

证券研究报告

公司研究——中报点评

合康新能（300048.sz）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：买入，2017.04.26

郭荆璞 首席分析师

执业编号：S1500510120013

联系电话：+86 10 83326789

邮箱：guojingpu@cindasc.com

刘 强 分析师

执业编号：S1500514070005

联系电话：+86 10 83326707

邮箱：liuqiang1@cindasc.com

相关研究

《未来看新业务拓展》2014.10

《上半年业绩大增，后续看新能源汽车业务继续发力》2016.08

《新业务持续发力，合康新能开启新的篇章》

2016.11

《产品根基扎实，新业务有望持续发力》2017.4

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

传统业务龙头稳固，新能源业务下半年有望发力

2017年09月21日

事件：公司发布2017年半年度报告，2017年上半年实现营业收入6.09亿元，同比减少3.56%；实现归属于上市公司股东的净利润0.44亿元，同比减少56.72%。

点评：

- **三大业务板块稳步推进，未来看新能源业务逐步落地。**公司从2015年转型到现在，布局已经十分成熟，形成了节能设备高端制造业、节能环保项目建设及运营产业、新能源汽车总成配套及运营产业三大主要板块共同发展的格局，2017年上半年高端制造业实现营收3.48亿元，同比增长57.21%；新能源业务实现营收0.65亿元，同比增长10.71%；节能环保业务实现营收1.95亿元，同比增长32.08%。三大板块营收占比分别为57.21%，10.71%和32.08%。我们认为公司稳步推进三大板块齐头并进，未来公司有望实现传统业务保持优势稳健前行、新能源、节能环保业务快速发展的良好态势。
- **传统产业根基深厚，龙头地位稳固，紧抓“一带一路”和“工业4.0”新时机，业务快速增长。**公司节能设备高端制造业技术领先，主要产品包括高、中低压变频器产品和伺服产品。公司是高压变频器国内龙头企业，2017年上半年高压变频器业务稳健发展，订单实现同比增长14.70%。中低压订单金额达10591.65万元，实现同比增长40.77%。伺服产品实现快速发展，同比增长达105.98%。伴随“一带一路”和“工业4.0”带来的业务良机，公司传统业务实现快速稳健增长，龙头地位稳固。
- **新能源汽车积极布局，下半年有望发力。**公司新能源汽车厚积薄发，技术早已布局，上半年新能源类业务实现营收0.65亿元，同比减少71.58%，主要原因系新能源汽车补贴政策调整及《新能源汽车推广应用推荐车型目录》的重新申报，造成订单延后，使得控股子公司武汉合康动力技术有限公司订单相应减少。公司以产品为核心，智能充电网络和租车网络为平台，打造合康新能源汽车生态圈。依托合康动力整车控制器优势，将动力总成系统切入主流客车厂商，并延伸新能源汽车产业链，开创租赁新模式。2017年上半年公司开拓新能源物流车领域，整车控制器产品已经小批量生产。合康动力的AMT动力系统总成、双向逆变电机控制器等核心产品已处于国内领先技术水平。畅的公司负责新能源汽车智能充电网络建设及运营、新能源汽车租赁业务、云平台及APP应用等，进一步拉动合康动力与合康智能业务需求，目前公司运营模式成熟稳固，以北京、武汉两地为中心向全国多地辐射。公司业务布局全面，充分准备为布局乘用车市场打下坚实的基础。我们认为下半年商用车尤其是电动物流车有望超预期迎来旺季，充分利好公司业绩，随着公司业务逐步成熟落地，有望成为公司新的利润增长点。

- **节能环保产业迅速发展，有望持续贡献稳定现金流。**公司节能环保业务主要以华泰润达和滦平慧通为主，涵盖节能环保综合利用等领域以及光伏发电业务，2017年上半年公司节能环保业务实现营收 1.95 亿元，同比增长 32.08%，毛利率达 37.12%，华泰润达继续开拓市场，新签订订单 7,694.85 万元。滦平慧通一期实现并网发电。未来公司将继续大力拓展环保领域业务，我们认为该业务将提供稳定的现金流，持续贡献业绩。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 17 年、18 年、19 年营业收入分别为 18.48 亿元、23.18 亿元、29.64 亿元，归母净利润分别为 2.40 亿元、3.21 亿元、4.19 亿元，EPS 分别为 0.22、0.29、0.38 元，对应 9 月 20 日收盘价的市盈率分别为 25、19 和 14 倍，给予公司“买入”评级。
- **股价催化剂：**新能源汽车业务发展超预期；节能环保产业快速发展。
- **风险因素：**市场竞争激烈导致盈利能力下降风险；产品毛利率下降风险；新能源汽车行业发展不及预期。

公司报告首页财务数据

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	807.52	1,417.39	1,847.57	2,317.80	2,964.38
增长率 YoY %	20.99%	75.52%	30.35%	25.45%	27.90%
归属母公司净利润(百万元)	51.92	178.95	239.96	320.65	419.47
增长率 YoY%	18.79%	244.64%	34.09%	33.62%	30.82%
毛利率%	39.03%	35.57%	37.84%	37.87%	37.85%
净资产收益率 ROE%	2.70%	7.46%	9.32%	11.31%	13.09%
摊薄每股收益 EPS(元)	0.05	0.16	0.22	0.29	0.38
市盈率 P/E(倍)	115	33	25	19	14
市净率 P/B(倍)	1.8	1.7	2.2	2.0	1.7

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2017 年 09 月 20 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,073.38	2,330.53	2,677.65	3,375.82	4,075.42
货币资金	506.39	442.91	668.39	905.18	969.19
应收票据	34.88	31.26	18.48	23.18	29.64
应收账款	870.27	976.57	923.79	1,158.90	1,482.19
预付账款	87.34	82.85	114.84	143.99	184.23
存货	522.90	602.75	757.97	950.38	1,215.98
其他	51.59	194.19	194.19	194.19	194.19
非流动资产	1,292.21	2,597.27	2,793.79	2,997.44	3,181.88
长期投资	23.36	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	494.03	1,774.25	1,872.51	1,961.55	2,133.75
无形资产	155.64	148.85	185.93	223.52	236.84
其他	619.18	674.17	735.35	812.37	811.29
资产总计	3,365.58	4,927.80	5,471.44	6,373.26	7,257.31
流动负债	792.60	1,158.77	1,496.59	2,069.68	2,523.29
短期借款	159.37	293.88	293.88	293.88	293.88
应付账款	312.48	467.69	631.63	863.96	1,105.41
其他	320.75	397.20	571.09	911.84	1,124.00
非流动负债	73.62	1,106.32	1,106.32	1,106.32	1,106.32
长期借款	0.00	300.00	300.00	300.00	300.00
其他	73.62	806.32	806.32	806.32	806.32
负债合计	866.22	2,265.08	2,602.91	3,176.00	3,629.60
少数股东权益	178.60	188.32	193.53	201.62	212.59
归属母公司股东权益	2,320.77	2,474.40	2,675.00	2,995.64	3,415.11
负债和股东权益	3365.58	4927.80	5471.44	6373.26	7257.31

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	807.52	1,417.39	1,847.57	2,317.80	2,964.38
同比	20.99%	75.52%	30.35%	25.45%	27.90%
归属母公司净利润	51.92	178.95	239.96	320.65	419.47
同比	18.79%	244.64%	34.09%	33.62%	30.82%
毛利率	39.03%	35.57%	37.84%	37.87%	37.85%
ROE	2.70%	7.46%	9.32%	11.31%	13.09%
摊薄每股收益(元)	0.05	0.16	0.22	0.29	0.38
P/E	115	33	25	19	14
P/B	1.8	1.7	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA	18.39	12.58	14.64	11.69	9.40

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	807.52	1,417.39	1,847.57	2,317.80	2,964.38
营业成本	492.35	913.24	1,148.41	1,439.94	1,842.35
营业税金及附加	5.68	12.45	16.24	20.37	26.05
营业费用	88.12	121.19	144.11	180.79	231.22
管理费用	119.73	190.11	221.71	273.50	326.08
财务费用	7.49	22.98	26.47	21.96	17.23
资产减值损失	41.55	44.98	37.07	46.51	59.48
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-1.47	45.17	1.93	2.15	2.06
营业利润	51.14	157.59	255.49	336.89	464.03
营业外收入	31.77	122.21	39.91	58.74	52.43
营业外支出	5.35	14.32	6.96	8.88	10.05
利润总额	77.56	265.48	288.44	386.75	506.40
所得税	7.91	43.12	43.27	58.01	75.96
净利润	69.65	222.36	245.17	328.73	430.44
少数股东损益	17.72	43.41	5.21	8.09	10.97
归属母公司净利润	51.92	178.95	239.96	320.65	419.47
EBITDA	124.23	388.55	450.04	563.81	700.97
EPS (摊薄)	0.05	0.16	0.22	0.29	0.38

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	-23.99	159.34	616.08	609.13	432.91
净利润	69.65	222.36	245.17	328.73	430.44
折旧摊销	38.05	105.53	126.28	141.73	159.23
财务费用	8.62	17.55	35.33	35.33	35.33
投资损失	1.47	-45.17	-1.93	-2.15	-2.06
营运资金变动	-175.93	-95.86	141.92	65.20	-241.47
其它	34.15	-45.07	69.32	40.28	51.44
投资活动现金流	-146.74	-717.38	-315.91	-337.01	-333.57
资本支出	-154.55	-629.78	-317.84	-339.16	-335.63
长期投资	210.48	443.35	1.93	2.15	2.06
其他	-202.67	-530.95	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	510.58	413.91	-75.00	-35.63	-35.63
吸收投资	393.87	37.41	0.00	0.00	0.00
借款	47.49	440.35	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	22.59	41.93	75.00	35.63	35.63
现金净增加额	339.85	-144.05	225.48	236.79	64.01

研究团队简介

信达证券能源化工研究团队（郭荆璞）为第十二届新财富石油化工行业最佳分析师第三名。研究领域覆盖能源政策、油气、煤炭、化工、电力、新能源和能源互联网等。

郭荆璞，能源化工行业首席分析师。毕业于北京大学物理学院、罗格斯大学物理和天文学系，学习理论物理，回国后就职于中国信达旗下信达证券，现任研究开发中心总经理，首席分析师，覆盖能源化工方向，兼顾一级市场、量化策略。以经济周期模型研究油价和能源价格波动，根据产业周期波动寻找投资机会，熟悉石油、煤炭、天然气产业链，对化肥、农用化学品、纺织化学品、精细化工中间体，以及新能源、汽车轻量化、甲醇经济、碳排放有特别的研究。

刘强，新能源与电力设备行业首席研究员，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年新能源实业工作经验，7年金融经验；实业时的团队在国内最早从事锂电池、动力电池、燃料电池、光伏电池、光伏电站等新能源产业的开拓工作，对产业链、行业发展理解透彻，资源丰富；擅长从市场和产业发展中挖掘投资机会，兼顾周期与成长，推动行业发展。

电力设备与新能源行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
骆驼股份	601311.SH	四方股份	601126.SH	南都电源	300068.SZ	合康新能	300048.SZ
爱康科技	002610.SZ	万马股份	002276.SZ	汇川技术	300124.SZ	东方日升	300118.SZ
林洋电子	601222.SH	平高电气	600312.SH	新联电子	002546.SZ	北京科锐	002350.SZ
中能电气	300062.SZ	许继电气	000400.SZ	广电电气	601616.SH	英威腾	002334.SZ
中利科技	002309.SZ	杉杉股份	600884.SH	雪迪龙	002658.SZ	风帆股份	600482.SH

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。