

综合能源服务商初见雏形，2016见证成长

——科陆电子（002121）2015 年报点评

2016 年 04 月 13 日

推荐/首次

科陆电子

财报点评

郑闵钢	分析师	执业证书编号：S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
史鑫	联系人	
	shixin@dxzq.net.cn	010-60554044

事件：

公司发布 2015 年年报，报告期内公司实现营业收入 22.61 亿元，同比增长 15.70%。归属于上市公司股东的净利润为 1.96 亿元，同比增长 56.09%，实现每股收益 0.44 元/股。此外，公司发布 2015 年利润分配预案：每 10 股派发现金红利 0.5 元（含税），每 10 股转增 15 股。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入（百万元）	450.36	466.54	798.42	287.36	642.46	549.72	781.89
增长率（%）	15.45%	32.82%	72.54%	20.09%	42.65%	17.83%	-2.07%
毛利率（%）	32.32%	31.72%	30.06%	36.06%	30.99%	36.64%	28.90%
期间费用率（%）	20.09%	23.72%	23.48%	38.36%	21.57%	27.55%	27.11%
营业利润率（%）	9.82%	5.28%	3.02%	0.24%	8.32%	9.94%	-2.63%
净利润（百万元）	48.85	31.31	41.39	7.28	61.94	62.41	70.41
增长率（%）	04.39%	51.62%	222.93%	-02.23%	26.81%	99.32%	70.11%
每股盈利（季度，元）	0.12	0.07	0.10	0.02	0.13	0.13	0.14
资产负债率（%）	59.09%	63.41%	68.42%	72.36%	65.01%	68.20%	76.38%
净资产收益率（%）	3.41%	2.14%	2.80%	0.48%	2.78%	2.64%	2.89%
总资产收益率（%）	1.40%	0.78%	0.89%	0.13%	0.97%	0.84%	0.68%

观点：

主营业务多点开花，有望进一步增长。从收入贡献角度来看，智能用电，智能电网和新能源是公司三大主要来源。智能用电收入贡献 11.63 亿元，同比增长 3.29%，毛利率 24.71% 同比下降 5.09%。智能电网收入贡献 2.13 亿元，同比增长 29.73%，毛利率 30.14%，同比下降 5.63%。新能源收入贡献 4.66 亿元，同比增长 74.96%，毛利率 39.01%，同比增长 15.06%。此外，公司加大储能、充电桩、光伏逆变器产品的研发，致使 2015 年研发投入占比 8.07%，同比增长 52%。

充电桩技术储备完善，步入业绩兑现期。根据我国 2020 年规划，充电桩达到 480 万个，充电站应达到 1.2 万座，市场规模达 1000 亿元以上。2016 年国网招标规模达 50 亿元，同时多个省市启动了充电桩建设，网内网外市场其发力将拉动充电桩设备的需求爆发。公司强化充电桩技术研发，2015 年获得 50 项专利，公司的客

户资源禀赋突出, 国网南网是公司的长期合作客户, 2016年起预计公司充电桩订单有望呈现爆发式增长。此外, 公司受让地上铁租车(深圳)部分股权以及控股中电绿源公司, 切入新能源汽车运营领域, 通过新能源汽车运营、充电站的运营以及设备的销售形成“车、桩、网”全产业链的整合, 把握入口节点和云管理平台, 搭建电动汽车为核心的生态圈, 构建多点盈利模式。

光伏+储能产业不断扩大, 贡献成长新动力。2015年新疆地区较大范围限电, 导致光伏电站收入不及预期, 结合近期传闻能源局叫停新疆等地的新增新能源项目及发改委提出的《就近消纳复函方案》, 2016年公司目标是实现600MW至700MW并网, 后续光伏业绩有望获得改善。公司拥有完善的储能系统集成能力和解决方案, 创新储能商业化应用模式为“光伏+储能”提供电池储能配套, 通过与LG化学合作, 降低电芯采购成本, 并进一步降低整套储能系统的成本, 市场拓展方面, 欧洲及非洲等国家是公司未来战略发展重点。

智慧能源互联网开花结果, 静待规模爆发。《十三五》规划纲要》提出深入推进能源革命, 积极构建智慧能源系统。公司积极布局主动配电网改造、园区能源服务等布局, 公司再次拟非公开发行股票筹资30.77亿, 投资于220MW光伏项目、微网、智慧能源系统平台等项目, 践行智慧能源全产业链协同, 加快公司抓行成为综合的能源服务商。我们认为智慧能源互联网将会成为未来增长的支点, 公司成长空间广阔。

结论:

公司进行了光伏、储能、智慧能源等多个业务的协同布局, 正处于从设备和技术提供商向能源服务商的战略转型期, 我们预计公司2016~2018年的营收分别为40.4亿元、52.9亿元、64.5亿元, EPS分别为0.79元、0.97元和1.14元, 对应P/E分别为33X、27X和23X。首次覆盖, 给予“推荐”的投资评级, 6个月目标价33元。

风险提示:

1. 新能源汽车产业不达预期
2. 光储拓展不及预期

公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2383	4469	7841	10126	13210	营业收入	1955	2261	4040	5295	6448
货币资金	456	904	1616	2012	2450	营业成本	1349	1531	2598	3504	4308
应收账款	1233	2125	3542	4352	5653	营业税金及附加	9	14	26	33	39
其他应收款	122	261	466	611	744	营业费用	199	190	384	477	580
预付款项	41	90	155	214	319	管理费用	196	299	545	662	806
存货	421	730	1097	1415	1871	财务费用	60	123	73	85	94
其他流动资产	30	293	833	1341	1942	资产减值损失	43.40	33.37	33.36	36.71	34.48
非流动资产合计	2292	5844	4280	3703	3047	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	4	76	76	76	76	投资净收益	0.00	17.74	0.00	0.00	0.00
固定资产	852.34	3041.5	3403.6	3042.3	2681.0	营业利润	98	88	380	497	586
无形资产	157	185	166	148	129	营业外收入	49.44	90.08	77.51	72.34	79.98
其他非流动资产	111	805	0	0	0	营业外支出	1.25	1.21	2.00	2.00	2.00
资产总计	4675	10313	12121	13828	16257	利润总额	146	177	456	567	664
流动负债合计	2477	5311	7983	9151	11183	所得税	17	-25	64	80	94
短期借款	801	955	3330	2594	2696	净利润	129	202	391	487	570
应付账款	732	1719	1777	2717	3686	少数股东损益	3	6	17	23	27
预收款项	113	185	329	473	677	归属母公司净利润	126	196	374	464	543
一年内到期的非流	4	221	221	221	221	EBITDA	374	520	833	962	1059
非流动负债合计	722	2567	2299	2867	3343	BPS (元)	0.32	0.44	0.79	0.97	1.14
长期借款	170	1363	1817	2419	3169	主要财务比率					
应付债券	476	478	480	480	200	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	3199	7877	10282	12018	14526	成长能力					
少数股东权益	27	113	130	153	180	营业收入增长	38.74%	15.70%	78.64%	31.06%	21.79%
实收资本(或股本)	400	476	476	476	476	营业利润增长	35.91%	-10.25	331.18	30.59%	17.96%
资本公积	388	1013	400	400	400	归属于母公司净利润	46.28%	56.09%	90.85%	23.89%	17.06%
未分配利润	601	756	731	692	643	获利能力					
归属母公司股东权	1449	2323	1678	1643	1598	毛利率(%)	30.99%	32.29%	33.81%	33.18%	39.58%
负债和所有者权	4675	10313	12090	13813	16305	净利率(%)	6.60%	8.93%	9.69%	9.20%	8.84%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位: 百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2018E	2.69%	1.90%	3.09%	3.35%	3.34%	
经营活动现金流						偿债能力					
182	-298	-1480	1001	362	362	资产负债率(%)	68%	76%	85%	87%	89%
净利润	129	202	391	487	570	流动比率	0.96	0.84	0.98	1.11	1.18
折旧摊销	215.91	308.75	379.75	379.75	379.75	速动比率	0.79	0.70	0.84	0.95	1.01
财务费用	60	123	73	85	94	营运能力					
应收账款减少	0	0	-1417	-810	-1302	总资产周转率	0.51	0.30	0.36	0.41	0.43
预收帐款增加	0	0	144	144	203	应收账款周转率	2	1	1	1	1
投资活动现金流	-867	-2074	793	-37	-34	应付账款周转率	3.41	1.85	2.31	2.36	2.01
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
长期股权投资减少	0	0	19	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.32	0.44	0.79	0.97	1.14
投资收益	0	18	0	0	0	每股净现金流(最新)	-0.05	0.34	1.50	0.83	0.92
筹资活动现金流	666	2536	1399	-569	110	每股净资产(最新摊)	3.63	4.88	3.52	3.45	3.36
应付债券增加	0	0	2	0	-280	估值比率					
长期借款增加	0	0	454	602	750	P/E	83.31	60.23	33.57	27.09	23.14
普通股增加	3	77	0	0	0	P/B	7.28	5.41	7.49	7.65	7.86
资本公积增加	2	625	-613	0	0	EV/EBITDA	30.88	28.22	20.17	16.92	15.48
现金净增加额	-20	164	712	396	438						

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

郑闽钢

房地产行业首席研究员（D），基础产业小组组长。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。万得资讯 2014 年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。

联系人简介

史鑫

新能源行业研究员。具备两年以上新能源产业经验，目前研究重点覆盖新能源汽车、光伏等。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。