

通合科技(300491)/电源设备

充电桩收入占比过半, 2017年蓄势待发

评级: 增持(首次)

市场价格: 74.66

目标价格: 82-84

分析师: 邵晶鑫

执业证书编号: S0740517010005

电话:

Email: shaojx@r.qizq.com.cn

联系人: 孟兴亚

电话:

Email:

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	185.47	222.65	308.53	431.05	590.94
增长率 yoy%	23.65%	20.04%	38.57%	39.71%	37.09%
净利润(百万元)	42.74	41.04	48.54	59.67	69.18
增长率 yoy%	14.73%	-3.98%	18.28%	22.94%	15.93%
每股收益(元)	0.53	0.51	0.61	0.74	0.85
净资产收益率	0.11	0.10	0.40	0.36	0.31
P/E	141.56	147.42	124.63	101.38	87.45
PEG	12.03	7.75	13.51	8.61	4.60
P/B	15.29	14.60	50.47	36.80	27.12

备注:

投资要点

■ **收入稳定增长, 净利润略有下滑:** 公司 2016 年实现营业收入 2.23 亿元, 同比增长 20.04%, 归母净利润 0.41 亿元, 同比降低 3.98%, 主要系核心产品充电桩模块毛利率下滑明显 (-14.58%) 所致 (其中四季度单季实现归母净利润 0.14 亿元, 同比下降 15.65%), EPS0.51 元, 经营活动产生的现金流量净额 0.15 亿元。同时公司通过利润分配预案, 向全体股东每 10 股派发现金红利 2 元 (含税), 以资本公积金向全体股东每股 10 股转增 8 股。公司一季度归母净利润预计亏损 100.00 万元~600.00 万元。

■ **行业竞争激烈致使毛利率回落, 充电桩收入占比保持五成以上:** 公司 2016 年综合毛利率 40.35%, 同比下降 9.91 个 pct, 下滑较明显。分业务方面, 公司电动汽车车载电源及充换电站充电电源系统、电力操作电源与其他电源产品分别实现收入 1.24 亿元、0.80 亿元、0.17 亿元, 同比增长 16.85/21.98/37.84%, 各自毛利率分别为 32.67/47.74/68.74%, 较上年同期变动-14.58/-4.86/-0.33 个 pct。充电桩大类产品由于行业新进入者较多, 产品价格有所下滑, 毛利率在 2016 年收到了较大程度的冲击。具体分拆充电桩业务板块, 公司充电模块收入增长 63.6%, 车载充电中同比下滑 32.45%。充电桩模块与车载电源合计收入占比达 55.63%, 仍是上市公司中非常“纯粹”的充电桩属性公司。

公司 2016 年销售费用率/管理费用率/财务费用率分别变动-0.32/-2.94/-0.45 个 pct。整体期间费用率下降 3.71 个 pct, 期间费用控制良好。其中财务费用延续 2015 年负值情况主要系公司平均货币资金增加导致利息收入增加所致。

■ **充电桩行业 2016 低于预期, 2017 需求更为迫切:** 能源局数据显示, 2016 年我国公共桩累计数量由年初约 5 万增至年末约 15 万台 (其中国网建成充电桩 2.2 万), 而当年新增新能源车约 51 万辆, 同时受制于私家车专用桩安装推进缓慢与历史桩车配套低等问题, 目前社会桩车比与 2020 年 1:1 的桩车比目标差距明显。我们预计 2017 年新能源车增速仍将达 40%, 对充电桩的配套需求将更为迫切。

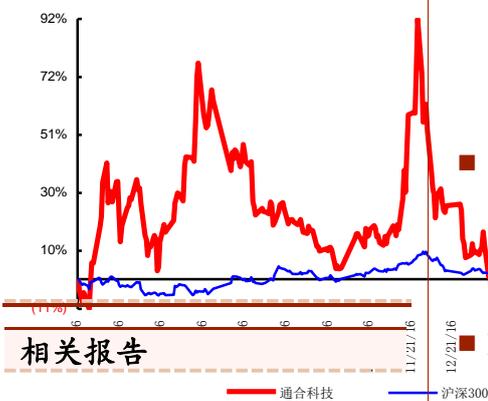
■ **快充桩望引领潮流, 公司优先受益:** 我们认为今年充电桩行业望在以下三方面发生积极变化, 1) 政府及社会 (公交车出租车) 等招标方对快充桩需求的崛起, 虽然不及国网招标数量集中, 但是全国范围内基于各地充电桩十三五规划与新能源公交车的替换需求, 几十至几百万的订单数量今年有增多迹象, 充电桩的销路更将广泛; 2) 充电运营模式的利润兑现, 我们认为在公交快充领域会率先实现盈亏平衡; 3) 电池技术革新, 大功率快充桩的需求会逐步成为主流, 较高毛利率的直流充电桩厂商持续受益。在近日公告的国网充电桩一标招标中, 大功率快充桩成为招标占比最大的产品已初步印证以上判断。公司以电源模块起家, 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, 最近两年充电桩收入占比都过半, 在快充桩充电模块制造领域有充足的技术优势, 望受益快充桩的广泛铺设。

■ **重视研发、重视激励:** 技术是公司成长发展的基石, 2013-2016 年公司研发营收比分别为 9.24%、11.02%、10.84%和 11.01%, 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。目前开发的新一代水冷车载 DC-DC 电源与电控产品都已进入设计转换阶段, 在未来有望取得收入。同时公司 2016 年底完成股权激励, 向 72 名董事、中高层管理人员及主要骨干人员发行 105.50 万股作为股权激励, 发行价格 42.5 元/股, 锁定期及相应解锁比例分别为 12 个月 (40%) /24 个月 (30%) /36 个月 (30%)。业绩考核目标为以 2015 年主营业务收入为基数, 2016/2017/2018 年主营业务收入增长率分别不低于 15%/30%/45%, 对应主营业务收入为

基本状况

总股本(百万股)	81
流通股本(百万股)	28
市价(元)	74.66
市值(百万元)	6,050
流通市值(百万元)	2,108

股价与行业-市场走势对比

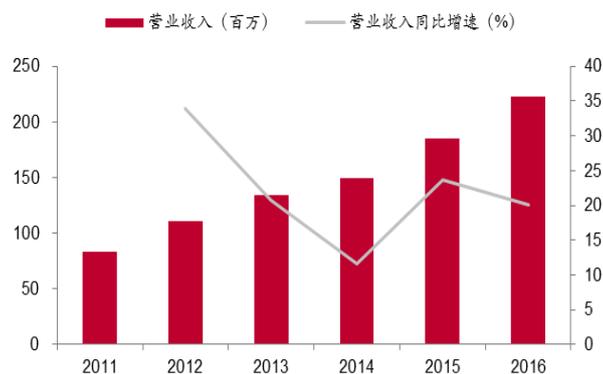


相关报告

2.13/2.41/2.69 亿元。此次股权激励的实施望进一步激发核心骨干员工的工作动力，保障公司业绩平稳发展。

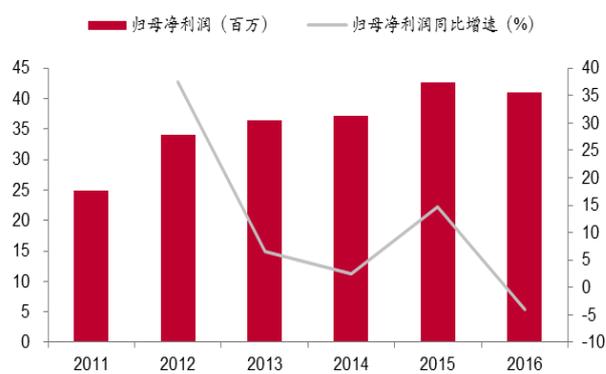
- **投资建议：**我们首先看好公司在新能源车充电桩及车载电源领域的优势布局，并期待公司在快充桩放量的未来充分受益。同时公司在充电站建设和运营领域已经取得的部分成果，布局电机电控也望在未来体现收入，我们预测公司2017-2019年EPS分别为0.61/0.74/0.85元；给予增持评级，目标价区间为82-84元。
- **风险提示：**充电桩业务毛利率下滑风险，充电桩行业发展不及预期。

图表 1: 公司营业收入与其同比增速



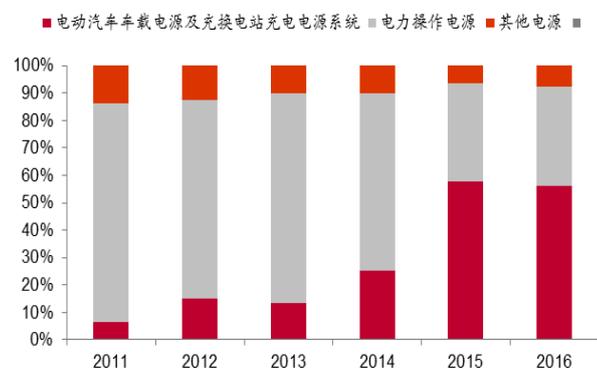
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 2: 公司归母净利润与其同比增速



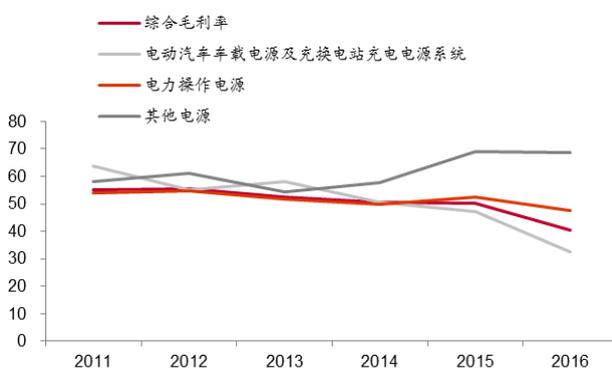
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 公司业务收入分布



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 公司综合及分业务毛利率



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 公司财务预测 (百万)

利润表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	185.5	222.6	308.5	431.1	590.9	成长性					
减:营业成本	92.3	132.8	182.4	261.1	364.4	营业收入增长率	23.7%	20.0%	38.6%	39.7%	37.1%
营业税费	1.7	2.9	2.9	4.1	5.6	营业利润增长率	7.9%	-24.4%	54.8%	28.9%	19.2%
销售费用	16.6	19.2	26.6	36.6	50.7	净利润增长率	14.7%	-4.0%	20.2%	21.6%	15.0%
管理费用	40.1	41.6	57.1	78.0	108.9	EBITDA增长率	9.7%	-12.9%	38.9%	29.5%	20.4%
财务费用	-0.2	-1.3	-1.2	-1.2	-1.0	EBIT增长率	7.8%	-27.7%	57.9%	29.8%	20.1%
资产减值损失	0.6	1.5	0.5	0.5	0.5	NOPLAT增长率	8.6%	-27.9%	57.8%	30.0%	20.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.8%	19.4%	40.6%	9.4%	41.5%
投资和汇兑收益	-	0.1	0.0	0.1	0.1	净资产增长率	118.8%	4.8%	20.1%	9.0%	10.8%
营业利润	34.5	26.0	40.3	52.0	61.9	利润率					
加:营业外净收支	12.4	19.1	14.0	14.0	14.0	毛利率	50.3%	40.4%	40.9%	39.4%	38.3%
利润总额	46.9	45.2	54.3	66.0	75.9	营业利润率	18.6%	11.7%	13.1%	12.1%	10.5%
减:所得税	4.1	4.1	5.0	6.0	6.9	净利润率	23.0%	18.4%	16.0%	13.9%	11.7%
净利润	42.7	41.0	49.3	60.0	69.0	EBITDA/营业收入	20.4%	14.8%	14.8%	13.8%	12.1%
资产负债表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	EBIT/营业收入	18.5%	11.1%	12.7%	11.8%	10.3%
货币资金	236.1	203.4	190.5	195.6	118.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	75.4	191.6	205.3	156.8	121.5
应收帐款	72.7	105.6	51.4	104.2	109.2	流动营业资本周转天数	131.5	86.2	73.4	71.5	82.9
应收票据	42.0	25.7	42.8	64.9	132.0	流动资产周转天数	534.2	616.1	402.8	310.6	270.1
预付帐款	2.3	3.4	6.8	7.7	12.5	应收帐款周转天数	117.0	144.2	91.6	65.0	65.0
存货	39.0	31.8	29.0	50.8	91.6	存货周转天数	60.9	57.3	35.5	33.3	43.4
其他流动资产	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-	总资产周转天数	754.1	882.6	659.6	533.0	457.1
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	299.7	312.4	295.1	258.4	237.8
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	50.0	50.0	50.0	ROE	10.8%	9.9%	9.9%	11.1%	11.5%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.1%	7.3%	8.7%	8.4%	8.7%
固定资产	66.7	170.2	181.7	193.7	205.2	ROIC	23.5%	12.8%	16.9%	15.6%	17.1%
在建工程	48.0	3.6	6.8	8.4	9.2	费用率					
无形资产	19.2	20.9	39.5	57.4	74.7	销售费用率	8.9%	8.6%	8.6%	8.5%	8.6%
其他非流动资产	0.3	0.8	-33.4	-21.4	-13.4	管理费用率	21.6%	18.7%	18.5%	18.1%	18.4%
资产总额	526.3	565.5	565.1	711.4	789.2	财务费用率	-0.1%	-0.6%	-0.4%	-0.3%	-0.2%
短期债务	-	-	-	-	6.3	三费/营业收入	30.4%	26.7%	26.7%	26.3%	26.8%
应付帐款	53.5	110.2	13.9	106.5	115.5	偿债能力					
应付票据	8.5	9.6	5.6	16.1	14.3	资产负债率	24.8%	26.7%	11.9%	23.7%	23.8%
其他流动负债	25.6	8.6	27.9	26.3	32.1	负债权益比	33.0%	36.4%	13.6%	31.1%	31.3%
长期借款	17.0	-	-	-	-	流动比率	4.5	2.9	6.8	2.8	2.8
其他非流动负债	26.1	22.8	20.0	20.0	20.0	速动比率	4.0	2.6	6.1	2.5	2.2
负债总额	130.7	151.0	67.4	168.9	188.2	利息保障倍数	-151.3	-19.4	-31.9	-42.3	-62.5
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	80.0	81.0	81.0	81.0	81.0	DPS(元)	0.3	-	0.1	0.2	0.1
留存收益	315.6	377.2	416.6	461.4	520.0	分红比率	56.2%	0.0%	20.0%	25.4%	15.1%
股东权益	395.6	414.4	497.7	542.4	601.0	股息收益率	0.4%	0.0%	0.2%	0.3%	0.2%
现金流量表	2015	2016	2017E	2018E	2019E	业绩和估值指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	42.7	41.0	49.3	60.0	69.0	EPS(元)	0.5	0.5	0.6	0.7	0.9
加:折旧和摊销	3.6	8.2	6.7	8.5	10.4	BVPS(元)	4.9	5.1	6.1	6.7	7.4
资产减值准备	0.6	1.5	-	-	-	PE(X)	141.6	147.4	122.6	100.9	87.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	15.3	14.6	12.2	11.2	10.1
财务费用	-	-	-1.2	-1.2	-1.0	P/FCF	396.6	-600.7	-195.3	187.5	-102.6
投资收益	-	-0.1	-0.0	-0.1	-0.1	P/S	32.6	27.2	19.6	14.0	10.2
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	26.1	177.0	127.8	98.4	82.8
营运资金的变动	-10.3	-47.3	-67.8	-8.3	-112.7	CAGR(%)	12.0%	18.9%	9.8%	12.0%	18.9%
经营活动产生现金流量	28.6	15.5	-13.1	59.0	-34.3	PEG	11.8	7.8	12.5	8.4	4.6
投资活动产生现金流量	-41.2	-45.8	-40.0	-39.9	-39.9	ROIC/WACC	2.2	1.2	1.6	1.5	1.6
融资活动产生现金流量	194.4	-0.6	40.1	-14.0	-3.1	REP	2.5	22.8	12.3	12.1	7.9

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。