

2017年04月25日

炬华科技 (300360.SZ)

电表龙头，业绩稳步增长

■事件：炬华科技近日公布年报，报告期内，公司实现营业收入11.94亿元，同比增长9.86%；归母净利2.55亿元，同比增长8.20%；毛利率23.51%，同比略有下降0.2pct。其中，第四季度实现营收2.90亿元，同比增长6.01%；归母净利0.57亿元，同比增长3.04%。拟向全体股东每10股派发现金红利1.50元（含税）。

■电表业务稳步发展，积极布局海外市场：根据公司年报，报告期内，公司电能表产品营收增长10.92%，公司电表产品以智能电表为主，其中，单相智能表/三相智能表营收同比增长-0.87%/25.71%，毛利率达31.42%/39.26%，同比增长4.04%/1.29%。2016年电能表国内招标下滑，公司电表业务取得高增长，系能源需求管理的多方布局，一系列收购、参股的动作完善了能源计量与采集的产业链。由于公司积极布局海外市场，单相电子表营收同比增长75.10%。用电信息采集系统产品营收同比下降14.75%，公司集采系统产品以专变终端、配变终端、集中器为主，其营收同比下降11.59%，系国网、南网采集招标量下降使得公司中标数量下降所致。

■财务状况良好，经营风格稳健：三费控制良好，销售费用/管理费用/财务费用同比增长43.23%/26.06%/-0.19%，销售、管理费用波动主要源自上海纳宇电气的并表。总体的产品销售量/库存量同比增长17.24%/-34.04%。应收账款/预收款项同比增长3.65%/-90.11%，预收款项大幅下降，系报告期内预收款项对应的订单已执行完毕较多。公司现金流情况较好，经营/投资/筹资现金流净额同比增长49.57%/38.04%/-24.20%，现金及现金等价物净同比增长145.31%，经营现金流增长系本期购买商品、接受劳务支付的现金同比减少，投资现金流增长，系本期减少了不能随时支取、且初存目的为投资的定期存款所致。

■积极布局用户侧服务，有望受益电改：2016年10月，售电与增量配网相关细则出台，售电侧放开已成事实，增量配网放开进入提速步伐，配网运营模式向综合能源服务发展。公司的一系列资本动作，证明了其打造综合能源管理平台的决心。公司成立炬能售电，注册资本超2亿，售电规模不受限。公司收购水表杭州炬源智能、上海纳宇和效平，布局用户能源需求管理，涉及智能水表及智能电表和能源管理系统，开展“四表合一”集采集抄系统试点；旗下产业并购基金“炬华联昕”增资太谷电力，储备能源需求侧管理平台技术；参股杭州经纬信息，为用户端能源提供设计、安装、能源监测和节能等提供全面服务。同时，公司凭借电力采集和需求侧管理服务积累了大量用电客户，为将来公司售电业务的全面开展做好了准备。

■积极布局海外AMI市场，有望受益一带一路：公司积极布局海外AMI

公司快报

证券研究报告

电子设备

投资评级 买入-A

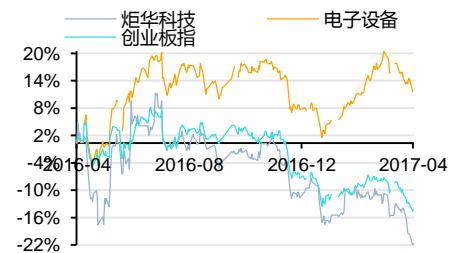
维持评级

6个月目标价：20.00元
股价(2017-04-25) 16.64元

交易数据

总市值(百万元)	6,034.95
流通市值(百万元)	5,193.21
总股本(百万股)	362.68
流通股本(百万股)	312.09
12个月价格区间	16.58/23.68元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.89	-3.71	-9.65
绝对收益	-12.33	-5.99	-24.53

黄守宏

分析师

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

邓永康

报告联系人

dengyk@essence.com.cn

陈乐

报告联系人

chenle1@essence.com.cn

相关报告

炬华科技：电表主业稳定增长，多元布局能源互联	2016-08-26
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

市场，通过提升海外产品研发和生产技术，提升营销能力，全面发展智慧计量和采集系统(AMI)的长期战略，收购 Logarex 智能电表公司，Logarex 智能电表公司是欧洲智能电表及 AMI 系统的供应商之一。“一带一路”大会在即，龙头出海是总体形势，公司是电表龙头，作为增量的海外业务，有望取得新突破。

■**投资建议：**维持买入-A 投资评级，6 个月目标价 20.00 元。我们预计公司 2017 年-2019 年的收入增速分别为 8.3%、13.4%、17.7%，净利润增速分别为 10.8%、13.2%、16.9%；考虑到公司财务状况良好，同时积极布局海外业务，积极布局用户侧服务，维持买入-A 投资评级，6 个月目标价 20.00 元。

■**风险提示：**传统业务竞争加剧，海外业务拓展不及预期，需求侧管理业务不及预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,086.8	1,194.0	1,293.0	1,465.7	1,724.7
净利润	236.1	255.5	283.1	320.4	374.7
每股收益(元)	0.65	0.70	0.78	0.88	1.03
每股净资产(元)	2.98	3.60	4.40	5.05	5.91
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	25.5	23.5	21.2	18.8	16.0
市净率(倍)	5.6	4.6	3.8	3.3	2.8
净利润率	21.7%	21.4%	21.9%	21.9%	21.7%
净资产收益率	21.8%	19.6%	17.7%	17.5%	17.5%
股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	1.1%	1.2%
ROIC	80.3%	72.6%	51.2%	55.8%	54.5%

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)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,086.8	1,194.0	1,293.0	1,465.7	1,724.7	成长性					
减:营业成本	723.7	757.0	821.2	932.5	1,099.0	营业收入增长率	10.0%	9.9%	8.3%	13.4%	17.7%
营业税费	7.6	9.6	10.3	11.7	13.8	营业利润增长率	7.6%	8.6%	11.6%	14.5%	17.9%
销售费用	31.4	45.0	48.7	53.7	61.5	净利润增长率	10.4%	8.2%	10.8%	13.2%	16.9%
管理费用	81.1	102.3	110.8	124.1	144.3	EBITDA 增长率	6.0%	10.3%	12.2%	13.0%	17.5%
财务费用	-17.0	-16.9	-19.3	-24.1	-28.0	EBIT 增长率	5.7%	9.2%	11.5%	13.9%	18.0%
资产减值损失	2.1	16.3	8.0	8.8	11.0	NOPLAT 增长率	5.9%	7.5%	11.1%	13.2%	18.0%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	18.8%	57.5%	4.0%	20.6%	13.3%
投资和汇兑收益	0.8	0.0	0.1	0.1	0.1	净资产增长率	25.4%	21.0%	22.3%	14.8%	16.9%
营业利润	258.5	280.7	313.4	359.0	423.1	利润率					
加:营业外净收支	17.4	22.4	23.6	24.7	25.7	毛利率	33.4%	36.6%	36.5%	36.4%	36.3%
利润总额	275.9	303.2	337.0	383.8	448.8	营业利润率	23.8%	23.5%	24.2%	24.5%	24.5%
减:所得税	39.7	47.7	53.9	63.3	74.0	净利润率	21.7%	21.4%	21.9%	21.9%	21.7%
净利润	236.1	255.5	283.1	320.4	374.7	EBITDA/营业收入	23.5%	23.6%	24.5%	24.4%	24.3%
						EBIT/营业收入	22.2%	22.1%	22.7%	22.9%	22.9%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	24	21	17	12	7
货币资金	768.1	698.6	988.1	1,138.1	1,355.9	流动营业资本周转天数	72	76	79	90	99
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	482	445	458	486	486
应收账款	384.7	496.8	508.9	671.8	765.4	应收账款周转天数	123	133	140	145	150
应收票据	19.8	18.2	24.9	32.1	44.6	存货周转天数	118	82	73	69	64
预付账款	1.7	5.7	3.8	7.6	6.5	总资产周转天数	515	515	553	561	545
存货	332.7	208.0	316.7	242.8	367.7	投资资本周转天数	93	119	137	136	135
其他流动资产	9.0	10.1	10.0	9.7	9.9	投资回报率					
可供出售金融资产	1.8	101.0	100.0	80.0	90.0	ROE	21.8%	19.6%	17.7%	17.5%	17.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	14.6%	14.2%	13.0%	13.4%	13.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	80.3%	72.6%	51.2%	55.8%	54.5%
投资性房地产	8.5	7.4	6.4	5.4	4.4	费用率					
固定资产	71.0	67.9	54.5	40.0	25.3	销售费用率	2.9%	3.8%	3.8%	3.7%	3.6%
在建工程	0.3	0.9	0.9	1.5	1.7	管理费用率	7.5%	8.6%	8.6%	8.5%	8.4%
无形资产	6.1	27.0	25.2	18.5	19.6	财务费用率	-1.6%	-1.4%	-1.5%	-1.6%	-1.6%
其他非流动资产	16.4	153.6	136.8	140.6	143.5	三费/营业收入	8.8%	10.9%	10.8%	10.5%	10.3%
资产总额	1,620.1	1,795.3	2,176.3	2,388.0	2,834.5	偿债能力					
短期债务	2.9	2.3	-	-	-	资产负债率	33.3%	27.1%	26.5%	23.1%	24.3%
应付账款	242.2	273.7	251.0	293.0	287.1	负债权益比	49.8%	37.3%	36.0%	30.0%	32.1%
应付票据	164.0	157.2	194.0	199.7	267.2	流动比率	2.88	2.95	3.23	3.83	3.71
其他流动负债	116.9	53.5	128.4	56.6	132.2	速动比率	2.25	2.53	2.68	3.39	3.18
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-14.25	-15.59	-15.22	-13.92	-14.12
其他非流动负债	12.9	0.5	3.0	2.5	2.0	分红指标					
负债总额	538.8	487.3	576.4	551.7	688.4	DPS(元)	0.13	-	-	0.18	0.21
少数股东权益	-0.0	3.3	3.3	3.3	3.3	分红比率	20.5%	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%
股本	241.8	362.7	362.7	362.7	362.7	股息收益率	0.8%	0.0%	0.0%	1.1%	1.2%
留存收益	864.8	951.9	1,234.0	1,470.3	1,780.1						
股东权益	1,081.3	1,308.0	1,599.9	1,836.3	2,146.1						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.65	0.70	0.78	0.88	1.03
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	2.98	3.60	4.40	5.05	5.91
净利润	236.1	255.5	283.1	320.4	374.7	PE(X)	25.5	23.5	21.2	18.8	16.0
加:折旧和摊销	14.3	18.5	22.1	22.3	24.6	PB(X)	5.6	4.6	3.8	3.3	2.8
资产减值准备	2.1	16.3	-	-	-	P/FCF	31.8	76.3	23.0	27.7	20.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	5.5	5.0	4.7	4.1	3.5
财务费用	-13.5	-14.4	-19.3	-24.1	-28.0	EV/EBITDA	30.2	21.8	15.6	13.4	10.9
投资损失	-0.8	-0.0	-0.1	-0.1	-0.1	CAGR(%)	10.7%	13.6%	9.8%	10.7%	13.6%
少数股东损益	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	PEG	2.4	1.7	2.2	1.8	1.2
营运资金的变动	-61.1	-64.0	-17.7	-127.9	-96.5	ROIC/WACC	7.7	6.9	4.9	5.3	5.2
经营活动产生现金流量	160.8	240.5	268.1	190.7	274.7	REP	3.3	1.8	2.0	1.5	1.3
投资活动产生现金流量	-230.6	-142.9	-4.9	19.5	-20.1						
融资活动产生现金流量	-39.7	-49.4	26.3	-60.2	-36.9						

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 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 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 6-12 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 6-12 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	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	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
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	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
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	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

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