节	23
图表 51: 国内工控企业涉及 OEM 行业	23
图表 52: 国内工控企业涉及项目型行业	23
图表 53: 2011-2018 年销售费用和销售费用率	24
图表 54: 2011-2018 年管理费用和管理费用率	24
图表 55: 2011-2018 年财务费用和财务费用率	24
图表 56: 2011-2018 年期间费用和期间费用率	24
图表 57: 工控行业各企业期间费用率对比	25
图表 58: 工控行业各企业研发占比对比	25
图表 59: 同行业公司资产负债率对比	26
图表 60: 同行业公司流动比率对比	26
图表 61: 同行业公司应收账款周转天数对比	26
图表 62: 同行业公司存货周转天数对比	26
图表 63: 信捷电气与汇川技术净资产收益率对比	26
图表 64: 信捷电气与汇川技术销售毛利率对比	26

1 PLC 领军者，深耕工控自动化

公司专门从事工控自动化产品的研发、生产和销售。是国内工控自动化行业的领先公司之一。无锡信捷电气股份有限公司（以下简称公司）成立于2018年4月，并于2016年12月成功挂牌登陆上交所主板（股票代码：603416）。公司旗下主要有两个子公司分别为南京信捷与德国信捷。目前公司涉及到的主要产品为可编程控制器（PLC）、人机界面、驱动系统、智能装置等。经过多年的积累，公司已经在核心技术、产品质量、公司品牌、行业应用技术等方面形成了一定的优势。截止目前，信捷电气在国内，设立了40个办事处、170个经销商，覆盖全国各地；在海外，设有德国信捷子公司和20个代理商，覆盖欧洲、美洲、东南亚、中东及非洲地区。

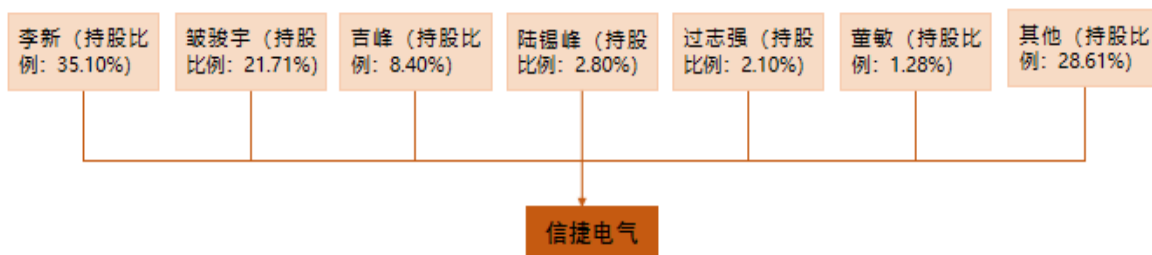
图表 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，招股说明书，广证恒生

公司实际控制人均属于创始人团队，以技术型人才为主，整体股权结构稳定。公司当前第一大股东、公司的实际控制人为李新先生，持股比例为35.10%，李新先生现任为公司的董事长与总经理，曾就职于无锡华光电子工业有限公司，并分别于2000年创立了无锡市信捷科技电子有限公司，2008年创立信捷电气，具有丰富的经验和资源。作为李新先生的创始合伙人，邹骏宇先生的持股比例为21.71%，现任本公司董事、副总经理，具有丰富的技术开发经验。公司其他高管也大多为技术人员，总体较为稳定。

图表 2：公司股权结构情况



数据来源：公司公告，wind，广证恒生

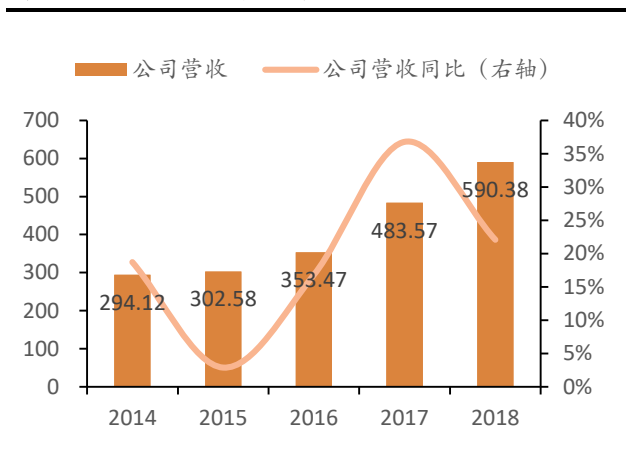
公司主营 PLC 业务，主抓工业自动化控制产品的研发、生产和销售，不断在中小型 PLC 市场上渗透。2018 年 OEM 市场持续景气，公司各业务板块齐增长，公司实现营收 95.9 亿元，同比增长 22.09%；归母净利润 1.49 亿元，同比增长 20.05%。从分业务来看，2018 年公司的主体业务为 PLC、驱动系统、人机界面、智能装置。其营业收入的占比分别为 46.74%、27.39%、20.95%、4.67%，合计占比高达 99.75%。作为占比最高的业务毛利率，PLC 业务毛利率连续五年都超过 50%，2018 年的毛利为 51.79%，较 2017 年有下降趋势，智能装备的毛利率也达到了 45.64%，较 2017 年同比上升了 2.66 个百分点。

营收结构调整，公司整体毛利率略有下滑。从 2014 年至 2018 年，公司的综合毛利率分别 41.43%、



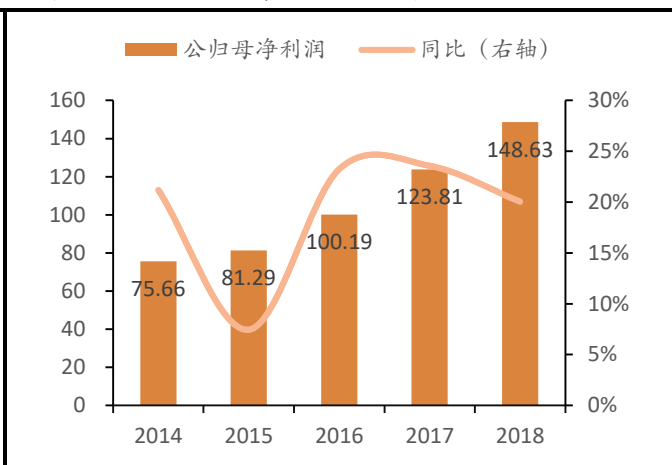
44.82%、45.76%、43.36%、39.72%，综合净利率分别为 25.73%、26.87%、28.35%、25.60%。2018 年公司毛利率和净利率相较 2017 年略有下滑，主要是因为营收结构的调整，公司伺服系统产品市场推广良好、销售增长较快，营收占比逐年上升，但伺服系统毛利率仅为 25.41%，显著低于行业平均 40% 水平，造成公司整体毛利率下降。

图表 3: 公司营收情况 (百万元、%)



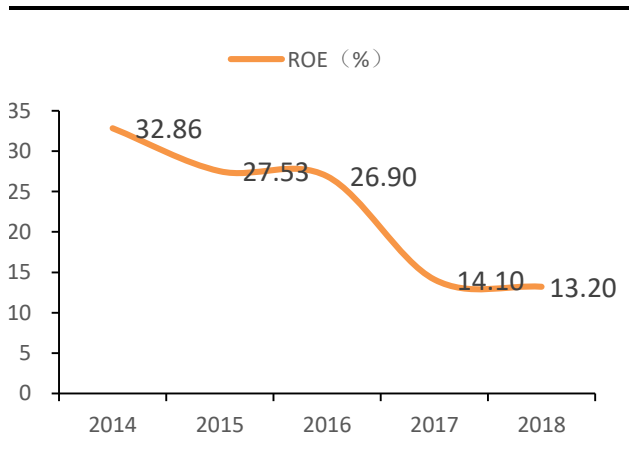
数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 4: 公司归母净利润情况 (百万元、%)



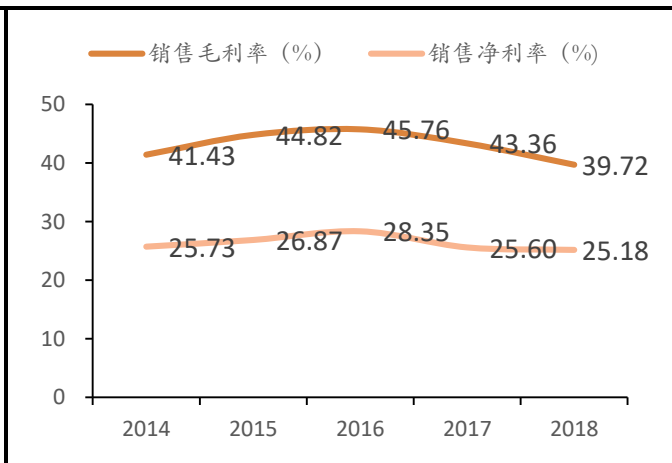
数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 1: 公司 ROE (%)



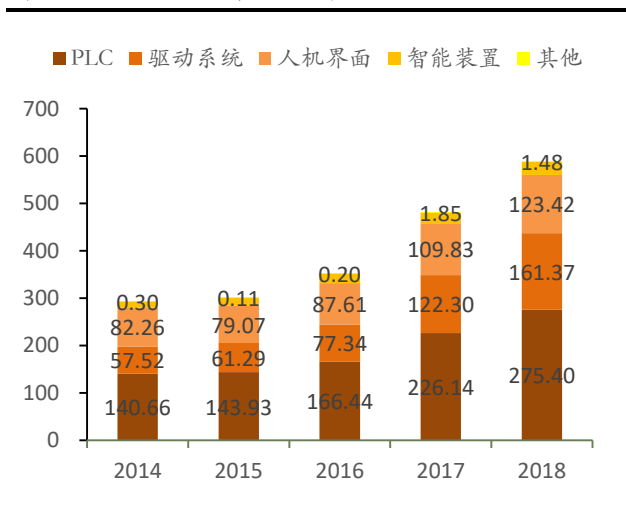
数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 2: 公司毛利率情况 (%)



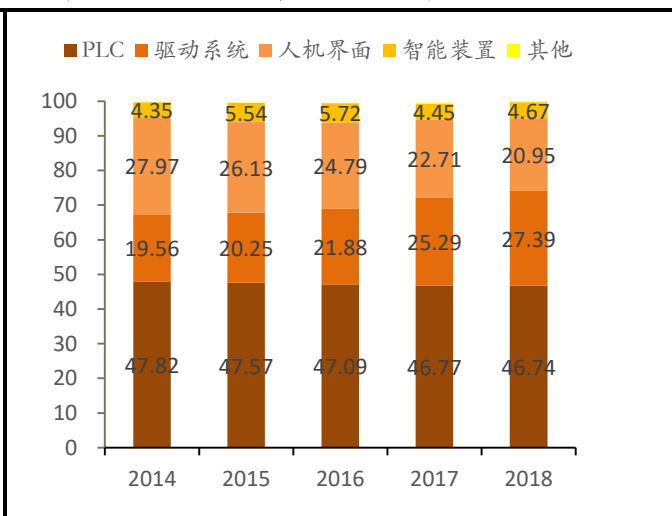
数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 3: 公司分业务营收 (百万元)



数据来源: 公司公告, 广证恒生

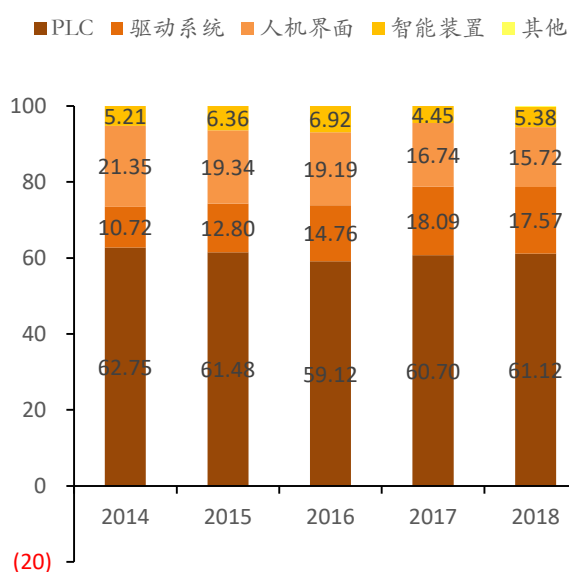
图表 4: 公司分业务营收占比 (%)



数据来源: 公司公告, 广证恒生

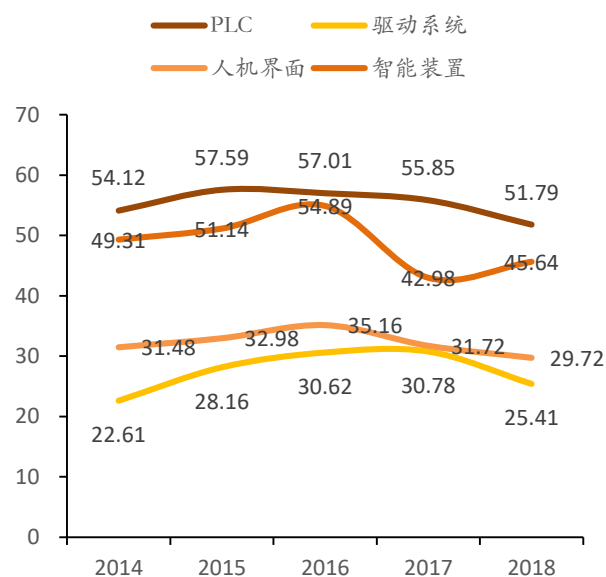


图表 5: 公司分业务毛利占比情况 (%)



数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 6: 分业务毛利率 (%)



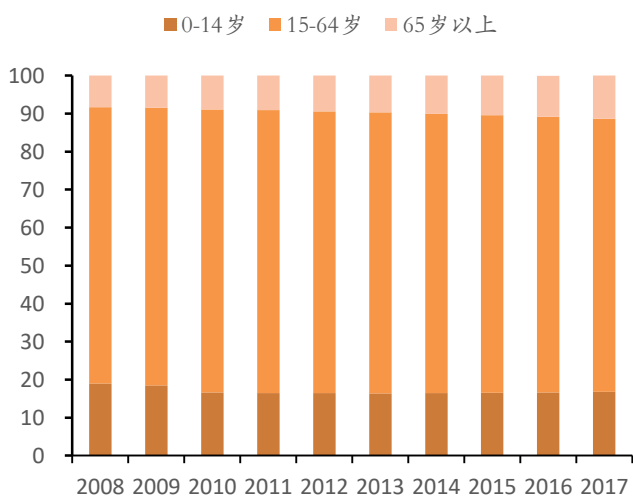
数据来源: 公司公告, 广证恒生

2 工控自动化短期需求波动不改长期趋势向好

2.1 工控自动化是提高劳动生产率的必经之路

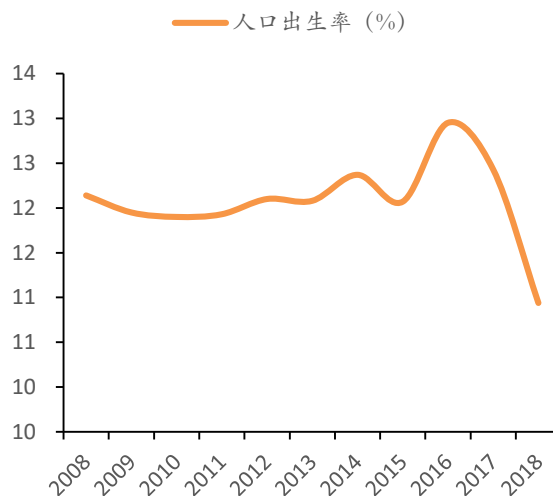
刘易斯拐点已出现, 人口红利消退倒逼我国产业升级。随着我国经济跨过刘易斯拐点, 为我国工业经济发展带来持续推动力的廉价劳动力将逐渐减少。薪资水平不占优势的制造业招工愈发困难, 企业用工成本也不得不伴随着通胀水平而逐步上升。在这一过程中企业开始由劳动密集型向资本技术密集型转变, 这也是欧美发达经济体曾经走过的道路。欧美发达经济体通过向亚太地区输出产能而成功跨越了这一过程, 而我国在目前阶段输出产能的方向主要是“一带一路”沿线国家为主的地区。中低端产能可以向外转移, 但中高端产能依旧将面对人口老龄化带来的劳动力减少和制造业用工成本上升的现状。我们认为, 未来我国工业要实现持续发展离不开劳动生产率的提高, 而工控自动化是提高劳动生产率的必经之路。

图表 7: 人口年龄结构占比情况 (%)

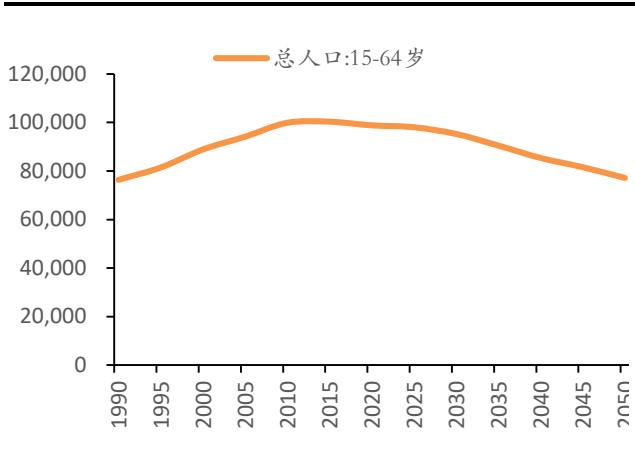


数据来源: 国家统计局, 广证恒生

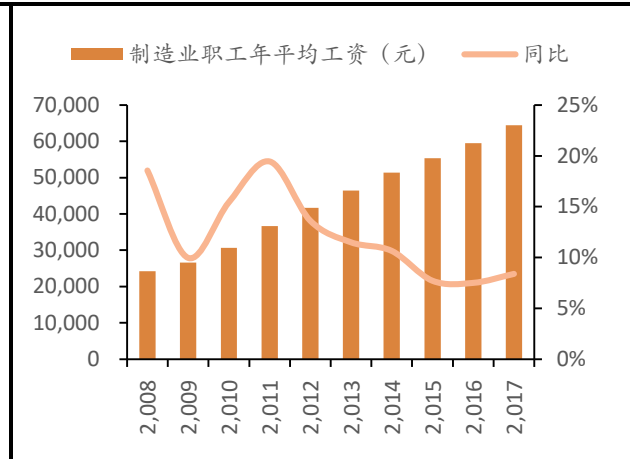
图表 12: 人口出生率情况 (%)



数据来源: 国家统计局, 广证恒生

图表 13: 未来劳动人口变动情况 (万人)


数据来源: 国家统计局, 广证恒生

图表 14: 制造业职工年平均工资情况 (元)


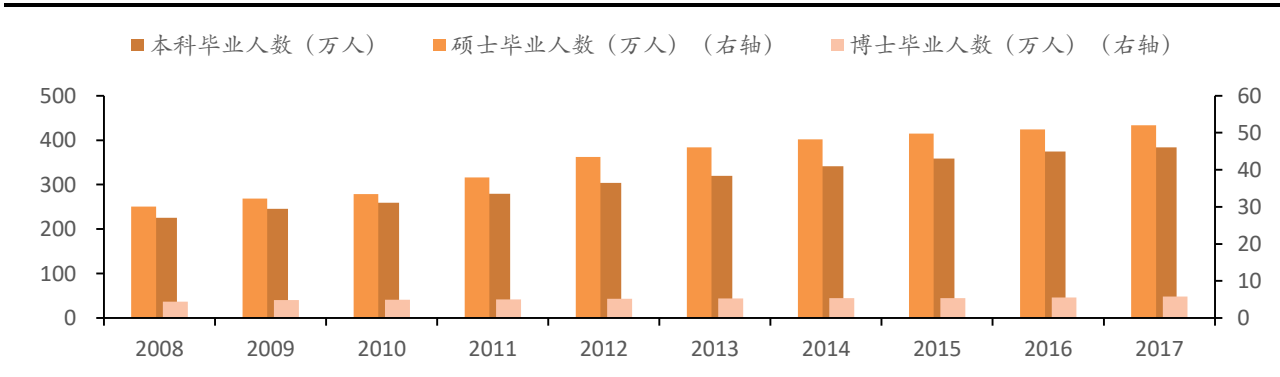
数据来源: 国家统计局, 广证恒生

人口老龄化严重, 人口出生率不及政策预期, 预计劳动力人口下降是长期趋势。从已有数据上来看, 近十年来, 我国的老年人占总人数的比重不断上升, 65 岁以上人口比重已经从 2008 年的 8.30% 上升至 2018 年的 11.90%, 同时, 我国的劳动力人口所占比重处于下降趋势, 15 至 64 岁人口比重在 2010 年达到最高值为 74.50% 之后, 2017 年降至 71.82%; 2016 年我国全面放开二胎政策以来, 人口出生率并未达到政策预期, 2018 年的人口出生率创下新低仅为 10.94%。随着人口老龄化、人口出生疲软现象的日趋严重, 我国工业过去所依赖的人口红利正在消失。而在对人口趋势的预测中显示, 未来十年我国总人口将出现趋势性的负增长; 而劳动年龄人口减少的情况会更加严重。未来 5 年我国劳动年龄人口将平均每年减少 300 万以上, 因此, 劳动力人口的下降将会是未来一个长期的趋势。

与此同时, 制造业的用工成本持续显著上涨, 我国制造业人员的平均工资由 2008 年的 14292 元上升至 2017 年的 64452 元, 十年间的涨幅高达 350%。制造业用工成本的显著增长倒逼我国产业升级, 工控自动化将成为长期趋势。

2.2 工程师红利助推工控自动化进程

社会知识结构水平改善, 人口红利转向工程师红利。在人口红利逐渐消失的同时, 我国人口的素质也在不断提升, 未来带动工业持续发展的动力有望从人口的“数量”转化为人口的“质量”, 工程师红利正在形成。同时, 随着社会知识结构水平的改善, 越来越少的人愿意从事制造业中简单、繁重的重复性工作。因此, 随着人口总体素质的提升与社会知识结构的改善, 工控自动化仍然是未来工业的主导方向。从我国的高等教育情况来看, 2008 年本科、硕士、博士的毕业人数分别为 225.68 万人、30.11 万人、4.38 万人。2017 年本科、硕士、博士的毕业人数已经上升到 384.18 万人、52.00 万人、5.80 万人。在这十年间, 我国积累了大量的人力资源, 为“人口红利”向“工程师红利”的转变奠定了基础。

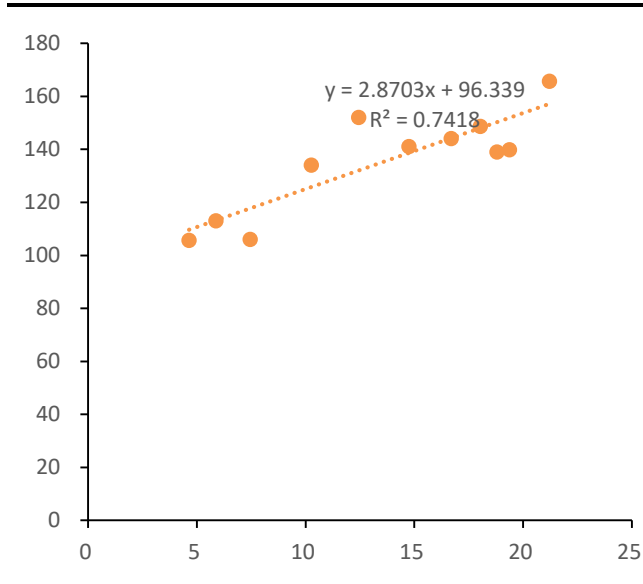
图表 15: 我国高等教育毕业人数情况 (万人)


数据来源: 国家统计局, 广证恒生

2.3 短期需求受制于制造业资本开支冲动

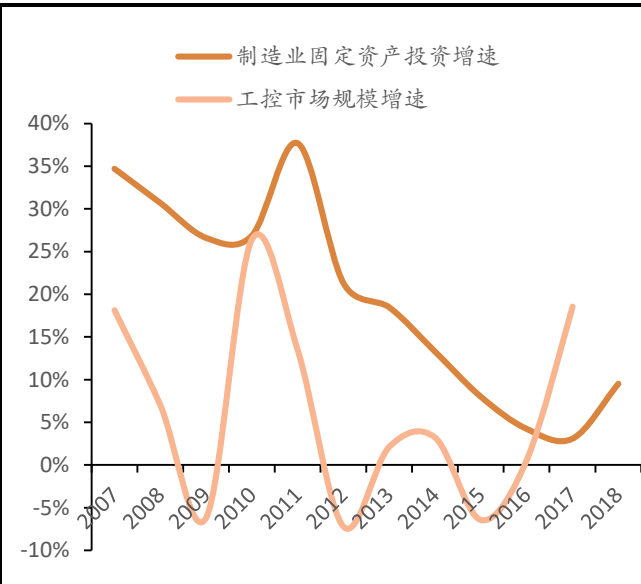
工控产品广泛应用于制造业个细分行业，制造业的资本开支将影响对工控产品的需求，工控行业的市场规模也与制造业的固定资产投资之间高度相关。一般来说，工控产品的市场规模取决于下游企业的资本开支冲动，而工控产品的下游应用较为分散，工控产品广泛应用于制造业各细分行业中，主要包括机床工具、纺织机械、包装机械等所在的 OEM 市场和电力、油气、石油化工冶金等所在的项目型市场。工控产品几乎涉及到整个制造业，因此我们有理由认为，制造业的固定资产投资增速整体层面上决定了工控行业市场的增长速度。通过比较制造业固定资产投资增速与工控市场规模增速，我们发现二者之间呈现了大约一致的变化趋势，同时制造业的固定资产投资增速的变化总是滞后于工控市场投资增速大约一年，我们认为，这是由于下游机械设备企业在采购机床、纺织等机械设备、新建产线带来自动化系统时需要时间，因此工控自动化行业的变化不会立即带来下游制造业的变化，而是出现了大约为一年的滞后期。我们通过拟合工控行业的市场规模与滞后一年的制造业固定资产投资规模发现，2013 年至 2017 年工控市场的投资规模分别为 144.0/148.6/139.0/139.8/165.7 十亿元，而 2014 年至 2018 年制造业固定资产的投资规模分别为 16.69/18.02/18.78/19.36/21.20 万亿元，二者呈现出较为显著的正相关关系。

图表 16：制造业投资规模与工控市场规模比较



数据来源：国家统计局，广证恒生

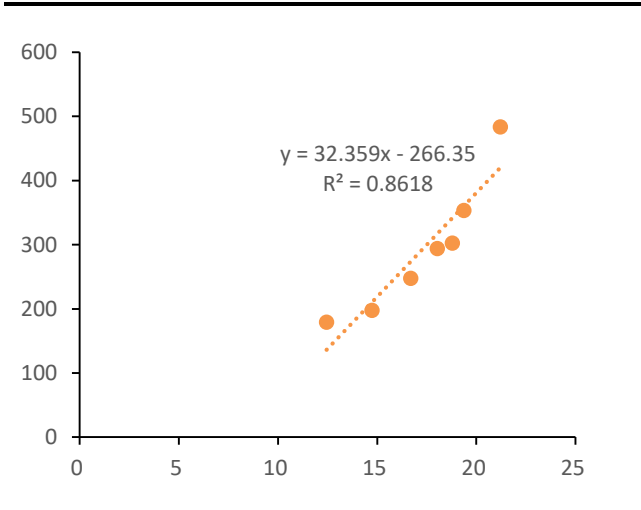
图表 17：制造业投资与工控市场规模增速比较



数据来源：国家统计局，广证恒生

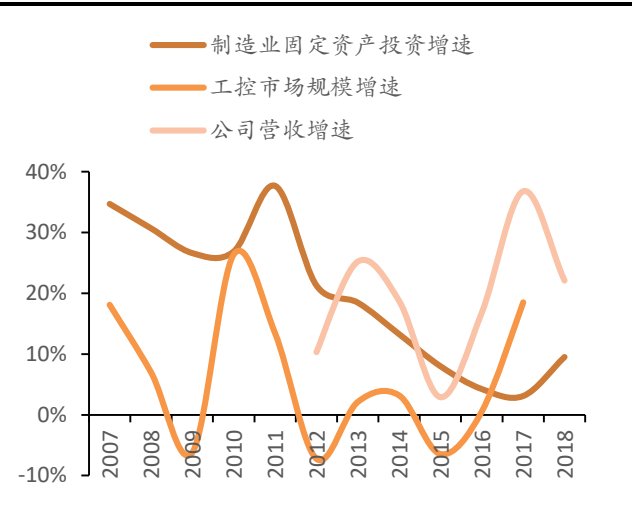
信捷作为小型 PLC 市场国内龙头，公司的营收整体上也与制造业的固定资产投资呈现高度相关的特征。我们通过考察公司的营业收入、制造业的固定资产投资规模以及工控市场的投资规模增速发现，三者的变化趋势大约一致，但制造业的固定资产投资规模增速总是滞后于工控市场的投资规模增速与公司的营收增速大约一年。同样地，我们通过拟合公司的营业收入与滞后一年的制造业的固定资产投资规模，发现 2013 年至 2017 年间，公司的营业收入分比为 247.73/294.12/302.58/353.47/483.57 百万元，而 2014 年至 2018 年间，制造业的固定资产投资规模分别为 16.69/18.02/18.78/19.36/21.20 万亿元，二者之间出现了较为显著的正相关关系。

图表 18: 制造业投资规模与公司营收比较



数据来源: 国家统计局, 公司公告, 广证恒生

图表 19: 制造业投资、工控规模与公司营收增速

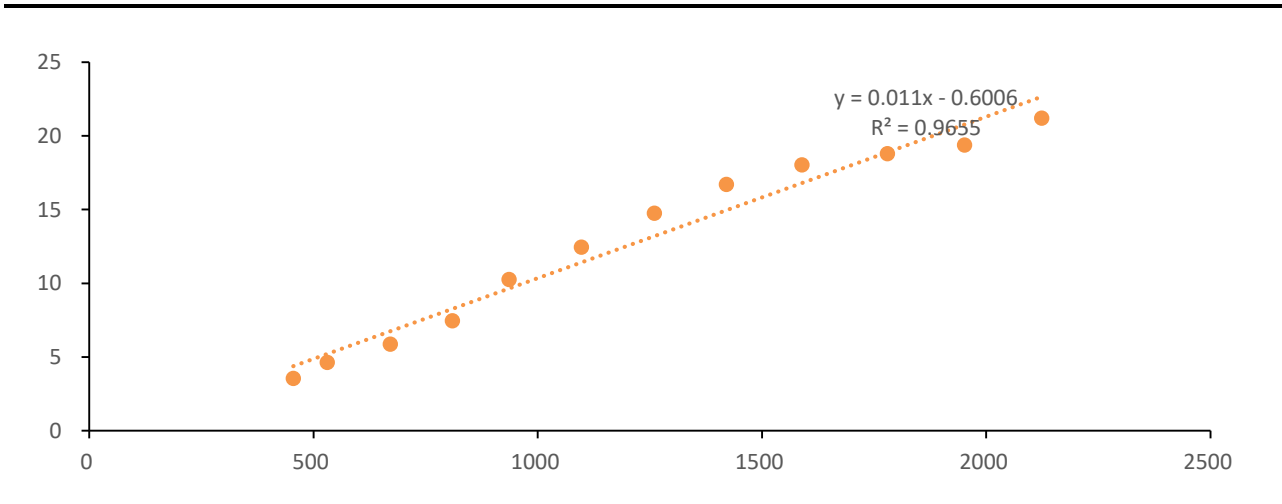


数据来源: 国家统计局, 公司公告, 广证恒生

2.4 工控自动化长期发展空间巨大

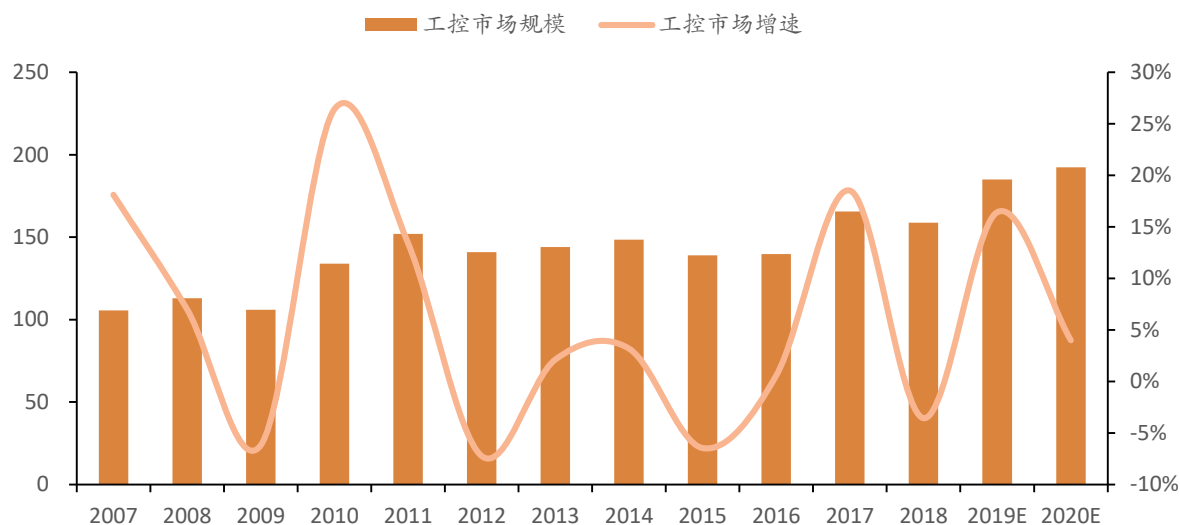
“中国制造 2025”发力, 工控自动化将持续保持高景气。2015 年《政府工作报告中》首次提出实施“中国制造 2025”, 坚持创新驱动、智能转型、强化基础、绿色发展, 加快从制造大国转向制造强国。“中国制造 2025”要以创新驱动发展为主题, 以信息化与工业化深度融合为主线, 以推进智能制造为主攻方向。2025 是一个阶段的目标, 也是我国实现制造强国的第一步。未来的 30 年, 我国制造业将持续围绕“工业化+信息化”开展, 聚焦新一代信息技术产业、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、农机装备、新材料、生物医药及高性能医疗器械等十大重点领域。可见未来制造业将全面实现智能化, 工业控制自动化行业将持续保持高景气。首先我们从 M2 的年度供应量与制造业固定资产投资规模的历史数据中发现, 二者之间存在很好的拟合关系, 相关系数达到 0.98, 从这个角度出发, 我们给出对 2019 年至 2021 年制造业的固定资产投资规模的预测值分别为 24.80/27.09/29.36 万亿元, 对应于 M2 的增速分别为 8.7%/9.0%/8.2%。

图表 20: M2 供应量与制造业投资规模比较



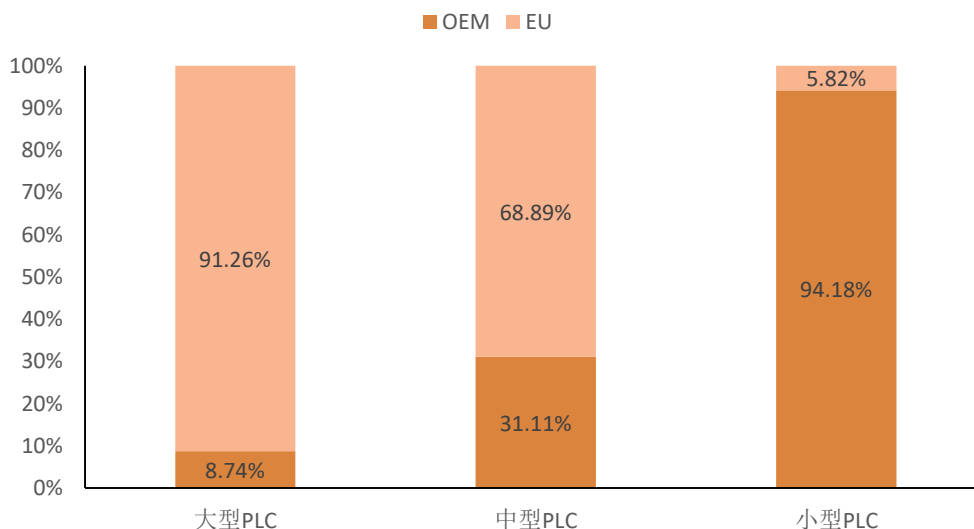
数据来源: 国家统计局, 广证恒生

而目前我国工控自动化行业的市场渗透率还很低, 2018 年的市场渗透率约为 10%, 预计 2025 我国将实现工控自动化行业 25% 的市场渗透率, 年均增速约为 14%。在工控自动化市场渗透率不断扩大的前提下, 结合行业的历史规模与制造业固定资产投资高度相关的这个角度, 我们给出对 2019 年与 2020 年工控自动化行业市场规模的预测值分别为 1850/1924 亿元。

图表 21: 我国工控化市场规模及未来预测 (十亿元)


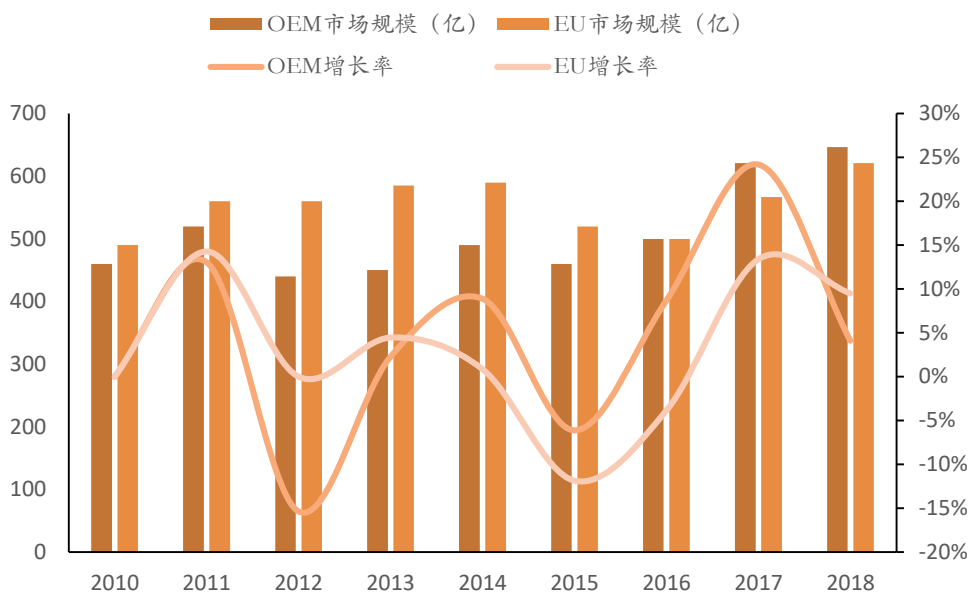
数据来源: 工控网, 广证恒生

我国工控产品主要应用于 **OEM 市场和项目型市场**。OEM 市场包括医疗设备、机床工具、橡胶机械、包装机械、起重机械、电源设备、风电等行业, 项目型市场主要包含电力、油气、石化化工、矿业、冶金、建材、造纸、汽车制造、市政、轨道交通等细分市场。早期国家的主要制造业投资主要分布于电力、油气、化工、汽车制造等重工业领域, 使得 2016 年前项目型市场规模一直大于 OEM 市场规模。随着我国经济转型升级, 医疗设备、新能源发电、3C 等市场开始飞速发展, 且 OEM 行业对市场反应迅速, OEM 市场规模开始有较大增长。此外, 国家经济转型促进产业结构调整, 重化工、冶金、建材等传统产能过剩行业的项目投资逐步减少, 导致项目型市场对自动化产品的需求萎缩幅度进一步加大。2017 年 OEM 市场规模首次超过项目型市场。

图表 22: OEM 与 EU 市场结构占比变化


数据来源: 工控网, 广证恒生

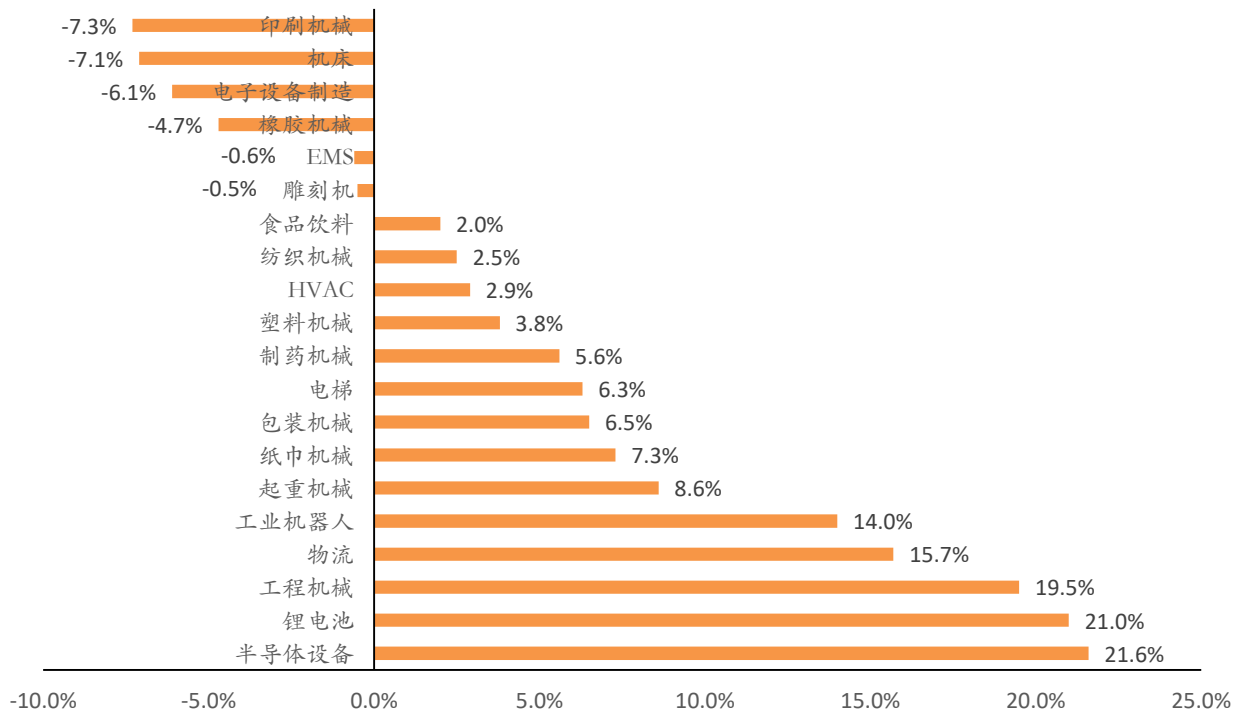
图表 23: OEM 与 EU 市场规模及增长率变化



数据来源: 工控网, 广证恒生

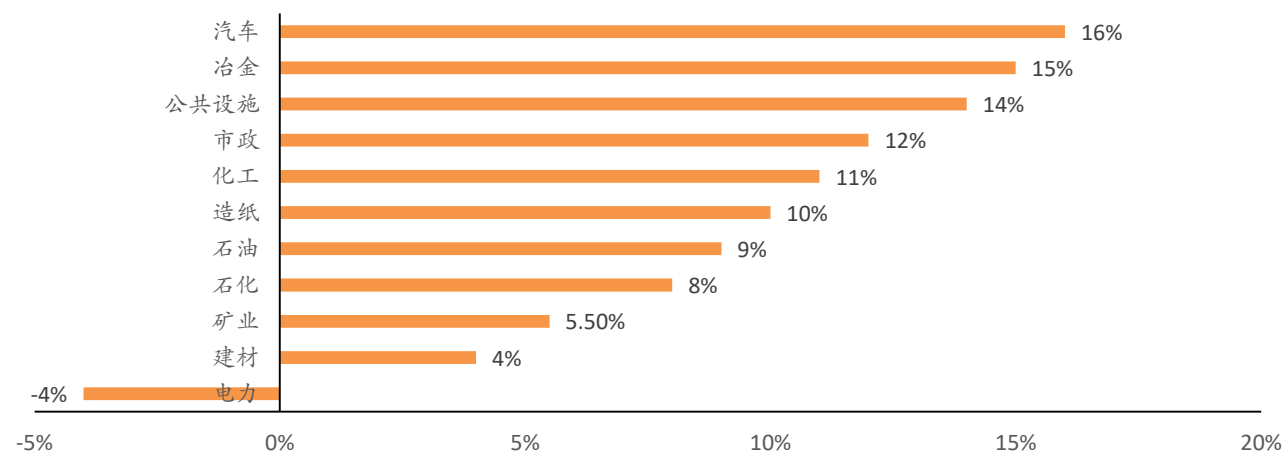
2018 年 OEM 行业印刷机械、机床、电子设备制造、橡胶机械和 EMS 自动化需求有所下降, 项目型市场中电力行业增速有所下降。由于下游造纸印刷行业受纸浆原材料成本上涨、环保政策严苛的影响, 印刷机械的市场规模增速减少从 2017 年的 7% 增长跌至 -7.3%; 机床受下游市场汽车、3C、电子下跌的影响, 自动化需求从 2017 年 21% 的增长跌至 2018 年的 -7.1%; 电子制造设备受中美贸易摩擦加征关税以及投资暂缓、转移的影响, 从 2017 年 28% 的增长跌至 2018 年的 -6.1%; EMS 受智能手机出货量下降以及投资商暂缓投资观望 5G 走势的影响, 市场规模增速从 2017 年 25% 的增长跌至 2018 年的 -0.6%。

图表 24: 2018 年工控 OEM 市场分行业增速



数据来源: 工控网, 广证恒生

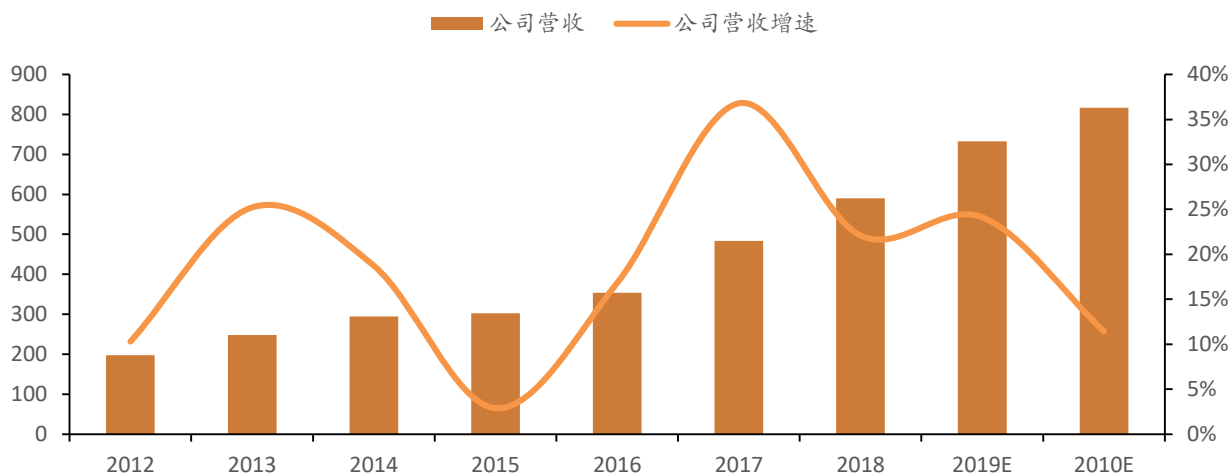
图表 25: 2018Q1 工控 EU 市场分行业增速



数据来源: 工控网, 广证恒生

公司主打小型 PLC, 业务稳健, 营业收入有望维持较高增速。去年贸易摩擦与宏观经济形势的影响影响制造业下游订单的增长, 但公司 PLC 业务稳健增长, 连续多年保持小型 PLC 内资企业市占率第一, 公司目前已推出中型 PLC 以及运动总线型 PLC, 进一步提升设备控制精度与效率; 驱动业务方面, 公司不断优化内部结构, 提升伺服系统整体性能。基于现有工控自动化产品布局, 公司对下游重点行业进行深层次挖掘, 形成多套完善的行业整体解决方案。我们认为, 整体解决方案附加值更高, 将有利于公司深度绑定终端客户, 提升公司综合毛利率水平。同样地, 结合未来工控行业市场渗透率的预测, 通过制造业的投资规模与公司营收规模二者之间的拟合关系, 我们预测公司 2019 年与 2020 年的营收规模大概为 732.81/816.55 百万元。

图表 26: 公司的营收及未来预测 (百万元)



数据来源: 公司公告, 广证恒生

3 公司深耕工控，打造国产工控细分龙头

3.1 公司是小型 PLC 行业领先者

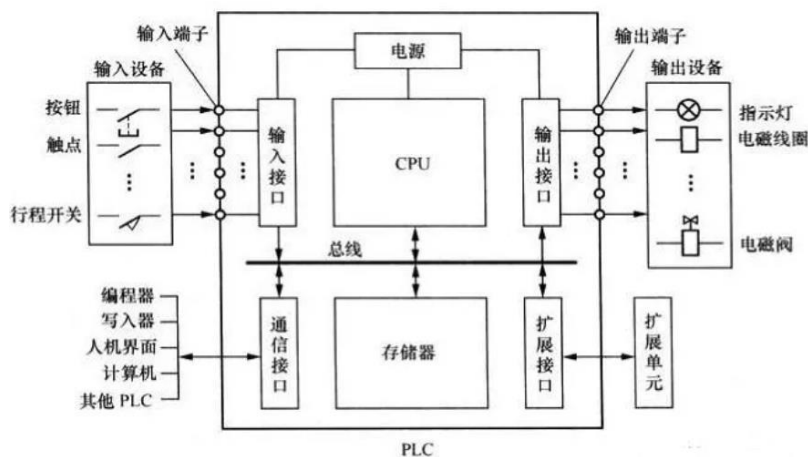
3.1.1 PLC 是工业自动化关键环节

工业自动化是自动化技术应用最为重要的一个方向。自动化应用领域可分为办公自动化、机械自动化、信息自动化、工业自动化、污水处理自动化等。工业自动化多以自动设备取代高危险、单调性、高频率的人力行为，通过引入自动化设备，协助解决人力成本高、技术断层、品质不稳定的问题。

PLC (Programmable Logic Controller) 可编程逻辑控制器，是工业控制的核心部分。它是专为工业生产设计的一种数字运算操作的电子装置，其内部采用一类可编程存储器用于存储程序，执行逻辑运算、顺序控制、定时、计数与算术操作等面向用户的指令，并通过数字或模拟式输入/输出控制各种类型的机械或生产过程。作为工业自动化的一种典型应用，PLC 最初是做为取代继电器线路、进行顺序控制为主而产生的，后来 PLC 厂家逐步增加了模拟量运算、PID 功能以及更可靠的工业抗干扰技术等功能，并随着网络化的需求增加了各种通信接口。与此同时，伴随着现场总线技术和以太网技术的发展，PLC 的应用范围越来越广。

PLC 实质是一种专用于工业控制的计算机，其硬件结构基本上与微型计算机相同。主要组成部分为中央处理单元 (CPU)、存储器、输入\输出接口电路、电源以及其他接口电路。中央处理器主要采用通用微处理器、单片机和双极型位片式微处理器三种类型，具有逻辑与数学运算功能，协调整个系统的工作。存储器主要是用来存放系统中的逻辑变量、用户程序和监控及其他信息。输入\输出接口电路主要是指输入电路把输入信号隔离及电平转化和输出电路对 PLC 输出结果实施放大与电平转化并驱动现场设备。电源包含了系统、掉电保护及备用等电源。

图表 27：典型 PLC 控制系统示意图



数据来源：公开资料，广证恒生收集整理

3.1.2 PLC 行业格局

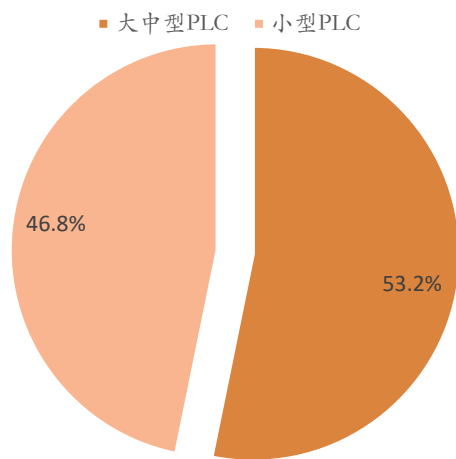
根据 PLC 的 I/O 点数多少，可将 PLC 分为小型、中型和大型三类。PLC 接收输入信号和输出信号的数量分别称为输入点数和输出点数，简称 I/O 点数，这是选择 PLC 的重要依据之一。一般而言，PLC 控制系统处理的 I/O 点数较多时，控制关系也会较复杂，用户要求的程序存储器容量也更大，要求 PLC 指令及其他功能也更多。

图表 28: 不同型号 PLC 对比

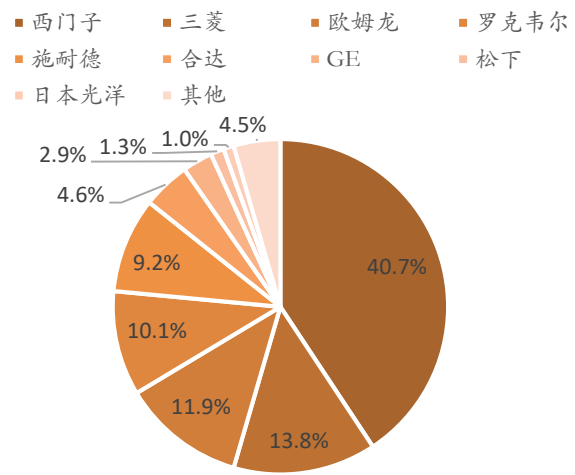
型号	I/O 点数	特点	适用情况
大型 PLC	1024 以上	软、硬件功能极强, 具有极强的自诊断功能和通讯联网功能	分布式控制系统和整个工厂的集散控制网络。
中型 PLC	256-1024	通讯联网功能强, 指令系统丰富, 内存容量大, 扫描速度快	多机系统和大型控制系统
小型 PLC	256 以下	体积小巧、结构紧凑	单机控制和小型控制系统

数据来源: 公开资料, 广证恒生收集整理

图表 29: 2016 年大中小型 PLC 市场份额



图表 30: 2016 年中国 PLC 厂商市场份额占比

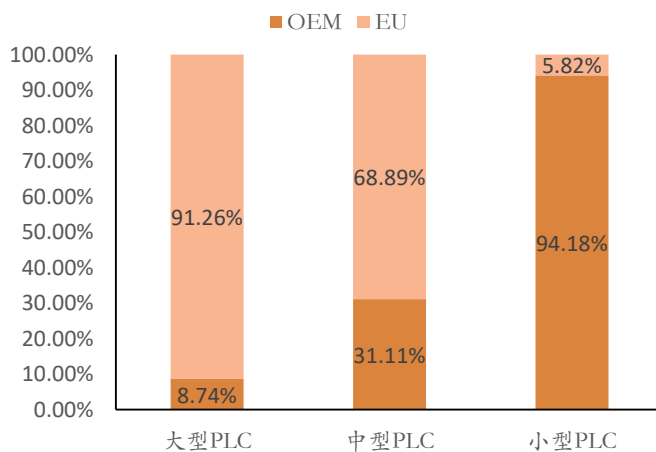


数据来源: 工控网, 广证恒生

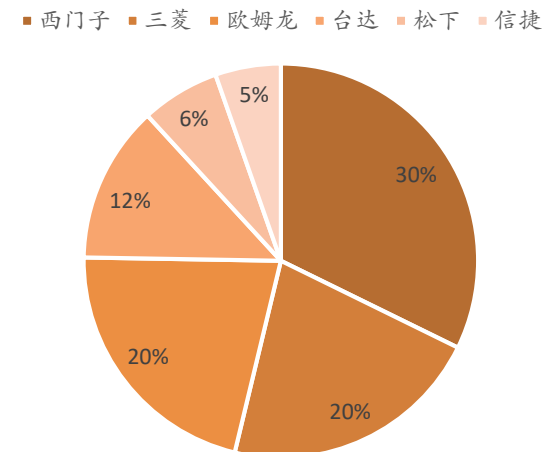
数据来源: 工控网, 广证恒生

小型 PLC 主要面向 OEM 市场, 大中型 PLC 主要应用于项目型市场。为了提高生产效率、扩展利润空间, OEM 厂商迫切需要提高机械的自动化水平来改变现在的市场格局。PLC 作为典型控制产品, 是 OEM 提高机械自动化水平的重要工具。OEM 市场也成为 PLC 产品的重点应用市场, 其中纺织、包装及机床在 PLC 市场中占有较大比重, 小型或微型 PLC 已能满足 OEM 厂商的控制需求, 因此小型 PLC 在 OEM 市场广泛应用。项目型市场通常是电力、矿业、冶金等领域, 要求较复杂的控制能力和较强通讯联网功能, 因此大多使用大型或中型 PLC。

图表 31: 2016 年 PLC 中 OEM 和 EU 市场占比



图表 32: 2018 年小型 PLC 市场份额

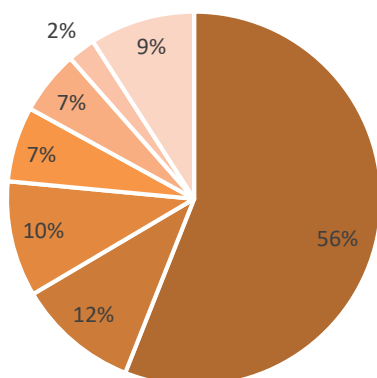


数据来源: 工控网, 广证恒生

数据来源: 工控网, 广证恒生

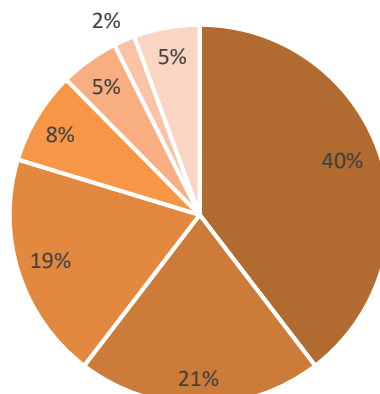
图表 33: 2015 年中型 PLC 市场份额

■ 西门子 ■ 三菱 ■ 欧姆龙 ■ 罗克韦尔 ■ 施耐德 ■ ABB ■ 其他



数据来源: 工控网, 广证恒生

图表 34: 2015 年大型 PLC 市场份额

 ■ 罗克韦尔 ■ 施耐德 ■ 西门子 ■ GE
 ■ 欧姆龙 ■ 三菱 ■ 其他


数据来源: 工控网, 广证恒生

国内品牌在小型 PLC 领域得了较快发展。大型 PLC 主要应用于冶金、电力、交通等领域, 且应用场合工艺比较复杂, 需要灵活多样的通信方式以及较好的网络拓展能力, 因此用户对产品安全性、可靠性、抗干扰性和网络通信能力要求较高。中型 PLC 在项目型应用中需要建立小规模的网络, 因此要求较高通信能力和组建网络的便利性; 在 OEM 应用中通常属于高端应用, 机器的复杂程度较高, 因此对中型 PLC 的 CPU 指令处理速度、程序容量、运动控制精度, 通信方式等方面有较高要求。总的来说, 在大、中型 PLC 领域, 技术壁垒较高, 且产品质量关系到使用方整个工厂自动化生产的稳定性和可靠性, 因此客户更倾向于外资品牌产品。国际品牌比如西门子、施耐德、罗克韦尔、GE 等进入中国较早, 具有丰富的行业经验, 在产品线上覆盖更为全面, 具有广泛的行业应用案例。而在小型 PLC 领域, 国内品牌性价比较高, 在能够很好满足小型 PLC 目标客户中小企业的需求前提下, 价格相对较低。

图表 35: 国内外小型 PLC 参数对比

型号	信捷 XC3-32RT-E	三菱 FX2N-32MR	台达 DVP32ES200R
I/O 点数	32	32	32
扩展模块	最多 7 个模块、1 个 BD 板	最多 8 台	I/O 及模拟量最多 7 台
高速计数	单相: 6 路; AB 相: 3 路	单相: 6 路; AB 相: 2 相	单相: 4 路; AB 相: 1 路
脉冲输出	2 路 200kHz, 支持多段速脉冲输出	2 路 100kHz	2 路 100kHz
通讯口	本体 2 个通讯口: 232/485; 可扩展 1 个通讯口: 232/485;	本体 1 个通讯口: 485/232; 可扩展 2 个通讯口: 485/232;	最多标配 3 个通讯口 (1 组 232/2 组 485)
扩展通讯方式	以太网、无线通讯模块、光纤通讯、蓝牙	以太网	以太网
主要编程方式	梯形图、C 语言和图块编程	梯形图	梯形图
知识产权保护	密码保护、保密下载、下载文件导出 (无法查看和修改)	密码保护	密码保护
市场价	580 元	1200 元	850 元

资料来源: 招股说明书, 公开资料, 广证恒生收集整理

3.2 进军伺服领域, 完善产业链布局

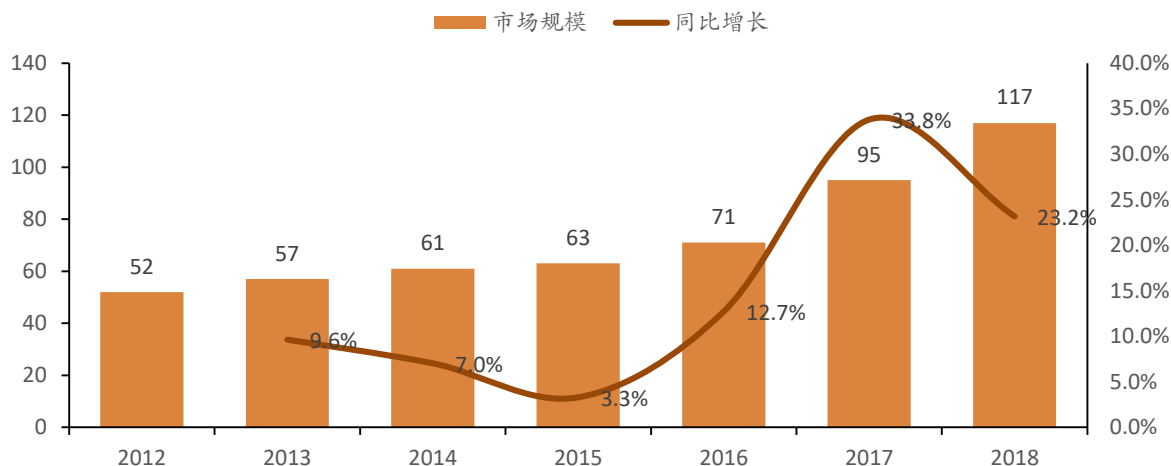
伺服系统是实现自动化行业中实现精确定位、精准运动必要途径, 是可编程逻辑器件 PLC 的关键下游。伺服系统由控制层面的控制器、驱动层面的伺服驱动和执行层面的伺服电机, 辅之编码器组成。主要

敬请参阅最后一页重要声明

证券研究报告

任务是按 PLC 控制命令的要求，对功率进行放大、变换、调控等处理，控制驱动装置的输出力矩、速度和位置，实现对物体的位置、方位、姿势等进行控制。高质量的伺服系统必须具备稳定性好、精度高、响应速度快的特点。按照功率大小目前可以分为小型伺服、中型伺服和大型伺服系统：大型伺服是指系统功率大于 5kW，主要用于驱动重型机械设备；中型伺服是指功率介于 1kW 和 5kW 之间，在 OEM 市场得到广泛应用；小型伺服是指系统功率小于 1kW，主要应在在中低端 OEM 市场。伺服系统作为运动控制系统的重要组成部分，其市场规模与运动控制市场规模变化基本一致。

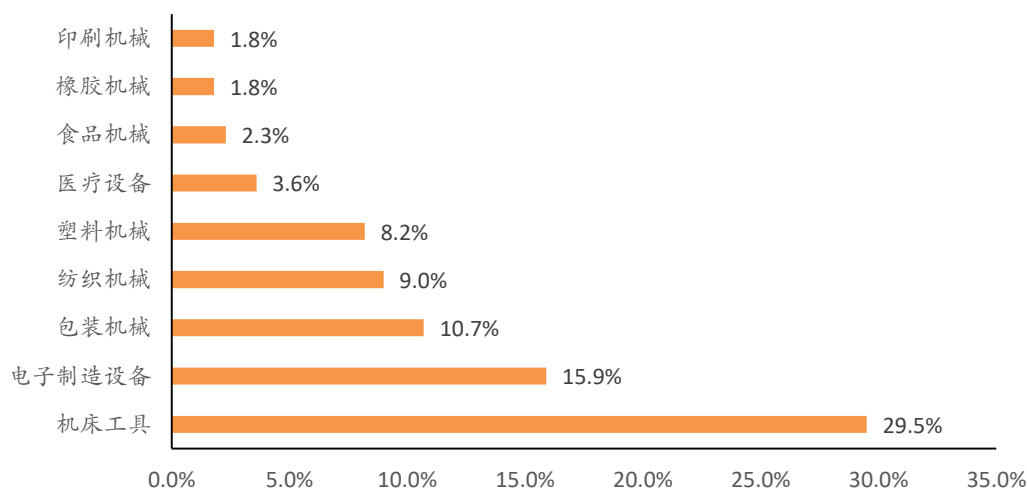
图表 36：2012-2018 年中国伺服系统市场规模增长情况（单位：亿元，%）



数据来源：公开资料，广证恒生

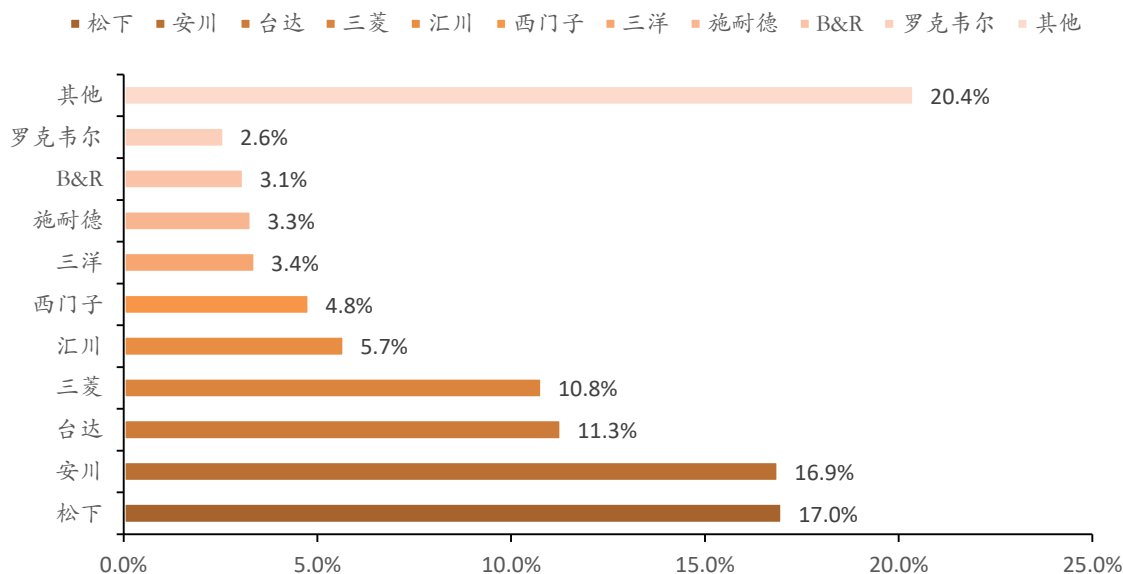
我国伺服技术起步晚，本土品牌选择从细分行业应用入手，提供行业解决方案。伺服电机产品广泛应用于机械、冶金、电力、石油化工、船舶制造、航空航天、建筑、交通、科研试验等领域。我国市场需求巨大，随着各行业如机床、印刷设备、包装设备、纺织设备、激光加工设备、机器人、自动化生产线等，对工艺精度、加工效率和工作可靠性等要求不断提高，这些领域对交流伺服电机的需求将迅猛增长。国产伺服虽然在技术、质量等方面还不能与国外品牌抗衡，但随着中国经济整体形势的好转，伺服系统重点应用行业如机床、电子半导体、纺织、包装、印刷、新能源等积压单得到释放，伺服市场需求旺盛，众多国产伺服品牌纷纷发展迅速。目前国内伺服市场外资品牌占据了超过 70% 的市场份额，国产品牌占比虽少但已经能够覆盖 70%-80% 的应用场景，并在某些技术参数方面甚至超过国际顶尖品牌，同时较国际品牌还拥有 15%-30% 的价格优势。

图表 37：2015 年伺服系统下游行业分布



数据来源：工控网，广证恒生

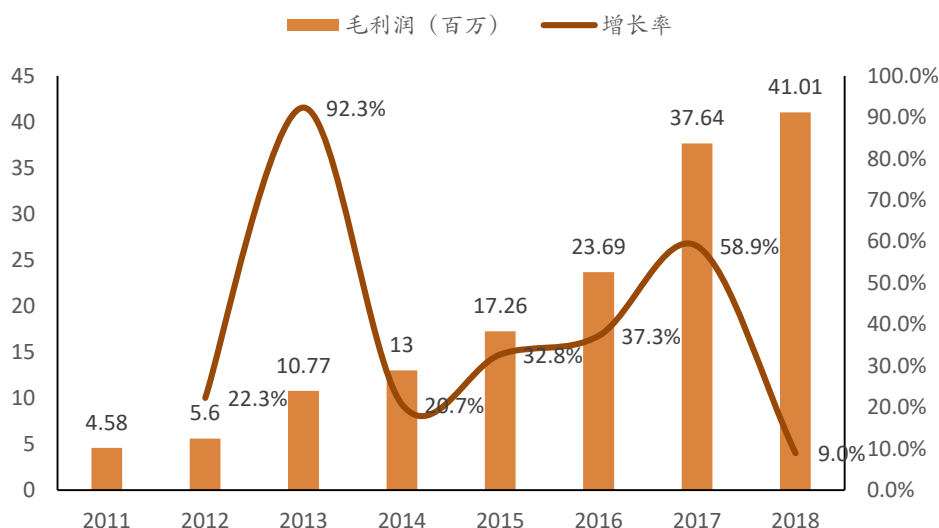
图表 38: 2015 年中国伺服系统市场竞争格局



数据来源: 工控网, 广证恒生

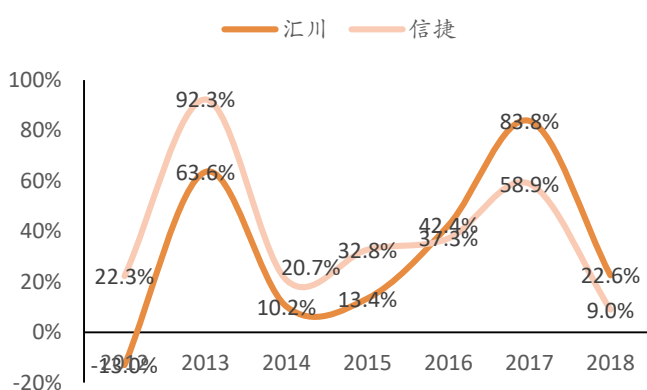
公司以 PLC 为基础, 发展下游驱动系统, 伺服业务取得良好成绩。在伺服市场公司采取跟随策略, 市场份额不断增加, 利用自身在小型可编程控制器市场的优势, 以建立“可编程控制器+人机界面+伺服、变频等运动控制部件+机器视觉等检测部件+机械臂”完整的产品线为主要目的, 进一步实现智能装备产业化, 为客户提供“整体工控自动化解决方案”。伺服系统包括伺服驱动器和伺服电机, 信捷提供包括 DS2、DS3、DS5 系列基本型、脉冲型、总线型等伺服驱动器, 以及 MS 系列伺服电机。2011 年至今, 公司驱动系统业务毛利取得较大增长, 在公司营收占比也逐年增长。由于刚开始进入伺服新领域公司采取低价策略来占领市场份额, 并且从较低端产品做起, 价值量较小, 伺服业务毛利率较汇川技术、埃斯顿等国内厂家还有一定差距。

图表 39: 2011-2018 年信捷电气驱动系统毛利润及增长率



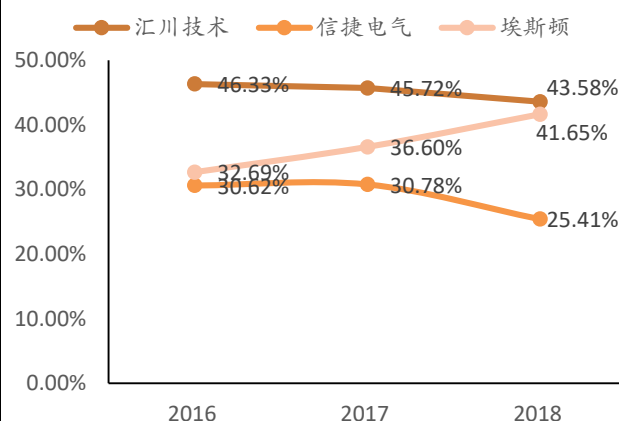
数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 40: 汇川、信捷伺服业务毛利增长率对比



数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 41: 汇川、信捷、埃斯顿伺服业务毛利率对比



数据来源: 公司公告, 广证恒生

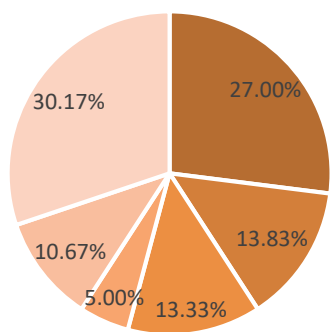
3.3. 深耕下游行业解决方案, 逐行业拓展需求

3.3.1 小型 PLC 市占率略有提升, 在定制化解决方案中寻求突破

公司已小型 PLC 市占率第一的内资企业, 保有一定竞争力的同时市场份额逐渐提升。国内小型 PLC 市场份额主要由国外企业占据, 信捷市场占有率超过 5%, 是在小型 PLC 领域市占率最高的国内企业。2015 年至 2018 年第三季度, 信捷一直是小型 PLC 市场市占率最高的本土品牌, 且占比略有提升。公司仅靠销售 PLC 等通用型产品难以实现较大增长, 要想在工控自动化行业取得突破, 必须由点到面扩展产品线, 从生产通用化、标准化设备过渡到为下游行业提供定制化解决方案, 从而扩展公司业务面、提高客户粘性、提高产品的市场占有率。

图表 42: 2015 年国内小型 PLC 市场格局

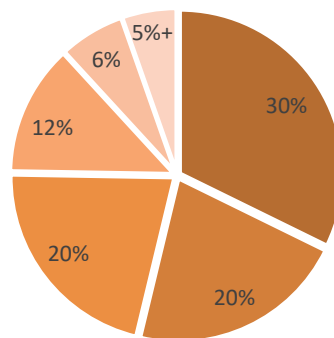
■ 西门子 ■ 欧姆龙 ■ 三菱 ■ 信捷 ■ 台达 ■ 其他



数据来源: 工控网, 广证恒生

图表 43: 2018 年 Q3 国内小型 PLC 市场格局

■ 西门子 ■ 三菱 ■ 欧姆龙 ■ 台达 ■ 松下 ■ 信捷



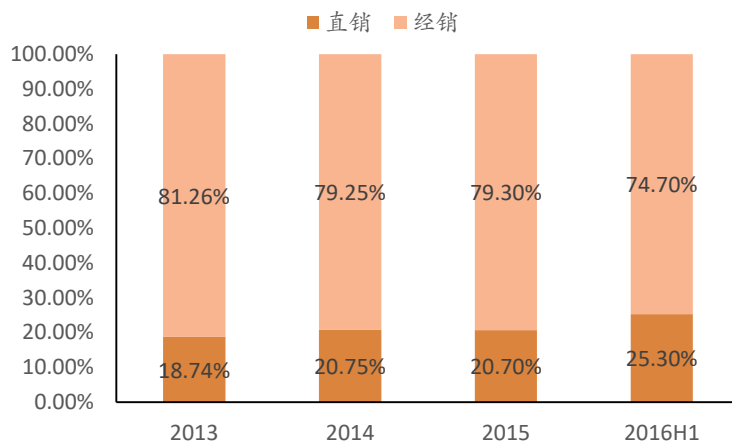
数据来源: 工控网, 广证恒生

公司对通用型产品采用“经销为主、直销为辅”销售模式, 对智能装置产品采用“直销为主、经销为辅”的销售模式。通用型产品主要包括可编程控制器、人机界面、驱动系统, 提供给原始设备制造商(OEM)。设备制造商涉及行业众多, 地域分布广且多为分散分布, 规模不一、设备造价差异大。工控部件厂商如果通过设立直销渠道并配备专门人员提供相关支持服务, 则面临覆盖面不足, 运营成本高的问题。此外由于通用型产品的编程语言大多通用, 从事编程的专业人员众多, 故容易建立众多的经销渠道。智能装置产品直接用于产品生产, 专用性较强, 故销售方式以直销为主。

公司通过强大经销网络进行产品推广, 通过直销迅速响应市场提供整体工控解决方案。为了服务和督

促当地经销商，同时协助经销商服务设备制造商，目前公司已在东部沿海和重庆、湖北、河南等 13 个省市设立近 40 个办事处。通过强大经销网络，公司可以最大限度的利用市场资源，利用经销渠道的销售与技术力量，有助于公司产品市场推广，提高行业开发质量与速度，并覆盖更广大区域，组成周密完善的销售、技术支持、服务跟踪网络。直销方面，由于直销直接对接细分行业客户，公司可以及时发现各行业的特点与变化趋势，对市场需求进行充分研究细分，最大程度上满足不同类型客户对产品服务、技术方案的专业化订制要求，快速响应市场以开发出适销产品满足本土企业的实时需求，提供“整体工控解决方案”，增强客户粘性。公司直销比例逐年增加，可看出公司逐渐实现由单纯产品制造商向上下游产品线及解决方案方向扩展，巩固竞争优势。

图表 44: 信捷电气销售模式占比

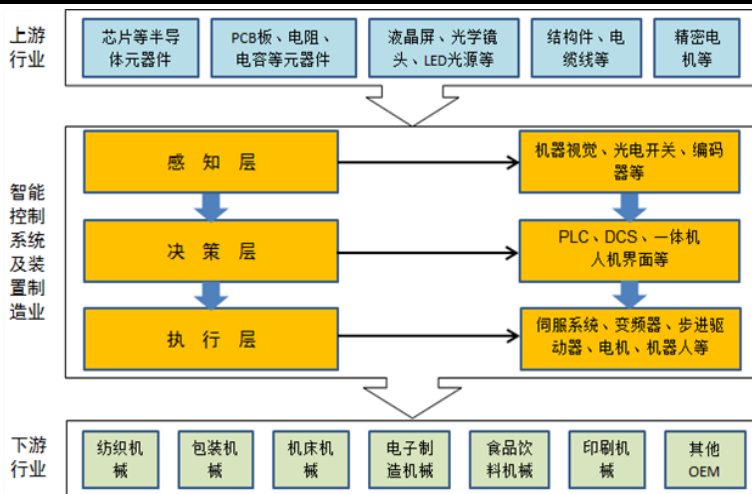


数据来源：公司招股说明书，广证恒生

3.3.2 整体工控自动化解决方案的技术路线

公司上游成本端变动影响较小，控制系统领域产品发展主要集中在下游需求端。目前公司产品芯片等半导体器件主要为国外品牌，芯片价格总体比较稳定，供应有保证。其他电子元器件、液晶屏、结构件等主要国内厂商供应，选择众多，供应商的转换对产品性能和生产成本影响不大。下游行业涉及工业领域的众多行业，预期随着国内经济维持较快增速，下游行业投资规模的增长会带动通用自动化产品需求量的提高，并且这些行业出于提高生产效率、降低人力成本、提高工业自动化水平的内在需求，也会加大改造生产线的投入，随之带动可编程控制器、伺服系统、智能装备市场需求的增长。

图表 45: 智能控制系统及装置制造业的上下游



数据来源：公司招股说明书，广证恒生

公司以“可编程控制器+伺服、变频等运动控制部件+人机界面+机器视觉等检测部件+机械臂”完整的产品线为主要战略方向。公司及前身自创立以来一直专注于国内工业自动化细分领域的需求：2000年-2004年，公司结合自身优势推出符合客户需求的FC系列PLC和人机界面，以此切入智能控制系统的FA领域；2005年-2009年，公司陆续研发XC系列可编程控制器和驱动类新产品，从单一产品供应商转变为综合电控解决方案供应商，进一步实现突破；2010年至今，公司开始向技术含量和附加值更高的领域进军，逐步推出X-SIGHT机器视觉系统、各种系列高性能PLC、高响应高刚性伺服驱动器、DPL系列步进驱动器和VH3系列无感矢量变频器等产品，向一整套智能装置供应商靠拢，完善为行业提供解决方案的产品线。

图表 46：信捷电气整体工控自动化解决方案示意图



数据来源：公司招股说明书，广证恒生

图表 47：公司技术路线



数据来源：公司网站，广证恒生

3.3.3 定制化解决方案逐行业扩展，增加客户粘性

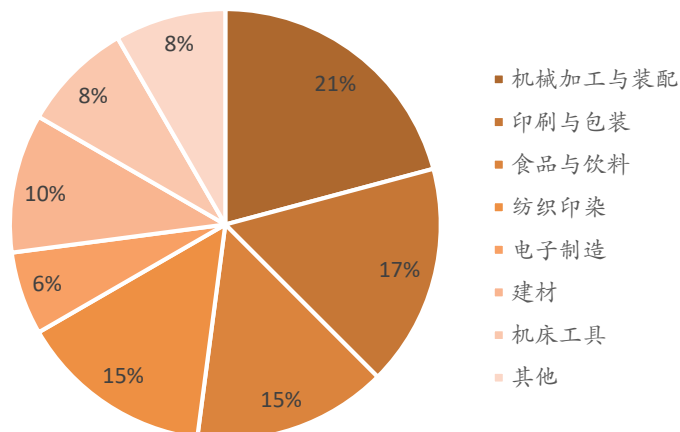
公司拥有完备的智能控制系统核心部件产品线，为纺织、机床等细分行业量身定做极具附加值的解决方案。例如纺织机械行业就涉及较多工艺流程，大部分机器由可编程控制器控制，并涉及大量伺服、变频器等驱动产品，这时需要一个从人机交互界面到伺服驱动器的整体解决方案，公司目前产品线已完全涉及所需部件，可以为企业定制提供定制化解决方案的服务。整套产品均为公司自主品牌，在满足客户的产品易用性、经济性的同时，高附加值的解决方案也保证了公司较高的毛利率水平，有助于公司扩大市场规模、实现增长，并且基于公司自身产品进行设计，短期难以被竞争对手所复制。目前公司在机械加工与装配、印刷与包装、食品与饮料、纺织印染等行业已做出较多解决方案，具有一定竞争优势，项目型市场公司涉足较少，仍有广阔拓展空间。

图表 48: 信捷电气行业解决方案示例

行业	解决方案示例	方案详情	成品示例
印刷与包装	信捷泡罩机解决方案	1 套 PLC+HMI; 4 套伺服系统; 1 套变频器	
食品与饮料	全自动理料包装机解决方案	1 套 PLC+HMI; 9 套伺服系统; 13 套变频器	
机械加工装配	层绕机解决方案	1 套 PLC+HMI; 1 套伺服系统; 2 套变频器	
纺织印染	折叠机解决方案	1 套 PLC+HMI; 7 套伺服系统	
电子制造	电阻焊接解决方案	1 套 PLC+HMI; 1 套伺服系统	
建材	捻股机解决方案	1 套 PLC+HMI; 2 套伺服系统; 3 套变频器	
机床工具	金刚砂线系统解决方案	1 套 PLC+HMI; 8 套伺服系统	

资料来源: 公司官网, 广证恒生

图表 49: 信捷电气解决方案分布行业比例



数据来源: 公司官网, 广证恒生

图表 50：国内工控企业涉及产业链环节

工控环节	机器视觉	工业控制	运动控制	工业互联网	工业机器人	智能制造
信捷电气	√	√	√	√	√	√
汇川技术		√	√	√	√	√
埃斯顿	√		√	√	√	√
海得控制						√
英威腾		√	√	√	√	√
科大智能	√			√		√
麦格米特		√	√			√
蓝海华腾			√			

数据来源：公司官网，广证恒生

图表 51：国内工控企业涉及 OEM 行业

行业	印刷与包装	食品与饮料	机械加工装配	纺织印染	电子制造	机床工具	橡塑机械	电梯
信捷电气	√	√	√	√	√	√		
汇川技术	√		√	√		√	√	√
埃斯顿	√			√	√	√		
英威腾	√	√			√	√	√	√
麦格米特		√	√					
蓝海华腾			√	√		√	√	

数据来源：公司官网，广证恒生

图表 52：国内工控企业涉及项目型行业

行业	电力	市政	钢材冶金	矿山	石油石化	新能源	建材	化工	橡胶	轨道交通	汽车	通信
信捷电气							√					
汇川技术	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	√	
埃斯顿						√	√				√	
海得控制	√					√						
英威腾	√	√	√		√	√	√	√		√	√	√
科大智能	√											√
麦格米特	√				√	√				√	√	√
蓝海华腾	√									√	√	

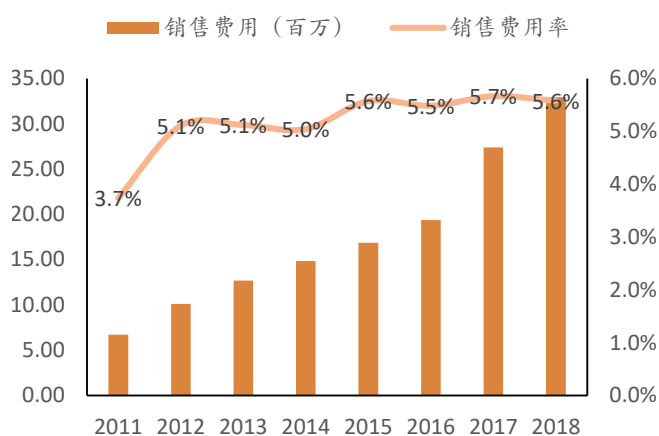
数据来源：公司官网，广证恒生

4 管控费用能力强，稳扎稳打促发展

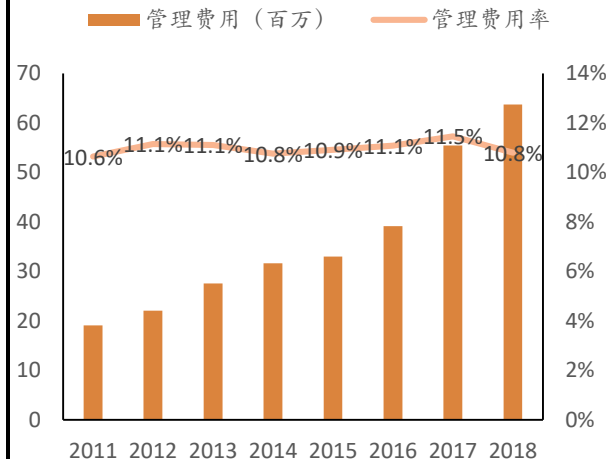
公司期间费用率保持稳定，管控费用能力强。公司销售费用和管理费用随着业务规模的扩大逐年增长，

但费用率相对稳定,且显著低于同类公司。自上市以来,公司的销售费用率维持在5.6%左右,管理费用率维持在11%左右,财务费用率由于利息收入的变化有一定波动。公司整体期间费用率维持在16%左右,显著低于同行业其他公司平均20%期间费用率水平,费用管控能力较强。一方面,公司销售费用率维持在5.5%左右,低于同行业其他公司8%水平,管理费用率维持在10%,同样低于行业平均水平15%。另一方面从2015年-2018年的研发占比可看出,虽然公司一直在加大对研发的投入,但研发占比较同类公司还有差距,这也一定程度上导致期间费用能够控制在较低水平。

图表 53: 2011-2018 年销售费用和销售费用率



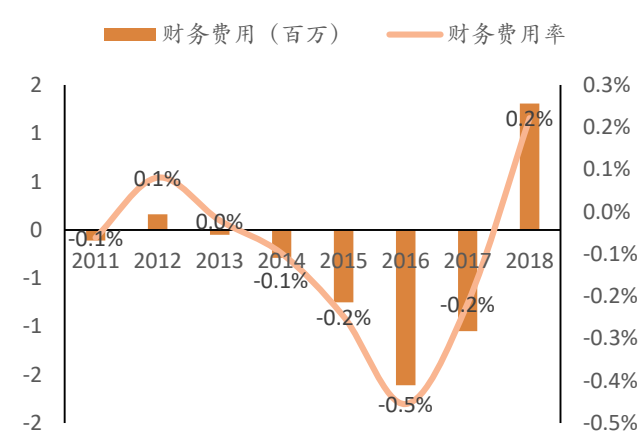
图表 54: 2011-2018 年管理费用和管理费用率



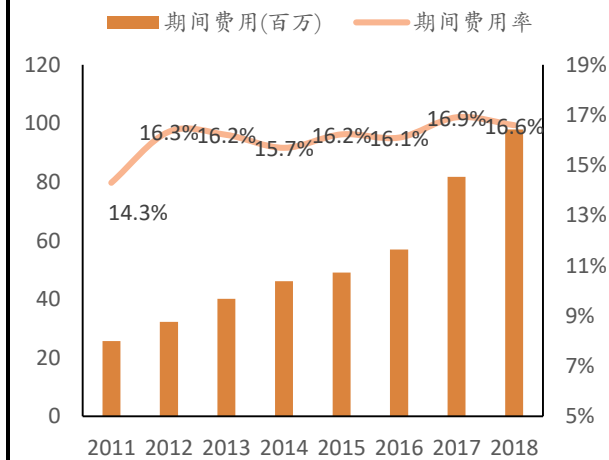
数据来源: 公司公告, 广证恒生

数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 55: 2011-2018 年财务费用和财务费用率



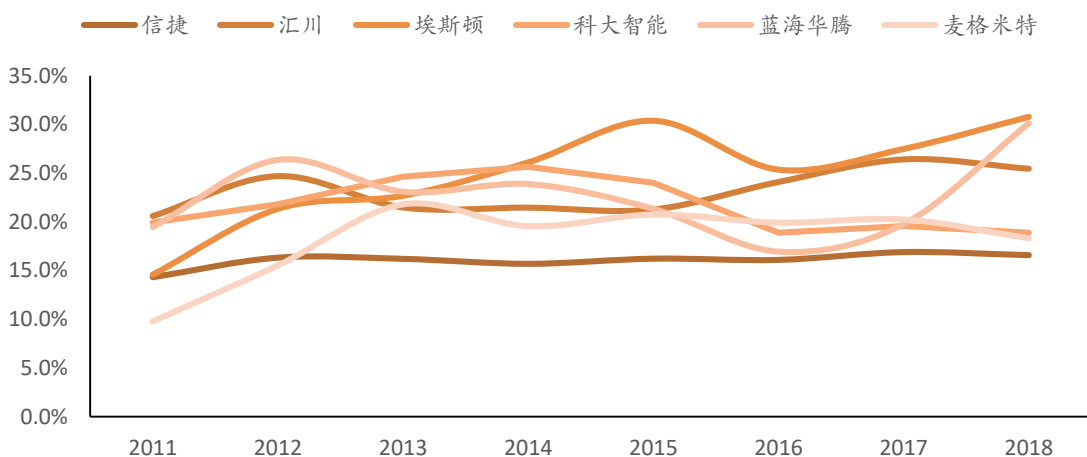
图表 56: 2011-2018 年期间费用 and 期间费用率



数据来源: 公司公告, 广证恒生

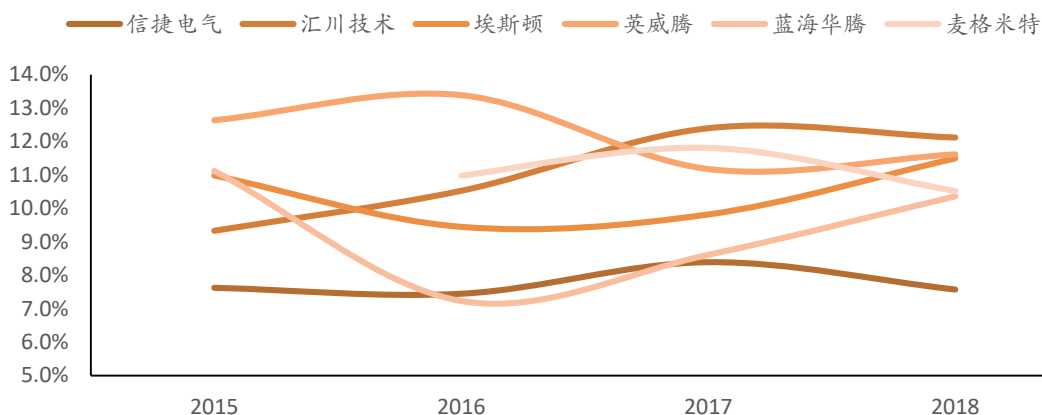
数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 57: 工控行业各企业期间费用率对比



数据来源: 公司公告, 广证恒生

图表 58: 工控行业各企业研发占比对比



数据来源: 公司公告, 广证恒生

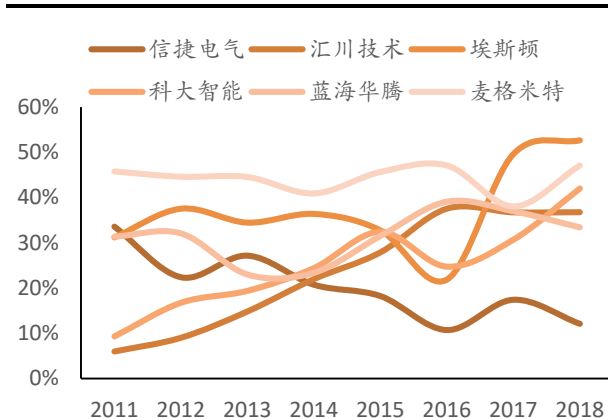
公司资产负债率低, 流动比率高, 偿债能力强, 经营稳健。从公司资产负债表得知, 公司从 2014 年起至今, 既无短期借款也无长期借款, 负债构成稳定且数值较小, 资产规模随着公司业绩增长不断扩大, 因此资产负债率不断降低, 基本维持在 20% 以下水平, 公司偿债能力强。通过与同类公司对比也可看出, 公司资产负债率显著低于平均水平, 流动比率显著高于平均水平, 说明公司在经济下行周期经营趋于稳健, 具备良好的抗风险能力。

公司流动资金使用效率高, 但存货变现能力有望进一步增加。自公司上市以来应收账款周转天数逐年减少, 资金被外单位的占用时间减少, 应收账款周转率提高, 流动资金使用效率相比同类企业明显较高。但存货周转天数一直高于同类企业并有增加的趋势, 基本维持在 150 天以上水平, 可见公司存货管理能力还需进一步提高, 可通过降低库存、增加销售渠道、缩短交货期等方式缩短存货周转天数。

公司盈利能力较稳定, 业绩稳健增长。由于所有者权益不断增加, 尤其是公司上市后, 净利润的增长速度不及股东权益增长速度, 因此公司净资产收益率一直降低, 公司上市后 ROE 基本维持在 15% 水平, 高于同类公司平均水平。由于市场竞争加剧和公司产品结构的变化, 公司销售毛利率略有下降, 但基本保持在 40% 水平, 盈利能力稳定。

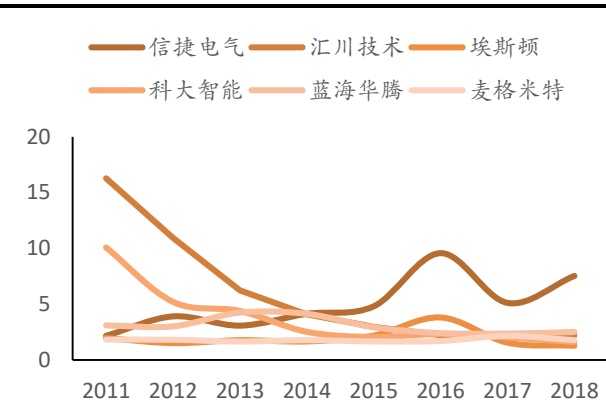
公司总体发展基调是稳扎稳打促发展。公司具有显著低于同类企业的资产负债率和期间费用率, 以高毛利率的 PLC 业务为基础, 逐步发展完备产业链其他业务, 提高市场份额, 控制期间费用, 保持良好盈利水平以保证业绩稳步增长, 同时维持行业景气度不高时的抗风险能力。

图表 59: 同行业公司资产负债率对比



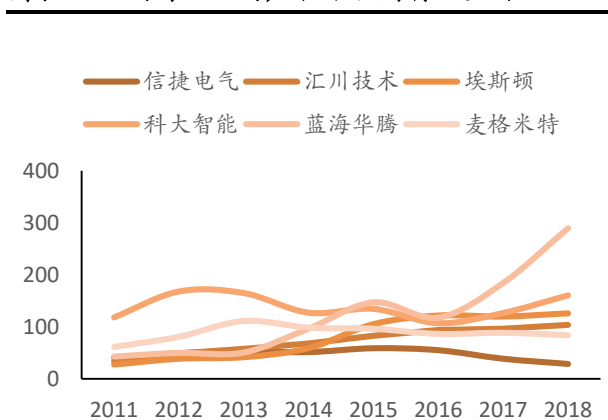
数据来源: 公司公告、广证恒生

图表 60: 同行业公司流动比率对比



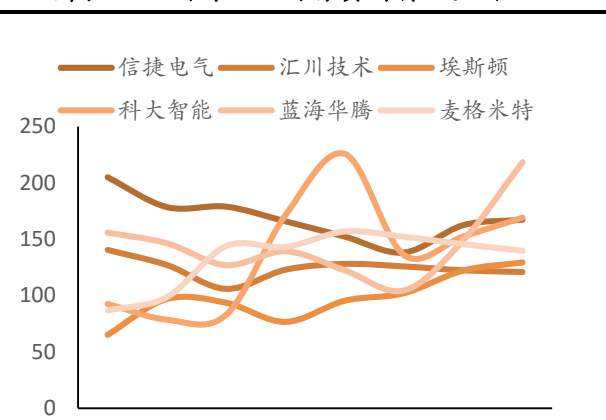
数据来源: 公司公告、广证恒生

图表 61: 同行业公司应收账款周转天数对比



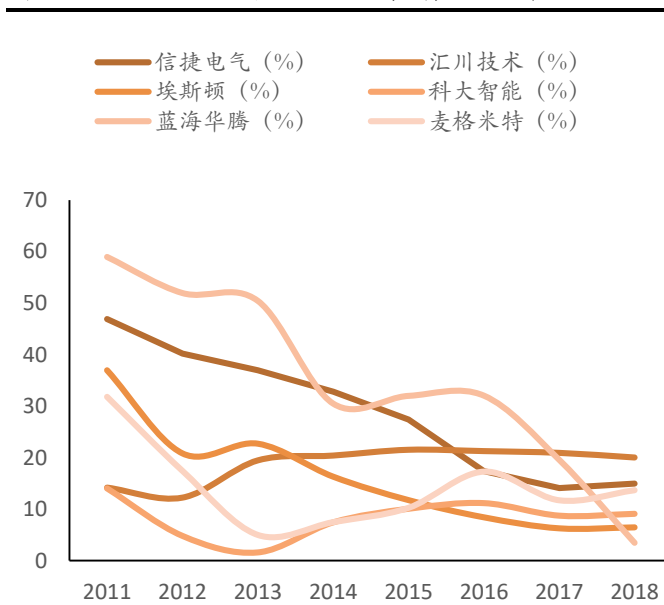
数据来源: 公司公告、广证恒生

图表 62: 同行业公司存货周转天数对比



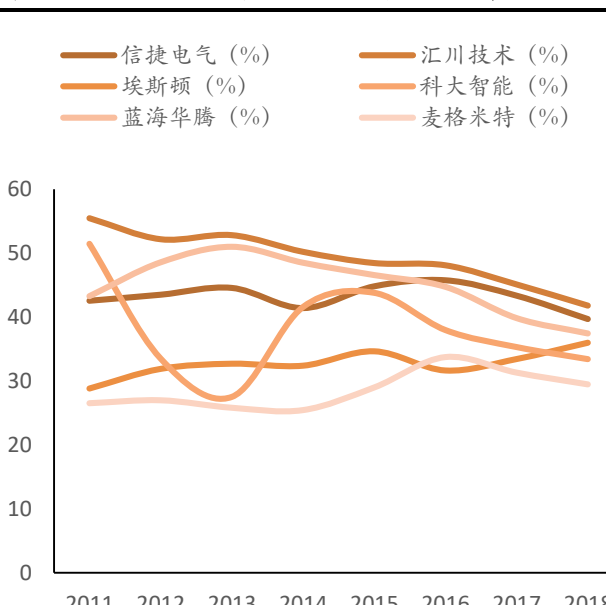
数据来源: 公司公告、广证恒生

图表 63: 信捷电气与汇川技术净资产收益率对比



数据来源: wind、广证恒生收集整理

图表 64: 信捷电气与汇川技术销售毛利率对比



数据来源: wind、广证恒生收集整理



5 投资建议

我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.31、1.61、1.95 元人民币，对应市盈率为 18.46、14.98、12.41 倍，首次给予其“强烈推荐”评级，以 30 倍 P/E 给予其目标价 39.30 元。

6 风险提示

PLC 需求下滑；制造业固投下降；市场竞争加剧导致公司毛利率下滑等。



附录：财务报表预测

资产负债表						利润表							
会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	634.41	47.52	58.98	208.83	90.04	110.02	营业收入	353.47	483.57	590.38	720.21	900.43	1100.24
应收票据及账款	105.04	115.89	122.82	190.69	238.41	291.32	营业成本	191.74	273.91	355.89	434.07	545.21	665.21
预付账款	2.47	4.89	7.51	5.58	6.98	8.52	营业税金及附加	3.47	3.89	5.31	6.01	7.52	9.18
其他应收款	3.22	2.04	5.10	3.82	4.77	5.83	销售费用	19.38	27.39	32.93	37.79	47.25	57.74
存货	80.41	166.82	163.84	212.32	266.69	325.38	管理费用	39.14	55.41	63.71	76.95	96.20	117.55
其他流动资产	0.13	596.84	646.09	281.57	351.84	429.74	财务费用	-1.61	-1.05	1.31	-0.47	-0.52	-0.35
流动资产总计	825.68	934.00	1004.34	902.82	958.73	1170.82	其他经营损益	-5.13	-6.55	-10.34	-6.22	-6.22	-6.22
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	0.55	15.30	27.22	29.54	38.65	45.54
固定资产	56.21	58.12	88.30	162.21	388.49	735.80	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
在建工程	7.52	20.38	24.28	145.23	241.19	337.14	营业利润	96.77	132.77	148.15	189.18	237.21	290.24
无形资产	29.79	63.69	62.78	73.15	100.19	118.89	其他非经营损益	19.23	24.49	24.38	18.58	18.58	18.58
长期待摊费用	2.27	4.19	6.74	53.37	50.00	50.00	利润总额	116.00	157.27	172.53	207.75	255.78	308.81
其他非流动资产	3.32	47.38	20.00	66.68	106.71	140.10	所得税	15.80	33.45	23.90	23.95	29.18	35.38
非流动资产合计	99.10	193.76	202.09	500.64	886.57	1381.94	净利润	100.20	123.82	148.63	183.81	226.61	273.44
资产总计	924.78	1127.75	1206.43	1403.46	1845.30	2552.75	少数股东损益	0.01	0.01	-0.00	0.03	0.03	0.04
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	162.17	483.45	归属母公司股东净利润	100.19	123.81	148.63	183.78	226.57	273.40
应付票据及账款	53.81	121.06	93.39	128.45	161.34	196.85	EBITDA	119.83	163.81	183.63	308.74	469.32	613.10
其他流动负债	32.39	61.40	39.74	62.69	78.66	96.01	NOPLAT	82.19	103.71	128.73	167.32	210.07	257.05
流动负债合计	86.20	182.46	133.13	191.15	402.17	776.30	EPS(元)	0.71	0.88	1.06	1.31	1.61	1.95
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	61.67	189.78	主要财务比率						
其他非流动负债	13.14	14.03	13.10	13.10	13.10	13.10	会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
非流动负债合计	13.14	14.03	13.10	13.10	74.76	202.88	成长能力						
负债合计	99.34	196.49	146.23	204.24	476.93	979.18	营收增长率	0.17	0.37	0.22	0.22	0.25	0.22
股本	100.40	140.56	140.56	1140.56	2140.56	3140.56	EBIT增长率	0.23	0.37	0.11	0.19	0.23	0.21
资本公积	409.77	369.61	369.61	-630.39	-1630.39	-2630.39	EBITDA增长率	0.23	0.37	0.12	0.68	0.52	0.31
留存收益	315.15	420.96	549.65	718.18	925.94	1176.65	净利润增长率	0.23	0.24	0.20	0.24	0.23	0.21
归属母公司权益	825.32	931.13	1059.82	1228.34	1436.11	1686.82	盈利能力						
少数股东权益	0.12	0.13	0.38	0.41	0.45	0.49	毛利率	0.46	0.43	0.40	0.40	0.39	0.40
股东权益合计	825.44	931.26	1060.20	1228.76	1436.56	1687.31	净利率	0.28	0.26	0.25	0.26	0.25	0.25
负债和股东权益合计	924.78	1127.75	1206.43	1433.00	1913.49	2666.48	ROE	0.12	0.13	0.14	0.15	0.16	0.16
现金流量表													
会计年度	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	ROA	0.11	0.11	0.12	0.13	0.12	0.11
税后经营利润	99.71	108.52	122.34	138.19	171.88	211.82	ROIC	0.38	0.46	0.14	0.16	0.19	0.15
折旧与摊销	5.45	7.60	9.79	101.45	214.07	304.64	估值倍数						
财务费用	-1.61	-1.05	1.31	-0.47	-0.52	-0.35	P/E	33.87	27.41	22.83	18.46	14.98	12.41
其他经营资金	-7.99	-5.23	-69.28	309.38	-125.85	-139.26	P/S	9.60	7.02	5.75	4.71	3.77	3.08
经营性现金净流量	95.55	109.83	64.16	548.55	259.57	376.85	P/B	4.11	3.64	3.20	2.76	2.36	2.01
投资性现金净流量	-7.11	-676.41	-30.45	-383.92	-583.92	-783.92	股息率	0.01	0.01	0.01	0.00	0.01	0.01
筹资性现金净流量	405.13	-20.27	-22.54	-14.78	205.56	427.05	EV/EBIT	15.95	21.47	19.52	132.17	203.31	247.96
现金流量净额	493.57	-586.85	11.16	149.85	-118.79	19.98	EV/EBITDA	15.23	20.47	18.48	88.73	110.58	124.75
							EV/NOPLAT	22.20	32.33	26.36	163.73	247.04	297.55

数据来源：同花顺 IFIND, 广证恒生



广证恒生电力设备新能源团队介绍：

潘永乐：厦门大学金融硕士，8年证券研究经验，主要覆盖工控、电力设备。

徐超：浙江大学核技术硕士，2年证券研究经验，主要覆盖新能源发电。

李子豪：北京理工大学航天工程硕士，1年证券研究经验，主要覆盖新能源汽车。

广证恒生：

地址：广州市天河区珠江西路5号广州国际金融中心4楼

电话：020-88836132，020-88836133

邮编：510623

股票评级标准：

强烈推荐：6个月内相对强于市场表现15%以上；

谨慎推荐：6个月内相对强于市场表现5%—15%；

中性：6个月内相对市场表现在-5%—5%之间波动；

回避：6个月内相对弱于市场表现5%以上。

分析师承诺：

本报告作者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。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内，公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示：

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东（广州证券股份有限公司）各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度，有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下，投资者阅读本报告时，我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，或者可能正在为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。法律法规政策许可的情况下，我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险，投资需谨慎。