

2016年08月09日

通合科技 (300491.SZ)

## 业绩稳健，重视后续运营端产业良机

■事件：2016上半年公司实现营业收入8698.42万元，同比增长42.16%，归母净利润1876.15万元，同比增长14.74%，经营活动净现金流-480.8万元。第二季度，公司实现营收3552.16万元，同比增长62.76%；实现归母净利润636.65万元，同比增长61.56%。

①分业务方面，公司充电桩及充电机业务收入显著提升，但毛利率下降明显：1) 2016上半年，公司充电桩及车载充电装置业务收入0.46亿元，同比增长49.64%，收入占比52.98%（占比较去年同期提升2.63%）；毛利率33.71%，同比下滑18.59个pct，毛利率下滑明显主要是受充电桩市场激烈竞争影响，公司产品售价下滑，同时生产成本有所上升所致；2) 公司电力操作电源业务收入0.34亿元，同比增长39.84%，占比38.94%；毛利率50.56%，下降2.95个pct；3) 其他电源业务收入619.1万元，同比增速29.39%，占比7.18%；毛利率68.93%，上升4.54个pct。

②三项费用控制良好：2016上半年，公司销售/管理/财务费用分别为744.59/1699.02/-35.69万元，相应费用率同比变化0.22/-1.09/-0.26个pct，三项费用控制良好。

■潜心研发、“设备+运营”两手抓，精准发力四大方向：技术是科技公司的基石，2012-2015年公司研发营收比分别为7.74%、9.24%、11.02%和10.84%，形成了以“谐振电压控制型功率变换器”和“软开关谐振式DC-AC逆变电路”为代表的核心技术。在市场竞争日渐激烈的背景下，充电桩及充电机毛利率下滑是必然趋势，但我们更看好公司沉下心重视技术投入的发展思路。未来设备环节盈利增长更多依靠走量，而运营环节在设备降价与配套新能源车持续起量之后望进入利润释放周期（当前运营竞争格局好于设备），公司已成立专业子公司“通合新能源”主营新能源汽车充电设施建设运营以及新能源车销售及租赁（公交车及物流车）等业务；之前公告的2015年12月中标邢台市的公交充电站建设项目（1912万元）已陆续投入建设和试运营，这将为公司开展后续业务积累宝贵经验。再次重申公司2016年四大发展方向：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。

■充电桩建设专项基金陆续落实，各地充电桩专项规划接连出台：据国家电网报道，为改善新能源汽车使用环境，促进推广应用，国家能源局将重点推动政策规划落实，加大资金支持力度：按照国家统一部署，2016年分2批安排40亿元专项建设基金，累计支持29个省（区、市）的73个充电基础设施项目，项目总投资规模约402亿元。

同时，据经济参考报道，国家能源局已组织起草加快居民区充电基础设施建设的文件，正履行部委会签程序，有望近期出台。与之相呼应的各地充电桩规划正接连出台。

## 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（2016-08-09） **88.26元**

### 交易数据

总市值(百万元)	7,060.80
流通市值(百万元)	1,765.20
总股本(百万股)	80.00
流通股本(百万股)	20.00
12个月价格区间	15.09/122.30元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-10.93	9.09	11.74
绝对收益	-14.71	10.28	

**黄守宏**

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020024  
huangsh@essence.com.cn  
021-35082092

**孟兴亚**

报告联系人

mengxy@essence.com.cn

### 相关报告

通合科技：一季度利润增速近预告上限，新能源车充电收入占比持续提升	2016-04-19
通合科技：转型坚决，重视16年四大新方向	2016-03-22
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：电源专家迎新新能源汽车风口，获崭新发展机遇	2016-01-22

2016年我国对充电桩领域的投资力度明显加大，据统计截至今年6月底，全国已建成公共充电桩8.1万个，较2015年底增长65%；随车建成私人充电桩超过2.5万个，较2015年底增长约12%，虽然建设数量较去年有明显好转，但受制于新能源车补贴目录与“骗补”整治办法迟迟不落地，我们认为上半年充电桩建设进度仍不及预期。预计下半年政策尘埃落地，有车必有桩的核心思路将促使充电桩建设再提速。

■**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、在充电桩建设和运营领域已经取得的积极成果，其次我们认为公司2016年积极布局的电机电控以及新能源车运营可提高公司估值水平，我们预测公司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	6.61	7.88
<b>盈利和估值</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
市盈率(倍)	189.5	165.2	107.3	65.6	46.0
市净率(倍)	39.1	17.8	15.8	13.4	11.2
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%	20.4%	24.4%
股息收益率	0.0%	0.3%	0.2%	0.4%	0.7%
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%	18.6%	19.9%
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%
						运营效率					
						固定资产周转天数	26	75	221	277	230
						流动资产周转天数	140	132	149	156	157
						流动营业资本周转天数	370	534	427	303	308
						流动资产周转天数	102	117	120	120	120
						应收帐款周转天数	55	61	57	57	58
						存货周转天数	547	754	751	662	604
						总资产周转天数	255	300	435	485	429
						投资资本周转天数					
						投资回报率					
						ROE	20.6%	10.8%	14.7%	20.4%	24.4%
						ROA	14.9%	8.1%	9.6%	9.1%	10.7%
						ROIC	36.0%	23.5%	31.2%	18.2%	16.7%
						费用率					
						销售费用率	8.3%	8.9%	8.4%	8.5%	8.6%
						管理费用率	19.8%	21.6%	20.3%	20.6%	20.8%
						财务费用率	-0.1%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.0%
						三费/营业收入	28.0%	30.4%	28.6%	29.1%	29.4%
						偿债能力					
						资产负债率	27.9%	24.8%	36.6%	56.0%	56.6%
						负债权益比	38.7%	33.0%	57.7%	127.1%	130.3%
						流动比率	3.75	4.48	1.70	1.76	1.98
						速动比率	3.19	4.03	1.40	1.42	1.61
						利息保障倍数	-180.46	-151.29	-264.13	-849.91	-778.92
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.30	0.16	0.34	0.65
						分红比率	0.0%	56.2%	20.0%	25.4%	33.8%
						股息收益率	0.0%	0.3%	0.2%	0.4%	0.7%

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	6.61	7.88
资产减值准备	0.5	0.6	-	-	-	PE(X)	189.5	165.2	107.3	65.6	46.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	39.1	17.8	15.8	13.4	11.2
财务费用	-	-	-0.2	-0.1	-0.2	P/FCF	-483.9	462.9	-47.2	86.9	63.6
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	47.1	38.1	23.8	13.5	8.8
少数股东损益	-	-	2.0	3.3	4.8	EV/EBITDA	-	26.1	87.9	49.9	36.5
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	4.3	3.0	4.6	1.5	0.8
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	3.0	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	4.4	4.8	4.4

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	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@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
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	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
	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：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034