

合纵科技 (430018)

—智能化环网开关业务提升公司业绩

投资评级 增持 评级调整 评级不变 收盘价 元

投资要点:

公司主要从事配电设备的生产及销售,目前产品主要包括环网柜、箱式变电站、柱上开关、变压器、电缆附件、其他开关等共计六大类二十个系列。

1、行业1-2年发展趋势

近年来,随着我国电力、铁路等行业投资的快速增长以及市政建设、房地产领域的持续发展,配电设备市场需求旺盛,带动了该行业的快速增长。尤其是配电及控制设备市场,属于我国配电行业中应用最广泛的电压等级,相关产品更是呈现出供求两旺的趋势。户外配电设备,目前尚属于行业中技术含量较高、制造工艺复杂、进入壁垒较高的产品,能够进入该细分市场的国内企业数量较少,因此市场的相对利润空间较大,且市场容量增长速度较快。

根据中国电力企业联合会发布的《电力工业“十二五”规划滚动研究报告》的预计,“十二五”期间,全国电力工业投资将达到6.1万亿元,比“十一五”增长88.3%,其中电源投资3.2万亿元、占全部投资的52%,电网投资2.9万亿元、占48%。2015年全国将形成以华北、华东、华中特高压电网为核心的“三纵三横”主网架,在电网发展上,加快推进坚强智能电网建设。说明国家对电网建设的重视程度正在稳步提高。此外,为了振兴我国的经济,本届政府大力推进“一带一路”的宏伟规划,以及我国高速铁路建设的明显提速,铁路相关市场将呈现快速增长的趋势,对于公司业务的增长起到重要的支撑作用。

2、公司基本情况及主要业务简介

公司是从事配电及控制设备制造及相关技术服务的高科技企业。公司业务专注于户外配电产品市场,经过十多年的发展,积累了丰富的户外配电产品制造经验,逐步形成了技术创新优势、市场优势和团队管理优势。发行人母子公司获得授权专利由2012年初的32项增加至目前的76项,包括发明专利4项,实用新型专利70项,外观设计专利2项。2014年,公司入选北京市质量技术监督局、中关村科技园区管理委员会审定的“中关村国家自主创新示范区标准创新试点第三批试点单位”。

发布时间:2015年4月28日

主要数据

52 周行情图

相关研究报告

研究员: 周海鸥
执业证书编号:S0020511030019
电 话: 021-51097188-1803
电 邮: zhouhaiou@gyzq.com.cn
地 址: 中国安徽省合肥市梅山路18号安徽国际金融中心A座国元证券(230000)

公司主营业务是面向国内电力网络、市政建设、铁路、城市轨道交通等诸多领域，生产和销售户外中高压（12~40.5kV）配电和控制设备，产品主要包括环网柜、箱式变电站、柱上开关、变压器、电缆附件、其他开关等共计六大类二十个系列。公司主要通过参加行业或用户组织的招投标的方式获得合同，销售采取直销方式，业务收入主要来源于环网柜、箱式变电站、柱上开关、变压器及其他开关的销售。

3、公司股权结构

截至2014年末，公司控股股东为刘泽刚（持股34.36%）。

表 1：公司股权结构（2014 年年报）

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股本性质
1	刘泽刚	28,240,586	34.3600	个人股
2	韦强	14,924,186	18.1600	个人股
3	张仁增	6,958,680	8.4700	个人股
4	何昀	5,747,994	6.9900	个人股
5	中国风险投资有限公司	3,000,000	3.6500	境内法人股
6	高星	2,915,882	3.5500	个人股
7	上海天一投资咨询发展有限公司	1,930,000	2.3500	境内法人股
8	王维平	1,840,047	2.2400	个人股
9	高维	1,725,798	2.1000	个人股
10	琚存旭	1,621,597	1.9700	个人股
	合计	68,904,770	83.84	

资料来源：WIND，国元证券研究中心整理

4、公司财务状况分析

2014年，我国电力行业总体发展处于平稳态势，受益于智能电网建设的投资，公司的主要业务继续保持了良好的增长。与此同时，随着国家电网招投标模式进一步规范化和集约化，公司业务未来面临的竞争将日趋激烈。2014年，公司实现营业收入91,146.47万元（不含税），同比增长27.61%。营业收入上升的主要原因是公司抓住国家投资基础设施的发展机会，适应市场需求，不断巩固和扩大原有的电力市场，并加大开拓铁路和用户工程市场，取得了良好的经营业绩，发展较快。

2014年公司利润总额和净利润分别为9,014.07万、7,501.36万元，同比减少1.09%，1.81%。截至2014年12月31日，公司总资产为99,396.21万元，净资产为42,059.39万元。2014年，公司变压器产品的销售收入达到了14627.18万，同比增长超过100%；与此同时，公司在铁路市场实现突破，年订单金额超过亿元，成为公司新的业务增长点。

公司财务状况如附表所示。公司财务状况总体好于行业平均水平，具有较好的安全性。

5、未来 3 年盈利预测

我们预计公司 2015 年—2016 年的净利润分别为 8700 万元、11800 万元左右，按现在的总股本计算，折合每股收益分别为：1.06 元、1.44 元。

表 2：公司业绩预测简表

关键指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(万元)	51,665.05	71,423.52	91,146.47	120,000.00	155,000.00
增长率(%)	43.38	38.24	27.61	31.66	29.17
归属母公司股东净利润(万元)	6953.56	7657.01	7528.52	8700	11800
增长率(%)	-59.13	100.23	-1.68	15.56	35.63
期末股本(万股)	8,218.00	8,218.00	8,218.00	8,218.00	8,218.00
EPS(摊薄)	-0.7	0.04	0.92	1.06	1.44

资料来源：WIND，国元证券研究中心整理、预测

6、目前时点投资建议

综合考虑可比公司估值水平、公司在行业中的地位以及自身发展潜力等特点，我们给予公司目前时点投资建议：增持。

7、公司核心风险点及爆发的可能性分析

公司的核心风险点包括市场竞争风险，公司在山东、江苏等优势区域以及户外配电设备领域的市场份额存在被竞争对手侵蚀的风险。面对加剧的市场竞争，为获取更多中标订单，各竞标企业趋于降低报价，进而挤压产品的毛利空间。预计在未来几年内，产品的平均售价仍将呈下降趋势，从而给公司的盈利能力带来负面影响。因此，公司存在主要产品市场价格及毛利下降的风险。公司核心风险点爆发的可能性较小。其他需要注意的风险事项包括公司财务报表的真实性等等。

附表：公司财务摘要 单位：万元

	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31	2011-12-31
利润表摘要				
营业收入	91,146.47	71,423.52	51,665.05	36,032.65
同比(%)	27.61	38.24	43.38	35.91
营业成本	63,114.62	46,942.52	32,077.82	21,332.23
营业利润	8,920.75	8,652.83	8,068.89	6,401.72
同比(%)	3.10	7.24	26.04	43.08
利润总额	9,014.07	9,113.10	8,220.25	6,585.18
同比(%)	-1.09	10.86	24.83	36.20
净利润	7,501.36	7,639.36	6,949.85	5,547.59
归属母公司股东的净利润	7,528.52	7,657.01	6,953.56	5,512.04
同比(%)	-1.68	10.12	26.15	34.84
非经常性损益	79.37	391.59	128.45	226.37
扣非后归属母公司股东的净利润	7,449.15	7,265.42	6,825.11	5,285.67
同比(%)	2.53	6.45	29.12	51.23
研发费用	4,449.02	4,460.65	2,887.55	708.48
资产负债表摘要				
流动资产	86,732.27	70,479.98	53,721.96	36,480.87

固定资产	6,825.32	7,294.96	5,511.04	5,336.79
长期股权投资				
资产总计	99,396.21	81,581.76	62,484.06	44,963.46
同比(%)	21.84	30.56	38.97	34.53
流动负债	56,836.45	45,238.12	33,758.41	21,941.49
非流动负债	500.37	142.01	163.38	176.85
负债合计	57,336.83	45,380.13	33,921.79	22,118.34
同比(%)	26.35	33.78	53.37	36.86
股东权益	42,059.39	36,201.63	28,562.27	22,845.12
归属母公司股东的权益	41,754.60	35,869.69	28,212.68	22,491.81
同比(%)	16.41	27.14	25.44	32.74
资本公积金	1,952.56	1,952.56	1,952.56	1,952.56
盈余公积金	2,850.64	2,239.35	1,645.76	1,114.73
未分配利润	28,733.40	23,459.77	16,396.35	11,206.52
现金流量表摘要				
销售商品提供劳务收到的现金	86,990.16	70,320.49	57,977.29	35,551.48
经营活动现金净流量	1,897.30	6,576.80	11,847.85	3,141.73
购建固定无形长期资产支付的现金	2,904.76	2,493.41	638.58	1,767.28
投资支付的现金				
投资活动现金净流量	-2,902.66	-2,493.41	-619.36	-1,764.00
吸收投资收到的现金				42.04
取得借款收到的现金	8,000.00	8,000.00	9,000.00	5,500.00
筹资活动现金净流量	-1,135.81	-2,754.41	668.50	-1,194.79
现金净增加额	-2,141.17	1,328.49	11,897.96	176.46
期末现金余额	18,534.16	20,675.33	19,346.83	7,448.88
折旧与摊销				
关键比率				
ROE(摊薄)(%)	18.03	21.35	24.65	24.51
ROE(加权)(%)	19.40	23.90	27.54	27.95
扣非后 ROE(摊薄)(%)	17.84	20.25	24.19	23.50
ROA(%)	8.29	10.61	12.94	14.15
ROIC(%)	13.20	16.94	20.40	21.74
销售毛利率(%)	30.75	34.28	37.91	40.80
销售净利率(%)	8.23	10.70	13.45	15.40
EBIT Margin	9.90	13.36	16.93	19.40
EBITDA Margin(%)				
资产负债率(%)	57.69	55.63	54.29	49.19
资产周转率(倍)	1.01	0.99	0.96	0.92
销售商品和劳务收到现金/营业收入(%)	95.44	98.46	112.22	98.66
每股指标				
EPS(稀释)	0.92	0.93	0.85	0.67
EPS(基本)	0.92	0.93	0.85	0.67
扣非后 EPS(基本)	0.91	0.88	0.83	0.64
每股净资产 BPS	5.08	4.36	3.43	2.74

每股销售额 SPS	11.09	8.69	6.29	4.38
每股经营现金流 OCFPS	0.23	0.80	1.44	0.38
每股现金净流量 CFPS	-0.26	0.16	1.45	0.02
P/E(TTM)				
P/E(LYR)	7.42	7.51	8.27	13.27
P/B(MRQ)	1.34	1.60	2.04	3.25

资料来源: WIND, 国元证券研究中心整理

国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司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。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：www.gyzq.com.cn