



## 公司研究

仪器仪表Ⅲ/仪器仪表Ⅱ/机械设备

海兴电力（603556）

——配用电出口龙头，股权激励彰显发展信心

主要观点：

◆全球电力行业保持稳定发展，有效拉动电力设备投资。全球经济持续增长，对电力的拉动作用巨大，2035年，全球用电量将达到31.72万亿千瓦时，较2009年增长84.2%，年复合增长率达2.4%；电力需求增长，将拉动全球电力投资。2011-2035年全球累计电力投资需求将超过13.7万亿美元，其中发电、输电、配电的投资额将分别达到6.65万亿美元、1.84万亿美元、5.25万亿美元。

◆海外市场优势显著，国内市场中标份额不断提升。公司全球化品牌、技术、渠道优势显著，海外业务盈利强、占比高，带动公司业绩稳步增长。公司是国内最早开拓海外市场的企业之一，公司海外业务占比超过50%；不同地区的不同客户存在差异化需求，甚至部分产品需求需要定制开发，公司海外业务毛利率达到53.12%。公司在国家电网中标量快速增长，市场占有率迅速提高，从2009年国家电网智能电表集中招标累计中标量的第21名，发展到截至2016年6月末国家电网智能电表招标累计中标量的第五名，市场份额达到3.83%。目前公司已稳居国家电网电能表招标第一梯队。

◆技术扩展、需求开拓，募集项目升级产品结构。公司IPO扣除发行费用后募集资金21.18亿元，扩充产能、储备技术的同时，帮助公司实现智能电网产品线的延伸，丰富公司的业务类型和商业模式，使公司真正具备提供智能电网不同环节产品的能力。

◆股权激励解锁条件严格，彰显发展信心。2017年2月14日，公司公告股权激励草案：拟向激励对象授予920.3万股，约占总股本总额的2.47%，首次授予736.3万股，预留184万股，首次授予价格为21.64元/股；激励对象为副总经理罗冬生、管理人员、核心技

投资评级	增持
评级变动	首次
总股本	3.73 亿股
流通股本	0.93 亿股
ROE（加权）	20.57%
每股净资产	6.81 元
当前股价*	48.60 元

注：上述财务数据截止2016年三季度报

\* 为4月6日收盘价

长城国瑞证券研究所

分析师：

黄文忠

huangwenzhong@ gwgsc.com

执业证书编号：

S0200514120002

联系电话：0592-5169085

研究助理：

周鹏

zhoupeng@ gwgsc.com

联系电话：0592-5161646

地址：厦门市思明区深田路46号深田国际大厦19-20楼

长城国瑞证券有限公司



术、业务人员，共 175 人；解锁条件，以 2015 年净利润为基数，2017-2019 年较 2015 年相比，增速分别不低于 40%、75%、110%。

### 投资建议：

我们预计公司2016-2018年的净利润分别为5.22亿元、6.11亿元、7.70亿元，EPS分别为1.40元、1.64元、2.06元，对应P/E分别为34.71倍、29.63倍、23.59倍，目前仪器仪表III P/E（TTM，剔除负值）中位数为89.60。公司海外市场优势显著，国内市场中标份额不断提升，股权激励绑定核心员工，彰显成长信心，我们首次给予其“增持”投资评级。

### 风险提示：

智能电网投资不及预期；海外市场拓展不及预期；国内电力体制改革存在不确定性。

#### 主要财务数据及预测

关键指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1718.67	2000.37	2180.13	2618.08	3139.67
增长率	4.94%	16.39%	8.99%	20.09%	19.92%
归属母公司股东净利润（百万元）	354.10	433.41	521.56	611.46	770.02
增长率	24.21%	22.40%	20.34%	17.24%	25.93%
基准股本（百万）	-	-	373.34	373.34	373.34
每股收益（元）	-	-	1.40	1.64	2.06
销售毛利率	41.64%	45.47%	46.12%	47.36%	48.84%
净资产收益率	26.56%	27.07%	26.94%	26.26%	27.27%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



## 目 录

1 公司基本情况 .....	4
1.1 公司主营业务情况 .....	4
1.2 公司主要财务数据概览 .....	6
2 全球电力行业保持稳定发展，有效拉动电力设备投资 .....	7
3 海外市场优势显著，国内市场中标份额不断提升 .....	8
3.1 全球化业务布局，技术、渠道优势显著 .....	8
3.2 海外业务盈利强、占比高，带动公司业绩稳步增长 .....	10
3.3 公司国家电网中标份额不断提升，稳居第一梯队 .....	12
4 技术扩展、需求开拓，募集项目升级产品结构 .....	14
5 股权激励解锁条件严格，彰显发展信心 .....	15
6 盈利预测 .....	16

## 1 公司基本情况

### 1.1 公司主营业务情况

公司是国家火炬计划重点高新技术企业，主营业务为智能电网配电和用电领域产品的研发、生产和销售，为客户提供电力计量产品、智能配用电系统和软件产品以及智能配用电系统解决方案。

图表 1 智能电网结构图



资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

**智能用电产品业务：**公司拥有符合国际及不同国家标准的完整电能计量系列产品，包括单相电能表、三相电能表、高精度表、预付费表等产品，覆盖不同应用领域，满足各国不同电力客户在电力计量产品方面的需求。公司多年来一直是中国表计产品的出口领头企业，也是国家电网主要的智能电表及用电信息采集终端供应商。

**配用电整体解决方案业务：**公司基于对不同发展阶段的电力客户需求的深刻理解和技术创新，研发了智能预付费系统、智能集中计量控制系统、智能高压计量系统、AMI 系统、LAN 抄表系统、变压器监控系统以及配网自动化调度系统（SCADA/DMS）等系统解决方案，并研发符合不同解决方案需求的采集器、集中器、专变终端、通信模块等智能配用电终端通信类产品。公司已经连续多年中标国家电网、南方电网智能电表、智能信息采集终端项目，并大批量供货；公司同时向南非、塔吉克斯坦、塞内加尔、孟加拉国、肯尼亚、巴西等十多个国家的电力公司提供电能信息采集终端、专变终端、配电变压器监测、集中抄表系统、预付费售电系统等配用电整体解决方案业务，拓展公司在配用电系统运营方面的经验积累。

**大数据与电力云服务业务：**公司打造了符合 IEC 系列标准的完整的配用电数据服务生态系统，

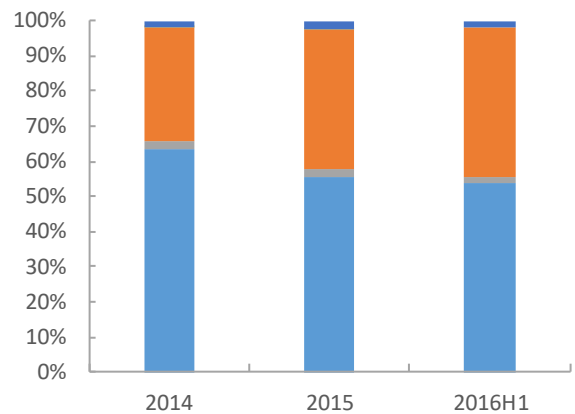
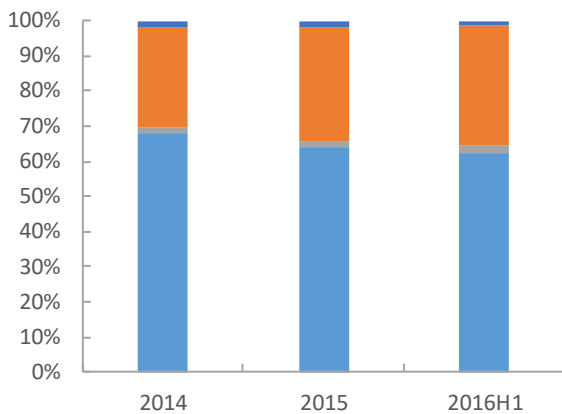


为客户提供包括数据的产生（电表和终端）、数据的采集（通信和采集系统）、数据分析（高级分析应用系统，具有季节性负荷预测、极端天气负荷预测、灾害预防、负荷应急响应等功能）、数据整合（多系统的数据集成）、数据价值转换（计费系统）、数据价值实现（缴费平台）、配网调度控制（SCADA/DMS）的完整系统解决方案和相关产品，实现了电力客户的数据流、业务流、资金流的无缝整合和应用，形成了公司在这一领域的核心竞争力。公司的支付云、企业能效管理云服务、配用电信息管理云等多个项目，在多个国家地区成功试点应用，如塞内加尔全国售电云支付平台、孟加拉国全国电力支付平台运营服务等项目。

电网基础设施建设及运营业务：公司通过强大的海外市场网络、良好的客户关系、国内完整的电力设备供应链，尝试涉足配网基础设施建设领域，通过 PPP 模式参与海外客户的电力基础设施建设，开展海外市场配电网的系统集成及工程总包业务。

图表 2 公司营业收入结构

图表 3 公司毛利结构

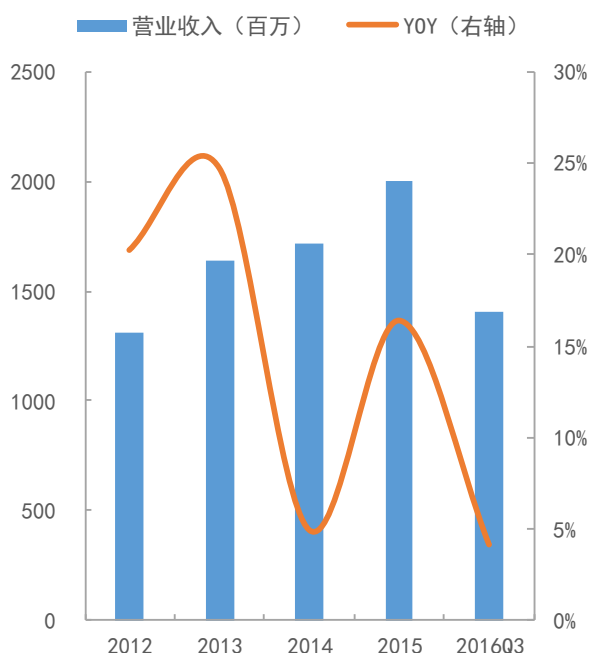


数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

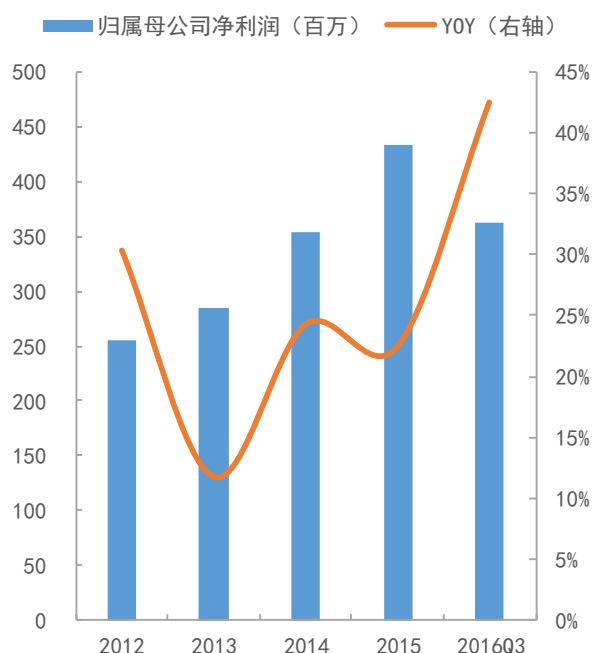
## 1.2 公司主要财务数据概览

图表 4 近 5 年公司营业收入及同比增速



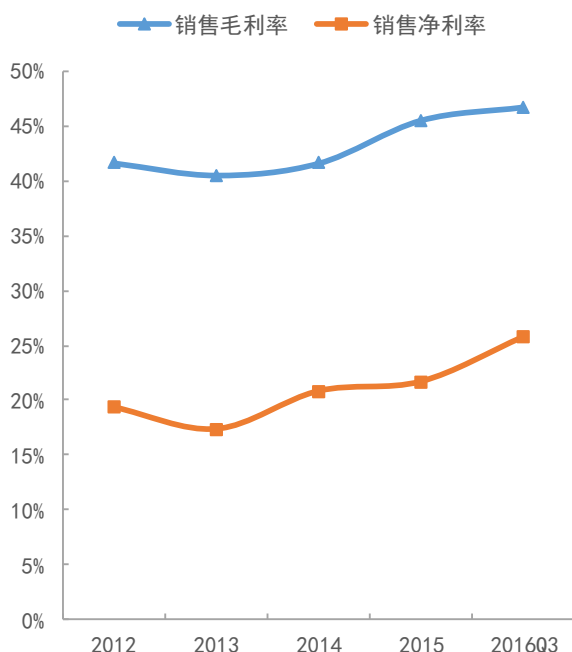
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 5 近 5 年归属于母公司净利润及同比增速



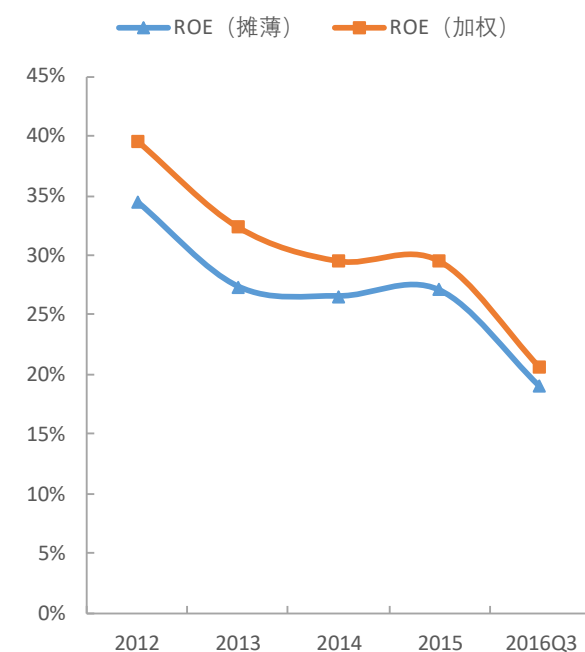
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 6 近 5 年公司销售毛利率与净利率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 7 近 5 年公司净资产收益率



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

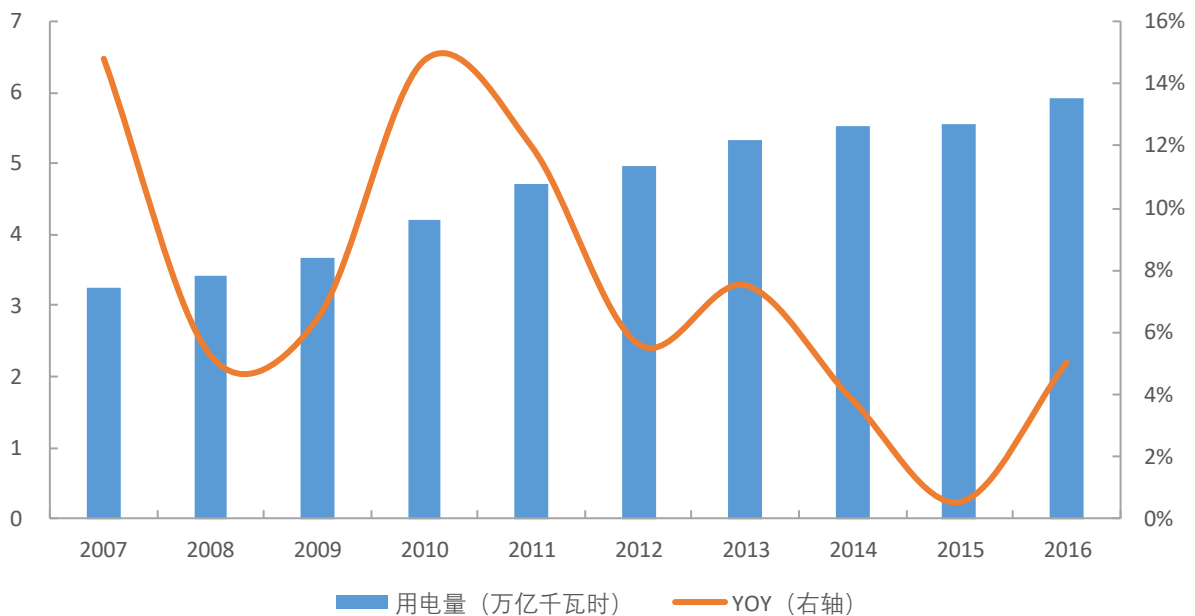


## 2 全球电力行业保持稳定发展，有效拉动电力设备投资

电力行业是维系国民经济的基础行业，在国民经济中占有极其重要的地位，与国民经济增长的相关度非常高。从产业链角度看，电力行业又可划分电力生产、电力供应两大系统和发电、输电、变电、配电、用电、调度等六个基本环节。

全球经济持续增长，对电力的拉动作用巨大。根据国际能源署《世界能源展望 2011》，2035 年，全球用电量将达到 31.72 万亿千瓦时，较 2009 年增长 84.2%，年复合增长率达 2.4%；国家统计局数据显示，2016 年中国全社会用电量录得 5.92 万亿千瓦时，同比增长 5.0%，年复合增长率达 6.9%。

图表 8 2007-2016 年中国全社会用电量及同比增速



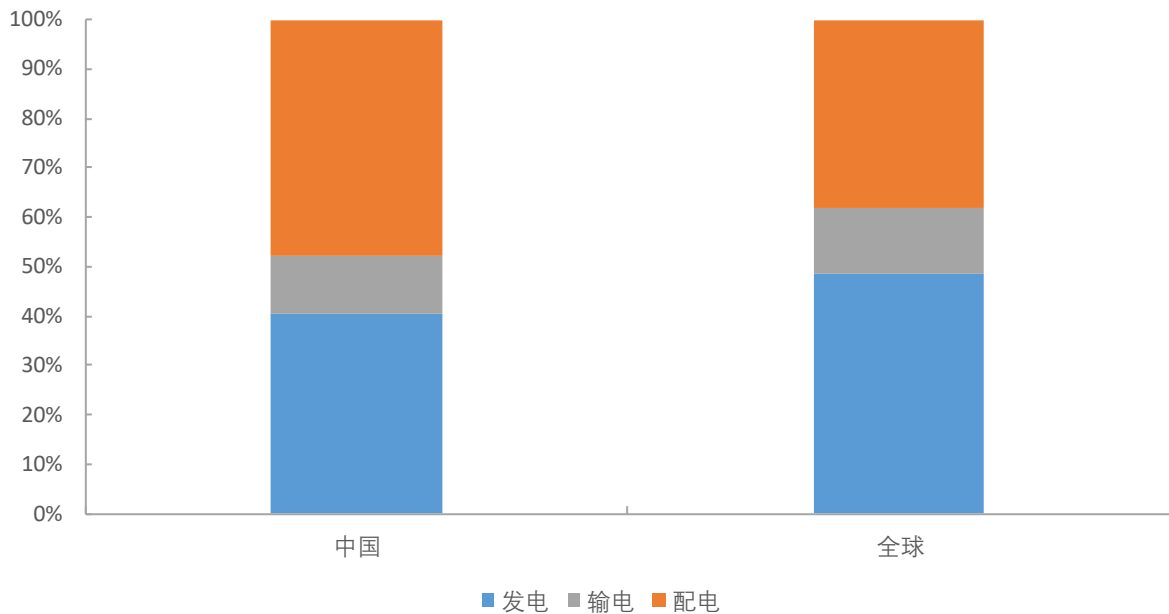
数据来源：Wind，长城国瑞证券研究所

电力需求增长，将拉动全球电力投资。2011-2035 年全球累计电力投资需求将超过 13.7 万亿美元，其中发电、输电、配电的投资额将分别达到 6.65 万亿美元、1.84 万亿美元、5.25 万亿美元。

在新兴市场快速增长的电网基础设施投资和发达国家电网改造与产品更新换代的双重拉动下，全球智能配用电系统产品市场预计将维持景气，这为中国具有竞争力的相关设备制造企业进一步开拓海外市场提供了良好的机遇。



图表 9 2011-2035 年世界电力投资结构



数据来源：国际能源署，长城国瑞证券研究所

### 3 海外市场优势显著，国内市场中标份额不断提升

#### 3.1 全球化业务布局，技术、渠道优势显著

**领先的全球化品牌优势。**品牌是公司最核心的竞争力，公司坚持在国内外市场实行自主品牌战略，走中高端产品路线，在行业内享有较高的知名度，建立了良好的品牌形象和口碑。截至 2016 年 8 月 26 日，公司拥有自主品牌商标国内市场 28 项、海外市场 14 项。

**领先的全球化业务布局。**公司自成立起就进军国际市场，是我国最大的自主品牌电能表产品出口企业，出口业务已遍布五大洲 80 多个国家和地区，包括以印尼为核心的东南亚市场，以巴西、秘鲁为核心的南美市场，以肯尼亚、南非、塞内加尔为核心的非洲市场，以伊朗、巴基斯坦为核心的中东市场等，与海外市场的电力公司客户建立了良好的长期合作关系。

公司致力于海外营销网络建设，在秘鲁、南非等国设立地区营销总部和营销团队，负责该区域中非重点国家的市场推广和营销活动。目前，公司在海外市场拥有强大的营销网络，形成公司的核心竞争力之一。除了全球化的营销网络之外，公司在重点市场进行了生产经营能力的布局，在印尼、巴西等市场设立子公司进行本地化生产、管理和运营，并建立了这种运作模式的快速复制能力。

部分海外市场国家电力客户招标不仅存在本地化生产的限制，而且对国外企业进入该国市场设置了不同的资质壁垒。公司是目前国际产品认证最全，产品资质最完整的国内企业之一。





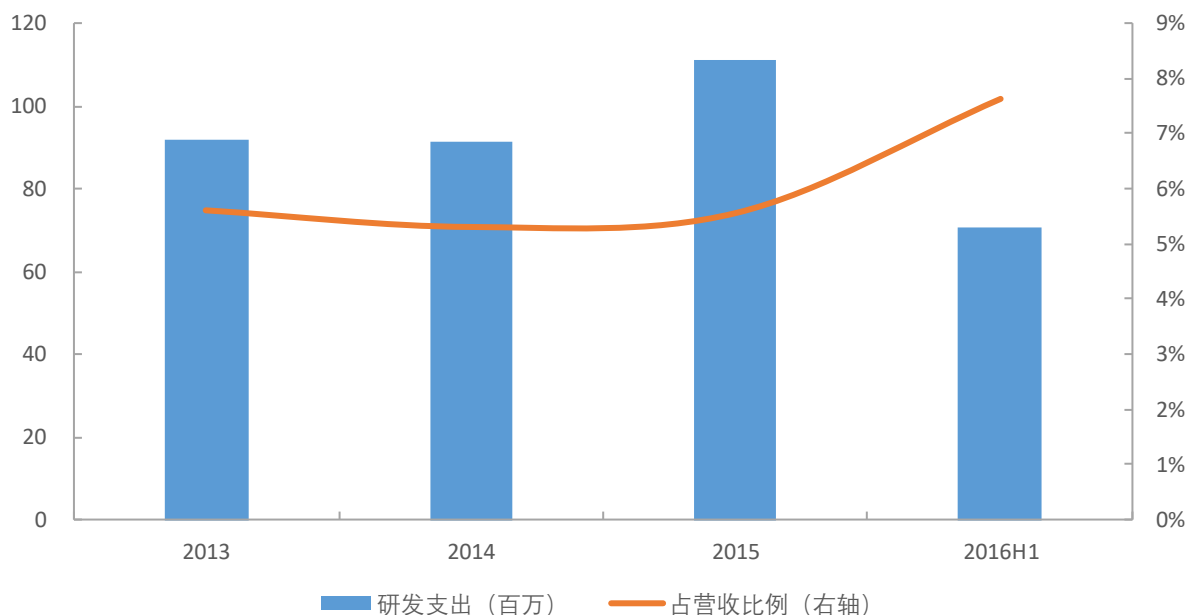
国内市场，公司通过参与集中招标的方式在国内进行销售，覆盖国家电网除西藏外的各个省市以及南方电网全部五个省份，并设立了办事处，面向全国电力用户进行市场开发并提供技术服务。

近年来，公司不断加大研发费用投入，研发费用占营业收入比例不断提高，紧跟国际市场和行业技术发展趋势，坚持技术创新，拥有从基础产业、智能用电系统产品、配网系统产品、通讯技术产品到电力系统软件的智能电网配用电系统完整产业链的研发、生产能力，为公司产业链拓展提供了技术条件。

公司在海外市场拥有广泛、坚实的电力客户基础，通过深入挖掘同一电力客户在电网不同环节的市场需求，为产业链拓展和商业模式创新提供了市场条件。

围绕国内外电力客户对于配网侧产品和服务的需求，公司立足于智能计量终端等产品创新业务，致力于开拓智能配用电系统解决方案等客户关系类业务，并且战略性布局海外客户配电侧基础设施类项目的建设和运营，通过 PPP 模式参与海外客户的电力基础设施建设，开展海外市场配网侧的系统集成及工程总包业务。目前，公司已经在南非市场签署了两个 PPP 模式的项目合同。

图表 10 公司研发支出情况



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



图表 11 公司南非 PPP 项目

项目	合作主体	国家	业务内容	具体运作模式
南非 eDumbe 市政局 PPP 项目	海兴南非	南非	1、预付费业务 2、AMI 后付费大用户业务	该项目由南非 eDumbe 市政局发布，海兴南非承建 eDumbe 地区范围内的售电系统，包括智能预付费表、大用户表、集中器、表箱、智能预付费系统、AMI 系统和托管服务等。 建设完成后由海兴南非负责约定期限内的售电系统及售电收费账户的管理及维护，售电收入的 70% 归属于 eDumbe 市政局，30% 归属于海兴南非。
南非 Dihlabeng 市政局 PPP 项目	海兴南非	南非	1、预付费业务 2、AMI 后付费大用户业务	该项目由南非 Dihlabeng 市政局发布，海兴南非承建 Dihlabeng 地区范围内的售电系统，包括智能预付费表、大用户表、集中器、表箱、智能预付费系统、AMI 系统和托管服务。 建设完成后由海兴南非负责预定期限内的售电系统及售电收费账户的管理及维护，售电收入的 70% 归属于 Dihlabeng 市政局，30% 归属于海兴南非。

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

### 3.2 海外业务盈利强、占比高，带动公司业绩稳步增长

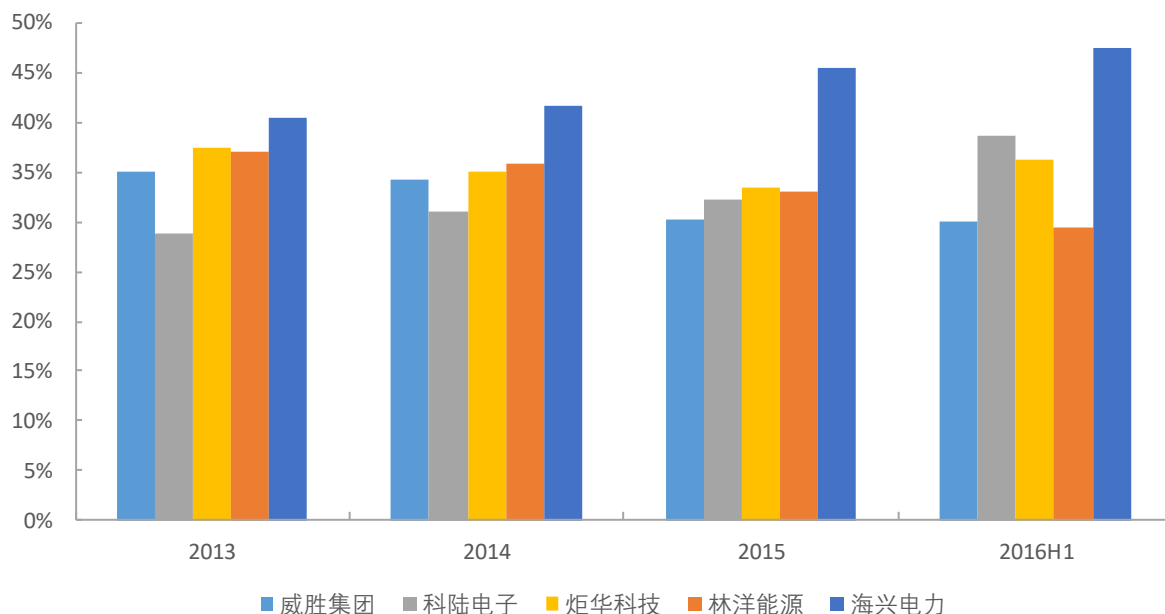
截止 2016 年上半年，公司综合毛利率达 47.43%，显著高于同行业上市公司，反映出公司较强的盈利能力和成本控制优势。其主要原因有二：一是公司定制化能力强，海外业务毛利率高；二是与同行业上市公司相比，公司具有国内外市场并重的业务特点，是国内最早开拓海外市场的企业之一，公司海外业务的销售收入占比保持在 50% 以上。

海外客户尤其是发展中国家客户需要电能计量设备提供商在提供电能表的同时提供一套完整的系统解决方案；并且不同地区的不同客户存在差异化的需求，甚至部分产品需求需要定制开发。公司长期服务于海外市场电力客户，形成了领先的一体化系统解决方案和系统运营能力，以及强大的定制化能力，在亚洲、非洲、南美的许多市场具备突出的竞争优势。

公司针对不同区域客户研发了智能预付费系统、智能集中计量控制系统、智能高压计量系统、AMI 系统、LAN 抄表系统、变压器监控系统以及配网自动化调度系统等系统解决方案。

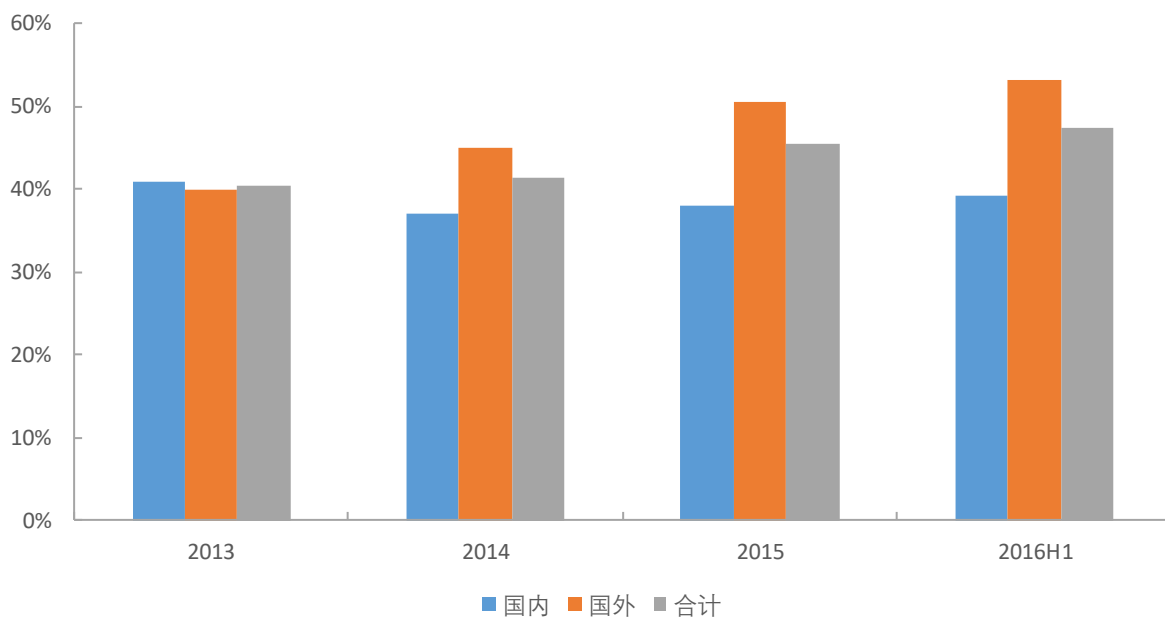
近年来，国内业务毛利维持稳定，海外业务毛利增长显著，带动公司业绩稳步增长。

图表 12 可比公司年度销售毛利率



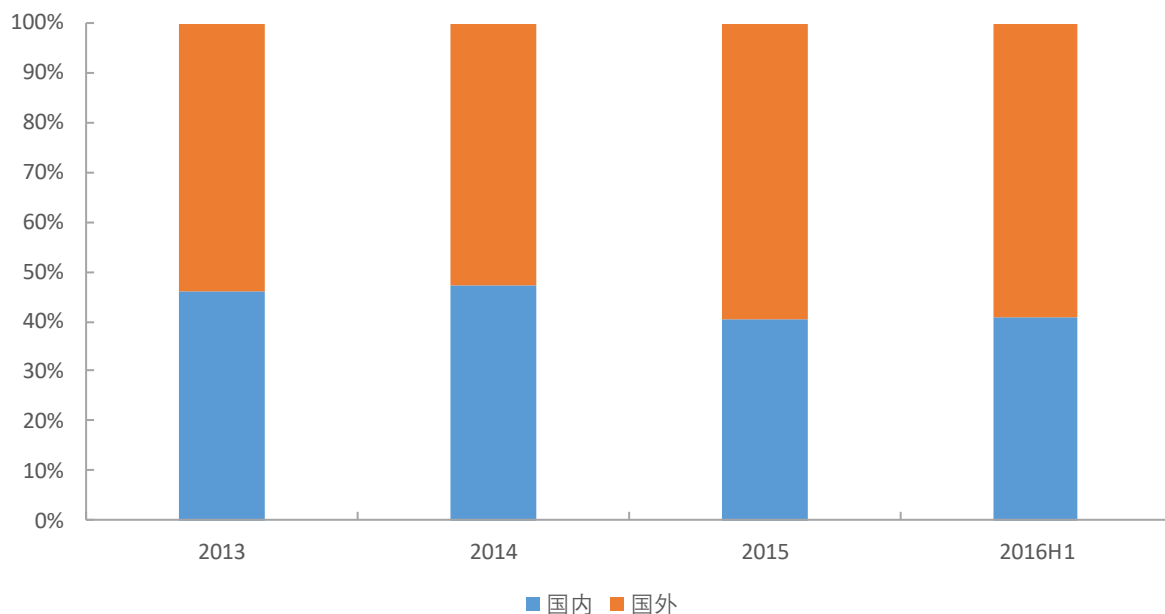
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 13 公司国内、外主营业务毛利率比较



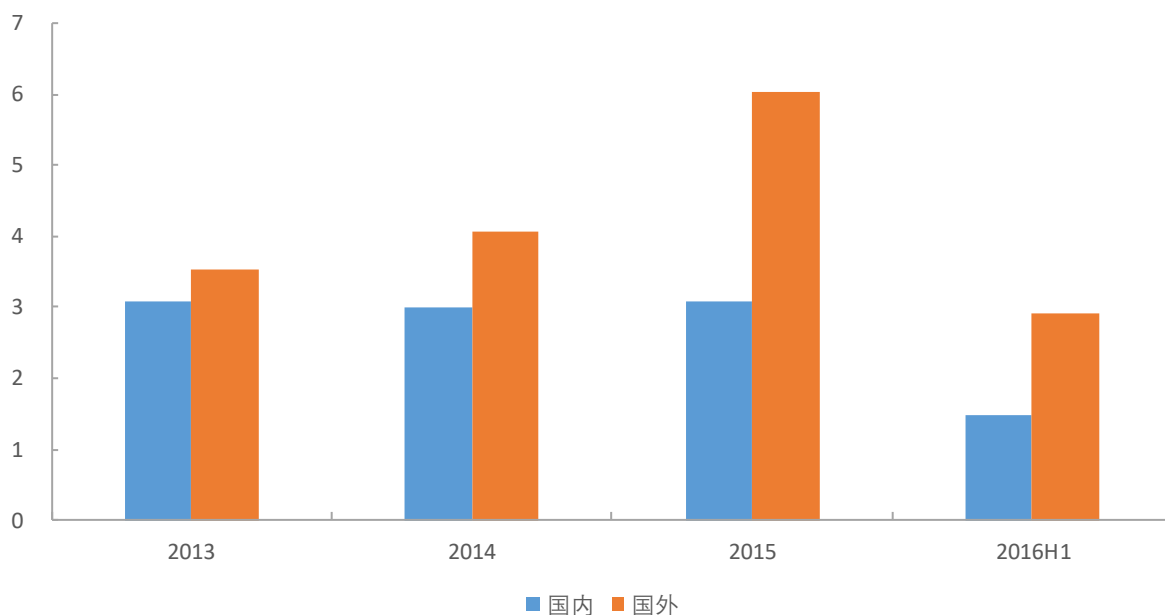
数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 14 公司主营业务收入区域结构



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 15 公司国内、外主营业务毛利（亿元）



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

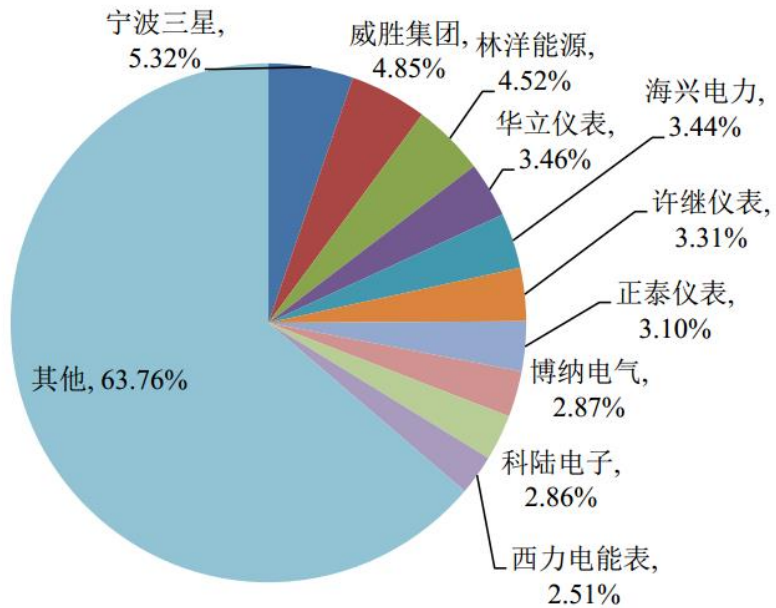
### 3.3 公司国家电网中标份额不断提升，稳居第一梯队

与行业内竞争对手相比，公司较晚进入国内电能表市场，但凭借公司多年海外业务积累的技术与管理优势，公司在国家电网中标量实现快速增长，市场占有率也迅速提高。从 2009 年国家电网智能电表集中招标累计中标量的第 21 名，发展到截至 2016 年 6 月末国家电网智能电表招标累



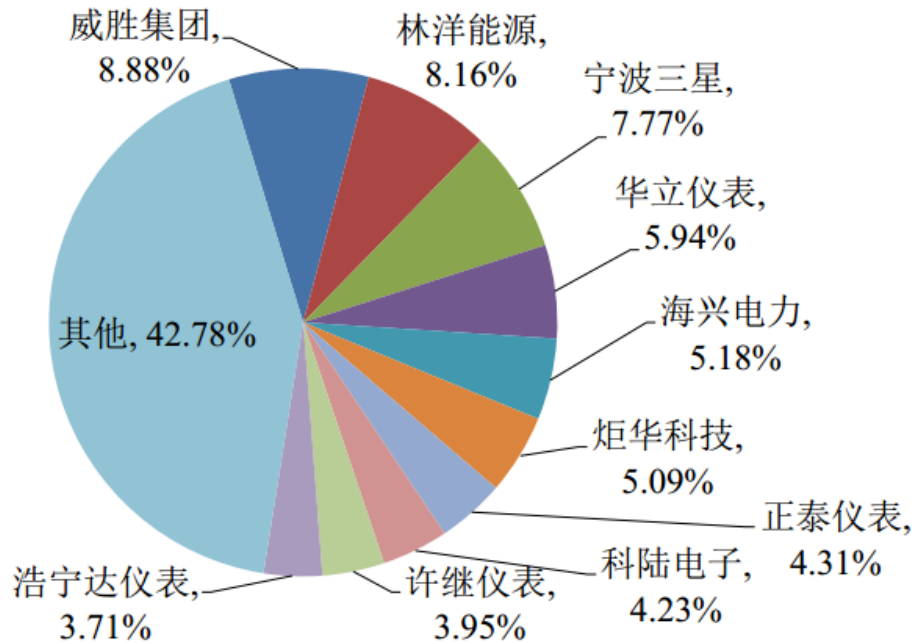
计中标量的第五名，市场份额达到 3.83%。目前公司已稳居国家电网电能表招标第一梯队。

图表 16 2009-2016 年 6 月国家电网单相智能表集中招标市场份额



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

图表 17 2009-2016 年 6 月国家电网三相智能表集中招标市场份额



数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



图表 18 2013-2016 年 6 月公司国家电网招标中标量及市场份额

项目	2013		2014		2015		2016H1	
	数量（只）	市场份额	数量（只）	市场份额	数量（只）	市场份额	数量（只）	市场份额
单相智能表	2,136,541	3.86%	2,764,811	3.22%	2,470,769	3.25%	900,000	2.75%
三相智能表	401,215	5.94%	418,831	5.21%	549,025	5.15%	199,304	4.68%
合计	2,537,756	4.90%	3,183,642	3.63%	3,019,794	3.70%	1,099,304	3.25%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

#### 4 技术扩展、需求开拓，募集项目升级产品结构

公司的业务发展计划是基于现有业务的深化和延伸，是核心技术领域扩展和同一客户群体需求开拓的结合。公司 IPO 扣除发行费用后募集资金 21.18 亿元，扩充产能、储备技术的同时，帮助公司实现智能电网产品线的延伸，丰富公司的业务类型和商业模式，使公司真正具备提供智能电网不同环节产品的能力。

图表 19 募集资金项目详情

项目名称	拟使用募集资金规模	实施周期	新增产能情况
年新增 650 万只智能仪表和通讯终端项目	40,400 万人民币	2 年	新增 500 万只单相智能表、50 万只三相智能表、100 万只其它终端产品的产能
智能电网设备及系统产业化基地项目（一期）	40,300 万人民币	2 年	新增变电站成套设备、输配电成套设备及配网终端装置、高压计量装置、继电保护装置、电子互感器等 4.3 万台（套）的生产能力
浙江省海兴电力研究院建设项目	11,450 万人民币	2 年	-
巴西建设智能电力计量产品生产线项目	4,150 万美元	2 年	在巴西新增 100 万只单相智能表、50 万只三相智能表、6 万套集中计量装置及 1 万套高压计量装置的产能
分布式能源成套设备产业化项目	28,500 万人民币	2 年	新增 10 套分布式能源发电成套设备，10,000 台 4KW 智能逆变器、4,000 台 15KW 智能逆变器、300 台 500KW 智能逆变器的产能
智能微电网控制系统与成套设备产业化项目	63,500 万人民币	2 年	新增年产 8 套 3MW 微电网成套系统、15 套 1MW 微电网成套系统以及 10 套微电网成套系统子系统的生产实施能力
合计	211,876.98 万人民币	-	-

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

年新增 650 万只智能仪表和通讯终端项目将增强公司智能电表和用电信息管理系统终端的产能；巴西建设智能电力计量产品生产线项目，在巴西新增 157 万智能电力计量产品的产能，将帮助公司在南美智能电表市场取得有利地位；浙江省海兴电力研究院项目将为公司未来发展提供持



续的技术支撑。

智能电网设备及系统产业化基地项目（一期）将帮助公司在海外市场大规模提供输配电工程服务；微电网并网及分布式能源成套设备产业化项目将帮助公司将产业链布局延伸至智能电网发电侧；数据中心和电力云服务平台建设项目将帮助公司长期巩固在智能配用电领域业已形成的优势竞争地位，将产业链条延伸至运营服务端，形成优势产业集群，抓住节能减排和能效管理市场快速发展的机遇。

## 5 股权激励解锁条件严格，彰显发展信心

2017年2月14日，公司公告股权激励草案：拟向激励对象授予920.3万股，约占总股本总额的2.47%，首次授予736.3万股，预留184万股，首次授予价格为21.64元/股。

**激励对象范围广。**本次授予的激励对象为公司高级管理人员、对于实现公司战略目标所需要的关键领域的中层管理人员、核心技术人员和业务骨干员工，共175人，约占截至2016年12月31日公司境内在册员工总数的14.16%。

图表 20 激励对象分配情况

激励人员	获授的限制性股票数量（万股）	获授限制性股票占授予总量的比例	获授限制性股票占当前总股本比例
副总经理罗冬生	40	4.35%	0.11%
管理人员及核心技术/业务人员（共计174人）	696.3	75.66%	1.87%
预留限制性股票	184	19.99%	0.49%
合计	920.3	100%	2.47%

资料来源：公司公告，长城国瑞证券研究所

**解锁条件严格，彰显公司发展信心。**本次激励解锁条件包括公司及个人两部分。公司层面解锁条件，以2015年净利润为基数，2017-2019年净利润较2015年相比，增速分别不低于40%、75%、110%。个人层面则需要根据公司的个人绩效考核结果进行解锁，具体为激励对象个人前一年度考核B级及以上。



## 6 盈利预测

图表 21 盈利预测

关键指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1718.67	2000.37	2180.13	2618.08	3139.67
增长率	4.94%	16.39%	8.99%	20.09%	19.92%
归属母公司股东净利润（百万元）	354.10	433.41	521.56	611.46	770.02
增长率	24.21%	22.40%	20.34%	17.24%	25.93%
基准股本（百万）	-	-	373.34	373.34	373.34
每股收益（元）	-	-	1.40	1.64	2.06
销售毛利率	41.64%	45.47%	46.12%	47.36%	48.84%
净资产收益率	26.56%	27.07%	26.94%	26.26%	27.27%

数据来源：公司公告，长城国瑞证券研究所



## 股票投资评级说明

### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入：相对强于市场表现20%以上；

增持：相对强于市场表现10%~20%；

中性：相对市场表现在-10%~+10%之间波动；

减持：相对弱于市场表现10%以下。

### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好：行业超越整体市场表现；

中性：行业与整体市场表现基本持平；

看淡：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数。

### 法律声明：“股市有风险，入市需谨慎”

长城国瑞证券有限公司已通过中国证监会核准开展证券投资咨询业务。在本机构、本人所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价的证券没有利害关系。本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本报告版权归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、刊载或转发，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

