

2017年04月19日

合康新能 (300048.SZ)

公司快报

新能源总成与运营协同发展，助力业绩稳步增长

投资要点

事件：4月18日公司发布2016年年报，全年实现营业总收入14.17亿元，同比增长75.52%；归母净利润1.79亿元，同比增长244.64%，基本每股收益0.23元，符合预期。公司拟每10股派发现金红利0.5元（含税），并拟以资本公积向全体股东每10股转增4股。公司预计17年Q1归母净利润为600万元-2200万元，同比下降90%-63%。主要是由于16Q1公司回售南京国电南自新能源公司40%的股权等原因。

◆ **新能源总成与充电桩协同发展，业绩同比增长3.4倍：**16年公司新能源类业务实现营业收入6.19亿元，占总营收的43.66%，同比增长341.66%。合康动力AMT动力系统总成、双向逆变电机控制器等核心产品已处于国内领先技术水平，依托过硬产品优势，合康动力已切入主流客车厂供应链，与中通、北汽福田、舒驰、金龙等多家主流厂商形成配套，公司的新能源汽车动力总成及零部件销售量同比增69.71%，居国内领先。此外公司进入了新能源汽车租赁领域，畅的公司已在北京和武汉两地开展租赁业务，已建设充电桩约1000根，北京畅的采购800多辆大巴车，运营了500多辆车；武汉畅的以小轿车租赁为主，运营约300辆。畅的公司将以购车需求拉动合康动力和合康智能的快速发展，预计合康动力有望实现17年的8-10亿元的收入目标。

◆ **高压变频器国内持续领先，中低压变频器国产化替代加速：**公司是国内高压变频器行业的龙头企业，高压变频器市场份额以16%位居前列。公司产品丰富，拥有包括高、中低压及防爆变频器在内的全系列变频器产品。16年公司节能设备高端制造业营收5.98亿元，占总营收的42.17%，同比降低6.28%。在行业整体低迷情形下，16年公司高压变频器订单量逆势增长，比去年同期增22.41%，导致各变频器总订单同比增8.71%。我国中低压变频器国产化率有待提升，可供开拓的市场空间较大，公司正在努力实现对于进口中低压变频器的替代，并择机进入工业机器人伺服系统领域。公司预计17年高压变频器收入5-6亿元，并有望带动中低压变频器销量增长。

◆ **节能与环保业务同比增长577.62%，新盈利增长点显现：**16年公司节能与环保业务营收2.0亿元，占总营收的14.17%，同比增长577.62%。节能环保项目通过子公司华泰润达和溧平慧通运营，16年华泰润达新签订订单3.14亿元，并实现净利润5336万元，超过承诺净利润4600万元，溧平慧通成功实现并网发电。预计华泰润达和溧平慧通业务将持续稳定增长，增强公司的盈利能力。

◆ **投资建议：**公司的新能源动力总成和新能源车租赁互相促进，随17年新能源车产销两旺，业务有望持续增长，变频器收入维持稳定增长，节能与环保业务已成为新的盈利增长点，并持续贡献业绩。预计公司2017-2019年EPS分别为0.29、0.35、0.40元，对应PE分别为30.0、25.4、21.9倍，继续给予“买入-A”评级，由于行业整体估值下调，6个月目标价下调为12元。

◆ **风险提示：**高低压变频器市场竞争风险、政策风险、新能源车政策推广不及预期。

电力设备 | 二次设备 III

投资评级

买入-A(维持)

6个月目标价

12元

股价(2017-04-19)

8.63元

交易数据

总市值(百万元)	6,794.28
流通市值(百万元)	5,975.92
总股本(百万股)	787.29
流通股本(百万股)	692.46
12个月价格区间	7.50/21.35元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	8.83	11.52	32.58
绝对收益	3.48	11.5	14.03

分析师

陈雁冰
 SAC 执业证书编号：S0910517040001
 chenyanbing@huajinsec.cn
 021-20655676

分析师

谭志勇
 SAC 执业证书编号：S0910515050002
 tanzhiyong@huajinsec.cn
 021-20655640

报告联系人

肖索
 xiaosuo@huajinsec.cn
 021-20655796

相关报告

合康新能：动力总成及车桩运营渐趋完善，业绩增长可圈可点 2016-07-19

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	807.5	1,417.4	1,953.2	2,642.6	3,567.6
同比增长(%)	21.0%	75.5%	37.8%	35.3%	35.0%
营业利润(百万元)	51.1	157.6	221.4	296.9	358.5
同比增长(%)	54.0%	208.2%	40.5%	34.1%	20.7%
净利润(百万元)	51.9	179.0	230.2	271.9	316.3
同比增长(%)	18.8%	244.6%	28.6%	18.1%	16.3%
每股收益(元)	0.07	0.23	0.29	0.35	0.40
PE	133.1	38.6	30.0	25.4	21.9
PB	3.0	2.8	2.6	2.5	2.3

数据来源：贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	807.5	1,417.4	1,953.2	2,642.6	3,567.6	年增长率					
减:营业成本	492.3	913.2	1,261.7	1,696.6	2,318.9	营业收入增长率	21.0%	75.5%	37.8%	35.3%	35.0%
营业税费	5.7	12.5	14.6	20.5	28.6	营业利润增长率	54.0%	208.2%	40.5%	34.1%	20.7%
销售费用	88.1	121.2	166.0	214.1	299.1	净利润增长率	18.8%	244.6%	28.6%	18.1%	16.3%
管理费用	119.7	190.1	257.8	343.5	471.1	EBITDA 增长率	44.5%	193.1%	14.8%	33.3%	15.4%
财务费用	7.5	23.0	46.4	78.4	83.1	EBIT 增长率	69.0%	208.0%	48.3%	40.2%	17.7%
资产减值损失	41.5	45.0	35.3	40.6	40.3	NOPLAT 增长率	81.9%	187.3%	47.8%	40.2%	17.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	29.2%	31.9%	51.0%	17.3%	-1.2%
投资和汇兑收益	-1.5	45.2	50.0	48.0	32.0	净资产增长率	48.9%	6.5%	7.9%	8.9%	9.7%
营业利润	51.1	157.6	221.4	296.9	358.5	盈利能力					
加:营业外净收支	26.4	107.9	121.0	111.1	113.4	毛利率	39.0%	35.6%	35.4%	35.8%	35.0%
利润总额	77.6	265.5	342.4	408.1	471.9	营业利润率	6.3%	11.1%	11.3%	11.2%	10.0%
减:所得税	7.9	43.1	56.5	67.3	77.9	净利润	6.4%	12.6%	11.8%	10.3%	8.9%
净利润	51.9	179.0	230.2	271.9	316.3	EBITDA/营业收入	11.9%	19.8%	16.5%	16.3%	13.9%
						EBIT/营业收入	7.3%	12.7%	13.7%	14.2%	12.4%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	25.7%	46.0%	50.6%	55.5%	55.0%
货币资金	506.4	442.9	156.3	211.4	285.4	负债权益比	34.7%	85.1%	102.2%	124.6%	122.1%
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动比率	2.62	2.01	1.67	1.83	1.66
应收帐款	919.8	1,094.6	1,292.6	2,847.9	2,158.8	速动比率	1.96	1.49	0.91	1.33	0.94
应收票据	34.9	31.3	164.8	52.9	219.9	利息保障倍数	7.82	7.86	5.77	4.79	5.31
预付帐款	87.3	82.9	169.4	201.5	266.0	营运能力					
存货	522.9	602.8	1,507.9	1,235.1	2,260.4	固定资产周转天数	201	288	324	235	170
其他流动资产	2.1	76.1	30.0	36.1	47.4	流动营业资本周转天数	429	254	281	328	292
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	783	559	521	538	496
持有至到期投资	-	-	0.2	0.1	0.1	应收帐款周转天数	370	256	220	282	253
长期股权投资	23.4	-	-	-	-	存货周转天数	213	143	195	187	176
投资性房地产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	1,217	1,053	990	874	739
固定资产	494.0	1,774.3	1,739.4	1,704.6	1,669.8	投资资本周转天数	807	601	623	601	478
在建工程	31.2	53.3	53.3	53.3	53.3	费用率					
无形资产	155.6	148.9	128.5	108.1	87.7	销售费用率	10.9%	8.6%	8.5%	8.1%	8.4%
其他非流动资产	588.0	620.9	568.0	577.4	576.0	管理费用率	14.8%	13.4%	13.2%	13.0%	13.2%
资产总额	3,365.6	4,927.8	5,810.2	7,028.3	7,624.8	财务费用率	0.9%	1.6%	2.4%	3.0%	2.3%
短期债务	159.4	293.9	796.9	954.0	1,120.4	三费/营业收入	26.7%	23.6%	24.1%	24.1%	23.9%
应付帐款	461.8	530.2	744.3	1,165.0	1,325.2	投资回报率					
应付票据	14.8	113.4	42.2	100.0	125.0	ROE	2.2%	7.2%	8.8%	9.7%	10.4%
其他流动负债	156.6	221.3	406.9	290.4	583.7	ROA	2.1%	4.5%	4.9%	4.8%	5.2%
长期借款	-	300.0	648.9	996.6	538.1	ROIC	3.3%	7.4%	8.3%	7.7%	7.7%
其他非流动负债	73.6	806.3	298.1	392.7	499.0	分红指标					
负债总额	866.2	2,265.1	2,937.2	3,898.7	4,191.6	DPS(元)	0.03	0.05	0.10	0.11	0.11
少数股东权益	178.6	188.3	244.0	312.8	390.6	分红比率	37.9%	22.0%	32.9%	30.9%	28.6%
股本	393.6	787.3	787.3	787.3	787.3	股息收益率	0.3%	0.6%	1.1%	1.2%	1.3%
留存收益	1,927.1	1,687.1	1,841.7	2,029.5	2,255.3						
股东权益	2,499.4	2,662.7	2,873.0	3,129.6	3,433.2						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EPS(元)	0.07	0.23	0.29	0.35	0.40
净利润	69.6	222.4	230.2	271.9	316.3	BVPS(元)	2.95	3.14	3.34	3.58	3.86
加:折旧和摊销	38.0	105.5	55.2	55.2	55.2	PE(X)	133.1	38.6	30.0	25.4	21.9
资产减值准备	41.5	45.0	-	-	-	PB(X)	3.0	2.8	2.6	2.5	2.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-19.2	1,181.6	-21.6	86.8	81.0
财务费用	8.6	17.5	46.4	78.4	83.1	P/S	8.6	4.9	3.5	2.6	1.9
投资损失	1.5	-45.2	-50.0	-48.0	-32.0	EV/EBITDA	33.1	25.3	25.9	20.6	17.3
少数股东损益	17.7	43.4	55.7	68.8	77.8	CAGR(%)	69.8%	21.0%	77.5%	69.8%	21.0%
营运资金的变动	-157.4	550.8	-1,371.6	-767.1	0.2	PEG	1.9	1.8	0.4	0.4	1.0
经营活动产生现金流量	-24.0	159.3	-1,034.2	-340.7	500.6	ROIC/WACC	0.4	0.8	0.9	0.8	0.8
投资活动产生现金流量	-146.7	-717.4	49.8	48.1	32.0						
融资活动产生现金流量	510.6	413.9	697.7	347.8	-458.5						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

陈雁冰、谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn