

工控复苏, PLC 龙头业绩喜人

投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年报, 报告期内实现营收 2.22 亿元, 同比增长 40.3%; 归母净利润 6396.4 万元, 同比增长 50.9%。公司业绩显著提升主要是由于下游行业复苏, 带动 PLC、伺服产品等业务销售收入快速增长。
- **国内 PLC 龙头, 营收同国内经济环境密切相关:** 公司主要产品有可编程控制器(PLC)、人机界面(HMI)等产品系列及整套自动化装备。产品广泛应用于各种自动化领域。公司的客户结构以中小型企业为主, 营收具有周期性特征。而从 2016 年下半年以来, 我国的工控行业出现复苏迹象, 2017 年上半年, 我国规模以上工业企业实现利润总额 3.6 万亿元, 同比增加 22%; 制造业实现利润总额 3.2 万亿元, 同比增加 18.5%。公司作为国内 PLC 龙头, 且能提供自动化整体解决方案, 营业状况受益于工控复苏, 下半年有望继续保持高增速。
- **“高端制造”产业转型, 工控行业发展势不可当:** 中国是亚洲第二大工控生产国, 自 2009 年起至今, 年均复合增速达到 17.2%, 是世界上增速最快的国家, 但部分中高档产品仍然和国际巨头有差距。根据工信部提出的高端装备制造发展目标, 2020 年高端装备制造产业销售收入在装备制造业中的占比提高到 25%, 将高端装备制造业培育成为国民经济的支柱产业, 工控行业发展前景广阔。
- **发挥进口替代优势, 向智能化成套设备供应商迈进:** 公司从细分市场入手, 已经在国内小型可编程控制器(PLC)占据 70% 市场份额, 积聚了一定的品牌效应。同时公司在积极开拓技术, 向中高端、大型 PLC 市场进军, 在伺服系统、人机界面、智能装置等设备实现全面的进口替代。此外, 公司不断丰富产品线, 增加产品的深度和广度, 致力于为客户提供全方位的整体自动化服务方案和配套的解决措施, 向欧美自动化龙头公司靠拢。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.96 元、1.26 元、1.64 元, 对应 PE 分别为 35 倍、27 倍和 20 倍。考虑到作为工控领域龙头的汇川技术目前动态市盈率 43 倍, 我们同样给予公司 2017 年 43 倍估值, 对应目标价 41.28 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产能扩建或不及预期的风险、高端制造领域进口替代进程或不及预期的风险。

| 指标/年度 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 353.47 | 477.81 | 622.06 | 785.39 |
| 增长率 | 16.82% | 35.18% | 30.19% | 26.26% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 100.19 | 135.07 | 176.70 | 230.82 |
| 增长率 | 23.26% | 34.82% | 30.82% | 30.62% |
| 每股收益 EPS(元) | 0.71 | 0.96 | 1.26 | 1.64 |
| 净资产收益率 ROE | 12.14% | 14.26% | 15.98% | 17.59% |
| PE | 47 | 35 | 27 | 20 |
| PB | 5.67 | 4.94 | 4.24 | 3.57 |

数据来源: Wind, 西南证券

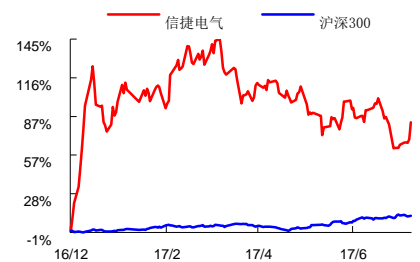
西南证券研究发展中心

分析师: 李佳颖
执业证号: S1250513090001
电话: 023-63786561
邮箱: lijy@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn

联系人: 陈瑶
电话: 021-68415130
邮箱: cyao@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

| | |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股) | 1.41 |
| 流通 A 股(亿股) | 0.35 |
| 52 周内股价区间(元) | 25.7-63.01 |
| 总市值(亿元) | 46.83 |
| 总资产(亿元) | 10.21 |
| 每股净资产(元) | 6.20 |

相关研究

关键假设：

假设 1：可编程控制器业务（PLC）根据公司产能及行业销量，估算得出 2017 年有望实现销售近 60 万台，2018 及 2019 年产能增加，产销率同时会有提升，且考虑到价格变动，综合考虑公司 2017-2019 年此业务的销售收入约 2.2 亿、3.1 亿和 4.3 亿；毛利率稳定在 57%；

假设 2：人机界面业务预计 2017 年销量超 37 万台，2018、2019 年均销量增加约 3 万台，单价也略有提升，据此预估此业务 2017-2019 年销售收入分别约为 1.2 亿、1.3 亿和 1.4 亿；从 2018 年起因规模化效应带动毛利率提升至 37%；

假设 3：驱动系统产品 2017 年有望超 16 万台销量，随后销量与公司产能增速相匹配，而驱动系统软件制作成熟带动毛利率年均提升 2 个百分点；智能装备业务与行业增速匹配，销售量增速稳定在 15%，毛利率也稳定在 55%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|---------|-----|--------|--------|--------|--------|
| PLC | 收入 | 166.44 | 221.38 | 308.34 | 431.25 |
| | 增速 | 15.64% | 33.01% | 39.29% | 39.86% |
| | 毛利率 | 57.01% | 57.00% | 57.00% | 57.00% |
| 人机界面 | 收入 | 87.61 | 115.42 | 127.05 | 140.80 |
| | 增速 | 10.80% | 31.74% | 10.08% | 10.82% |
| | 毛利率 | 35.17% | 35.00% | 37.00% | 37.00% |
| 驱动系统 | 收入 | 77.34 | 117.54 | 159.66 | 182.28 |
| | 增速 | 26.19% | 51.98% | 35.83% | 14.17% |
| | 毛利率 | 30.62% | 31.00% | 33.00% | 35.00% |
| 智能装备及其他 | 收入 | 20.42 | 23.48 | 27.01 | 31.06 |
| | 增速 | 11.52% | 15.00% | 15.00% | 15.00% |
| | 毛利率 | 54.46% | 55.00% | 55.00% | 55.00% |
| 合计 | 收入 | 353.47 | 477.81 | 622.06 | 785.39 |
| | 增速 | 16.82% | 35.18% | 30.19% | 26.26% |
| | 毛利率 | 45.75% | 45.19% | 46.67% | 48.23% |

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | | | | | 现金流量表 (百万元) | | | | |
|---------------|---------------|----------------|----------------|----------------|-------------------|---------------|----------------|----------------|---------------|
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 353.47 | 477.81 | 622.06 | 785.39 | 净利润 | 100.20 | 135.08 | 176.71 | 230.83 |
| 营业成本 | 191.74 | 261.88 | 331.75 | 406.60 | 折旧与摊销 | 5.45 | 14.72 | 26.49 | 36.68 |
| 营业税金及附加 | 3.47 | 4.06 | 5.60 | 7.07 | 财务费用 | -1.61 | -2.09 | -1.95 | -2.08 |
| 销售费用 | 19.38 | 23.41 | 31.10 | 39.27 | 资产减值损失 | 5.13 | 8.00 | 8.00 | 8.00 |
| 管理费用 | 39.14 | 45.39 | 62.21 | 78.54 | 经营营运资本变动 | -5.79 | -38.58 | -43.91 | -49.41 |
| 财务费用 | -1.61 | -2.09 | -1.95 | -2.08 | 其他 | -7.83 | -8.00 | -8.00 | -8.00 |
| 资产减值损失 | 5.13 | 8.00 | 8.00 | 8.00 | 经营活动现金流净额 | 95.55 | 109.14 | 157.34 | 216.01 |
| 投资收益 | 0.55 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | -38.37 | -150.00 | -160.00 | -90.00 |
| 公允价值变动损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 其他 | 31.26 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | -7.11 | -150.00 | -160.00 | -90.00 |
| 营业利润 | 96.77 | 137.15 | 185.35 | 247.99 | 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他非经营损益 | 19.23 | 19.23 | 19.23 | 19.23 | 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 116.00 | 156.38 | 204.58 | 267.23 | 股权融资 | 407.34 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 15.80 | 21.30 | 27.86 | 36.40 | 支付股利 | -10.99 | -13.55 | -18.27 | -23.90 |
| 净利润 | 100.20 | 135.08 | 176.71 | 230.83 | 其他 | 8.78 | 2.24 | 1.95 | 2.08 |
| 少数股东损益 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 0.01 | 筹资活动现金流净额 | 405.13 | -11.31 | -16.32 | -21.82 |
| 归属母公司股东净利润 | 100.19 | 135.07 | 176.70 | 230.82 | 现金流量净额 | 493.61 | -52.17 | -18.98 | 104.19 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | | | | | 财务分析指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 货币资金 | 634.41 | 582.24 | 563.26 | 667.45 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 110.73 | 149.71 | 194.79 | 245.78 | 销售收入增长率 | 16.82% | 35.18% | 30.19% | 26.26% |
| 存货 | 80.41 | 111.30 | 142.08 | 175.04 | 营业利润增长率 | 24.86% | 41.73% | 35.14% | 33.80% |
| 其他流动资产 | 0.13 | 0.17 | 0.22 | 0.28 | 净利润增长率 | 23.24% | 34.82% | 30.82% | 30.62% |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA 增长率 | 24.01% | 48.89% | 40.12% | 34.64% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 63.72 | 202.38 | 339.28 | 395.99 | 毛利率 | 45.76% | 45.19% | 46.67% | 48.23% |
| 无形资产和开发支出 | 29.79 | 26.63 | 23.48 | 20.32 | 三费率 | 16.10% | 13.96% | 14.69% | 14.73% |
| 其他非流动资产 | 5.59 | 5.36 | 5.14 | 4.91 | 净利率 | 28.35% | 28.27% | 28.41% | 29.39% |
| 资产总计 | 924.78 | 1077.82 | 1268.25 | 1509.78 | ROE | 12.14% | 14.26% | 15.98% | 17.59% |
| 短期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | ROA | 10.83% | 12.53% | 13.93% | 15.29% |
| 应付和预收款项 | 77.94 | 106.27 | 135.25 | 166.62 | ROIC | 37.47% | 36.88% | 31.33% | 32.12% |
| 长期借款 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | EBITDA/销售收入 | 28.46% | 31.35% | 33.74% | 35.98% |
| 其他负债 | 21.40 | 24.42 | 27.43 | 30.66 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 99.34 | 130.69 | 162.68 | 197.28 | 总资产周转率 | 0.53 | 0.48 | 0.53 | 0.57 |
| 股本 | 100.40 | 140.56 | 140.56 | 140.56 | 固定资产周转率 | 6.63 | 4.03 | 2.49 | 2.24 |
| 资本公积 | 409.77 | 369.61 | 369.61 | 369.61 | 应收账款周转率 | 6.56 | 7.54 | 7.42 | 7.32 |
| 留存收益 | 315.30 | 436.83 | 595.26 | 802.18 | 存货周转率 | 2.53 | 2.62 | 2.54 | 2.50 |
| 归属母公司股东权益 | 825.32 | 947.00 | 1105.43 | 1312.35 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 63.59% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 0.12 | 0.13 | 0.14 | 0.15 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 825.44 | 947.12 | 1105.57 | 1312.50 | 资产负债率 | 10.74% | 12.13% | 12.83% | 13.07% |
| 负债和股东权益合计 | 924.78 | 1077.82 | 1268.25 | 1509.78 | 带息债务/总负债 | 0.00% | 0.00% | 0.00% | 0.00% |
| | | | | | 流动比率 | 9.58 | 7.17 | 6.02 | 5.91 |
| | | | | | 速动比率 | 8.65 | 6.23 | 5.07 | 4.96 |
| | | | | | 股利支付率 | 10.97% | 10.03% | 10.34% | 10.35% |
| 业绩和估值指标 | | | | | 每股指标 | | | | |
| | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | | | | | |
| EBITDA | 100.60 | 149.79 | 209.88 | 282.59 | 每股收益 | 0.71 | 0.96 | 1.26 | 1.64 |
| PE | 46.75 | 34.67 | 26.50 | 20.29 | 每股净资产 | 5.87 | 6.74 | 7.87 | 9.34 |
| PB | 5.67 | 4.94 | 4.24 | 3.57 | 每股经营现金 | 0.68 | 0.78 | 1.12 | 1.54 |
| PS | 13.25 | 9.80 | 7.53 | 5.96 | 每股股利 | 0.08 | 0.10 | 0.13 | 0.17 |
| EV/EBITDA | 26.91 | 27.36 | 19.62 | 14.20 | | | | | |
| 股息率 | 0.23% | 0.29% | 0.39% | 0.51% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|----|---------|---------|---------------|-------------|-----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 机构销售 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 邵亚杰 | 机构销售 | 02168416206 | 15067116612 | syj@swsc.com.cn |
| | 郎珈艺 | 机构销售 | 021-68416921 | 18801762801 | langjiayi@swsc.com.cn |
| | 黄丽娟 | 机构销售 | 021-68411030 | 15900516330 | hlj@swsc.com.cn |
| | 欧阳倩威 | 机构销售 | 021-68416206 | 15601822016 | oyqw@swsc.com.cn |
| 北京 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 赵佳 | 地区销售副总监 | 010-57631179 | 18611796242 | zjia@swsc.com.cn |
| | 王雨珩 | 机构销售 | 010-88091748 | 18811181031 | wyheng@swsc.com.cn |
| 广深 | 张婷 | 地区销售总监 | 0755-26673231 | 13530267171 | zhangt@swsc.com.cn |
| | 刘宁 | 机构销售 | 0755-26676257 | 18688956684 | liun@swsc.com.cn |
| | 王湘杰 | 机构销售 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 熊亮 | 机构销售 | 0755-26820395 | 18666824496 | xl@swsc.com.cn |
| | 刘雨阳 | 机构销售 | 0755-26892550 | 18665911353 | liuyuy@swsc.com.cn |
| | 刘予鑫(广州) | 机构销售 | 0755-26833581 | 13720220576 | lyxin@swsc.com.cn |