

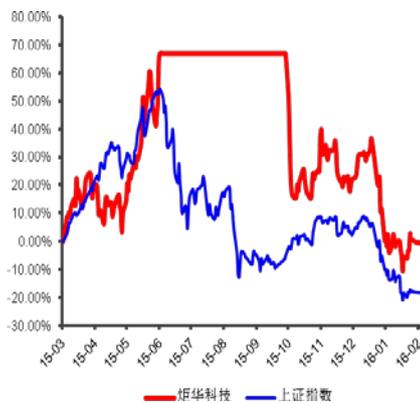
环保新能源

2016年3月11日

—炬华科技(300360)年报点评

评级: 推荐(首次覆盖)

最近52周走势:



相关研究报告:

报告作者:

分析师: 马宝德

执业证书编号: S0590513090001

联系人:

顾泉 虞栋

电话: 0510-82833217

Email: [guquan@glsc.com.cn](mailto:guquan@glsc.com.cn)

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响,特此申明。国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

事件: 3月12日,公司公布了《2015年年度报告》、《2016年度第一季度业绩预告》、《关于收购上海纳宇电气有限公司100%股权的公告》和《关于对外投资杭州经纬信息技术股份有限公司的公告》等公告。

点评:

- ▶ 传统电表主业稳步增长,单相智能电表增长较快。2015年,公司实现营业收入108,683.64万元,同比增长9.97%,归属于母公司所有者的净利润23,613.30万元,同比增长10.40%。其中,单相智能电表实现收入43,448.51万元,同比增长32.27%;专变终端、配变终端、集中器实现收入11,468.41万元,同比增长14.76%;三项智能电表实现收入28,262.97万元,同比略微下滑2.82个百分点。公司在行业下滑的背景下,业绩稳步增长,在国网的招标中取得较好的成绩。2015年,公司在国网三次招标中,中标总只数362.87万只,实现收入78,441.87万元,位列行业第三,占公司总收入比重约72.17%。另外,公司海外业务实现收入7,761.59万元。公司收购了捷克Logarex智能电表公司,继续拓展海外市场。2016年第一季度,公司实现盈利4,485.58万元~5,767.17万元,同比上升3%~35%。其中,非经常性损益约825万元,主要为收到相关政府补贴。
- ▶ 并购频频,扎根能源互联网。2015年以来,公司收购了炬源智能、纳宇电气和发起炬华联昕并购基金,增资立元通信。炬源智能的主营业务为智能水表、燃气设备及仪表、暖通设备及仪表、环境监测仪器仪表和水、电、气、热自动化终端等。收购完成后,公司将集成电、水、气、热四种基本能耗计量,形成四表合一,有利于公司掌握终端用户的电、水、气、热等多种能源消费数据,增加对终端用户的粘性。2015年10月,公司出资4500万元作为有限合伙人,发起炬华联昕产业并购基金,增资浙江立元通信,

增强智慧云平台。公司将通过炬华联昕基金，整合优势资源，积极向公共能源计量、能源互联网及电力服务领域拓展。2016年2月，炬华联昕基金出资1000万元，增资立元通信。立元通信拥有视频监控应用领域的自主核心技术，能提供从系统联网架构、视频信息的采集、视频信息的存储组织、视频信息的应用到系统维护管理等应用解决方案。纳宇电气主要从事用户端智能电力仪表业务和能源管理系统集成。根据承诺，2016年~2018年，纳宇电气将分别完成净利1960万元、2190万元和2450万元，三年合计6600万元。另外，公司拟增资1300万元，获取经纬信息10%股权，加大对能源互联网的布局。

- **与大股东合资设立售电公司，布局电改售电大市场。**2015年9月，公司与控股股东杭州炬华集团签订《出资协议书》，拟共同出资设立浙江炬能售电有限公司，合资公司注册资本21800万元，其中公司拟出资19620万元，占注册资本的90%；炬华集团拟出资2,180万元，占注册资本的10%。浙江省中小企业众多，成立售电公司，公司可以利用在智能电表和用电信息系统方面的优势，为当地的中小企业、公司上下游客户及相关企业提供优质便利的售电和用电需求侧管理等服务。
- **首次覆盖，给予“推荐”评级。**我们预计公司2016-2018年，EPS分别为1.10元、1.26元和1.42元，分别对应22.63倍、19.84倍、17.60倍PE。考虑到公司传统电表业务稳定，在售电市场和能源互联网领域积极布局，市值空间较大，首次覆盖，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**竞争激烈带来毛利率下降的风险；电改不达预期风险；并购整合风险。

**图表 1：相关并购标的业绩承诺（单位：万元）**

公司名称	2016年E	2017年E	2018年E	三年合计
纳宇电气（持股100%）	1960	2190	2450	6600
经纬信息（持股10%）	150	180	220	550
合计	2110	2370	2670	7150

数据来源：公司公告，国联证券研究所

**财务报表及指标预测**

单位:百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E							
营业收入	766.17	988.33	1086.84	1193.20	1308.08	1431.43	<b>现金流量表</b>	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
增长率(%)	6.73%	29.00%	9.97%	9.79%	9.63%	9.43%	经营性现金净流量	162.49	176.14	161.65	329.97	155.08	396.86
归属母公司股东净利润	171.82	213.89	236.13	266.52	303.90	342.53	投资性现金净流量	-11.77	-380.03	-230.56	-240.91	8.98	9.03
增长率(%)	28.43%	24.48%	10.40%	12.87%	14.03%	12.71%	筹资性现金净流量	-75.00	201.92	-39.74	-46.52	-50.10	-54.62
每股收益(EPS)	0.711	0.885	0.977	1.102	1.257	1.417	<b>现金流量净额</b>	75.78	-2.07	-109.27	42.54	113.95	351.26
每股股利(DPS)	0.310	0.164	0.000	0.228	0.261	0.294	<b>财务分析和估值指标汇总</b>						
每股经营现金流	0.672	0.728	0.669	1.365	0.641	1.641		2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
销售毛利率	37.45%	35.09%	33.41%	33.39%	33.37%	33.35%	<b>收益率</b>						
销售净利率	22.43%	21.64%	21.73%	22.34%	23.23%	23.93%	毛利率	37.45%	35.09%	33.41%	33.39%	33.37%	33.35%
净资产收益率(ROE)	36.16%	24.80%	21.84%	20.62%	19.82%	18.98%	三费/销售收入	10.41%	9.38%	8.80%	8.60%	7.55%	6.75%
投入资本回报率(ROIC)	49.36%	51.92%	40.79%	45.69%	38.93%	36.32%	EBIT/销售收入	25.68%	24.14%	23.74%	23.82%	24.80%	25.41%
市盈率(P/E)	35.10	28.19	25.54	22.63	19.84	17.60	EBITDA/销售收入	27.39%	25.42%	25.06%	23.83%	24.81%	25.42%
市净率(P/B)	12.69	6.99	5.58	4.67	3.93	3.34	销售净利率	22.43%	21.64%	21.73%	22.34%	23.23%	23.93%
股息率(分红/股价)	0.012	0.007	0.000	0.009	0.010	0.012	<b>资产获利率</b>						
							ROE	36.16%	24.80%	21.84%	20.62%	19.82%	18.98%
							ROA	23.99%	16.55%	16.22%	14.47%	15.10%	14.03%
							ROIC	49.36%	51.92%	40.79%	45.69%	38.93%	36.32%
							<b>增长率</b>						
							销售收入增长率	6.73%	29.00%	9.97%	9.79%	9.63%	9.43%
							EBIT增长率	28.07%	21.22%	8.18%	10.14%	14.16%	12.12%
							EBITDA增长率	27.99%	19.71%	8.41%	4.40%	14.16%	12.12%
							净利润增长率	28.43%	24.48%	10.40%	12.87%	14.03%	12.71%
							总资产增长率	16.69%	75.73%	10.40%	23.40%	9.45%	20.64%
							股东权益增长率	25.59%	81.53%	25.37%	19.54%	18.64%	17.71%
							经营营运资本增长率	17.36%	46.73%	8.86%	-13.67%	37.35%	-10.35%
							<b>资本结构</b>						
							资产负债率	42.08%	40.16%	32.05%	34.18%	28.65%	30.38%
							投资资本/总资产	45.80%	34.17%	33.93%	37.02%	40.80%	31.70%
							带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.57%	0.00%	0.00%	0.00%
							流动比率	2.13	2.42	3.02	2.46	3.00	2.90
							速动比率	1.52	1.66	2.35	1.89	2.33	2.31
							股利支付率	43.65%	18.53%	0.00%	20.73%	20.73%	20.73%
							收益留存率	56.35%	81.47%	100.00%	79.27%	79.27%	79.27%
							<b>资产管理效率</b>						
							总资产周转率	0.93	0.69	0.68	0.61	0.61	0.55
							固定资产周转率	11.12	13.84	15.30	17.20	19.37	21.83
							应收账款周转率	2.92	2.81	2.73	2.81	2.74	2.81
							存货周转率	2.31	1.69	2.18	2.09	2.17	2.10
							<b>业绩和估值指标</b>	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
							EBIT	196.78	238.54	258.05	284.22	324.47	363.80
							EBITDA	209.84	251.20	272.32	284.30	324.56	363.91
							NOPLAT	165.40	195.02	200.94	246.73	283.00	318.49
							净利润	171.82	213.89	236.13	266.52	303.90	342.53
							EPS	0.711	0.885	0.977	1.102	1.257	1.417
							BPS	1.965	3.567	4.472	5.346	6.342	7.465
							PE	35.10	28.19	25.54	22.63	19.84	17.60
							PEG	2.23	2.27	1.93 N/A	N/A	N/A	N/A
							PB	12.69	6.99	5.58	4.67	3.93	3.34
							PS	7.87	6.10	5.55	5.05	4.61	4.21
							PCF	37.11	34.24	37.30	18.27	38.89	15.19
							EV/EBIT	9.00	23.69	21.27	19.23	16.56	13.87
							EV/EBITDA	8.44	22.50	20.16	19.22	16.56	13.87
							EV/NOPLAT	10.71	28.98	27.32	22.15	18.99	15.85
							EV/IC	4.71	11.47	10.17	7.52	6.13	6.14
							ROIC-WACC	49.36%	51.92%	40.79%	45.69%	38.93%	36.32%
							股息率	0.012	0.007	0.000	0.009	0.010	0.012

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

### 北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

### 深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

### 国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

### 免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。