

昇辉科技（300423）/电气设备

现金流亮眼，电气成套设备龙头蓄势待发

评级：增持（维持）

市场价格：11.38

分析师：苏晨

执业证书编号：S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

分析师：张哲源

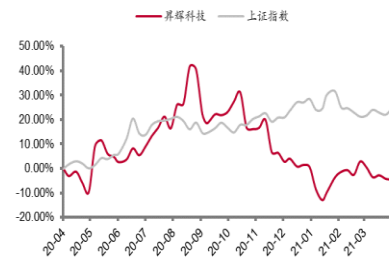
执业证书编号：S0740520120002

Email: zhangzy@r.qlzq.com.cn

基本状况

|           |       |
|-----------|-------|
| 总股本(百万股)  | 498   |
| 流通股本(百万股) | 311   |
| 市价(元)     | 11.38 |
| 市值(百万元)   | 5672  |
| 流通市值(百万元) | 3523  |

股价与行业-市场走势对比



相关报告

深度报告：《民用工业齐发力，低估龙头持续高增》——20200527

公司盈利预测及估值

| 指标        | 2019 A   | 2020A    | 2021E    | 2022E    | 2023E    |
|-----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元) | 3,942.19 | 4,194.30 | 4,866.75 | 5,755.11 | 6,946.64 |
| 增长率 yoy%  | 30.06%   | 6.40%    | 16.03%   | 18.25%   | 20.70%   |
| 净利润       | 593.00   | 577.36   | 688.88   | 858.90   | 1,069.89 |
| 增长率 yoy%  | 31.62%   | -2.64%   | 19.32%   | 24.68%   | 24.57%   |
| 每股收益(元)   | 1.19     | 1.16     | 1.38     | 1.72     | 2.15     |
| 每股现金流量    | -0.24    | -0.09    | 0.24     | 0.97     | 1.58     |
| 净资产收益率    | 17.12%   | 14.30%   | 14.67%   | 15.58%   | 16.37%   |
| P/E       | 9.6      | 9.8      | 8.2      | 6.6      | 5.3      |
| PEG       | 0.73     | 0.43     | 0.54     | 0.50     | 0.23     |
| P/B       | 1.6      | 1.4      | 1.2      | 1.0      | 0.9      |

备注：股价取自 2021 年 4 月 23 日收盘价

投资要点

- **公司发布 2020 年年报：**实现营收 41.94 亿元，同比增长 6.40%，实现归属母公司净利润 5.77 亿元，同比下降 2.64%；实现扣非归母净利润 5.69 亿元，同比下降 2.74%。毛利率为 29.26%，同比下降 8.08pct；净利率为 13.77%，同比下降 1.28pct。2020 年经营符合预期。
- **并购协同效应显现，深度整合产业链资源，Q2 以来经营持续复苏。**2020 年疫情影响地产投资增速与竣工节奏，二季度以来地产行业积极推动复工复产，地产投资增速与地产竣工增速持续回升。公司积极克服疫情影响，发挥并购形成的规模效应与协同效应，深度整合产业链资源，强化市场拓展广度及深度，Q2 以来经营持续复苏，上半年营收实现正增长，全年营收增速回升至 6.40%。
- **电气成套设备逆势正增长，新客户拓展顺利，智慧城市业务稳健扩张。**1) 电气成套设备：工业领域把握数字新基建机遇，加大电力、石油、数据中心等优质项目拓展力度；民用领域大力拓展万科、融创等新标杆客户，近三年核心客户碧桂园营收占比已从 80.54% 降至 64.02%。全年电气成套设备实现营收 28.05 亿元，同比逆势正增长 2.11%。2) LED 照明：公司凭借渠道优势加速拓展，全年营收 9.56 亿元，同增 21.61%，维持较快增速。3) 智慧社区：加速切入智慧城市、智慧社区、公共安防等新兴领域，实现营收 4.33 亿元，同比增长 5.94%，未来有望成长为新的业绩增长驱动力。
- **研发平台实力强化，打造新增长引擎。**2020 年公司在深圳高新区设立研发中心与博士后科研工作站，研发人员大幅扩充至 374 人，研发人员占比提升至 21.67%。公司加速电气设备智能化与信息化研发，针对 IDC 领域研发了智能型、大容量、多功能固定分隔式低压成套设备，并推出自主研发的智能采集器、物联网网关等硬件产品与智能化软件平台等，全力支持智慧社区与智慧安防业务拓展，打造未来新增长引擎。
- **经营现金流大幅改善，期间费用率同比下滑。**2020 年公司管理费用率（含研发）、销售费用率、财务费用率分别为 6.65%/3.00%/1.83%，期间费用率为 11.48%，同比下降 7.10pct；其中销售费用下降由于广告费用减少、运输方式发生变化，管理费用下降由于不再计提超额业绩奖励。2020 年公司强化账款催收管理力度与合同签署过程风险控制，经营性现金流净额达 7.01 亿元，同比大幅增长 499.21%。
- **投资建议：**公司为国内电气成套设备龙头，民用领域绑定龙头客户碧桂园，并加速拓展新标杆客户；工业领域受益于数字新基建；同时加速布局智慧社区与智慧安防业务，打造业绩新增长点。我们预计 2021-2023 年公司归母净利润将分别为 6.88/8.59/10.70 亿元，EPS 分别为 1.38/1.72/2.15 元，对应 2021 年 4 月 23 日收盘价 PE 分别为 8.2/6.6/5.3 倍，维持增持评级。
- **风险提示：**宏观经济不及预期、市场竞争加剧、客户拓展不及预期

图表 1: 公司财务预测 (金额: 百万元)

| 2021年4月25日 |         |         |         |         |          |             |        |        |        |        |          |
|------------|---------|---------|---------|---------|----------|-------------|--------|--------|--------|--------|----------|
| 利润表        | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E    | 财务指标        | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E    |
| 营业收入       | 3,942.2 | 4,194.3 | 4,866.8 | 5,755.1 | 6,946.6  | 成长性         |        |        |        |        |          |
| 减:营业成本     | 2,470.3 | 2,967.0 | 3,296.8 | 3,902.1 | 4,719.8  | 营业收入增长率     | 30.1%  | 6.4%   | 16.0%  | 18.3%  | 20.7%    |
| 营业税费       | 23.8    | 22.1    | 29.7    | 35.2    | 42.5     | 营业利润增长率     | 30.8%  | -2.4%  | 18.3%  | 24.7%  | 24.7%    |
| 销售费用       | 186.1   | 125.9   | 194.7   | 201.4   | 225.8    | 净利润增长率      | 31.6%  | -2.6%  | 19.3%  | 24.7%  | 24.6%    |
| 管理费用       | 312.8   | 130.0   | 584.0   | 661.8   | 764.1    | EBITDA增长率   | 48.0%  | 0.6%   | -18.4% | 25.1%  | 24.3%    |
| 财务费用       | 87.5    | 76.8    | 1.0     | 1.0     | 1.0      | EBIT增长率     | 48.4%  | -1.1%  | -20.0% | 25.5%  | 25.3%    |
| 资产减值损失     | -       | 0.1     | 10.0    | 10.0    | 10.0     | NOPLAT增长率   | 44.2%  | -3.6%  | 6.2%   | 24.7%  | 24.6%    |
| 加:公允价值变动收益 | -       | -       | -       | -       | -        | 投资资本增长率     | 28.4%  | -4.8%  | 3.7%   | 3.6%   | 5.1%     |
| 投资和汇兑收益    | 7.3     | -3.2    | 5.0     | 5.0     | 5.0      | 净资产增长率      | 20.1%  | 16.6%  | 16.3%  | 17.4%  | 18.6%    |
| 营业利润       | 675.6   | 659.7   | 780.5   | 973.5   | 1,213.5  | 利润率         |        |        |        |        |          |
| 加:营业外净收支   | -1.9    | -2.9    | 2.3     | 2.5     | 2.3      | 毛利率         | 37.3%  | 29.3%  | 32.3%  | 32.2%  | 32.1%    |
| 利润总额       | 673.7   | 656.8   | 782.8   | 976.0   | 1,215.8  | 营业利润率       | 17.1%  | 15.7%  | 16.0%  | 16.9%  | 17.5%    |
| 减:所得税      | 80.7    | 79.4    | 93.9    | 117.1   | 145.9    | 净利润率        | 15.0%  | 13.8%  | 14.2%  | 14.9%  | 15.4%    |
| 净利润        | 593.0   | 577.4   | 688.9   | 858.9   | 1,069.9  | EBITDA/营业收入 | 24.9%  | 23.5%  | 16.6%  | 17.5%  | 18.0%    |
| 资产负债表      | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E    | EBIT/营业收入   | 24.3%  | 22.6%  | 15.5%  | 16.5%  | 17.1%    |
| 货币资金       | 791.0   | 746.6   | 866.3   | 1,351.2 | 2,136.9  | 运营效率        |        |        |        |        |          |
| 交易性金融资产    | -       | 330.0   | 330.0   | 330.0   | 330.0    | 固定资产周转天数    | 30     | 40     | 36     | 35     | 31       |
| 应收账款       | 1,116.3 | 1,871.0 | 1,508.7 | 2,168.2 | 2,077.0  | 流动营业资本周转天数  | 141    | 140    | 116    | 94     | 76       |
| 应收票据       | 2,291.0 | 2,068.4 | 1,987.2 | 2,009.4 | 2,235.8  | 流动资产周转天数    | 484    | 494    | 455    | 425    | 421      |
| 预付账款       | 7.7     | 13.5    | 10.0    | 11.7    | 14.6     | 应收账款周转天数    | 118    | 128    | 125    | 115    | 110      |
| 存货         | 1,390.8 | 807.0   | 1,635.1 | 1,255.4 | 2,240.7  | 存货周转天数      | 111    | 94     | 90     | 90     | 91       |
| 其他流动资产     | 28.7    | 52.2    | 65.3    | 48.7    | 55.4     | 总资产周转天数     | 671    | 683    | 623    | 580    | 560      |
| 可供出售金融资产   | -       | -       | -       | -       | -        | 投资资本周转天数    | 309    | 319    | 273    | 239    | 207      |
| 持有至到期投资    | -       | -       | -       | -       | -        | 投资回报率       |        |        |        |        |          |
| 长期股权投资     | 19.9    | 23.4    | 31.2    | 41.7    | 48.9     | ROE         | 17.1%  | 14.3%  | 14.7%  | 15.6%  | 16.4%    |
| 投资性房地产     | -       | -       | -       | -       | -        | ROA         | 7.6%   | 7.1%   | 7.9%   | 8.8%   | 9.0%     |
| 固定资产       | 483.2   | 455.9   | 517.1   | 592.1   | 603.2    | ROIC        | 22.7%  | 17.0%  | 19.0%  | 22.8%  | 27.5%    |
| 在建工程       | 7.7     | -       | 150.0   | 300.0   | 450.0    | 费用率         |        |        |        |        |          |
| 无形资产       | 69.0    | 62.3    | 55.1    | 47.9    | 40.7     | 销售费用率       | 4.7%   | 3.0%   | 4.0%   | 3.5%   | 3.3%     |
| 其他非流动资产    | 1,636.2 | 1,654.9 | 1,612.7 | 1,611.4 | 1,605.2  | 管理费用率       | 7.9%   | 3.1%   | 12.0%  | 11.5%  | 11.0%    |
| 资产总额       | 7,841.4 | 8,085.3 | 8,768.8 | 9,767.6 | 11,838.4 | 财务费用率       | 2.2%   | 1.8%   | 0.0%   | 0.0%   | 0.0%     |
| 短期债务       | 964.6   | 681.7   | 229.2   | -       | -        | 三费/营业收入     | 14.9%  | 7.9%   | 16.0%  | 15.0%  | 14.3%    |
| 应付账款       | 1,338.2 | 1,545.1 | 1,658.6 | 2,133.4 | 2,453.2  | 偿债能力        |        |        |        |        |          |
| 应付票据       | 899.9   | 838.1   | 1,093.1 | 1,192.7 | 1,572.0  | 资产负债率       | 55.8%  | 50.1%  | 46.5%  | 43.6%  | 44.8%    |
| 其他流动负债     | 1,170.2 | 952.5   | 1,014.0 | 900.3   | 1,237.7  | 负债权益比       | 126.3% | 100.2% | 86.8%  | 77.2%  | 81.1%    |
| 长期借款       | -       | 22.0    | -       | -       | -        | 流动比率        | 1.29   | 1.47   | 1.60   | 1.70   | 1.73     |
| 其他非流动负债    | 4.1     | 7.9     | 78.7    | 30.2    | 38.9     | 速动比率        | 0.97   | 1.26   | 1.19   | 1.40   | 1.30     |
| 负债总额       | 4,377.0 | 4,047.2 | 4,073.6 | 4,256.6 | 5,301.9  | 利息保障倍数      | 10.93  | 12.31  | 756.55 | 949.53 | 1,189.51 |
| 少数股东权益     | -       | -       | -       | -       | -        | 分红指标        |        |        |        |        |          |
| 股本         | 499.3   | 498.4   | 498.4   | 498.4   | 498.4    | DPS(元)      | 0.09   | -      | 0.10   | 0.09   | 0.09     |
| 留存收益       | 3,022.4 | 3,559.1 | 4,196.7 | 5,012.6 | 6,038.1  | 分红比率        | 7.6%   | 0.0%   | 7.4%   | 5.0%   | 4.1%     |
| 股东权益       | 3,464.4 | 4,038.1 | 4,695.2 | 5,511.1 | 6,536.6  | 股息收益率       | 0.8%   | 0.0%   | 0.9%   | 0.8%   | 0.8%     |
| 现金流量表      | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E   | 2023E    | 业绩和估值指标     | 2019   | 2020   | 2021E  | 2022E  | 2023E    |
| 净利润        | 593.0   | 577.4   | 688.9   | 858.9   | 1,069.9  | EPS(元)      | 1.19   | 1.16   | 1.38   | 1.72   | 2.15     |
| 加:折旧和摊销    | 32.5    | 52.8    | 49.6    | 58.8    | 63.7     | BVPS(元)     | 6.95   | 8.10   | 9.42   | 11.06  | 13.11    |
| 资产减值准备     | 51.2    | 67.2    | -       | -       | -        | PE(X)       | 9.6    | 9.8    | 8.2    | 6.6    | 5.3      |
| 公允价值变动损失   | -       | -       | -       | -       | -        | PB(X)       | 1.6    | 1.4    | 1.2    | 1.0    | 0.9      |
| 财务费用       | 85.3    | 73.4    | 1.0     | 1.0     | 1.0      | P/FCF       | -94.1  | 18.4   | 48.4   | 10.6   | 6.8      |
| 投资收益       | -7.3    | 3.2     | -5.0    | -5.0    | -5.0     | P/S         | 1.4    | 1.4    | 1.2    | 1.0    | 0.8      |
| 少数股东损益     | -       | -       | -       | -       | -        | EV/EBITDA   | 7.1    | 5.9    | 5.9    | 4.0    | 2.6      |
| 营运资金的变动    | -679.6  | 157.0   | 106.1   | 75.0    | -46.8    | CAGR(%)     | 13.1%  | 22.8%  | 15.2%  | 13.1%  | 22.8%    |
| 经营活动产生现金   | -175.7  | 701.2   | 840.6   | 988.7   | 1,082.7  | PEG         | 0.7    | 0.4    | 0.5    | 0.5    | 0.2      |
| 投资活动产生现金   | -217.7  | -440.1  | -248.6  | -271.5  | -212.6   | ROIC/WACC   | 2.2    | 1.6    | 1.8    | 2.2    | 2.7      |
| 融资活动产生现金   | 272.9   | -303.7  | -472.2  | -232.2  | -84.4    | REP         | 0.8    | 1.0    | 0.7    | 0.5    | 0.3      |

来源: wind, 中泰证券研究所

**投资评级说明:**

|      | 评级 | 说明                                 |
|------|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上     |
|      | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间  |
|      | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上     |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上      |
|      | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
|      | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上      |

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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, 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, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。