



2017年03月24日

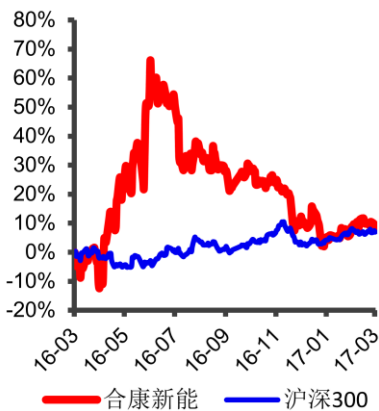
证券研究报告/点评报告

## 增持(首次)

### 基础数据:

总股本	7.87 亿股
流通股本	6.91 亿股
ROE (最新)	6.05%
EPS (最新)	0.22 元
3月23日收盘价	8.13 元

### 股价表现:



### 相关报告:

#### 长城国瑞证券研究所

分析师:

潘永乐

panyongle@gwgsc.com

执业证书编号:

S0200512010001

研究助理:

孙纯鹏

sunchunpeng@gwgsc.com

联系电话: 0592-2079825

地址: 厦门市深田路 46 号

深田国际大厦 19 楼

长城国瑞证券有限公司

## 工控自动化/电气自动化设备/电气设备

### 合康新能 (300048) 业绩快报点评

——产业链延伸初具成效，新能源动力总成业务快速增长

#### 事件:

◆合康新能发布 2016 年业绩快报，公司 2016 年实现营收 14.39 亿元，同比增长 78.20%，实现归母净利润 1.75 亿元，同比增长 237.74%。

#### 投资要点:

◆业绩增长符合预期，新能源及节能环保开启新纪元。公司报告期内实现营收 14.39 亿元，同比增加 78.20%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.75 亿元，同比增加 237.74%。我们认为，公司业绩取得高增长主要因素来源于三个方面：(1) 新能源汽车动力总成及充电桩业务高速增长；

(2) 节能环保板块业绩超预期；(3) 回售南自新能源 40% 股权产生的投资收益。近年来公司从传统高压变频器领域向产业链下游进行延伸，形成了节能设备、节能环保项目建设及新能源汽车配套等三大板块。公司通过产业链延伸使得自身营收结构和利润结构都发生了重大改变，其中新能源汽车业务对利润贡献超过了 50%，未来有望维持高增长。公司在报告期内更名为“合康新能”，显示了公司向新能源汽车领域转型的信心和决心。

◆整车控制器拉动新能源动力总成快速增长。2016 年公司利用在整车控制器领域的优势，带动新能源动力总成在客车领域订单量迅速增长，并迅速进入众多主流厂商的供货体系，与北汽福田、中通、金龙、少林、舒驰等形成了紧密的合作关系。

◆物流车市场期待放量，租赁运营及充电桩业务或提速。随着 2017 年新能源汽车最新补贴政策的出台，产业政策变化对行业发展影响的不确定性正在逐渐消除。公司研发重心由客车领域过渡到物流车领域，与多家物流车企业的意向性订单逐步落地。我们认为 2017 年在物流车领域公司新能源汽车动力总成业务有望实现快速增长。公司在充电桩领域一方面为整车企业提供配套，另一方面通过旗下子公司畅的科技的充电平台开展充电服



务，在武汉、北京、苏州等地实现布局，目前已建成和在建的充电桩超过1000台。我们认为，公司旗下新能源汽车运营子公司畅的科技在推动新能源汽车运营市场的同时还带动了公司自身新能源动力总成产品的销售，有利于提升公司新能源汽车核心零部件的市场话语权，也有利于提升公司与各整车厂之间的合作精密度。另外，我们认为公司与中铁中基的合作是公司在新能源汽车租赁和充电服务领域的另一个增长点，未来有望贡献一定的业绩增量。

◆节能环保业务超预期，高压变频平稳发展。子公司华泰润达2016年利润有望达到5500万，超过业绩承诺的4600万，我们预计未来华泰润达将持续为公司提供稳定收益和现金流。传统的高压变频器业务是公司发展的基石，在2016年行业整体萎缩的情况下，公司高压变频器业务营收保持了稳定增长态势，未来在中游OEM市场复苏及存量市场替代的背景下，我们预计公司仍将继续维持国内高压变频器龙头的优势。

### 投资建议：

在中游复苏和新能源汽车动力总成快速发展的前提假设下，我们预计公司2016、2017、2018年的EPS分别为0.22元、0.29元、0.43元，对应P/E分别为36.95倍、28.03倍、18.91倍。以目前工控自动化行业的P/E中位数69.75倍来看，公司目前的估值仍有上升空间，进一步考虑到公司在新能源汽车租赁运营及充电桩的布局前景，我们首次给予其“增持”的投资评级。

### 风险提示：

新能源汽车产销不达预期；宏观经济形势下滑；行业竞争加剧。

#### 主要财务数据及预测

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	667.45	807.52	1439.00	1800.00	2420.00
增长率（%）	0.85%	20.99%	78.20%	25.09%	34.44%
归母净利润（百万元）	43.71	51.92	175.44	229.66	336.06
增长率（%）	-1.70%	18.79%	237.88%	30.90%	46.33%
EPS（元）	0.056	0.066	0.223	0.292	0.427
毛利率	36.21%	39.03%	45.00%	45.00%	46.00%
净资产收益率	2.87%	2.24%	7.35%	9.28%	12.90%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

**预测财务报表（单位：百万元）**

利润表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	667.45	807.52	1439.00	1800.00	2420.00
减：营业成本	425.76	492.35	791.45	990.00	1306.80
营业税金及附加	4.40	5.68	10.11	12.65	17.01
营业费用	82.97	88.12	143.90	162.00	217.80
管理费用	87.41	119.73	204.34	234.00	290.40
财务费用	1.49	7.49	-8.07	-15.23	-20.54
资产减值损失	19.29	41.55	22.00	24.00	25.00
加：投资收益	-12.92	-1.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	33.20	51.14	275.27	392.58	583.53
加：其他非经营损益	28.10	26.43	39.61	19.61	19.61
利润总额	61.30	77.56	314.88	412.19	603.14
减：所得税	10.15	7.91	47.23	61.83	90.47
净利润	51.15	69.65	267.65	350.36	512.67
减：少数股东损益	7.44	17.72	92.21	120.70	176.62
归母净利润	43.71	51.92	175.44	229.66	336.06

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

现金流量表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	6.91	-21.58	358.60	237.67	514.52
投资性现金净流量	-119.53	-146.74	33.67	16.67	16.67
筹资性现金净流量	-37.12	510.58	-259.67	-126.63	-187.04
现金流量净额	-149.74	342.25	132.60	127.70	344.15

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所

资产负债表	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	140.75	480.41	613.01	740.71	1084.87
应收和预付款项	832.63	1042.01	1040.00	1244.00	1348.00
存货	434.64	522.90	500.00	510.00	520.00
其他流动资产	11.65	2.05	2.05	2.05	2.05
长期股权投资	26.00	23.36	23.36	23.36	23.36
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	413.47	525.22	441.69	356.16	269.63
无形资产和开发支出	188.58	655.51	628.97	602.44	575.91
其他非流动资产	2.78	60.00	58.86	57.71	57.71
资产总计	2050.49	3311.46	3307.94	3536.44	3881.53
短期借款	110.88	159.37	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	261.14	592.73	589.30	609.30	649.30
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.00	60.00	60.00	60.00	60.00
负债合计	372.02	812.10	649.30	669.30	709.30
股本	338.14	393.64	393.64	393.64	393.64
资本公积	850.26	1559.32	1559.32	1559.32	1559.32
留存收益	332.79	367.81	434.88	522.68	651.16
归属母公司股东权益	1521.19	2320.77	2387.84	2475.64	2604.12
少数股东权益	157.28	178.60	270.80	391.50	568.12
股东权益合计	1678.47	2499.36	2658.64	2867.14	3172.23
负债和股东权益合计	2050.49	3311.46	3307.94	3536.44	3881.53

资料来源：WIND，长城国瑞证券研究所



## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。