

信捷电气 (603416)

行业：电气设备

国内领先工业自动化控制产品制造商

信捷电气是一家专注于工业自动化控制产品的设计、生产及销售的高新技术企业，在国内品牌中处于领先地位。公司拥有较为完备的智能控制系统核心部件生产线，为 OEM 自动化行业提供智能控制系统解决方案。公司本次公开发行股份数量不超过 2,510 万股，占发行后总股本的比例不超过 25.00%。首次公开发行价格 17.85 元，申购日期为 2016 年 12 月 08 日。

投资要点：

◇ 公司最主要产品为可编程控制器，2016 上半年收入占比 47%，人机界面、驱动系统分别贡献 25%和 22%销售收入。公司生产的小型可编程控制器在中国市场占据一定地位，2015 年市场份额为 5%，排名第五。公司主营产品市场集中度都很高，国外技术领先企业优势较为明显。

◇ 公司主营产品面临着明显的产能不足问题，机器设备长期处于高负荷运转状态；公司产品销售表现优异，产销率基本在 100%。我们认为在产品价格不发生大幅下降的情况下，产能的提升可有效推动公司营业收入的增长。

◇ 中国目前处在经济转型、整体增速放缓的宏观形势下，下游 OEM 整体市场景气度不高，需求疲软导致近几年工控行业增长动力不足。我们认为中国经济的转型升级、制造业去产能调结构的进程将会持续，短期内中国 OEM 行业自动化市场将大概率呈现平稳或小幅增长的态势。

◇ 本次募集资金将用于产品生产线、技术中心以及营销网络的建设，募投项目建成后可有效提升公司主营产品产能，丰富产品线，增强公司自主研发能力和科技成果转换能力，扩大销售渠道覆盖范围，巩固行业地位，扩大市场份额。

◇ 我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别为 33,422 万元、36,764 万元、44,117 万元；归母净利润 8,728 万元、9,865 万元、11,410 万元；每股收益 0.74 元、0.86 元、1.01 元。参照可比公司 2016PE 水平，给予信捷电气 26~31 元目标价格区间。建议申购。

◇ **风险提示：**收入增速与预期不符风险，毛利率下行风险，市场估值水平波动风险

主要财务指标：

	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (万元)	30,258.41	33,421.81	36,763.99	44,116.79
归母净利润 (万元)	8,128.62	8,728.08	9,864.82	11,409.71
毛利率	44.82%	44.92%	44.92%	44.92%
ROE	24.72%	10.23%	10.57%	11.11%
EPS (摊薄)	0.89	0.74	0.86	1.01
P/E	20.02	24.05	20.87	17.69
P/B	4.09	2.10	1.92	1.75

作者

署名：卢凌熙

S0960516080001

0755-82026864

lulingxi@china-invs.cn

新股发行价格(元)： 17.85

基本资料

新发行股本(万股)	2,510
发行后总股本(万股)	10,040
发行前摊薄 EPS ²⁰¹⁵ (元)	0.89
发行后摊薄 EPS ^{2016E} (元)	0.74
发行前每股净资产(元)	4.37
申购日期	2016/12/08

相关报告

目 录

一、公司概况	4
二、公司经营状况分析	4
1、工业控制系统简介	4
2、公司主营产品简介	5
3、公司产能不足问题明显，销售表现优异.....	6
4、主营产品市场集中度高，国外企业优势明显.....	7
5、上游对公司影响较小，下游 OEM 市场景气度不高.....	8
5、经销模式为主，客户集中度不高	9
三、公司财务状况分析	10
1、三大核心产品收入占比高，销售主要来自四大沿海省份.....	10
2、毛利率、费用率、净利率水平相对稳定，ROE 呈下行走势.....	11
3、受宏观经济影响，公司增长放缓	12
四、市场前景分析	13
五、募投项目分析	14
六、盈利预测与估值	15
1、盈利预测	15
2、估值	16
七、风险提示	17
1、收入增速与预期不符风险	17
2、毛利率下行风险	17
3、市场估值水平波动风险	17

图目录

图 1	公司本次发行前股东结构	4
图 2	工业控制系统	5
图 3	各类可编程控制器前十大厂商占比合计	7
图 4	小型可编程控制器前十大厂商占比	7
图 5	伺服系统前十大厂商占比	8
图 6	人机界面前十大厂商占比	8
图 7	公司主营产品上下游情况	8
图 8	OEM 行业自动化市场规模合计（百万元）	9
图 9	主要 OEM 行业自动化规模	9
图 10	销售模式	10
图 11	前五大客户占比	10
图 12	主营产品收入结构——产品类别	11
图 13	主营产品收入结构——区域	11
图 14	毛利率&净利率	11
图 15	三项费用占比	12
图 16	可比公司费用率（销售+管理）	12
图 17	营业收入&归母净利润（万元）	13
图 18	主营产品收入（万元）	13
图 19	可编程控制器市场规模（百万元）	14
图 20	人机界面市场规模（百万元）	14
图 21	伺服系统市场规模（百万元）	14

表目录

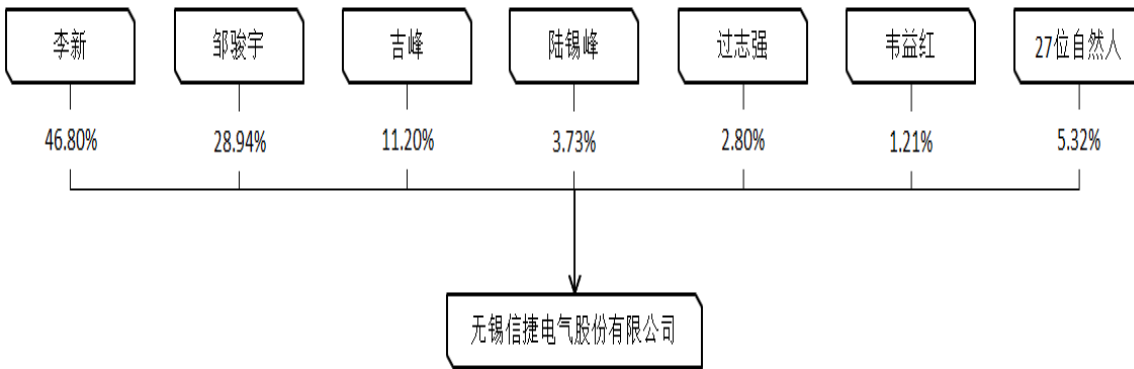
表 1	主营产品简介	5
表 2	中国各类型可编程控制器（不含 DIO）市场规模及份额（百万元）	6
表 3	产能、产能利用率、产销率、单价	7
表 4	主营产品不同销售模式毛利率差异	10
表 5	ROE 杜邦分析	12
表 6	募集资金投资使用计划	14
表 7	2016 年营业收入预估	15
表 8	可比公司	16

一、公司概况

信捷电气是一家专注于工业自动化控制产品的设计、生产及销售的高新技术企业，在国内品牌中处于领先地位。公司拥有较为完备的智能控制系统核心部件生产线，生产包括可编程控制器、驱动系统、人机界面、机器视觉等，为 OEM 自动化行业提供智能控制系统解决方案。

本次公开发行前，信捷电气的第一大股东和实际控制人为李新，直接持有公司 46.80% 的股份。公司第二、三大股东为邹骏宇和吉峰，分别直接持有公司 28.94% 和 11.20% 的股份。公司另有陆锡峰、过志强、韦益红等 30 位自然人合计持有剩余的 13.06% 股份。

图 1 公司本次发行前股东结构



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

信捷电气本次公开发行的股份数量不超过 2,510 万股，占本次发行后总股份的比例不超过 25%。本次发行全部为新股发行，原股东不公开发售股份。本次公开发行后，李新持股比例将下降为 35.10%。

二、公司经营状况分析

1、工业控制系统简介

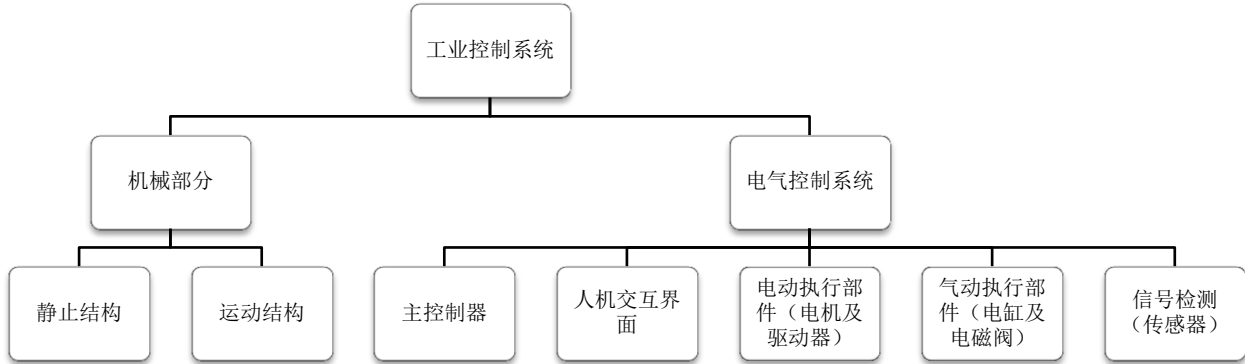
工业控制系统一般可分为两大部分：机械部分以及电气控制系统。

机械部分一般可分为静止结构和运动结构，运动结构受电气控制系统的执行部件控制。

电气控制系统通过接收操作人员的指令或检测各种信号，以实现机械部分的控制。完整的电气控制系统一般包括：1，主控制器；2，人机交互界面；3，电动执行部件（电

机及其驱动器)；4，气动执行部件(电缸及电磁阀)；5，信号检测(传感器)。

图 2 工业控制系统



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

2、公司主营产品简介

信捷电气的产品主要集中在工业控制系统中的电气控制系统，公司拥有较完备的智能控制系统核心部件产品线，公司的产品具体包括可编程控制器、人机界面、驱动系统（主要是伺服驱动器和伺服电机）等，此外公司还集成这些工控部件制造特定行业应用的智能装置。

表 1 主营产品简介

	产品线	应用领域
可编程控制器	XC 系列、XD 系列（含 XD3、XD5、XDM 运动控制型及 XDC 运动控制总线型）、XE 系列	公司产品应用领域广泛，几乎涉及所有机电一体化设备，其中核心行业如包装印刷机械、食品医药机械、电子制造设备、橡塑建材设备、环保水处理设备等 OEM 行业
伺服系统	DS（含 DS2、DS3 及支持运动总线控制的 DS3E 型）系列 伺服驱动器、MS 系列伺服电机	
步进驱动	两相步进驱动器、三相步进驱动器	
机器视觉	X-SIGHT 高性能一体式 SV 系列机器视觉	
低压变频器	VB3 系列、VD4 系列、VB5 系列、V5 系列、VB5N 系列	
工业触摸屏	TH 系列、TG 系列、TE 系列、MP 系列	
文本显示器	OP 文本显示器	
一体机	XPG 系列、XP 系列、XMH 系列、XMP 系列	

通讯模块

G-BOX、T-BOX、MA、COM-BLUETOOTH、COM-USB

资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

可编程控制器是一种专用于工业控制的计算机，使用可编程存储器储存指令，执行诸如逻辑、顺序、计时、计数与计算等功能，并通过模拟或数字 I/O 组件，控制各种机械或生产过程的装置。可编程控制器是现代工业自动化三大支柱之一，产量、销量和用量均居各种工业控制装置之首。可编程控制器多依据 I/O 点数来分类，I/O 点数越多，可控制的指令就越多，机器就越复杂。信捷电气生产的可编程控制器以小型可编程控制器为主，主要应用于 OEM 市场。

表 2 中国各类型可编程控制器（不含 DIO）市场规模及份额（百万元）

可编程控制器类型	I/O 点数	OEM 市场	占比	项目型市场	占比
小型	<256	2,656.00	94.18%	164	5.82%
中型	256-1024	662.7	31.11%	1,467.30	68.89%
大型	>1024	88.3	8.74%	921.7	91.26%
合计		3,407.00	57.16%	2,553.00	42.84%

资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

公司的驱动系统类产品主要由伺服系统产品构成，由伺服驱动器和伺服电机组成的伺服系统的主要任务是按控制命令（通常为可编程控制器下达的命令）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、姿势等的控制。

人机界面是连接可编程序控制器、变频器、直流调速器、仪表等工业控制设备，利用显示屏显示，通过输入单元（如触摸屏、键盘、鼠标等）写入工作参数或输入操作命令，实现人与机器信息交互的数字设备。人机界面作为工业自动化配套产品，其需求通常取决于可编程控制器、传感器、驱动器及其他能与可编程控制器进行通讯的动力控制装置的需求。

3、公司产能不足问题明显，销售表现优异

信捷电气主营产品中可编程控制器和人机界面近年来面临着明显的产能不足问题：可编程控制器产能逐年提升，但产能利用率仍常年维持在 130%~160%之间；人机界面产能利用率在 2013 年高达 211%，随后虽产能以每年 30%左右的速度快速提升，但 2016 上半年产能利用率仍为 133%，机器设备长期处于高负荷运转状态。驱动系统产能利用率基本在 100%左右，在产能逐年增长的情况下产能利用同样充分。

公司各类产品产销率也基本稳定在高位，2014~2015 年可编程控制器和人机界面产销率都在 100%左右，驱动系统产销率则在 110%左右，公司产品销售情况优异。

2014 年是公司产能同比大幅提升的一年，当年营业收入同比增长 19%；而 2015 年整体产能提升要明显低于 2014 年，当年营业收入仅同比增长 3%。我们认为在产品价格不发生大幅下降的情况下，产能的提升可有效推动公司营业收入的增长。

工业自动化电气产品具有与电子产品相似的价格走势,普遍呈现同款产品价格逐年下降的趋势,同时上游原材料价格的下降以及市场竞争的日趋激烈也会带动公司产品价格的走低。主要受以上因素影响,公司主营产品价格近年来呈小幅下行走势。

表 3 产能、产能利用率、产销率、单价

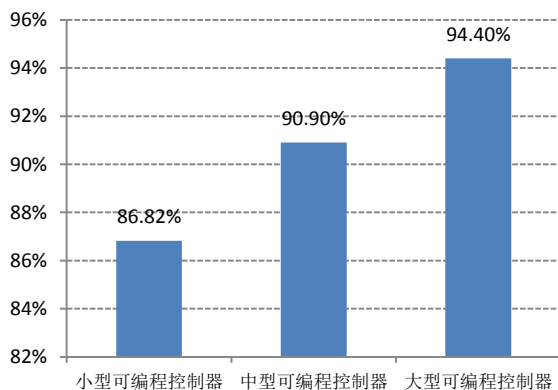
产品类型	年份	产能(台)	产量(台)	产能利用率	销量(台)	产销率	单价(元)
可编程控制器	2013	230,000	352,757	153.37%	290,209	82.27%	416.93
	2014	264,000	369,355	139.91%	365,100	98.85%	385.27
	2015	285,000	381,426	133.83%	372,047	97.54%	386.85
	2016H	139,000	219,124	157.64%	192,777	87.98%	383.85
人机界面	2013	125,000	264,196	211.36%	219,789	83.19%	333.84
	2014	163,000	267,924	164.37%	261,563	97.63%	314.49
	2015	217,000	248,969	114.73%	250,955	100.80%	315.06
	2016H	109,000	145,243	133.25%	129,155	88.92%	309.45
驱动系统	2013	56,000	58,068	103.69%	59,146	101.86%	776.93
	2014	73,000	70,553	96.65%	80,084	113.51%	718.19
	2015	78,000	77,244	99.03%	84,132	108.92%	728.45
	2016H	56,000	55,588	99.26%	49,119	88.36%	708.96

资料来源:公司招股意向书、中国中投证券研究总部

4、主营产品市场集中度高,国外企业优势明显

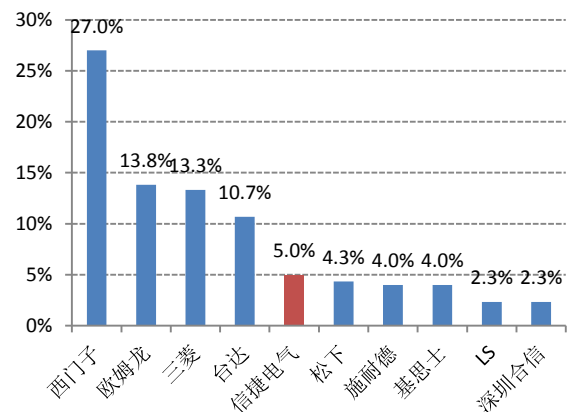
信捷电气在国内小型可编程控制器市场中占据一定地位,公司 2015 年市场占有率为 5.0%,排名第五。前十大厂商合计占有市场 86.82%的份额,市场集中度高,且基本为国外企业。中型和大型可编程控制器的市场集中度更高,基本被欧美品牌垄断,前十大厂商的市场占有率分别为 90.90%和 94.40%。越是高端市场国外技术领先企业的优势越明显。

图 3 各类可编程控制器前十大厂商占比合计



资料来源:公司招股意向书、中国中投证券研究总部

图 4 小型可编程控制器前十大厂商占比



资料来源:公司招股意向书、中国中投证券研究总部

伺服系统方面,国外品牌一直占据着中国市场的绝大部分市场份额,国内品牌通过在细分领域的多年积累,2015 年国内品牌市场份额达到 28.4%,同比增长 2.5 个百分点

点。中国伺服系统的市场集中度也很高，2015 年伺服系统的前十大厂商的市场占有率为 79.8%。

人机界面市场中，欧美、日本、台湾、大陆企业相互竞争激烈，市场集中度同样很高，2014 年前十大厂商的市场占有率为 78.3%。

图 5 伺服系统前十大厂商占比

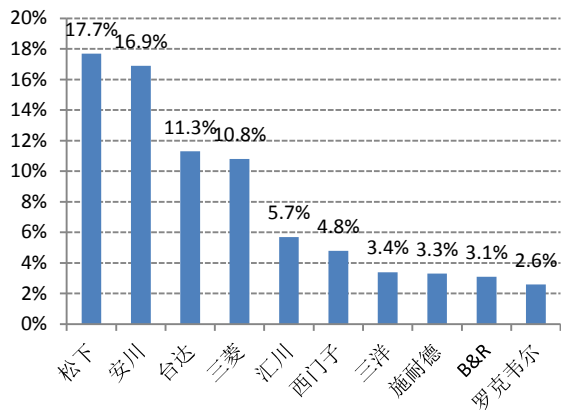
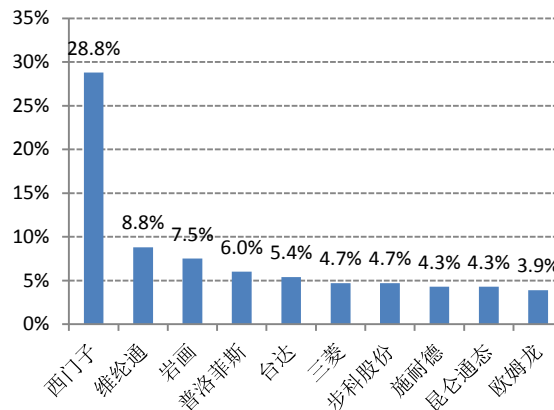


图 6 人机界面前十大厂商占比



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

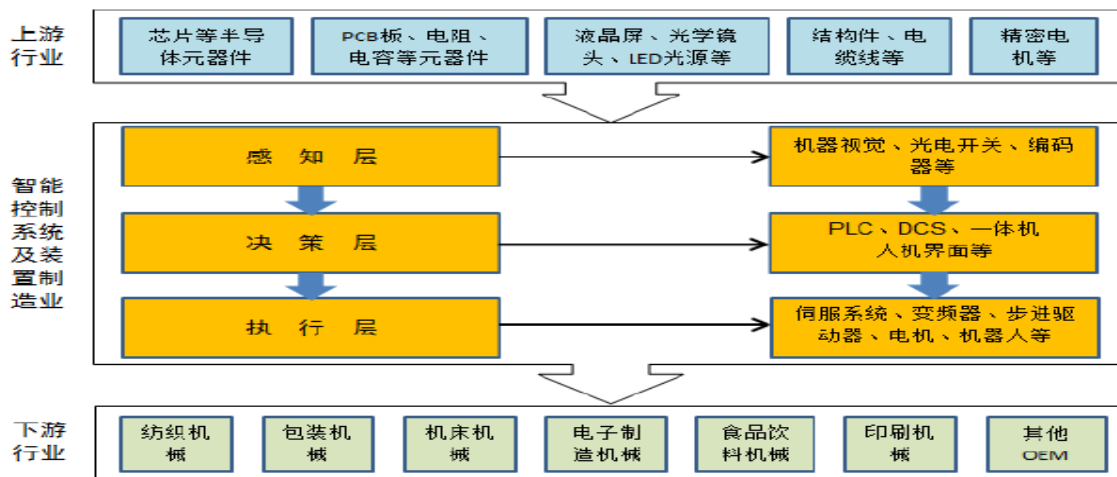
资料来源：智研咨询、中国中投证券研究总部

信捷电气在伺服系统和人机界面市场采用跟随策略，利用自身在小型可编程控制器市场的优势，以为客户提供“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”的完整工控解决方案为策略，带动伺服系统、人机界面等其他产品的销售。

5、上游对公司影响较小，下游 OEM 市场景气度不高

公司产品的上游主要有电子元器件、集成电路、线缆、电机、液晶屏等，下游为 OEM 客户，涉及机床工具、纺织机械、包装机械、电子制造设备、建筑机械等众多行业。

图 7 公司主营产品上下游情况

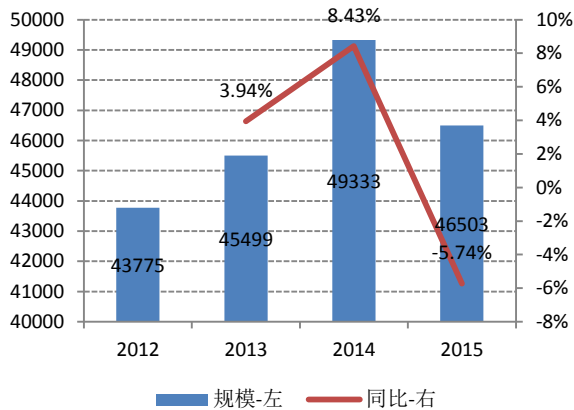


资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

上游方面，公司所需的芯片等半导体器件主要选用国外品牌，而其他普通电子元件、结构件等则主要来自国内厂商。公司上游产品市场竞争充分，产品供应充足且价格透明，公司受上游行业影响较小。

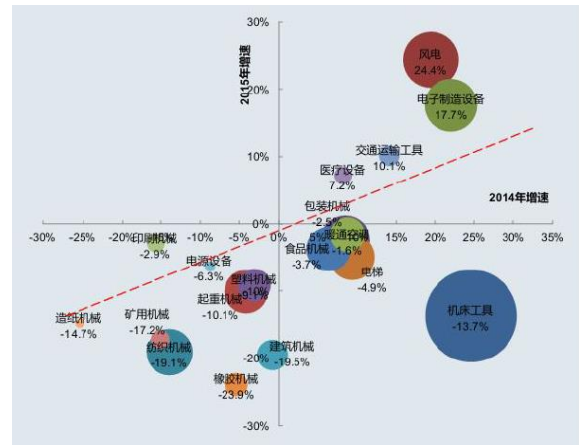
下游方面，OEM 自动化行业受宏观经济影响较大，在当下中国经济整体增速放缓、三大产业中工业增速下滑幅度最大的宏观形势下，OEM 整体市场景气度不高。主要 OEM 行业中自动化市场规模 2014~2015 年连续两年实现同比增长的仅有风电、电子制造设备、交通运输工具和医疗设备 4 个行业；市场规模最大的机床工具行业 2014~2015 年则分别同比增长约 25%和-14%；超过半数的行业自动化市场规模连续两年负增长。

图 8 OEM 行业自动化市场规模合计（百万元）



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

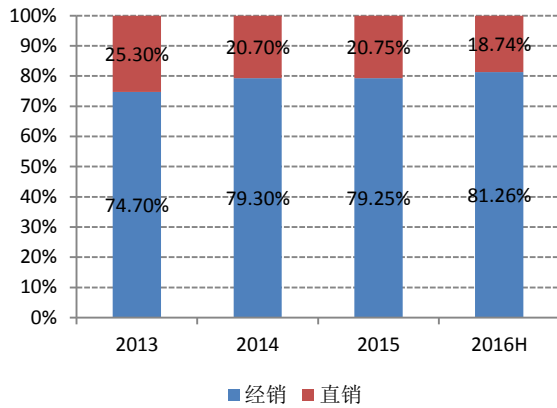
图 9 主要 OEM 行业自动化规模



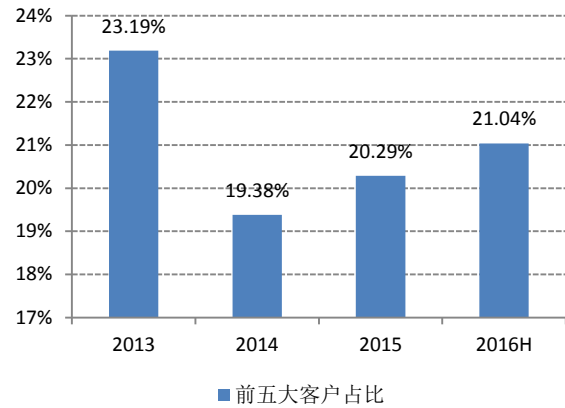
资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

5、经销模式为主，客户集中度不高

公司目前的销售模式以经销为主，2013~2016 上半年经销收入占比从 74.7%增长到 81.3%，呈上升走势。公司的客户主要是中小民营经销商，2013~2016 上半年与公司有交易记录的客户近 3,000 家，数量众多。公司前五大客户贡献销售收入的比重基本在 20%左右，公司不存在严重依赖单一或少数客户的情况。由于直销产品的毛利率要显著高于经销产品毛利率，我们认为如果未来公司直销核心客户显著增长，将可有效提升公司盈利能力。

图 10 销售模式


资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

图 11 前五大客户占比


资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

表 4 主营产品不同销售模式毛利率差异

	2013		2014		2015		2016H	
	直销	经销	直销	经销	直销	经销	直销	经销
可编程控制器	65.99%	54.21%	60.57%	52.61%	62.87%	56.35%	64.24%	55.52%
人机界面	48.43%	32.05%	41.99%	29.37%	43.42%	30.98%	46.91%	34.27%
驱动系统	34.39%	20.60%	27.19%	21.86%	31.75%	27.49%	32.91%	26.59%

资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

三、公司财务状况分析

1、三大核心产品收入占比高，销售主要来自四大沿海省份

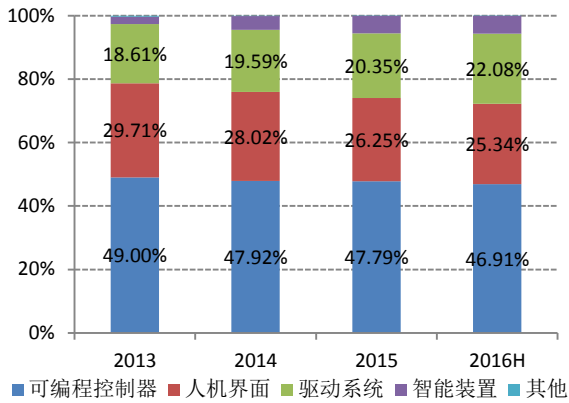
信捷电气主营业务突出，主营业务占比长期在 99%以上。其他业务收入金额较小，主要是技术培训收入、维修收入、零配件销售收入等。

公司目前的核心产品为可编程控制器、人机界面以及驱动系统，2013~2016 年上半年三者合计主营业务收入占比虽有小幅下滑，但仍在 94%以上。2016 年上半年可编程控制器、人机界面、驱动系统的主营业务收入占比分别为 46.91%、25.34%、22.08%，可编程控制器是公司当下最主要收入来源。

智能装置产品（机器视觉、智能机器人等）作为体现公司“整体工控自动化解决方案”能力的重要支撑，2013~2015 年收入绝对值增长 190%，主营业务收入占比由 2.35% 增长至 5.57%，有望逐步成长为公司新的盈利增长点。

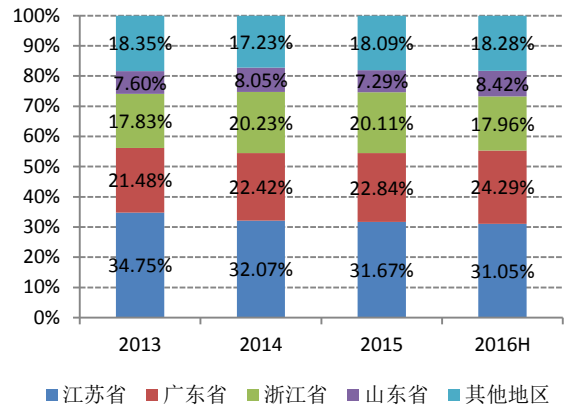
公司产品的主要销售区域为江苏、广东、浙江、山东四大民营制造业发达的东部沿海省份，四省合计收入占比持续在 80%以上。

图 12 主营产品收入结构——产品类别



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

图 13 主营产品收入结构——区域



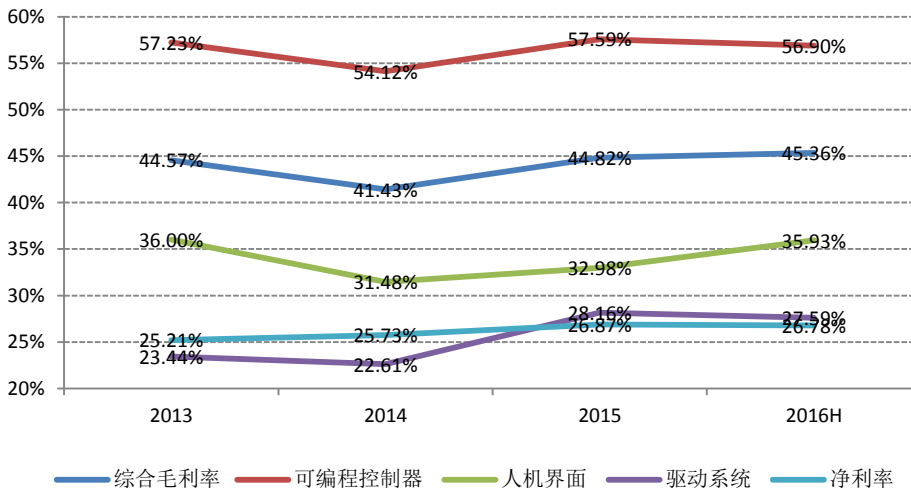
资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

2、毛利率、费用率、净利率水平相对稳定，ROE 呈下行走势

2013~2016 上半年，信捷电气综合毛利率分别为 44.57%、41.43%和 44.82%和 45.36%，除 2014 年外基本稳定在 45%左右水平。2014 年综合毛利率下降，主要是公司为应对市场竞争、增加市场份额，主动将部分产品价格调低造成的。

我们认为如不出现市场竞争状况快速恶化或公司主动大幅调价抢占份额的情况，产品价格降幅明显快于成本降幅的情况大概率不会出现，市场整体利润空间不会被快速挤压，公司短期内具备维持综合毛利率水平稳定的能力。

图 14 毛利率&净利率

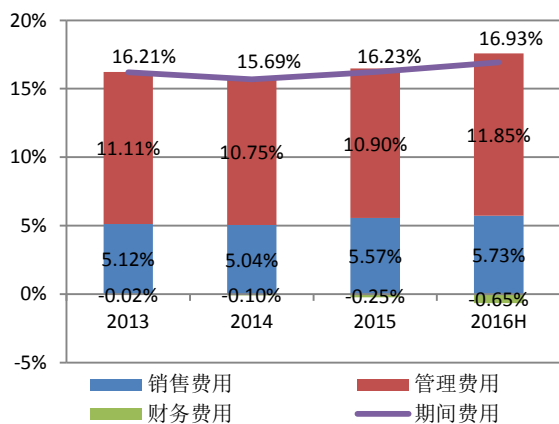


资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

公司 2013~2016 上半年期间费用率稳定，基本维持在 16%左右水平。剔除绝对值为负的财务费用的影响，公司销售和管理费用率显著低于行业可比公司。地域工资水平差异、研发投入差异、资产折旧摊销规模差异等因素是造成费用率差异的主要原因。公司未来随着业务规模、资产规模的扩大，期间费用率存在提升可能。

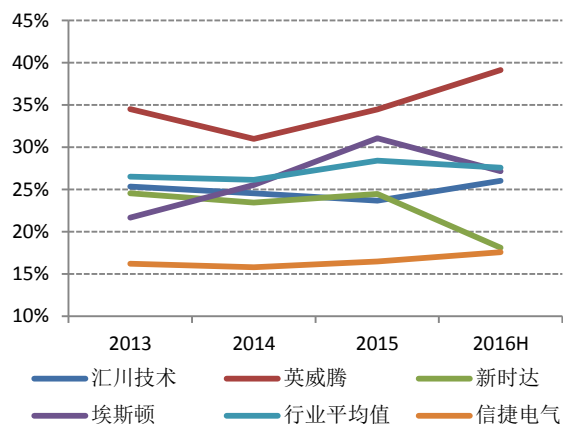
公司净利率受毛利率以及期间费用率稳定的影响,近年来走势平稳,略有小幅提升,由2013年的25.21%增长至2016上半年的26.78%。

图 15 三项费用占比



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 16 可比公司费用率 (销售+管理)



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

公司 ROE 水平近年来呈持续下滑走势,2015 年 ROE 为 24.73%,较 2011 年下降 22.16 个百分点,降幅明显。公司资产周转率和权益乘数的下降是 ROE 持续下行的主要原因。

表 5 ROE 杜邦分析

	2011	2012	2013	2014	2015
ROE	46.89%	32.88%	31.63%	28.60%	24.73%
净利率	23.43%	23.35%	25.21%	25.73%	26.87%
资产周转率	1.33	1.09	0.91	0.88	0.75
权益乘数	1.50	1.29	1.37	1.26	1.22

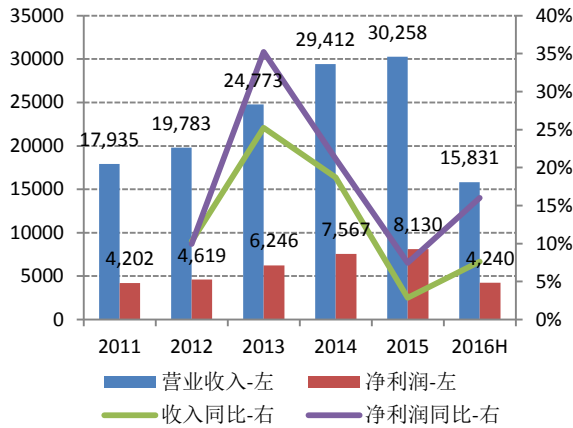
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

3、受宏观经济影响，公司增长放缓

信捷电气 2013~2015 年营业收入分别同比增长 25.22%、18.73%、2.88%，公司近几年整体增速呈下行走势,2015 年增长放缓明显。宏观经济景气度下滑是除公司自身产能问题外另一个影响公司收入增长的重要因素。可编程控制器、人机界面、驱动系统 2015 年分别同比增长 2.32%、-3.88%、6.55%，各产品增长均出现明显下降。公司 2016 上半年实现营业收入 15,831 万元，同比增长 7.63%，收入增幅有所回升。

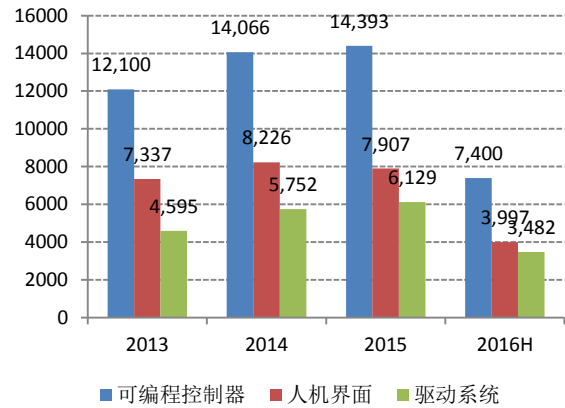
公司归母净利润与营业收入增长走势一致,2014~2016 上半年分别同比增长 21.16%、7.45%、16.03%。

图 17 营业收入&归母净利润 (万元)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 18 主营产品收入 (万元)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

四、市场前景分析

2015 年中国国务院发布《中国制造 2025》，并在其中提出要“推进信息化与工业化深度融合，加快发展智能制造装备和产品。组织研发具有深度感知、智慧决策、自动执行功能的高档数控机床、工业机器人、增材制造装备等智能制造装备以及智能化生产线，突破新型传感器、智能测量仪表、工业控制系统、伺服电机及驱动器和减速器等智能核心装置，推进工程化和产业化”。我们认为中国在大力推进工业转型升级的方向上不会发生变化，智能工业控制行业将可长期受益于此。

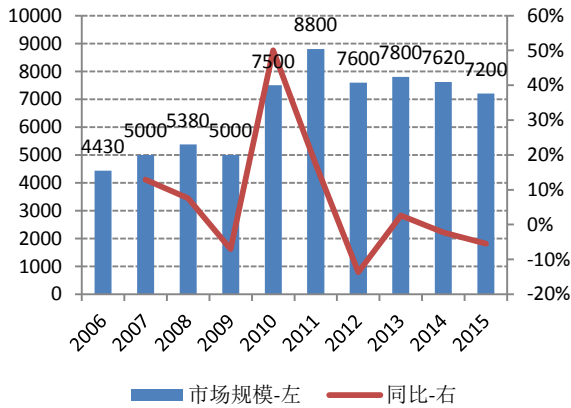
但中国目前也处在经济转型、整体增速放缓、制造业面临“去产能调结构”挑战、工业增速下滑的宏观形势下，下游 OEM 整体市场景气度不高，需求疲软导致近几年工控行业增长动力不足。

可编程控制器。中国可编程控制器市场规模近几年呈下行走势，2015 年市场规模（含 DIO）为 72 亿人民币，同比下滑 5.5%。

人机界面。据调查显示，在国内的工业现场，接近 80%的小型可编程控制器、超过 85%的中型可编程控制器和约 10%的大型可编程控制器都会连接人机界面产品，因此人机界面的市场走势与中小型可编程控制器市场走势高度相关，人机界面市场近年来也基本逐年下滑。

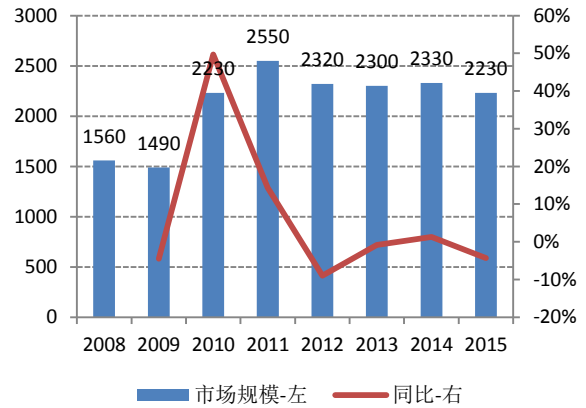
伺服系统。中国伺服系统市场近几年整体呈现震荡走势，2015 年中国伺服系统市场规模为 61 亿元，同比下降 2.4%，为近三年首次下滑。

图 19 可编程控制器市场规模 (百万元)



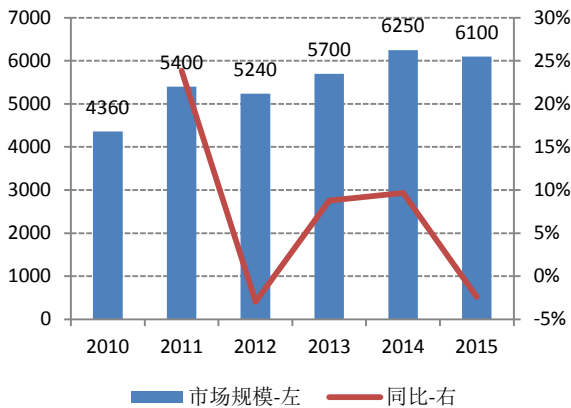
资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

图 20 人机界面市场规模 (百万元)



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

图 21 伺服系统市场规模 (百万元)



资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

我们认为中国经济的转型升级、制造业去产能调结构的进程将会持续，短期内中国 OEM 行业自动化市场将大概率呈现平稳或小幅增长的态势。

五、募投项目分析

信捷电气本次募集资金的投资项目已经通过董事会和股东大会的审批，并已取得政府相关部门的核准。在募集资金到位前，公司将根据项目实际进度以自筹资金先行投入，募集资金到位后置换已支付款项。若实际募集资金不能满足项目投资需要，资金缺口将由公司以银行贷款或自筹资金解决。本次募集资金拟用于以下项目：

表 6 募集资金投资使用计划

序号	项目名称	投资额 (万元)	备案情况
1	运动型 PLC、高端伺服系统生产线建设项目	15,335.92	锡滨发改备(2013)147号

2	智能控制系统及装置生产线建设项目	12,881.12	锡滨发改备(2013)146号
3	企业技术中心建设项目	4,453.96	锡滨发改备(2013)145号
4	营销网络建设项目	4,329.00	锡滨发改产[2014]14号
5	补充流动资金	3,500.00	-
合计		40,500.00	

资料来源：公司招股意向书、中国中投证券研究总部

运动型 PLC、高端伺服系统生产线建设项目将可有效提升公司主营产品产能，巩固行业地位，扩大市场份额。智能控制系统及装置生产线建设项目，将可提升公司提供整套装备的能力，打造公司新的利润增长点。技术中心建设项目将进一步增强公司自主研发能力和科技成果转换能力，提升核心竞争力。营销网络建设项目将增强公司市场营销能力，提高技术支持水平，扩大销售渠道覆盖范围，提升品牌影响力和渠道稳定性。

本次募集资金投资项目将新增 1.7 万台运动型可编程控制器、6.5 万台高端伺服系统和 3,000 台智能装置生产能力，我们预计募投项目建成完全达产后，将给公司带来每年约 1 亿元新增收入。

六、盈利预测与估值

1、盈利预测

(1) 我们采用两种方法对信捷电气 2016 年营业收入做出预测：

方法一、我们假设：I.核心产品（可编程控制器、人机界面、驱动系统）2016 年全年产能等于 2016 上半年产能的一倍；II.核心产品 2016 年产能利用率等于 2014~2015 年产能利用率平均值；III.核心产品 2016 年产销率等于 2014~2015 年产销率平均值；IV.核心产品 2016 年单价等于 2016 上半年单价；V.核心产品收入占总收入的 95%。由此我们预估公司 2016 年营业收入为 34,023 万元。

表 7 2016 年营业收入预估

	产能 (台)	产能 利用率	产量 (台)	产销率	销量 (台)	单价 (元)	收入 (万元)
可编程控制器	278,000	136.87%	380,499.82	98.20%	373,631.8	383.85	14,341.86
人机界面	218,000	139.55%	304,222.06	99.22%	301,833.92	309.45	9,340.25
驱动系统	112,000	97.84%	109,580.08	111.22%	121,869.49	708.96	8,640.06
						核心产品 占比	32,322.17 95%
						营业收入	34,023.33

资料来源：中国中投证券研究总部

方法二、公司 2016 年 1~9 月实现营业收入 24,615 万元，由于公司销售无明显季节性波动，因此我们假设公司 2016 年四季度收入为前三季度的平均值，由此我们预估公司 2016 年营业收入为 32,820 万元。

我们取两种预测方法的平均值，预估信捷电气 2016 年营业收入为 33,422 万元，同比增长 10.45%。

(2) 我们预计公司 2017 年受自身产能以及宏观经济影响，营业收入难以实现大幅增长，假设公司 2017 年营业收入同比增长 10%。

(3) 由于 2018 年公司运动型 PLC、高端伺服系统生产线建设项目可达产 40%，智能控制系统及装置生产线建设项目可达产 30%，因此我们假设公司 2018 年营业收入可同比增长 20%。

(4) 我们假设 2016~2018 年公司各主营产品毛利率水平不会产生大幅波动，公司综合毛利率可保持稳定在 44.92%。

基于以上核心假设，我们预计公司 2016~2018 年营业收入分别为 33,422 万元、36,764 万元、44,117 万元；归母净利润 8,728 万元、9,865 万元、11,410 万元。2016 年公开发行股票成功后，公司股本将由 7,530 万增至 10,040 万，对应 2016~2018 年 EPS (摊薄) 分别为 0.74 元、0.86 元、1.01 元。按照公司首次公开发行 17.85 元的定价，公司发行时 2016PE 为 24.05。

2、估值

目前上市公司中并没有与公司主营产品完全一致的标的，因此我们选取了与公司业务有部分重合或相似性较强的工控自动化行业中的企业作为可比对象。

表 8 可比公司

可比公司	主营产品				
汇川技术	变频器类、伺服系统、可编程控制器、人机界面				
英威腾	变频器类、伺服驱动系统、驱动层产品、能源及电力产品				
新时达	电梯变频器系列产品、机器人及运动控制类、电梯控制成套系统				
埃斯顿	伺服系统、智能装备核心控制功能部件、机器人及成套装备				
2016 预测	营业收入 (万元)	归母净利润 (万元)	ROE	EPS (元)	PE
汇川技术	352,832	97,026	20.91%	0.60	34.63
英威腾	124,856	13,563	7.89%	0.18	46.69
新时达	259,663	21,822	8.11%	0.35	42.94
埃斯顿	59,698	6,530	9.20%	0.24	160.9
				平均数	41.42
				中位数	42.94
信捷电气	33,422	8,728	10.23%	0.74	

注：2016 年预测均为万得一致预测数据

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

剔除 2016PE 水平偏高的埃斯顿后，剩余 3 家可比公司估值水平较为接近，2016PE 平均数为 41.42，中位数为 42.94。

依据公司上市后向可比公司估值看齐的逻辑，我们参考可比公司估值水平给予信捷电气 2016PE 区间 35~42，目标价格区间 26 ~31 元。

七、风险提示

1、收入增速与预期不符风险

我们基于有限信息对公司收入增速的预估可能与实际情况不符，实际增长率与假设之间的偏差将对盈利预测产生影响。

2、毛利率下行风险

我们预计公司毛利率水平可保持稳定，如未来市场竞争日趋激烈或公司主动改变竞争策略，公司毛利率存在下降的可能。

3、市场估值水平波动风险

因使用可比公司进行相对估值，未来若出现板块整体估值波动，将对公司股价造成影响。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	30921.67	84337.31	77038.55	78918.89	营业收入	30258.41	33421.81	36763.99	44116.79
现金	14079.90	65915.14	56869.56	54722.92	营业成本	16695.32	18409.85	20250.83	24301.00
应收账款/票据	9842.95	10418.10	11459.91	13751.89	营业税金及附加	292.17	322.72	354.99	425.98
其它应收款	87.75	109.32	120.25	144.30	销售费用	1686.01	1862.28	2048.50	2458.20
预付账款	111.16	101.71	110.34	135.59	管理费用	3299.31	3644.24	4008.66	4810.40
存货	6682.94	7662.26	8428.49	10114.18	财务费用	-74.69	-126.72	-593.24	-511.83
非流动资产	9302.21	8578.64	24632.53	33560.90	资产减值损失	663.61	675.30	742.84	891.40
固定资产	5036.33	4775.85	8450.15	28527.23	投资净收益	0.00	1.00	2.00	3.00
在建工程	815.42	1157.05	11359.05	0.00	营业利润	7750.33	8634.15	9951.41	11741.63
无形资产	3044.35	2976.90	4303.93	4208.02	营业外收入	1658.61	1500.00	1500.00	1500.00
资产总计	40223.88	92915.96	101671.08	112479.79	营业外支出	17.66	20.00	20.00	20.00
流动负债	6423.16	6737.93	7361.71	8676.51	利润总额	9391.28	10114.15	11431.41	13221.63
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	所得税	1260.84	1384.12	1564.39	1809.38
应付账款/票据	3982.33	4391.30	4830.43	5796.51	净利润	8130.44	8730.02	9867.02	11412.25
预收账款	500.45	476.89	524.58	629.50	少数股东损益	1.81	1.94	2.20	2.54
非流动负债	915.09	855.82	941.41	1129.69	归属母公司净利润	8128.62	8728.08	9864.82	11409.71
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA	9753.12	10553.74	11879.27	15303.47
其他	915.09	855.82	941.41	1129.69	EPS (摊薄)	0.89	0.74	0.86	1.01
负债合计	7338.25	7593.75	8303.12	9806.20	主要财务比率				
股东权益	32885.63	85322.20	93367.97	102673.58	会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
股本	7530.00	10040.00	10040.00	10040.00	成长能力				
资本公积	2752.56	45046.06	45046.06	45046.06	营业收入	30258.41	33421.81	36763.99	44116.79
留存收益	22592.45	30221.15	38265.91	47570.53	营业利润	7750.33	8634.15	9951.41	11741.63
归属母公司股东权益	32885.63	85322.20	93367.97	102673.58	归属于母公司净利润	8128.62	8728.08	9864.82	11409.71
负债和股东权益	40223.88	92915.96	101671.08	112479.79	获利能力				
					毛利率	44.82%	44.92%	44.92%	44.92%
					净利率	26.87%	26.12%	26.84%	25.87%
					ROE	24.72%	10.23%	10.57%	11.11%
					ROIC	14.10%	8.60%	8.65%	9.44%
					偿债能力				
					资产负债率	0.18	0.08	0.08	0.09
					流动比率	4.81	12.52	10.46	9.10
					速动比率	3.77	11.38	9.32	7.93
					营运能力				
					总资产周转率	0.75	0.36	0.36	0.39
					应收账款周转率	3.07	3.21	3.21	3.21
					存货周转率	2.50	2.40	2.40	2.40
					每股指标 (元)				
					每股收益 (摊薄)	0.89	0.74	0.86	1.01
					每股经营现金流	1.01	0.85	0.99	1.18
					每股净资产	4.37	8.50	9.30	10.23
					估值比率				
					P/E	20.02	24.05	20.87	17.69
					P/B	4.09	2.10	1.92	1.75

现金流量表				
会计年度	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	7570.39	8569.32	9909.39	11820.70
净利润	8130.44	8730.02	9867.02	11412.25
折旧摊销	436.53	566.31	1041.10	2593.67
利息费用	0.00	-126.72	-593.24	-511.83
资产减值损失	663.61	675.30	742.84	891.40
营运资金变动	-1660.19	-1275.61	-1148.33	-2564.79
投资活动现金流	-1755.24	-564.91	-17728.15	-12374.08
固定资产投资	1809.79	564.91	15750.96	12119.83
无形资产投资	0.00	0.00	1422.94	0.00
其他	-3565.03	-1129.81	-34902.05	-24493.91
筹资活动现金流	-1337.67	43830.84	-1226.82	-1593.27
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
股权筹资	0.00	44803.50	0.00	0.00
股利及利息	1701.78	972.66	1226.82	1593.27
现金净增加额	4475.66	51835.25	-9045.58	-2146.64
期末现金余额	14079.90	65915.14	56869.56	54722.92

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

卢凌熙，CFA charter pending，美利坚大学金融硕士，三年证券从业经验

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京市

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海市

上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼
邮编：200082
传真：(021) 62171434