

和顺电气 (300141.SZ)

输配电及控制行业

评级: 增持 下调评级

公司点评

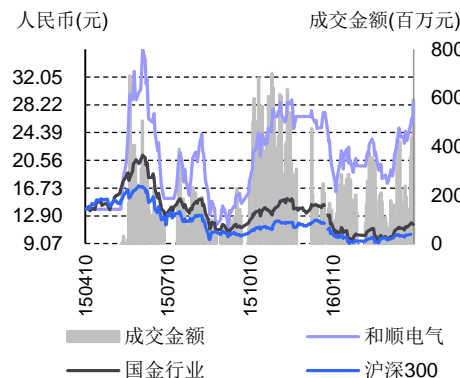
市场价格 (人民币): 28.44 元

目标价格 (人民币): 32.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	106.21
总市值(百万元)	4,748.52
年内股价最高最低(元)	35.87/11.25
沪深 300 指数	3264.49



## 相关报告

- 《首次进入光伏电站领域，加码能源互联网-和顺电气公司点评》，2015.11.30
- 《连云港公交充电站 EPC 中标点评-和顺电气公司点评》，2015.11.25
- 《充电桩纯正标的，变电所运维布局售电市场-和顺电气公司研究简报》，2015.10.20

苏广宁

联系人  
(8621)61620766  
suguangning@gjzq.com.cn

张帅

分析师 SAC 执业编号: S1130511030009  
(8621)60230213  
zhangshuai@gjzq.com.cn

## 骗补风波延缓收入确认，二季度大幅增长确定

## 公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.378	0.311	0.157	0.539	0.748
每股净资产(元)	3.86	4.12	4.22	4.66	5.31
每股经营性现金流(元)	-0.00	0.08	0.11	-0.59	0.48
市盈率(倍)	24.76	40.81	180.63	52.74	38.02
行业优化市盈率(倍)	43.14	56.84	109.50	86.37	86.37
净利润增长率(%)	22.73%	-17.10%	-49.40%	242.47%	38.71%
净资产收益率(%)	9.81%	7.56%	3.73%	11.56%	14.08%
总股本(百万股)	165.60	166.95	166.97	166.97	166.97

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 公司 4 月 8 日发布 2016 年一季报预告，预计归母净利润 0-247 万元，同比下降-100%至-80% (2015 年同期为 1234.19 万元)。

## 经营分析

- 骗补风波延缓收入确认，关注本月国网招标中标情况：**2015 年 11 月 23 日，公司公告中标连云港海通公共交通有限公司 3,400 万元新能源电动车充电站项目。该项目是 2015 年国内最大的充电站项目之一。由于受近几个月“查骗补”影响，公交运营项目车辆购置价格难以确定，致使整体进度受到影响，我们预期将于二季度甚至三季度才能确认收入。此外，关注近期公司在国网充电桩招标中能否取得突破。
- 光伏电站项目预期二季度确认收入：**2015 年 11 月 28 日，控股子公司江苏中导电力有限公司（以下简称“中导电力”）承接了中国风电集团有限公司达茂旗双水泉风光电厂 10MW 光伏发电项目，项目合同总金额 7375 万元。预计该项目将于二季度确认收入，我们判断全年公司有望完成 3 个 10MW 光伏 EPC 项目，在扩大营收的同时，也为能源互联网的发电端做好技术储备，未来存在继续扩大规模以及持有电站的可能。
- 传统业务反弹有待观察：**2015 年一季度公司主营业务收入确认规模较大，基数较高，但全年招标量明显下滑并影响到今年的收入确认。虽然，2015 年 8 月，配电网建设改造行动计划（2015-2020 年）出台，“十三五”期间配网将迎来 1.7 万亿大投资。但根据我们对今年 3 月份的招标统计，并未出现明显增长，后续政策落地情况有待继续观察。此外，我们预期公司成套设备等产品未来有望在国网招标中取得突破。
- 能源互联网平台上线在即，区位优势显著：**苏州地区拥有用户专变数量超过国内大部分省份全省之和。公司地处苏州工业园区，区位优势显著。2015 年 9 月收购的中导电力，长期服务于苏州供电局、苏州经信委，地方资源丰富。该公司长期承担区域内公变及输电线路巡视、运维及高压带电工作，为公司在区域开展专变运维，进而拓展节能服务、售电业务打下良好基础。此外，苏州是国内 4 个需求侧管理试点城市之一（北京、唐山、佛山），未来相关业务也将贡献收益。虽然公司能源互联网平台上线进度略低于预期，但未来需求侧管理业务对公司带来的营收弹性巨大，且目前仍处于蓝海阶段，市场空间广阔。

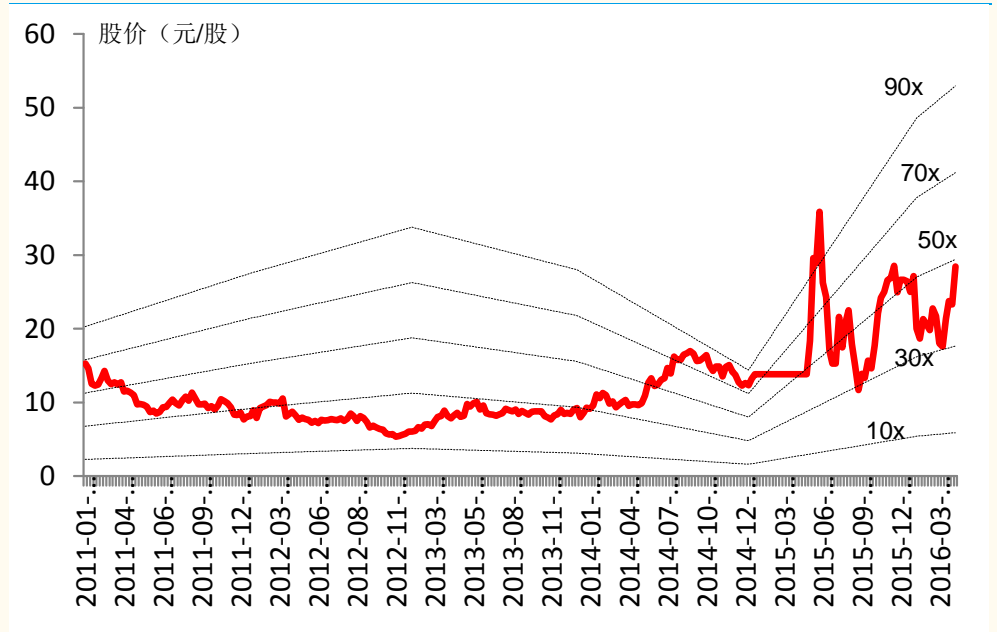
### 盈利预测与投资建议

- 我们预期公司 2015-2017 年 EPS 为 0.16, 0.54, 0.75, 对应 4 月 8 日收盘价为 181x/53x/38x PE, 给予 2016 年 60x 估值, 目标价 32 元。

### 风险

- 充电桩需求量、中标量低于预期
- 能源互联网拓展进度低于预期
- 配网设备招标量低于预期

图表 1: 历史估值水平



来源: 国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>主营业务收入</b>	<b>277</b>	<b>343</b>	<b>325</b>	<b>302</b>	<b>760</b>	<b>971</b>	货币资金	358	323	271	300	300	300
增长率		23.9%	-5.2%	-7.1%	151.7%	27.7%	应收款项	82	208	250	272	542	634
主营业务成本	-187	-229	-230	-225	-561	-707	存货	144	98	65	57	135	160
%销售收入	67.4%	66.7%	70.7%	74.4%	73.8%	72.8%	其他流动资产	13	11	76	77	107	122
毛利	90	114	95	77	199	264	流动资产	597	640	661	707	1,084	1,215
%销售收入	32.6%	33.3%	29.3%	25.6%	26.2%	27.2%	%总资产	81.6%	80.6%	80.7%	81.2%	87.0%	87.8%
营业税金及附加	-1	-1	-2	-2	-5	-6	长期投资	46	44	42	41	41	41
%销售收入	0.4%	0.3%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	固定资产	77	96	102	108	106	113
营业费用	-10	-14	-13	-15	-34	-44	%总资产	10.6%	12.1%	12.4%	12.4%	8.5%	8.1%
%销售收入	3.6%	4.2%	4.0%	5.0%	4.5%	4.5%	无形资产	10	9	9	10	10	11
管理费用	-26	-28	-25	-30	-46	-56	非流动资产	135	154	158	163	161	169
%销售收入	9.5%	8.2%	7.7%	10.0%	6.0%	5.8%	%总资产	18.4%	19.4%	19.3%	18.8%	13.0%	12.2%
息税前利润 (EBIT)	53	71	55	30	115	158	<b>资产总计</b>	<b>732</b>	<b>794</b>	<b>819</b>	<b>870</b>	<b>1,245</b>	<b>1,384</b>
%销售收入	19.1%	20.6%	17.0%	10.0%	15.1%	16.3%	短期借款	0	0	0	25	144	105
财务费用	5	5	8	5	1	-2	应付款项	140	150	124	128	298	366
%销售收入	-2.0%	-1.6%	-2.6%	-1.7%	-0.1%	0.2%	其他流动负债	5	4	6	11	23	25
资产减值损失	-3	-7	-5	-6	-10	-9	流动负债	146	154	131	164	465	495
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	1	1	1	1	1	1
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>147</b>	<b>155</b>	<b>131</b>	<b>165</b>	<b>465</b>	<b>495</b>
营业利润	55	69	58	29	106	147	<b>普通股股东权益</b>	<b>585</b>	<b>639</b>	<b>687</b>	<b>705</b>	<b>779</b>	<b>887</b>
营业利润率	20.0%	20.1%	18.0%	9.6%	13.9%	15.1%	少数股东权益	0	0	0	0	1	2
营业外收支	4	1	5	3	4	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>732</b>	<b>794</b>	<b>819</b>	<b>870</b>	<b>1,245</b>	<b>1,384</b>
税前利润	59	70	63	32	110	152	<b>比率分析</b>						
利润率	21.3%	20.3%	19.4%	10.6%	14.4%	15.6%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-8	-7	-11	-6	-19	-26	<b>每股指标</b>						
所得税率	13.3%	10.0%	17.7%	18.0%	17.0%	17.0%	每股收益	0.463	0.378	0.311	0.157	0.539	0.748
净利润	51	63	52	26	91	126	每股净资产	5.299	3.858	4.117	4.224	4.663	5.311
少数股东损益	0	0	0	0	1	1	每股经营现金净流	-0.494	-0.003	0.081	0.113	-0.595	0.483
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>51</b>	<b>63</b>	<b>52</b>	<b>26</b>	<b>90</b>	<b>125</b>	每股股利	0.100	0.100	0.100	0.050	0.100	0.100
净利率	18.4%	18.3%	16.0%	8.7%	11.8%	12.9%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	8.73%	9.81%	7.56%	3.73%	11.56%	14.08%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	6.98%	7.89%	6.34%	3.02%	7.23%	9.02%
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	投入资本收益率	7.84%	9.96%	6.60%	3.38%	10.31%	13.20%
净利润	51	63	52	26	91	126	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	主营业务收入增长率	44.38%	23.86%	-5.22%	-7.06%	151.75%	27.67%
非现金支出	9	17	15	17	22	23	EBIT 增长率	61.87%	33.71%	-22.04%	-45.35%	281.41%	37.64%
非经营收益	-5	-6	-3	-2	2	3	净利润增长率	35.63%	22.73%	-17.10%	-49.40%	242.47%	38.71%
营运资金变动	-110	-74	-51	-22	-214	-71	总资产增长率	-3.64%	8.56%	3.12%	6.28%	43.07%	11.17%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>-55</b>	<b>0</b>	<b>14</b>	<b>19</b>	<b>-99</b>	<b>81</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	-43	-27	-17	-15	-6	-16	应收账款周转天数	79.4	146.1	244.7	300.0	240.0	220.0
投资	-49	0	0	1	0	0	存货周转天数	251.7	193.1	129.9	95.0	90.0	85.0
其他	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	258.4	207.6	195.8	186.0	175.0	170.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-91</b>	<b>-27</b>	<b>-17</b>	<b>-14</b>	<b>-6</b>	<b>-16</b>	固定资产周转天数	91.9	70.8	101.3	110.9	45.2	36.2
股权募资	0	0	12	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-23	0	0	25	119	-40	净负债/股东权益	-61.24%	-50.49%	-39.35%	-38.95%	-19.95%	-21.98%
其他	-7	-8	-14	-1	-14	-25	EBIT 利息保障倍数	-9.7	-13.1	-6.5	-5.9	-178.9	80.4
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-30</b>	<b>-8</b>	<b>-1</b>	<b>24</b>	<b>105</b>	<b>-65</b>	资产负债率	20.04%	19.56%	16.03%	18.93%	37.37%	35.77%
<b>现金净流量</b>	<b>-176</b>	<b>-36</b>	<b>-5</b>	<b>29</b>	<b>0</b>	<b>0</b>							

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-10-20	买入	22.12	33.00~33.00
2	2015-11-25	买入	28.34	34.50~34.50
3	2015-11-30	买入	24.93	35.00~35.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD