

中小市值主题精选系列之华仪电气深度报告

——华仪电气（600290）：深蹲起跳，期待新年新气象

2017年01月23日

推荐/首次

华仪电气

报告摘要：

积极布局风电全产业链和输电网设备，开拓环保产业领域。公司发挥自身电器产业龙头地位，新产品不断打入主网系统。依托风电整机制造，向风电场运营和EPC总包延伸。环保产业实现盈利，打通公司发展的新方向。

- ◆ **以工程服务带动各版块，谋求从设备制造商向系统工程服务提供商的转型。**公司现有各项业务以设备制造销售为主，而且输配电、风电、环保等业务均涉及总包工程建设环节。因此公司计划通过统一的工程子公司承接各项业务板块的工程总包项目，实现收入、锁定利润并获取较好的现金流。
- ◆ **定增资金在手，摩拳擦掌待发力。**公司2015年底完成22.3亿元定增后，有11.3亿元用于补充流动资金及偿还银行贷款，2016年又将完成的定增项目余款1亿元用于补充流动资金。目前公司在手资金充足，将为公司未来的内生外延提供雄厚的资金支持。
- ◆ **管理层架构理顺，公司有望实现“深蹲起跳”。**2016年12月，公司董事长陈道荣先生辞去兼任的总经理一职，由其子陈孟列担任。公司管理层架构理顺，将对公司管理效率和执行力的提高起到正面作用。公司2016年前三季度实现净利润3092万元，同比下滑78%，三季度计提了约7400万元资产减值损失。公司有望在2017年轻装上阵，实现深蹲起跳。
- ◆ **首次覆盖，给予“推荐”评级。**我们预计2016-2018年公司实现每股收益0.06元、0.21元和0.25元，目前对应2017年51倍PE。公司通过工程服务带动公司整体转型以及输配电国际化有望成为未来看点，近期股价的回调提供了更好的买入机会，首次覆盖给予推荐评级。
- ◆ **风险提示：**风机销售不及预期，输配电业务国际化进展低于预期

财务指标预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,749	2,060	2,078	2,604	3,126
增长率（%）	14.12%	17.77%	0.88%	25.32%	20.05%
净利润（百万元）	90.72	60.13	47.48	156.98	188.67
增长率（%）	-21.03%	230.63%	-21.03%	230.63%	20.19%
净资产收益率（%）	4.55%	1.44%	1.13%	3.67%	4.31%
每股收益（元）	0.17	0.11	0.06	0.21	0.25
PE	63	97	170	51	43
PB	2.81	1.93	1.92	1.89	1.85

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

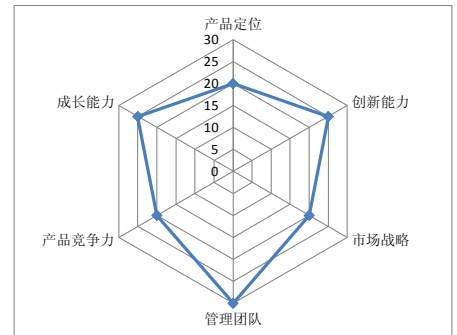
孔凌飞

konglf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S148051609000

六位评价体系之服务业、制造业图



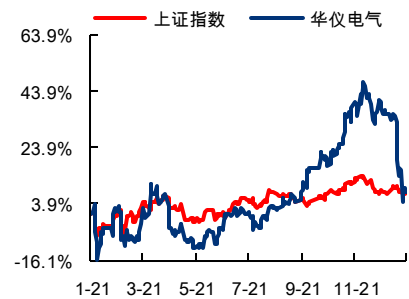
所属于概念板块、东兴专题报告分类

概念题材：

东兴分类：

核心护城河、商业模式概括

52周股价走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

目 录

1. “十三五”计划引领风电行业复苏，EPC 和风场运营为公司锦上添花	5
1.1 风电发展“十三五”计划将引领行业复苏.....	5
1.2 公司风电整机业务将受益行业增长.....	7
1.3 加码风电场运营和 EPC，打造风电全产业链解决方案提供商.....	9
1.4 开展国际技术合作，提前布局高空风电前沿领域.....	错误!未定义书签。
2. 中压设备龙头，有望受益“十三五”两万亿配网投资	11
2.1 一二次融合，配网投资爆发的潜在受益标的.....	12
2.2 “两网+轨交”多渠道拓展，成果可期.....	14
2.3 携手 ABB 生产充气网柜，增强市场竞争力.....	错误!未定义书签。
3. 战略进军环保行业，业绩估值有望迎来双提升	15
3.1 与法国 VIVIRAD 合作，开启电子束国内环保市场应用.....	错误!未定义书签。
3.2 浙江污水市场提供机遇，公司长期环保布局逐步展开.....	16
3.3 环保业务有望实现跨越式发展，成为公司新的利润增长点.....	18
4. 首次覆盖给予“推荐”评级及风险提示	19

表格目录

表 1: 我国风电标杆上网电价.....	错误!未定义书签。
表 2: “十三五”陆上风电标杆上网电价拟逐年下调.....	错误!未定义书签。
表 3: 公司定增投入项目（截止 2016 年上半年）.....	9
表 4: 高空风电发电与常规风电发电的比较.....	错误!未定义书签。
表 5: 公司非公开发行电气业务募投项目（已完成）.....	12
表 6: 配网建设改造指导目标（部分）.....	13
表 7: 公司配网自动化相关的子公司.....	13
表 8: 今年公司对核心客户销售不断增长.....	14
表 9: 今年公司对核心客户市场占有率不断提升.....	14
表 10: 电子束的主要应用领域.....	错误!未定义书签。
表 11: 浙江“五水共治”投资情况.....	16
表 12: 北控水务污水供水控制市场业务分布.....	17
表 13: 浙江一清核心业务与技术.....	18
表 14: 公司盈利预测表.....	20

插图目录

图 1: 公司主营业务	4
图 2: 新增装机容量维持稳定增长	5
图 3: 发电设备平均利用小时大幅度下滑	6
图 4: 弃风率大幅提升引起相关部门重视	6
图 5: 2016 年风机招标量大幅回暖	6
图 6: 2015 年风电整机制造企业新增容量排名	7
图 7: 公司风电业务收入仍然保持平稳	9
图 8: 公司风电毛利率稳步攀升	9
图 9: HGBD 型固定分隔式低压开关	11
图 10: HYC461 配电自动化远方控制终端 (FTU)	11
图 11: 电器业务收入略有下滑	11
图 12: 电器业务毛利率多年来维持稳定	11
图 13: 2014 年底国内城市轨道交通运营线路总长 3155km	14
图 14: 巍巍华仪股权结构图	错误!未定义书签。
图 15: 法国 VIVIRAD 的 ICT 产品参数性能	错误!未定义书签。
图 16: 污水处理及其再生利用行业收入 (亿元)	错误!未定义书签。

公司以中高压电器、风力发电为核心，并积极拓展环保产业。公司是华仪集团控股的核心子公司，是温州地区首家主板上市的电气企业。公司是“中国电气产业制造十大领军企业”，致力于为用户提供电器装备整体解决方案；在风电行业，公司以风电制造和风电投资开发为两大主业；公司与国外一流环保节能产业合作，引进先进的技术和设备，培育发展环境治理等新兴环保产业。

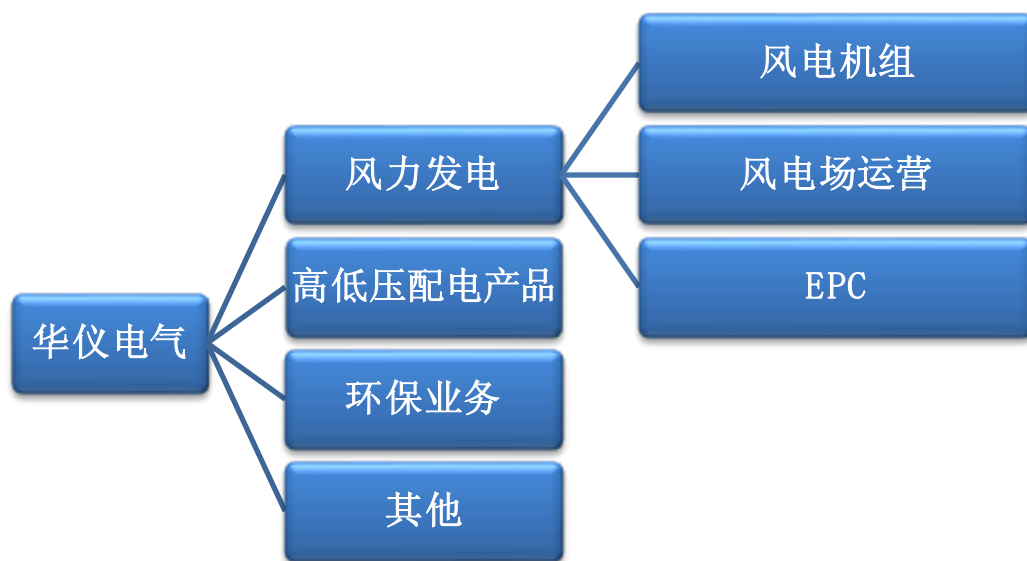
顺应风电发展“十三五”计划，积极拓展风电业务。在政策指引下，风电行业已开始逐步走出抢装潮带来的负面影响，走上平稳健康发展的道路。公司将依托自身整机制造优势，积极向产业链上下游延伸，参与风电场投资与开发、运维，继续扩大发展EPC总包业务。

输配电设备业务重新整合，加强国际化战略，利润转化在即。虽然电器产业竞争加剧，行业招标价格不断下滑，公司仍然实现新增订单稳步增长，不断有新产品实现突破进入主网系统。公司未来将加强国际化战略，代理部分国际品牌产品开拓国内市场，同时瞄准海外总包项目运维业务，力争获得突破。

环保项目落地实现，有望在未来成为公司新的利润增长点。公司已完成了I-TANK智能化污水处理设备的开发，并完成了集中式、入户式污水处理设备样机试制，不断推进县级污水分散点源治理示范项目落地。公司并购浙江一清后，瞄准市政污水治理业务，未来有望逐步实现包括PPP在内的项目落地。

公司未来计划以工程服务带动输配电、风电、环保等各版块，谋求从设备制造商向系统工程服务提供商的角色转变。公司现有各项业务以设备制造销售为主，而且输配电、风电、环保等业务均涉及总包工程建设环节。因此公司计划通过统一的工程子公司承接工程总包业务，实现收入利润以及较好的现金流。

图 1：公司主营业务



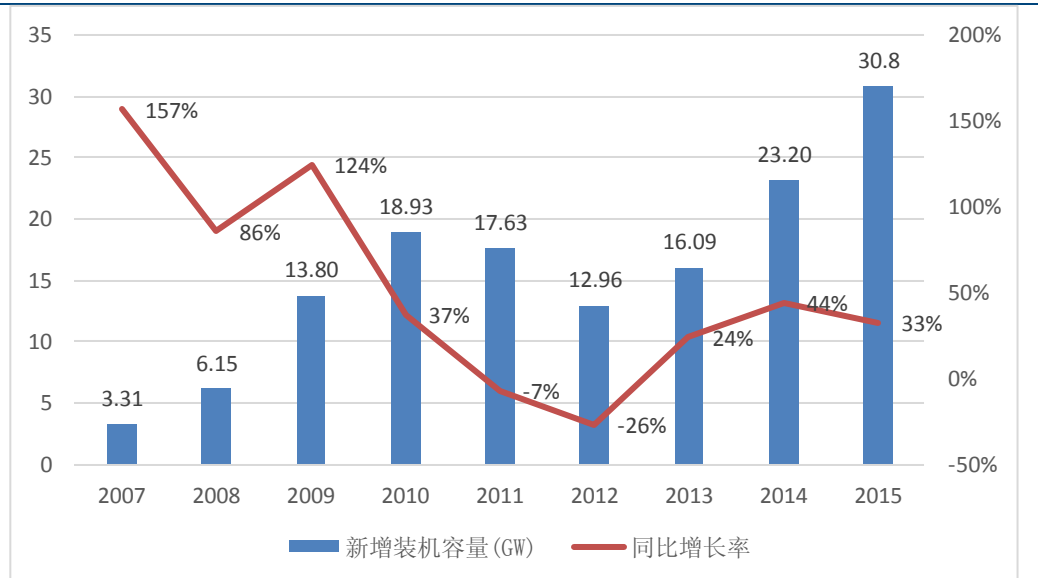
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

1. “十三五”规划引领风电行业复苏，EPC 和风场运营为公司锦上添花

1.1 风电发展“十三五”规划将引领行业复苏

截止 2015 年底，中国风电累计装机容量约为 145.4GW，累及装机 92981 台。2016 年上半年国内风电并网装机 7.74GW，同比下降 15.51%整体维持平稳。2016 年 1 月至 9 月，全国风电新增并网容量 1000 万千瓦，截至 9 月底，累计并网容量达到 139GW，累计并网容量同比增长 28%；1-9 月，全国风电上网电量 1693 亿千瓦时，同比增长 27%；平均利用小时数 1251 小时，同比下降 66 小时；风电弃风电量 394.7 亿千瓦时；平均弃风率 19%。随着国家对“风电弃风”现象的日益重视，消纳利用已经成为风电发展“十三五”规划的重要目标。虽然 2015 年、2016 年风电发展速度放缓，但是我国风电发展“十三五”规划目标已经明确指出，到 2020 年底，风电累计并网装机容量需确保达到 2.1 亿千瓦以上，可以预见在未来五年国内风电行业仍将保持良好的发展势头。

图 2: 新增装机容量维持稳定增长

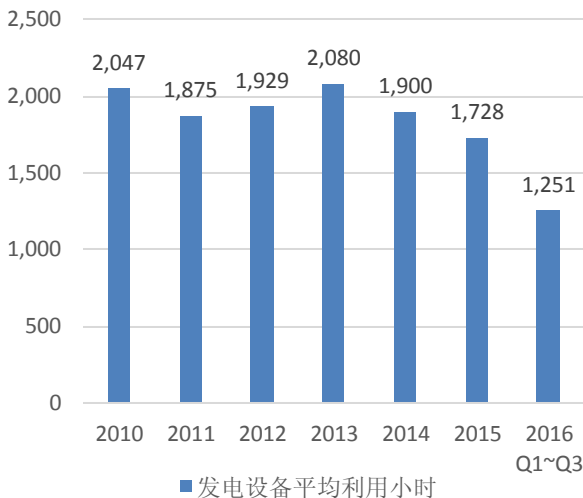


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

“抢装潮”导致 2016 年弃风率上升，蒙西、甘肃和新疆是重灾区。根据国家能源局 11 月发布的数据显示，1-9 月，全国风电上网电量 1693 亿千瓦时，同比增长 27%；平均利用小时数 1251 小时，同比下降 66 小时；风电弃风电量 394.7 亿千瓦时；平均弃风率 19%。值得注意的是，相对于上半年 21% 的弃风率，在政策的指导下，弃风率开始略有下降。

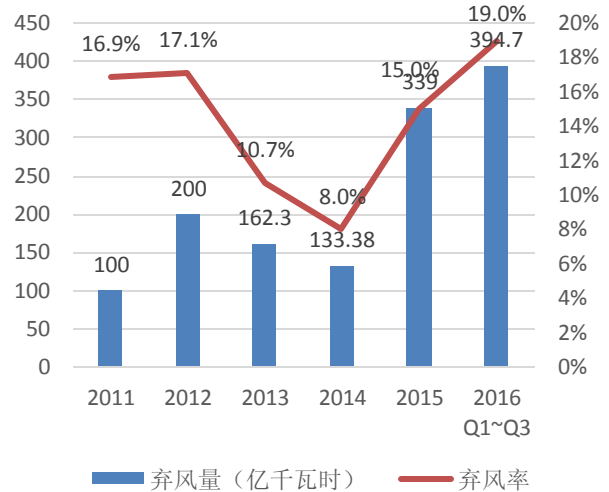
主管部门对于弃风限电现象高度重视，出台了一系列措施力求改善现状。2013年2月，国家能源局下发《关于做好2013年风电并网和消纳相关工作的通知》；2014年初能源局再次下发《关于做好2014年风电并网消纳工作的通知》，重申将风电并网消纳放在重点位置。2016年七月，国家能源局下发《关于建立监测预警机制促进风电产业持续健康发展的通知》，建立健全了风电投资检测预警机制，定期对国内风电运行情况进行抽样监测，根据结果进行评估并将对于风险预警的地区投资建设进行限制。在2016年11月底公布的《风电发展“十三五”规划》中更加明确提出在十三五期间将加强对风电调度运行和消纳情况的监管，加大惩治力度，对弃风限电问题突出、无法完成最低保障性收购小时数的地区实施一票否决制度，不再新增风电并网规模。

图 3：发电设备平均利用小时大幅度下滑



资料来源：国家能源局，东兴证券研究所

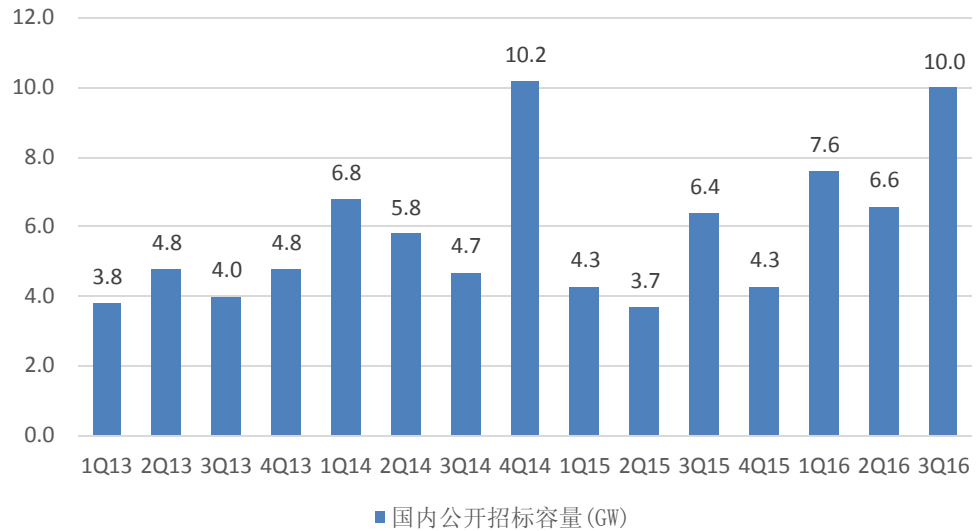
图 4：弃风率大幅提升引起相关部门重视



资料来源：国家能源局，东兴证券研究所

“十三五”计划引领行业复苏，风电装备前景依旧广阔。为实现2020年和2030年非石化能源占一次能源消费比重15%和20%的目标，风电发展仍是“十三五”期间的能源领域发展重点。到2020年底，我国风电累计并网装机容量将确保达到2.1亿千瓦以上，其中海上风电并网装机容量达到500万千瓦以上；风电年发电量确保达到4200亿千瓦时，约占全国总发电量的6%。尤其将加快开发中东部和南方地区陆上风能资源，到2020年，中东部和南方地区陆上风电新增并网装机容量4200万千瓦以上，累及并网装机容量达到7000万千瓦以上。在“十三五”计划的推动下，2016年风机招标量相对2015年大幅回升。仅前2016年三季度，风机招标容量便超过了2015年全年招标容量。由此可见，风电装备行业在“十三五”期间依旧将维持持续稳定的发展态势。

图 5：2016 年风机招标量大幅回暖



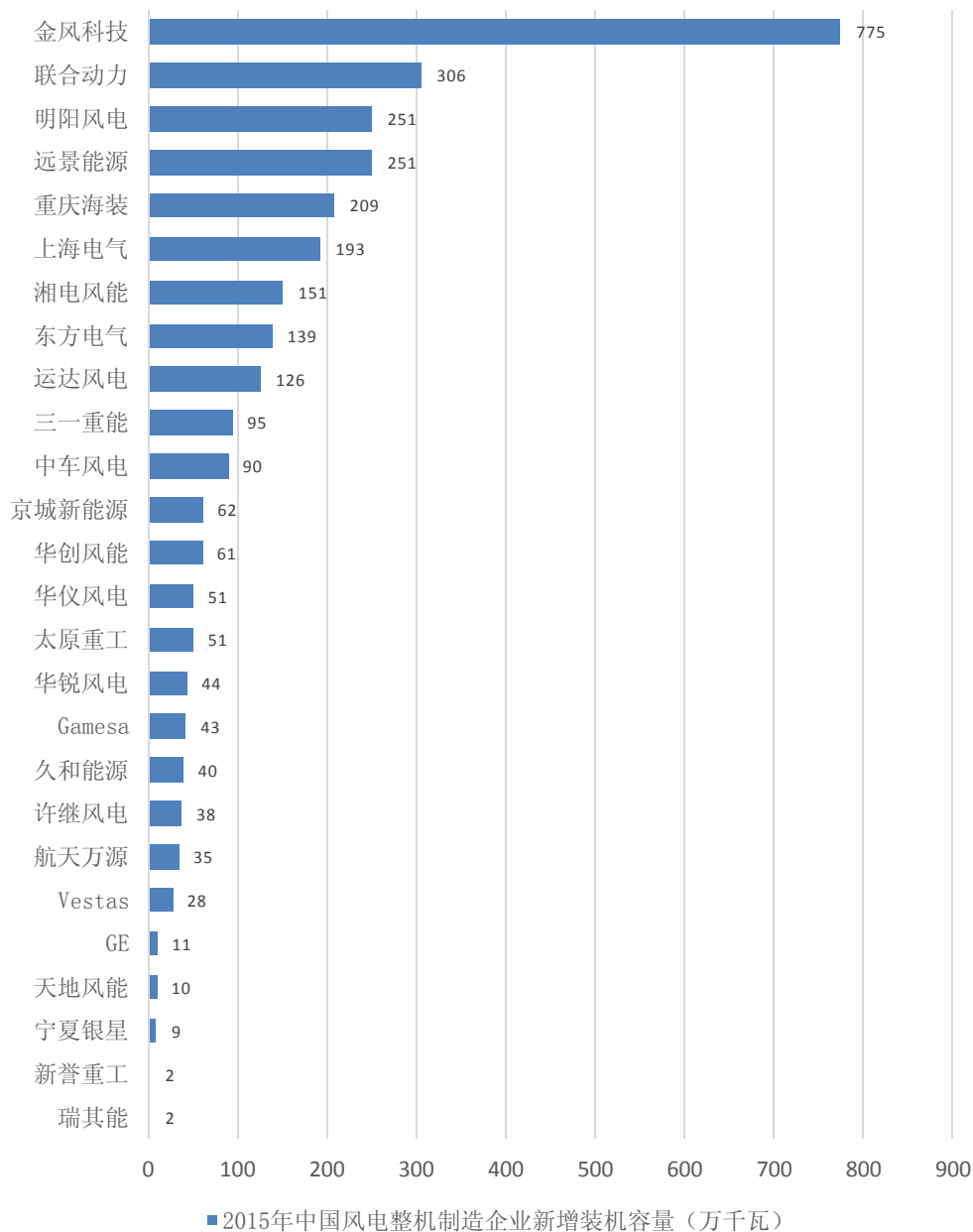
资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 公司风电整机业务将受益行业增长

公司是国内较早涉足风电整机制造领域的企业，曾自主研发了 780KW 风力发电机组，而后引进德国艾罗迪风机技术，联合开发了 1.5MW 风力发电机组；进一步研发了 2.0MW、3.0MW 风力发电机组，目前公司已批量生产的 HW1（780kW）、HW2（1500kW）和 HW3（2500/3000kW）系列产品，且正与荷兰 MECAL 公司合作，共同设计开发 HW4（5000/6000kW）系列大型海上风力发电机组。

从 2015 年中国市场风电主机厂商的出货量及市场份额排名来看，公司装机容量为 510MW，市场份额约为 2%，排名国内 14，基本处于第二梯队。

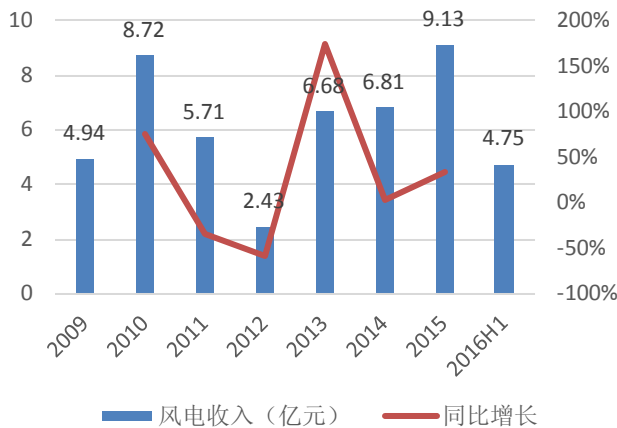
图 6: 2015 年风电整机制造企业新增容量排名



资料来源：CWEA，东兴证券研究所

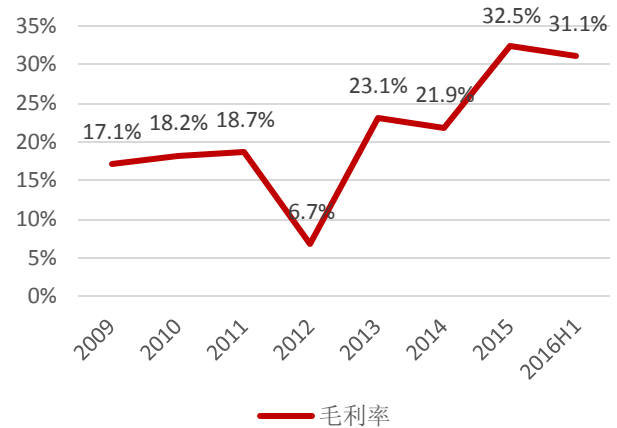
公司风电业务订单充足，业绩放量。我们认为，在风电行业整体复苏良性发展的趋势下，主机厂商都能够从中获益，而作为上市公司，华仪电气在资金、品牌方面具备一定优势，有望获得超出行业的增长。截至2015年12月31日，公司待执行订单总量为398MW，中标未签订合同项目共计203.5MW，在手订单充足。**2016上半年，公司风电机组实现业务收入4.75亿元，同比下降1.2%，毛利率31.32%，比上年增加2.52个百分点，综合来看，公司上半年毛利相较去年得到提高。**

图 7: 公司风电业务收入仍然保持平稳



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 8: 公司风电毛利率稳步攀升



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.3 加码风电场运营和 EPC, 打造风电全产业链解决方案提供商

公司以整机制造为依托,持续向产业链上下游延伸,不断加码风电场开发运营和 EPC 总包工程业务。公司积极做好市场开拓工作,根据市场需求,加快风机系列化研发进程,不断优化公司产品结构;积极推进平鲁红石岭风电场一期 150MW 工程 (EPC) 总承包项目、寿阳平头镇 49.5MW 风电场 EPC 总承及自营风电场项目鸡西平岗风电场、恒山风电场项目的建设。同时,公司进一步加大对风电场开发的投入力度,新增 30 万 kW 风电场开发储备。我们认为公司凭借主机销售、EPC 项目建设及风电场运营,将自身打造成全产业链解决方案提供商,显著提升风电业务板块的竞争实力和可持续性,并有望在未来取得超过风电全行业的增长速度。

风电场运营是产业链上盈利能力较为稳定、突出的环节。虽然随着风电标杆上网电价的下调以及抢装潮带来的弃风率的上升,风电场运营的盈利能力将会受到一定影响,但其仍然是产业链上盈利能力较为稳定、突出的环节。而由于南方大部分地区享受更高的补贴电价,在现行上网标杆电价政策中没有下调价格,在未来风电价格分级下调政策中价格下调幅度较小,并且低风速风机的普及提高了这些地区的有效发电小时数,南方风电项目的盈利能力整体已经超过北方受到限电影响的区域。目前一般项目按年可利用发电 2000 个小时计算,在原有电价政策下北方地区风电场资本收益率约 15% 左右,现有电价政策下约 13% 左右,南方地区风电场资本收益率不变,约 20% 左右。虽然未来风电价格会继续分级下调,但风电站造价的下降和贷款利率降低带来的融资成本下降将有助于风电场运营维持较好的盈利能力,未来随着弃风限电情况的好转,我们看好风电场运营业务的发展。

表 1: 公司定增投入项目 (截止 2016 年上半年)

序号	项目名称	实施主体	投资总额 (万元)	项目进度
1	风电场建设项目		113,791.50	

1.1	黑龙江省鸡西平岗风电场（49.5MW）项目	黑龙江梨树风力发电有限公司	42,361.01	59.95%
1.2	黑龙江省鸡西恒山风电场（49.5MW）项目	鸡西新源风力发电有限公司	35,825.67	72.98%
1.3	宁夏平罗五堆子风电场（49.5MW）项目	华仪风能有限公司	35,604.82	-
2	平鲁红石崮风电场 150MW 工程 EPC 项目	华仪风能有限公司	23,229.13	14.22%
3	补充流动资金及偿还银行贷款	华仪电气	113,000.00	62.16%
	合计		250,020.63	/

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

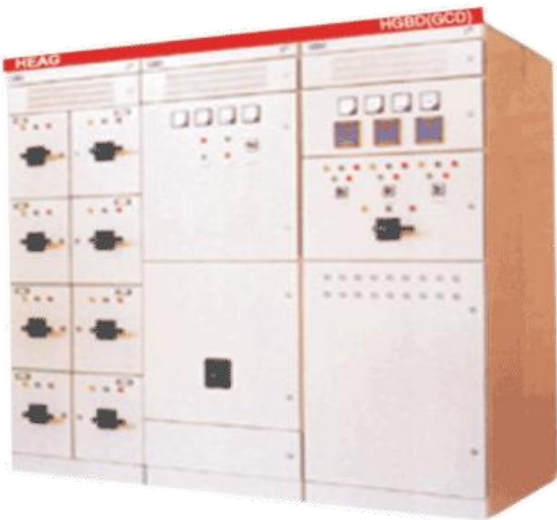
公司风电场资源丰富，可以支持公司进行相关开发。目前公司取得“路条”的风电场资源超过 957MW，未来规划开发的风电场资源达到 4,500MW。根据公司计划，公司近年将不断加强开拓风电场资源，力争每年开发量维持在 50 万千瓦左右，保持可滚动开发的资源数量在 500 万千瓦左右。

切入风电 EPC 项目，公司打造工程总承包能力，电气及环保业务未来也将受益。公司先后中标了平鲁区红石崮风电场 150MW EPC 项目和寿阳平头镇风电场 49.5MW EPC 项目，金额分别为 11.25 和 3.98 亿元。接连中标风电场 EPC 项目，证明公司作为 EPC 总承包商的综合能力和专业化配套能力，具有持续的接单能力。公司在风电业务上进一步确立了主机销售、EPC 项目建设及风电场运营三位一体的业务模式，持续增长可期。

2. 输配电业务有望受益“十三五”配网投资

电气设备业务方面, 公司主要生产 252kV 及以下成套开关设备、配电自动化开关及终端装置、高压开关元件等产品, 产品荣获“国家免检产品”、“浙江省名牌产品”称号。其中, 户外高压真空断路器被原电力部确定为全国重点推广新产品, 市场占有率达 25%以上, 产销量连续八年位居全国第一。在“十三五”1.7 万亿大投资的背景下, 公司有望持续受益。

图 9: HGBD 型固定分隔式低压开关



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 10: HYC461 配电自动化远方控制终端(FTU)

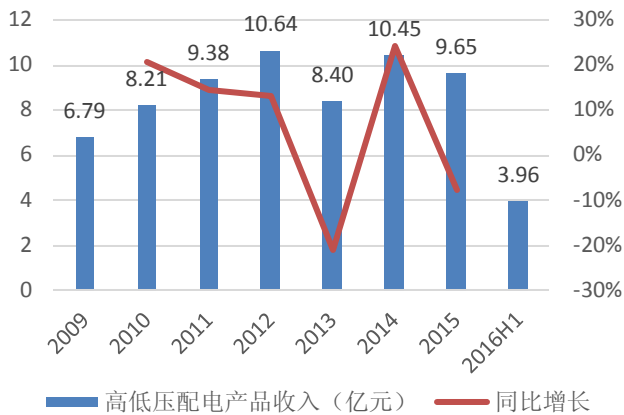


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

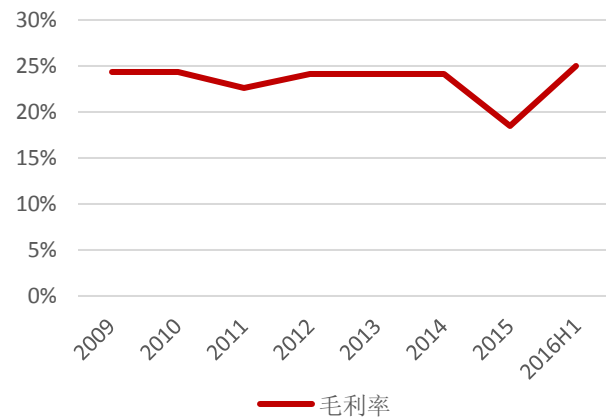
2007-2012 年, 公司电气业务收入保持了 10%的年复合增速, 毛利率基本保持在 24-26%的区间内, 稍有下滑。2013 年公司该项业务收入 8.4 亿元, 同比下滑 20%, 原因主要是: 1、国网内部调整导致订单结转速度变慢; 2、公司部分厂房修缮限制了产能。随着公司新产能投放及渠道拓展, 公司电气业务收入在 2014 年达 10.45 亿, 同比增加 24%。2016 年上半年电气业务收入 3.95 亿, 同比下降 20.4%, 毛利率 25.06%, 同比减少 7.98 个百分点。收入下降的主要原因是今年国网招标量下滑。2016 年上半年毛利率下降一方面是由于招标价格下降所致, 另一方面则是由于 2015 年同期毛利率处于十年来最高水平。因此, 虽然 2016 年毛利率相比去年下降, 但仍处于十年来的中上水平。我们预计随着“十三五计划”的逐步实施和 1.7 万亿投资的逐步落实, 未来公司电气业务有望持续受益。

图 11: 电器业务收入略有下滑

图 12: 电器业务毛利率多年来维持稳定



资料来源：Wind，东兴证券研究所



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.1 一二次融合，配网投资爆发的潜在受益标的

公司产品线从一次设备向二次设备过渡，实现一二次融合。2011 年进行非公开发行后，在电气业务方面确定了两个项目投向，分别是充气类高压开关设备生产线技术改造以及智能配电设备研发及产业化建设项目，意在提升现有生产线的技术水平并提高产能。2016 年 7 月，公司成立了华仪输配电设备有限公司，作为现有电器产业的统一管理平台，力求提升公司电器业务的整体管控水平和经营效率。

表 2：公司非公开发行电气业务募投项目（已完成）

项目名称	募集资金拟投入金额	技术应用
充气类高压开关设备生产线技术改造项目	11,130.00	充气类高压开关设备在我国起步较晚，初始阶段由于进口产品价格太高、智能化程度不高、配套件不全严重影响了用户使用的积极性，限制了产品的大面积市场推广。随着信息技术进步、产品的国产化，GIS 的市场空间显著扩展，随着我国城市电网建设和改造、轨道交通以及大型工矿企业等对开关设备提出了小型化、智能化、免维护、全工况等新的更高要求，高性能、高品质的充气柜在国内的需求越来越大。
智能配电设备研发及产业化建设项目	17,380.64	智能化配电设备及系统是自动化技术与开关设备技术相结合的领域，在智能配电开关设备方面：智能技术的引入可以有选择的切出故障，缩小故障停电区域，显著缩短停电时间，提高供电可靠；在操动机构中引入永磁操动技术，实现了开关操动机构智能化在线监测和信息采集功能，显著提高了设备的可靠性；配电自动化和配电管理系统体现公司的软件技术水平，帮助公司跃升成为配电领域系统集成供应商。

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

2015-2020 配网投资不低于 2 万亿元，实际推进有望加速。从配电网建设的投资情况来看，国家能源局发布的《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》用大量数字明确提出 2015-2020 年国内配电网建设改造投资不低于 2 万亿，其中 2015 年不低于

3000 亿元, “十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。预计到 2020 年, 高压配电网变电容量达到 21 亿千伏安、线路长度达到 101 万千米, 分别是 2014 年的 1.5 倍、1.4 倍, 中压公用配变容量达到 11.5 亿千伏安、线路长度达到 404 万千米, 分别是 2014 年的 1.4 倍、1.3 倍。5 年后城市供电可靠率将达 99.99%。从配电网建设的推进层面来看, 新电改文件明确了输电和配电一体化, 仍属于电网公司, 这彻底消除了电网公司在投资配电网建设时的顾虑从而加大投资和改造力度, 我们认为像 13 年配网自动化建设落后于预期的情况将得到改善。

表 3: 配网建设改造指导目标 (部分)

指标	2014	2017	2020
配电自动化覆盖率	20%	50%	90%
配电通信网覆盖率	40%	60%	95%
智能电表覆盖率	60%	80%	90%

资料来源: 国家能源局, 东兴证券研究所

2016 年 12 月, 发改委公布了 105 个增量配电业务改革试点名单, 未来几年增量配电网市场有望逐步放开。增量配电网原则上指 110 千伏及以下电压等级电网和 220(330) 千伏及以下电压等级工业园区(经济开发区)等局域电网, 不涉及 220 千伏及以上输电网建设。试点项目向符合条件的市场主体公平开放, 通过招标等市场化方式确定业主, 鼓励电网企业与社会资本通过股权合作等方式进行竞争。

我国电力建设长期处于“重发轻送不管配”的格局, 配网成为目前电网的瓶颈环节。未来随着用电客户对用电品质要求的增加, 配网加快建设的需求将加大。公司高压电气所属电压等级范围大, 可广泛应用于配网建设、大型工矿企业、轨道交通等领域, 随着配网投资日益得到重视, 公司产品面对的市场空间也将逐步打开。

表 4: 公司配网自动化相关的子公司

子公司名称	经营范围	注册资本
上海华仪配电自动化有限公司	输配电设备、智能电网设备、配电自动化设备、配用电终端设备的生产、销售。	3000 万元

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.2 “两网+轨交”多渠道拓展, 成果可期

国家电网、南方电网、轨道交通等下游客户是公司重点拓展的方向。从行业、客户选择上, 公司目前对于房地产、煤炭、钢铁行业比较谨慎, 核心向国网、南网、轨交等倾斜, 同时还着力向银行、保险等金融行业, 以及从事海外大型建设总包合同的央企等方向拓展。

表 5: 今年公司对核心客户销售不断增长

客户	2013 年		2014 年		2015 年	
	销售收入	占营业收入比重	销售收入	占营业收入比重	销售收入	占营业收入比重
国、南电	26,059.9	31.05%	35,385.11	33.85%	41,135.25	42.62%
轨道交通	1,184.96	1.41%	4,656.79	4.46%	8,600.32	8.91%
合计	27,280.86	32.46%	40,041.9	38.31%	49,735.57	51.53%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 6: 今年公司对核心客户市场占有率不断提升

客户	2013 年		2014 年		2015 年	
	中标金额	占招标总额比重	中标金额	占招标总额比重	中标金额	占招标总额比重
国、南电	30,330.82	1.30%	43,450.27	1.80%	47,446.33	2.20%
轨道交通	1,042.53	2.00%	11,095.23	5.10%	11,137.41	5.20%
合计	31,373.35	1.32%	54,545.5	2.07%	58,583.74	2.47%

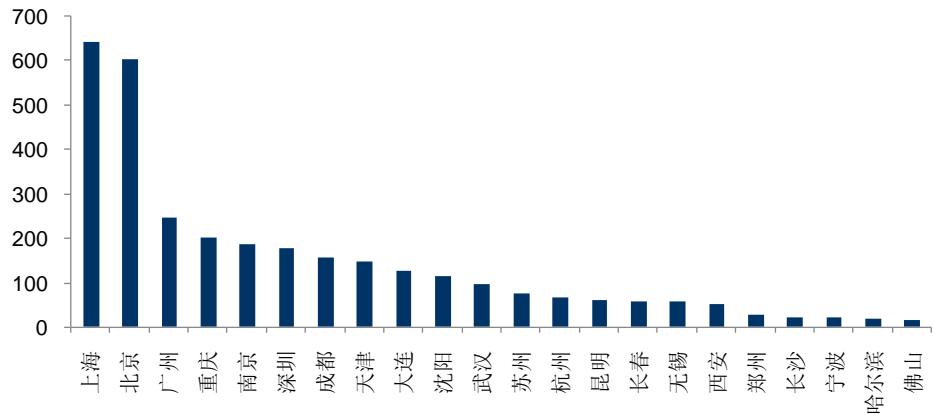
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

国家电网是公司目前大力加强开拓的理想客户。虽然国家电网采用集中采购模式, 较为强势, 但回款情况好 (设备交货安装完成后三个月之内回款), 中标价也较以前合理 (不再采用最低价中标模式)。公司以前对国网、南网等客户的营销力度不够, 目前在获得了两网的产品认证后, 所有产品均可参加相关招投标, 我们预计两网对公司业务收入的增长贡献将持续提升。

轨道交通也是公司未来计划重点开拓的下游领域之一。目前公司在轨道交通领域积累了一批核心客户。未来几年高铁、城市轨交仍将处于建设高峰期, 我们预计对于电气设备的需求将高达数百亿元。

截至 2014 年底, 中国内地共有 22 座城市拥有城市轨道交通运营线路, 总长 3155km (采用铁路制式的郊区线路进行统计), 新增运营里程 409km。在里程排序中前 4 位依次为上海 643km、北京 605km、广州 246km、重庆 202km, 有 10 座城市轨道交通运营里程超过 100 公里。另据中国轨道交通网统计, 2015 年 1-3 季度, 杭州、南京、大连、沈阳、成都、宁波 6 座城市轨道交通新增 6 条运营线路, 合计里程 120.81 公里, 车站 95 座。

图 13: 2014 年底国内城市轨道交通运营线路总长 3155km



资料来源：《2014 年中国城市轨道交通运营线路统计与分析》，东兴证券研究所

“十三五”期间城市轨道交通总里程或达到 6000 公里，相比于 2014 年底将增长近 95%。国家发改委基础产业司巡视员李国勇在“2015 中国城市轨道交通高层论坛”上表示，2015 年、2016 年、2017 年三年城镇轨道交通新开工项目里程将达 3000 多公里，目标到 2020 年总里程要达到 6000 公里，即在‘十三五’期间平均每年要完成 500 公里。

2.3 推进国际化战略，有望成为新增长点

携手 ABB 生产充气网柜。公司与全球电力和自动化领导企业 ABB 达成合作协议，华仪电气投资 2.9 亿元建设数控柔性钣金加工生产线，与北京 ABB 高压开关设备有限公司就共同生产 SAFE 系列六氟化硫充气环网柜（SAFE Ring/Plus SF6），并在铁路系统、电网系统内合作销售达成协议。

联合生产提升公司的综合竞争能力。ABB 的 GIS 环网柜技术世界领先。虽然目前我国 GIS 环网柜已实现国产，但国产产品可靠性较差，市场占有率低。本次合作 ABB 负责提供核心部件、设计图纸和技术指导，公司负责辅件的生产和产品销售。公司将按照 ABB 的生产流程和工艺控制进行生产，这将有助于公司生产工艺的提高。另外，由于政府鼓励设备制造企业上马高尖端的制造设备，此次公司为合作生产所进行的生产线更新将获得政府补贴，着同样利于该产品国产化。公司未来计划为其他品牌提供代工，用优质产品提升市场份额，同时可以借鉴提高自身的技术能力和管理水平。

公司意在转型工程服务商，瞄准海外项目的运维后市场。借“一带一路”等东风，中国公司在海外承包了众多能源发电项目，而这类项目建成后通常会面临运维服务的难题。国内总包商缺少承担这类项目的积极性导致服务缺位，例如国机集团在海外已经有 20 多个已完工项目即将过质保期。公司意在通过工程子公司拓展该类业务，预计这类项目单体年运维收入在 2000-3000 万左右，利润率极高。公司获得电力总包资质和承修资质后便可承接该类业务，输配电国际化有望成为公司今年新的业务亮点。

3. 战略进军环保行业，业绩估值有望迎来双提升

战略进军环保行业。基于我国环保产业未来广阔的发展前景以及公司所具备的资源储备，公司于2013年12月投资设立华仪环保科技有限公司，注册资本1亿元，华仪环保科技作为公司发展环保业务的产业平台，将通过直接投资和合资的方式在水、大气、固废等多个领域全面实现在环保领域的布局，公司已开启战略进军环保行业的新篇章。2016年，公司完成了I-TANK智能化污水处理设备的开发，并完成了集中式、入户式污水处理设备的样机试制，不断推进县级污水分散点源治理示范项目落地，并积极开展资质申报工作。

3.1 浙江污水市场提供机遇，公司长期环保布局逐步展开

浙江“五水共治”开启千亿市场，公司地缘优势把握介入良机。浙江省为应对省内严峻的水环境问题，推出“五水共治”规划，即治污水、防洪水、排涝水、保供水、抓节水，预计总投资超过4680亿元，按照路线图，浙江将分三步实现省内水环境的明显改善，其中2014-2016将迎来第一个投资高峰期，2014年投资规划超过650亿元，其中治污、防洪规划分别为308亿元、200亿元，为最大投入领域。公司地处浙江，拥有地缘优势，先后与具备河道改善及污水处理能力的佳润洁、博汇特、以及具有核心竞争力的大型水务集团北控水务达成合作，完成规模进军水处理市场第一步。之后公司收购浙江一清，进一步夯实公司环保布局。我们预计公司有望借助华仪环保的平台，通过整合包括VIVIRAD电子束技术及国内合作伙伴优势等多方资源实现环保领域的突破。

表 7：浙江“五水共治”投资情况

	项目数	投资额
治污水	19	1721
防洪水	48	1593
排涝水	25	378
保供水	22	438
抓节水	11	550
“五水共治”总计	125	4680

资料来源：政府官网、东兴证券研究所

战略合作瞄准浙江水市场。2014年7月,华仪环保与北京佳润洁环保技术有限公司、北京博汇特环保科技有限公司分别签订《战略合作协议》,约定**(1)与佳润洁合作在河道、湖泊等地表水及农村分散点源治理等领域在浙江省内市场展开全面合作**,在河道治理领域开展EPC、BOT、TOT、DBO等多种形式的投资项目。佳润洁和国内领先的环保技术型公司,拥有BioComb、Bagband等世界领先的河道、湖泊等地表水及农村分散点源治理方面的专利及专有技术。**(2)与博汇特在市政污水处理、工业园区污水处理、工业废水处理技术、污水深度处理技术和高浓度有机污水处理技术等领域在浙江省内市场展开全面合作**,参与市政及工业污水、污泥处理投资项目。博汇特拥有BioDopp、BioChar等污水处理及污泥处置方面世界领先的专利及专有技术。

绑定北控水务助力公司环保业务,引入外脑提升行业竞争力以及并购资源获取能力。2015年1月,公司与北控水务集团有限公司、北京国观智库投资有限公司签订《华仪电气、北控水务、国观智库开展战略合作的框架协议》,公司将与北控水务一起研发和制造基于污水治理、烟气治理、土壤治理的环保一体化设备,共同开拓温州本地乃至浙江和全国范围内的农村中小水务、河道生态修复与治理、垃圾清扫等环保业务,并参与市政水处理设施的PPP资产收购和经营业务。国观智库作为双方的投资并购顾问,将为双方提供顾问服务,加快环保资产收购力度。北控水务集团有限公司是国内具有核心竞争力的大型水务集团,业务涵盖原水、市政给水/排水/再生水/管网、工业给水/废水处理、污泥处置、海水淡化、固废处理、环境综合整治领域,北控水务是目前全亚洲市政水日处理规模最大的企业。**与北控水务达成战略合作有利于公司在环保业务方面迅速获取实质进展,公司在浙江省当地的项目资源以及设备制造优势也可以与北控水务的项目运营经验形成良性互补。**北京国观智库投资有限公司,是国内知名的战略型民间智库,一直致力于环保产业、新能源行业、智能电网、海洋经济、国际市场投资机会与风险等领域的研究。合作三方未来将共建地区性乃至全国性的投资、运营平台,并借助公司和北控水务覆盖全省、全国、全球的营销网络、商会资源和融资能力,共同投资和运营全国范围内的水务、环卫项目,扩大环保产业项目库,延伸环保产业合作链,加大环保资产收购力度。

表 8: 北控水务污水供水控制市场业务分布

(吨)	污水处理	再生水处理	供水	海水淡化	总计
中国					
运作中	6,259,750	418,000	2,750,000	0	9,427,750
尚未开始运作/未移交	3,900,200	182,500	3,089,200	50,000	7,221,900
海外					

运作中	22,500	0	36,000	0	58,500
总计	10,182,450	600,500	5,875,200	50,000	16,708,150
(水厂数量)					
中国					
运作中	130	4	18	0	152
尚未开始运作/未移交	73	0	20	1	94
海外					
运作中	23	0	13	0	36
总计	226	4	51	1	282

资料来源：公司官网、东兴证券研究所

3.2 收购浙江一清，环保业务有望实现跨越式发展

收购浙江一清，进一步夯实公司环保布局。2015年7月公司公告以人民币1,884万元收购浙江一清环保工程有限公司85%股权，并以现金方式向浙江一清增资1700万元。浙江一清是一家集环保工程研发、设计、施工总承包、运营管理、环保药剂生产和销售于一体的高科技环保企业。已逐步形成了工业废水处理与中水回用、农村连片生活污水、黑臭河水、小区中水、湖泊水体综合治理等涉水治理项目的全覆盖。浙江一清常年与多所知名大学合作，拥有一支高技术含量团队，在特种工业废水处理技术与工程服务领域拥有较强的专业技术能力，在工业废水和农村生活污水总承包和运维、地表水体生态修复、水污染治理工程设计等领域拥有丰富的经验。在河道修复、农村生活污水治理领域承接了浙江省多项“五水共治”项目，并产生良好的示范效应。我们认为公司将凭借浙江一清丰富的项目总包和运维经验，特别是在“五水共治”项目上的示范效应，进一步夯实公司环保布局，抢占浙江污水市场。

表 9：浙江一清核心业务与技术

核心业务

核心技术

污水、废水处理及资源化回用、环保工程 净化河道污水用的微生物菌剂等水处理专用药剂制备技
设计、污水处理运行与维护承包、河道治 术、高浓度含盐有机废水处理成套技术、印染废水处理系
理与生态修复、噪声与振动污染控制、特 统升级改造与回用工艺集成技术、高浓度/难降解含磷废
种水处理药剂研发、污染土壤修复处理工 水处理专用水处理剂的开发与应用技术、城市污染河道水
程 体直接净化技术、重金属污染土壤生态修复关键技术

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

公司环保业务尚在起步阶段但发展顺利，2016年上半年该业务收入达到2015年同期的4.7倍，有望在未来跨越式发展，成为公司新的利润增长点。公司作为浙江省内企业，借助“五水共治”规划推出进军环保领域，将浙江水市场作为公司环保布局的突破口。鉴于公司原有主业相比环保具有较大的行业跨度，我们认为公司除了“练好内功”之外，必将充分利用资本市场的力量力求获得快速增长。公司2015年定增有11.3亿元用于补充流动资金及偿还银行贷款，2016年又将完成的定增项目余款1亿元用于补充流动资金，目前公司在手资金充足，将助力公司未来在城市污水综合治理、环保系统工程等领域拥有更广泛的布局，实现环保业务跨越式发展。

4. 首次覆盖给予“推荐”评级及风险提示

首次覆盖，给予“推荐”评级。我们预计2016-2018年公司实现每股收益0.06元、0.21元和0.25元，目前对应2017年51倍PE。公司经历2016年的短暂蛰伏后有望在2017年逐步走上正轨，通过工程服务带动公司整体转型以及输配电国际化有望成为未来看点。近期股价的回调提供了更好的买入机会，首次覆盖给予推荐评级。

风险提示：风机销售不及预期，输配电业务国际化进展低于预期。

表 10: 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	3581	6002	6118	7154	7972	营业收入	1749	2060	2078	2604	3126
货币资金	793	2855	2909	3125	3126	营业成本	1331	1565	1588	1979	2376
应收账款	2037	2200	2277	2854	3426	营业税金及附加	10	11	10	13	16
其他应收款	50	205	207	260	312	营业费用	110	119	121	148	178
预付款项	31	34	34	34	34	管理费用	144	174	187	208	250
存货	421	460	435	542	651	财务费用	62	64	15	41	52
其他流动资产	37	27	28	54	80	资产减值损失	-1.84	29.68	100.00	20.00	20.00
非流动资产合计	1169	1343	1304	1225	1143	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	116	128	128	128	128	投资净收益	20.91	4.75	0.00	0.00	0.00
固定资产	545.79	671.37	775.22	714.46	650.70	营业利润	115	102	57	194	234
无形资产	176	184	165	147	128	营业外收入	4.02	4.38	5.00	5.00	5.00
其他非流动资产	28	37	0	0	0	营业外支出	9.20	6.46	3.00	3.00	3.00
资产总计	4751	7345	7422	8379	9115	利润总额	109	100	59	196	236
流动负债合计	2156	2474	2948	3696	4337	所得税	17	40	12	39	47
短期借款	263	388	1099	1418	1625	净利润	93	59	47	157	189
应付账款	1048	1155	1088	1356	1628	少数股东损益	2	-1	0	0	0
预收款项	43	45	45	45	45	归属母公司净利润	91	60	47	157	189
一年内到期的非	0	6	0	0	0	EBITDA	380	385	195	364	418
非流动负债合计	534	639	196	326	326	EPS (元)	0.17	0.11	0.06	0.21	0.25
长期借款	0	89	189	189	189	主要财务比率					
应付债券	513	514	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	2690	3113	3144	4022	4663	成长能力					
少数股东权益	64	53	53	53	53	营业收入增长	14.12%	17.77%	0.88%	25.32%	20.05%
实收资本(或股	527	760	760	760	760	营业利润增长	131.59%	-11.20%	-43.63%	238.68%	20.40%
资本公积	949	2871	2871	2871	2871	归属于母公司净利	-21.03%	230.63%	-21.03%	230.63%	20.19%
未分配利润	478	505	524	587	663	获利能力					
归属母公司股东	1996	4180	4203	4282	4376	毛利率(%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
负债和所有者权益	4751	7345	7400	8357	9092	净利率(%)	5.31%	2.88%	2.28%	6.03%	6.03%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	-279	69	-78	85	12	偿债能力					
净利润	93	59	47	157	189	资产负债率(%)	57%	42%	42%	48%	51%
折旧摊销	203.73	219.57	0.00	129.11	132.11	流动比率	1.66	2.43	2.08	1.94	1.84
财务费用	62	64	15	41	52	速动比率	1.47	2.24	1.93	1.79	1.69
应收账款减少	0	0	-78	-577	-572	营运能力					
预收帐款增加	0	0	0	0	0	总资产周转率	0.38	0.34	0.28	0.33	0.36
投资活动现金流	222	-217	-113	-70	-70	应收账款周转率	1	1	1	1	1
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.73	1.87	1.85	2.13	2.10
长期股权投资减	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	21	5	0	0	0	每股收益(最新摊	0.17	0.11	0.06	0.21	0.25
筹资活动现金流	-313	2293	245	200	60	每股净现金流(最新	-0.70	2.82	0.07	0.28	0.00
应付债券增加	0	0	-514	0	0	每股净资产(最新摊	3.79	5.50	5.53	5.63	5.76
长期借款增加	0	0	100	0	0	估值比率					
普通股增加	0	233	0	0	0	P/E	62.53	96.64	170.13	51.46	42.81
资本公积增加	0	1922	0	0	0	P/B	2.81	1.93	1.92	1.89	1.85
现金净增加额	-371	2146	54	216	1	EV/EBITDA	14.70	16.14	33.09	18.01	16.17

资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

分析师简介

孔凌飞

复旦大学经济学学士，上海交通大学高级金融学院工商管理硕士。多年中小市值和新能源研究经验，2011、2012、2013、2015年新财富最佳中小市值研究团队成员。2016年加入东兴证券研究所

联系人简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。