

## 炬华科技(300360.SZ)

增长超出行业水平

公司经营渐入佳境

评级: 买入 前次: 买入

目标价(元): 30

分析师 联系人  
曾朵红 汪林森

S0740514080001

021-20315167

zengdh@r.qlzq.com.cn

wangls@r.qlzq.com.cn

2016年5月2日

### 基本状况

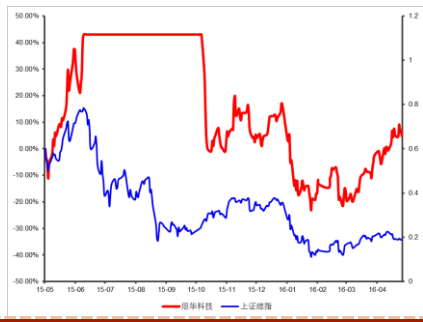
总股本(百万股)	362.68
流通股本(百万股)	114.11
市价(元)	21.37
市值(百万元)	7750.47
流通市值(百万元)	2438.53

### 业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	988.33	1,086.84	1,236.50	1,449.49	1,636.77
营业收入增速	29.00%	9.97%	13.77%	17.23%	12.92%
净利润增长率	24.48%	10.40%	26.46%	20.04%	11.93%
摊薄每股收益(元)	0.89	0.98	0.82	0.99	1.11
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本-市场/市场)					
市盈率(倍)	25.35	35.94	25.95	21.62	19.32
PEG	1.04	3.46	0.98	1.08	1.62
每股净资产(元)	3.71	4.44	5.47	6.75	8.21
每股现金流量	0.73	0.66	1.38	1.26	1.50
净资产收益率	23.86%	22.02%	22.57%	21.95%	20.20%
市净率	6.05	7.91	3.91	3.16	2.60
总股本(百万股)	241.44	241.79	362.68	362.68	362.68

备注: 市场预测取 聚源一致预期

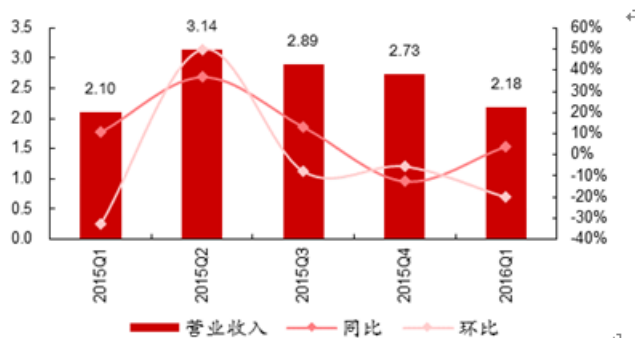
### 股价与行业-市场走势对比



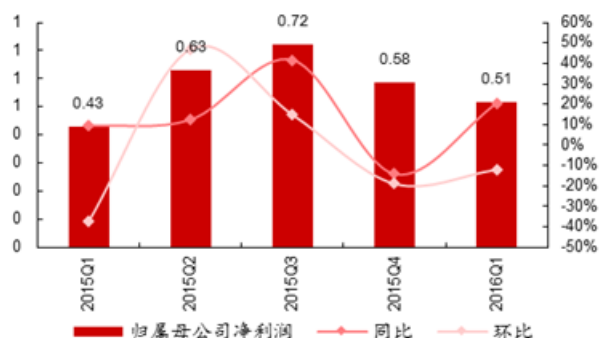
### 投资要点

- **2016年一季实现归母净利润0.51亿元,同比增长20%,超出行业水平。**炬华科技公布了16年一季度报,2016年一季度实现营业收入2.18亿元,同比增长4%,归属于母公司股东的净利润0.51亿元,同比增长20.47%,实现每股收益0.21元。与去年四季度相比,营收环比增长-20.2%,实现净利润环比增长-12%,公司预告16年一季度归母净利润同比增长5%-35%,盈利0.45亿元-0.58亿元,一季报总体符合预期。
- **电工仪器仪表主营业务毛利率同比环比均提高,配网加大投资和海外扩张将为主因业务提供保障。**电工仪器仪表业务主要包括电能表(三相和单相)和用电信息采集(专变和配变终端,集中器),今年一季度毛利率35.6%,去年一季度毛利率32.36%,同比提高3个百分点;去年四季度毛利率34.69%,环比提高1个百分点。十三五期间,国家继续加大农配网投资,其中智能电表的覆盖率从60提升至90%,公司14年IPO募投的600万只产能已经落地,已经步入国内最具影响力的公司行列。同时公司收购“Logarex智能电表公司”100%股权,Logarex智能电表公司是欧洲智能电表及AMI系统的供应商之一,为炬华科技拓展海外智能表领域相关技术、市场奠定基础。
- **加码转型用户侧市场,增资方式获得经纬信息10%的股权。**杭州经纬信息是一家专业从事行业GIS数字地图的生产和应用研发的高科技企业,产品研发与应用涉及通信、公安、国土、电力等多个行业。经纬信息在遥感数据处理方面具有较高的分辨率和海量数据处理能力,并能高度融合地理信息系统、RS(遥感)、GPS(全球定位系统)、通讯、互联网和物联网等技术。公司本次对外投资将在积极维持现有业务、资产、人员和项目实施经验优势基础上,积极跟进国家电改的进程,充分整合产业链综合服务优势,通过本次投资快速切入用电需求侧管理及能源互联网服务领域,加快推进公司现有产品的市场推广和应用,

促进公司业务核心从电能计量仪表及用电信息采集系统产品研发、生产和销售向电力行业电力设计、售电侧服务等多业务、全方位拓展的发展战略。杭州经纬信息技术股份有限公司对赌业绩为：2016年、2017年、2018年目标净利润1500万元，1800万元，2200万元。

**图表1：营业情况**


来源：公司一季报、中泰证券研究所。

**图表2：归母公司净利润情况**


来源：公司一季报、中泰证券研究所。

**■ 图表3：公司经营情况**

炬华科技	2016Q1	2015Q1	单季同比	2015Q4	单季环比
营业收入	2.18	2.10	4.00%	2.73	-20.20%
毛利率	35.60%	32.36%	3.25%	34.69%	0.92%
营业利润	0.52	0.48	-63.44%	0.67	-22.85%
归属母公司净利润	0.51	0.43	20.47%	0.58	-11.98%
净利率	23.59%	20.37%	3.22%	21.39%	2.21%
股本	2.42	2.42	-	2.42	-
EPS	0.21	0.18	20.47%	0.24	-11.98%

来源：中泰证券研究所。

- 加码转型用户侧市场，增资方式获得经纬信息10%的股权。**杭州经纬信息是一家专业从事行业GIS数字地图的生产和应用研发的高科技企业，产品研发与应用涉及通信、公安、国土、电力等多个行业。经纬信息在遥感数据处理方面具有较高的分辨率和海量数据处理能力，并能高度融合地理信息系统、RS(遥感)、GPS(全球定位系统)、通讯、互联网和物联网等技术。公司本次对外投资将在积极维持现有业务、资产、人员和项目实施经验优势基础上，积极跟进国家电改的进程，充分整合产业链综合服务优势，通过本次投资快速切入用电需求侧管理及能源互联网服务领域，加快推进公司现有产品的市场推广和应用，促进公司业务核心从电能计量仪表及用电信息采集系统产品研发、生产和销售向电力行业电力设计、售电侧服务等多业务、全方位拓展的发展战略。杭州经纬信息技术股份有限公司对赌业绩为：2016年、2017年、2018年目标净利润1500万元，1800万元，2200万元。
- 公司收购炬源智能，设立产业并购基金，布局能源互联网。**公司收购炬源智能及设立产业并购基金踏准了政策导向，在发展传统电能表业务的同时，利用炬源智能在智能水表业务方面的技术和市场积累，辅以公司自身多年积累的强大的软件开发实力，集成电、水、气、热四种基本能耗计量，积极布局四表合一采集试点工作，紧紧抓住用户能源消耗数据入口这一关键节点，为公司业务向能源互联网方向转型打下坚实的基础。同时，考虑公司技术需求及市场需求，利用产业并购基金有针对性地收购具有成长潜力的水务及物联网相关企业，逐步开拓水处理相关的环保产业及智慧水务等环保技术产业，将会为公司在能源互联网方向的开拓创

新提供有效的助力。

- **收购纳宇电气 100%股权落地，布局能源管理。**公司与上海纳宇电气签署的并购框架协议实现落地，收购纳宇电气 100%股权。纳宇电气是国内用户侧智能电力仪表和能源管理系统集成的领先企业，主要供给轨道交通、楼宇自动化、工矿企业、智能开关柜、低压变配电系统等下游领域，用于能源计量、电力信息采集、电力监控与电能考核管理等方面。我们认为炬华具有信息采集和电表上的技术优势，与纳宇电气的平台和市场资源可以形成很好的共振，一方面炬华提供低成本高质量的产品，另一方面纳宇的能源管理平台和市场资源带来丰富的渠道资源。纳宇电气对赌业绩为 16-18 年分别完成净利润 0.196、0.219、0.245 亿元。
- **乘电改大潮，公司成立炬能售电，抢滩售电市场，向用电需求侧转型，同时参与配电网投资。**炬华科技作为深耕电能表市场的佼佼者，其拥有的用电需求侧数据成为了其抢滩售电市场的得天独厚的优势。公司投资设立售电公司，市场前景广阔，可以为当地为数众多的中小企业、公司上下游客户及相关企业提供优质便利的售电服务，利用本公司的灵活优势，实现与其他中小企业的共赢。此外，公司建立了明确的思路，加快形成工业企业配电系统设计施工、配电设备制造安装、直接售电及电能计量等一系列成套服务，将会形成在售电市场中的竞争优势，同时亦可在电能表之外，从配电网建设业务方面分得配电网投资潮的蛋糕，为公司未来营收打下伏笔。
- **费用率整体同比上升，环比下降，现金流同比大幅改善，应收账款略有提高。**经营层面上公司销售费用率为 3.65%，去年同期为 3.03%，同比升高 0.5 个百分点；管理费用率 10.38%，去年同期为 9.01%，同比升高 1.3 个百分点。经营活动净现金流出 0.25 亿元，较去年同期净流出 0.72 亿元大幅改善。存货 3.01 亿，比年初的 3.33 亿下降 10%，库存水平有所降低，应收账款 4.03 亿，比年初的 3.79 亿略有升高；预收款项 0.65 亿，比年初的 0.76 亿略有下降。
- **投资建议：**由于一季度开始纳宇电气开始并表，我们预计公司 2016 年-2018 年的归属于上市公司股东的净利润分别为 3.00 亿元、3.6 亿元、4 亿元，同比增速分别为 25%、20%、11%；EPS（除权后）分别为 0.82 元、0.99 元、1.10 元。随着公司布局日趋完善，政策利好不断下发，用户侧管理产业的发展将进入井喷阶段，维持公司“买入”的投资评级，目标价为 30 元（除权后），对应于 2016 年 35 倍 PE。
- **风险提示：**用户侧市场发展不达预期；电能表市场投资不达预期。

**图表 4：炬华科技单季度分析表（单位：百万元）**

炬华科技	2014Q1	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	同比	环比
营业收入	1.90	2.30	2.56	3.13	2.10	3.14	2.89	2.73	2.18	-3.85%	-20.20%
毛利率	36.49%	35.41%	33.00%	35.72%	32.36%	31.95%	34.55%	34.69%	35.60%	3.25%	0.92%
毛利润	0.69	0.81	0.84	1.12	0.68	1.00	1.00	0.95	0.78	14.44%	-18.09%
期间费用率	11.97%	6.93%	7.47%	11.17%	9.91%	5.95%	6.48%	13.66%	11.36%	1.45%	-2.30%
销售费用	0.08	0.07	0.08	0.11	0.06	0.08	0.05	0.12	0.08	25.44%	-32.87%
管理费用	0.17	0.12	0.15	0.27	0.19	0.16	0.18	0.29	0.23	19.80%	-21.32%
财务费用	-0.02	-0.03	-0.04	-0.03	-0.04	-0.05	-0.04	-0.03	-0.06	30.32%	77.29%
期间费用	0.23	0.16	0.19	0.35	0.21	0.19	0.19	0.37	0.25	19.26%	-33.66%
资产减值损失	0.04	0.01	0.06	-0.05	-0.02	0.09	0.07	-0.12	-0.01	-59.20%	-94.84%
营业利润	0.42	0.63	0.57	0.77	0.48	0.72	0.72	0.67	0.52	8.37%	-22.85%
营业外收入	0.04	0.02	0.02	0.03	0.03	0.01	0.12	0.02	0.10	237.13%	386.45%
利润总额	0.45	0.66	0.59	0.80	0.51	0.72	0.84	0.69	0.62	23.24%	-10.23%
所得税	0.06	0.10	0.08	0.12	0.08	0.10	0.11	0.11	0.11	38.38%	-0.90%
归属于母公司净利润	0.39	0.56	0.51	0.68	0.43	0.63	0.72	0.58	0.51	20.47%	-11.98%
净利率	20.60%	24.28%	19.89%	21.76%	20.37%	19.99%	24.92%	21.39%	23.59%	3.22%	2.21%
存货	1.57	1.90	2.82	3.80	3.94	3.47	3.61	3.33	3.01	-23.67%	-9.58%
股本	2.42	2.42	2.42	2.42	2.42	2.42	2.42	2.42	2.42		
EPS	0.16	0.23	0.21	0.28	0.18	0.26	0.30	0.24	0.21	20.47%	-11.98%

来源：中泰证券研究所。

**图表 5：炬华科技三张报表**

**损益表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>营业总收入</b>	<b>766</b>	<b>988</b>	<b>1,087</b>	<b>1,237</b>	<b>1,449</b>	<b>1,637</b>
增长率	6.73%	29.0%	10.0%	13.8%	17.2%	12.9%
营业成本	-479	-642	-724	-790	-915	-1,034
<b>%销售收入</b>	<b>62.5%</b>	<b>64.9%</b>	<b>66.6%</b>	<b>63.9%</b>	<b>63.1%</b>	<b>63.2%</b>
毛利	287	347	363	447	535	603
%销售收入	37.5%	35.1%	33.4%	36.1%	36.9%	36.8%
营业税金及附加	-7	-9	-8	-12	-13	-15
%销售收入	1.0%	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%	0.9%
营业费用	-24	-34	-31	-35	-40	-45
%销售收入	3.1%	3.4%	2.9%	2.8%	2.8%	2.7%
管理费用	-60	-70	-81	-91	-105	-117
%销售收入	7.8%	7.1%	7.5%	7.4%	7.3%	7.2%
息税前利润 (EBIT)	196	233	243	309	376	426
%销售收入	25.6%	23.6%	22.4%	25.0%	25.9%	26.0%
财务费用	4	12	17	3	4	5
%销售收入	-0.5%	-1.2%	-1.6%	-0.3%	-0.3%	-0.3%
资产减值损失	-2	-6	-2	-4	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	1	22	26	29
%税前利润	0.0%	0.4%	0.3%	6.2%	6.2%	6.2%
营业利润	198	240	259	329	405	459
营业利润率	25.8%	24.3%	23.8%	26.6%	28.0%	28.1%
营业外收支	3	10	17	20	14	10
税前利润	201	250	276	349	419	469
利润率	26.2%	25.3%	25.4%	28.3%	28.9%	28.7%
所得税	-29	-37	-40	-50	-60	-68
所得税率	14.5%	14.6%	14.4%	14.4%	14.4%	14.4%
净利润	172	214	236	299	359	402
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>172</b>	<b>214</b>	<b>236</b>	<b>299</b>	<b>359</b>	<b>402</b>
净利率	22.4%	21.6%	21.7%	24.2%	24.8%	24.5%

**现金流量表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	172	214	236	299	359	402
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	15	18	16	16	11	16
非经营收益	-1	-10	-21	-41	-40	-39
营运资金变动	-24	-46	-71	62	-25	-16
<b>经营活动现金净流</b>	<b>162</b>	<b>176</b>	<b>161</b>	<b>335</b>	<b>306</b>	<b>363</b>
资本开支	12	19	15	-15	37	41
投资	0	0	-7	0	0	0
其他	0	-361	-209	22	26	29
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-12</b>	<b>-380</b>	<b>-231</b>	<b>37</b>	<b>-11</b>	<b>-12</b>
股权募资	0	217	0	0	0	0
债权募资	0	0	3	-3	0	0
其他	-75	-15	-43	-1	-48	-48
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-75</b>	<b>202</b>	<b>-40</b>	<b>-3</b>	<b>-48</b>	<b>-48</b>
<b>现金净流量</b>	<b>76</b>	<b>-2</b>	<b>-110</b>	<b>369</b>	<b>247</b>	<b>303</b>

**资产负债表 (人民币百万元)**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	279	603	768	1,137	1,383	1,686
应收款项	272	357	404	453	523	582
存货	207	380	333	389	446	499
其他流动资产	2	55	11	13	14	14
流动资产	760	1,395	1,516	1,992	2,366	2,781
%总资产	89.5%	93.7%	93.6%	95.4%	94.5%	94.2%
长期投资	11	10	10	10	10	10
固定资产	69	72	71	65	105	140
%总资产	8.1%	4.8%	4.4%	3.1%	4.2%	4.7%
无形资产	7	7	11	10	10	9
非流动资产	89	94	104	97	137	172
%总资产	10.5%	6.3%	6.4%	4.6%	5.5%	5.8%
<b>资产总计</b>	<b>849</b>	<b>1,489</b>	<b>1,620</b>	<b>2,089</b>	<b>2,503</b>	<b>2,953</b>
短期借款	0	14	15	12	12	12
应付款项	345	545	482	626	721	809
其他流动负债	29	47	29	106	115	123
流动负债	374	606	526	744	848	944
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	0	20	13	13	13	13
<b>负债</b>	<b>374</b>	<b>626</b>	<b>539</b>	<b>757</b>	<b>861</b>	<b>957</b>
普通股股东权益	475	862	1,081	1,332	1,643	1,996
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
<b>负债股东权益合计</b>	<b>849</b>	<b>1,489</b>	<b>1,620</b>	<b>2,089</b>	<b>2,503</b>	<b>2,953</b>

**比率分析**

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>每股指标</b>						
每股收益(元)	2.291	0.886	0.977	1.237	1.484	1.661
每股净资产(元)	6.335	3.572	4.472	5.509	6.793	8.255
每股经营现金净流(元)	2.165	0.728	0.665	1.387	1.264	1.500
每股股利(元)	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200	0.200
<b>回报率</b>						
净资产收益率	36.16%	24.80%	21.84%	22.45%	21.85%	20.13%
总资产收益率	20.23%	14.37%	14.57%	14.31%	14.34%	13.61%
投入资本收益率	90.26%	75.69%	65.32%	133.96%	123.04%	116.79%
<b>增长率</b>						
营业总收入增长率	6.73%	29.00%	9.97%	13.77%	17.23%	12.92%
EBIT增长率	23.24%	19.10%	4.17%	27.22%	21.52%	13.29%
净利润增长率	28.43%	24.48%	10.40%	26.64%	20.02%	11.93%
总资产增长率	16.71%	75.29%	8.83%	28.95%	19.82%	17.95%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	120.2	113.0	122.3	130.0	128.0	126.0
存货周转天数	147.5	167.0	179.6	180.0	178.0	176.0
应付账款周转天数	161.8	161.3	151.5	180.0	178.0	176.0
固定资产周转天数	34.9	25.9	23.9	20.1	21.4	27.3
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	-58.74%	-68.39%	-69.61%	-84.41%	-83.47%	-83.86%
EBIT利息保障倍数	-48.0	-20.1	-14.3	-96.0	-85.2	-79.2
资产负债率	44.06%	42.07%	33.26%	36.25%	34.38%	32.40%

来源: 中泰证券研究所

**投资评级说明**

**买入：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持：**预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有：**预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持：**预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上



**重要声明:**

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。