新时代证券-研究所晨报（20200820）

● 总量研究

宏观研究：股票估值体系的坍塌

1980 年代以来，美股 PE、PB、Tobin Q 整体上升，即使在互联网泡沫破灭、次贷危机期间都经历了调整，但是之后又回升，这是无法用货币政策来解释的，这需要从经济结构的变化来解释。新经济的天然垄断性以及传统行业经过市场出清，使企业的垄断能力增强。当其他条件不变时，PE 的合理水平会随着垄断能力的增强而上升，并不存在均值回归。对于 PB 指标，企业市场价值超过账面价值来自两个渠道，一是垄断利润，二是利息率、贴现率下滑，而它们最终来自企业的垄断能力。

● 公司研究

科士达：数据中心业务稳健，充电桩增长明显

事件：公司发布 2020 年中报，归母净利润 7.01 亿元，对应 2020Q2，实现营业收入 6.39 亿元，同比+5.41%，环比+164.18%；归母净利润 1.11 亿元，同比+39.78%，环比+438.84%；扣非后归母净利润 0.97 亿元，同比+25.47%，环比+649.70%。业绩符合预期，Q1 受疫情影响，Q2 大幅好转。数据中心业务持续布局。充电桩业务增长明显。储能未来大蓝海，绑定宁德时代共获发展。储能是未来能源互联网的中心，在发电侧、电网侧、用户侧有着广泛应用。公司与锂电池龙头宁德时代成立合资公司（公司股权占比 49%），重点布局储能领域，目前合资公司一期项目计划今年底能够建设投产。公司未来将充分受益合资公司带来的投资收益。

盈利预测评级：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.66、4.23、5.06 亿元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 24.3、21、17.6 倍，维持“强烈推荐”评级。

汇川技术：业绩超预期，通用自动化业务高增长

业绩超预期：2020H1 营收同比+76%、归母净利润同比+94%。2020Q2 营收同比+99.9%，归母净利润同比+124%。通用自动化业务增长迅猛。乘用车业务迎来收获期。2020H1 国内新能源汽车行业低迷。乘用车方面，出现结构性增长，造车新势力销量突起。2020H1 公司新能源汽车业务营收 3.3 亿元，同比+46%。随着各地新能源汽车刺激政策的出台，新能源汽车行业下游需求逐步复苏。7 月，新能源汽车销量同比转正，预计下半年行业持续恢复。公司获得多家车企 DC/DC、OBC 等定点，公司多合一产品逐步进入 B、C 样开发阶段，有望持续获得订单突破。

盈利预测评级：公司作为国内工控龙头，受益于下半自动化市场回暖，我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 16、19、21 亿元，EPS 分别为 0.96、1.11、1.26 元，当前股价对应的 PE 分别为 58、50、44 倍，维持 “强烈推荐”评级。

风险提示：现实和模型存在差距

樊继拓（分析师）
021-68865595
fanjituo@xsdzq.cn
证书编号：S0280518040001

吕卓阳（联系人）
lvzhuoyang@xsdzq.cn
证书编号：S0280120060010

大盘走势图



行业涨跌幅（日度）

涨跌幅前五		涨跌幅后五	
公用事业	1.33%	休闲服务	-3.85%
食品饮料	0.09%	电子	-3.25%
交通运输	0.03%	计算机	-2.88%
采掘	-0.2%	医药生物	-2.76%
建筑材料	-0.28%	传媒	-2.72%

相关报告

《股票估值体系的坍塌》2020-08-19

《数据中心业务稳健，充电桩增长明显》2020-08-19

《业绩超预期，通用自动化业务高增长》2020-08-18

内容目录

1、 总量研究 3
1.1、 宏观研究：股票估值体系的坍塌 3
2、 公司研究 4
2.1、 科士达：数据中心业务稳健，充电桩增长明显 4
2.2、 汇川技术：业绩超预期，通用自动化业务高增长 4

1、 总量研究

1.1、 宏观研究：股票估值体系的坍塌

1980 年代以来，美股 PE、PB、Tobin Q 整体上升，即使在互联网泡沫破灭、次贷危机期间都经历了调整，但是之后又回升，这是无法用货币政策来解释的，这需要从经济结构的变化来解释。

新经济的天然垄断性以及传统行业经过市场出清，使企业的垄断能力增强。垄断能力通过两个途径降低实际的工资率和利息率。一方面，拥有垄断能力的企业具有很强的产品价格加成定价能力，产品价格的上涨会导致实际的工资率和利息率的下降。另一方面，有垄断能力的企业对工人薪资、融资成本的议价能力较强，会直接压低工资率和利息率。工资率和利息率的下降，则意味着企业垄断利润率的增加，这会提高资本回报率 ROE。当垄断能力提升时，企业可以获得较低的实际融资成本，同时，企业扩大投资生产的动机减弱，特别是新经济又具有轻资产特征，融资需求弱于传统经济，企业融资需求的下降，进一步导致企业融资利息率下滑。利息率和资本收益率的背离是解释诸多资本市场之谜的关键。

当其他条件不变时，PE 的合理水平会随着垄断能力的增强而上升，并不存在均值回归。这背后的机制是，垄断能力导致利息率、贴现利率下滑。垄断能力的存在，也使我们不能根据 ROE 判断 PE 是否合理。当存在垄断能力时，PE=1/R>1/ROE，此时合理的 PE 和 1/R 一致，但是大于 1/ROE，也就是当实际 PE 大于 1/ROE 时，估值并不一定偏高。

对于 PB 指标，企业市场价值超过账面价值来自两个渠道，一是垄断利润，二是利息率、贴现率下滑，而它们最终来自企业的垄断能力。当存在垄断能力时 PB>1，PB 的合理值是变化的，垄断能力越强，合理的 PB 越大，此时不容易根据 PB 来判断股价是否合理。

这对中国股票市场有什么启示？中国新经济比重比较低，除了一些行政垄断行业，传统行业也没像美国那样经过彻底的市场出清、集中度提升，中国经济的垄断租金率没有美国那么高，这就意味着在经济增速下滑情况下，中国资本回报率也会随之下滑，而不是像美国那样保持平稳。理论上，投资率会随资本回报率下滑，从而拉低了融资利率、股票期望收益率。但是影响利率的不仅有经济增速，还有利率市场化、储蓄率、垄断能力等因素。和美国依靠企业垄断能力压制利率不同，中国长期依靠资本管制使利率和经济增速背离。次贷危机后，中国利率市场化不断推进，加上储蓄率下滑，这些都会给利率一个上拉力量，最终中国经济增速、资本回报率下滑，但利率并没怎么下降，A 股股价、PE、PB 也就无法像美股一样持续向上。

疫情冲击下，短期内经济修复趋势不变，但长期来看经济增速中枢或将下移。与此同时，中国经济质量提高，新经济快速成长，新经济的天然垄断性会使垄断租金增长，这样资本回报率并不一定会随着经济增速下降，相反利率则可能下滑，A 股也就会和美股一样，在盈利和估值两方面提升股票价格，PE、PB 的合理值也会上升。

这是建立在中国可以完成产业升级，且其他条件不变的情况下。经济增速下滑的同时，资本回报率保持平稳、甚至上升，那工资率就会下降，贫富差距会扩大，如果中国加强劳工权益保护，并通过资本税等方式缩小贫富差距，资本回报率能否像美国那样保持平稳是个问题。另外，如果利率市场化、储蓄率下滑还继续支撑利率，那利率能否像美国一样下滑同样是个问题。最终，资本市场如何表现也就不确

定了。

风险提示：现实和模型存在差距。

2、 公司研究

2.1、 科士达：数据中心业务稳健，充电桩增长明显

事件：公司发布 2020 年中报，归母净利润 7.01 亿元，公司发布 2020 年中报：2020H1 实现营业收入 8.80 亿元，同比-11.82%；实现归母净利润 1.32 亿元，同比+6.78%；实现扣非后归母净利润 1.10 亿元，同比-1.92%；EPS 0.23 元，ROE 4.99%。

对应 2020Q2，实现营业收入 6.39 亿元，同比+5.41%，环比+164.18%；归母净利润 1.11 亿元，同比+39.78%，环比+438.84%；扣非后归母净利润 0.97 亿元，同比+25.47%，环比+649.70%。

业绩符合预期，Q1 受疫情影响，Q2 大幅好转。Q1 受国内外疫情及开工淡季影响，业绩有所下滑。随着 Q2 疫情好转，公司数据中心、逆变器、充电桩等等业务全面恢复，Q2 业绩实现高增长

上半年收入端有所下滑，电源及数据中心略有增长，逆变器及储能下滑较大，充电桩高增长。智慧电源与数据中心收入 6.92 亿元，同比+2.38%，逆变器及储能收入 0.87 亿元，同比-63.2%，充电桩收入 3.56 亿元，同比+423.6%。三块业务上半年营收占比分别为 78.57%、9.91%、4.05%。

数据中心业务持续布局。公司主推数据中心一体化解决方案，由单品销售转向整体解决方案提供，不断提升集成设计和资源整合能力。行业上，金融、通信、轨交是公司的传统优势行业，重点拓展 IDC 等新市场。惠州仲恺工业园二期项目目前已进入收尾阶段，计划今年可启用，用于公司部分数据中心及光伏、储能产品生产。

充电桩业务增长明显。新能源汽车充电桩是新基建重要一环，公司布局已久，与公交、独立运营商等大客户合作基础好，上半年明显起量，推出的多款新产品。欧洲能源汽车销量向好，公司下半年将全面布局海外市场，推出欧标、美标产品。

储能未来大蓝海，绑定宁德时代共获发展。储能是未来能源互联网的中心，在发电侧、电网侧、用户侧有着广泛应用。公司与锂电池龙头宁德时代成立合资公司（公司股权占比 49%），重点布局储能领域，目前合资公司一期项目计划今年底能够建设投产。公司未来将充分受益合资公司带来的投资收益。

盈利预测与评级：预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.66、4.23、5.06 亿元，当前股价对应 2020-2022 年 PE 分别为 24.3、21、17.6 倍，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：海外收入下滑、数据中心业务不及预期、合资公司不及预期。

2.2、 汇川技术：业绩超预期，通用自动化业务高增长

业绩超预期：2020H1 营收同比+76%、归母净利润同比+94%。2020H1 公司实现营业收入约 47.8 亿元，同比+76%；毛利率约 39.8%，同比-1.2 个 pct；归母净利润约 7.7 亿元，同比+94.3%；扣非后归母净利润约 7 亿元，同比+104.1%；归母净利率约 16.2%，同比+1.5 个 pct。整体业绩超预期，近业绩预告上限。

2020Q2 营收同比+99.9%，归母净利润同比+124%。2020H1 公司实现营业收入约 32.4 亿元，同比+99.9%；毛利率约 18.5%，同比+6.5 个 pct；归母净利润约 6 亿元，同比+123.5%；扣非后归母净利润约 5.53 亿元，同比+128.2%；归母净利率约 0.2%，维持稳定。

通用自动化业务增长迅猛。2020H1 防疫产业和新基建等因素的影响，口罩机等细分行业增长明显，随着下游客户的复工复产，需求恢复较好，在 3C 制造、锂电池、硅晶等行业取得快速增长。2020H1 公司通用自动化业务营收约 21.2 亿元，同比+56%,其中通用变频营收约 9.2 亿元，通用伺服营收约 8.2 亿元，PLC&HMI 营收约 2.3 亿元，电液伺服系统（不含伊士通）营收约 1.5 亿元。从产品来看，公司产品毛利率提升明显。变频器类、运动控制类、控制技术类产品毛利率分别为 47.4%、49.5%、53.4%，同比分别+2.5、3.5、9.1 个 pct。

乘用车业务迎来收获期。2020H1 国内新能源汽车行业低迷。乘用车方面，出现结构性增长，造车新势力销量突起。公司新势力整车客户如小鹏、理想和威马放量明显，1-6 月产量合计约 2.7 万辆。商用车方面，物流车上半年增长较快，客车受行业整体低迷影响，销量下滑。2020H1 公司新能源汽车业务营收 3.3 亿元，同比+46%。随着各地新能源汽车刺激政策的出台，新能源汽车行业下游需求逐步复苏。7 月，新能源汽车销量同比转正，预计下半年行业持续恢复。公司获得多家车企 DC/DC、OBC 等定点，公司多合一产品逐步进入 B、C 样开发阶段，有望持续获得订单突破。

盈利预测与评级：公司作为国内工控龙头，受益于下半自动化市场回暖，我们预计 2020-2022 年归母净利润分别为 16、19、21 亿元，EPS 分别为 0.96、1.11、1.26 元，当前股价对应的 PE 分别为 58、50、44 倍，维持 “强烈推荐”评级。

风险提示：疫情波动的风险，宏观经济波动的风险。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

樊继拓，新时代证券策略首席分析师，6 年宏观策略研究经验，先后就职于期货公司和券商研究所，2017 年水晶球策略团队公募组第一核心成员，2018 第一财经年度最佳新人奖。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

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。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖　销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕莜琪　销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓　销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司　研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼　　邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼　　邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼　　邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/