

公司研究/首次覆盖

2021年01月29日

计算机/计算机应用

投资评级：买入（首次评级）

当前价格(元): 83.85  
目标价格(元): 107.10

**谢春生** SAC No. S0570519080006  
研究员 021-29872036  
xiechunsheng@htsc.com

**郭雅丽** SAC No. S0570515060003  
研究员 SFC No. BQB164  
010-56793965  
guoyali@htsc.com

一年内股价走势图



资料来源: Wind

# 工控龙头剑指工业互联网

## 中控技术(688777)

### 深耕流程工业控制，剑指工业互联网平台

中控围绕着工业自动化水平提升的这条主线，不断将其产品体系化、精细化、智能化，最终形成平台支撑。目前中控在工业流程控制领域处于龙头地位，2019年在DCS、SIS市场份额均超过24%，并借此优势在千亿级的工业软件市场不断扩张。我们认为，中控有望实现从流程工控龙头到工业互联网领军者的飞跃。我们预计，公司2020-2022年EPS为0.92、1.26、1.70元，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 深耕流程工业，或受益于工业 Know-how 积累

公司专注于流程工业自动化，形成丰富的产品线。2019年在DCS、SIS市场市占率分别达到27%、24.5%，处于龙头地位。在流程工业领域，公司基于化工、石化、电力三大优势行业，积极开拓新的行业领域。此外，公司具备深厚的行业积累，与中石化、中国核工业集团等众多头部客户具有良好的合作关系。丰富的工业 Know-how 积累或使公司未来在工控产品领域持续受益。

### 产品布局趋于体系化、精细化、智能化，整体解决方案提供增长动力

中控技术在产品布局中趋于体系化、精细化、智能化。体现为不断提高控制系统产品层，控制层自上而下不断精细化；仪器仪表提供连接工业生产环节的数据抓手；发展工业软件实现流程工业 Know-How 的内化。从收入看，包含工业软件的工业自动化及智能制造解决方案 2018、2019 年收入增速分别为 27.6%、17.1%，整体解决方案为公司提供了重要的增长动力。

### 工业 4.0 跨越关键期，精准卡位或迎来收获

在工业 3.0 领域，中控技术依托深厚的行业知识积累以及日益完整的产品矩阵，推出了集成解决方案实现了精准卡位，迈入工业 4.0 后，工业软件及平台具有良好的发展空间，据产业信息网，2023 年我国工业软件市场规模或达 2660 亿元。我们认为在中控技术或将通过发展工业软件以及优化控制系统类、现场仪器仪表类产品，推出其面向工业 4.0 时代的工业自动化平台，为智能制造提供信息化的强支撑，或推动业绩进一步增长。

### 依托流程积累进军工业 4.0，给予“买入”评级

公司作为工控领域龙头，在流程工业形成了深厚的行业知识积累，并且拥有涵盖控制系统、自动化仪表、SCADA、工业软件在内的完整产品体系，未来或在此基础上进一步向平台化的目标进军。我们预计，公司 2020-2022 年 EPS 为 0.92、1.26、1.70 元。参考可比公司 2021 年 Wind 一致预期平均市盈率为 85 倍，给予公司 2021 年 85 倍目标 PE，对应目标价 107.10 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：业务拓展不及预期，市场竞争加剧，下游需求低于预期。

## 公司基本资料

总股本 (百万股)	494.08
流通 A 股 (百万股)	39.03
52 周内股价区间 (元)	83.85-124.75
总市值 (百万元)	41,429
总资产 (百万元)	5,866
每股净资产 (元)	4.28

资料来源: 公司公告

## 经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	2,133	2,537	3,170	4,076	5,230
+/-%	24.41	18.91	24.95	28.59	28.30
归属母公司净利润 (百万元)	284.81	365.50	456.61	620.19	841.49
+/-%	74.21	28.33	24.93	35.82	35.68
EPS (元, 最新摊薄)	0.58	0.74	0.92	1.26	1.70
PE (倍)	145.46	113.35	90.73	66.80	49.23

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

## 正文目录

中控技术：流程工控佼佼者，工业 4.0 大时代弄潮儿.....	3
核心观点.....	3
流程工控扬帆领航，工业 4.0 大时代乘风破浪.....	4
聚焦流程工业，二十年积累成就工控龙头.....	4
股权结构较为分散，股权激励绑定优质人才.....	4
处于快速增长期，盈利能力较强.....	6
流程工业积累深厚，产品演进路径清晰.....	9
DCS、SIS 市场马太效应显现，或受益于流程工业积累.....	9
流程工业自动化行业领先，马太效应逐步显现.....	9
深耕流程工业，或受益于行业 know-how 沉淀.....	10
产品布局趋于体系化、精细化、智能化，整体解决方案提供增长动力.....	11
三大控制系统：是起点也是立足点.....	12
自动化仪表：精细化工控的支点，系统可靠性的重要承载者.....	13
SCADA：数据枢纽，意义重大.....	14
工业软件：稳定发展，跨产品线、垂直领域扩张或成为重要的增长动力.....	15
工业 4.0 跨越关键期，精准卡位或将迎来收获.....	16
拥有深厚行业 know-how 积累，发展工业软件具备优势.....	16
以软件化为核心，以平台化为目标.....	16
实控人另控制其他工业互联网公司，未来业务协同可期.....	17
盈利预测与估值.....	18
核心假设.....	18
风险提示.....	21
PE/PB - Bands.....	21

## 中控技术：流程工控佼佼者，工业 4.0 大时代弄潮儿

### 核心观点

中控技术经过二十多年的发展，构建了以自动化控制系统、工业软件、自动化仪表为主的产品矩阵。早期公司以 DCS 起家，通过布局 PLC 与自动化仪表设备进一步提升了控制过程的精细度、可靠性，形成一套完善的智能制造解决方案。公司通过深耕流程工业，在化工、核电等多个行业内拥有丰富的行业 Know-how 积累。工业软件则将中控多年的工业知识与行业积累沉淀，使得对工业生产的全过程进行优化与智能化成为可能。我们认为，在工业 4.0 时代，中控技术发展的核心是软件化，最终目标是平台化。中控技术在 DCS 领域市占率与第二名的差距逐渐拉大，2018 年达到 24.7%，2019 年 SIS 领域市占率达到 24.5%，与康吉森同为双龙头。公司依托在控制系统领域的龙头地位实现精准卡位，进一步拓展工业软件业务。据产业信息网，2023 年我国工业软件市场规模或达 2660 亿元，我们认为随着公司在工业软件市场的进一步拓展，在工业 4.0 时期或将持续受益。

### 区别于市场的观点

市场主流观点认为，中控的优势主要来自于公司作为流程工控龙头，并受益于行业马太效应与政策红利，对其三大业务的分析往往较为孤立。

我们从整体的角度来看，中控产品演进围绕着工业自动化水平提升的这条主线，不断地体系化、精细化、智能化，最终形成平台支撑。未来有望实现从流程工控龙头到工业互联网领军者的飞跃。

### 盈利预测

我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别 31.70、40.76、52.30 亿元，归母净利润 4.57、6.22、8.43 亿元，对应 EPS 0.92、1.26、1.70 元，对应 PE 91、67、49 倍。我们选择工业软件&工业信息化企业：汇川技术、用友网络、柏楚电子作为可比公司。从 PEG 角度看，可比公司 2021 年平均 PEG 为 5.58，中控技术 PEG 为 2.04，估值水平相对较低，仍有提升空间。从 PE 角度看，可比公司 2021 年 Wind 一致预期平均市盈率为 85 倍，给予公司 2021 年 85 倍目标 PE，对应目标价 107.10 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

## 流程工控扬帆领航，工业 4.0 大时代乘风破浪 聚焦流程工业，二十年积累成就工控龙头

面向流程工业，从单一系统到整体解决方案。浙江中控技术股份有限公司经过二十多年的发展，构建了以自动化控制系统、工业软件、自动化仪表为主的产品矩阵。公司产品主要面向流程工业，向包括炼油石化、精细化工在内的十一个流程工业行业提供行业细分解决方案。其核心产品已应用至 30 多个国家，服务超过 18,000 家企业。从发展历程中可以看出，中控的主要产品形态从项目制的单一系统逐渐变为软硬件配套的整体解决方案，产品品类从控制系统逐渐延伸到测量变送装置、执行器等，系统厚度与精细度不断提升。

图表1： 中控技术发展历程

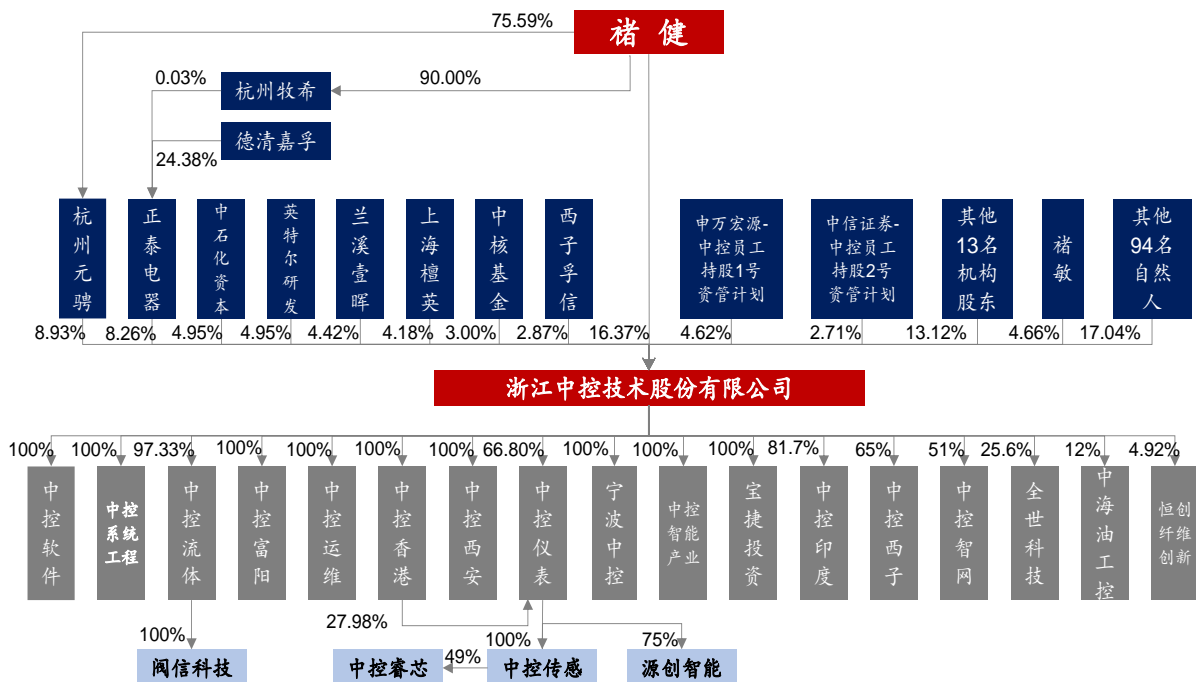
	市场定位	产品定位	代表产品	代表客户
<b>第一阶段 设立至2006年</b>	以中小项目为主	DCS产品供应商	JX-300X ECS-100	一系列中小企业客户和中小型项目
<b>第二阶段 2007-2015年</b>	全面突破中大型项目	转向DCS与其他产品并重，如现场仪表、控制阀和优化软件等	JX-300XP ECS-700 GCS G3/G5	中石化、中海油等国内高端客户和大型炼化一体化、煤制烯烃等主流和大型项目
<b>第三阶段 2016年至今</b>	提供实现智能化转型的智能制造解决方案	以数字化方式进行拓展，控制系统、工业软件等产品并行	APC-Suite MES-Suite VxOTS	神华宁煤、东北制药等国家级智能制造示范项目

资料来源：Wind、华泰证券研究所

## 股权结构较为分散，股权激励绑定优质人才

参股控股公司业务具有协同效应，产业投资验证行业地位。中控技术公司控股股东、实际控制人褚健，直接和间接持股比例合计 25.30%，发行后降至 22.77%。除此之外，公司股东中还包括英特尔、中石化以及中核等产业主体，侧面印证并巩固了中控在流程工业自动化行业的地位。参股公司主要业务更聚焦、更垂直，体现出中望在流程工业的精细化、广化的布局，未来业务扩张具备多种可能性。

图表2： 中控技术股权结构



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表3： 中控参股公司情况

参股公司名称	主营业务	股东情况
浙江全世科技有限公司	环境监测仪器和在线监测系统等各类高端分析仪器的研发、生产和销售	杭州泗创投资管理合伙企业（有限合伙）持有 40.80%； 中控技术持有 25.60%；
浙江中控睿芯智能科技有限公司	主要从事传感器芯片封装	上海立格仪表有限公司持有 51%； 中控传感持有 49%。
中控智网（北京）能源技术有限公司	立足于长输管道行业市场，主要从事石油天然气长输管道的自动化、信息化、智能化等业务	中控技术持有 40%、北京中油实业公司持有 39%
中海油工业自控（天津）有限公司	与海油发展（600968.SH）业务合作而设立的合资公司，主要从事工业自动化控制业务	中海油能源发展股份有限公司持有 63%； 鑫达发展有限公司持有 25%； 中控技术持有 12%
浙江恒创先进功能纤维创新中心有限公司	主要从事先进功能纤维等的研发和服务	桐昆集团股份有限公司持有 24.59%； 桐乡市恒隆化工有限公司持有 18.02%； 新凤鸣集团股份有限公司持有 16.39%； 浙江荣盛控股集团集团有限公司持有 8.20%； 中控技术持有 4.92%； 浙江恒逸石化有限公司持有 4.92%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

**股权激励绑定优质人才。** IPO 前中控共有四次股权激励，具体包括：1) 2019 年 4 月实施的第一期员工持股计划，由申万宏源证券担任员工持股资产管理计划的管理人；2) 2019 年 9 月实施的第二期员工持股计划，由中信证券担任员工持股资产管理计划的管理人；3) 2019 年 9 月实施的以合伙企业杭州元聘作为持股平台的股权激励；4) 2019 年 9 月实施的股票期权激励计划。

图表4： 中控技术四次激励计划

名称	人数	时间	形式	条件
第一期员工持股计划	402	2019.4	设立员工持股计划，由员工持股计划作为单一资产管理计划的委托人成立资管计划，并委托申万宏源证券有限公司担任资管计划的管理人	公司自主决定，不通过摊派、强行分配的方式强制员工参与，员工在计划期内不离职，不涉及董事、监事、高管及核心技术人员
第二期员工持股计划	460	2019.9	由中信证券担任管理人并通过向发行人增资认购成为直接股东，员工通过享有员工持股计划份额而间接享有相应权益	
以合伙企业作为持股平台的股权激励	41	2019.9	激励对象通过德清嘉孚、杭州元聘间接持有中控技术的股份	激励对象持有的合伙份额设有考核条件，包括公司业绩、个人业绩考核
2019 年股票期权激励计划	211	2019.9	股票期权行权价格为 12 元/股，授予日为 2019 年 9 月 23 日，涉及的标的总股票数量为 1,200 万股，占董事会审议本计划时公司总股本 39,500 万股的 3.04%	行权条件：股票期权激励计划分 4 期行权，激励对象须同时满足设定的公司业绩要求和个人绩效考核要求方可按照行权安排行权

资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表5： 股权激励平台及股票期权激励计划业绩考核要求

行权期	营业收入	净利润
第一个行权期	2019 年度营业收入不低于 24 亿元	2019 年度的净利润不低于 3.5 亿元
第二个行权期	2019、2020 年度的累计营业收入不低于 51.5 亿元	2019、2020 年度的累计净利润不低于 7.5 亿元
第三个行权期	2019、2020、2021 年度的累计营业收入不低于 83.5 亿元	2019、2020、2021 年度的累计净利润不低于 12.5 亿元
第四个行权期	2019、2020、2021、2022 年度的累计营业收入不低于 120.5 亿元	2019、2020、2021、2022 年度的累计净利润不低于 18.5 亿元

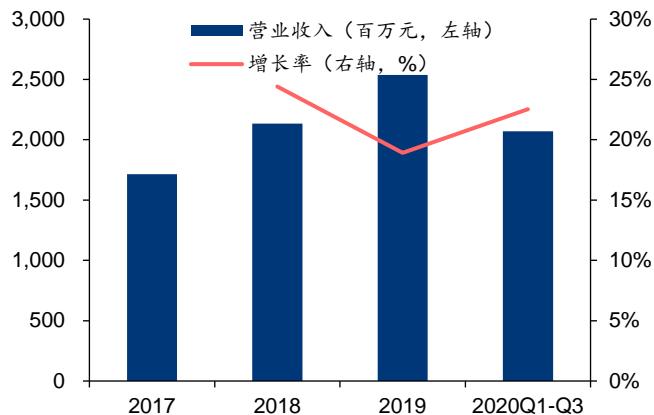
资料来源：Wind、华泰证券研究所



### 处于快速增长期，盈利能力较强

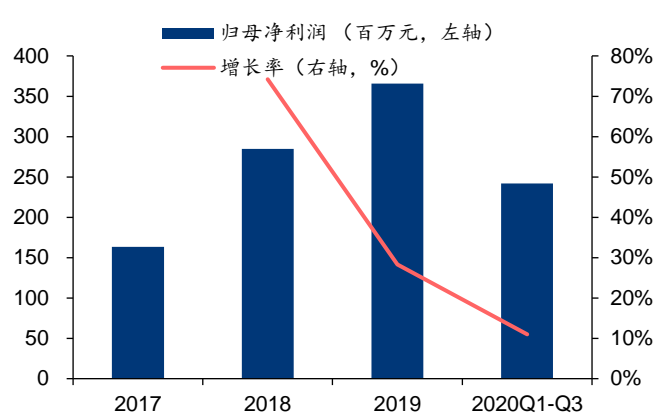
公司正处于快速增长期。2017-2019年的营业收入分别为17.14亿元、21.33亿元、25.36亿元，期间CAGR 21.6%。同时公司归母净利润持续增长。2019年实现归母净利润3.65亿元，同比增长28.3%。

图表6：2017-2020Q1-Q3 中控技术总营收情况及增速（百万元，%）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

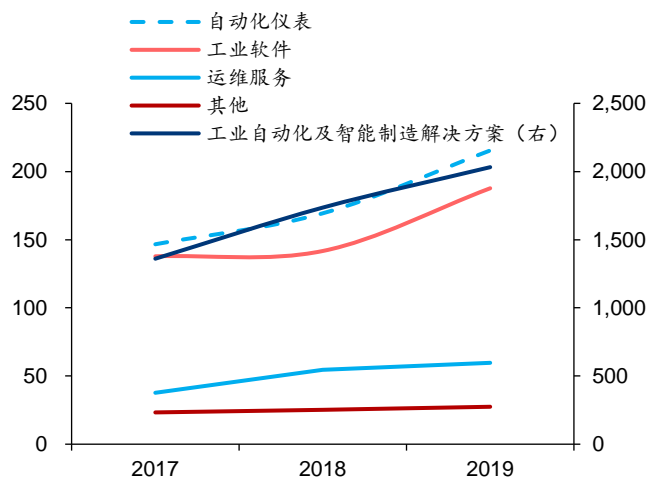
图表7：2017-2020 Q1-Q3 中控技术归母净利润情况及增速(百万元，%)



资料来源：Wind、华泰证券研究所

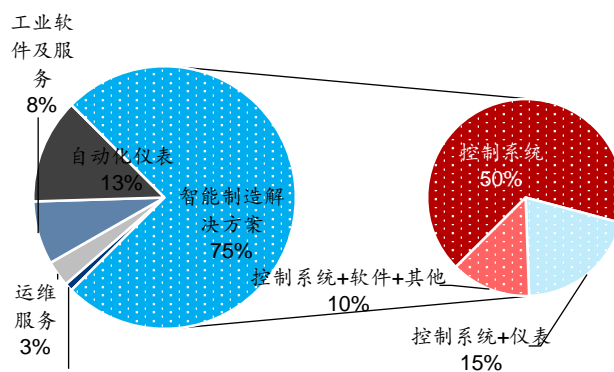
分业务来看，智能制造解决方案仍然是中控收入的主要组成部分。工业自动化及智能制造解决方案业务近年来占主营业务营收比重在80%上下，是最主要的收入组成部分。而各类控制系统是中控的根基，其营收在工业自动化及智能制造解决方案中占据较大比重。2020年上半年该业务实现收入8.96亿元，占总收入的75%。2017-2019年公司各业务保持稳定增长态势，期间CAGR均稳定在15-25%。

图表8：2017-2019 中控技术总营收拆分（百万元）



资料来源：Wind、华泰证券研究所

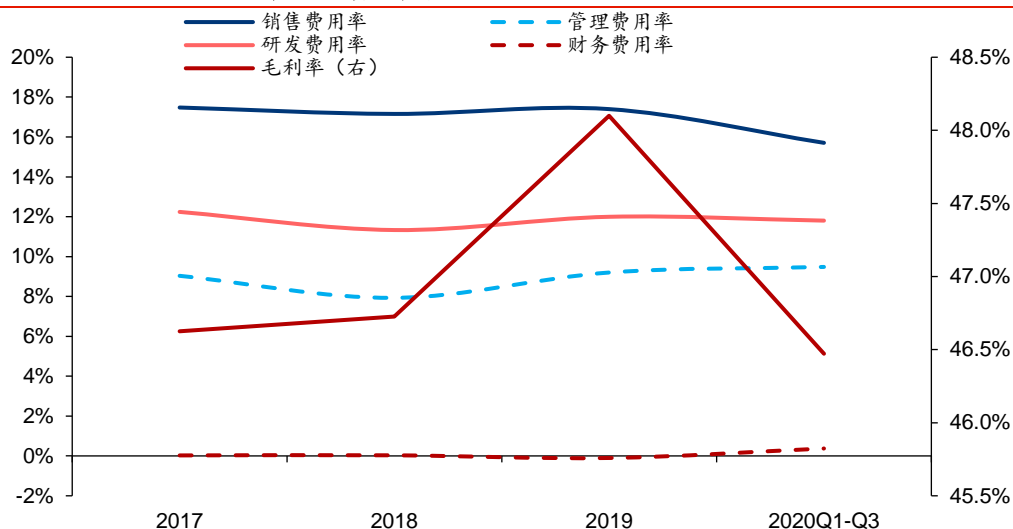
图表9：2020H1 中控技术主营收入拆分 (%)



资料来源：Wind、华泰证券研究所

控费能力较好，费用率较为稳定。2017到2020Q1-Q3，公司期间费用合计分别为6.65亿元、7.78亿元、9.77亿元和7.73亿元，占营业收入的比重分别为38.78%、36.45%、38.49%和37.36%，整体来看较为稳定。分部来看公司销售费用、管理费用、研发费用占营业收入的比重相对较为稳定。

图表10: 2017-2020Q1-Q3 中控技术费用率情况 (%)

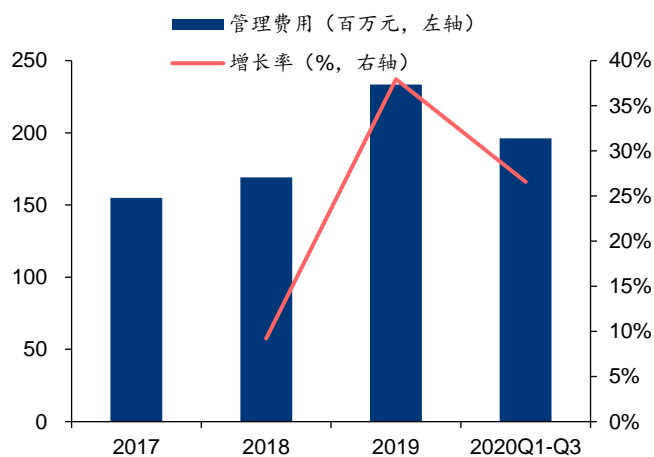


资料来源: Wind、华泰证券研究所

公司管理费用主要由工资薪酬、股份支付等费用构成。近年来公司管理费用率占营业收入的比例在 9% 上下, 较为稳定。2019 年度管理费用同比增长 37.94%, 主要系管理人员的工资薪酬增长所致。同时扣除股权激励影响, 2019 年公司管理费用同比增长 27.79%。

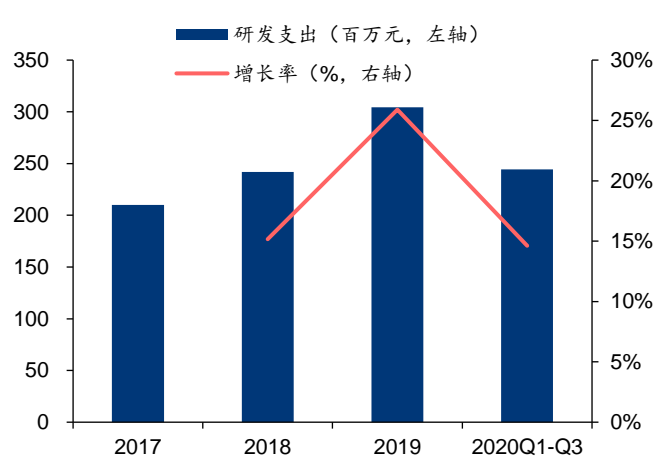
公司较为重视自主研发及技术创新, 近年来, 公司的研发费用占比相对较为稳定, 且均保持在 10% 以上, 同时研发支出全部费用化, 反映公司对于研发较有信心, 短期内规划较为平稳。公司主营业务属于技术驱动型, 因此较为注重自主研发及技术创新, 随业务规模扩大, 公司加大对研发的投入并保证人才基础。截至 2020 年上半年, 公司共有 3692 名员工, 其中研发人员有 1063 人, 占比约 28.79%。

图表11: 2017-2020Q1-Q3 中控技术管理费用情况及增速 (百万元, %)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

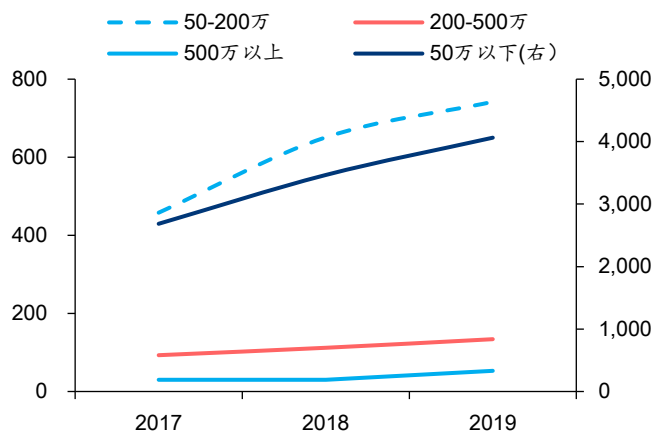
图表12: 2017-2020Q1-Q3 中控技术研发支出情况及增速 (百万元, %)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

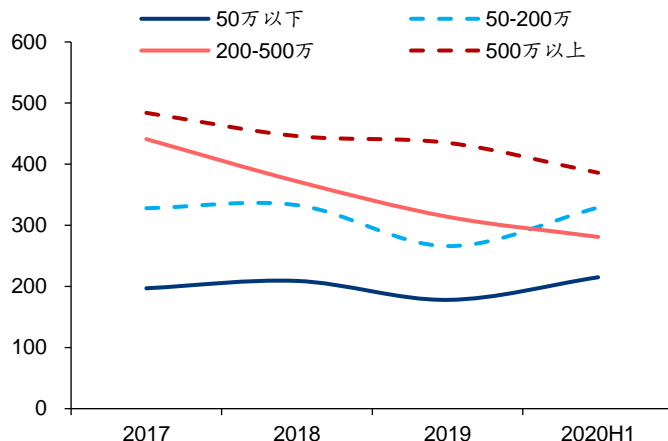
项目量效齐升, 经营情况良好。由于公司业务特征, 公司产品形态以项目制为主, 近年来, 公司实施项目数量稳步提升, 合同额在 50 万以下的项目数量增长尤为明显, 体现公司中小项目受到市场认可, 快速扩张。从项目总数看, 2020 年上半年公司合同数量为 2151 个, 较 2019 全年项目数量的一半增长了 2.87%。同时近年来中控的平均投运周期下行趋势明显, 反映出公司的实施效率不断提升, 作为项目制企业, 逐渐建立自身的核心竞争力。

图表13: 2017-2019 中控技术项目数量 (个)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表14: 2017-2020H1 中控技术项目平均投运周期 (天)



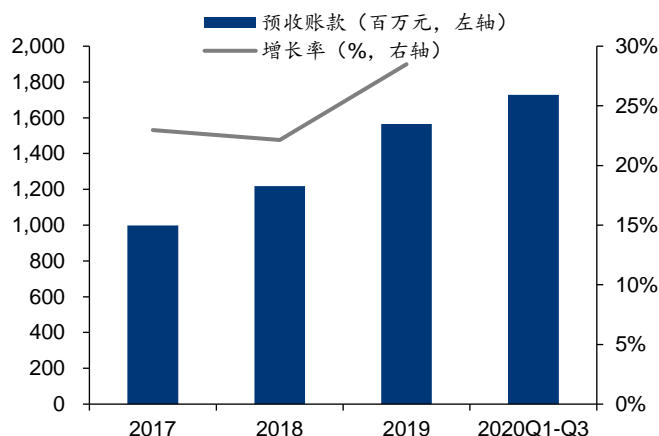
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**预收账款(合同负债)充足,未来业绩增长有保障。**由于行业特点以及公司在行业内具有很强的竞争优势和议价能力,公司的销售政策一般采用预收款的销售方式(投运前通常可以收取合同金额的60%,验收后收取30%,余下的10%作为质量保证金,一般在正常投产一年后付清),在此收款方式下,期末尚未投运的工程项目即会形成金额较大的预收账款余额。2020年上半年,公司合同负债16.45亿元。

近年来预收账款增长率均在20%以上,整体高于营业收入的增长率,低于当期新增合同额的增长率。预收账款占当期新增合同额的比例在40%左右,基本保持稳定;预收账款占营业收入的比例在60%左右,近年来比例略有增长。

预收账款增长率高于营业收入主要是由于公司业务规模快速增长;同时,公司收入确认的周期根据项目投运上线到验收的周期而定,根据2020年中的账龄结构,约60%在1年以内,80%在2年以内。收入确认的周期较长导致订单量的增长速度大于公司确认收入的合同额增长速度,导致未确认收入的合同逐年累积,因此表现为预收账款逐年增长,且预收账款增长率整体高于营业收入的增长率。

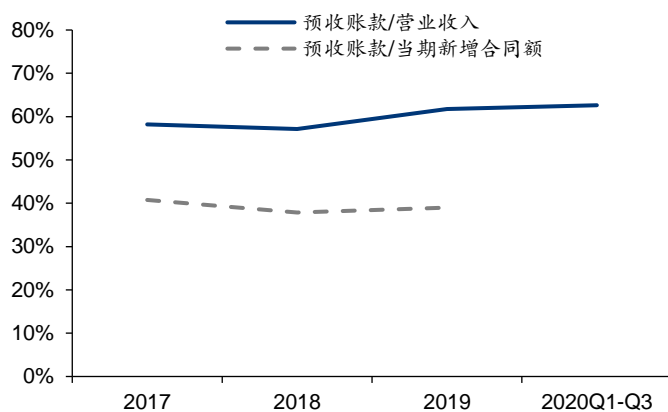
图表15: 2017-2020Q1-Q3 中控预收账款或合同负债情况 (百万元, %)



资料来源: Wind、华泰证券研究所

2020Q1-Q3 开始根据新准则,数据选取合同负债金额

图表16: 2017-2020Q1-Q3 中控预收账款或合同负债占营收比重情况



资料来源: Wind、华泰证券研究所

2020Q1-Q3 开始根据新准则,数据选取合同负债金额,并将营业收入2倍来进行年化



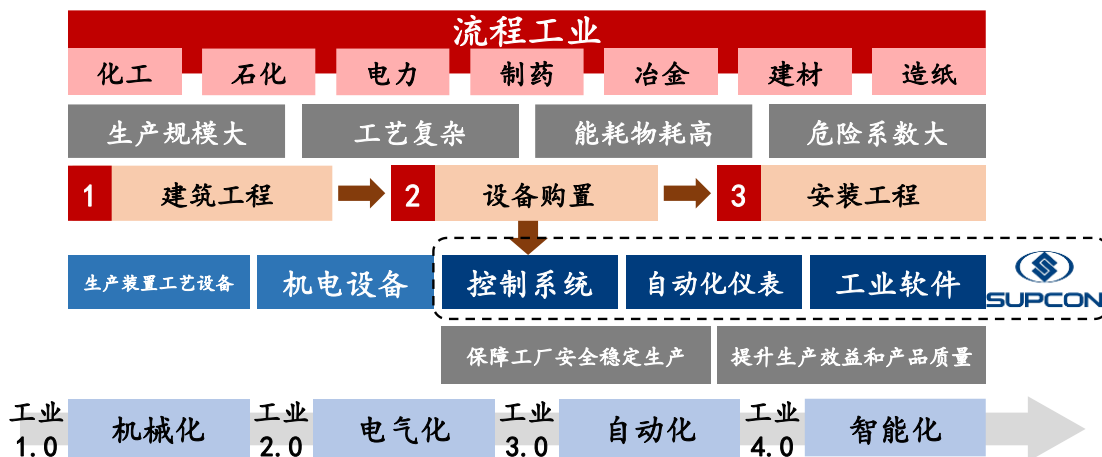
## 流程工业积累深厚，产品演进路径清晰

### DCS、SIS 市场马太效应显现，或受益于流程工业积累

#### 流程工业自动化行业领先，马太效应逐步显现

专注流程工业自动化，形成丰富的产品线。流程工业主要指炼油、石化、化工、煤化工、制药、建材、冶金冶炼、火电、核电等工业，涉及能源和原材料工业，是国民经济的支柱工业，而控制系统是整个工业流程管理的躯干。公司经过多年的发展，在相关领域积累了丰富的产品线，包含控制系统相关产品、仪器仪表相关产品、工业软件、控制阀、服务产品、控制柜及电气业务以及 CCR 中央控制室。

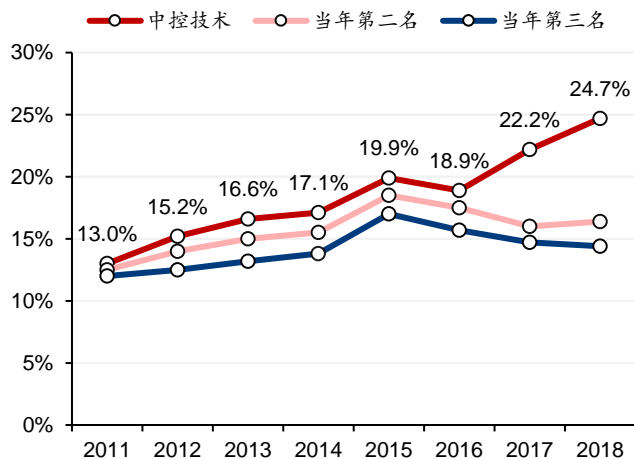
图表17：中控技术产品定位



资料来源：华泰证券研究所

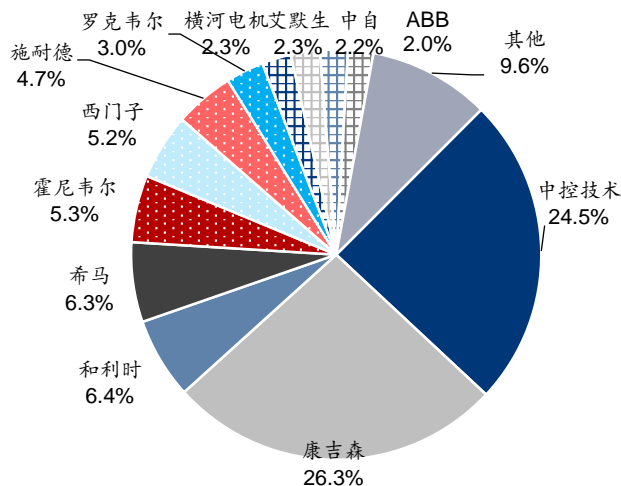
市场地位领先，马太效应显现。在 DCS（Distributed Control System，分布式控制系统）领域，中控技术市场份额始终处于第一名的位置，近年来 DCS 市场马太效应显现，市场份额向龙头企业集中趋势明显，公司市场份额由 2011 年的 13.0% 上升至 2018 年的 24.7%。在 SIS（Safety instrumentation System，安全仪表系统）领域，康吉森与中控技术一起占据了国内 SIS 市场过半份额。根据 ARC 数据中控技术占据国内 SIS 市场 24.5% 的市场份额，市占率排名第二，仅落后第一名康吉森 0.9pct。SIS 市场同样出现向头部供应商集中的趋势，和利时、施耐德、霍尼韦尔、西门子等公司紧随其后，但是其他供应商与康吉森和中控的市占率差距较大。

图表18：2011-2018 年国内 DCS 市场前三名占有率 (%)



资料来源：睿工业、华泰证券研究所

图表19：2019 年我国 SIS 市场占有率 (%)

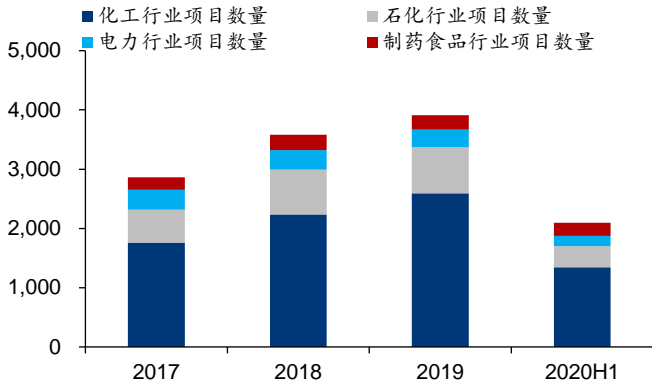


资料来源：ARC、华泰证券研究所

**深耕流程工业，或受益于行业 know-how 沉淀**

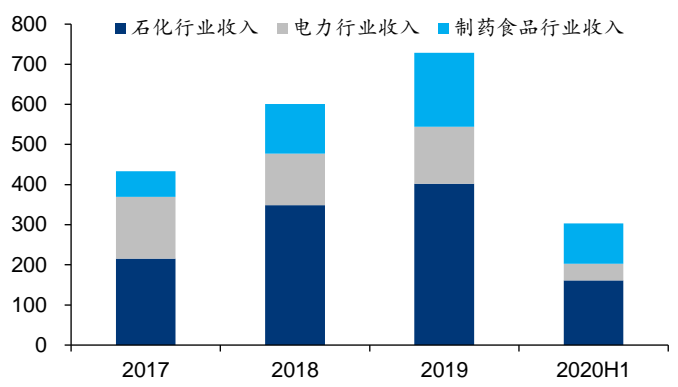
深耕流程工业，积极开拓新的行业领域。化工、石化、电力是中控产品的主要应用领域，公司在巩固原有优势行业的基础上，积极开拓新的行业领域，并在制药食品行业取得明显成效，2018年中控在制药食品行业的收入显著增长，2019年、2020年1-6月，中控在制药食品行业的收入已经超过电力行业。

**图表20: 中控智能制造解决方案在下游主要行业项目数量(个)**



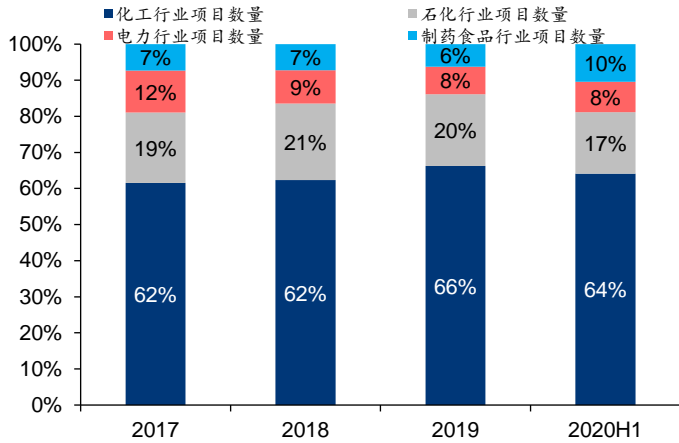
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表21: 公司工业自动化及智能制造解决方案分行业营收(百万元)**



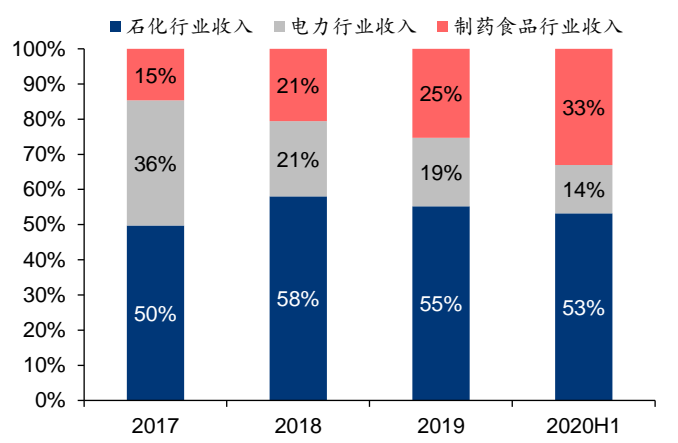
资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表22: 中控智能制造解决方案在下游主要行业项目数量占比**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

**图表23: 公司工业自动化及智能制造解决方案分行业营收占比**



资料来源: Wind、华泰证券研究所

行业积累深厚，或受益于行业 know-how 沉淀。公司目前在化工、核电等多个行业内拥有丰富的行业 Know-how 积累，与行业内的头部客户拥有良好的合作关系。通过与头部客户的合作，一方面有利于公司形成领先的市场地位，另一方面有助于公司将行业 know-how 沉淀，不断扩大解决方案服务垂直行业的能力。

**图表24: 解决方案及客户情况**

行业	市场地位	解决方案	客户
化工	2018年国内化工DCS市场份额40.3%；石化DCS市场份额28.5%。	配方管理、Batch控制、恒温控制、升温曲线跟踪、密闭进料等	中石化、中石油、中海油等；近年来中石化70%的千万吨级炼油项目均为中控承接
核电	自2002年开始，十数年行业积累	三废处理控制系统、通风控制系统等	中国核工业集团有限公司等
建材	在水泥行业中控市场占有率近20%	完整的自动化解决方案，涵盖生产的每一个环节	安徽海螺集团在内的国内数十家水泥企业
油气		井场控制器产品、油田公司信息化管理软件包等	
电力	在电力与热电行业已有3000多套应用	完整电力行业解决方案+生产管理平台(SIS等)+专业增值平台SAMS等	
冶金	在冶金行业已有应用业绩1000多套	钢铁冶金领域，应用在烧结、焦化、高炉等钢铁冶宝钢、包钢、攀钢、邯钢、武钢、柳钢等；炼和加工装置上；铜冶炼等有色冶炼项目	冶集团、云铜集团等
造纸		造纸企业工厂的数字化，管控一体化	

资料来源: Wind、公司官网、华泰证券研究所

图表25： 中控技术公司面向行业及客户情况



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

**产品布局趋于体系化、精细化、智能化，整体解决方案提供增长动力**

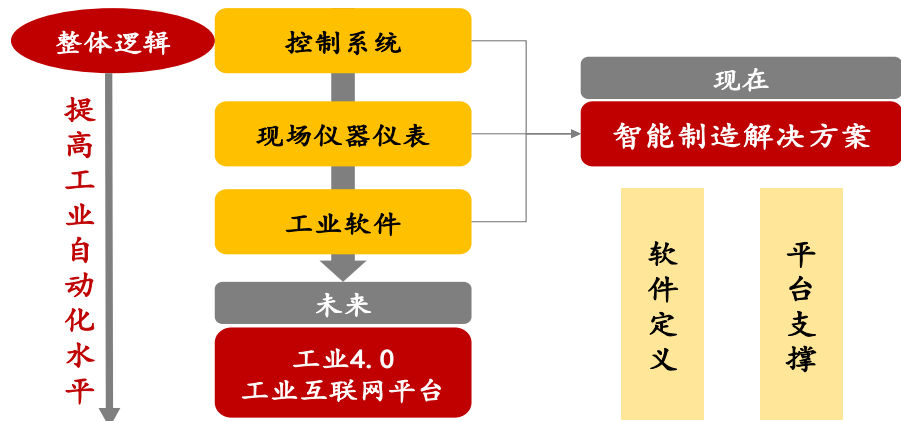
把握流程管理的关键，公司依靠控制系统起家。对于过程工业，只有达到特定条件才会进行正常的生产过程，一旦偏离，轻则生产失败，重则出现危险，但是过程中的被控对象往往是流量、压强、温度等通常呈现非线性变化的指标，而且整个过程起停成本较大，流程不能随意中断。因此，控制系统是整个工业流程管理的关键。早期公司以DCS系统起家，依靠控制系统，将多场景集中管理，分散控制，协助管理人员完成复杂的过程控制，开始国产替代的脚步。

进一步提升控制的可靠性，形成完整解决方案。控制的可靠性不仅与整个网络组态、冗余技术、软件的诊断与容错技术息息相关，在接近下位机的控制器层面，控制器的鲁棒性与硬件设备的可靠性很大程度上决定了整个控制系统的控制效率。公司在发展过程中，不但坚持完善DCS、SIS系统，立足中小，进军高端，同时渗透至边缘层与控制层，布局PLC与自动化仪表设备，逐渐形成一套完善的智能制造解决方案。中控向控制器与执行器的渗透使得整个控制过程更为精细、准确。

工业软件则将中控多年的工业知识与行业积累沉淀，使得对工业生产的全过程进行优化与智能化成为可能。软件赋能使得工业流程管理拥有灵魂。

总的来说，中控技术控制系统产品线可以分为四类产品：离散控制系统DCS（Distributed Control System），安全仪表系统SIS（Safety instrumentation System），可编程逻辑控制器PLC（Programmable Logic Controller）以及综合监控软件VxSCADA。

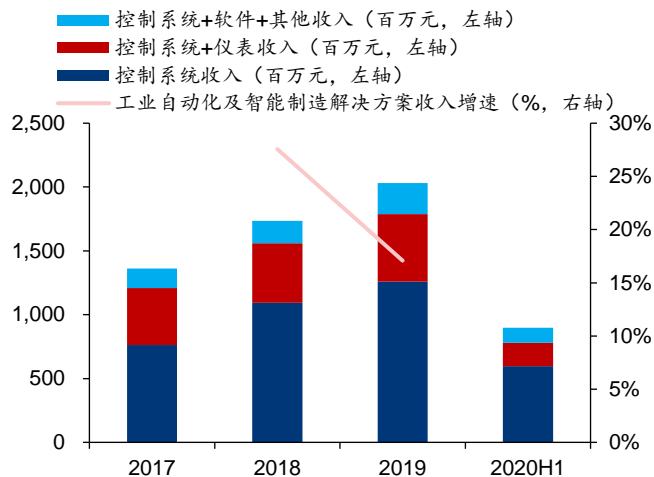
图表26： 中控技术产品线演进路径



资料来源：华泰证券研究所

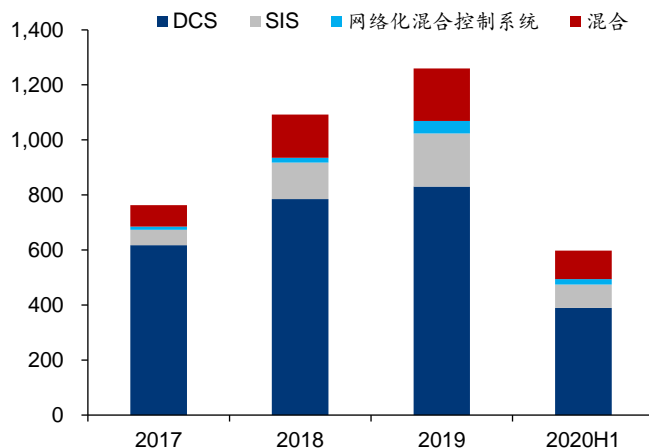
受益于项目数量的提升，工业自动化及智能制造解决方案收入稳步增长。各类控制系统是公司的根基，在稳固其控制系统市场地位的同时，大力发展工业软件是公司未来的重点方向，因此包含工业软件的工业自动化及智能制造解决方案，即工业自动化及智能制造解决方案—控制系统+软件+其他，维持较高的增长率。中控控制系统项目仍在工业自动化及智能制造解决方案中占据较大比重，且其收入保持稳定增长，这也与公司控制系统的市场占有率密切相关。

图表27： 2017-2020H1 公司工业自动化及智能制造解决方案收入



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表28： 2017-2020H1 工业自动化及智能制造收入拆分 (百万元)

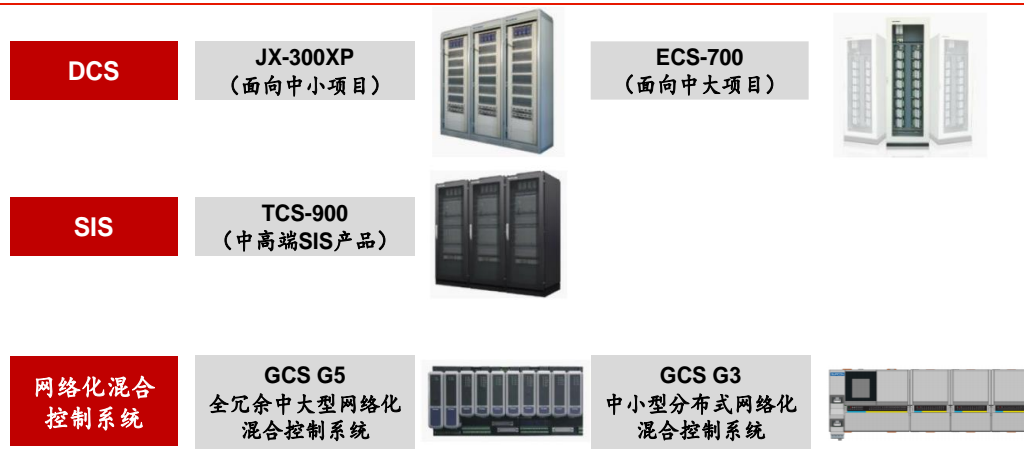


资料来源: Wind、华泰证券研究所

**三大控制系统：是起点也是立足点**

三大控制系统满足多样化需求。中控 DCS 系统主要产品为：JX-300XP（面向中小项目）和 ECS-700（面向中大项目）；SIS 系统主要产品为：TCS-900（中高端 SIS 产品）；网络化混合控制系统主要产品为：GCS G5（全冗余中大型网络化混合控制系统）和 GCS G3（中小型分布式网络化混合控制系统）。

图表29： 中控技术三大控制系统产品线



资料来源: 公司官网、华泰证券研究所

控制系统产品具有技术优势。公司的控制系统产品具有技术优势，DCS 产品中 ECS-700 具有管理大型联合装置的一体化能力。JX-300XP 控制系统则突破了传统 DCS、PLC 等控制系统的概念和功能，实现了企业内过程控制、设备管理的合理统一。SIS 产品中，TCS-900 采用三重化（TMR）和硬件容错（HIFT）的关键安全技术，截止目前已在石油天然气、石化、化工、能源、制药、冶金、压缩机组等行业取得了 2000 多套系统的应用业绩。公司于 2014 年通过 CMMI5 级评估，成为国内自动化行业首家获得最高等级认证的企业，标志着公司软件研发质量管理及过程改善方面已跻身世界先进水平。此外，ECS-700 系



统控制器于2020年通过OPC UA合规性国际认证，并获得“OPC UA Micro Embedded Device Server 认证”证书，成为国内首家获得Micro Embedded Device Server 级别认证的控制器，公司的技术优势得到进一步验证。PLC产品方面，GCS平台基于UCP通用通信协议网络进行构架，使得产品适应现场分散的使用场合，满足了能源、市政工程等连续或半连续工业过程，以及大型基础设施场所的控制需求。

控制系统是流程工业的关键环节，公司推出三大控制系统产品满足了多样化的控制需求，并且依托技术优势，市场龙头地位不断巩固，未来优势有望进一步延续。

**自动化仪表：精细化工控的支点，系统可靠性的的重要承载者**

中控技术的仪器仪表产品覆盖流程工业的众多关键部位，根据官网，仪器仪表产品线下共有八种类型的产品，分别是：压力仪表、流量/温度仪表、安全栅/隔离器、浪涌保护器、变频器、无纸记录仪、过程控制器和工具类仪表，总共有25种产品。

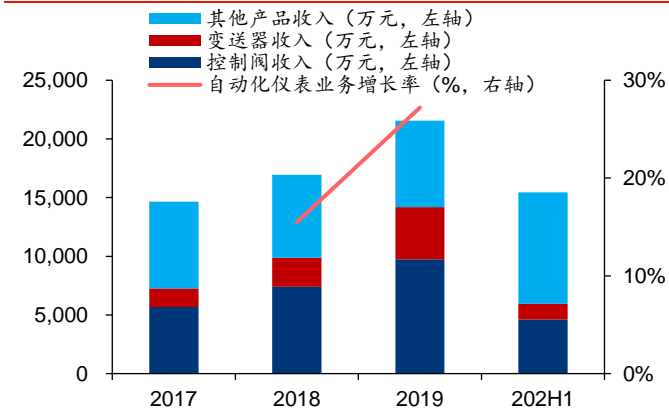
图表30： 中控自动化仪表产品



资料来源：公司官网、华泰证券研究所

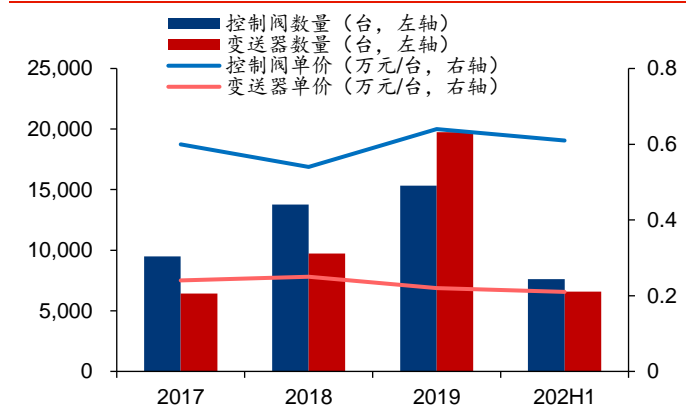
受益整体业务扩张，自动化仪表业务业绩释放加速，单价较为稳定。其中控制阀和变送器系对自动化仪表业务收入贡献最大的两个产品。2019年度，单独对外销售的自动化仪表实现收入2.15亿元。随着公司业务规模的扩大和发展，各类自动化仪表产品的销售数量均呈明显上升的趋势，2020年上半年自动化仪表实现收入1.55亿元，占公司主营业务收入12.88%，成为第二大收入来源。整体来说，控制阀单价大致在0.55万元至0.65万元，变送器的单价大致在0.2万元至0.3万元，受下游市场竞争激烈程度的影响呈现小幅波动。

图表31： 2017-2020H1 中控技术自动化仪表业务分拆 (万元, %)



资料来源：Wind、华泰证券研究所

图表32： 2017-2020H1 中控技术自动化仪表业务单价与数量 (万元, 台)



资料来源：Wind、华泰证券研究所



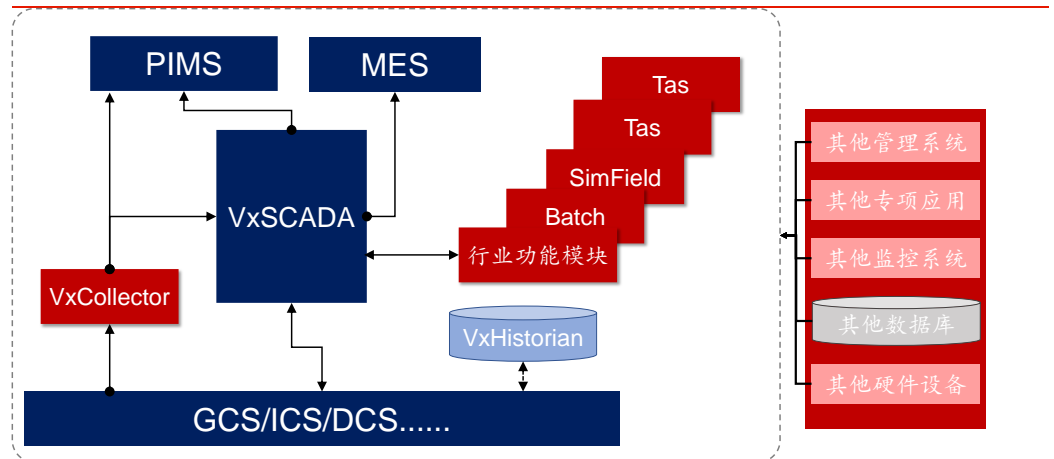
**自动化仪表业务还是公司先进技术的变现方式。**依托公司的自控仪表高精度信号处理及本质安全技术研制的 CXT 压力变送器、安全栅、控制阀等产品不断突破中石化、中石油等高端用户。其中 CXT 智能压力变送器具有自主知识产权，性能安全可靠，主要技术指标达到了国际同类产品先进水平。具备在石化、化工、造纸、制药、油气管道、热电等行业加大推广应用的资质。我们认为随着公司产品在头部客户中逐步应用，有望形成示范效应，未来进一步推广应用有望成为公司自动化仪表业务的重要业绩驱动力。

自动化仪表是系统可靠性的重要承载者。公司推出了 8 种类型的自动化仪表产品，进一步加强了整体控制方案的可靠性。依托技术优势及整体业务的扩张，公司自动化仪表产品不断突破大型客户，未来进一步推广或成为重要的业绩驱动力。

### SCADA: 数据枢纽, 意义重大

**SCADA 起到数据枢纽的作用。**SCADA 是中控控制系统板块的重要产品。中控 VxSCADA 平台软件可以实现常规的数据采集与监视控制功能，且具备良好的扩展性，可以与中控的 DCS 系统、混合控制系统(GCS)、大型数据库(VxHistorian)以及生产信息管理系统(PIMS)等产品无缝集成，同时支持与第三方智能设备、异构系统或专业应用系统进行基于工业标准通讯接口的数据交互和信息互联。实现"纵向-横向"交叉通讯，支持人机交互的同时，有效地支持机器与机器的交互，实现真正的分布式测控和智能互联应用。

图表33: VxSCADA 软件平台



资料来源: 公司官网、华泰证券研究所

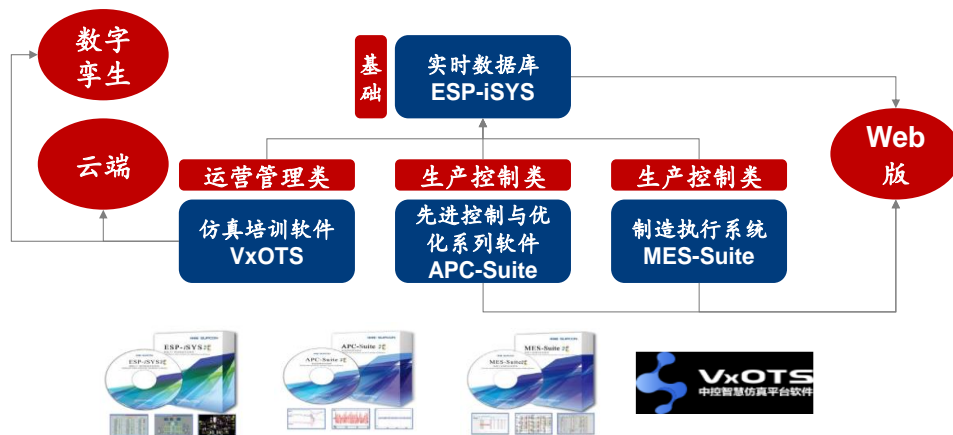
**中控 VxSCADA 综合监控软件是中控全力推出的一款大规模分布式综合监控软件。**作为一款战略性的工业软件应用平台，在常规的分布式生产信息采集、监视功能基础上，结合对行业用户需求深度分析，创造性地引入了对象模型概念，使传统的以工程为单位的组态开发面向系统化、模块化发展。它易于应用，稳定可靠，能够提高操作效率并控制应用成本。此外，集成多种驱动接口，支持业界各个厂商的 DCS、PLC 和 RTU 产品，广泛应用于油气田、长输管线、城市热网、电网输配电、长距离水传输、污水处理、环保监控、市政交通、公用工程等多个 SCADA 领域。

**控制系统产品线无缝集成，提供完整的工业 3.0 解决方案。**中控技术依托离散控制系统 DCS、安全仪表系统 SIS、可编程逻辑控制器 PLC、综合监控软件 VxSCADA 构建了控制系统产品线。并且通过控制系统产品线的无缝集成，形成了中控技术智能制造产品及解决方案体系架构中生产区的控制系统层。在此基础上，公司推出智能制造产品及解决方案，提供了涵盖从现场检测仪表、执行机构到控制系统等较为完整的工业 3.0 产品与解决方案。

**工业软件：稳定发展，跨产品线、垂直领域扩张或成为重要的增长动力**

工业软件产品体系初步形成。在工业软件体系方面，中控技术公司已经形成了以实时数据库(RTDB)为基础、先进过程控制(APC)、制造执行系统(MES)和仿真培训软件(OTS)为主体的四大类软件产品体系，其中单独对外销售的工业软件产品为制造执行系统(MES)、先进过程控制(APC)和仿真培训软件(OTS)。公司的工业软件产品在石化、化工、制药等行业取得了众多应用业绩。在安全管理、生产管控、供应链管理、能源管理等场景下又细分为十二种产品/产品套件。

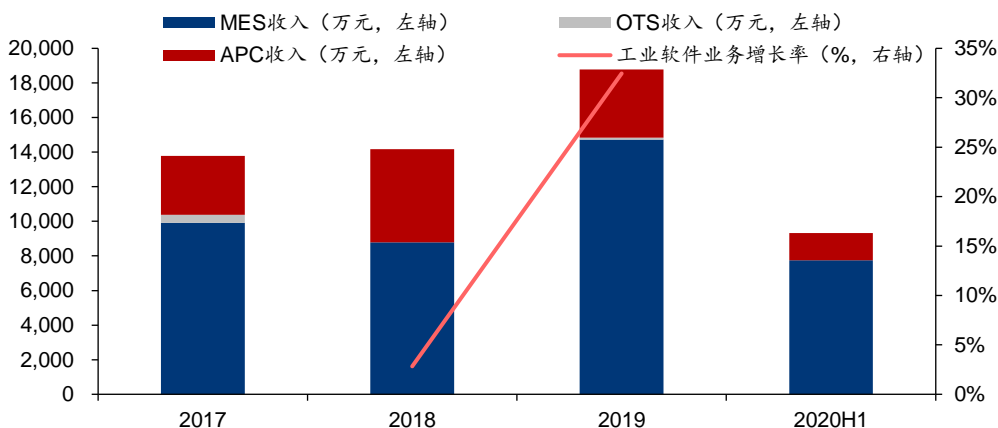
图表34： 中控技术四种主要工业软件产品



资料来源：公司招股说明书、公司官网、华泰证券研究所

涉及协同集成、模拟、数字孪生等多个领域。实时数据库 ESP-iSYS 软件是中控技术目前唯一的一款协同集成类工业软件，在协同管理上起着重要作用；VxOTS 是一款智慧仿真软件，用来模拟工业流程，培训员工以降低事故发生概率，发生事故时可以快速解决。VxOTS 是一款用于流程工业的数字孪生软件。APC-Suite 和 MES-Suite 均为生产控制类软件，用在流程控制当中。从产品发展历程看，公司通过跨产品线、向不同垂直领域扩张的方式不断创造新的收入增长动力，我们认为随着智能制造持续发展，在广度上向更多行业渗透，在深度上涉及的产品类型不断丰富，公司的跨产品线、跨垂直领域扩张有望为公司工业软件业务发展提供新的增长动力。

图表35： 2017-2020H1 中控技术工业软件业务拆分 (万元, %)



资料来源：Wind、华泰证券研究所

公司积极拓展工业软件业务，在产品线领域，涉及了协同集成、模拟、数字孪生多个领域，在垂直应用方面，不断向石化、化工、制药等垂直行业扩张。未来公司在工业软件领域的跨产品线、跨行业扩张有望成为重要的增长驱动力。

## 工业 4.0 跨越关键期，精准卡位或将迎来收获 拥有深厚行业 know-how 积累，发展工业软件具备优势

拥有深厚的“工业 Know-how”积累，发展工业软件具备优势。中控技术在工业 3.0 的建设过程中推出了智能制造产品及解决方案，并为不同行业配适了行业细分系统与行业细分解决方案。在炼油石化、精细化工、建材行业、油气行业、电力行业等主要流程工业行业有着大量的知识积累。另一方面，公司熟悉流程工业生产现场的流程需求，公司旗下拥有一系列诸如自动仪表、变压器、安全栅等用于工业制造现场的产品，对工业制造流程有着更为深入的理解。

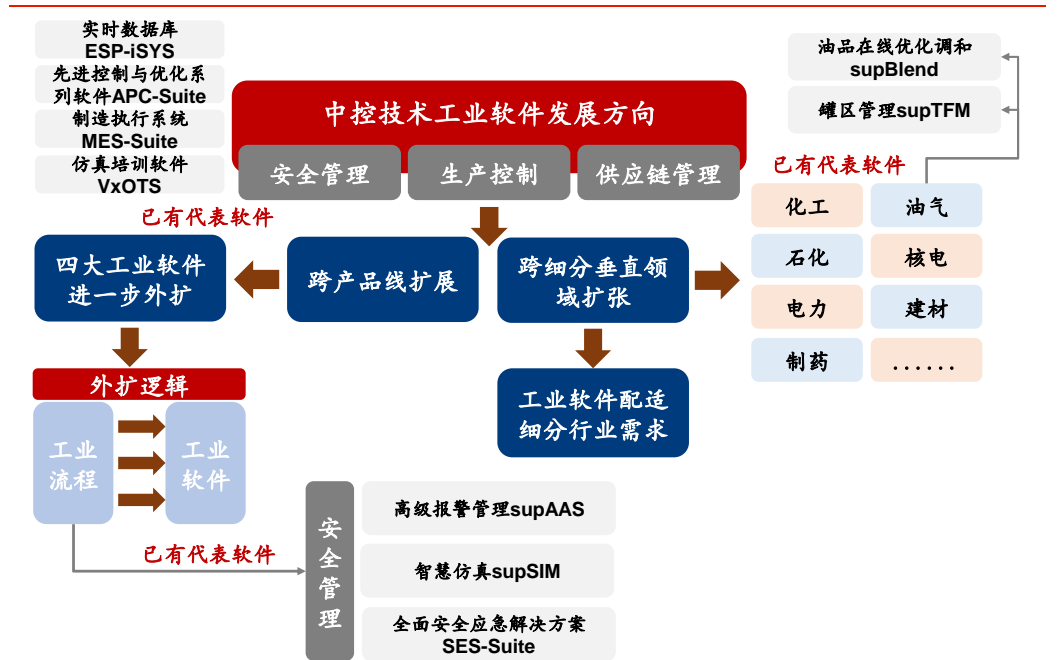
中控工业软件或将呈现跨产品线、跨领域扩张的趋势。

**1) 跨产品线扩张。**我们认为中控工业软件未来会以已有的四大工业软件（实时数据库 ESP-iSYS、先进控制与优化系列软件 APC-Suite、制造执行系统 MES-Suite、仿真培训软件 VxOTS）的基础上进一步外扩。外扩的逻辑在于：根据流程工业的生产环节不断增加满足环节需求的工业软件。中控在这个方向上已经推出了用于安全管理领域的三种工业软件（高级报警管理 supAAS、智慧仿真 supSIM、全面安全应急解决方案 SES-Suite）

**2) 跨垂直领域扩张。**中控在化工、油气、石化、核电、电力等行业多年的 Know-how 积累是中控发展流程工业软件的宝贵财富。我们认为中控工业软件未来会针对垂直行业的需求，推出配适行业的工业软件。中控在这个方向上已经推出了针对油气行业的两种工业软件（油品在线优化调和 supBlend、罐区管理 supTFM）。

同时，中控作为一家专注于流程行业的公司，我们认为中控工业软件会相对集中在三类：运营管理类、生产控制类、协同集成类，这是与流程行业息息相关的三大领域。

图表36： 中控工业软件发展方向



资料来源：华泰证券研究所

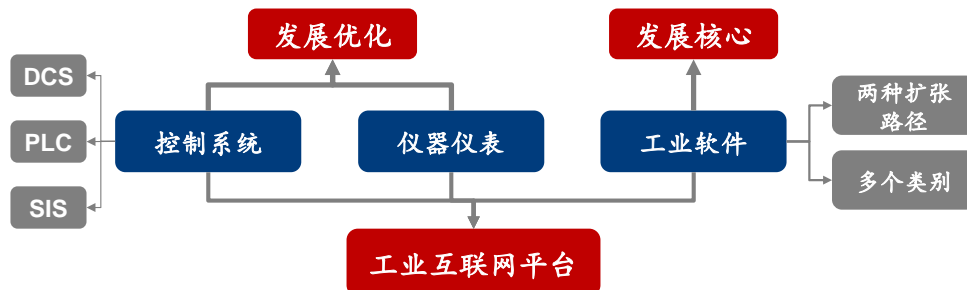
### 以软件化为核心，以平台化为目标

以软件化为核心，以平台化为目标。我们认为，在工业 4.0 时代，中控技术发展的核心是软件化；中控技术发展的最终目标是平台化。

在工业 3.0 领域，中控技术推出集成解决方案：智能制造产品解决方案。通过对比研究中控技术对标的六位海外竞争对手，我们发现，在工业 4.0 时代，他们都通过发展工业软件，推出了工业自动化平台。我们认为，在中控技术逐步迈入工业 4.0 后，通过对工业软件的发展，以及对其他产品（主要是控制系统类、现场仪器仪表类）的优化，中控技术的最终

目的是推出其面向工业 4.0 时代的工业自动化平台。(中控技术招股说明书里募集资金用途的去向(募集资金的 22.8%(3.66 亿元)将用于“自动化管家 5S 一站式服务平台建设项目”,这是募集资金的第二大去向,第一大去向用于研发控制系统)也反映出中控技术对于推出工业 4.0 平台的规划与期待。)

图表37: 打造工业互联网平台

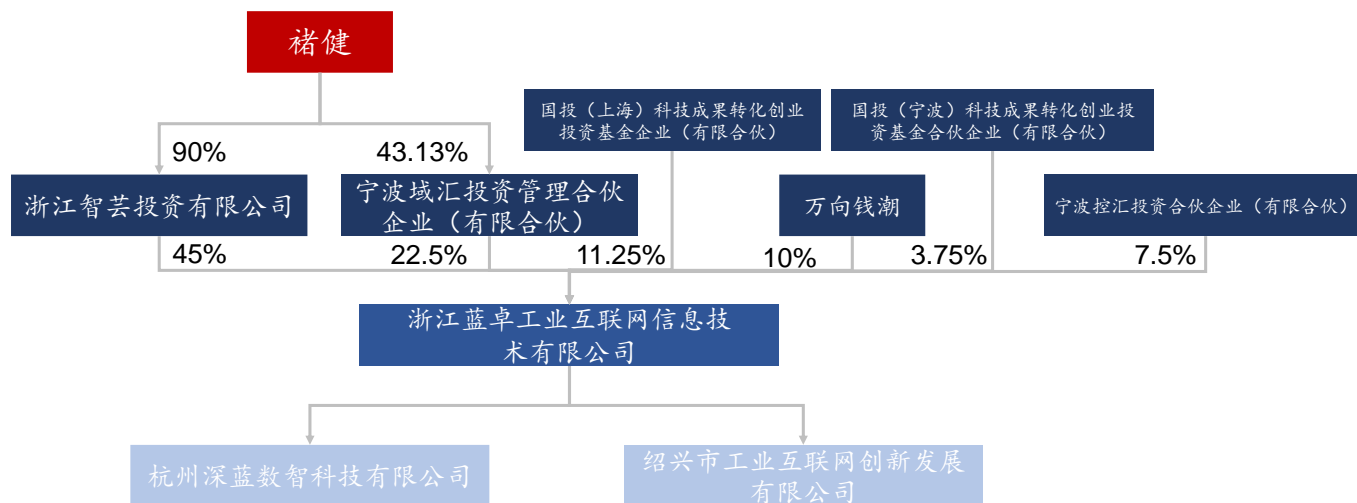


资料来源: 华泰证券研究所

### 实控人另控制其他工业互联网公司, 未来业务协同可期

浙江蓝卓主要从事工业操作系统的开发, 该系统作为工厂通用连接器, 可将多个工厂的智能设备、自动化系统、信息化系统、经营管理系统进行衔接。褚健持股 50.2%, 2020 年上半年, 浙江蓝卓实现净利润-2,862.47 万元。

图表38: 浙江蓝卓股权结构



资料来源: Wind、华泰证券研究所

浙江蓝卓核心产品为工业操作系统, 主要系嫁接功能, 是链接多个工厂的厂级智能化装备和智能化操作(软件)的平台链接器, 是集成不同供应商设备(工业设备商/工业软件商/工业 ISV)的多样性数据并支持二次开发的统一容器。

未来发展方面上, 浙江蓝卓致力于通过构建基于云化工业大数据集成平台的海量数据采集、汇聚、分析服务体系, 以及培育工业操作系统(supOS)生态系统, 建立完善的蓝卓开发云、开发者社区, 实现工业云和工业互联网的生态圈建设。其发展方向区别于发行人围绕自动化控制系统、工业软件、自动化仪表及运维服务打造的工业自动化、数字化和智能化的产品和解决方案供应商。



## 盈利预测与估值

### 核心假设

#### 一、收入成本预测

中控的业务主要分为智能制造解决方案、自动化仪表、工业软件及服务三大类。

**1.智能制造解决方案：**随着我国工业进入结构性转型的关键期，叠加一系列鼓励智能制造的相关政策的出台，智能制造行业有望快速增长。据前瞻产业研究院，我国智能制造行业规模 2023 年或达 46713 亿元，2019-2023CAGR 或达 22%。从竞争格局角度看，前期具有一定优势的厂商可能率先受益，行业马太效应显现，据招股说明书，公司 DCS 市场份额 2011-2019 连续 9 年第一，市占率从 2011 年的 13% 上升至 2019 年的 27%。在未来，公司作为流程工控龙头企业有望多方面受益，收入或将持续稳健增长。

2018-2019 年，公司该业务收入增速分别为 27.56%、17.08%。我们预计 2020-2022 年，公司智能制造解决方案收入增速为 20.6%、24.0%、22.4%。我们预测和判断的理由如下，1) 公司 DCS 产品在市占率和自主化替代率方面继续提升，下游需求仍较为强劲。同时受疫情影响，下游行业客户出现不同程度的停工停产，可能会对公司 2020 年收入增速产生一些影响。但整体需求仍在不断提升。我们看到公司 2020 年前三季度收入为 22.54%。我们预计 2020 全年该业务收入同比增速有望小幅提升。2) 2021 年疫情影响逐渐减弱，公司业务增长有望进入健康增长状态，增速有望继续提升。2022 年后有望进入稳定增长状态，收入增速将稳定在 20% 以上。

毛利率方面，2017-2019 年该业务实现毛利率 47.45%、46.73%、48.10%，整体较为稳定。公司作为深耕流程工控多年，行业认可度较高，同时在核电等技术壁垒较高的行业具有一定优势。整体来看，中控在智能制造解决方案的议价能力较好，考虑到未来我们预计行业马太效应显现，中控议价能力或将进一步提升，故我们假设 2020-2022 年公司该业务毛利率逐年略升：48.43%、48.67%、48.86%。

**2.自动化仪表：**2018-2019 年，公司该业务收入增速分别达到 15.49%、27.21%。随着公司业务规模的扩大和发展，各类自动化仪表产品的销售数量均呈明显上升的趋势，2017-2019 年，控制阀、变送器产品销量复合增速分别达到 27%、75%。我们认为随着工业 3.0 的进一步渗透，叠加公司的自动化仪表产品不断扩大销售，中控该业务收入未来有望稳步增长，我们预计 2020-2022 年，公司自动化仪表业务增速为 33.4%、33.0%、35.3%。

毛利率方面，2017-2019 年公司该业务实现毛利率 26.53%、32.44%、36.96%，由于中控自主生产的自动化仪表，其核心技术系自主研发，性能安全可靠，主要技术指标达到了国际同类产品先进水平，具有一定议价能力。我们预计公司该业务毛利率有望不断提升，故我们假设 2020-2022 年公司该业务毛利率：38.67%、39.99%、41.20%。

**3.工业软件及服务：**2018-2019 年，公司该业务收入增速分别为 2.83%、32.46%，正处上升期，其中 2018 年增速较低主要是工业软件行业整体规模增速下滑所致。从行业规模看，据产业信息网，2023 年我国工业软件市场规模或达 2660 亿元，2019-2023CAGR 或达 12%。目前公司已经建立了较为成熟的“工业 3.0”产品体系，未来中控将加快工业软件和智能制造整体解决方案的发展，推动公司完成服务于“工业 3.0”到“工业 3.0+工业 4.0”的战略转型，我们预计公司工业软件相关业务有望迎来上升拐点，我们预计 2020-2022 年公司该业务增速为 68.4%、64.7%、61.0%。

毛利率方面，2017-2019 年公司该业务实现毛利率 53.27%、54.92%、58.57%，考虑到工业软件市场价格透明，能够预留的利润相对较少，而中控的产品定价低于国外竞争对手，但高于国内竞争对手，随着公司在工业软件领域不断发力，产品附加值有望提升，随着成本不断压缩，毛利率仍有一定的上升空间。综合来看，我们认为公司未来该业务毛利率 59.43%、60.00%、60.65%。



## 二、费用率假设

整体来看中控费用率较为稳定，但由于前几年公司处于规模迅速扩张的成长阶段，公司一定程度上扩大了员工规模，而且为了人才的工作积极性，公司在员工薪酬方面支出增长较多。在销售方面，由于公司产品对销售人员的技术水平有一定要求，外加销售人员业绩与公司利润绑定，近年来恰逢公司快速成长期，销售费用率在 17% 上下。未来随着公司规模增长进入新阶段，我们预计 2020-2022 年公司销售费用率将保持在 15.30% 左右。

在管理费用方面，除了员工薪资外，2019 年股权激励计划一定程度上使得管理费用率水平稍增，2017-2019 年，公司管理费用率为 9.03%、7.93%、9.20%，我们预计 2020-2022 年公司管理费用率略有下行：8.30%、7.80%、7.50%。

作为流程工控龙头，公司的技术水平日趋成熟，行业积累深厚，未来研发投入预计低于营收增速，我们预计 2020-2022 年公司研发费用率略有下行：11.00%、10.90%、10.80%。

图表39： 盈利预测假设表

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>收入预测</b>						
总收入	1714.86	2133.43	2536.93	3169.86	4076.02	5229.71
增速	15.56%	24.41%	18.91%	24.95%	28.59%	28.30%
智能制造解决方案	1360.54	1735.54	2031.99	2451.43	3039.78	3719.48
增速	8.61%	27.56%	17.08%	20.64%	24.00%	22.36%
自动化仪表	146.65	169.37	215.45	287.40	382.19	516.98
增速		58.39%	-26.90%	33.40%	32.98%	35.27%
工业软件及服务	137.82	141.72	187.72	316.09	520.76	838.39
增速	140.53%	2.83%	32.46%	68.39%	64.75%	60.99%
<b>毛利率预测</b>						
智能制造解决方案	47.45%	47.12%	47.93%	48.43%	48.67%	48.86%
自动化仪表	26.53%	32.44%	36.96%	38.67%	39.99%	41.20%
工业软件及服务	53.27%	54.92%	58.57%	59.43%	60.00%	60.65%
总毛利率	46.63%	46.73%	48.10%	48.93%	49.60%	50.29%
<b>费用率预测</b>						
营业费用	299.72	366.02	441.36	484.91	623.52	800.01
营业费用率	17.48%	17.16%	17.40%	15.30%	15.30%	15.30%
管理费用	154.93	169.21	233.42	263.12	317.96	392.27
管理费用率	9.03%	7.93%	9.20%	8.30%	7.80%	7.50%
研发费用	209.92	241.74	304.35	348.58	444.15	564.63
研发费用率	12.24%	11.33%	12.00%	11.00%	10.90%	10.80%

资料来源：Wind、华泰证券研究所

综上，我们预计 2020-2022 年公司营业收入分别 31.70、40.76、52.30 亿元，归母净利润 4.57、6.22、8.43 亿元，对应 EPS 0.92、1.26、1.70 元，对应 PE 91、67、49 倍。我们选择工业软件&工业信息化企业：汇川技术、用友网络、柏楚电子作为可比公司。从 PEG 角度看，可比公司 2021 年平均 PEG 为 5.58，中控技术 PEG 为 2.04，估值水平相对较低，仍有提升空间。从 PE 角度看，可比公司 2021 年 Wind 一致预期平均市盈率为 85 倍，给予公司 2021 年 85 倍目标 PE，对应目标价 107.10 元。首次覆盖，给予“买入”评级。

**图表40: 可比公司估值 (根据 Wind 一致预期测算, 基于 2021 年 1 月 28 日收盘价计算)**

证券简称	证券代码	股价 (元)	市值(亿元)	EPS (元)				PE (倍)				PEG
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
汇川技术	300124 CH	94.41	1,624	0.58	1.14	1.46	1.83	163	83	65	51	1.31
用友网络	600588 CH	45.10	1,475	0.48	0.28	0.36	0.47	94	160	126	96	13.55
柏楚电子	688188 CH	308.24	308	2.96	3.49	4.68	6.06	104	88	66	51	1.88
平均				1.34	1.64	2.17	2.79	120	110	85	66	5.58
<b>中控技术</b>	<b>688777 CH</b>	<b>83.85</b>	<b>435</b>	<b>0.90</b>	<b>0.92</b>	<b>1.26</b>	<b>1.70</b>	<b>93</b>	<b>91</b>	<b>67</b>	<b>49</b>	<b>2.04</b>

注: 可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期。PEG 中的 PE 取 2021PE, G 取 2020-2022 年预期业绩复合增速

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

**图表41: 提及公司表**

公司	代码	公司	代码	公司	代码	公司	代码
浙江全世科技有限公司	未上市	罗克韦尔	RMTI.O	维达	3331.HK	华泰集团	未上市
浙江中控睿芯智能科技有限公司	未上市	横河电机	6841.T	CNPC	未上市	红狮建材	未上市
中控智网(北京)能源技术有限公司	未上市	艾默生	EMR.N	延长石油	0346.HK	冀东水泥	000401 CH
中海油工业自控(天津)有限公司	未上市	施耐德	SU.PA	山东东明石化集团	未上市	中国建材	3323 HK
浙江恒创先进功能纤维创新中心有限公司	未上市	ABB	ABBN.SIX	神驰机电股份有限公司	603109 CH	VIGLACERA	VGC.VNM
杭州泗创投资管理合伙企业(有限合伙)	未上市	中石化	SNP.N	宝塔石化集团	未上市	梅花生物科技集团股份有限公司	600873 CH
上海立格仪表有限公司	未上市	中石油	PTR.N	天弘化学	未上市	同济堂	600090 CH
北京中油实业公司	未上市	中海油	CEO.N	中国蓝星	未上市	泰瑞制药	未上市
中海油能源发展股份有限公司	未上市	中国核工业集团有限公司	未上市	BOSOWR	未上市	Molbase	未上市
鑫达发展有限公司	未上市	安徽海螺集团	未上市	壳牌	RDS_A.N	哈药集团股份有限公司	600664 CH
桐昆集团股份有限公司	未上市	宝山钢铁股份有限公司	600019 CH	中国华能集团公司	未上市	浙江蓝卓	未上市
桐乡市恒隆化工有限公司	未上市	内蒙古包钢钢联股份有限公司	600010 CH	大唐集团控股有限公司	2117 HK	浙江智芸投资有限公司	未上市
新凤鸣集团股份有限公司	603225 CH	攀钢	未上市	中国国电集团公司	未上市	宁波域汇投资管理合伙企业(有限合伙)	未上市
浙江荣盛控股集团有限公司	未上市	邯钢	未上市	广东省粤电集团有限公司	未上市	万向钱潮股份有限公司	000559 CH
浙江恒逸石化有限公司	000703 CH	武钢	未上市	中国铝业	601600 CH	宁波控汇投资合伙企业(有限合伙)	未上市
康吉森	未上市	柳钢股份	601003 CH	重庆钢铁	601005 CH	国投(上海)科技成果转化未上市创业投资基金企业(有限合伙)	未上市
和利时	未上市	首钢集团	未上市	金川集团国际资源有限公司	2362 HK	国投(宁波)科技成果转化未上市创业投资基金合伙企业(有限合伙)	未上市
希马	未上市	鞍钢股份有限公司	000898 CH	五矿发展股份有限公司	600058 CH	浙江蓝卓工业互联网信息技术有限公司	未上市
霍尼韦尔	HON.CH L	林冶集团	未上市	Double A	未上市	杭州深蓝数智科技有限未上市公司	未上市
西门子	SIEGY.N	云南铜业股份有限公司	000878 CH	Faruki Pulp Mills	未上市	绍兴市工业互联网创新未上市发展有限公司	未上市

资料来源: Wind、华泰证券研究所

### 风险提示

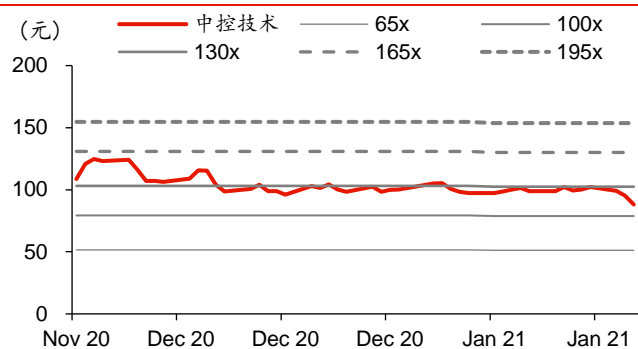
业务拓展不及预期。若智能制造推广进度不及预期，下游行业需求释放推迟，公司业务拓展可能会受到影响。

市场竞争加剧。若市场竞争进一步加剧，中控产品单价或受到冲击，可能对业绩产生一定的影响。

下游需求低于预期。公司下游客户主要围绕流程行业展开，如果流程行业自身整体增速低于预期，可能会对公司产品的需求带来一些影响。

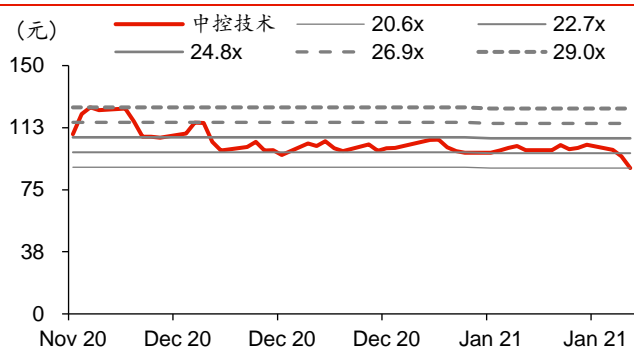
### PE/PB - Bands

图表42: 中控技术历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表43: 中控技术历史 PB-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3,297	4,647	7,150	8,802	10,411
现金	227.55	325.21	1,563	2,854	2,632
应收账款	706.27	779.02	1,377	1,226	2,081
其他应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
预付账款	47.24	84.45	80.10	131.49	139.98
存货	1,131	1,396	1,654	2,201	2,720
其他流动资产	1,185	2,063	2,476	2,389	2,837
非流动资产	394.54	422.93	415.00	489.20	558.92
长期投资	1.70	10.96	17.01	22.91	28.69
固定投资	241.61	219.49	201.09	263.20	329.53
无形资产	33.65	32.63	37.06	42.38	39.51
其他非流动资产	117.58	159.85	159.84	160.71	161.19
资产总计	3,691	5,070	7,565	9,291	10,970
流动负债	2,462	3,152	3,423	4,518	5,342
短期借款	101.84	48.24	48.24	48.24	48.24
应付账款	628.44	759.42	961.09	1,197	1,548
其他流动负债	1,731	2,344	2,413	3,273	3,746
非流动负债	46.97	68.38	68.38	68.38	68.38
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	46.97	68.38	68.38	68.38	68.38
负债合计	2,509	3,220	3,491	4,587	5,410
少数股东权益	26.35	28.33	37.63	47.17	61.33
股本	395.00	442.16	494.08	494.08	494.08
资本公积	204.17	654.39	2,361	2,361	2,361
留存公积	558.49	726.48	1,192	1,822	2,678
归属母公司股东权益	1,156	1,822	4,037	4,657	5,498
负债和股东权益	3,691	5,070	7,565	9,291	10,970

### 现金流量表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	463.18	495.24	(555.51)	1,300	(225.85)
净利润	287.97	370.88	465.92	629.73	855.65
折旧摊销	23.94	31.48	22.87	27.33	35.47
财务费用	0.68	(2.60)	(21.70)	(58.57)	(73.27)
投资损失	(7.04)	(14.05)	(10.85)	(10.65)	(11.85)
营运资金变动	129.73	96.21	(994.40)	735.58	(1,007)
其他经营现金	27.90	13.32	(17.36)	(23.10)	(24.35)
投资活动现金	(291.13)	(622.79)	13.27	(67.79)	(68.99)
资本支出	45.15	44.24	8.89	95.63	99.41
长期投资	(10.93)	(11.72)	(6.05)	(5.90)	(5.78)
其他投资现金	(235.05)	(566.83)	28.20	33.74	36.19
筹资活动现金	(88.02)	210.61	1,780	58.57	73.27
短期借款	(16.66)	(53.59)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	47.16	51.92	0.00	0.00
资本公积增加	0.37	450.22	1,706	0.00	0.00
其他筹资现金	(71.73)	(233.18)	21.70	58.57	73.27
现金净增加额	84.50	85.84	1,238	1,291	(221.56)

### 利润表

会计年度 (百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,133	2,537	3,170	4,076	5,230
营业成本	1,137	1,317	1,619	2,054	2,600
营业税金及附加	27.13	30.05	37.54	49.46	62.45
营业费用	366.02	441.36	484.91	623.52	800.01
管理费用	169.21	233.42	263.12	317.96	392.27
财务费用	0.68	(2.60)	(21.70)	(58.57)	(73.27)
资产减值损失	(39.94)	(7.68)	(47.93)	(50.09)	(53.06)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.04	14.05	10.85	10.65	11.85
营业利润	315.37	401.23	509.24	687.83	935.23
营业外收入	0.46	6.60	2.97	3.34	4.30
营业外支出	0.89	0.79	0.87	0.85	0.84
利润总额	314.95	407.03	511.33	690.32	938.69
所得税	26.98	36.15	45.42	60.59	83.04
净利润	287.97	370.88	465.92	629.73	855.65
少数股东损益	3.15	5.39	9.30	9.54	14.16
归属母公司净利润	284.81	365.50	456.61	620.19	841.49
EBITDA	338.23	431.68	508.80	654.32	894.79
EPS (元, 基本)	0.58	0.74	0.92	1.26	1.70

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	24.41	18.91	24.95	28.59	28.30
营业利润	66.47	27.22	26.92	35.07	35.97
归属母公司净利润	74.21	28.33	24.93	35.82	35.68
获利能力 (%)					
毛利率	46.73	48.10	48.93	49.60	50.29
净利率	13.50	14.62	14.70	15.45	16.36
ROE	24.35	20.05	11.44	13.40	15.40
ROIC	28.82	112.63	34.27	92.96	46.83
偿债能力					
资产负债率 (%)	67.96	63.51	46.15	49.37	49.32
净负债比率 (%)	(6.66)	(11.27)	(35.52)	(58.23)	(45.27)
流动比率	1.34	1.47	2.09	1.95	1.95
速动比率	0.57	0.84	1.43	1.31	1.31
营运能力					
总资产周转率	0.64	0.58	0.50	0.48	0.52
应收账款周转率	1.90	2.18	1.92	2.00	2.03
应付账款周转率	1.83	1.66	18.03	23.44	18.89
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.74	0.92	1.26	1.70
每股经营现金流(最新摊薄)	0.94	1.00	(1.12)	2.63	(0.46)
每股净资产(最新摊薄)	2.34	3.69	8.16	9.42	11.12
估值比率					
PE (倍)	145.46	113.35	90.73	66.80	49.23
PB (倍)	35.82	22.74	10.27	8.90	7.54
EV_EBITDA (倍)	122.33	92.85	76.36	57.42	42.25

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

本人，谢春生、郭雅丽，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。



## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师谢春生、郭雅丽本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com