

昇辉科技 (300423) / 电气设备
业绩符合预期, 现金流表现亮眼
评级: 增持 (维持)

市场价格: 15.60

分析师: 苏晨

执业证书编号: S0740519050003

Email: suchen@r.qlzq.com.cn

研究助理: 张哲源

Email: zhangzy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	499
流通股本(百万股)	258
市价(元)	15.60
市值(百万元)	7789
流通市值(百万元)	4027

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	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,031.11	3,942.19	4,861.56	6,389.41	8,123.19
增长率 yoy%	1048.13%	30.06%	23.32%	31.43%	27.14%
净利润(百万元)	450.54	593.00	738.11	971.32	1,215.41
增长率 yoy%	1530.25%	31.62%	24.47%	31.60%	25.13%
每股收益(元)	0.90	1.19	1.48	1.95	2.43
每股现金流量	1.50	-0.24	0.37	0.61	0.70
净资产收益率	15.62%	17.12%	17.55%	18.64%	19.21%
P/E	17.3	13.1	10.6	8.0	6.4
PEG	0.59	0.49	0.05	0.27	0.24
P/B	2.7	2.2	1.9	1.5	1.2

备注: 股价取自 2020 年 10 月 28 日收盘价

投资要点

- 公司发布 2020 年三季报:** 前三季度实现营收 30.12 亿元, 同比增长 6.43%, 实现归母净利润 4.55 亿元, 同比增长 4.47%, 实现扣非归母净利润 4.49 亿元, 同比增长 4.36%, 毛利率为 30.52%, 同比下降 9.20pct; 净利率为 15.11%, 同比下降 0.28pct。单三季度实现营收 11.08 亿元, 同比增长 10.84%, 实现归母净利润 1.79 亿元, 同比增长 14.93%, 实现扣非归母净利润 1.77 亿元, 同比增长 14.51%。符合市场预期。
- 并购协同及规模效应显现, Q2 及 Q3 营收业绩增速持续回升。** Q3 以来地产行业积极推动复工复产, 竣工增速保持稳健, 1-9 月地产固定投资累计增速已回升至 3.8%。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, Q2 以来经营持续复苏, 上半年营收实现正增长, 前三季度营收增速已进一步回升至 6.43%。
- 电气成套设备持续回暖, 智慧城市业务稳健扩张。** 1) 电气成套设备: 工业领域把握新基建机遇, 加大市政、轨交及地铁项目拓展力度; 民用领域深度绑定碧桂园等龙头客户, Q3 增速预计已进一步回升, Q4 有望继续改善。2) LED 照明: 商用及民用照明市场广阔, 凭借渠道优势加速拓展, 三季度预计继续维持上半年较好增势。3) 智慧社区: 智慧城市、智慧社区、公共安防等新兴领域加速切入, 今年 7 月公司深圳研发中心投运, 加速智慧城市解决方案技术创新与业务拓展, 未来有望成长为新的业绩增长驱动力。
- 民用及工业持续发力, 智慧城市有望成为新亮点。** 公司深度绑定核心客户碧桂园, 目前在其供货份额仍具备较大提升空间, 在深化与碧桂园合作的基础上, 公司加大新客户拓展力度, 2018-2020H1 碧桂园业务占比已由 80.54% 降至 58.74%, 新客户渗透进程顺利, 未来民用业务增量显著。新基建打开工业领域增长窗口, 电网投资调增, 下半年需求景气度较高, 有望充分受益。前三季度昇辉控股持续发力智慧城市与公共安防领域, 多项创新应用平台产品落地, 结合云计算、大数据等核心技术, 强化公司智慧城市业务布局, 新研发中心落地将支撑该业务加速扩张。
- 期间费用率下降, 经营现金流表现亮眼。** 由于疫情影响、去年同期计提奖励等因素, 2020 年前三季度管理费用率(含研发费用)、销售费用率、财务费用率分别为 6.25%/2.52%/2.34%, 期间费用率为 11.11%, 同比下降 9.00pct。公司前三季度经营性现金流净额为 4.59 亿元, 同比大幅增长 167.09%, 公司加大现金流管理及回款力度, 经营现金流表现亮眼。
- 投资建议:** 公司为国内电气成套设备龙头, 民用领域绑定龙头房企碧桂园, 在碧桂园份额提升的基础上加速拓展新客户, 工业领域受益于新基建及电网投资带来的工业领域需求景气度提升; 同时大力布局智慧城市业务, 加速打造业绩新增长点。考虑到疫情下地产需求节奏变化与招标价格调整, 我们调整了盈利预测, 预计 2020-2022 年公司归母净利润将分别为 7.38/9.71/12.15 亿元(前值为 7.84/10.71/14.07 亿元), EPS 分别为 1.48/1.95/2.43 元(前值为 1.57/2.14/2.82)元, 对应 2020 年 10 月 28 日收盘价 PE 分别为 10.6/8.0/6.4 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 2020Q3 关键数据总览

	2020	2019	同比	2020Q3	2020Q2	2019Q3	同比	环比
	Q1-Q3	Q1-Q3						
营业收入 (亿元)	30.12	28.30	6.43%	11.08	13.19	10.00	10.84%	-15.98%
毛利 (亿元)	9.19	11.24	-18.22%	3.54	4.00	3.69	-3.94%	-11.43%
归母净利润 (亿元)	4.55	4.36	4.47%	1.79	2.05	1.55	14.93%	-12.79%
扣非归母净利润 (亿元)	4.49	4.30	4.36%	1.77	2.01	1.54	14.51%	-12.16%
毛利率	30.52%	39.72%	-9.20%	31.96%	30.32%	36.88%	-4.92%	1.64%
净利率	15.11%	15.39%	-0.28%	16.11%	15.52%	15.54%	0.57%	0.59%
ROE	12.35%	14.22%	-1.87%	4.68%	5.65%	4.85%	-0.17%	-0.96%
EPS	0.92	0.90	2.22%	0.36	0.41	0.31	14.93%	-12.79%

来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司财务预测 (金额: 百万元, 股价取自 2020 年 10 月 28 日收盘价)

2020年10月28日	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
利润表						成长性					
营业收入	3,031.1	3,942.2	4,861.6	6,389.4	8,123.2	营业收入增长率	1048.1%	30.1%	23.3%	31.4%	27.1%
减:营业成本	1,843.8	2,470.3	3,292.6	4,238.7	5,420.3	营业利润增长率	1447.3%	30.8%	24.4%	31.4%	24.8%
营业税金	21.4	23.8	50.9	66.9	85.1	净利润增长率	1530.3%	31.6%	24.5%	31.6%	25.1%
销售费用	106.9	186.1	218.8	319.5	406.2	EBITDA增长率	1597.2%	48.0%	-14.3%	32.4%	25.6%
管理费用	303.4	312.8	437.5	638.9	812.3	EBIT增长率	1911.0%	48.4%	-14.6%	32.3%	25.4%
财务费用	14.8	87.5	1.0	1.0	1.0	NOPLAT增长率	1617.6%	44.2%	9.7%	31.7%	25.1%
资产减值损失	113.3	-	50.0	50.0	50.0	投资资本增长率	911.6%	28.4%	16.2%	16.7%	17.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	494.5%	20.1%	21.4%	21.2%	22.0%
投资和汇兑收益	2.1	7.3	5.0	5.0	5.0	利润率					
营业利润	516.6	675.6	840.8	1,104.4	1,378.3	毛利率	39.2%	37.3%	32.3%	33.7%	33.3%
加:营业外净收支	-2.4	-1.9	2.8	2.5	2.8	营业利润率	17.0%	17.1%	17.3%	17.3%	17.0%
利润总额	514.1	673.7	843.6	1,106.9	1,381.1	净利率	14.9%	15.0%	15.2%	15.2%	15.0%
减:所得税	63.6	80.7	105.4	135.6	165.7	EBITDA/营业收入	21.9%	24.9%	17.3%	17.4%	17.2%
净利润	450.5	593.0	738.1	971.3	1,215.4	EBIT/营业收入	21.3%	24.3%	16.8%	16.9%	16.7%
资产负债表						运营效率					
货币资金	839.2	791.0	975.5	1,282.0	1,629.9	固定资产周转天数	19	30	40	38	36
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	88	141	142	134	129
应收账款	1,464.8	1,116.3	2,259.8	1,289.8	2,997.4	流动资产周转天数	326	484	487	458	454
应收票据	1,483.2	2,291.0	2,363.4	3,753.8	4,023.3	应收账款周转天数	102	118	125	100	95
预付账款	30.9	7.7	43.8	22.4	62.3	存货周转天数	63	111	120	117	118
存货	1,032.0	1,390.8	1,838.5	2,318.7	2,997.5	总资产周转天数	450	671	659	603	581
其他流动资产	115.1	28.7	48.3	64.0	47.0	投资资本周转天数	193	309	305	270	249
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	15.6%	17.1%	17.5%	19.0%	19.5%
长期股权投资	-	19.9	26.5	35.3	47.1	ROA	6.6%	7.6%	7.4%	8.5%	8.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROIC	159.0%	22.7%	19.4%	21.9%	23.5%
固定资产	180.0	483.2	601.4	732.8	894.2	费用率					
在建工程	28.5	7.7	157.7	307.7	457.7	销售费用率	3.5%	4.7%	4.5%	5.0%	5.0%
无形资产	71.3	69.0	62.6	56.1	49.7	管理费用率	10.0%	7.9%	9.0%	10.0%	10.0%
其他非流动资产	1,606.4	1,636.2	1,579.0	1,586.2	1,576.9	财务费用率	0.5%	2.2%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	6,851.5	7,841.4	9,956.4	11,449.0	14,782.8	三费/营业收入	14.0%	14.9%	13.5%	15.0%	15.0%
短期债券	602.3	964.6	1,155.3	1,256.9	1,330.6	偿债能力					
应付账款	1,397.7	1,338.2	2,308.4	2,386.0	3,617.1	资产负债率	57.9%	55.8%	57.7%	55.5%	57.9%
应付票据	737.4	899.9	1,282.5	1,527.0	2,065.7	权益比率	137.6%	126.3%	136.6%	124.5%	137.6%
其他流动负债	606.2	1,170.2	921.8	1,037.2	1,434.3	流动比率	1.49	1.29	1.33	1.41	1.39
长期借款	400.0	-	4.9	40.4	53.6	利息保障倍数	1.18	0.97	1.00	1.03	1.04
其他非流动负债	224.1	4.1	76.1	101.4	60.5	分红指标					
负债总额	3,967.7	4,377.0	5,749.0	6,349.0	8,561.8	DPS(元)	0.13	0.09	0.11	0.19	0.20
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	14.7%	7.6%	7.4%	9.9%	8.3%
股本	291.4	499.3	499.3	499.3	499.3	股息收益率	0.9%	0.6%	0.7%	1.2%	1.3%
留存收益	2,653.1	3,022.4	3,708.1	4,600.7	5,721.7	业绩和估值指标					
股东权益	2,883.8	3,464.4	4,207.4	5,100.0	6,221.0	2018	2019	2020E	2021E	2022E	
现金流量表						2018	2019	2020E	2021E	2022E	
净利润	450.5	593.0	738.1	971.3	1,215.4	EPS(元)	0.90	1.19	1.48	1.95	2.43
加:折旧和摊销	19.6	32.5	24.2	33.0	44.2	BVPS(元)	5.78	6.94	8.43	10.21	12.46
资产减值准备	113.3	51.2	-	-	-	PE(X)	17.3	13.1	10.6	8.0	6.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.7	2.2	1.9	1.5	1.3
财务费用	27.2	85.3	1.0	1.0	1.0	P/FCF	-6.4	-1,296.5	60.4	19.4	17.5
投资收益	-2.1	-7.3	-5.0	-5.0	-5.0	P/S	2.6	2.0	1.6	1.2	1.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	7.9	7.1	9.5	7.1	5.5
营运资金的变动	-799.2	-679.6	-305.2	-479.4	-596.7	CAGR(%)	29.2%	27.0%	198.9%	29.2%	27.0%
经营活动产生现金	-483.8	-175.7	453.0	521.0	658.9	PEG	0.6	0.5	0.1	0.3	0.2
投资活动产生现金	-453.0	-217.7	-280.9	-303.0	-344.0	ROIC/WACC	15.7	2.2	1.9	2.2	2.3
融资活动产生现金	1,373.8	272.9	12.3	88.6	33.0	REP	0.1	0.8	0.9	0.7	0.5

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。