

投资评级 优于大市 维持

19Q3 毛利率同环比均提升，归母净利润稳健增长

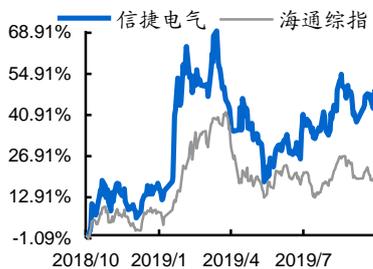
股票数据

10月25日收盘价(元)	27.08
52周股价波动(元)	18.62-32.98
总股本/流通A股(百万股)	141/35
总市值/流通市值(百万元)	3806/952

相关研究

《收入、归母净利稳定增长》2019.08.26
《PLC、伺服等快速增长，产品线持续丰富》2019.04.17
《收入、利润增速环比提升，毛利率下降》2018.10.29

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	-1.3	5.5	1.3
相对涨幅(%)	-2.0	3.5	0.1

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

分析师: 陈佳彬

Tel: (021)23154513

Email: cjb11782@htsec.com

证书: S0850519090004

投资要点:

- **公司发布2019三季报。**2019前三季度，公司实现营收4.64亿元，同比增长6.58%，归母净利润1.16亿元，同比增长10.27%，综合毛利率39.55%，同比下降0.54pct，经营性净现金流0.83亿元。

2019Q3单季度，公司营收1.59亿元，同比增长3.34%，归母净利0.44亿元，同比增长16%，综合毛利率41.34%，同比上升1.87pct，环比上升1.45pct。

- **期间费用率同比提升。**2019年前三季度，公司期间费用率合计17.75%，同比增长1.76pct；分项看，销售费用率6.22%，同比提升0.92pct；管理&研发费用率11.77%，同比提升1.28pct；财务费用率-0.24%，同比下降0.44pct。
- **资产负债表项目：**截止2019年三季度末，公司应收票据及应收账款1.18亿元，较2季度末环比下降7.92%；应付票据及应付账款1.11亿元，环比下降16.17%；存货2.02亿元，环比减少1.06%。
- **PLC产品线持续扩充，驱动系统性能稳步提升。**根据公司半年报，2019上半年，公司进一步提升PLC产品的技术优势，并持续丰富产品系列，开发多个运动型、总线型的PLC产品。公司作为本土小型PLC龙头，我们估算公司2018年小型PLC市场份额超6%，我们认为公司在针对下游用户需求的响应和反馈方面优于外资品牌，随着公司产品线的持续完善，我们认为国产替代有望继续稳步推进，公司份额有望继续稳步提升。

驱动系统方面，公司优化驱动硬件，大幅提升处理器数据处理能力，为实现更高、更快的运算处理提供强有力的平台支撑。公司驱动系统业务下游拓展持续开花，已在3C行业、电子制造、缝纫、纺织印染、印刷包装、食品与饮料、塑胶、建材、机床加工等行业成功应用。

- **工控产品线齐全，打磨解决方案能力。**公司工控产品线齐全，在控制、驱动、执行层均有布局，已在包装机械、数控机床、玻璃机械、木工机械、纺织机械等多个行业推出解决方案，且整套产品均为公司自主品牌。我们认为，随着公司各个产品线性能的逐步完善，解决方案能力将为公司快速打开市场，提供助力。
- **盈利预测与估值。**我们预计公司2019-2021年归属母公司净利润为1.66亿元、1.98亿元、2.40亿元，对应EPS分别为1.18元、1.41元、1.71元。给予2019年25-30X PE，对应合理价值区间为29.50-35.40元，维持“优于大市”评级。

- **风险提示。**经济下行影响工控需求，市场竞争影响产品价格及盈利水平。

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	484	590	628	744	902
(+/-)YoY(%)	36.8%	22.1%	6.4%	18.4%	21.3%
净利润(百万元)	124	149	166	198	240
(+/-)YoY(%)	23.6%	20.0%	11.4%	19.7%	21.2%
全面摊薄EPS(元)	0.88	1.06	1.18	1.41	1.71
毛利率(%)	43.4%	39.7%	38.6%	38.8%	38.7%
净资产收益率(%)	13.3%	14.0%	13.5%	13.9%	14.4%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 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

表 1 公司营业收入 (百万元)

营业收入					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q3
2017	90	132	117	145	339
2018	116	166	154	155	436
同比变化	28.76%	25.84%	31.38%	6.98%	28.53%
2019	134	172	159		464
同比变化	15.01%	3.66%	3.34%		6.58%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 2 公司综合毛利率

综合毛利率					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1-Q3
2017	44.00%	43.98%	44.12%	41.77%	44.03%
2018	41.05%	40.01%	39.47%	38.66%	40.10%
同比变化	-2.95pct	-3.97 pct	-4.65 pct	-3.11 pct	-3.94 pct
2019	36.99%	39.90%	41.34%		39.55%
同比变化	-4.06 pct	-0.11 pct	1.87 pct		-0.54 pct

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 3 公司费用情况 (百万元)

费用情况								
	销售费用	销售费用率	管理&研发费用	管理&研发费用率	财务费用	财务费用率	期间费用	期间费用率
2017	27.39	5.66%	55.41	11.46%	-1.05	-0.22%	81.75	16.91%
2018	32.93	5.58%	63.71	10.79%	1.31	0.22%	97.95	16.59%
同比变化	20.23%	-0.09 pct	14.97%	-0.67 pct	-224.83%	0.44 pct	19.81%	-0.32 pct
2018Q1-Q3	23.07	5.30%	45.72	10.49%	0.89	0.21%	69.68	15.99%
2019Q1-Q3	28.88	6.22%	54.65	11.77%	-1.10	-0.24%	82.43	17.75%
同比变化	25.16%	0.92 pct	19.53%	1.28 pct	-222.79%	-0.44 pct	18.29%	1.76 pct

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 4 公司资产负债表项目 (百万元)

	应收票据及应收账款	应付票据及应付账款	预付款项	预收款项	存货
2018Q3	125.38	102.62	12.29	22.91	195.67
2019Q2	127.89	132.35	7.77	13.52	204.43
2019Q3	117.76	110.95	12.67	18.17	202.26
同比变化	-6.07%	8.12%	3.08%	-20.70%	3.37%
环比环比	-7.92%	-16.17%	63.10%	34.39%	-1.06%

资料来源: wind, 海通证券研究所

表 5 同业估值水平

	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE (X)			
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
300124	汇川技术	24.27	403.36	0.70	0.75	0.94	34.57	32.50	25.82
300024	机器人	14.32	223.43	0.29	0.31	0.36	49.72	46.81	40.21
002851	麦格米特	19.78	92.86	0.43	0.74	0.97	45.95	26.81	20.35
行业平均							43.41	35.37	28.80

资料来源: wind 一致预测, 海通证券研究所

注: 英威腾无 wind 一致预测, 从可比公司表删除, 新增工控领域可比公司麦格米特

风险提示。 经济下行影响工控需求, 市场竞争影响产品价格及盈利水平。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	590	628	744	902
每股收益	1.06	1.18	1.41	1.71	营业成本	356	386	456	553
每股净资产	7.54	8.72	10.13	11.84	毛利率%	39.7%	38.6%	38.8%	38.7%
每股经营现金流	0.46	1.12	1.12	1.22	营业税金及附加	5	5	6	7
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
价值评估 (倍)					营业费用	33	36	42	50
P/E	25.61	22.99	19.21	15.85	营业费用率%	5.6%	5.7%	5.6%	5.5%
P/B	3.59	3.11	2.67	2.29	管理费用	19	20	24	29
P/S	6.45	6.06	5.12	4.22	管理费用率%	3.2%	3.2%	3.2%	3.2%
EV/EBITDA	26.33	24.52	19.32	14.86	EBIT	133	137	167	204
股息率%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	1	-3	-7	-11
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	0.2%	-0.5%	-0.9%	-1.2%
毛利率	39.7%	38.6%	38.8%	38.7%	资产减值损失	10	5	8	10
净利润率	25.2%	26.4%	26.6%	26.6%	投资收益	27	28	33	38
净资产收益率	14.0%	13.5%	13.9%	14.4%	营业利润	173	192	229	278
资产回报率	12.3%	11.8%	12.1%	12.6%	营业外收支	0	1	1	1
投资回报率	11.4%	12.1%	14.6%	17.4%	利润总额	173	193	230	279
盈利增长 (%)					EBITDA	142	145	174	212
营业收入增长率	22.1%	6.4%	18.4%	21.3%	所得税	24	27	32	39
EBIT 增长率	7.8%	3.7%	21.1%	22.7%	有效所得税率%	13.9%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润增长率	20.0%	11.4%	19.7%	21.2%	少数股东损益	0	0	0	0
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	149	166	198	240
资产负债率	12.1%	12.7%	12.7%	13.0%					
流动比率	7.5	7.3	7.4	7.4	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	6.3	6.2	6.4	6.3	货币资金	59	248	443	656
现金比率	0.4	1.5	2.3	2.8	应收账款及应收票据	123	129	143	173
经营效率指标					存货	164	174	200	242
应收账款周转天数	73.8	75.0	70.0	70.0	其它流动资产	659	657	659	662
存货周转天数	169.6	165.0	160.0	160.0	流动资产合计	1004	1209	1445	1734
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5	长期股权投资	0	0	0	0
固定资产周转率	8.1	7.4	9.4	12.4	固定资产	88	82	76	70
					在建工程	24	24	24	24
					无形资产	63	61	60	58
					非流动资产合计	202	194	187	179
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	1206	1404	1632	1913
净利润	149	166	198	240	短期借款	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0	应付票据及应付账款	93	116	137	167
非现金支出	20	13	16	18	预收账款	16	19	22	27
非经营收益	-23	-32	-37	-42	其它流动负债	24	29	35	42
营运资金变动	-82	11	-19	-44	流动负债合计	133	165	194	236
经营活动现金流	64	157	158	171	长期借款	0	0	0	0
资产	-29	4	4	4	其它长期负债	13	13	13	13
投资	-29	0	0	0	非流动负债合计	13	13	13	13
其他	28	28	33	38	负债总计	146	178	208	249
投资活动现金流	-30	32	37	42	实收资本	141	141	141	141
债权募资	0	0	0	0	普通股股东权益	1060	1225	1424	1664
股权募资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
其他	-23	0	0	0	负债和所有者权益合计	1206	1404	1632	1913
融资活动现金流	-23	0	0	0					
现金净流量	11	189	195	213					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 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
陈佳彬 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,岷江水电,红相股份,汇川技术,英威腾,东方电气,科士达,国电南瑞,哈工智能,麦格米特,宏发股份,平高电气

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。