

强烈推荐-A (首次)

佳华科技 688051.SH

目标估值: 59.7-74 元
当前股价: 53.1 元
2021年05月11日

股权激励计划推出, 碳中和下的碳监测市场有望获得机会

基础数据

| | |
|------------|--------------|
| 上证综指 | 3442 |
| 总股本(万股) | 7733 |
| 已上市流通股(万股) | 2304 |
| 总市值(亿元) | 41 |
| 流通市值(亿元) | 12 |
| 每股净资产(MRQ) | 19.4 |
| ROE(TTM) | 10.5 |
| 资产负债率 | 24.8% |
| 主要股东 | 上海百显信息技术有限公司 |
| 主要股东持股比例 | 31.63% |

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

朱纯阳

010-57601855
zhucy3@cmschina.com.cn
S1090515060001

刘玉萍

liuyuping@cmschina.com.cn
S1090518120002

张晨

010-57601866
zhangchen2@cmschina.com.cn
S1090513100003

事件:

2021年5月7日, 公司公告2021年限制性股票激励计划(草案), 此次激励计划拟向激励对象授予270.67万股限制性股票, 约占激励计划草案公告时公司股本总额7,733.40万股的3.50%。其中首次授予216.54万股, 约占此次激励计划草案公告时公司股本总额的2.80%, 首次授予部分占本次授予权益总额的80.00%; 预留54.13万股, 约占此次激励计划草案公告时公司股本总额的0.70%, 预留部分占本次授予权益总额的20.00%。

- **授予价格:** 50.81 元/股。满足授予条件和归属条件后, 激励对象可以每股50.81元的价格购买公司向激励对象增发的公司A股普通股股票。
- **授予对象:** 此次激励计划首次授予的激励对象总人数为104人, 约占公司全部职工人数1,184人的8.78%。包括公司公告此次计划时在公司(含子公司)任职的董事、高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员、技术骨干以及业务骨干。
- **限制性股票归属的公司层面业绩考核要求:** 激励计划限制性股票考核年度为2021-2023年三个会计年度, 每个会计年度考核一次。以2020年营业收入为业绩基数, 对2021-2023年度的营业收入定比2020年营业收入基数的增长率(A)及2021-2023年数据运营服务收入额(B)进行考核, 根据上述两个指标完成情况分别对应的系数(X)、(Y)核算归属比例。

表1: 佳华科技首次授予限制性股票的业绩考核目标及归属比例安排

| 归属期 | 对应考核年度 | 年度营业收入相对于2020年增长率(A) | | 年度数据运营服务收入额(万元)(B) | |
|------------|--------|----------------------|---------|--------------------|---------|
| | | 目标值(Am) | 触发值(An) | 目标值(Bm) | 触发值(Bn) |
| 首次授予第一个归属期 | 2021 | 20% | 18.0% | 30000 | 27000 |
| 首次授予第二个归属期 | 2022 | 45% | 40.5% | 40000 | 36000 |
| 首次授予第三个归属期 | 2023 | 75% | 67.5% | 50000 | 45000 |

| 考核指标 | 业绩完成度 | 指标对应系数 |
|----------------------|--------------------------------|-----------|
| 年度营业收入相对于2020年增长率(A) | $A \geq A_m$ | $X=100\%$ |
| | $A_n \leq A < A_m$ | $X=80\%$ |
| | $A < A_n$ | $X=0$ |
| 年度数据运营服务收入额(B) | $B \geq B_m$ | $Y=100\%$ |
| | $B_n \leq B < B_m$ | $Y=80\%$ |
| | $B < B_n$ | $Y=0$ |
| 公司层面归属比例 | 当批次计划归属比例* ($X*40\%+Y*60\%$) | |

资料来源: 公司公告, 招商证券

评论:

1、股权激励授予范围广、力度大，授予价格较现价接近、且业绩考核目标彰显公司长期发展信心及业务转型战略

此次股权激励授予范围大、授予价格与现价也较为接近，且设置了相应的业绩考核目标，从中可发现三方面积极信号：

- (1) 此次激励计划拟向激励对象授予 270.67 万股限制性股票，约占激励计划草案公告时公司股本总额 7,733.40 万股的 3.50%，且激励对象包括公司公告此次计划时在公司（含子公司）任职的董事、高级管理人员、核心技术人员、中层管理人员、技术骨干以及业务骨干共 104 人，约占公司全部职工人数的 8.78%，占比较高，激励范围广泛，能将核心员工的利益与公司发展充分绑定。
- (2) 此次限制性股票授予价格为 50.81 元/股，与当前公司股价 53 元左右较为接近，体现了公司对未来发展仍有充足信心。
- (3) 此次激励计划设置了业绩考核目标，2021-2023 年，公司总收入以 2020 年为基数至少分别增长 18%、40.5%、67.5% 才可获得限制性股票授予，分别增长 20%、45%、75% 以上才有机会获得全额限制性股票授予；同时更值得注意的一点是，在收入增长考核目标的同时，公司还设置了年度数据运营服务收入额考核值，2021-2023 年年度数据运营服务收入至少要分别达到 2.7 亿元、3.6 亿元、4.5 亿元才可获得限制性股票授予。公司 2020 年营业收入为 6.81 亿元，若按 2021-2023 收入同比增速分别为 18%、40.5%、67.5% 估算，则 2021-2023 年收入分别为 8.04 亿元、9.57 亿元、11.41 亿元，则年度数据运营服务收入占比分别为 33.6%、37.6%、39.4%，可持续的年度数据运营服务收入占比不断提升，公司的收入结构也将不断优化。未来，公司收入中一次性且波动大的工程性收入占比将下降，而可持续且阶梯式增长的运营服务类收入将不断提升，体现了公司长期更稳健更持续的业务转型战略。

表 2：佳华科技年度数据运营服务收入占比变化

| 年度 | 年度营业收入相对于 2020 年增长率 (A) | | 年度数据运营服务收入额 (万元) (B) | | | |
|-----------|-------------------------|----------|----------------------|----------------|----------|---------------|
| | 目标值 (Am) | 触发值 (An) | 目标值 (Bm) | 目标运营收入占目标总收入比重 | 触发值 (Bn) | 触发运营收入占触发收入比重 |
| 2020 年实际值 | 6.81 亿 | | 2.31 亿 | 33.9% | | |
| 2021 | 20% | 18.0% | 30000 | 36.7% | 27000 | 33.6% |
| 2022 | 45% | 40.5% | 40000 | 40.5% | 36000 | 37.6% |
| 2023 | 75% | 67.5% | 50000 | 42.0% | 45000 | 39.4% |

资料来源：公司公告，招商证券

2、2021 年一季度同比下滑较多与 2020 年一季度高基数有一定关系。

2021 年一季度公司收入同比下降 21%、归属净利润同比下降 69.7%、扣非后归属净利润同比下降 83.7%，2021 年一季度同比下滑较多与 2020 年一季度高基数有一定关系。2020 年一季度，公司实现收入 1.37 亿元，同比增长 129%；实现归属净利润 0.27 亿元，同比增长 574%；实现扣非后归属净利润 0.25 亿元，同比增长 614%，2020 年一季度业绩基数较高，后续二三季度业绩增速逐渐放缓。2020 年全年公司收入同比增长 32%、

归属净利润同比增长 49%、扣非后归属净利润同比增长 30%。2020 年，公司新签订单 10.1 亿元，同比增加 65.5%，截止 2020 年末，公司在手待执行订单 8.2 亿元，同比增加 23.7%；因此，虽然 2021 年一季度同比下滑，但随着后续季度基数水平的下降，全年业绩增长仍可以股权激励条件为指引做部分期待。

表 3: 佳华科技 2020-2021 年各季度收入利润同比增速变化

| 项目 | 2019Q1 | 2020Q1 | 2020H | 2020(1-9月) | 2020 | 2021Q1 |
|--------------|--------|--------|--------|------------|-------|--------|
| 收入(亿元) | 0.6 | 1.37 | 2.89 | 4.10 | 6.81 | 1.08 |
| 收入同比增速 | | 129.0% | 59.9% | 37.8% | 32.4% | -21.3% |
| 归属净利润(亿元) | 0.04 | 0.27 | 0.69 | 0.88 | 1.77 | 0.08 |
| 归属净利润同比增速 | | 574.2% | 245.1% | 107.8% | 48.9% | -71.7% |
| 扣非后归属净利润(亿元) | 0.04 | 0.25 | 0.63 | 0.75 | 1.42 | 0.04 |
| 扣非后归属净利润同比增速 | | 614.1% | 205.9% | 72.4% | 30.1% | -83.7% |

资料来源：公司公告，招商证券

3、碳中和将是对我国具有长期深远影响的战略方向，而我们的观点，碳减排和碳中和的基础首先要立足于碳监测在碳交易中的深度介入，佳华科技拥有 17 年物联网相关经验，在碳监测、碳交易市场中将有较大新业务拓展潜力。

由二氧化碳等温室气体排放引起的全球气候变化已经成为全人类需要面对的重大挑战之一。科学界和各国政府对气候变化问题正在形成更加明确的共识，即气候变化会给全球带来灾难性的后果，世界各国应该行动起来减排温室气体以减缓气候变化，到本世纪中叶实现碳中和是全球应对气候变化的最根本的举措。截至 2020 年底，全球共有 44 个国家和经济体正式宣布了碳中和目标。

我国相继于 2015 年、2017 年、2020 年三次提出新的碳减排目标，并于 2020 年两次在国际场合明确碳达峰、碳中和的政策目标。中国国家主席习近平于 2020 年 9 月 22 日在第七十五届联合国大会一般性辩论上发表讲话，宣布中国将力争于 2030 年前达到碳排放峰值，并努力争取 2060 年前实现碳中和。习主席的讲话，首次向全球明确了中国实现碳中和的时间表。

碳减排和碳中和的基础首先要立足于碳监测。碳减排需要有数据支持，但我国目前暂无碳排放监测数据。历史上，我国的碳排放数据主要按照碳排放因子来估算，但这种方法一是由于工业体系的运行复杂排放因子准确度有待论证，二是中国的国情未来十年乃至更长时间多数行业的排放因子下降是必然趋势，从而对排放因子的可依据性进一步干扰。当前碳排放下的在线碳监测，虽并未列入国家标准，而现行的碳监测要求却已做了可监测、可报告、可核查的总体指导。未来我国的碳交易体系若能实现真实有效，碳监测进入国标是我们预期中的大概率事件。

2021 年 1 月，由南方电网作为发起制订单位的中国标准化协会《火力发电企业二氧化碳排放在线监测技术要求》作为团体标准已正式发布，填补了我国碳排放在线监测领域相关标准空白，为国家实现“十四五”期间碳控排目标及考核提供客观依据和数据支撑。该标准主要针对碳排放占比较大的火力发电行业，采用直接监测法对二氧化碳排放进行连续监测，规定了二氧化碳排放在线监测系统的主要监测项目、性能指标、安装要求、数据采集处理方式、数据记录格式以及质量保证，通过建立一套包括“指令-标准-运行保障”的体系，实现对温室气体排放监测的管理。

因此，随着标准的正式发布和向国标的进一步推进落实，监测数据的直接反映，实时反

映和在线反映、体系反映，碳监测的系统化、平台化、大数据化，这一定是未来碳监测的方向。

其次，我国的碳交易市场也正在不断建设完善。我国碳交易市场发展的第一阶段从 2002 年至 2011 年，主要参与国际 CDM 项目；第二阶段从 2011 年至 2020 年，在北京、上海、天津、重庆、湖北、广东、深圳、福建八省市开展碳排放权交易试点；第三阶段从 2021 年中开始建立全国碳交易市场，因此，今年是我国全国碳交易市场建立的元年，而碳交易的前提是各行业、企业排放配额的确定、以及相关的物联网大数据平台建设等。

佳华科技是一家拥有 17 年物联网相关经验，打通感知层、网络层和应用层全产业链条的物联网技术企业。佳华科技长期聚焦物联网技术的研发与应用，深耕物联网应用领域十余年，积累了丰富的物联网解决方案项目经验，通过持续研发投入和技术创新，公司形成了拥有自主知识产权的智能传感器、云链数据库、物联网 IoT 平台及人工智能 AI 算法等核心技术，在业内具有很强的技术竞争力。近年来，公司技术在行业内广泛应用于智慧环保及智慧城市。

未来的碳监测与碳交易中，将有涉及大气监测物联网大数据平台的相关业务，佳华科技预期可参与其中，也将获得新的市场拓展机会。

4、股权激励提振长期增长信心、目前估值处于低位，未来碳中和新市场中将有较大新业务拓展机会，首次给与“强烈推荐-A”评级。

此次股权激励一是明确了公司长期业务转型的方向，将向更稳健、更持续的运营方向转型；二是彰显了公司对未来三年业绩持续增长的信心。以 2020 年为基数，公司股权激励要求的 2021-2023 年收入增速目标为 20%、45%、75%，在此基础上，我们预计公司 2021-2023 年可实现归属净利润分别为 2.3 亿元、3.0 亿元、3.8 亿元，目前公司市值为 41 亿元，对应 2021 年 PE 估值为 18 倍，属于公司估值的相对低位，且在未来碳中和新市场中，公司还有较大新业务拓展机会，首次给与“强烈推荐-A”评级，按 2021 年 20-25 倍 PE 给予目标市值 46-57 亿元，按当前总股本对应目标股价 59.7 元/股-74 元/股。

5、风险提示：限售股解禁带来的减持的风险；业务转型、新市场拓展带来的研发费用、销售费用大幅增加等风险；股权激励带来的短期管理费用大幅增加；市场竞争加剧导致的毛利率下滑风险；政策变化的风险。

附：财务预测表

资产负债表

| 单位: 百万元 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 流动资产 | 475 | 1384 | 1262 | 1458 | 1739 |
| 现金 | 118 | 350 | 109 | 88 | 106 |
| 交易性投资 | 0 | 425 | 425 | 425 | 425 |
| 应收票据 | 13 | 10 | 13 | 17 | 22 |
| 应收款项 | 292 | 311 | 368 | 479 | 613 |
| 其它应收款 | 0 | 57 | 71 | 93 | 118 |
| 存货 | 18 | 77 | 82 | 105 | 133 |
| 其他 | 34 | 154 | 193 | 251 | 321 |
| 非流动资产 | 433 | 614 | 856 | 1134 | 1151 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 357 | 412 | 462 | 509 | 551 |
| 无形资产 | 48 | 77 | 169 | 252 | 227 |
| 其他 | 28 | 126 | 224 | 373 | 373 |
| 资产总计 | 908 | 1999 | 2118 | 2592 | 2889 |
| 流动负债 | 290 | 448 | 392 | 634 | 642 |
| 短期借款 | 40 | 20 | 20 | 170 | 69 |
| 应付账款 | 156 | 211 | 248 | 319 | 404 |
| 预收账款 | 36 | 60 | 71 | 91 | 116 |
| 其他 | 58 | 157 | 53 | 53 | 53 |
| 长期负债 | 134 | 53 | 53 | 53 | 53 |
| 长期借款 | 85 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 49 | 53 | 53 | 53 | 53 |
| 负债合计 | 424 | 501 | 445 | 687 | 695 |
| 股本 | 58 | 77 | 77 | 77 | 77 |
| 资本公积金 | 159 | 1010 | 1010 | 1010 | 1010 |
| 留存收益 | 264 | 405 | 579 | 811 | 1097 |
| 少数股东权益 | 2 | 5 | 6 | 8 | 10 |
| 归属于母公司所有者权益 | 481 | 1492 | 1666 | 1898 | 2184 |
| 负债及权益合计 | 908 | 1999 | 2118 | 2592 | 2889 |

现金流量表

| 单位: 百万元 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|----------------|-----------|------------|--------------|-------------|-----------|
| 经营活动现金流 | 21 | (57) | 165 | 198 | 261 |
| 净利润 | 119 | 177 | 227 | 299 | 376 |
| 折旧摊销 | 29 | 39 | 46 | 59 | 71 |
| 财务费用 | 9 | 9 | 7 | 8 | 10 |
| 投资收益 | 0 | (17) | (48) | (48) | (48) |
| 营运资金变动 | (135) | (266) | (75) | (135) | (165) |
| 其它 | (0) | 3 | 8 | 13 | 15 |
| 投资活动现金流 | (124) | (552) | (242) | (292) | (42) |
| 资本支出 | (100) | (89) | (289) | (339) | (89) |
| 其他投资 | (24) | (463) | 48 | 48 | 48 |
| 筹资活动现金流 | 126 | 769 | (164) | 74 | (202) |
| 借款变动 | (23) | (72) | (104) | 150 | (102) |
| 普通股增加 | 8 | 19 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 155 | 850 | 0 | 0 | 0 |
| 股利分配 | 0 | (27) | (53) | (68) | (90) |
| 其他 | (14) | (2) | (7) | (8) | (10) |
| 现金净增加额 | 23 | 160 | (241) | (20) | 18 |

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

| 单位: 百万元 | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|------------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 515 | 681 | 859 | 1116 | 1429 |
| 营业成本 | 266 | 384 | 451 | 580 | 736 |
| 营业税金及附加 | 6 | 7 | 9 | 12 | 15 |
| 营业费用 | 23 | 34 | 42 | 55 | 70 |
| 管理费用 | 47 | 54 | 68 | 84 | 107 |
| 研发费用 | 47 | 61 | 77 | 95 | 121 |
| 财务费用 | 5 | 6 | 7 | 8 | 10 |
| 资产减值损失 | 6 | 17 | 5 | 9 | 10 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他收益 | 13 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 投资收益 | (0) | 18 | 18 | 18 | 18 |
| 营业利润 | 140 | 199 | 256 | 339 | 427 |
| 营业外收入 | 0 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 营业外支出 | 7 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 利润总额 | 134 | 200 | 257 | 339 | 427 |
| 所得税 | 14 | 22 | 28 | 38 | 49 |
| 少数股东损益 | 0 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 归属于母公司净利润 | 119 | 177 | 227 | 299 | 376 |

主要财务比率

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 年成长率 | | | | | |
| 营业收入 | 32% | 32% | 26% | 30% | 28% |
| 营业利润 | 90% | 42% | 29% | 32% | 26% |
| 净利润 | 86% | 49% | 28% | 32% | 26% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 48.3% | 43.6% | 47.5% | 48.0% | 48.5% |
| 净利率 | 23.1% | 26.0% | 26.5% | 26.8% | 26.3% |
| ROE | 24.7% | 11.9% | 13.6% | 15.8% | 17.2% |
| ROIC | 20.4% | 11.2% | 13.7% | 14.7% | 17.0% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 46.7% | 25.1% | 21.0% | 26.5% | 24.0% |
| 净负债比率 | 16.6% | 6.2% | 0.9% | 6.6% | 2.4% |
| 流动比率 | 1.6 | 3.1 | 3.2 | 2.3 | 2.7 |
| 速动比率 | 1.6 | 2.9 | 3.0 | 2.1 | 2.5 |
| 营运能力 | | | | | |
| 资产周转率 | 0.6 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.5 |
| 存货周转率 | 11.9 | 8.1 | 5.7 | 6.2 | 6.2 |
| 应收帐款周转率 | 1.7 | 2.2 | 2.4 | 2.5 | 2.5 |
| 应付帐款周转率 | 1.4 | 2.1 | 2.0 | 2.1 | 2.0 |
| 每股资料 (元) | | | | | |
| EPS | 2.05 | 2.29 | 2.94 | 3.87 | 4.87 |
| 每股经营现金 | 0.37 | -0.73 | 2.13 | 2.56 | 3.38 |
| 每股净资产 | 8.30 | 19.30 | 21.55 | 24.54 | 28.24 |
| 每股股利 | 0.46 | 0.69 | 0.88 | 1.16 | 1.46 |
| 估值比率 | | | | | |
| PE | 25.9 | 23.2 | 18.1 | 13.7 | 10.9 |
| PB | 6.4 | 2.8 | 2.5 | 2.2 | 1.9 |
| EV/EBITDA | 24.9 | 17.8 | 13.8 | 10.5 | 8.4 |

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

朱纯阳：中科院硕士，曾就职于天弘基金、建信基金，2015 年加入招商证券，现为招商证券研发中心董事、环保行业首席分析师，电力煤气及水等公用事业行业首席分析师。

张晨：清华大学硕士，2010 年加入招商证券，现为招商证券环保行业分析师。

团队荣誉：中国证券业协会 2020 投研人才培养讲师；《金牛奖》2020 年环保行业最佳分析师第三名，2019 年第二名；《新财富》2017 年环保行业最佳分析师第四名；《金牛奖》2017 年环保行业最佳分析师第二名；《新财富》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《金牛奖》2016 年环保行业最佳分析师第二名；《Wind 资讯》2016 年金牌分析师第一名；《新财富》2015 年环保行业最佳分析师第四名、电力煤气及水等公用事业最佳分析师第四名；《水晶球奖》2015 年最佳分析师第二名；《第一财经》2015 年最佳分析师第一名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。