

公司研究/更新报告

2020年02月15日

机械设备/通用机械 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 12.63
合理价格区间(元): 14.23~16.26

章诚 执业证书编号: S0570515020001
研究员 021-28972071
zhangcheng@htsc.com

李倩倩 执业证书编号: S0570518090002
研究员 liqianqian013682@htsc.com

关东奇 执业证书编号: S0570519040003
研究员 021-28972081
guandongqilai@htsc.com

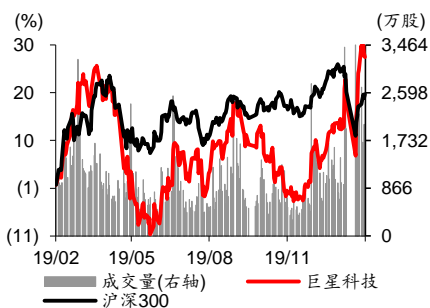
黄波 执业证书编号: S0570519090003
研究员 0755-82493570
huangbo@htsc.com

时彧 021-28972071
联系人 shiyu013577@htsc.com

相关研究

- 1《巨星科技(002444 SZ,买入): 经营韧性增强, 升级五金工具制造商》2020.01
- 2《巨星科技(002444 SZ,买入): 业绩符合预期, 国际竞争力稳步提升》2019.10
- 3《巨星科技(002444 SZ,买入): 中报业绩符合预期, 全球化步伐加快应对挑战》2019.08

一年内股价走势图



资料来源: Wind

从 TTI 发展史, 看巨星的成长潜力

巨星科技(002444)

复盘创科实业 TTI 发展历程, 三个角度看巨星成为国际巨头的潜力

创科实业 (TTI) 是总部位于香港的全球领先电动工具企业, 自 1985 年创立以来, 30 余年间凭借全球化并购发展和持续自主研发下强劲的内生增长动力, 从最初仅有一处广东生产基地的小型 OEM 企业发展成为全球化生产、运营的业界翘楚。我们认为, 从战略、财务、估值等角度复盘 TTI, 为巨星科技的发展前景研判提供了一定启示, 巨星积极打造全球化布局、持续强化自有品牌和自主研发、转型全球工具服务商等发展战略有望复制 TTI 崛起之路, 盈利能力和 ROE 或将在此过程中稳步提高, 估值提升潜力亦不容忽视。预计公司 2019-21 年 EPS 0.89/1.02/1.17 元, “买入”评级。

战略角度: 全球化并购+自主研发强化内生增长是造就龙头的高效途径

从企业战略角度看, TTI 成功的关键在于: 1) 1999 年以来先后收购 Ryobi、Homelite、Milwaukee、AEG、DreBo、Stiletto、Empire 等海外知名品牌及业务, 实现多档次、全品类布局, 形成了以中国、东南亚、北美、欧洲为生产、研发重心, 营销网络遍及全球的格局; 2) 过去十年锂电技术逐步成熟使电动工具主力产品从传统有绳式转向小型化、轻型化、无绳化, TTI 准确把握行业趋势, 持续加大对充电式工具技术及产品的研发力度, 每年新品约占销售额三分之一以上, 由于工具业中小企业较低的净利率制约了研发投入, 规模化企业的研发优势使公司内生增长快于行业, 份额提升。

财务角度: 盈利能力持续提升是 TTI 成为大牛股的关键, 巨星潜力深远

2010 年至今是 TTI 市值飞跃的“黄金十年”(市值约增 7 倍)。从 2010~18 年来看, 收入稳增长 (复合增速 9%)、净利率由 3% 持续提升至 8% (净利润复合增速达 25%)、PE 估值总体稳定是其成为大牛股的关键财务原因; ROE 由 9% 持续提升至 18% 主要受净利率驱动, 而本质上得益于毛利率提升 (每年推出高毛利率新品、优化产品结构和生产效率)。相比于 TTI, 2011 年以来巨星毛利率较低但净利率更高 (费用率较低), ROE 偏低 (因杠杆率、资产周转率相对较低)。我们认为随着欧美本土服务+亚洲生产制造+中国管理研发的全球发展战略推进, 巨星利润率及 ROE 具备提升潜力。

估值角度: 全球化发展新阶段巨星估值具备提升空间, 维持“买入”评级

龙头地位不断强化、现金流稳健、净利率及 ROE 持续提升等积极因素为 TTI 的估值提供了有力支撑, 2010~19 年 PE-TTM 均值、中值分别为 21.5、22.0 倍, 2012 年后波动较小。我们认为, 短期来看巨星 PE 估值处于历史较低水平, 贸易摩擦阶段性缓解, 市场风险偏好有望改善, 公司具备估值修复空间; 长期来看, 随着巨星发展战略逐步兑现, TTI 估值体系或对公司价值研判有参考意义。预计公司 2019-21 年归母净利润 9.6/10.9/12.6 亿元, PE 为 14、12、11 倍。可比公司 2020 年 PE 11 倍, 考虑到公司经营稳定性优于行业, 给予 2020 年 14-16 倍 PE, 目标价 14.23-16.26 元。

风险提示: 海外主要市场经济增长放缓、汇率波动风险、东南亚基地投产进程不及预期、中美贸易摩擦加剧、收购整合及投资协同不及预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,075
流通 A 股 (百万股)	1,012
52 周内股价区间 (元)	9.02-12.88
总市值 (百万元)	13,580
总资产 (百万元)	10,832
每股净资产 (元)	6.88

资料来源: 公司公告

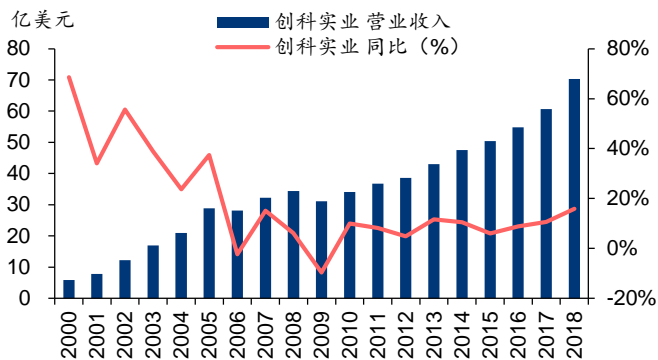
经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	4,281	5,935	7,009	7,983	9,043
+/-%	18.80	38.64	18.10	13.89	13.28
归属母公司净利润 (百万元)	548.64	717.00	956.61	1,093	1,256
+/-%	(11.74)	30.69	33.42	14.26	14.89
EPS (元, 最新摊薄)	0.51	0.67	0.89	1.02	1.17
PE (倍)	24.75	18.94	14.20	12.42	10.81

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

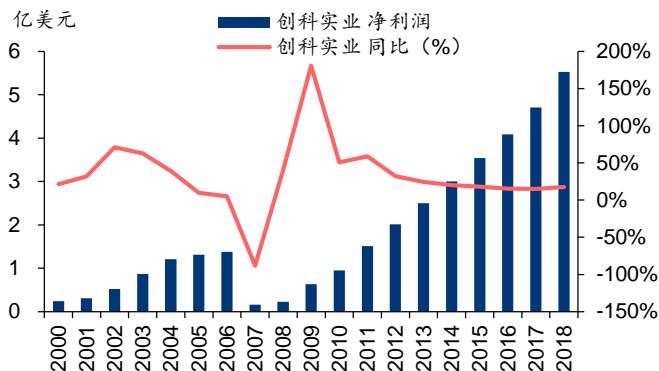
巨星科技与TTI等全球工具龙头主要财务指标对比

图表1: TTI历史营业收入及增速



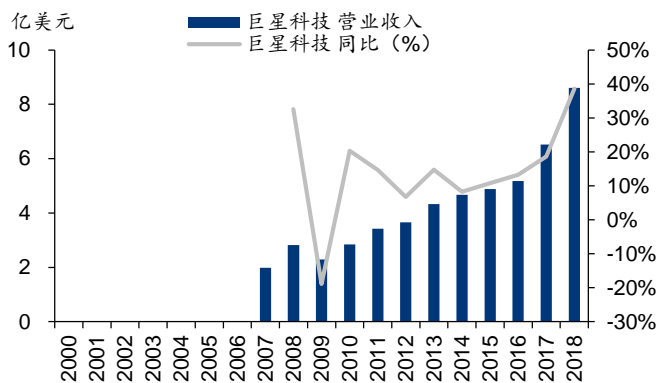
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表2: TTI历史归母净利润及增速



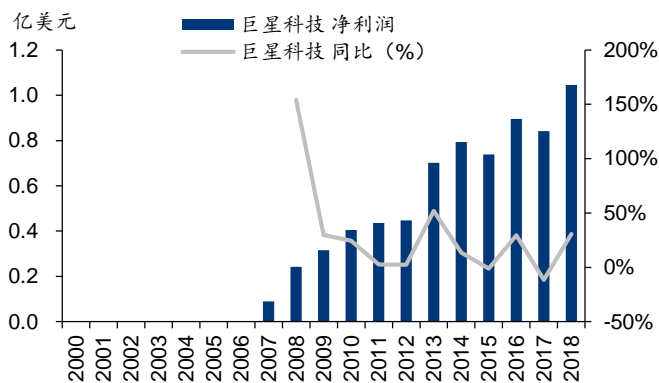
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表3: 巨星科技历史营业收入及增速



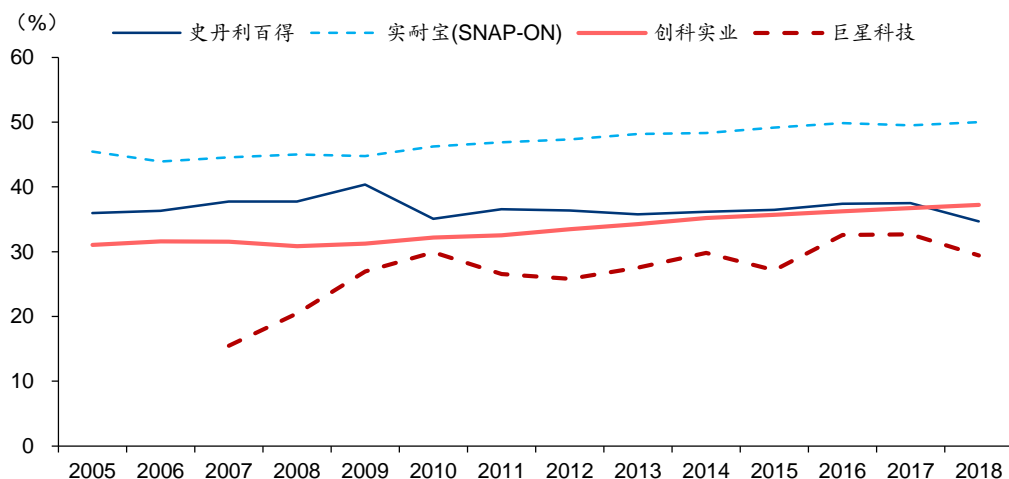
资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 按照历年年报截止日人民币兑美元汇率折算

图表4: 巨星科技历史归母净利润及增速



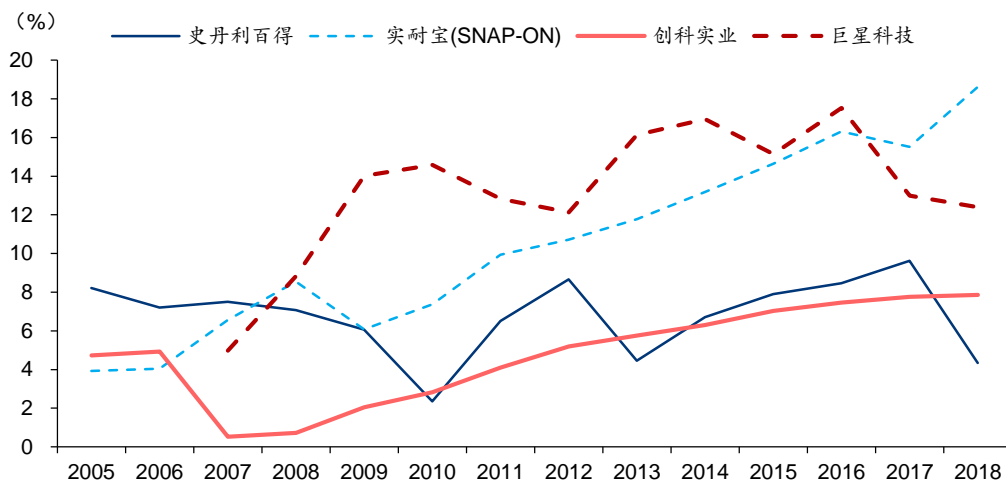
资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 按照历年年报截止日人民币兑美元汇率折算

图表5: 巨星科技与全球工具龙头企业毛利率对比



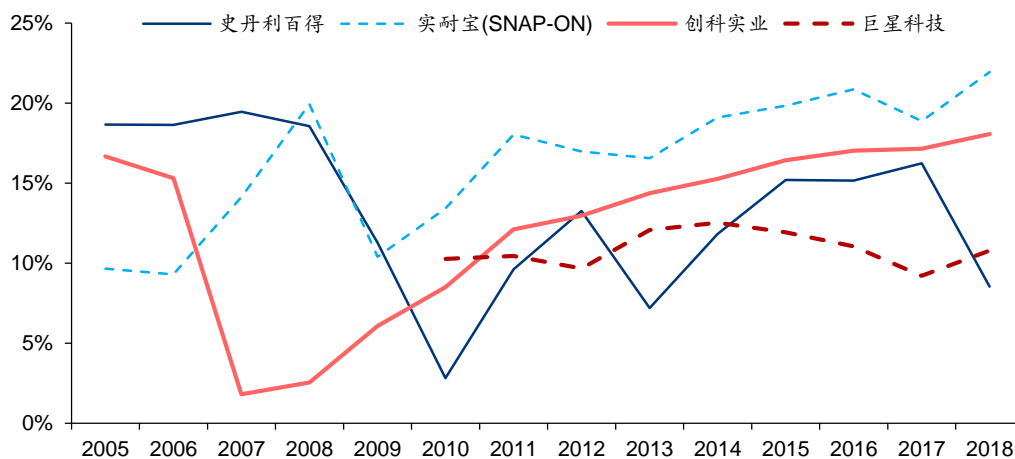
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表6: 巨星科技与全球工具龙头企业净利率对比



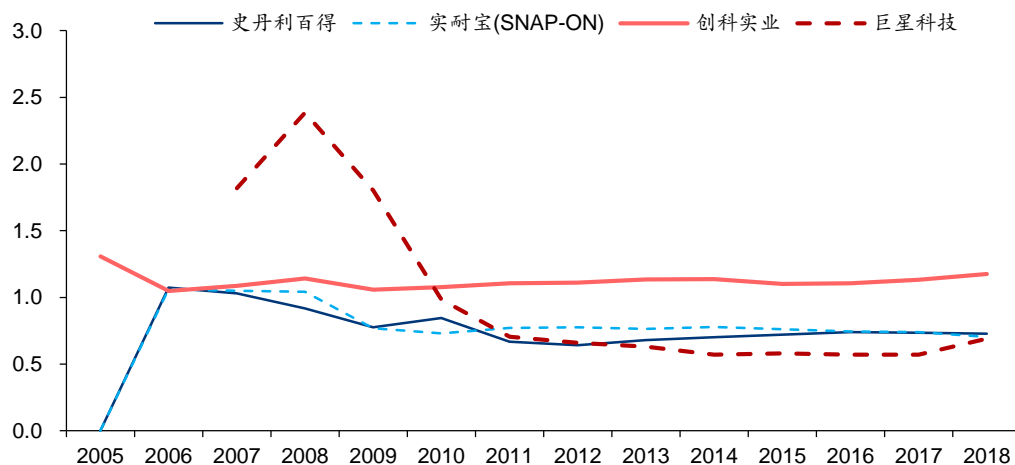
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 巨星科技与全球工具龙头企业 ROE 对比



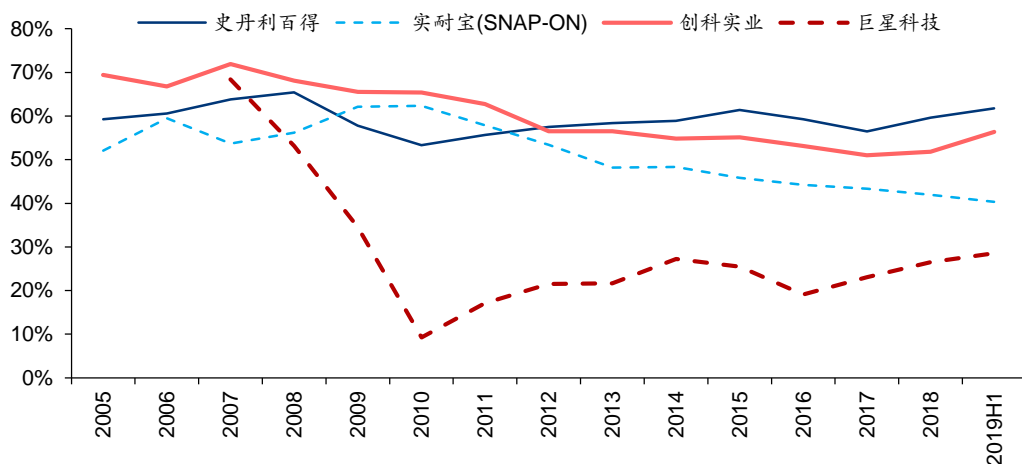
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 巨星科技与全球工具龙头企业资产周转率对比



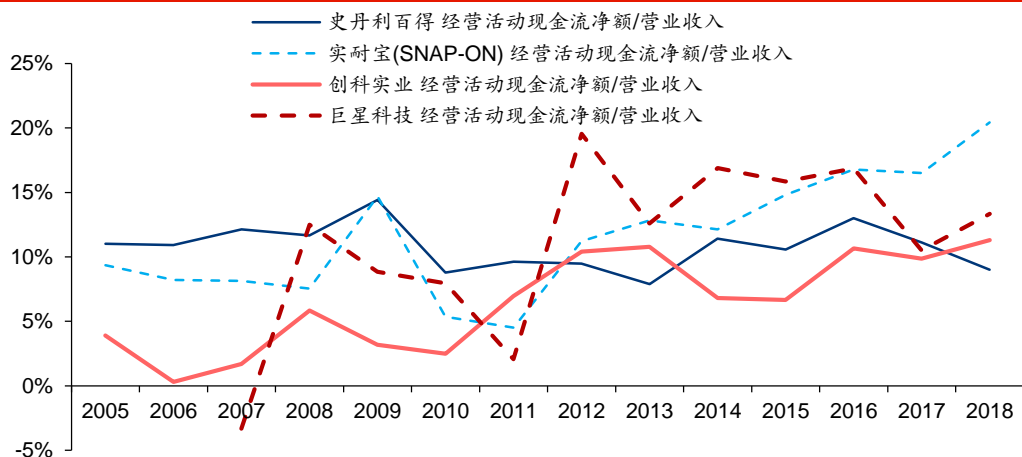
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表9： 巨星科技与全球工具龙头企业资产负债率对比



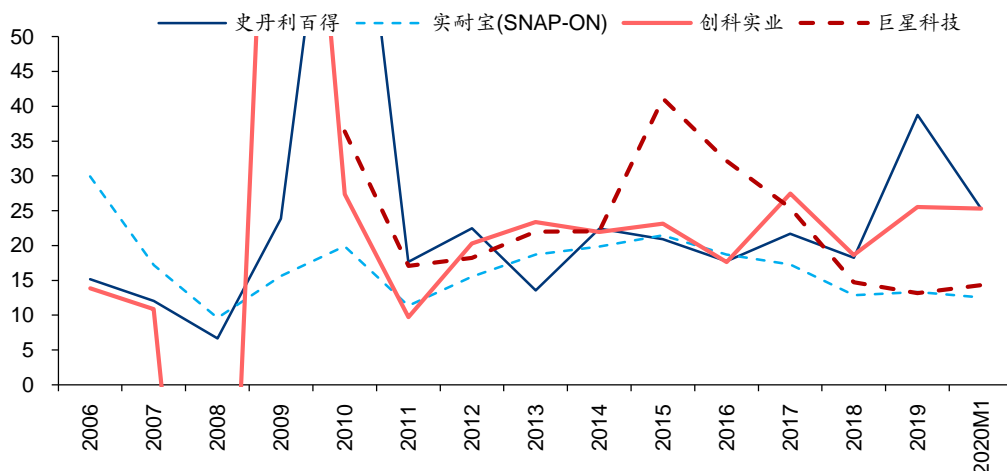
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 巨星科技与全球工具龙头企业经营活动现金流净额/营业收入的对比



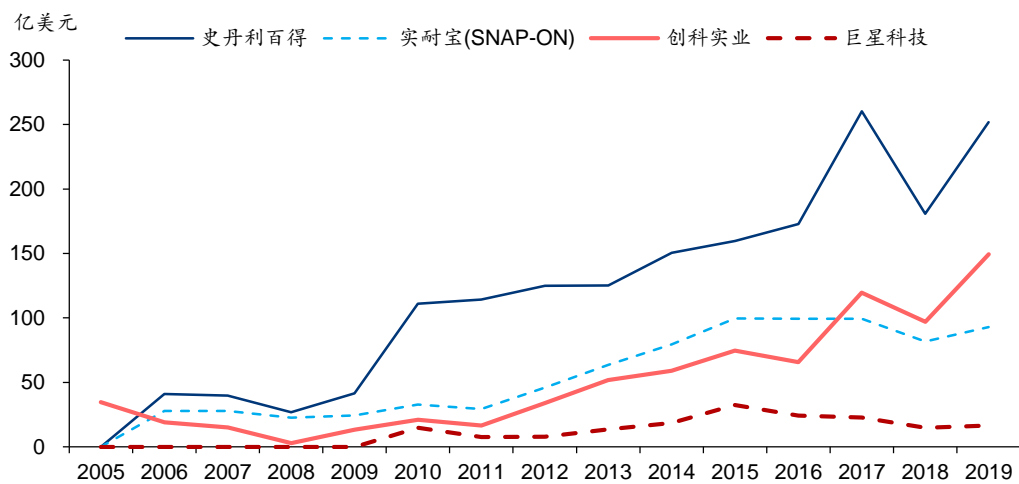
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 巨星科技与全球工具龙头企业 PE-TTM 对比



资料来源：Wind，华泰证券研究所；PE 在 50 倍以上及负值部分未列示

图表12: 巨星科技与全球工具龙头企业市值对比



资料来源: Wind, 华泰证券研究所; 巨星市值按照每年当年12月31日人民币兑美元汇率折算

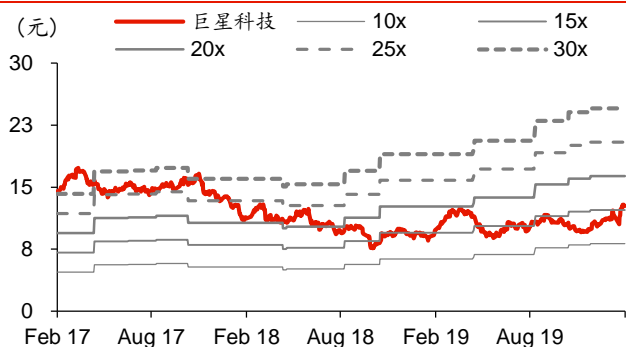
图表13: 巨星科技可比公司估值情况

公司名称	公司代码	02月14日 收盘价(元)	朝阳永续一致预期 EPS (元)				P/E (倍)			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
通润装备	002150.SZ	5.76	0.34	0.41	0.41	0.41	16.94	14.05	14.05	14.05
博深股份	002282.SZ	7.10	0.20	0.49	0.70	0.70	35.50	14.49	10.14	10.14
山东威达	002026.SZ	4.96	0.37	0.57	0.57	0.57	13.41	8.70	8.70	8.70
平均值							22	12	11	11

资料来源: 朝阳永续、华泰证券研究所

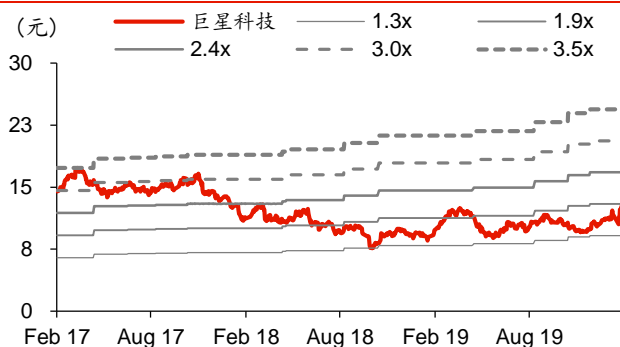
PE/PB - Bands

图表14: 巨星科技历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表15: 巨星科技历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	5,095	4,959	5,429	6,297	7,475
现金	2,301	2,530	2,281	3,020	3,946
应收账款	1,016	1,146	1,649	1,577	1,617
其他应收账款	60.32	45.41	76.43	74.73	91.63
预付账款	44.19	68.23	66.01	78.39	89.88
存货	742.71	982.08	1,178	1,369	1,551
其他流动资产	929.77	187.13	178.26	177.42	179.58
非流动资产	2,859	4,323	5,596	5,842	6,050
长期投资	859.49	867.40	1,925	1,925	1,925
固定投资	812.11	976.73	1,090	1,112	1,095
无形资产	195.63	431.74	658.45	884.64	1,111
其他非流动资产	992.01	2,047	1,922	1,921	1,920
资产总计	7,954	9,281	11,025	12,139	13,525
流动负债	1,391	1,536	2,343	2,545	2,869
短期借款	364.88	161.59	150.00	150.00	150.00
应付账款	753.74	886.10	1,603	1,862	2,109
其他流动负债	272.44	488.58	590.03	532.78	609.98
非流动负债	460.79	923.71	900.26	904.95	910.81
长期借款	446.20	826.75	826.75	826.75	826.75
其他非流动负债	14.59	96.97	73.51	78.21	84.06
负债合计	1,852	2,460	3,243	3,450	3,780
少数股东权益	128.58	176.59	190.63	206.66	225.31
股本	1,075	1,075	1,075	1,075	1,075
资本公积	2,016	2,005	2,005	2,005	2,005
留存公积	2,870	3,587	4,521	5,423	6,460
归属母公司股东权益	5,973	6,645	7,591	8,482	9,519
负债和股东权益	7,954	9,281	11,025	12,139	13,525

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	450.87	792.57	893.71	1,138	1,303
净利润	555.03	735.47	970.65	1,109	1,274
折旧摊销	80.02	103.38	96.34	109.69	117.86
财务费用	116.26	(143.72)	(50.09)	30.69	30.69
投资损失	(25.46)	(5.84)	(140.00)	(180.00)	(200.00)
营运资金变动	(319.24)	15.28	32.84	77.07	68.89
其他经营现金	44.25	88.02	(16.02)	(8.33)	11.21
投资活动现金	(1,042)	(590.96)	(1,215)	(177.23)	(127.29)
资本支出	86.78	150.76	120.00	120.00	90.00
长期投资	106.03	(775.44)	919.27	0.00	0.00
其他投资现金	(849.60)	(1,216)	(175.62)	(57.23)	(37.29)
筹资活动现金	290.25	137.87	72.62	(222.01)	(249.30)
短期借款	13.03	(203.29)	(11.59)	0.00	0.00
长期借款	446.20	380.55	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	25.34	(10.78)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(194.33)	(28.61)	84.21	(222.01)	(249.30)
现金净增加额	(353.81)	397.15	(248.56)	738.93	926.51

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	4,281	5,935	7,009	7,983	9,043
营业成本	2,882	4,188	4,579	5,320	6,027
营业税金及附加	22.76	32.15	37.97	27.94	48.83
营业费用	241.57	420.52	665.86	678.52	723.44
管理费用	218.52	311.65	735.95	758.34	859.09
财务费用	116.26	(143.72)	(50.09)	30.69	30.69
资产减值损失	8.65	60.41	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	1.88	(3.89)	(10.43)	(10.43)	0.00
投资净收益	25.46	5.84	140.00	180.00	200.00
营业利润	708.26	883.67	1,169	1,336	1,554
营业外收入	4.07	1.10	0.00	0.00	0.00
营业外支出	2.79	4.19	0.00	0.00	0.00
利润总额	709.54	880.59	1,169	1,336	1,554
所得税	154.50	145.12	198.81	227.16	279.75
净利润	555.03	735.47	970.65	1,109	1,274
少数股东损益	6.39	18.47	14.03	16.03	18.65
归属母公司净利润	548.64	717.00	956.61	1,093	1,256
EBITDA	904.54	843.32	1,216	1,477	1,703
EPS (元, 基本)	0.51	0.67	0.89	1.02	1.17

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	18.80	38.64	18.10	13.89	13.28
营业利润	(16.00)	24.77	32.34	14.26	16.31
归属母公司净利润	(11.74)	30.69	33.42	14.26	14.89
获利能力 (%)					
毛利率	32.67	29.44	34.66	33.35	33.35
净利率	12.82	12.08	13.65	13.69	13.89
ROE	9.18	10.79	12.60	12.89	13.19
ROIC	17.94	14.15	19.99	23.54	26.24
偿债能力					
资产负债率 (%)	23.28	26.50	29.42	28.42	27.95
净负债比率 (%)	45.78	45.24	34.78	32.69	29.83
流动比率	3.66	3.23	2.32	2.47	2.61
速动比率	3.12	2.58	1.81	1.93	2.06
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.69	0.69	0.69	0.70
应收账款周转率	4.48	5.17	4.72	4.66	5.33
应付账款周转率	4.30	5.11	3.68	3.07	3.04
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.51	0.67	0.89	1.02	1.17
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	0.74	0.83	1.06	1.21
每股净资产(最新摊薄)	5.56	6.18	7.06	7.89	8.85
估值比率					
PE (倍)	24.75	18.94	14.20	12.42	10.81
PB (倍)	2.27	2.04	1.79	1.60	1.43
EV_EBITDA (倍)	12.42	13.32	9.24	7.61	6.60

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com