

金智科技 (002090.SZ)

输配电及控制行业

评级：买入 维持评级

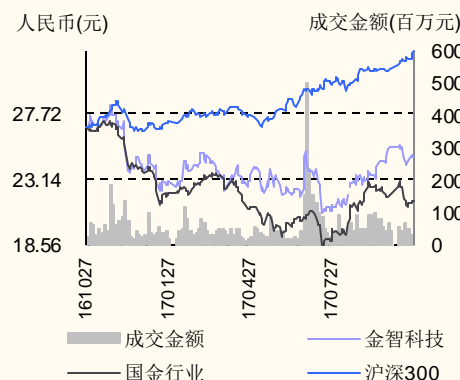
公司点评

市场价格 (人民币): 24.75 元
目标价格 (人民币): 32.10-32.10 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	206.97
总市值(百万元)	5,885.62
年内股价最高最低(元)	28.28/20.79
沪深 300 指数	3993.58
深证成指	11461.29



相关报告

- 1.《收购晟东股权增厚短期业绩，配网自动化长期高增长可期》，2017.9.26
- 2.《金智科技深度研究报告-智慧能源、智慧城市双轮驱动，配网自动化...》，2017.9.19

邓伟

联系人
(8621)60935389
dengwei@gjzq.com.cn

姚遥

分析师 SAC 执业编号: S1130512080001
(8621)60230214
yaoy@gjzq.com.cn

模块化变电站及配网自动化护航业绩中长期高速增长

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.563	0.462	0.654	1.070	1.473
每股净资产(元)	4.64	5.02	5.54	6.39	7.59
每股经营性现金流(元)	0.06	1.02	-0.81	3.28	2.62
市盈率(倍)	68.66	51.47	37.25	22.77	16.54
行业优化市盈率(倍)	26.21	26.21	26.21	26.21	26.21
净利润增长率(%)	21.26%	-16.20%	42.42%	63.64%	37.61%
净资产收益率(%)	12.12%	9.19%	11.87%	16.83%	19.52%
总股本(百万股)	231.63	236.55	237.80	237.80	237.80

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司发布 2017 年三季报, 2017 年前三季度公司实现营业收入 17.01 亿, 同比增长 59.11%, 实现归母净利润 1.09 亿, 同比增长 44.87%。其中 Q3 单季度营业收入为 4.47 亿元, 同比增长 17.32%, 实现归母净利润 3182 万, 同比增长 17.42%。同时公司发布全年业绩预告, 预计全年实现归母净利润 1.42 亿到 1.64 亿, 同比增长 30%-50%。

点评

- **Q3 营业收入和归母净利润增速下降明显主要原因在于 Q3 EPC 营收明显下降; 刨除 EPC 收入, 传统业务收入同比增长 29%左右。**
公司 Q3 营业收入和归母净利润分别同比增长 17.32%和 17.42%, 低于中报营业收入同比增长 76.86%和归母净利润同比增长 60.26%, 主要原因是公司 Q3 确认的达茂旗营收仅为 6800 万, 而上半年的收入高增长主要来源于达茂旗 EPC 确认了 6.63 亿收入 (去年上半年没有确认这部分 EPC 收入)。公司前三季度达茂旗 EPC 项目确认营收 7.31 亿元, 去年同期 EPC 项目确认营收 3.18 亿; 剔除 EPC 项目对公司营收影响, 公司前三季度确认营收 9.7 亿元, 同比去年 7.5 亿元增长 29%, 说明传统业务也在保持相对快速的增长势头。此外, 由于 Q3 达茂旗 EPC 确认营收仅仅 6900 万, 公司 Q3 毛利率上升明显, 达到 27.75%, 环比 Q2 提升 5.55pct。
- **公司收购金智晟东少数股权增厚短期业绩, 配网自动化长期高增长可期。**
公司三季度以 1.51 亿元收购金智晟东少数股东持有的 49%股权, 我们预测 2017 年金智晟东净利润达到 2100 万左右, 同比增长超过 50%。2020 年我国配网自动化覆盖率要由 2014 年 20%提升至 90%, 未来几年行业将持续景气。金智晟东作为配网终端龙头企业, 上半年累计中标配网自动化相关设备 1.4 元, 半年中标金额比 2016 年全年增长 217%, 其中国网配网终端中标份额 10.38%, 位居第一。另外公司已经完成了陕西电榆林、贵州都匀两个配网主站系统现场调试和验收工作, 有望借此开拓配网主站系统市场。凭借在国网配网终端领域的领军地位以及配网主站的大力布局, 公司将充分受益于配网自动化景气程度拐点, 业绩有望持续实现高速增长。
- **模块化变电站迎来快速发展期, 公司产能供不应求。**

今年来新能源新增装机量大增，模块化变电站凭借安装便捷等优势渗透率大幅增长。此外电网公司开始重视模块化变电站技术，推出 100 个示范项目等政策鼓励行业发展。我们预测模块化变电站迎来快速发展机遇期，虽然受制于产能瓶颈，公司上半年累计订单已经超出去年全年该业务营收，年底公司 7 亿订单产能达产，将有效缓解供不应求局面。今年以来公司订单大幅增长，对模块化变电站的产品品质以及项目管理能力要求也同时大幅提升，公司一直着力提升这方面的能力并积累了非常多的项目经验。随着明年产能的大幅释放，我们预计公司模块化变电站营收将翻倍提升。

盈利预测及投资建议

- 今年模块化变电站产能达产后，2018-2019 年板块收入将快速提升，配网自动化相关业务将充分受益行业高景气，成为另外一个业绩高速增长引擎。预计 2017-2019 年归母净利润分别为 1.56 亿、2.54 亿、3.50 亿，三年复合增长率 46%，对应 EPS 0.65 元、1.07 元、1.47 元，我们给予公司目标价 32.1 元，对应 2018 年 30 倍估值，维持买入评级。

风险提示

- 电网投资和配电自动化招标不达预期；模块化变电站市场化推广不达预期。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	1,179	1,241	1,874	2,548	2,280	2,750
增长率		5.3%	51.0%	36.0%	-10.5%	20.6%
主营业务成本	-817	-849	-1,367	-1,876	-1,506	-1,837
%销售收入	69.3%	68.4%	72.9%	73.6%	66.1%	66.8%
毛利	362	393	508	673	774	913
%销售收入	30.7%	31.6%	27.1%	26.4%	33.9%	33.2%
营业税金及附加	-15	-14	-8	-11	-10	-13
%销售收入	1.3%	1.1%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%
营业费用	-99	-104	-117	-133	-132	-157
%销售收入	8.4%	8.4%	6.3%	5.2%	5.8%	5.7%
管理费用	-170	-193	-227	-275	-274	-325
%销售收入	14.4%	15.5%	12.1%	10.8%	12.0%	11.8%
息税前利润 (EBIT)	79	82	155	254	358	419
%销售收入	6.7%	6.6%	8.3%	9.9%	15.7%	15.2%
财务费用	-21	-23	-52	-54	-66	-39
%销售收入	1.8%	1.8%	2.8%	2.1%	2.9%	1.4%
资产减值损失	-16	-14	-29	-56	-39	-19
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	46	50	11	13	15	17
%税前利润	36.8%	34.1%	7.3%	6.3%	4.6%	3.8%
营业利润	88	95	86	157	268	378
营业利润率	7.5%	7.7%	4.6%	6.1%	11.7%	13.7%
营业外收支	38	52	65	50	60	64
税前利润	126	147	150	207	328	442
利润率	10.7%	11.8%	8.0%	8.1%	14.4%	16.1%
所得税	-11	-8	-7	-10	-16	-22
所得税率	8.5%	5.4%	4.9%	4.9%	5.0%	5.0%
净利润	116	139	143	197	311	420
少数股东损益	8	9	34	41	57	70
归属于母公司的净利润	107	130	109	156	254	350
净利率	9.1%	10.5%	5.8%	6.1%	11.2%	12.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	116	139	143	197	311	420
少数股东损益	8	9	34	41	57	70
非现金支出	49	45	79	106	91	74
非经营收益	-28	-43	12	3	2	-33
营运资金变动	-117	-127	7	-496	373	159
经营活动现金净流	19	14	241	-191	776	619
资本开支	-42	-395	-118	-129	-66	-43
投资	62	-16	-264	-4	-5	-5
其他	6	-21	-109	13	15	17
投资活动现金净流	26	-432	-490	-120	-55	-30
股权募资	40	251	31	14	23	32
债权募资	-46	366	725	179	-589	-297
其他	-48	-66	-93	-117	-155	-154
筹资活动现金净流	-55	551	663	75	-721	-419
现金净流量	-9	133	414	-235	0	170

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	319	456	885	650	650	820
应收款项	583	760	969	1,575	1,177	1,107
存货	258	357	465	463	363	438
其他流动资产	121	153	464	341	283	340
流动资产	1,281	1,725	2,783	3,029	2,473	2,704
%总资产	77.6%	65.3%	72.9%	72.1%	66.4%	67.3%
长期投资	84	90	154	157	162	166
固定资产	208	656	686	727	784	823
%总资产	12.6%	24.8%	18.0%	17.3%	21.0%	20.5%
无形资产	59	137	147	235	252	264
非流动资产	369	917	1,035	1,171	1,252	1,315
%总资产	22.4%	34.7%	27.1%	27.9%	33.6%	32.7%
资产总计	1,649	2,642	3,818	4,200	3,726	4,020
短期借款	298	389	600	790	193	376
应付款项	465	647	917	879	740	919
其他流动负债	21	23	78	111	113	165
流动负债	784	1,059	1,594	1,781	1,046	1,459
长期贷款	24	317	333	323	333	353
其他长期负债	41	55	534	576	569	77
负债	849	1,431	2,461	2,680	1,947	1,889
普通股股东权益	721	1,075	1,188	1,310	1,512	1,794
少数股东权益	79	137	169	210	267	337
负债股东权益合计	1,649	2,642	3,818	4,200	3,726	4,020

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.517	0.563	0.462	0.654	1.070	1.473
每股净资产	3.469	4.640	5.023	5.539	6.392	7.585
每股经营现金净流	0.093	0.059	1.017	-0.805	3.282	2.618
每股股利	0.150	0.150	0.150	0.200	0.320	0.420
回报率						
净资产收益率	14.90%	12.12%	9.19%	11.87%	16.83%	19.52%
总资产收益率	6.51%	4.93%	2.86%	3.70%	6.83%	8.71%
投入资本收益率	6.41%	4.03%	5.30%	7.70%	12.12%	13.94%
增长率						
主营业务收入增长率	12.04%	5.28%	50.98%	35.98%	-10.55%	20.65%
EBIT 增长率	41.43%	3.72%	90.33%	63.25%	40.99%	17.26%
净利润增长率	81.90%	21.26%	-16.20%	42.42%	63.64%	37.61%
总资产增长率	7.09%	60.21%	44.49%	10.00%	-11.29%	7.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	138.8	170.5	147.8	210.0	180.0	139.0
存货周转天数	105.1	132.1	109.8	90.0	88.0	87.0
应付账款周转天数	92.3	124.6	114.7	117.0	120.0	122.0
固定资产周转天数	55.7	171.6	121.2	82.0	89.6	72.9
偿债能力						
净负债/股东权益	0.48%	20.60%	40.22%	63.23%	21.02%	-4.30%
EBIT 利息保障倍数	3.8	3.6	3.0	4.7	5.4	10.6
资产负债率	51.50%	54.15%	64.46%	63.81%	52.26%	46.98%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	1	3	5	6	6
增持	0	0	4	4	4
中性	1	1	1	3	4
减持	0	0	2	2	2
评分	2.00	1.50	2.00	2.07	2.13

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-03-08	买入	22.71	30.50~30.50
2	2016-04-18	买入	28.75	41.00~41.00
3	2016-04-27	买入	29.24	41.00~41.00
4	2016-06-14	买入	27.66	41.00~41.00
5	2016-09-29	买入	28.67	43.00~43.00
6	2017-09-19	买入	24.50	32.70~32.70
7	2017-09-26	买入	24.36	32.70~32.70

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH