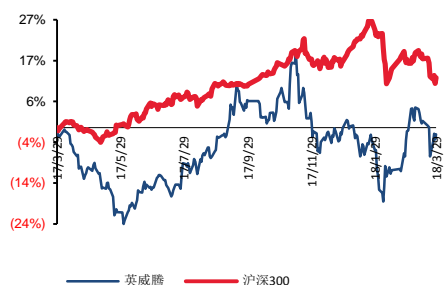


工业 资本货物

工控复苏业绩向好，多项业务渐入佳境

■ 走势比较



■ 股票数据

| | |
|--------------|-------------|
| 总股本/流通(百万股) | 755/572 |
| 总市值/流通(百万元) | 6,316/4,785 |
| 12个月最高/最低(元) | 10.10/6.48 |

相关研究报告:

证券分析师: 邵晶鑫

电话: 010-88695226

E-MAIL: shaojx@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190518020001

证券分析师: 周涛

电话: 010-88321940

E-MAIL: zhoutao@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517120001

证券分析师: 刘晶敏

电话: 010-88321616

E-MAIL: liujm@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190516050001

事件: 公司发布 2017 年报, 全年实现营收 21.22 亿元, 同比增加 60.3%; 净利润 2.26 亿元, 同比增长 231.81%; EPS 0.2992 元。分红预案: 10 派 1.5 元。

同时, 公司发布一季度业绩预告, 预计一季度净利润为 2,261 万元-2,596 万元, 同比增长 1.7 倍-2.1 倍

工控主业回暖, 电控跻身宇通供应商。在国内经济韧性及全球经济回暖背景下, 工控行业自 2016 年底以来持续复苏, 公司作为国内工控领先企业, 增速明显超过行业平均, 且一季度增速仍保持。公司在保持通用变频器行业竞争力的同时, 不断推出了针对不同行业的行业专用变频器, 提供一体化的整体解决方案。值得一提的是, 伺服业务 2017 年开始扭亏为盈, 随着控制层、驱动层、执行层产品种类的完善, 未来公司在工业自动化领域的地位将不断加固。新能源汽车方面, 2017 年电控产品凭借优秀的综合实力跻身宇通客车供应商, 此外收购普林亿威补充驱动电机产品, 完善新能源汽车产业链, 形成电驱电控一体化解决方案, 公司凭借研发底蕴在电控领域表现出追赶效应, 此项业务增速高达 277.24%, 未来占比有望继续提高。

电源销售维持景气, 光伏逆变器增长喜人。电源公司于 2017 年再次获得“国家级高新技术企业”称号, 模块化 UPS 电源销售量位居位列前茅, 并能够提供多种数据中心解决方案。公司分布式光伏逆变器 2017 年的收入同比翻两番, 成功扭亏进入收货期, 并获得“2017 年度最受欢迎分布式光伏逆变器企业”称号。大数据产业的高速发展将带动 UPS、IDC 一体化机房业务的高速增长, 而分布式光伏未来将会是光伏建设的重心, 光伏扶贫、平价上网等政策支持将助力光伏的快速发展。公司网络能源业务有望维持高景气。

轨道交通首单突破。公司去年 9 月中标深圳地铁 9 号线西延长线工程地铁车辆电气系统项目, 实现从 0 到 1 的首单突破。成为继中车集团之后中国轨道交通市场唯一具备 100% 自主知识产权、研发能力和产业化能力的牵引系统供应商。公司首单突破之后, 有望分享国内轨交牵引系统每年百亿级市场盛宴。

期间费用率有改善, 持续加大研发投入。报告期内, 公司三项费用在绝对值上同比有所增长, 但整体来看期间费用率为 30.55%, 同比下降了 6.12PCT, 销售费用率、管理费用率均有所改善。在技术研发方面, 研发投入 2.35 亿元, 占营收比例达 11.18%, 同比增长 33.76%。

在 GD 系列高性能多功能多传变频器、DA 系列伺服驱动器、新能源汽车电控、储能逆变器、牵引系统等领域取得丰硕研发成果。随着公司持续加大投入和创新，有望稳固公司在行业内的高新技术地位，保持业绩持续稳健增长。

投资建议。公司伺服、光伏业务扭亏，协同效应显现，电控进入宇通证明实力。预计 2018-2019 年归母净利润 3.0/3.8 亿，EPS0.41、0.50 元，维持“买入”评级。

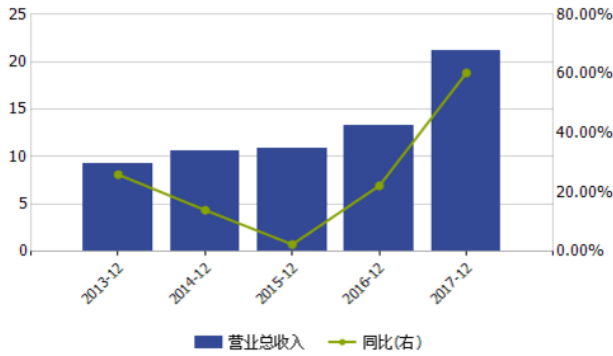
风险提示：原材料价格波动；新产品研发低于预期。

■ 盈利预测和财务指标:

| | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 2122 | 3088 | 4120 | 4996 |
| (+/-%) | 60% | 46% | 33% | 21% |
| 净利润(百万元) | 226 | 306 | 379 | 436 |
| (+/-%) | 232% | 35% | 24% | 15% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.30 | 0.41 | 0.50 | 0.58 |
| 市盈率(PE) | 29 | 22 | 18 | 15 |

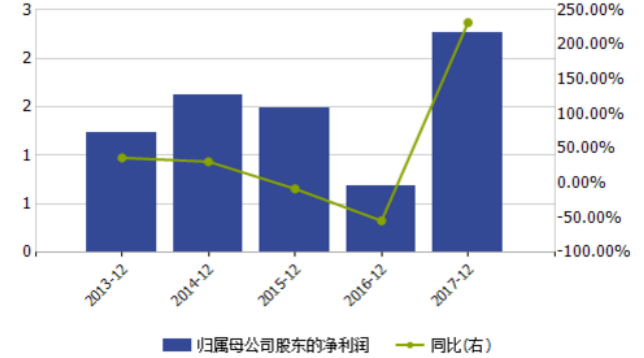
资料来源: Wind, 太平洋证券注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

图表 1: 公司营业收入及增速



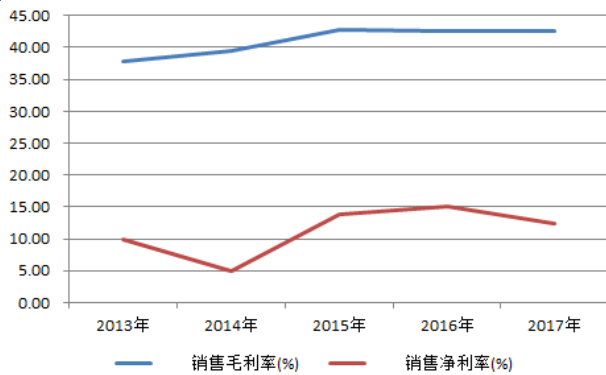
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 2: 公司归母净利润及增速



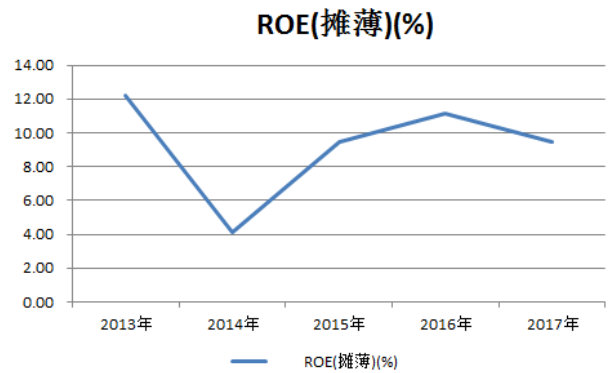
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 3: 销售毛利率与净利率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 4: 净资产收益率



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

| 利润表 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 财务指标 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|------|------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|--------|-------|
| 营业收入 | 1324 | 2122 | 3088 | 4120 | 4996 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 801 | 1320 | 1915 | 2582 | 3114 | 营业收入增长率 | 22% | 60% | 46% | 33% | 21% |
| 营业税费 | 12 | 17 | 24 | 33 | 39 | 营业利润增长率 | -80% | 906% | 30% | 29% | 18% |
| 销售费用 | 193 | 251 | 340 | 453 | 550 | 净利润增长率 | -54% | 232% | 35% | 24% | 15% |
| 管理费用 | 302 | 394 | 540 | 721 | 874 | EBITDA增长率 | -66% | 357% | 79% | 26% | 16% |
| 财务费用 | (10) | 4 | 0 | 0 | 0 | EBIT增长率 | -87% | 1066% | 97% | 29% | 18% |
| 资产减值损失 | 21 | 31 | 15 | 15 | 15 | NOPLAT增长率 | -87% | 1752% | 28% | 29% | 18% |
| 加:公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资资本增长率 | -17% | 37% | 36% | 3% | 6% |
| 投资和汇兑收益 | 18 | 39 | 38 | 38 | 38 | 净资产增长率 | 10% | 11% | 19% | 15% | 15% |
| 营业利润 | 22 | 224 | 292 | 375 | 443 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 50 | 3 | 35 | 29 | 22 | 毛利率 | 40% | 38% | 38% | 36% | 36% |
| 利润总额 | 72 | 227 | 327 | 404 | 465 | 营业利润率 | 2% | 11% | 9% | 9% | 9% |
| 减:所得税 | 7 | 14 | 21 | 26 | 29 | 净利率 | 5% | 11% | 10% | 9% | 9% |
| 净利润 | 68 | 226 | 306 | 379 | 436 | EBITDA/营业收入 | 3% | 9% | 11% | 10% | 10% |
| 资产负债表 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | EBIT/营业收入 | 1% | 7% | 9% | 9% | 9% |
| 货币资金 | 740 | 685 | 927 | 1854 | 2496 | 运营效率 | | | | | |
| 交易性金融资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 54 | 35 | 25 | 20 | 15 |
| 应收账款 | 405 | 898 | 861 | 1540 | 1400 | 流动营业资本周转天数 | 180 | 92 | 97 | 103 | 95 |
| 应收票据 | 99 | 90 | 164 | 211 | 227 | 流动资产周转天数 | 470 | 356 | 313 | 351 | 377 |
| 预付账款 | 16 | 40 | 42 | 64 | 68 | 应收账款周转天数 | 102 | 110 | 102 | 105 | 106 |
| 存货 | 437 | 494 | 898 | 1034 | 1235 | 存货周转天数 | 90 | 79 | 81 | 84 | 82 |
| 其他流动资产 | 274 | 16 | 263 | 184 | 155 | 总资产周转天数 | 628 | 492 | 425 | 429 | 438 |
| 可供出售金融资产 | 71 | 54 | 54 | 54 | 54 | 投资资本周转天数 | 310 | 208 | 195 | 171 | 148 |
| 持有至到期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 投资回报率 | | | | | |
| 长期股权投资 | 21 | 102 | 102 | 102 | 102 | ROE | 3.5% | 10.3% | 12.5% | 13.4% | 13.3% |
| 投资性房地产 | 0 | 11 | 11 | 11 | 11 | ROA | 2.5% | 6.6% | 7.5% | 6.6% | 6.8% |
| 固定资产 | 202 | 207 | 228 | 230 | 195 | ROIC | 0.9% | 20.7% | 19.3% | 18.2% | 20.8% |
| 在建工程 | 52 | 117 | 58 | 12 | 0 | 费用率 | | | | | |
| 无形资产 | 141 | 129 | 117 | 105 | 93 | 销售费用率 | 14.5% | 11.8% | 11.0% | 11.0% | 11.0% |
| 其他非流动资产 | | | | | | 管理费用率 | 22.8% | 18.6% | 17.5% | 17.5% | 17.5% |
| 资产总额 | 2583 | 3219 | 4077 | 5753 | 6392 | 财务费用率 | -0.7% | 0.2% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 短期债务 | 0 | 145 | 276 | 276 | 276 | 三费/营业收入 | 36.7% | 30.5% | 28.5% | 28.5% | 28.5% |
| 应付账款 | 515 | 653 | 872 | 1334 | 1303 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付票据 | 74 | 120 | 95 | 238 | 165 | 资产负债率 | 27.9% | 35.8% | 39.8% | 50.7% | 48.8% |
| 其他流动负债 | | | | | | 负债权益比 | 38.7% | 55.6% | 66.0% | 103.0% | 95.5% |
| 长期借款 | 0 | 0 | 212 | 823 | 1151 | 流动比率 | 2.81 | 1.96 | 2.27 | 2.35 | 2.86 |
| 其他非流动负债 | | | | | | 速动比率 | 2.19 | 1.52 | 1.62 | 1.86 | 2.23 |
| 负债总额 | 721 | 1152 | 1621 | 2919 | 3123 | 利息保障倍数 | -1.33 | 38.19 | | | |
| 少数股东权益 | 214 | 219 | 219 | 219 | 219 | 分红指标 | | | | | |
| 股本 | 755 | 755 | 755 | 755 | 755 | DFS (元) | 0.05 | - | - | - | - |
| 留存收益 | 1031 | 1177 | 1483 | 1861 | 2297 | 分红比率 | 55.5% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 股东权益 | 1862 | 2067 | 2456 | 2834 | 3270 | 股息收益率 | 0.6% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 现金流量表 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | 业绩和估值指标 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
| 净利润 | 65 | 212 | 306 | 379 | 436 | EPS (元) | 0.09 | 0.30 | 0.41 | 0.50 | 0.58 |
| 加:折旧和摊销 | 32 | 46 | 50 | 57 | 58 | BVPS (元) | 2.18 | 2.45 | 2.96 | 3.47 | 4.04 |
| 资产减值准备 | 21 | 31 | 0 | 0 | 0 | PE (X) | 98 | 29 | 22 | 18 | 15 |
| 公允价值变动损失 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | PB (X) | 4 | 4 | 3 | 3 | 2 |
| 财务费用 | 0 | 2 | 0 | 0 | 0 | P/FCF | 23 | (541) | 49 | 7 | 10 |
| 投资收益 | (18) | 0 | (38) | (38) | (38) | P/S | 5 | 3 | 2 | 2 | 1 |
| 少数股东损益 | (3) | (14) | 0 | 0 | 0 | EV/EBITDA | 132 | 31 | 19 | 14 | 11 |
| 营运资金的变动 | 67 | (85) | (539) | (119) | (178) | CAGR (%) | 79.9% | 27.1% | 26.7% | 79.9% | 27.1% |
| 经营活动产生现金 | (44) | (96) | (221) | 278 | 278 | PEG | 1.2 | 1.1 | 0.8 | 0.2 | 0.6 |
| 投资活动产生现金 | 133 | (28) | 38 | 38 | 38 | ROIC/WACC | 0.1 | 2.8 | 2.6 | 2.5 | 2.8 |
| 融资活动产生现金 | 278 | 61 | 424 | 611 | 328 | REP | 42.5 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.0 |

资料来源: WIND, 太平洋证券



太平洋证券

PACIFIC SECURITIES

内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
|内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

| 职务 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---------|-----|-------------|-------------------------|
| 销售负责人 | 王方群 | 13810908467 | wangfq@tpyzq.com |
| 北京销售总监 | 王均丽 | 13910596682 | wangjl@tpyzq.com |
| 北京销售 | 袁进 | 15715268999 | yuanjin@tpyzq.com |
| 北京销售 | 成小勇 | 18519233712 | chengxy@tpyzq.com |
| 北京销售 | 李英文 | 18910735258 | liyw@tpyzq.com |
| 北京销售 | 孟超 | 13581759033 | mengchao@tpyzq.com |
| 北京销售 | 张小永 | 18511833248 | zhangxiaoyong@tpyzq.com |
| 上海销售副总监 | 陈辉弥 | 13564966111 | chenhm@tpyzq.com |
| 上海销售 | 洪绚 | 13916720672 | hongxuan@tpyzq.com |
| 上海销售 | 李洋洋 | 18616341722 | liyangyang@tpyzq.com |
| 上海销售 | 宋悦 | 13764661684 | songyue@tpyzq.com |
| 上海销售 | 张梦莹 | 18605881577 | zhangmy@tpyzq.com |
| 广深销售副总监 | 张茜萍 | 13923766888 | zhangqp@tpyzq.com |
| 广深销售 | 王佳美 | 18271801566 | wangjm@tpyzq.com |
| 广深销售 | 胡博涵 | 18566223256 | hubh@tpyzq.com |
| 广深销售 | 查方龙 | 18520786811 | zhaf1@tpyzq.com |
| 广深销售 | 张卓粤 | 13554982912 | zhangzy@tpyzq.com |
| 广深销售 | 杨帆 | 13925264660 | yangf@tpyzq.com |



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。