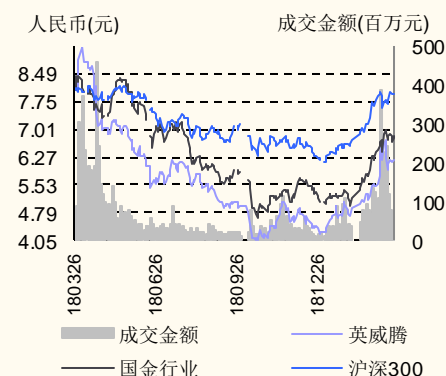


市场价格 (人民币): 6.19 元

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股 (百万股)	16,917.99
总市值 (百万元)	222,356.83
年内股价最高最低 (元)	12.90/8.57
沪深 300 指数	4099.35
深证成指	11582.93



相关报告

1. 《平台化布局 and 系统解决方案战略清晰, 中长期持续成长可期》, 2018.4.27
2. 《自动化业务协同效应逐现, 营收增势保持强劲》, 2018.3.30

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)61357595
yaoy@gjzq.com.cn

攻坚克难工控业务稳定增长, 毛利率好于预期

公司基本情况 (人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益 (元)	0.299	0.297	0.355	0.423	0.487
每股净资产 (元)	2.30	2.48	2.77	3.14	3.57
每股经营性现金流 (元)	-0.13	-0.18	0.48	0.38	0.37
市盈率 (倍)	28.45	14.40	17.43	14.64	12.70
净利润增长率 (%)	231.81%	-0.74%	19.49%	19.04%	15.27%
净资产收益率 (%)	13.00%	12.00%	12.80%	13.47%	13.65%
总股本 (百万股)	755.82	754.23	754.23	754.23	754.23

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2018 年年报, 营业总收入 22.28 亿元, 同比增长 4.98%; 归属于上市公司股东的净利润 2.24 亿元, 同比下降 0.74%。

经营分析

- 公司业绩总体符合预期, 毛利率好于预期。公司工业自动化、网络电源产品和工业制造业息息相关, 2018 年特别是下半年工业制造业外部环境较为严酷, 价格竞争颇为普遍, 公司各板块发展态势仍然较为平稳, 2017 年以来管理能力特别是利润控制能力显著改善得到再次验证。值得注意的是, 2018 年工业自动化毛利率同比提升 0.17pct, 达到 40.34%, 明显要好于预期。
- UPS 网络能源持续超预期增长, 工业自动化受到大环境影响增长平稳。公司模块化 UPS 特别是超大功率模块产品独具特色, 性价比优异, 2018 年公司 UPS 产品营收达到 4.89 亿, 同比增长 78.9%, 对应的子公司英威腾电源公司利润达到 1 亿, 同比增长 104%, 近年来利润从 2000 万快速提升至 1 亿, 远远好于收购前预期, 这主要得益于公司从单一产品向 IDC 机房整体解决方案转型。2018 年下半年以来, 工业制造业盈利快速下滑, 自动化升级改造需求快速下降, 伺服应用较多的 3C、锂电设备等精度要求较高的行业需求同比有较大下降, 公司变频器和伺服系统两大核心产品全年营收分别达到 11.9 亿、1.6 亿, 分别同比增长 17%、1%, 整体工业自动化板块营收增速达到 14%, 明显快于行业增速, 且毛利率小幅提升, 经营态势较稳定。
- 新能源车板块受政策影响较大, 轨道交通开始批量交货。受到补贴大幅退坡影响, 2018 年商用车产销量呈现负增长, 其中新能源客车销量下降 14%, 且电控价格下降 15%-20%左右, 另外由于行业竞争继续加剧, 受此影响公司电控营收为 1.8 亿, 同比大幅下降 48%, 新能源车板块整体毛利率也大幅下降 7.6%。但公司仍然延续创新力度, 推出物流车、重卡动力总成方案, 并完成了多款 A0/A 型车三合一控制器的研发, 充电桩、充电桩也实现了规模销售, 与此相关的充电技术子公司实现营收 6100 余万, 达到一定规模。公司已经完成了轨道交通批量生产能力, 与中车长春轨道客车股份有限公司签订了采购框架协议, 并顺利完成了深圳 9 号线 8 列车厢牵引系统的交付。

盈利预测和投资建议

- 预计 2019-2021 年公司归母净利润分别为 2.68 亿、3.19 亿、3.68 亿, 目前股价对应 PE 分别为 17x、15x、13x, 继续给予买入评级。

风险提示

- 工业制造业景气度继续大幅下滑; 上游芯片供应紧张影响订单交货;

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营业务收入	1,324	2,122	2,228	2,816	3,520	4,437
增长率		60.3%	5.0%	26.4%	25.0%	26.0%
主营业务成本	-801	-1,320	-1,398	-1,777	-2,234	-2,832
%销售收入	60.5%	62.2%	62.7%	63.1%	63.5%	63.8%
毛利	523	802	830	1,039	1,286	1,605
%销售收入	39.5%	37.8%	37.3%	36.9%	36.5%	36.2%
营业税金及附加	-12	-17	-21	-23	-28	-35
%销售收入	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-193	-251	-235	-293	-359	-444
%销售收入	14.5%	11.8%	10.5%	10.4%	10.2%	10.0%
管理费用	-302	-394	-174	-217	-268	-336
%销售收入	22.8%	18.6%	7.8%	7.7%	7.6%	7.6%
息税前利润 (EBIT)	16	141	401	506	631	789
%销售收入	1.2%	6.6%	18.0%	18.0%	17.9%	17.8%
财务费用	10	-4	-4	-10	-6	-4
%销售收入	-0.7%	0.2%	0.2%	0.4%	0.2%	0.1%
资产减值损失	-21	-31	-55	-65	-82	-109
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	18	38	33	42	45	49
%税前利润	25.4%	16.8%	15.9%	15.9%	13.5%	12.3%
营业利润	22	224	215	265	331	395
营业利润率	1.7%	10.5%	9.7%	9.4%	9.4%	8.9%
营业外收支	50	3	-5	0	2	3
税前利润	72	227	210	265	333	398
利润率	5.4%	10.7%	9.4%	9.4%	9.5%	9.0%
所得税	-7	-14	-32	-37	-47	-56
所得税率	9.5%	6.3%	15.3%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	65	212	178	228	286	343
少数股东损益	-3	-14	-46	-40	-33	-25
归属于母公司的净利润	68	226	224	268	319	368
净利率	5.1%	10.6%	10.1%	9.5%	9.1%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
净利润	65	212	178	228	286	343
少数股东损益	-3	-14	-46	-40	-33	-25
非现金支出	53	77	105	123	148	184
非经营收益	-24	-2	10	-23	-33	-37
营运资金变动	-138	-384	-428	35	-117	-208
经营活动现金净流	-44	-96	-135	363	284	282
资本开支	-64	-102	-101	-111	-119	-130
投资	176	61	-51	-8	-15	-13
其他	22	13	41	42	45	49
投资活动现金净流	133	-28	-112	-77	-89	-94
股权募资	314	10	32	22	26	29
债权募资	0	142	200	-104	-17	48
其他	-36	-92	-205	-95	-92	-93
筹资活动现金净流	278	60	28	-178	-83	-16
现金净流量	367	-64	-220	108	112	172

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
货币资金	740	685	489	597	708	881
应收账款	504	988	1,101	1,250	1,476	1,813
存货	437	494	603	691	851	1,071
其他流动资产	290	56	118	113	137	163
流动资产	1,972	2,223	2,311	2,652	3,172	3,927
%总资产	76.3%	69.1%	67.7%	69.3%	71.8%	74.9%
长期投资	92	167	153	173	183	193
固定资产	254	324	508	530	555	583
%总资产	9.8%	10.1%	14.9%	13.8%	12.6%	11.1%
无形资产	251	468	351	372	392	412
非流动资产	611	996	1,100	1,175	1,244	1,316
%总资产	23.7%	30.9%	32.3%	30.7%	28.2%	25.1%
资产总计	2,583	3,219	3,411	3,827	4,416	5,243
短期借款	0	145	345	281	264	312
应付款项	774	952	886	1,178	1,500	1,923
其他流动负债	81	147	128	172	215	268
流动负债	856	1,244	1,359	1,631	1,979	2,504
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	20	18	40	0	0	0
负债	876	1,263	1,399	1,631	1,979	2,504
普通股股东权益	1,494	1,738	1,868	2,093	2,367	2,693
少数股东权益	214	219	143	103	71	46
负债股东权益合计	2,583	3,219	3,411	3,827	4,416	5,243

比率分析

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标						
每股收益	0.090	0.299	0.297	0.355	0.423	0.487
每股净资产	1.979	2.303	2.477	2.775	3.138	3.571
每股经营现金净流	-0.059	-0.128	-0.180	0.481	0.377	0.374
每股股利	0.050	0.150	0.050	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	4.56%	13.00%	12.00%	12.80%	13.47%	13.65%
总资产收益率	2.64%	7.02%	6.57%	7.00%	7.22%	7.01%
投入资本收益率	0.84%	6.27%	5.19%	6.53%	7.77%	8.87%
增长率						
主营业务收入增长率	22.21%	60.30%	4.98%	26.38%	25.02%	26.04%
EBIT增长率	-81.16%	792.87%	2.67%	30.21%	29.70%	28.98%
净利润增长率	-54.28%	231.81%	-0.74%	19.49%	19.04%	15.27%
总资产增长率	26.91%	24.62%	5.96%	12.19%	15.41%	18.72%
资产管理能力						
应收账款周转天数	98.9	104.5	140.7	140.0	138.0	140.0
存货周转天数	151.5	128.8	143.3	142.0	139.0	138.0
应付账款周转天数	128.8	111.7	120.8	122.0	125.0	128.0
固定资产周转天数	55.6	35.6	78.3	63.4	52.3	42.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.36%	-27.59%	-7.12%	-14.40%	-18.23%	-20.75%
EBIT利息保障倍数	-1.7	36.3	37.3	18.2	38.2	70.2
资产负债率	33.90%	39.22%	41.02%	42.61%	44.81%	47.76%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	1	2	2	4
增持	0	1	1	1	1
中性	0	1	1	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	2.00	1.75	2.00	1.71

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-09-08	买入	8.31	11.55~11.55
2	2017-10-27	买入	8.85	12.25~12.25
3	2018-03-30	买入	8.37	12.25~12.25
4	2018-04-27	买入	7.11	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-66216979	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	传真：010-66216793	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100053	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 7 楼	地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号 时代金融中心 7GH