

评级: 买入 维持评级

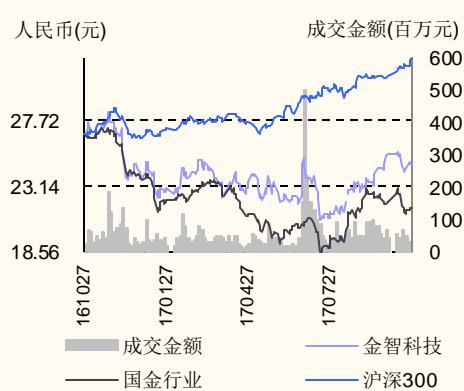
公司点评

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

- 《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
- 《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: S113051208001  
 (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%,主要是因为公司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;抛除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1.4亿元,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地电榆林、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。凭借在国网配电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)							资产负债表 (人民币百万元)					
主营业务收入	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E	货币资金	2014	2015	2016	2017E	2018E
增长率	1,179	1,241	1,874	2,548	2,280	2,750	应收款项	319	456	885	650	650
主营业务成本	5.3%	51.0%	36.0%	-10.5%	20.6%		存货	583	760	969	1,575	1,177
%销售收入	-817	-849	-1,367	-1,876	-1,506	-1,837	其他流动资产	258	357	465	463	363
	69.3%	68.4%	72.9%	73.6%	66.1%	66.8%	流动资产	121	153	464	341	283
毛利	362	393	508	673	774	913	%总资产	1,281	1,725	2,783	3,029	2,473
%销售收入	30.7%	31.6%	27.1%	26.4%	33.9%	33.2%	长期投资	77.6%	65.3%	72.9%	72.1%	66.4%
营业税金及附加	-15	-14	-8	-11	-10	-13	固定资产	84	90	154	157	162
%销售收入	1.3%	1.1%	0.4%	0.4%	0.5%	0.5%	%总资产	208	656	686	727	784
营业费用	-99	-104	-117	-133	-132	-157	无形资产	12.6%	24.8%	18.0%	17.3%	21.0%
%销售收入	8.4%	8.4%	6.3%	5.2%	5.8%	5.7%	非流动资产	59	137	147	235	252
管理费用	-170	-193	-227	-275	-274	-325	%总资产	369	917	1,035	1,171	1,252
%销售收入	14.4%	15.5%	12.1%	10.8%	12.0%	11.8%	负债	22.4%	34.7%	27.1%	27.9%	33.6%
息税前利润 (EBIT)	79	82	155	254	358	419	%总资产	1,649	2,642	3,818	4,200	3,726
%销售收入	6.7%	6.6%	8.3%	9.9%	15.7%	15.2%	短期借款	298	389	600	790	193
财务费用	-21	-23	-52	-54	-66	-39	应付款项	465	647	917	879	740
%销售收入	1.8%	1.8%	2.8%	2.1%	2.9%	1.4%	其他流动负债	21	23	78	111	113
资产减值损失	-16	-14	-29	-56	-39	-19	流动负债	784	1,059	1,594	1,781	1,046
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	24	317	333	323	353
投资收益	46	50	11	13	15	17	其他长期负债	41	55	534	576	569
%销售收入	36.8%	34.1%	7.3%	6.3%	4.6%	3.8%	负债	849	1,431	2,461	2,680	1,947
营业利润	88	95	86	157	268	378	普通股股东权益	721	1,075	1,188	1,310	1,512
营业利润率	7.5%	7.7%	4.6%	6.1%	11.7%	13.7%	少数股东权益	79	137	169	210	267
营业外收支	38	52	65	50	60	0	负债股东权益合计	1,649	2,642	3,818	4,200	3,726
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						
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						

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	<b>2.00</b>	<b>1.50</b>	<b>2.00</b>	<b>2.07</b>	<b>2.13</b>

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靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认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