

2020年03月04日

佳士科技 (300193.SZ)

四季度毛利率创新高，造血能力提升显著

■事件：公司发布2019年年报，2019年全年实现收入9.66亿元，同比增长8.09%；归母净利润2.08亿元，同比增长8.85%；扣非净利润1.72亿元，同比增长31.71%，接近此前业绩预告的上限水平。

■毛利率逐季提升，现金流质量提升。①公司2019Q1/Q2/Q3/Q4营业收入同比增速分别为15.15%/-1.55%/1.12%/20.89%，扣非净利润2019Q1/Q2/Q3/Q4同比增速分别为122.39%/-2.05%/47.22%/95.96%。从2019年下半年开始，公司经营业绩回暖明显，主要得益于焊割设备行业复苏，叠加市场开拓成效显著。②公司控本成效显著，2019年订立供应商评审制度，强化采购端管理，2019Q4毛利率提升至35.24%，创历史新高。③推动回款力度，增加造血能力。2019年第四季度公司经营活动产生的净现金流量净额/归母净利润比例高达252.75%，年末回款效果优于2018年。2019年全年该比例为104.55%，比2018年提升25pct。

■持续专注研发提升竞争力，新产品进入批产阶段。国内焊割设备厂商大多分布在民用焊接市场，公司作为国家高新技术企业，技术储备在行业内处于领先水平。公司国内设立产品研发中心，国外设立了全资子公司欧洲佳士，着力在数字化焊机和高端工业焊机领域取得突破。2019年公司研发费用率6.11%，较2018年持续提升。截止目前，新型手工电弧焊机系列产品、小容量熔化极气体保护焊机和数字化控制多功能交直流脉冲氩弧焊机已实现批量生产。展望今年，公司将会持续加大研发投入，尤其是重视对欧洲研发中心的投入，有望成为国内行业技术变革引领者。

■国内市场稳健增长，国际市场销售策略积极调整。①2019年公司持续开展国内营销中心经销商会议，同时深入市场调研与产品调研，增强品牌知名度。2019年公司实现国内收入5.13亿元，同比增长14.04%，内销部分毛利率比2018年提升了3.40pct，达到29.06%。②公司在海外拥有强大的代理商队伍，产品已出口到欧洲、美洲、非洲、大洋洲、中东以及东南亚在内的6大区域、80多个多个国家和地区。2019年受国际政治动荡不安和全球贸易经济增速显著放缓的影响，公司国际营销中心部分客户的销售未按计划达成，公司及时调整销售策略，加大对前期开发的区域市场的销售力度，新兴市场销售保持了增长。2019年公司实现出口收入4.33亿元，同比增长2.02%，外销部分毛利率与2018年相对持平。

■账面资金充裕，股息率近6%。根据2019年10月公司发布的“2019-2021年股东回报规划”，在规划期内公司运营若满足约定条件，则每年以现金方式分配的利润不小于上一年度实现的可供分配利润的100%。截至2019年年底，公司共有未分配利润6.66亿元，账面资金充裕。公司公告向全体股东每10股派发现金红利5元，股息率达到5.9%。

■投资建议：买入-A投资评级，6个月目标价10元。我们预计公司2020年-2022年的净利润分别为2.47亿元(+19.4%)、2.80亿元(+13.1%)、2.92亿元(+4.3%)，基本面扎实。公司是国内焊割设备制造领域的领先企业，产品及渠道优势突出，对标海外林肯电气，看好未来在高端焊机以及产业链持续拓展。6个月目标价为10元，相当于2020年20X的动态市盈率。

公司快报

证券研究报告

其他通用机械

投资评级 买入-A

首次评级

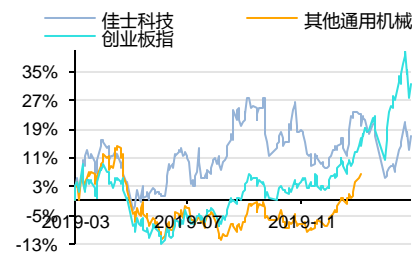
6个月目标价：10.00元

股价(2020-03-03) 8.55元

交易数据

总市值(百万元)	4,334.01
流通市值(百万元)	3,916.14
总股本(百万股)	506.90
流通股本(百万股)	458.03
12个月价格区间	7.05/9.35元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.66	-19.65	-17.67
绝对收益	0.12	8.61	18.52

李哲

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518040001
lizhe3@essence.com.cn

郭威秀

报告联系人

guowx@essence.com.cn
021-35082779

相关报告

■ **风险提示：** 新冠病毒肺炎在全球持续扩散，致使公司出口业务受到冲击等

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营业务收入	893.3	965.6	1,133.0	1,271.2	1,400.4
净利润	190.8	207.7	247.9	280.2	292.3
每股收益(元)	0.38	0.41	0.49	0.55	0.58
每股净资产(元)	4.76	4.62	5.07	5.07	5.07

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	22.8	20.9	17.5	15.5	14.9
市净率(倍)	1.8	1.9	1.7	1.7	1.7
净利润率	21.4%	21.5%	21.9%	22.0%	20.9%
净资产收益率	7.9%	8.9%	9.6%	10.9%	11.4%
股息收益率	2.3%	0.0%	5.7%	6.4%	6.7%
ROIC	10.9%	9.3%	96.5%	64.2%	48.5%

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)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	893.3	965.6	1,133.0	1,271.2	1,400.4	成长性					
减:营业成本	606.9	638.7	743.0	827.4	904.6	营业收入增长率	10.8%	8.1%	17.3%	12.2%	10.2%
营业税费	10.2	10.2	13.2	14.2	15.6	营业利润增长率	33.9%	10.8%	17.7%	13.5%	4.5%
销售费用	54.4	54.5	56.6	68.6	77.0	净利润增长率	32.7%	8.9%	19.4%	13.1%	4.3%
管理费用	62.6	80.5	124.6	133.5	147.0	EBITDA 增长率	59.0%	-1.8%	11.5%	21.3%	11.5%
财务费用	-49.4	-59.4	-67.7	-66.9	-61.5	EBIT 增长率	71.1%	-2.2%	3.7%	18.0%	7.7%
资产减值损失	-0.2	-1.9	2.3	0.1	0.2	NOPLAT 增长率	28.2%	6.9%	19.9%	17.7%	7.6%
加:公允价值变动收益	-	15.5	-	-	-	投资资本增长率	24.4%	-88.4%	76.9%	42.4%	20.8%
投资和汇兑收益	59.0	14.6	28.3	33.9	25.6	净资产增长率	6.4%	-2.7%	10.0%	0.3%	0.3%
营业利润	221.9	245.8	289.2	328.2	343.1	利润率					
加:营业外净收支	0.3	0.2	0.3	0.3	0.3	毛利率	32.1%	33.9%	34.4%	34.9%	35.4%
利润总额	222.2	246.0	289.5	328.5	343.4	营业利润率	24.8%	25.5%	25.5%	25.8%	24.5%
减:所得税	26.5	31.6	35.0	40.3	42.6	净利润率	21.4%	21.5%	21.9%	22.0%	20.9%
净利润	190.8	207.7	247.9	280.2	292.3	EBITDA/营业收入	26.4%	24.0%	22.8%	24.7%	25.0%
						EBIT/营业收入	24.4%	22.1%	19.6%	20.6%	20.1%
						运营效率					
						固定资产周转天数	138	102	94	133	164
						流动营业资本周转天数	478	248	-24	-44	-63
						流动资产周转天数	915	868	793	742	639
						应收帐款周转天数	48	51	42	38	30
						存货周转天数	60	54	49	44	39
						总资产周转天数	1,088	1,031	974	967	898
						投资资本周转天数	632	362	89	123	144
						投资回报率					
						ROE	7.9%	8.9%	6.9%	8.0%	8.2%
						ROA	7.1%	7.8%	6.0%	6.8%	6.9%
						ROIC	10.9%	9.3%	67.9%	46.3%	34.8%
						费用率					
						销售费用率	6.1%	5.6%	5.5%	5.4%	5.5%
						管理费用率	7.0%	8.3%	16.3%	16.2%	16.2%
						财务费用率	-5.5%	-6.2%	-6.6%	-6.3%	-5.3%
						三费/营业收入	7.6%	7.8%	15.2%	15.3%	16.4%
						偿债能力					
						资产负债率	12.1%	14.6%	14.3%	16.4%	17.8%
						负债权益比	13.8%	17.1%	16.7%	19.7%	21.6%
						流动比率	7.39	6.09	5.87	4.71	3.99
						速动比率	6.92	5.72	5.50	4.45	3.73
						利息保障倍数	-4.42	-3.60	-2.10	-2.35	-2.70
						分红指标					
						DPS(元)	0.20	-	0.25	0.29	0.30
						分红比率	52.3%	0.0%	100.0%	100.0%	100.0%
						股息收益率	2.3%	0.0%	2.9%	3.4%	3.5%

资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	662.6	1,424.8	1,506.6	1,385.0	1,274.4
交易性金融资产	-	545.0	545.0	545.0	545.0
应收帐款	123.5	147.5	116.9	151.5	81.9
应收票据	39.1	46.1	42.0	42.8	50.6
预付帐款	4.0	7.2	7.3	8.8	8.8
存货	149.9	141.0	168.5	144.0	157.5
其他流动资产	1,360.8	4.0	4.0	4.0	4.0
可供出售金融资产	22.1	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	13.9	13.9	13.9	13.9	13.9
投资性房地产	-	129.9	129.9	129.9	129.9
固定资产	340.3	206.5	383.1	554.4	718.6
在建工程	-	-	40.0	72.0	97.6
无形资产	26.3	19.3	45.7	70.0	92.0
其他非流动资产	22.8	81.0	77.9	56.0	69.4
资产总额	2,765.5	2,766.2	3,080.8	3,177.3	3,243.6
短期债务	-	3.2	-	-	-
应付帐款	167.5	176.3	228.2	318.8	377.2
应付票据	60.9	67.3	81.3	102.6	78.3
其他流动负债	88.1	133.5	146.4	123.0	146.6
长期借款	-	-	-	-	-
其他非流动负债	19.4	23.1	25.0	25.0	25.0
负债总额	335.9	403.3	480.8	569.4	627.1
少数股东权益	14.4	21.8	28.4	36.4	45.0
股本	506.9	506.9	506.9	506.9	506.9
留存收益	1,956.8	2,064.6	2,064.6	2,064.6	2,064.6
股东权益	2,429.6	2,362.8	2,599.9	2,607.9	2,616.5

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	195.7	214.4	247.9	280.2	292.3
加:折旧和摊销	18.6	19.8	37.0	52.4	68.2
资产减值准备	-0.2	2.9	-	-	-
公允价值变动损失	-	-15.5	-	-	-
财务费用	-22.4	-6.0	-67.7	-66.9	-61.5
投资损失	-59.0	-14.6	-28.3	-33.9	-25.6
少数股东损益	4.9	6.8	6.7	8.0	8.6
营运资金的变动	-289.2	1,366.5	90.9	98.1	92.6
经营活动产生现金流量	151.0	217.1	286.4	337.8	374.5
投资活动产生现金流量	-293.2	820.2	-251.7	-246.1	-254.4
融资活动产生现金流量	-74.5	-303.2	47.0	-213.3	-230.7

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.38	0.41	0.25	0.29	0.30
BVPS(元)	4.76	4.62	3.60	3.60	3.60
PE(X)	22.8	20.9	34.5	29.7	28.9
PB(X)	1.8	1.9	2.4	2.4	2.4
P/FCF	-28.9	2.5	175.2	87.5	52.5
P/S	4.9	4.5	6.0	5.4	4.9
EV/EBITDA	12.6	10.6	22.4	18.5	16.9
CAGR(%)	6.4%	4.2%	11.3%	6.4%	4.2%
PEG	3.6	5.0	3.1	4.6	6.9
ROIC/WACC	1.0	0.9	6.5	4.4	3.3
REP	1.6	13.7	1.9	2.0	2.2

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

李哲声明, 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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn	
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn	
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn	
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn	
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@essence.com.cn	
	北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
		姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
张莹		010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
姜雪		010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn	
王帅		010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn	
曹琰		15810388900	caoyan1@essence.com.cn	
夏坤		15210845461	xiakun@essence.com.cn	
张杨		15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
深圳联系人		胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
		巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn	
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn	
	杨萍	13723434033	yangping1@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