

2016年03月22日

通合科技 (300491.SZ)

转型坚决，重视16年四大新方向

事件：①公司公布2015年年报，实现营业收入1.85亿元，同比增长23.65%，归母净利润4,273.70万元，同比增长14.73%，EPS0.71元，公司2015年第四季度实现营业收入8,051.63万元，同比增长48.39%，归母净利润1,648.65万元，同比增长16.49%，业绩符合预期；经营活动产生的现金流量净额2,860.59万元；②2016年度第一季度业绩预告：归母净利润531.99万元-650.22万元，同比上升35%-65%；③2015年利润分配预案：以未分配利润向全体股东每10股派发现金股利3元（含税）

■费用率上升、毛利率持平，电动车车载电源收入超预期：公司2015年销售费用率为8.93%，同比上升0.63个pct；财务费用率-0.12%，与去年同期基本持平；管理费用率为21.63%，同比上升1.82个pct，管理费用的增长主要系公司持续加大新产品的研发费用投入及员工绩效奖金较上年增加所致。公司毛利率50.26%，同比下降0.36个pct，其中新能源车充电桩及车载电源毛利率受市场价格波动影响，下滑3.18个pct，电力操作电源毛利率上升2.70个pct。

分业务方面，公司2015年电动汽车充电桩实现收入5,440.66万元，同比增长98.05%，收入占比29.3%，电动汽车车载电源实现收入5,159.13万元同比增长422.10%，收入占比27.8%，超出市场预期；以上两种产品销售收入合计占公司2015年收入的57.15%，2014年该比例仅为24.9%。公司充分受益充电桩市场高速发展带来的机遇，目前已将暂时有限产能向充电桩和电动汽车车载电源方向倾斜，我们预计随着公司产能的进一步合理调配与募投增产项目的逐步落地，充电桩及车载电源业务望延续高增。

■庞大客户群体助力公司充电及车载电源业务订单不断：公司在电力操作电源领域积累的众多大牌客户，如鲁能智能、国电南瑞、宇通客车能够为公司充电桩及车载电源业务的持续推进提供充分保障（目前所有客户已超600家）；目前据我们产业调研反馈，公司产品知名度在行业内已颇有影响力，除受益今年的国网充电桩招标“大年”利好之外，公司在大客户处的口碑将会为公司带来更多“网外”订单，如年报公告中披露于2015年12月中标的邢台市公交总公司1912万元的公交充电站项目，目前已陆续投入建设和试运营即是佐证；同时公司还在积极利用客户资源发展车载电源业务，与大客户的合作存在可能（公司公告该产品目前已经广泛应用于各大商用车企的各种新能源车辆。未来，还会将产品扩展到新能源乘用车领域），值得期待。

■重视研发转型坚决，确立2016四大发展方向：公司2015年研发投入2,009.80万元，较2014年增加357.06万元，增长21.60%，占营业收入的10.84%，新增专利8项，软件著作权1项；自成立以来，公司对技术的重视程度一直较高，独有的“谐振电压控制型功率变换器”技术可有效提升生产效率，降低生产成本，作为国内唯一一家实现功率变换全程软开关的电力电子企业，公司在电源制造端的优势顺理成章移植到充电模块制造上。

以技术实力为基础，紧握当前新能源车与能源互联发展机遇，公司已公告修改

公司快报

证券研究报告

电子设备

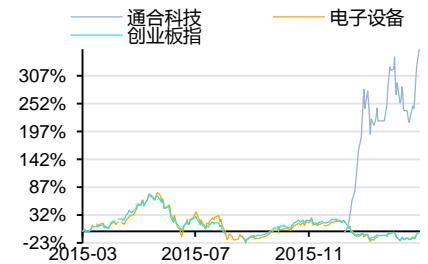
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**100元**
股价（2016-03-21） **69.30元**

交易数据

总市值（百万元）	5,544.00
流通市值（百万元）	1,386.00
总股本（百万股）	80.00
流通股本（百万股）	20.00
12个月价格区间	15.09/69.30元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	9.14	21.3	-4.3
绝对收益	9.86		

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

通合科技：电源专家转型在途，新能源侧价值逐步凸显 2016-02-22

通合科技：电源专家迎新 能源汽车风口，获崭新发展机遇 2016-01-22

经营范围与公司章程，由原先“电子产品开发、生产和销售，高频开关电源模块产销”等更新为“**新能源电动汽车充电电源（充电桩）及配套设备、新能源汽车车载电源、新能源汽车电机控制器及配套设备、微网储能系统的建设和运营；新能源电动汽车电站建设及运营；新能源电动汽车租赁**”等，更是重点确立 2016 年四大发展方向，分别是 1) 大力拓展充电桩及车载电源业务，2) 深耕电力操作电源市场，3) 加强新能源逆变器、电机电控产业化，4) 把握新能源领域运营模式创新，由此不难看出公司向新能源车产业链转型坚决，借助公司所处河北省新能源补贴政策优厚的沃土，我们看好公司 2016 年的转型发展。

■**国网招标在即，引燃充电桩市场热情**：2016 年促充电桩行业高速增长的因素包括 1) **国网扩容招标在即，大型市场参与主体积极备战**：据国网平台数据，今年大规模的充电桩统招将有 3 次，招标总量扩容至去年 3 倍左右，约 50 亿，同时铁塔公司已在北京、上海、深圳和江苏四城市开展充电桩投建，（其中北京已经开通 21 处），各参与主体都在积极备战，我们预计几家大型参与方将提供全年近百亿的充电桩市场，此外网外市场，如地方公交公司，互联网充电企业等预计也将提供近 50 亿市场，全年市场容量可扩容至 150 亿；2) **各省充电规划与补贴政策陆续推出，增量明确**：以公司所在河北省为例，规划“十三五”末，全省建设充电桩 1970 座，充电桩 65625 个（折合年均 13125 个），省内大气污染治理重点省市推广量 3 万辆，奖补标准 9000 万元，新能源车地补与国标 1:1，力度颇大；3) **新能源车全年增势乐观**：据中汽协数据统计，2016 年 1-2 月新能源汽车生产 37937 辆比上年同期均增长 1.7 倍，近期苗圩部长表态 2016 年新能源汽车板块产销规模可能增长一倍以上，考虑到 2017 年补贴退坡 20%，下半年车企将会全力以赴，我们对全年新能源车延续高增势保持观，在“有车更有桩”逻辑推动下，车载充电机与充电市场的继续扩容也是确定的；4) **充电桩统一国标落地**：包含电动汽车充电接口及通信协议的 5 项国家标准 2016 年已正式实施，限制充电桩发展障碍一一扫除。

■**投资建议**：我们首先看好公司在新能源车充电桩及车载电源领域持续高速发展对业绩提供的支撑，其次我们认为公司 2016 年积极布局的电机电控、新能源运营可继续提高公司估值水平，我们上调公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.82/1.34/1.92 元；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价上调为 100 元，对应 80 亿市值。

■**风险提示**：税收政策风险、下游市场波动导致业务增速下滑的风险

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	150.0	185.5	296.2	522.7	801.2
净利润	37.3	42.7	65.8	107.6	153.6
每股收益(元)	0.47	0.53	0.82	1.34	1.92
每股净资产(元)	2.26	4.94	5.60	6.86	8.61

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	148.8	129.7	84.3	51.5	36.1
市净率(倍)	30.7	14.0	12.4	10.1	8.1
净利润率	24.8%	23.0%	22.2%	20.6%	19.2%
净资产收益率	20.6%	10.8%	14.7%	19.6%	22.3%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%
ROIC	36.0%	23.5%	31.2%	18.2%	16.7%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	150.0	185.5	296.2	522.7	801.2	成长性					
减:营业成本	74.1	92.3	147.3	257.0	396.9	营业收入增长率	11.6%	23.7%	59.7%	76.4%	53.3%
营业税费	1.5	1.7	2.8	5.0	7.6	营业利润增长率	-1.0%	7.9%	76.4%	78.0%	48.2%
销售费用	12.4	16.6	24.9	44.7	69.1	净利润增长率	2.4%	14.7%	54.0%	63.5%	42.8%
管理费用	29.7	40.1	60.2	107.6	167.0	EBITDA 增长率	-0.8%	9.7%	115.1%	82.2%	38.1%
财务费用	-0.2	-0.2	-0.2	-0.1	-0.2	EBIT 增长率	-0.9%	7.8%	76.9%	78.4%	48.2%
资产减值损失	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5	NOPLAT 增长率	-1.0%	8.6%	76.0%	78.6%	48.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	66.2%	32.8%	206.6%	61.0%	19.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	19.7%	118.8%	13.8%	23.0%	26.1%
营业利润	31.9	34.5	60.8	108.2	160.3	利润率					
加:营业外净收支	9.3	12.4	14.0	14.0	14.0	毛利率	50.6%	50.3%	50.3%	50.8%	50.5%
利润总额	41.2	46.9	74.8	122.2	174.3	营业利润率	21.3%	18.6%	20.5%	20.7%	20.0%
减:所得税	3.9	4.1	7.0	11.3	15.9	净利润率	24.8%	23.0%	22.2%	20.6%	19.2%
净利润	37.3	42.7	65.8	107.6	153.6	EBITDA/营业收入	23.0%	20.4%	27.5%	28.3%	25.5%
						EBIT/营业收入	21.2%	18.5%	20.4%	20.7%	20.0%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	26	75	221	277	230
货币资金	48.9	236.1	59.2	104.5	160.2	流动营业资本周转天数	140	132	149	156	157
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	370	534	427	303	308
应收账款	47.9	72.7	124.8	223.7	310.5	应收帐款周转天数	102	117	120	120	120
应收票据	31.0	42.0	56.8	117.5	149.6	存货周转天数	55	61	57	57	58
预付帐款	6.9	2.3	14.1	14.4	29.7	总资产周转天数	547	754	751	662	604
存货	23.7	39.0	55.3	110.7	149.5	投资资本周转天数	255	300	435	485	429
其他流动资产	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	20.6%	10.8%	14.7%	19.6%	22.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.9%	8.1%	9.6%	9.1%	10.7%
长期股权投资	-	-	50.0	50.0	50.0	ROIC	36.0%	23.5%	31.2%	18.2%	16.7%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	10.9	66.7	296.3	507.7	515.7	销售费用率	8.3%	8.9%	8.4%	8.5%	8.6%
在建工程	61.5	48.0	49.0	49.5	49.7	管理费用率	19.8%	21.6%	20.3%	20.6%	20.8%
无形资产	19.7	19.2	37.8	55.8	73.0	财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
其他非流动资产	0.2	0.3	-33.4	-21.4	-13.4	三费/营业收入	28.0%	30.4%	28.6%	29.1%	29.4%
资产总额	250.7	526.3	710.0	1,212.3	1,474.5	偿债能力					
短期债务	-	-	102.9	109.9	123.4	资产负债率	27.9%	24.8%	36.6%	54.3%	52.6%
应付帐款	28.1	53.5	54.8	136.3	166.5	负债权益比	38.7%	33.0%	57.7%	118.8%	111.0%
应付票据	-	8.5	3.8	17.6	15.4	流动比率	3.75	4.48	1.70	1.87	2.32
其他流动负债	14.1	25.6	20.7	40.7	40.0	速动比率	3.19	4.03	1.40	1.51	1.88
长期借款	1.0	17.0	57.7	333.8	410.6	利息保障倍数	-180.46	-151.29	-264.13	-849.91	-778.92
其他非流动负债	26.7	26.1	20.0	20.0	20.0	分红指标					
负债总额	69.9	130.7	259.8	658.4	775.8	DPS(元)	-	-	0.16	0.09	0.17
少数股东权益	-	-	2.0	5.4	10.1	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	6.7%	8.9%
股本	60.0	80.0	80.0	80.0	80.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	0.1%	0.2%
留存收益	120.8	315.6	368.2	468.6	608.6						
股东权益	180.8	395.6	450.2	554.0	698.7						

现金流量表

现金流量表						业绩和估值指标					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	37.3	42.7	65.8	107.6	153.6	EPS(元)	0.47	0.53	0.82	1.34	1.92
加:折旧和摊销	2.7	3.6	20.8	40.1	44.6	BVPS(元)	2.26	4.94	5.60	6.86	8.61
资产减值准备	0.5	0.6	-	-	-	PE(X)	148.8	129.7	84.3	51.5	36.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	30.7	14.0	12.4	10.1	8.1
财务费用	-	-	-0.2	-0.1	-0.2	P/FCF	-380.0	363.4	-37.1	90.7	76.4
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	37.0	29.9	18.7	10.6	6.9
少数股东损益	-	-	2.0	3.3	4.8	EV/EBITDA	-	26.1	69.3	39.6	28.8
营运资金的变动	-8.4	-10.3	-130.9	-111.7	-153.8	CAGR(%)	43.9%	54.8%	23.1%	43.9%	54.8%
经营活动产生现金流量	27.4	28.6	-42.5	39.2	48.9	PEG	3.4	2.4	3.6	1.2	0.7
投资活动产生现金流量	-42.7	-41.2	-270.0	-270.0	-70.0	ROIC/WACC	3.5	2.3	3.1	1.8	1.6
融资活动产生现金流量	-6.5	194.4	135.6	276.1	76.8	REP	-	2.4	3.4	3.8	3.5

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	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
深圳联系人	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	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
	邹玲玲	0755-82558183	zoull@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