

2016年01月27日

炬华科技 (300360.SZ)

## 签并购框架确定转型方向，为公司注入成长动力

■**并购用户侧节能公司，开展用电服务布局：**公司公告和纳宇电气签署框架协议，拟100%收购纳宇股份的股权。纳宇电气目前业务主要从事用户侧电力设备销售、系统集成、部分用户侧电力节能和运维。并购完成后，公司将利用其在电表和电力信息采集系统方面积累的客户基础，在立足能源计量和电力信息采集的同时，布局综合用电服务，并为售电做准备，**开展能源互联网布局。**

■**电改刚刚起步，看好用电服务：**本轮电改刚刚启动，电改纲领性文件和配套文件的出台，为电力体制改革指明了方向和提供了政策支持。后续还有电力体制改革试点的推广、交易试点的开展、输配电价的确定和售电改革试点的扩展、分布式电源地位的确定等工作，电力体制改革将更加波澜壮阔，而转型能源服务商也会成为一部分电力设备公司的共同选择。我们认为除了售电侧放开，本轮电改的另一个关键点就是电价的改革，建立电力的现货市场等，分时电价也是未来探索的一个方向，而这更加凸显了用户侧用电情况监测的价值。

■**主业稳定增长，新业务为成长注入动力：**公司是电力计量装置龙头企业，电表装置和电力信息采集系统是公司的拳头产品。按照国网及南网招标平台数据统计，我国电能表全市场去年招标约170亿，2015年以加总招标量为统计口径，公司全行业排名第四，我们预计公司2016年待执行的订单约9亿元，这将为公司主业持续稳定增长提供支撑，净利润同比增幅近20%，优于行业平均水平。

■**国家电网推四表集抄，公司优势明显：**国家电网2016年度工作会议提到，要加强老旧计量装置升级改造，新增智能电表6058万只，推广电、水、气、热“四表合一”采集。公司主要提供的设备有电表部分，燃气表的通讯模块、协议转换器、水表。虽然四表集抄在管理体制和技术标准统一上面临困难，但是符合综合能源管理的大方向，获得政府和国网的支持，公司也从浙江省开始积极的展开布局。

■**投资建议：**我们看好公司在主业计量装置稳定增长的同时，用电服务等新业务对公司业绩的提升；预计公司2015年-2017年EPS分别为1.02、1.35、1.56元；给予买入-A的投资评级，6个月目标价为37.2元，对应90亿市值。

■**风险提示：**用电服务业务不及预期，国网中标不及预期

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营收入	766.2	988.3	1,123.0	1,436.4	1,675.4
净利润	171.8	213.9	246.9	325.4	377.5
每股收益(元)	0.71	0.88	1.02	1.35	1.56
每股净资产(元)	1.97	3.57	4.53	5.58	6.81

盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	36.2	29.1	25.2	19.1	16.5
市净率(倍)	13.1	7.2	5.7	4.6	3.8
净利润率	22.4%	21.6%	22.0%	22.7%	22.5%
净资产收益率	36.2%	24.8%	22.6%	24.1%	23.0%
股息收益率	0.6%	0.8%	0.8%	1.1%	1.3%
ROIC	9.6	10.2	8.0	6.2	4.3

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司快报

证券研究报告

电子设备

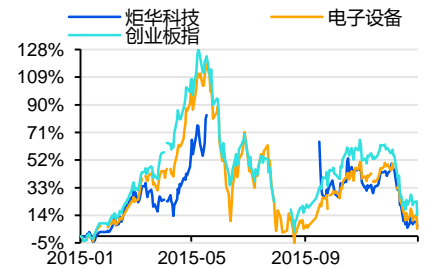
投资评级 **买入-A**  
首次评级

6个月目标价：**37.2元**  
股价(2016-01-26) **25.73元**

### 交易数据

总市值(百万元)	6,221.13
流通市值(百万元)	1,957.44
总股本(百万股)	241.79
流通股本(百万股)	76.08
12个月价格区间	23.10/44.08元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.36	-1.49	-9.5
绝对收益	-25.29	-22.59	9.33

**黄守宏**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
010-66581627

**孟兴亚**

报告联系人

mengxy@essence.com.cn

### 相关报告

炬华科技：立足技术研发  
和产品质量，华丽转型为  
自主品牌 2014-01-07

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	766.2	988.3	1,123.0	1,436.4	1,675.4	<b>成长性</b>					
减:营业成本	479.2	641.5	724.6	909.4	1,057.0	营业收入增长率	6.7%	29.0%	13.6%	27.9%	16.6%
营业税费	7.3	9.3	10.7	13.6	15.9	营业利润增长率	28.6%	21.5%	11.6%	33.5%	15.6%
销售费用	24.0	33.8	39.3	50.3	58.6	净利润增长率	28.4%	24.5%	15.4%	31.8%	16.0%
管理费用	59.8	70.5	87.6	112.8	142.4	EBITDA 增长率	29.5%	16.7%	25.8%	43.4%	13.9%
财务费用	-4.1	-11.6	-16.9	-17.0	-21.6	EBIT 增长率	28.3%	18.1%	9.8%	35.7%	15.0%
资产减值损失	2.3	5.6	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	28.5%	18.0%	10.2%	35.6%	15.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.5%	41.0%	73.3%	66.4%	-9.3%
投资和汇兑收益	-	1.0	0.3	0.4	0.6	净资产增长率	25.6%	81.5%	27.7%	24.0%	22.6%
<b>营业利润</b>	197.6	240.2	268.0	357.7	413.6	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	3.3	10.3	29.0	34.0	39.0	毛利率	37.5%	35.1%	35.5%	36.7%	36.9%
<b>利润总额</b>	201.0	250.5	297.0	391.7	452.6	营业利润率	25.8%	24.3%	23.9%	24.9%	24.7%
减:所得税	29.2	36.6	42.5	56.2	63.4	净利润率	22.4%	21.6%	22.0%	22.7%	22.5%
<b>净利润</b>	171.8	213.9	246.9	325.4	377.5	EBITDA/营业收入	27.0%	24.4%	27.0%	30.3%	29.6%
						EBIT/营业收入	25.3%	23.1%	22.4%	23.7%	23.4%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	34	26	51	80	79
货币资金	279.1	603.5	643.8	611.6	988.7	流动营业资本周转天数	44	56	59	58	59
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	328	393	431	381	395
应收帐款	271.7	355.2	393.4	564.1	552.8	应收帐款周转天数	122	114	120	120	120
应收票据	0.2	1.8	1.3	2.7	1.9	存货周转天数	91	107	97	95	95
预付帐款	1.4	3.3	4.0	5.1	5.5	总资产周转天数	370	426	497	482	496
存货	207.5	379.7	224.1	533.7	347.2	投资资本周转天数	81	80	113	149	152
其他流动资产	0.6	51.5	30.0	30.0	30.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	36.2%	24.8%	22.6%	24.1%	23.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	20.2%	14.4%	15.8%	15.0%	16.3%
长期股权投资	-	-	50.0	50.0	50.0	ROIC	101.0%	106.9%	83.6%	65.4%	45.4%
投资性房地产	10.6	9.5	9.5	9.5	9.5	<b>费用率</b>					
固定资产	68.9	71.4	247.0	394.7	341.3	销售费用率	3.1%	3.4%	3.5%	3.5%	3.5%
在建工程	-	0.6	25.3	37.6	43.8	管理费用率	7.8%	7.1%	7.8%	7.9%	8.5%
无形资产	6.6	6.6	24.2	40.0	53.9	财务费用率	-0.5%	-1.2%	-1.5%	-1.2%	-1.3%
其他非流动资产	2.8	5.5	-43.0	-43.0	-43.0	三费/营业收入	10.4%	9.4%	9.8%	10.2%	10.7%
<b>资产总额</b>	849.3	1,488.7	1,609.7	2,236.1	2,381.6	<b>偿债能力</b>					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	44.1%	42.1%	31.6%	38.9%	29.7%
应付帐款	213.5	361.4	273.8	523.4	403.3	负债权益比	78.8%	72.6%	46.1%	63.7%	42.3%
应付票据	118.0	167.1	134.8	244.1	196.4	流动比率	2.03	2.30	2.66	2.06	2.80
其他流动负债	42.7	77.2	79.3	82.6	87.9	速动比率	1.48	1.68	2.20	1.43	2.30
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-47.46	-19.73	-14.90	-20.09	-18.13
其他非流动负债	-	20.5	20.0	20.0	20.0	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	374.2	626.2	507.9	870.1	707.5	DPS(元)	0.16	0.20	0.20	0.29	0.34
少数股东权益	-	-	7.6	17.7	29.4	分红比率	23.1%	22.6%	20.0%	21.9%	21.5%
股本	75.0	241.4	241.4	241.4	241.4	股息收益率	0.6%	0.8%	0.8%	1.1%	1.3%
留存收益	400.1	655.2	852.6	1,106.8	1,403.3						
<b>股东权益</b>	475.1	862.5	1,101.7	1,366.0	1,674.1						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	EPS(元)	0.71	0.88	1.02	1.35	1.56
净利润	171.8	213.9	246.9	325.4	377.5	BVPS(元)	1.97	3.57	4.53	5.58	6.81
加:折旧和摊销	13.1	12.7	52.1	94.1	103.3	PE(X)	36.2	29.1	25.2	19.1	16.5
资产减值准备	2.3	5.6	-	-	-	PB(X)	13.1	7.2	5.7	4.6	3.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	40.7	40.8	125.7	215.4	13.9
财务费用	-0.1	-7.5	-16.9	-17.0	-21.6	P/S	8.1	6.3	5.5	4.3	3.7
投资损失	-	-1.0	-0.3	-0.4	-0.6	EV/EBITDA	-	20.0	18.3	12.9	10.6
少数股东损益	-	-	7.6	10.1	11.7	CAGR(%)	25.0%	22.1%	23.9%	25.0%	22.1%
营运资金的变动	-19.3	-60.7	27.6	-120.7	35.7	PEG	1.4	1.3	1.1	0.8	0.7
<b>经营活动产生现金流量</b>	162.4	175.8	317.1	291.5	506.1	ROIC/WACC	9.6	10.2	8.0	6.2	4.3
投资活动产生现金流量	-11.8	-380.0	-269.7	-269.6	-69.4	REP	-	1.8	1.6	1.2	1.8
融资活动产生现金流量	-75.0	201.9	-7.1	-54.2	-59.5						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 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

黄守宏声明，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

安信证券股份有限公司（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

本报告仅供安信证券股份有限公司（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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信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。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-68762965	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-59113590	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-59113565	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-59113567	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-88888888	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	张青	0755-82821681	zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034