

炬华科技（300360）点评报告

三季度报增速超行业水平，物联网概念带来新成长

买入（维持）

2016年10月27日

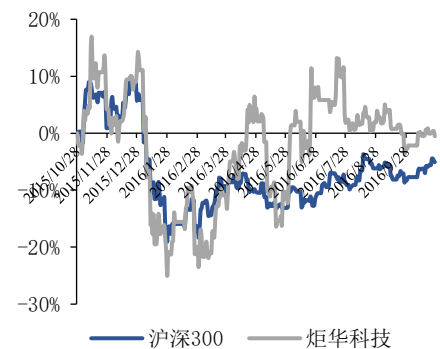
首席证券分析师 曾朵红

投资要点：

- **2016 前三季度营收 9.04 亿元，同比增长 11.15%，归母净利润 1.99 亿元，同比增长 11.90%，公司预告三季度同比 5-20%，整体符合预期。**公司发布 2016 三季度报告，报告期内公司实现营业收入 9.04 亿元，同比增长 11.15%；实现归属母公司净利润 1.99 亿元，同比增长 11.90%，对应 EPS 为 0.55 元。其中 3 季度实现营业收入 3.42 亿元，同比增长 18.01%，环比小幅减少 0.85%；实现归属母公司净利润 0.72 亿元，同比小幅减少 0.84%，环比减少 5.68%。3 季度对应 EPS 为 0.20 元。
- **仪器仪表业务增速超过行业水平，今年招标量同比有一定程度下滑，海外业务是增量。**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），公司在上半年第一批国家电网电能表集中招标中中标 12 个包，总计 106 万表，中标金额约 2.6 亿元。电网从去年四季度看很多中标的合同都没有交货，去年结转订单增多；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，所以整体来讲今年业绩弹性较大。
- **智能电表上一轮更换周期接近尾声，新一轮周期即将开启。**电表行业今年整体的招标量程下滑趋势，2016 年前两批累计招标 5140 万只表，去年同期 6330 万只，智能电表集中招标从 10 年开始经历了一轮长达 5-6 年的更换周期，目前智能电表的覆盖率已经接近 80-90%，未来电表将从窄带载波向宽带载波或者窄带+微功率的双模方向发展，新技术要求下电表企业将迎来新一轮的更换周期，将对电表主业形成强有力的支撑。
- **公司拟募集资金 10.5 亿元，依托物联网发展智能用电，同时拓展产品线加大研发和营销力度。**公司 7 月 12 日公告非公开发行预案，发行不超过 6100 万股，募集资金不超过 10.5 亿元，用于公司能源需求侧物联网信息平台项目、智能电力仪表和智能配用电设备智慧制造项目、智慧能源技术研究院项目、营销及技术服务的网络建设项目和补充流动资金。其中 4.82 亿元用于投资智能电力仪表和智能配用电设备智慧制造建设项目，2.74 亿元能源需求侧物联网信息平台生产建设项目，2.30 亿元用于智慧能源技术研究院建设项目。

执业资格证书号码：S0600516080001
021-60199798
zengdh@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价（元）	20.82
一年最低/最高价	24.29/15.49
市净率（倍）	6.50
流通市值（百万元）	2373.52

基础数据

每股净资产（元）	3.41
资本负债率（%）	31.89%
总股本（百万股）	362.68
流通 A 股（百万股）	114.00

相关研究

1. 上半年产品结构优化，下半年新业务值得期待

图表 1: 15-16 年招标量汇总

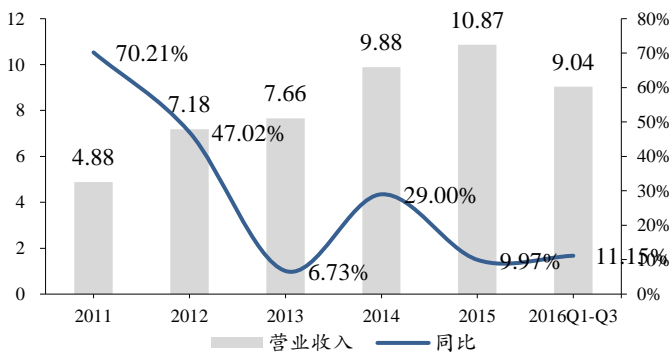
招标数量	2015年				2016年		
	第一批	第二批	第三批	汇总	第一批	第二批	汇总
2级单相智能	36,213,182	20,255,867	24,448,347	80,917,396	33,159,013	11,623,569	44,782,582
1级三相智能	3,897,543	2,157,731	2,997,551	9,052,825	4,284,032	1,739,810	6,023,842
0.5S级三相智能	598,531	144,900	213,620	957,051	485,036	123,942	608,978
0.2S级三相智能	15,720	7,900	46,890	70,510	15,070	11,502	26,572
智能电表合计	40,724,976	22,566,398	27,706,408	90,997,782	37,943,151	13,498,823	51,441,974
集中器、采集器	1,876,126	2,723,021	2,146,107	6,745,254	2,127,849	2,633,810	4,761,659
专变采集终端	655,689	277,869	497,646	1,431,204	305,647	543,884	849,531
终端产品合计	2,531,815	3,000,890	2,643,753	8,176,458	2,433,496	3,177,694	5,611,190
总量	43,256,791	25,567,288	30,350,161	99,174,240	40,376,647	16,676,517	57,053,164

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

- 由于纳宇电气并表前三季度三大费用率 9.78%，同比上升 2.62 个百分点，应收款比年初增长 74.75%，存货比年初减少 32.90%，预收款比年初大幅减少。2016 年前三季度公司销售费用为 0.29 亿元，同比增长 49%，销售费用率 3.22%，去年同期为 2.40%；发生管理费用为 0.71 亿，同比增长 36%，管理费用率 7.86%，去年同期为 6.44%；财务费用-0.12 亿，同比减少 14%，财务费用率-1.31%，去年同期为-1.68%。2016 年前三季度公司应收账款 6.62 亿元，与年初 3.79 亿增长 74.75%，主要系报告期内业务规模扩大、营业收入增加所致；存货 2.23 亿元，较年初 3.33 亿减少 32.90%，主要为报告期内商品销售增加，库存减少所致；预收账款 0.05 亿较年初 0.76 亿减少 93.65%，主要是报告期内公司预收账款对应的订单已执行完毕较多所致。现金流量方面，经营活动产生的现金流量净额本期金额为 0.68 亿元，去年同期为-0.56 亿元，主要系公司销售商品、提供劳务收到的现金增加，而购买商品、接受劳务支付的现金减少所致。
- 参股太古电力拓展需求侧管理新业务，收购水表炬源智能和能效平台纳宇电气布局缜密。在电力体制改革的大背景下，用户侧出现新的商机，公司今年动作频频，先是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；随后收购纳宇电气 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，公司与纳宇电气的平台和市场资源可以形成很好的共振，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；6 月产业基金增资太古电力，参股 4.76%，达成合作伙伴，共同开拓需求侧响应市场，太古电力是专业从事电力行业电能管理技术与整体解决方案的专业公司，拥有目前国内领先的电力用户电能管理技术与电能分析、优化、评估技术，预测 2016 年、2017 年、2018 年销售收入 1.0 亿元，1.5 亿元，2.3 亿元，净利润不低于 3000 万元，4000 万元，5000 万元。

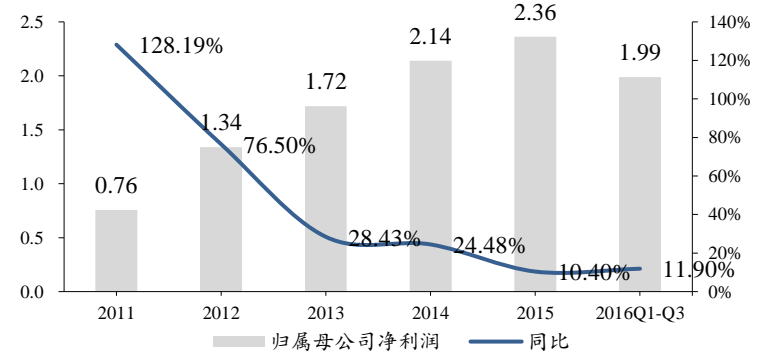
- 投资建议：**由于一季度开始纳宇电气开始并表，我们预计公司 2016 年-2018 年的归属于上市公司股东的净利润分别为 3.0/3.6/4 亿元，同比增速分别为 25%、20%、11%；不考虑增发摊薄 EPS 分别为 0.82/0.99/1.10 元。随着公司布局日趋完善，政策利好不断下发，用户侧管理产业的发展将进入井喷阶段，同时考虑公司在智能水表和能源互联网行业里均有低估值的优势，维持公司“买入”的投资评级，目标价为 28 元，对应于 2017 年 28 倍 PE。
- 风险提示：**用户侧市场发展不达预期；电能表市场投资不达预期。

图表 2：2016Q1-Q3 收入 9.04 亿元，同比增长 11.15%



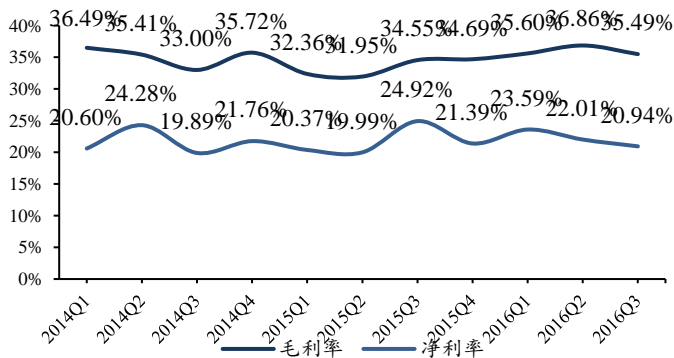
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 3：2016 Q1-Q3 盈利 1.99 亿元，同比增长 11.90%



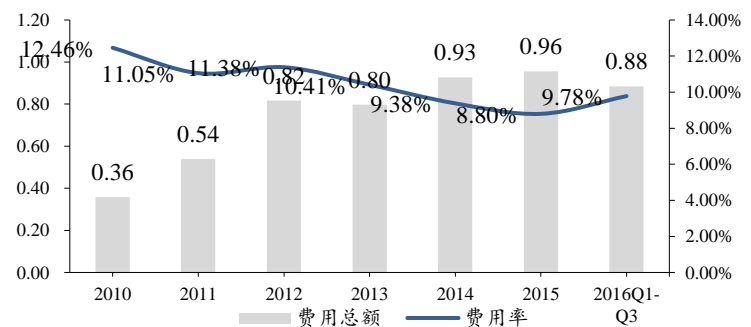
资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 4：2016 Q1-Q3 净利率同比小幅下降



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 5：2016 Q1-Q3 费用率小幅上升



资料来源：Wind，东吴证券研究所

图表 6: 公司运营情况

炬华科技	销售费用率	管理费用率	财务费用率	期间费用率	毛利率	净利率	存货周转天数	应收账款周转天数	经营活动现金流 (亿元)
2010	2.21%	10.34%	-0.10%	12.46%	26.98%	11.58%	108.00	132.11	0.42
2011	2.88%	8.12%	0.05%	11.05%	29.01%	15.52%	124.86	86.44	0.86
2012	3.29%	8.48%	-0.38%	11.38%	34.77%	18.64%	126.84	85.29	0.91
2013	3.14%	7.80%	-0.53%	10.41%	37.45%	22.43%	145.45	118.56	1.62
2014	3.42%	7.13%	-1.17%	9.38%	35.09%	21.64%	164.76	111.40	1.76
2015	2.89%	7.47%	-1.56%	8.80%	33.41%	21.73%	177.18	120.65	1.61
2016Q1-Q3	3.22%	7.86%	-1.31%	9.78%	36.04%	21.99%	129.76	155.47	0.68
2015Q1-Q3	2.40%	6.44%	-1.68%	7.16%	32.98%	21.84%	183.44	154.82	(0.56)

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 7: 公司分季度经营情况

炬华科技	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4	2016Q1	2016Q2	2016Q3	同比	环比
营业收入	2.10	3.14	2.89	2.73	2.18	3.44	3.42	18.01%	-0.85%
毛利率	32.36%	31.95%	34.55%	34.69%	35.60%	36.86%	35.49%	0.94%	-1.36%
毛利润	0.68	1.00	1.00	0.95	0.78	1.27	1.21	21.22%	-4.52%
期间费用率	9.91%	5.95%	6.48%	13.66%	11.36%	8.50%	10.06%	3.58%	1.57%
销售费用	0.06	0.08	0.05	0.12	0.08	0.09	0.12	121.97%	29.06%
管理费用	0.19	0.16	0.18	0.29	0.23	0.22	0.26	46.17%	16.47%
财务费用	-0.04	-0.05	-0.04	-0.03	-0.06	-0.02	-0.04	-18.57%	53.97%
期间费用	0.21	0.19	0.19	0.37	0.25	0.29	0.34	83.30%	17.43%
资产减值损失	-0.02	0.09	0.07	-0.12	-0.01	0.09	0.07	-0.27%	-21.34%
营业利润	0.48	0.72	0.72	0.67	0.52	0.87	0.76	6.52%	-12.46%
营业外收入	0.03	0.01	0.12	0.02	0.10	0.02	0.07	-39.88%	354.13%
利润总额	0.51	0.72	0.84	0.69	0.62	0.89	0.83	-0.05%	-5.91%
所得税	0.08	0.10	0.11	0.11	0.11	0.13	0.12	4.98%	-7.29%
归属于母公司净利润	0.43	0.63	0.72	0.58	0.51	0.76	0.72	-0.84%	-5.68%
净利率	20.37%	19.99%	24.92%	21.39%	23.59%	22.01%	20.94%	-3.98%	-1.07%
存货	3.94	3.47	3.61	3.33	3.01	2.50	2.23	-38.17%	-10.75%
股本	3.63	3.63	3.63	3.63	3.63	3.63	3.63		
EPS	0.12	0.17	0.20	0.16	0.14	0.21	0.20	-0.84%	-5.68%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

图表 8: 公司三大财务预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	766	988	1,087	1,237	1,449	1,637
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
% 销售收入	62.5%	64.9%	66.6%	63.9%	63.1%	63.2%
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
归属于母公司的净利润	172	214	236	299	359	402
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
经营活动现金净流	162	176	161	335	306	363
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
投资活动现金净流	-12	-380	-231	37	-11	-12
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
筹资活动现金净流	-75	202	-40	-3	-48	-48
现金净流量	76	-2	-110	369	247	303

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%
资产总计	849	1,489	1,620	2,089	2,503	2,953
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
负债	374	626	539	757	861	957
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
负债股东权益合计	849	1,489	1,620	2,089	2,503	2,953

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
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
回报率						
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%
增长率						
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%
资产管理能力						
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
偿债能力						
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%

资料来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码: 215021
传真: (0512) 62938527
公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

