

2016年08月26日

炬华科技 (300360.SZ)

电表主业稳定增长，多元布局能源互联

■事件：公司公布2016年半年报，实现营业收入5.63亿元，同比上升7.37%；归母净利润1.27亿元，同比上升20.6%；EPS0.35，ROE11.29%，经营性现金流量净额-5261.26万元，同比上升35.06%。今年二季度实现营业收入3.44亿元，同比上升9.61%，归母净利润7582.12万元，同比增长20.69%。

上半年公司业务规模及产能稳步扩张，中标国家电网公司集中招标及其他地方电网公司招标采购项目增加。公司近三年在国网电能表招标中的中标率不断提升，尤其是0.5S级三相智能电表，中标率已经达到9.49%。

■毛利率明显提升，期间费用控制良好：2016上半年，单相智能电能表/三相智能电能表/专变、配变终端及集中器分别实现收入1.49/2.25/0.55亿元，同比变动-36.85/76.47/7.28%，毛利率分别为32.05/38.51/48.58%，同比变动6.3/-0.5/4.9个pct，综合毛利率为36.27%，同比上升4.3%。

公司销售、管理、财务费用分别为1721.76/4501.61/-818.22万元，比上年同期变动21.64/30.32/-11.15%，费率同比变动0.54/1.86/0.18个pct，上半年收购子公司上海纳宇电气纳入合并范围是销售和管理费用上升的主要原因，三项费用总体控制良好。

■定增加码能源互联网，积极转型能源服务商：公司公告8月24日定增预案已获证监会受理，拟募集不超10.5亿元投向能源需求侧物联网信息平台、智能电力仪表和智能配用电设备智慧制造、智慧能源技术研究院、营销及技术服务网络和补充流动资金。能源需求侧物联网信息平台主要为居民用户、工商企业等全面提供能源监控、运营维护和综合节能改造等增值服务；智能电力仪表及配用电设备制造主要针对公司智能电能计量与用电采集系统等产品的升级和拓展；智慧能源研究院旨在进一步加强公司研发实力，同时该研究院将申请CNAS认证实验室，若申请成功未来出具的检测报告望得到国际联合互认组织成员国的承认。

■密集布局需求侧管理龙头苏州太谷、纳宇电气、经纬信息，培育未来增长点：

①公司与浙大联创投资和联创基石共同发起设立炬华联昕产业基金（公司以有限合伙人方式出资90%）增资太谷电力1704.3万元，持股比例4.76%。苏州太谷向公司承诺其2016-2018年分别实现净利润3000/4000/5000万元。若未能实现承诺原股东将以“本金+8%的年化利息”回购公司增资股份。苏州太谷用户侧需求管理经验丰富，是业内最优秀的用电服务企业之一。此次交易有利于公司深入开展电力需求侧管理平台、电能在线监测系统、电能管理与节能服务等项目。②公司以2亿元收购纳宇电气100%股权，2016/17/18年备考利润1960/2190/2450万元；纳宇电气是一家以技术为核心的科技型企业，纳宇电气的技术研发实力突出，专注用户端智能电力仪表产品的研发、生产和销售，具备为客户提供智能化电力监控、电能管理、电气安全等系统性解决方案的能力，对行业内用户的多样化需求理解深刻，产品线设置齐全，产品研发、设计、更新换代能力较强，销售和售后服务网络健全，行业口碑过硬。③公司出资1300

公司快报

证券研究报告

电子设备

投资评级 买入-A

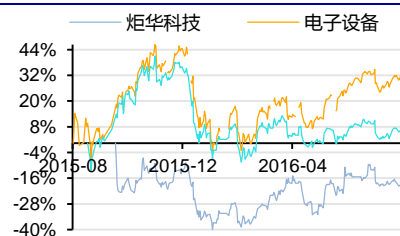
维持评级

6个月目标价：37.2元
股价(2016-08-25) 21.04元

交易数据

总市值(百万元)	7,630.73
流通市值(百万元)	2,364.61
总股本(百万股)	362.68
流通股本(百万股)	112.39
12个月价格区间	17.51/39.67元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-6.87	6.61	-33.12
绝对收益	-9.78	12.09	-26.18

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

邹玲玲

报告联系人

zoull@essence.com.cn

0755-82558183

相关报告

炬华科技：定增加码能源互联，构建能源服务体系	2016-07-12
炬华科技：业绩稳定，打造“有价值”的用电服务平台	2016-03-13
炬华科技：签并购框架确定转型方向，为公司注入成长动力	2016-01-27

万增资经纬信息，占股 10%，2016/17/18 年备考利润 1500/1800/2200 万元，若不达标交易对手将按照“投资本金+ 8%的年化利息”回购，通过本次交易获取用户端能源的设计、安装、能源监测及节能服务的能力和丰富经验，快速切入用电需求侧管理及能源互联网服务相关领域。

通过上述部署，公司在电力计量、管理系统领域内的技术实力将得到加强，同时通过产业并购基金以相对安全的并购方式促进公司现有产品的市场推广和应用，加速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。

■ 国网地区电改提速，静待售电改革东风来： 国网总经理到位后，所辖区域电改明显加速，山西、江苏、京津冀相继出台详细电改文件；公司早在 2015 年 9 月便联合大股东炬华集团设立浙江炬能售电公司，合资公司注册资本 2.18 亿元(其中公司持股 90%)；据电改配套文件规定，若售电公司超 2 亿注册资本门槛，原则上其在区内售电量不受限制，炬能售电已做好充足准备静待售电改革东风来临。

■ 物联网时代起步，公司四表集抄优势明显： NB-IOT 商业化标准落地加速物联网时代步伐，结合国网 2016 年新增智能电表 6058 万只，并推广电、水、气、热“四表合一”采集的工作目标，公司优势明显。公司主要可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，符合综合能源管理的大方向，已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： 我们看好公司在定增的战略方向，在主业计量装置稳定增长的同时，预期用电服务等新业务对公司业绩会有提升；我们预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.84、1.00、1.15 元；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 37.2 元。

■ 风险提示： 定向增发不及预期，用电服务业务不及预期，国网中标不及预期

(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入	988.3	1,086.8	1,379.7	1,580.2	1,817.2
净利润	213.9	236.1	303.9	360.9	415.7
每股收益(元)	0.59	0.65	0.84	1.00	1.15
每股净资产(元)	2.38	2.98	3.72	4.51	5.42

盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	36.0	32.7	25.4	21.4	18.6
市净率(倍)	8.9	7.1	5.7	4.7	3.9
净利润率	21.6%	21.7%	22.0%	22.8%	22.9%
净资产收益率	24.8%	21.8%	22.5%	22.1%	21.1%
股息收益率	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%
ROIC	106.9%	80.3%	87.7%	101.4%	55.6%

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	988.3	1,086.8	1,379.7	1,580.2	1,817.2	成长性					
减:营业成本	641.5	723.7	887.9	1,002.0	1,144.8	营业收入增长率	29.0%	10.0%	26.9%	14.5%	15.0%
营业税费	9.3	7.6	13.1	15.0	17.3	营业利润增长率	21.5%	7.6%	30.2%	18.9%	14.7%
销售费用	33.8	31.4	48.3	55.3	63.6	净利润增长率	24.5%	10.4%	28.7%	18.7%	15.2%
管理费用	70.5	81.1	107.6	124.0	154.5	EBITDA 增长率	16.7%	6.0%	45.5%	29.0%	13.2%
财务费用	-11.6	-17.0	-23.2	-25.9	-31.5	EBIT 增长率	18.1%	5.7%	29.7%	19.5%	14.2%
资产减值损失	5.6	2.1	10.0	10.0	10.0	NOPLAT 增长率	18.0%	5.9%	29.9%	19.4%	14.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	41.0%	18.8%	3.4%	109.2%	-21.3%
投资和汇兑收益	1.0	0.8	0.6	0.8	0.7	净资产增长率	81.5%	25.4%	25.3%	21.9%	20.8%
营业利润	240.2	258.5	336.6	400.4	459.3	利润率					
加:营业外净收支	10.3	17.4	29.0	34.0	39.0	毛利率	35.1%	33.4%	35.6%	36.6%	37.0%
利润总额	250.5	275.9	365.6	434.4	498.3	营业利润率	24.3%	23.8%	24.4%	25.3%	25.3%
减:所得税	36.6	39.7	52.3	62.3	69.8	净利润率	21.6%	21.7%	22.0%	22.8%	22.9%
净利润	213.9	236.1	303.9	360.9	415.7	EBITDA/营业收入	24.4%	23.5%	27.0%	30.4%	29.9%
						EBIT/营业收入	23.1%	22.2%	22.7%	23.7%	23.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	26	24	41	70	68
						流动资产周转天数	56	72	52	58	59
						流动资本周转天数	393	482	459	450	462
						应收账款周转天数	114	123	120	120	120
						存货周转天数	107	118	97	95	95
						总资产周转天数	426	515	514	541	553
						投资资本周转天数	80	93	81	111	117
						投资回报率					
						ROE	24.8%	21.8%	22.5%	22.1%	21.1%
						ROA	14.4%	14.6%	13.5%	15.3%	13.6%
						ROIC	106.9%	80.3%	87.7%	101.4%	55.6%
						费用率					
						销售费用率	3.4%	2.9%	3.5%	3.5%	3.5%
						管理费用率	7.1%	7.5%	7.8%	7.9%	8.5%
						财务费用率	-1.2%	-1.6%	-1.7%	-1.6%	-1.7%
						三费/营业收入	9.4%	8.8%	9.6%	9.7%	10.3%
						偿债能力					
						资产负债率	42.1%	33.3%	38.3%	28.6%	34.2%
						负债权益比	72.6%	49.8%	62.2%	40.1%	51.9%
						流动比率	2.30	2.88	2.43	3.04	2.67
						速动比率	1.68	2.25	1.94	2.38	2.16
						利息保障倍数	-19.73	-14.25	-13.49	-14.48	-13.57
						分红指标					
						DPS(元)	0.13	0.13	0.17	0.21	0.23
						分红比率	22.6%	20.5%	20.0%	21.0%	20.5%
						股息收益率	0.6%	0.6%	0.8%	1.0%	1.1%

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	213.9	236.1	303.9	360.9	415.7	EPS(元)	0.59	0.65	0.84	1.00	1.15
加:折旧和摊销	12.7	14.3	58.6	105.4	115.6	BVPS(元)	2.38	2.98	3.72	4.51	5.42
资产减值准备	5.6	2.1	-	-	-	PE(X)	36.0	32.7	25.4	21.4	18.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	8.9	7.1	5.7	4.7	3.9
财务费用	-7.5	-13.5	-23.2	-25.9	-31.5	P/FCF	50.5	40.7	47.5	506.4	13.9
投资损失	-1.0	-0.8	-0.6	-0.8	-0.7	P/S	7.8	7.1	5.6	4.9	4.2
少数股东损益	-	-0.0	9.4	11.2	12.9	EV/EBITDA	20.0	30.2	18.0	14.0	11.5
营运资金的变动	-60.7	-61.1	79.8	-181.0	95.3	CAGR(%)	20.3%	22.0%	22.2%	20.3%	22.0%
经营活动产生现金流量	175.8	160.8	427.9	269.8	607.2	PEG	1.8	1.5	1.1	1.1	0.8
投资活动产生现金流量	-380.0	-230.6	-269.4	-269.2	-69.3	ROIC/WACC	10.2	7.6	8.4	9.7	5.3
融资活动产生现金流量	201.9	-39.7	93.3	-49.9	-53.6	REP	1.8	3.3	2.5	1.1	2.3

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