

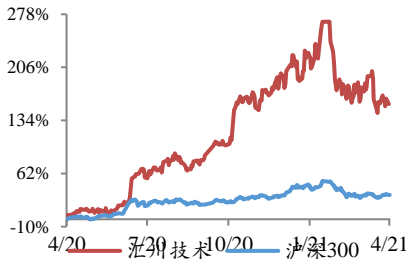
工控业务跨越式发展，管理变革探索制度创新

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-27

收盘价(元)	79.52
近12个月最高/最低(元)	114.15/32.38
总股本(百万股)	1,720
流通股本(百万股)	1,407
流通股比例(%)	81.81
总市值(亿元)	1,368
流通市值(亿元)	1,119

公司价格与沪深300走势比较



分析师：郭倩倩

执业证书号：S0010520080005

电话：

邮箱：guoqq@hazq.com

分析师：李疆

执业证书号：S0010520060005

电话：

邮箱：lijiang2@hazq.com

相关报告

1. 业绩大超预期，高质量成长叠加变革红利释放——三季报业绩点评
2020-11-02
2. 工控巨头，新起点再次腾飞
2020-10-21

主要观点：

事件：①公司发布2020年报&2021年一季报。20年营收115亿，同比+56%；归母净利润21亿，同比+121%；21年Q1营收34.13亿，同比+121%，归母净利润6.46亿元，同比+275%。

②披露长效激励计划草案，设定2021年净利润考核目标28亿。

③拟投资10亿元设立新能源（常州）子公司，生产动力总成、电源、OBC等产品。

核心观点：2020年年报业绩符合预期，2021年一季报略超预期，关注管理变革进展。公司进入管理驱动创新成长阶段，应淡化短期业绩与订单波动，给予管理变革更高的权重，它是公司长期竞争力来源。财报与激励计划传递两个信息，一是经营层面期间费用率持续下行，二是长效激励计划是管理层在探索制度创新，并把新文化中“以贡献者为本”与激励体系形成闭环，管理变革成果开始兑现。预计2021-2022年归母净利润29.5/37.9亿元，增速为40%/29%，对应PE 46X/36X，维持“买入”评级。

➤ 年报符合预期，顺周期+管理变革驱动业绩高速增长。

业绩高速增长系经济复苏带动制造业资本开支上行，及公司的强阿尔法。国内低压变频器/伺服/PLC市场规模同比增长7.8%/17.2%/11.6%，增速创近3年新高。汇川低压变频器与伺服市场份额位居第3/4，市占率距第一差距分别2.2%/1%，逼近外资龙头，2021年有望拿下魁首。根据NE时代统计，电控市占率10.6%，仅次于比亚迪，公司稳坐国内第三方电控龙头。探索公司2020年成长底层逻辑：疫情初期设立“保供小组”抢占市场份额；推行“集成化供应链”改革，提升毛利率；并做好了原材料价格风险识别与管理；“上顶下沉”策略拓展了通用自动化业务边际，推动营收快速增长，降低研发与销售费用摊销，人均产出同比增长36%。

➤ Q1业绩略超预期，在手订单充足。

Q1高增长系经济复苏，及“就地过年”排产充足。通用自动化同比增长146%，其中变频器伺服同比增长194%系锂电、光伏等新经济板块拉动，新能源业务同比增长284%，系下游电动车销量高增长。毛利率环比提升1.3pct系产品结构优化，高毛利伺服占比提升。净利润率环比提升2.08pct，销售期间费用率下滑1.64pct占主导因素。Q1订单（自动化+电梯+机器人）同比增长86%，在手订单充足。

➤ 设立新能源（常州）子公司，新能源汽车战略继续深化。

Q1 新能源订单 yoy 8 倍，电动车产品线产能即将饱和，常州工厂设立将有效解决产能瓶颈。大客户通常采用“包线制”，这是公司电动车业务首次走出总部，围绕主机厂设立配套生产线，“汽车品”理念强化有利于加深与主机厂合作。从产品看包含了动力总成与小三电，配套单车价值量进一步提升。

➤ **长效激励机制设立，探索制度创新的萌芽。**

激励计划中基金的额度，将（当年净利润-考核目标）*30%与上年净利润的 10%相比，取孰低值，基金用于购买或认购本公司股票并授予相关人员。相较于股权激励通常考核条件为净利润复合 10%-15%，此计划设定了较高的增长目标 -2021 年净利润增长底线 33%。同时激励范围限制 200 位核心人员，人均额度高，每年滚动激励，效果远好于传统股权激励与员工持股，并维护了其它股东利益。我们认为“长效激励计划”一方面充分激励了核心员工，更重要的是体现了管理层在探索制度创新，并把“以贡献者为本”的企业文化与激励体系形成闭环，管理变革红利开始兑现。

投资建议：

预计 2021-2022 年归母净利润 29.5/37.9 亿元，增速为 40%/29%，对应 PE 46X/36X，维持“买入”评级。

风险提示

- 1、管理变革不能如期推动；
- 2、宏观经济波动；
- 3、原材料价格上涨；
- 4、新能源汽车业务拓展受阻。

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E	
营业收入	11511	16308	20359	25313	
收入同比 (%)	55.8	41.7	24.8	24.3	
归属母公司净利润	2100	2948	3791	4923	
净利润同比 (%)	120.6	40.4	28.6	29.9	
毛利率 (%)	39.0	37.9	38.6	39.9	
ROE (%)	19.7	21.7	21.8	22.1	
每股收益 (元)	1.22	1.71	2.20	2.86	
P/E	76.40	46.39	36.07	27.78	
P/B	15.08	10.07	7.87	6.13	
EV/EBITDA	70.75	56.27	40.95	29.69	

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	12458	18182	23795	30901	营业收入	11511	16308	20359	25313
现金	3041	4993	8813	13267	营业成本	7027	10135	12496	15202
应收账款	2999	4825	5897	7261	营业税金及附加	59	97	116	144
其他应收款	30	58	65	81	销售费用	871	1386	1666	2050
预付账款	210	234	305	378	管理费用	580	848	1038	1316
存货	2420	3623	4441	5385	财务费用	-55	0	0	0
其他流动资产	3758	4449	4275	4529	资产减值损失	-92	0	0	0
非流动资产	6189	6189	6189	6189	公允价值变动收益	31	0	0	0
长期投资	996	996	996	996	投资净收益	153	191	200	200
固定资产	1351	1351	1351	1351	营业利润	2348	3196	4113	5349
无形资产	498	498	498	498	营业外收入	21	0	0	0
其他非流动资产	3344	3344	3344	3344	营业外支出	25	0	0	0
资产总计	18648	24371	29985	37090	利润总额	2344	3196	4113	5349
流动负债	5954	8669	10414	12496	所得税	162	187	245	325
短期借款	331	331	331	331	净利润	2182	3008	3868	5024
应付账款	2327	3184	4020	4876	少数股东损益	82	60	77	100
其他流动负债	3296	5154	6063	7289	归属母公司净利润	2100	2948	3791	4923
非流动负债	1678	1678	1678	1678	EBITDA	2251	2374	3169	4221
长期借款	1424	1424	1424	1424	EPS (元)	1.22	1.71	2.20	2.86
其他非流动负债	254	254	254	254					
负债合计	7632	10347	12092	14174					
少数股东权益	378	438	516	616					
股本	1720	1720	1720	1720					
资本公积	2834	2834	2834	2834					
留存收益	6084	9032	12823	17746					
归属母公司股东权益	10637	13586	17377	22300					
负债和股东权益	18648	24371	29985	37090					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	1467	1765	3625	4260	成长能力				
净利润	2100	2948	3791	4923	营业收入	55.8%	41.7%	24.8%	24.3%
折旧摊销	300	0	0	0	营业利润	124.2%	36.1%	28.7%	30.0%
财务费用	-15	0	0	0	归属于母公司净利	120.6%	40.4%	28.6%	29.9%
投资损失	-153	-191	-200	-200	获利能力				
营运资金变动	-985	-1056	-49	-570	毛利率 (%)	39.0%	37.9%	38.6%	39.9%
其他经营现金流	3305	4069	3922	5600	净利率 (%)	18.2%	18.1%	18.6%	19.4%
投资活动现金流	-504	187	195	194	ROE (%)	19.7%	21.7%	21.8%	22.1%
资本支出	-357	-4	-5	-6	ROIC (%)	14.1%	14.1%	15.1%	16.0%
长期投资	408	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	-554	191	200	200	资产负债率 (%)	40.9%	42.5%	40.3%	38.2%
筹资活动现金流	-449	0	0	0	净负债比率 (%)	69.3%	73.8%	67.6%	61.9%
短期借款	-933	0	0	0	流动比率	2.09	2.10	2.28	2.47
长期借款	952	0	0	0	速动比率	1.65	1.65	1.83	2.01
普通股增加	-12	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	21	0	0	0	总资产周转率	0.62	0.67	0.68	0.68
其他筹资现金流	-476	0	0	0	应收账款周转率	3.84	3.38	3.45	3.49
现金净增加额	502	1952	3820	4454	应付账款周转率	3.02	3.18	3.11	3.12
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.22	1.71	2.20	2.86
					每股经营现金流薄)	0.85	1.03	2.11	2.48
					每股净资产	6.19	7.90	10.10	12.97
					估值比率				
					P/E	76.40	46.39	36.07	27.78
					P/B	15.08	10.07	7.87	6.13
					EV/EBITDA	70.75	56.27	40.95	29.69

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 郭倩倩, 郭倩倩: 金融学硕士, 曾就职于南华基金、方正证券新财富团队, 善于从买方投资角度做卖方研究, 深入细致, 紧密跟踪机械大白马标的, 重点覆盖工程机械、锂电设备、通用设备、轨交等行业。2018 年水晶球第一名核心成员。执业证书编号: S0010520080005;

分析师: 李疆

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国(不包括香港、澳门、台湾)提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券(或行业指数)相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指(针对协议转让标的)或三板做市指数(针对做市转让标的)为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。