

2021年05月24日

正弦电气 (688395.SH)

公司快报

证券研究报告

直销占比持续提升，行业客户加速开拓

■公司产品系列丰富，研发技术先进。公司成立于2003年，是国内最早从事变频器研发和生产的企业之一；2005年被认定为深圳市高新技术企业。目前公司主要产品包括通用变频器、一体化专机和伺服系统产品，广泛应用于起重机械、物流设备、石油化工、电线电缆、塑料机械、纺织机械、木工机械、空压机、数控机床、印刷机械等行业，能为客户提供定制化服务和整体解决方案。公司始终坚持自主研发和创新，积累了丰富的技术研发和产品开发经验，取得了丰富的研发成果，截至2021年4月已获得授权的专利共计28项，其中发明专利21项，实用新型专利5项，外观设计专利2项；已获得的计算机软件著作权登记证书37项。公司经过持续的研发投入和技术攻关，掌握了高性能变频矢量控制技术、高精度伺服驱动技术、嵌入式计算机控制技术、电力电子应用技术等核心技术平台；在此基础上，公司2017-2020年营收和净利润复合增长率分别为33%和45%，实现逐年高速增长。

■工控行业空间广阔，国产替代进程加速。全球工业自动化自20世纪40年代工业大生产开始发展至今，市场规模不断增长，经过激烈竞争已形成了以ABB、西门子、安川、三菱为代表的跨国企业主导全球工业自动化市场的格局。我国工业自动化产业起步较晚但发展迅速、空间广阔；根据赛迪工业和信息化研究院发布的《2018年工业控制市场数据》，我国2018年包含产品及服务市场的工控市场规模达到1,797亿元，同比增长8.5%，预计到2021年市场规模或达2,600亿元。从国内格局来看，以ABB、西门子为代表的欧美品牌是国内市场第一梯队，以安川、三菱为代表的日本品牌是第二梯队，国产品牌是第三梯队。虽然我国工业自动化产业在关键的核心技术与外资品牌仍有一定差距，但是近年来国家陆续推出了鼓励先进制造业的政策，为工业自动化行业的发展提供了有力的政策支持；且国内企业基于成本控制、高可靠性、售前售后服务响应及时等特点，正在部分领域取得竞争优势，逐步抢占国际品牌的市场份额，国产替代进程加速。

■直销占比持续提升，积极拓展行业客户。公司在变频器核心平台技术的基础上，结合不同行业差异化的工艺要求，陆续推出了针对多个细分行业的一体化专机，包括：施工升降机一体机及专用变频器、张力控制专用变频器、拉丝机一体机及专用变频器、抽油机节能控制系

投资评级 **买入-A**

首次评级

6个月目标价：**32.00元**
股价(2021-05-23) **26.31元**

交易数据

总市值(百万元)	2,262.66
流通市值(百万元)	460.57
总股本(百万股)	86.00
流通股本(百万股)	17.51
12个月价格区间	26.31/35.82元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅% **1M** **3M** **12M**

邓永康 分析师
SAC 执业证书编号: S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

朱凯 分析师
SAC 执业证书编号: S1450520120001
zhukai1@essence.com.cn

王瀚 分析师
SAC 执业证书编号: S1450521010003
wanghan2@essence.com.cn

郭彦辰 报告联系人
guoyc@essence.com.cn

相关报告

统、空压机一体机及专用变频器等，深耕行业细分市场，搭建了起重机械、电线电缆、石油化工、印刷包装、空压机等行业的行业应用技术平台。近年来，公司采取直销经销并举的销售策略，直销模式下，目前公司与国内施工升降机龙头广州特威、三一重工等下游领域知名企业保持长期稳定合作，并成功开发新客户中国科学院微电子研究所参股子公司中科微至、新三板挂牌公司常州步云并实现规模化合作。而在经销方面，公司经销商数量已经超过 140 家，经销商团队的稳定和扩大、畅通的销售渠道及优质的经销商资源，帮助公司在各细分领域持续开拓。2018-2020 年，公司直销收入金额占比分别为 37.86%、46.01%和 50.37%，收入和占比快速提升，主要源于公司积极拓展行业客户，在此基础上，公司主要用于行业客户的一体化专机和伺服的年复合增长率分别为 60.65%和 92.50%。

■着力提升产能规模和生产效率。近年来，随着变频器、一体化专机、伺服系统下游市场需求的不断提高，公司业务规模不断扩大；2018-2020 年，通用变频器的产能利用率分别为 91.36%/96.20%/97.56%，呈逐年增长趋势。公司通过多种途径提高产能和生产效率，包括安排员工加班、增加设备运转时长、闲置场地增加产线、产品技术升级或提高新产品量产后的装配效率等。为了满足公司日益增长的业务需求，公司又通过 IPO 募资用于武汉正弦生产基地技改及扩产项目，将采用对现有生产线进行技改和新建扩产两种方式，建设完成后每年将新增产能 419,418 台/年；未来三年，公司年产能将达到 100 万台，高品质的产品和定制化交付能力将成为公司的市场核心竞争力。

■投资建议：首次覆盖，给予公司买入-A 投资评级，六个月目标价 32 元。我们预计公司 2021 年-2023 年营收分别为 5.69、8.03 和 11.26 亿元，增速分别为 41%、41%、40%；归母净利分别为 0.93、1.32 和 1.86 亿元，增速分别为 32%、42%、41%；公司加速开拓行业客户，成长性佳，维持公司买入-A 的投资评级。

■风险提示：下游需求不及预期，客户拓展不及预期等。

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	281.1	402.9	568.6	802.8	1,126.4
净利润	56.0	70.4	92.6	131.9	186.2
每股收益(元)	0.65	0.82	1.08	1.53	2.17
每股净资产(元)	2.73	3.55	4.66	5.89	7.62

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	40.4	32.2	24.4	17.2	12.1
市净率(倍)	9.6	7.4	5.6	4.5	3.5
净利润率	19.9%	17.5%	16.3%	16.4%	16.5%
净资产收益率	23.8%	23.0%	23.1%	26.0%	28.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	1.2%	1.6%



42.8%

42.4%

46.1%

45.8%

52.5%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	281.1	402.9	568.6	802.8	1,126.4	成长性					
减:营业成本	170.4	258.1	371.9	527.5	744.4	营业收入增长率	26.3%	43.3%	41.1%	41.2%	40.3%
营业税费	2.1	3.2	4.5	6.4	9.0	营业利润增长率	36.9%	20.6%	31.6%	42.5%	40.5%
销售费用	27.0	31.4	42.1	58.3	77.7	净利润增长率	38.3%	25.7%	31.6%	42.4%	41.2%
管理费用	17.7	21.9	28.4	38.2	49.8	EBITDA 增长率	56.0%	33.3%	42.4%	39.9%	41.7%
研发费用	13.0	22.4	25.6	36.1	50.7	EBIT 增长率	62.8%	30.9%	42.9%	40.2%	42.6%
财务费用	-0.2	0.5	-4.3	-8.3	-8.7	NOPLAT 增长率	40.8%	27.6%	25.1%	40.2%	43.4%
资产减值损失	-0.9	-2.1	2.0	4.0	6.0	投资资本增长率	28.7%	15.1%	41.0%	25.3%	26.5%
加:公允价值变动收益	0.2	0.0	-	-	-	净资产增长率	26.7%	29.9%	31.3%	26.3%	29.4%
投资和汇兑收益	0.3	0.4	4.0	5.0	7.0	利润率					
营业利润	64.4	77.6	102.2	145.6	204.6	毛利率	39.4%	35.9%	34.6%	34.3%	33.9%
加:营业外净收支	0.2	-0.0	0.1	0.1	0.1	营业利润率	22.9%	19.3%	18.0%	18.1%	18.2%
利润总额	64.6	77.6	102.3	145.7	204.7	净利润率	19.9%	17.5%	16.3%	16.4%	16.5%
减:所得税	8.7	7.3	9.7	13.8	18.4	EBITDA/营业收入	20.0%	18.6%	18.7%	18.6%	18.7%
净利润	56.0	70.4	92.6	131.9	186.2	EBIT/营业收入	18.6%	17.0%	17.2%	17.1%	17.4%
资产负债表						运营效率					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	69	83	67	62	58
货币资金	53.4	74.7	170.6	240.9	337.9	流动营业资本周转天数	93	74	68	57	49
交易性金融资产	22.6	29.0	29.0	29.0	29.0	流动资产周转天数	291	273	280	270	257
应收账款	60.2	83.8	105.7	139.6	185.8	应收账款周转天数	70	64	60	55	52
应收票据	45.1	66.2	76.0	115.8	134.5	存货周转天数	59	56	59	53	53
预付账款	0.8	0.7	1.4	1.5	2.6	总资产周转天数	409	373	367	356	335
存货	51.8	74.7	111.3	123.2	207.6	投资资本周转天数	190	161	147	137	123
其他流动资产	18.9	30.0	30.0	30.0	30.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	23.8%	23.0%	23.1%	26.0%	28.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	15.4%	15.0%	13.4%	14.7%	15.6%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	42.8%	42.4%	46.1%	45.8%	52.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	94.5	91.9	119.5	158.6	201.5	销售费用率	9.6%	7.8%	7.4%	7.3%	6.9%
在建工程	1.9	1.4	30.7	45.3	52.7	管理费用率	6.3%	5.4%	5.0%	4.8%	4.4%
无形资产	9.0	8.5	8.0	7.6	7.1	研发费用率	4.6%	5.5%	4.5%	4.5%	4.5%
其他非流动资产	5.4	9.5	8.2	7.1	7.1	财务费用率	-0.1%	0.1%	-0.8%	-1.0%	-0.8%
资产总额	363.7	470.4	690.4	898.7	1,195.9	四费/营业收入	20.4%	18.9%	16.2%	15.5%	15.0%
短期债务	13.4	-	35.3	53.3	81.8	偿债能力					
应付账款	76.5	106.6	144.1	210.9	290.3	资产负债率	35.4%	35.1%	41.9%	43.6%	45.2%
应付票据	12.2	20.5	25.0	31.5	56.9	负权益比	54.7%	54.0%	72.2%	77.4%	82.4%
其他流动负债	18.4	31.8	36.6	33.8	39.3	流动比率	2.10	2.26	2.17	2.06	1.98
长期借款	-	-	42.5	56.7	66.2	速动比率	1.67	1.79	1.71	1.69	1.54
其他非流动负债	8.0	5.9	5.9	5.9	5.9	利息保障倍数	-225.30	125.78	-22.95	-16.47	-22.40
负债总额	128.6	164.9	289.4	392.1	540.4	分红指标					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	-	0.22	0.31	0.43
股本	64.5	64.5	86.0	86.0	86.0	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	170.6	241.0	315.1	420.6	569.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	1.2%	1.6%
股东权益	235.1	305.5	401.1	506.6	655.6						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
净利润	56.0	70.4	92.6	131.9	186.2	EPS(元)	0.65	0.82	1.08	1.53	2.17
加:折旧和摊销	5.2	7.7	8.6	11.7	15.3	BVPS(元)	2.73	3.55	4.66	5.89	7.62
资产减值准备	0.9	2.1	-	-	-	PE(X)	40.4	32.2	24.4	17.2	12.1
公允价值变动损失	-0.2	-0.0	-	-	-	PB(X)	9.6	7.4	5.6	4.5	3.5
财务费用	0.3	0.5	-4.3	-8.3	-8.7	P/FCF	70.5	71.1	24.7	23.7	16.8
投资损失	-0.3	-0.4	-4.0	-5.0	-7.0	P/S	8.0	5.6	4.0	2.8	2.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	20.0	14.1	9.6
营运资金的变动	-31.7	-41.3	-21.1	-14.1	-40.3	CAGR(%)	33.1%	38.3%	31.8%	33.1%	38.3%
经营活动产生现金流量	37.1	37.9	71.8	116.2	145.5	PEG	1.2	0.8	0.8	0.5	0.3
投资活动产生现金流量	-39.9	-22.7	-61.0	-60.0	-58.0	ROIC/WACC	4.1	4.1	4.4	4.4	5.1
融资活动产生现金流量	6.6	-13.9	85.1	14.1	9.6	REP	-	-	1.8	1.4	0.9

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邓永康、朱凯、王瀚声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuwx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034