



买入

27% ↑

目标价格:人民币 53.40

603556.CH

价格:人民币 42.11

目标价格基础:32倍 17年市盈率

板块评级:未有评级

海兴电力

高成长的国际化配用电服务商

公司是我国最大的自主品牌电能表出口企业,目前已将业务拓展至完整的配用电产品系统,同时以PPP等形式切入配网EPC及运营、分布式发电、微电网等领域。考虑公司在海外具备多重优势,新业务布局完备,我们看好公司海外业务未来持续对公司业绩带来提升,有望成为国际化配用电服务商;加之公司股权激励计划提出高增长的业绩要求,我们首次覆盖给予公司买入的投资评级,目标价53.40元,对应于2017年32倍市盈率。

支撑评级的要点

- **海外表计业务保持较快增长:** 我们预计公司国内表计业务将在未来几年内维持稳定;出于公司的品牌、渠道、技术等方面优势,且募投项目的实施将有效释放海外市场的产能,我们预计公司将保持海外电能表销售的较快增长势头。
- **借助PPP等形式,配用电系统、配网EPC等业务开始放量:** 我们预计公司将加快配电网EPC业务的落地速度,并继续以PPP的形式参与海外当地售电系统、配用电系统的建设和运营,分享运营收益,同时随着募投项目的实施,分布式发电、微电网等方面业务也将开始贡献利润。
- **限制性股票激励要求业绩高增长:** 股权激励计划的业绩考核目标为2017-2019年公司净利润分别不低于6.06亿、7.58亿、9.10亿元,年均复合增长率将超过22%。我们认为,在国内电表需求市场普遍预期不高的情况下,公司的业绩增长目标充分体现了公司对海外优势市场的信心。

评级面临的主要风险

- 国内电表招标规模下滑程度超预期;海外市场环境发生不利变化;新业务落地进度不达预期。

估值

- 预计公司2017-2019年可分别实现归母净利润6.28亿元、7.62亿元和9.30亿元,每股收益分别为1.65元、2.00元和2.45元;首次覆盖给予**买入**评级,目标价53.40元,对应于2017年32倍市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入(人民币 百万)	2,000	2,181	2,378	2,736	3,329
变动(%)	16	9	9	15	22
净利润(人民币 百万)	433	521	628	762	930
全面摊薄每股收益(人民币)	1.548	1.396	1.649	2.001	2.445
变动(%)	22.4	(9.8)	18.1	21.3	22.2
市场预期每股收益(人民币)			1.803	2.306	2.600
全面摊薄市盈率(倍)	27.2	30.2	25.5	21.0	17.2
价格/每股现金流量(倍)	25.7	31.5	10.0	47.1	23.5
每股现金流量(人民币)	1.64	1.34	4.20	0.89	1.79
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.0	28.0	19.4	15.0	11.2
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银证券预测

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.7)	(6.5)	4.3	0.0
相对上证指数	(11.5)	(6.1)	0.6	(4.7)

发行股数(百万)	373
流通股(%)	25
流通股市值(人民币 百万)	3,931
3个月日均交易额(人民币 百万)	211
净负债比率(%) (2017E)	净现金
主要股东(%)	
海兴控股	49

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以2017年4月17日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

机械设备: 仪器仪表

沈成*

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517030001

*李可伦为本报告重要贡献者

目录

出海先锋，受益于智能电网与“一带一路”	5
深耕海外市场的表计龙头.....	5
海外智能电表需求稳步增长	7
“一带一路”风再起，出海龙头将受益.....	9
多维布局，打造国际化配用电服务商	11
形成完整的配用电产品系统	11
切入发展中国家配电网 EPC 市场	13
募资投向分布式发电及微电网	15
经营稳定，股权激励计划彰显信心	17
股权结构清晰，实际控制人股权集中度高	17
良好的财务状况为未来发展奠定坚实基础	17
业绩考核目标亮眼，未来增长可期	19
盈利预测与估值	20
盈利预测	20
相对估值	20
投资建议	20
风险提示.....	21
研究报告中所提及的有关上市公司	23

图表目录

股价表现.....	1
投资摘要.....	1
图表 1. 2013-2016 年国网电能表集中招标中标份额.....	5
图表 2. 公司国内海外收入构成.....	6
图表 3. 公司全球化布局.....	6
图表 4. 公司参控股公司结构.....	7
图表 5. 公司巴西市场营业收入.....	7
图表 6. 公司巴西市场盈利水平.....	7
图表 7. 全球各地区智能电网市场收入预测.....	8
图表 8. 东南亚各国智能电网市场规模.....	8
图表 9. 全球智能电表配装率.....	8
图表 10. 近期“一带一路”相关高层动态.....	9
图表 11. 2012 年印度北方大停电范围.....	10
图表 12. “一带一路”示意图.....	10
图表 13. 公司未来发展规划.....	11
图表 14. 配网自动化系统结构图.....	12
图表 15. 电力营销业务费控管理系统架构.....	12
图表 16. 用电信息采集分析系统架构.....	13
图表 17. 2006-2013 年全球发展中国家电力基建订单额.....	14
图表 18. 公司 PPP 项目的运作模式.....	14
图表 19. 分布式发电管理系统.....	15
图表 20. 典型微电网的结构.....	16
图表 21. 全球微电网市场规模预测.....	16
图表 22. 公司股权结构图.....	17
图表 23. 公司近年营收及归母净利润.....	17
图表 24. 公司表计业务营收占比.....	17
图表 25. 公司近年盈利水平.....	18
图表 26. 公司近年期间费用率.....	18
图表 27. 公司近年资产负债率.....	18
图表 28. 公司近年经营净现金流.....	18
图表 29. 股权激励计划财务业绩考核目标.....	19
图表 30. 可比上市公司估值比较.....	20

损益表(人民币 百万).....	22
资产负债表(人民币 百万).....	22
现金流量表(人民币 百万).....	22
主要比率 (%).....	22

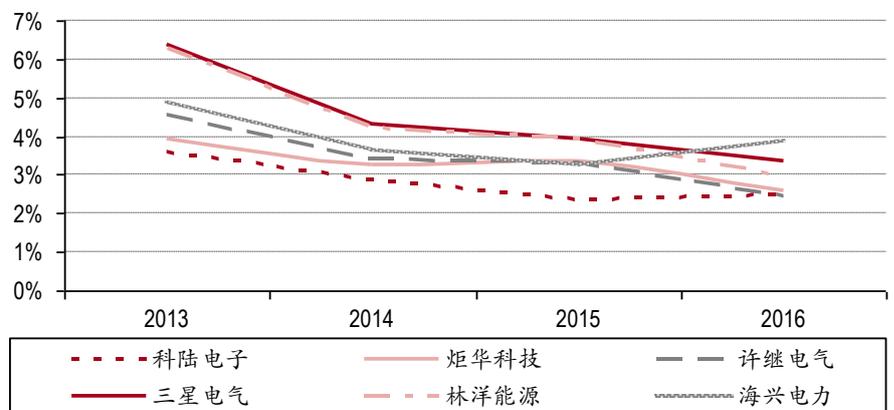
出海先锋，受益于智能电网与“一带一路”

深耕海外市场的表计龙头

公司传统主营业务为电力计量仪表的研发、生产和销售，目前业务已拓展到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。

稳居国内智能电表行业第一梯队：公司自 2009 年起开始参与国家电网电能表及用电信息采集设备招标，截至 2016 年上半年，公司在国网招标中的累计中标量位列第五，市场份额达到 3.83%。近四年公司单相表中标份额约 3%，三相表中标份额约 5%，均处于行业第一梯队。

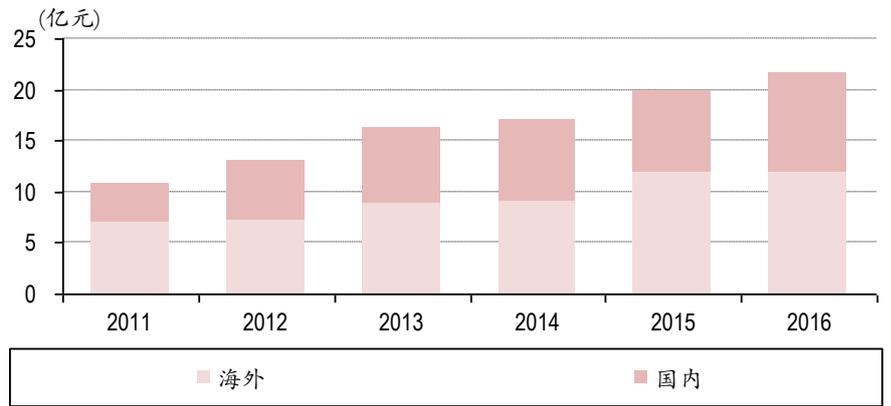
图表 1. 2013-2016 年国网电能表集中招标中标份额



资料来源：国家电网电子商务平台、中银证券

公司产品多数销往海外，客户关系稳固：与其他国内智能计量设备生产企业不同的是，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。经过十多年的市场拓展，公司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。2013-2016 年，公司海外市场主营业务收入分别达到 8.82 亿元、9.05 亿元、11.90 亿元及 11.92 亿元。

图表 2. 公司国内海外收入构成



资料来源：万得、中银证券

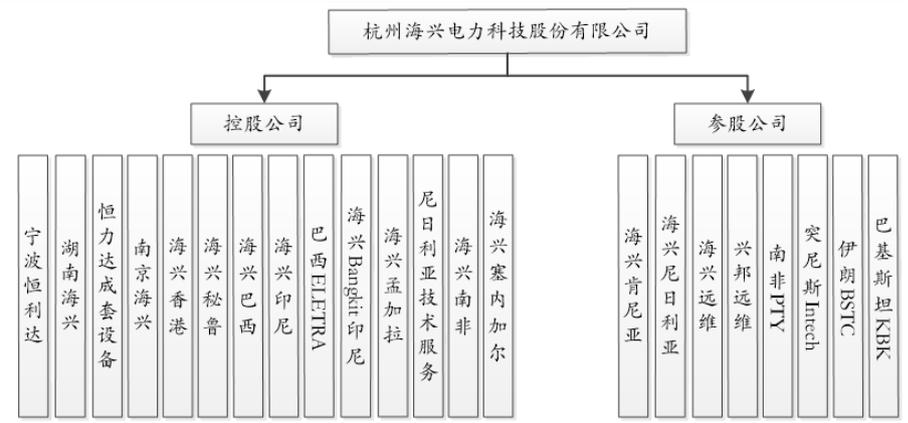
深入理解各国市场，形成独有渠道优势：海外市场因各国经济发展水平、政策环境、基础建设、人文风俗、地理位置等诸多因素的影响，需求迥异，仅凭单一市场的经验积累及复制，无法满足市场需求。且与我国电网企业相比，大部分发展中国家客户缺乏关键技术、设备、项目经验等，需要供应商在提供电能表的同时能提供一套相应的用电系统管理解决方案，许多产品需要定制开发。公司长期服务于海外市场电力客户，形成了领先的一体化系统解决方案和系统运营能力，以及强大的定制化能力，在南美洲、非洲、东南亚等区域市场具备突出的渠道优势。

图表 3. 公司全球化布局



资料来源：公司官网、中银证券

图表 4. 公司参控股公司结构



资料来源：公司公告、中银证券

出海最早，资质认证齐全：海外各国在智能电网发展过程中结合其电力工业发展的具体情况，在配用电系统产品领域形成了较为本土化的进入标准，与此同时进入一些地区市场还需满足其他地区性的资质要求。因此，获得这些资质成为新企业进入国外市场的一大壁垒。公司涉足海外较早，已取得了巴西 INMETRO、秘鲁 INACAL、南非 STS、欧洲 Euridis 及美国 UL 等一系列资质认证，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，并且积极在海外设立子公司以与当地客户深入合作。

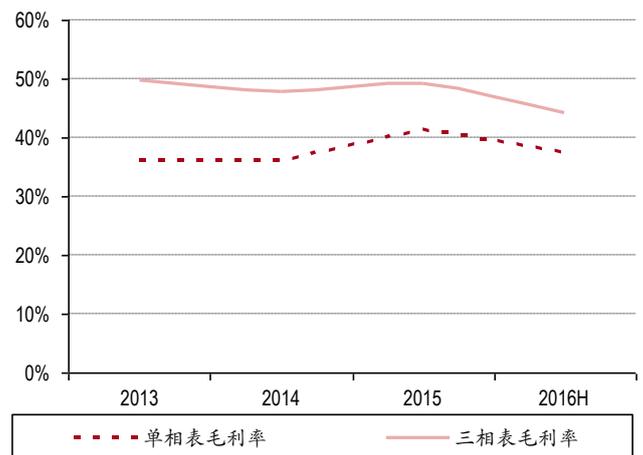
以巴西市场为例，2010 年，公司通过与巴西企业 FAE 合作快速进入巴西市场，并与其在巴西当地合资组建巴西 ELETTRA，随后 ELETTRA 取得了当地相关资质，通过了电力公司的现场检查，以直销模式参与电力公司招标，并与主要电力公司客户建立了良好的合作关系。

图表 5. 公司巴西市场营业收入



资料来源：招股说明书，中银证券

图表 6. 公司巴西市场盈利水平



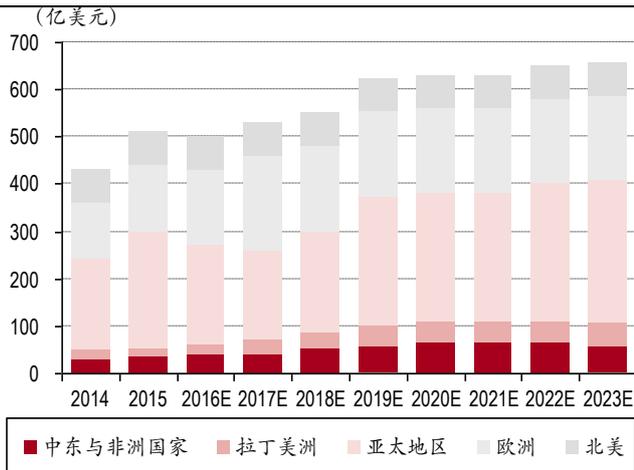
资料来源：招股说明书，中银证券

海外智能电表需求稳步增长

智能电表作为智能电网中不可或缺的组成部分，其需求增长将受益于全球范围内智能电网的建设大潮。

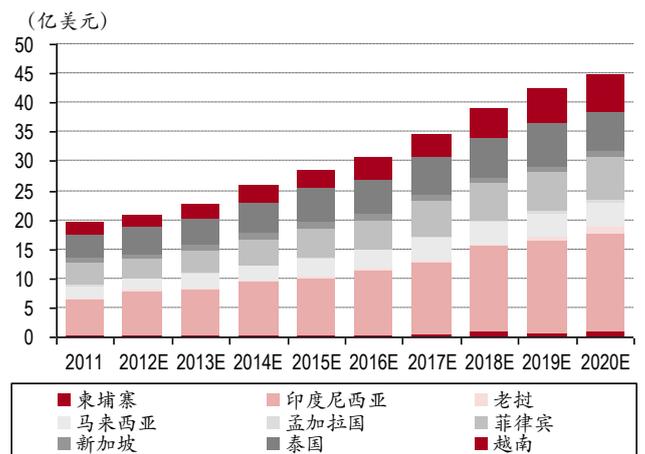
全球智能电网建设不断推进：目前，智能电网已成为世界主要国家、新兴经济体应对环境变化、发展绿色经济、提高能源使用效率的重要举措。各国纷纷制定出台了规划、政策，采取具体行动，加快推进智能电网技术和产业发展。国际能源署估计，到2020年智能电网将覆盖全世界80%的人口。随着全球智能电网建设不断推进，智能电网产业相关设备和系统的市场需求将快速增长。根据 Navigant Research 预测，到2020年，全球智能电网市场收入将突破600亿美元，其中公司的主要市场南美洲、亚洲、非洲，智能电网收入将超过350亿美元。

图表 7. 全球各地区智能电网市场收入预测



资料来源: Navigant Research, 中银证券

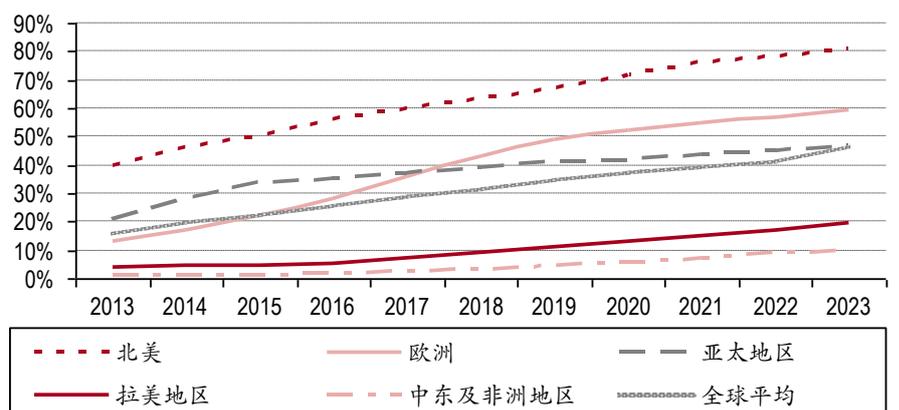
图表 8. 东南亚各国智能电网市场规模



资料来源: Pike Research, 中银证券

智能电表需求伴随增长：根据 Navigant Research 统计，目前全球智能电表配装比率约为25%，而非洲、中东和拉美地区的智能电表配装率仍为个位数，随着智能电网的加速建设，这些地区的智能电表需求将出现显著增长。目前伊朗已经计划在未来为全国2,400万用户安装智能电表，并建设全国范围的智能计量系统。未来10年，巴西各大电力企业计划投入152亿美元，完成约6,350万只智能电表的安装。预计到2020年，南美将安装智能电表1.05亿只，总计251亿美元。具体到国家层面智利和阿根廷的发展紧跟巴西之后，而其它南美国家也将陆续推广部署智能电表。同时，智能电网的其它相关技术包括配电自动化等也都将获得快速发展。

图表 9. 全球智能电表配装率



资料来源: Navigant Research, 中银证券

“一带一路”风再起，出海龙头将受益

“一带一路”概念于2013年9月提出，并在2014年两会期间被提升至国家战略高度。目前，“一带一路”沿线各国电网建设基础薄弱，随着未来居民用电需求的迅速增长，沿线各国的电力建设需求巨大。2014年11月8日，中国出资400亿美元成立丝路基金，为“一带一路”战略沿线国家基础设施、资源开发、产业合作和金融合作等的项目提供投融资支持平台，加速沿线国家的电网建设，为中国电力企业打开了广阔的海外输出市场。

国家层面强力推进“一带一路”战略：2017年2月10日，推进“一带一路”建设工作会议在北京召开，会议强调，要坚持稳中求进工作总基调，力争在一些重点领域取得新的重要突破，推动“一带一路”建设取得更大进展。此外，“一带一路”国际合作高峰论坛将于今年5月14日至15日在北京举行。近期高层针对“一带一路”频频表态，显示了国家力推“一带一路”战略的决心。

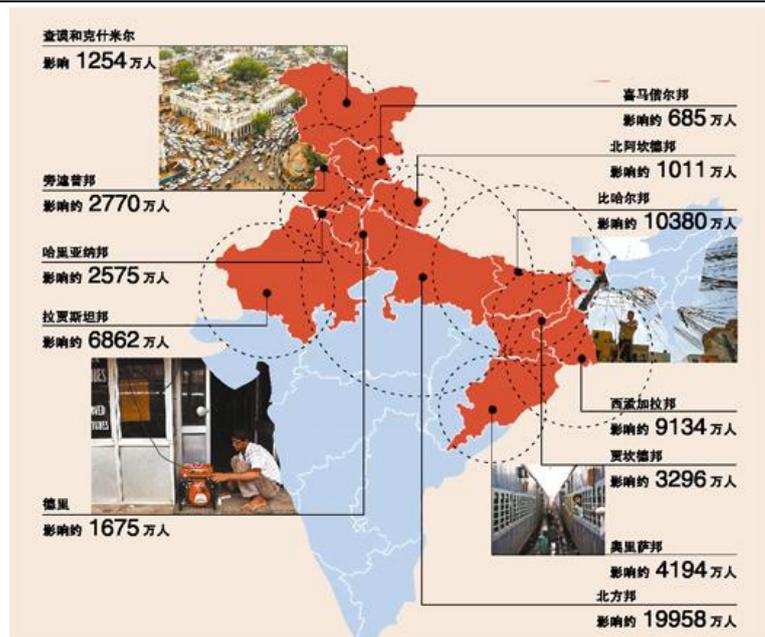
图表 10. 近期“一带一路”相关高层动态

时间	内容
2016/8/17	习近平出席推进“一带一路”建设工作座谈会，要求“以钉钉子精神抓下去，一步一步把‘一带一路’建设推向前进”
2016/9/3	习近平出席G20工商峰会开幕式，强调“一带一路”倡议旨在同沿线各国分享中国发展机遇，实现共同繁荣
2016/12/9	中共中央政治局召开会议，提出扎实推进“一带一路”建设
2017/2/10	推进“一带一路”建设工作会议强调，要力争在一些重点领域取得新的重要突破，推动“一带一路”建设取得更大进展

资料来源：人民网、中银证券

周边国家需求可观：以“一带一路”周边区域涉及公司市场的典型国家为例，巴基斯坦目前年用电量700-800亿kWh，平均线损率18%，局部地区达到30%，线损率极高。巴基斯坦政府此前表示，每年将投资约3400亿卢比（约合人民币200亿元）进行电力建设。印度用电量约1.3万亿kWh，同样存在电力缺口、输配电线损率高、停电频繁等问题，估算年电网投资额约1,000-1,500亿元人民币。同时考虑同一地区国家的政治、经济情况，预估中亚、南亚、东南亚地区电力设备年投资总额约2,000-3,000亿元人民币，其中电能计量产品年市场容量约150亿元。

图表 11. 2012 年印度北方大停电范围



资料来源：人民网、中银证券

公司产品已打入沿线国家：公司的产品目前已进入巴基斯坦、伊朗等“一带一路”沿线国家。以巴基斯坦市场为例，公司在巴基斯坦市场的主要产品为表计散件和表计成品，其中散件的销售为大多数，巴基斯坦本地工厂基本都从中国采购核心部件后在巴基斯坦组装。由于公司在巴基斯坦经营多年，对巴基斯坦的电网环境和客户需求理解的非常透彻，能做到产品定制化设计，深受客户好评，占据了较高的市场份额。随着国家强力推进，公司作为本领域的先行者和领先者，将大概率受益于“一带一路”战略对沿线国家市场的拉动。

图表 12. “一带一路”示意图



资料来源：公开资料、中银证券

多维布局，打造国际化配用电服务商

公司在主业发展良好的同时积极开拓新业务，全方位布局。我们认为，公司以电能表产品为基础，一方面在电能计量软件、售电系统、电力云服务、配网监控及调度系统等软件层面进行拓展，形成完整的配用电产品系统，同时切入工程建设总包、配网设备、分布式发电、微电网等硬件层面，两方面的协同发展将为公司转型电力运营商、能源互联网整体服务及方案提供商打下坚实的基础。

图表 13.公司未来发展计划

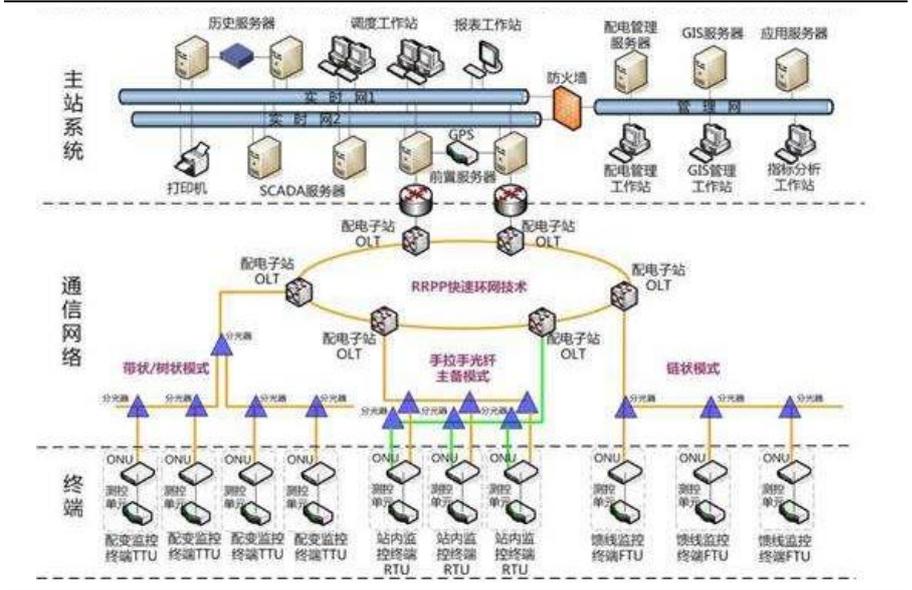
领域	目标
智能用电	完善一体化的智能用电和信息采集系统解决方案，通过帮助电力公司构建跨区域的大型电力数据中心和电力云平台来延伸公司智能用电产品线的价值链和服务链
智能配网	致力于新型电力传感技术、分布式安全调控技术、先进通讯技术、智能开关等核心技术的研发，推出新一代的智能配网一次和二次设备和配网自动化系统软件
能源互联网	重点开发分布式能源发电成套设备以及能效管理系统，并通过工程总包、与海外知名企业开展合作等方式，帮助发展中国家的电力公司、大型厂矿企业建立高效微电网
电力基础设施	适时收购或参股海外电力资产，通过融资和合作方式建设变电站、配电设备、用电设备等基础设施，扩大公司其它新技术和新产品的市场占有率
大数据和电力云服务	逐步建立印尼、南非、肯尼亚、巴西等海外数据中心，为中小发展中国家的电力公司提供离岸电力云服务平台

资料来源：招股说明书、中银证券

形成完整的配用电产品系统

拓展以电能计量为基础的软件产品：公司基于对不同发展阶段的电力客户需求的理解，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。

图表 14. 配网自动化系统结构图



资料来源：H3C、中银证券

目前，公司已经向南非电力公司客户销售电力营收管理软件，并提供电力营收系统的运维服务，并向南非 Citypower 电力公司提供了 MDC 数据采集系统，为面向非洲市场拓展电力系统运营业务采集系统业务提供经验积累；向塔吉克斯坦电力公司销售了完整的计量数据服务解决方案，该方案包括 AMI 系统、Billing 系统和 MDM 系统，为公司的多系统集成和完整数据服务业务提供了经验积累；向塞内加尔国家电力公司、孟加拉国下属五个电力局等海外电力客户提供预付费售电系统建设服务，拓展公司在预售电系统领域的业务经验。

图表 15. 电力营销业务费控管理系统架构



资料来源：公司官网、中银证券

以数据为核心打造生态系统：目前公司已经打造了完整的配用电数据服务生态系统，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）、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）等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，并形成了这一领域的核心竞争力。目前，公司的支付云、企业能效管理云、配用电信息管理云等多个项目，已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。

图表 16. 用电信息采集分析系统架构

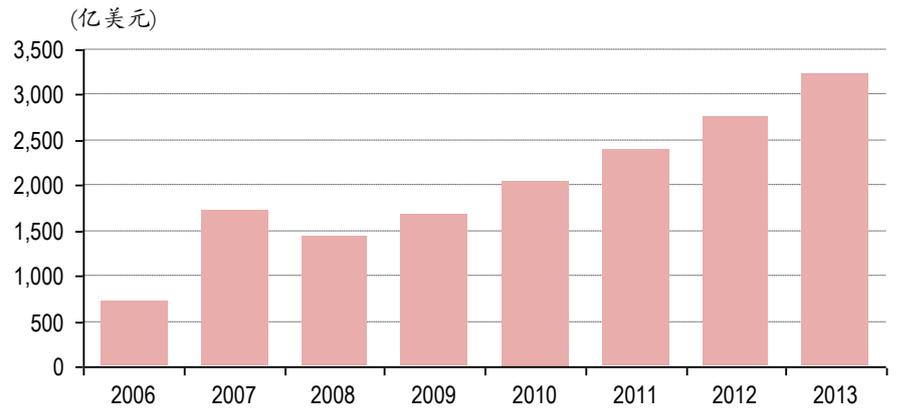


资料来源：公司官网、中银证券

切入发展中国家配电网 EPC 市场

发展中国家电力基础设施投资建设稳步推进：随着经济高速增长，新兴市场国家均逐步加大对基础设施投资建设力度，电力、交通、农业、水利等行业成为各国家基建投资主要方向，其中电力基础设施的订单额占比较高，由 2006 年的 724 亿美元发展到 2013 年的 3,230 亿美元，年复合增长率达到 23.8%。未来，随着经济发展、城市化水平的提高和用电需求的增长，发展中国家的电力基础设施建设将持续蓬勃发展。

以非洲为例，由于没有足够装机和输配电基础设施，目前撒哈拉以南非洲只有 23% 的面积能获得电力供应。非洲有四分之三的人口无法用电，四分之一的电站装机容量不能营运。非洲大陆拥有丰富的水力、石油、天然气、煤以及地热资源，可供挖掘的市场潜力巨大。许多非洲国家正努力应用智能电网技术，以满足经济发展对电力供应的需求。未来非洲电力基建市场非常庞大，根据非洲各国政府规划，至 2030 年，各国在电力基础设施方面投资高达 5,630 亿美元，其中 60% 会直接投资于电力基础设施。

图表 17. 2006-2013 年全球发展中国家电力基建订单额


资料来源：招股说明书、中银证券

配电网建设是发展中国家电力基础设施建设的重点：发展中国家仍有大量人口无法用电，并且存在电力供应短缺、缺乏全国性统一输配电网、电力技术水平落后等限制条件。同时，由于在电网的各个环节进行智能电网的基础设施建设往往需要大额的资金投入和人才支持，发展中国家电力往往从配电侧开始作为电力基础设施建设的起点。

配电网 EPC 服务是电力公司的实际需求：在大多数发展中国家和欠发达国家，较小规模的电力公司缺乏关键技术、设备、项目经验等，无法承担大规模的电网建设，因此需要依赖总承包商来负责设计、采购、建设管理等工作。EPC 服务的好处在于：1) 减少电力公司大规模的初始资金投入；2) 充分利用电力设备和服务提供商的产品和技术优势，实现规模经济，减少对电力公司项目经验和技术的依赖；3) 由于不涉及整体电网的建设，可以缩短配电网投入建设和运营的时间。

公司已通过 PPP 等模式参与海外项目：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。目前，公司已经承建了印尼电力公司的多个变电站工程成套项目，并在 2014 年 6 月着手为巴基斯坦 KESC 电力公司实施巴基斯坦第一个配电网智能化改造工程，且已在南非市场签署了两个 PPP 模式的项目合同。

图表 18. 公司 PPP 项目的运作模式

项目	运作模式
南非 eDumbe 市政局 PPP 项目	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、eDumbe 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	海兴南非承建 Dihlabeng 地区范围内的售电系统，包括智能预付费表、Dihlabeng 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 Dihlabeng 市政局，30% 归属于海兴南非。

资料来源：招股说明书、中银证券

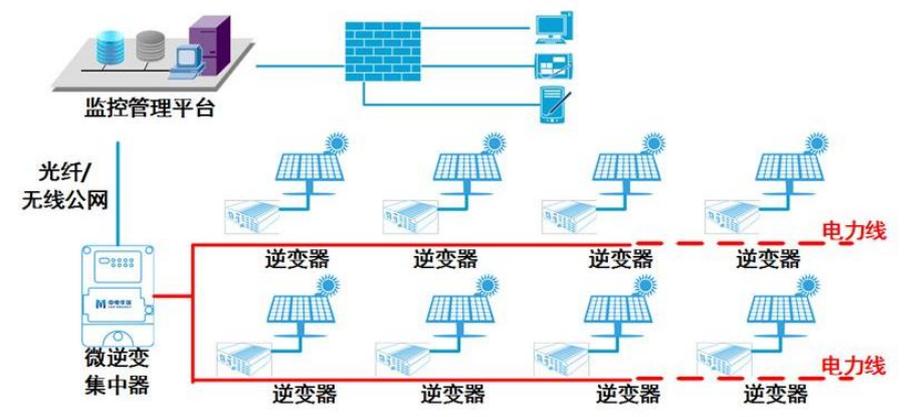
海外收购落地，运维业务破冰：公司于2017年4月12日公告，全资子公司海兴巴西控股有限公司以自有资金1,275万雷亚尔增资EPC ENERGIALTD A，增资后股权占比51%。目前合资公司已经获得巴西最大的电力局CEMIG 5年的电力运维合同，为MINAS州共计155个城市提供电力运维服务，合同总额4.7亿雷亚尔（按照当前汇率折合约10亿元人民币）。公司此次业务破冰将使公司有机会深度参与巴西电网的运维及管理，完善在巴西配用电产业的布局，打开未来的业绩增长空间。

募投项目进一步助推，协同效应显著：公司IPO募投项目“智能电网设备及系统产业化基地项目（一期）”涉及产品主要包括变电站成套设备、输配电成套设备以及配网终端装置、高压计量装置、继电保护装置、电子式互感器等，项目所产变电站成套设备和输配电成套设备主要面向海外市场，目前公司已与印尼等国家和地区的国家电力公司签订了变电站成套设备和输配电成套设备供货协议。此外未来的EPC项目建设也可带动自身产品的销售，形成设备产品与工程服务共同发展的模式，将对公司品牌及业务发展起到较明显的协同效应。

募资投向分布式发电及微电网

公司分布式发电的主要市场在非洲、中东及东南亚：在公司已经布局的海外电力市场中，非洲、中东及部分东南亚等地区均拥有丰富的太阳能资源。除此之外，非洲电力基础设施薄弱；中东油气资源丰富且价格低廉；东南亚地区岛屿众多，铺设集中供电设备成本较高。以上因素决定了以光伏发电为核心的分布式能源发电成套设备在上述地区存在广阔的市场需求。

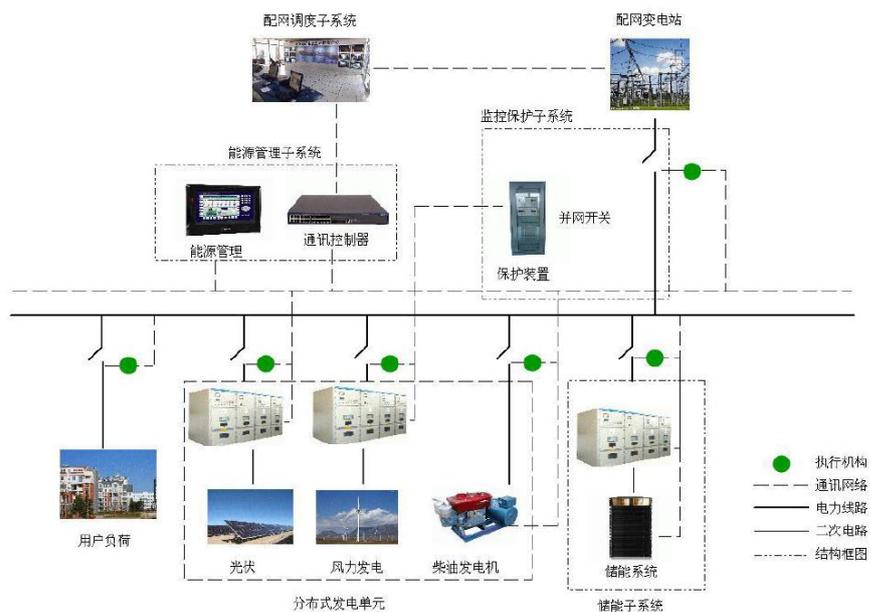
图表 19. 分布式发电管理系统



资料来源：中电华瑞、中银证券

微电网是配电网的自然延伸，是分布式发电的应用保障：微电网是接入分布式发电的配电子系统，实际上也是一个小型电网，其基础是分布式发电，只有通过微电网与配电网连接起来而起到“桥梁”作用，有利于可再生能源电力的并网消纳，不但能促进分布式发电的更快发展，而且也提高清洁能源利用效率。

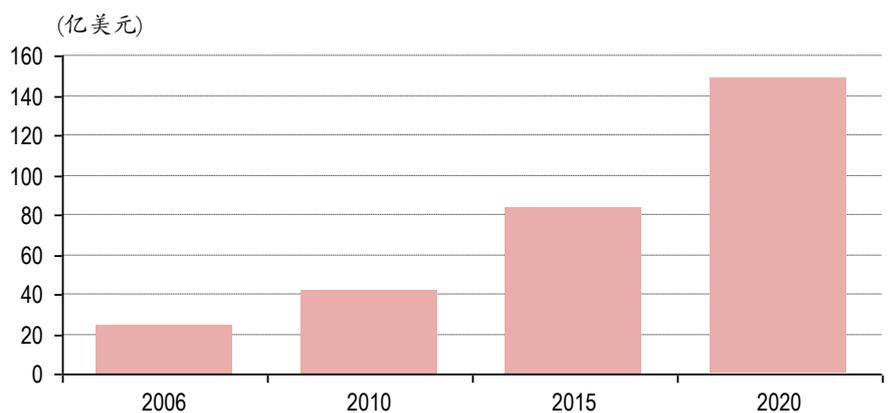
图表 20. 典型微电网的结构



资料来源：招股说明书、中银证券

微电网市场规模稳步成长：从全球来看，微电网主要处于实验和示范阶段，微电网的技术推广已经度过开创期，市场规模稳步成长。着眼于当下世界范围的能源和环境困局以及电力安全需求的长期高企，微电网技术应用前景看好。未来 5 到 10 年，微电网的市场规模、地区分布和应用场所分布都将会发生显著变化。

图表 21. 全球微电网市场规模预测



资料来源：《2015 到 2020 年中国微电网技术进展与前景预测分析报告》、中银证券

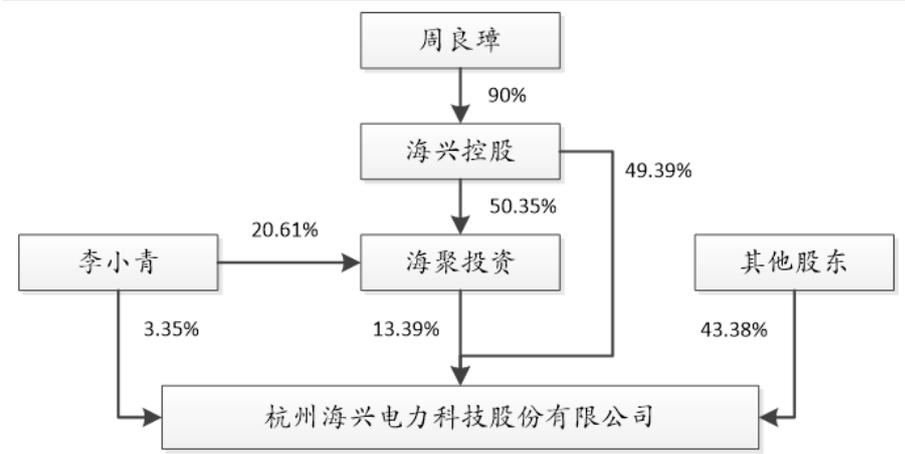
募投项目拓展长期盈利增长来源：考虑到非洲、中东、东南亚等公司的部分优势区域资源禀赋较好、对微电网建设有实际需求，公司拟利用现有技术、渠道、资源优势，通过募投项目“分布式能源成套设备产业化项目”与“智能微电网控制系统与成套设备产业化项目”，在分布式能源领域提前布局，增强公司在发电端的技术积累，并形成微电网规划、设计、测试、建设、商业运行和运维能力。募投项目完全达产之后，预计每年将增加营业收入约 12 亿元、利润总额约 3.1 亿元，将为公司的未来盈利提供有效支撑。

经营稳定，股权激励计划彰显信心

股权结构清晰，实际控制人股权集中度高

公司实际控制人为周良璋、李小青夫妇。其中周良璋持有公司控股股东海兴控股 90% 的股份，通过间接持股持有公司 50.52% 的股份，李小青直接持有公司 3.35% 的股份，同时持有公司股东海聚投资 20.61% 的股份，合计直接及间接持有公司股份的 6.11%。周良璋、李小青夫妇合计持有公司 56.62% 的股份。公司实际控制人股权集中度较高，公司持续发展的内部阻力较小，从管理角度为未来的业务协同、整合及转型留下了足够的空间。

图表 22. 公司股权结构图

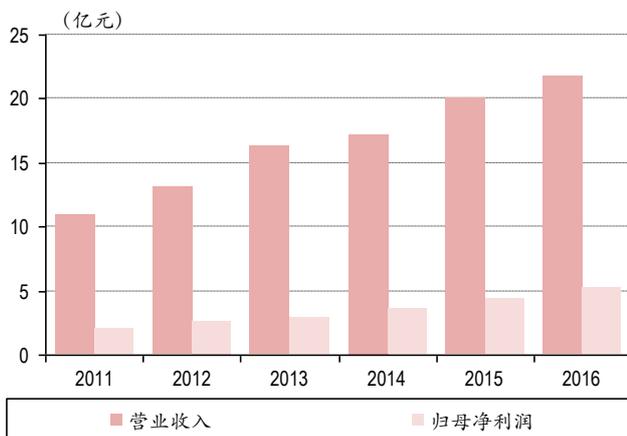


资料来源：公司公告、中银证券

良好的财务状况为未来发展奠定坚实基础

营收利润稳定增长：2013-2016 年，由于以表计业务为基础的公司业务总量稳步增长，公司营业收入和归属于母公司股东净利润的年复合增长率分别为 10.02% 和 22.28%。2016 年，公司实现营业收入 21.81 亿元，同比增长 9.02%，归母净利润 5.21 亿元，同比增长 20.26%。

图表 23. 公司近年营收及归母净利润



资料来源：万得，中银证券

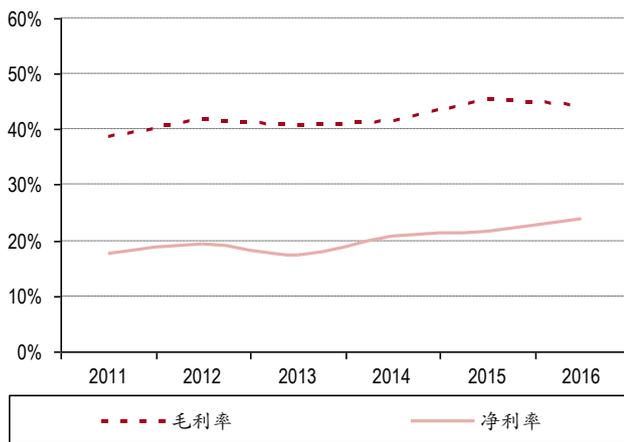
图表 24. 公司表计业务营收占比



资料来源：万得，中银证券

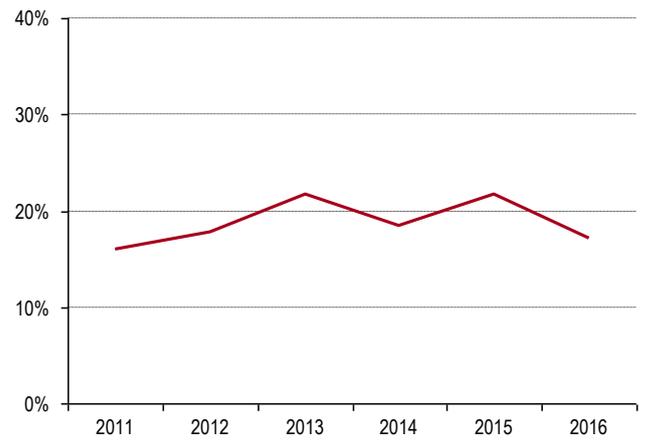
盈利水平维持高位：2013-2016年，公司毛利率分别为40.57%、41.64%、45.47%、44.44%，总体保持稳中有升态势，主要受益于：1) 公司境外业务收入占比较高且毛利率高于境内业务；2) 在元器件选型上不断寻求价格更优的采购方案，从而一定程度的降低了表计产品的原材料成本；3) 公司与供应商保持着长期良好的合作关系，采购量较大，且能够提供更优的付款条件，使得公司的供应商议价能力较强，公司的毛利率在行业内处于较高水平。同时，得益于较好的费用控制水平，公司净利率保持在17%以上，且从2013年开始上升明显，2016年已达到23.90%。

图表 25. 公司近年盈利水平



资料来源：万得，中银证券

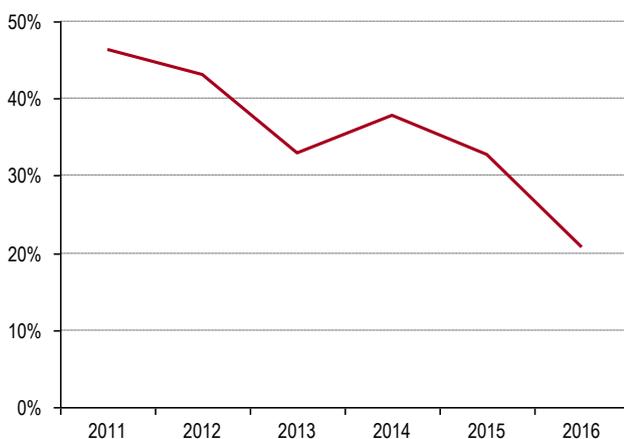
图表 26. 公司近年期间费用率



资料来源：万得，中银证券

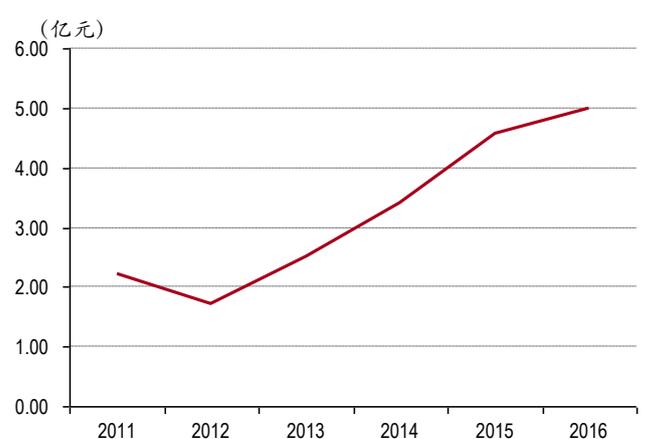
资产负债表保持健康，经营净现金流持续为正：自2013年起，公司资产负债率保持在35%左右的低水平，资产负债表健康程度较好，随着2016年公司上市，资产负债率进一步下降至20%左右。此外，公司每年经营活动产生的现金流量净额始终为正且未曾低于1.5亿元，自2012年起逐年增长，体现了公司较高的收入质量水平。

图表 27. 公司近年资产负债率



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 公司近年经营净现金流



资料来源：万得，中银证券

业绩考核目标亮眼，未来增长可期

公司发布限制性股票激励计划：2017年2月13日，公司发布2017年限制性股票激励计划（草案），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%，拟授予股票总量为920.3万股，其中首次授予736.3万股，授予价格21.64元/股。激励计划有利于公司吸引和保留优秀的管理人才和业务人员，满足公司对核心技术人才和管理人才的巨大需求，建立公司的人力资源优势，进一步激发公司创新活力，为公司的持续快速发展注入新的动力。

解锁业绩条件亮眼，体现公司雄心：公司此次股权激励计划在2017年-2019年会计年度中，分年度进行业绩考核，以达到公司净利润增长率考核目标作为激励对象所获限制性股票解锁的条件之一。各年度财务业绩考核指标分别为相对于2015年，2017-2019年的净利润增长率同比不低于40%、75%、110%。按照2015年4.34亿净利润计算，2017-2019年公司净利润将分别达到6.08亿、7.60亿、9.11亿，年均复合增长率将达到20.38%，保持了上市前20%以上的业绩增长势头。我们认为，在国内电表需求市场普遍预期不高的情况下，公司的业绩增长目标充分体现了公司对海外优势市场的信心，公司海外电表销售、售电、配网建设、运营、分布式能源与微电网等业务将有力支撑公司的业绩增长。

图表 29. 股权激励计划财务业绩考核目标

解锁期	净利润增长率(以2015年净利润为基数)	对应净利润(亿元)
第一次解锁	40%	6.08
第二次解锁	75%	7.60
第三次解锁	110%	9.11

资料来源：公司公告、中银证券

盈利预测与估值

盈利预测

海外表计业务保持增长：由于国内智能电表更换周期接近尾声，我们预计公司国内表计业务的营收和毛利率将在未来几年内维持稳定；出于公司的品牌、渠道、技术等方面优势，我们预计公司将在海外优势市场继续扩大市场占有率，同时打开与优势市场同区域的新市场。

配用电系统、配网 EPC 等业务开始放量：我们预计公司将在目前已有订单的基础上加快配电网 EPC 业务的落地速度，并继续以 PPP 的形式参与海外当地售电系统、配用电系统的建设和运营，分享运营收益，同时随着募投项目的实施，分布式发电、微电网等方面业务也将开始贡献利润。

我们预计公司 2017-2019 年可实现营业收入 23.78 亿元、27.36 亿元和 33.30 亿元，归属于上市公司股东的净利润分别为 6.28 亿元、7.62 亿元和 9.31 亿元，增速分别为 20.4%、21.3%和 22.2%，每股收益分别为 1.65 元、2.00 元和 2.45 元。

相对估值

根据最新收盘价，公司 2017-2019 年对应市盈率分别为 26 倍、21 倍和 17 倍。我们选取与公司具有相似电能表和能源互联网业务的新联电子、科陆电子、炬华科技、安科瑞和东方电子作为可比公司进行估值比较（未覆盖公司数据取万得一致预期），结果显示，公司的相对估值水平低于行业平均水平。

图表 30. 可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价(元)	总市值(亿元)	流通市值(亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)		
					2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
新联电子	002546.CH	7.15	59.63	46.97	0.13	0.15	0.17	55.00	47.67	42.06
科陆电子	002121.CH	8.84	124.37	62.17	0.20	0.28	0.36	44.20	31.57	24.56
炬华科技	300360.CH	17.90	64.92	55.86	0.77	0.88	1.11	23.25	20.34	16.13
安科瑞	300286.CH	24.47	34.91	24.29	0.57(A)	0.73	0.88	42.93 (A)	33.52	27.81
东方电子	000682.CH	5.20	50.86	50.86	0.06 (A)	0.18	0.20	86.67 (A)	28.89	26.00
行业平均值									50.41	32.40
海兴电力	603556.CH	42.11	157.21	39.31	1.40 (A)	1.65	2.00	30.08(A)	25.52	21.06

资料来源：万得，中银证券

投资建议

考虑公司在海外市场具备渠道、资质等多重优势，且新市场开拓顺利，新业务布局完备，我们看好公司海外业务（电能表、配用电产品、EPC 等）未来持续对公司业绩带来提升，有望成为国际化的配用电服务商；加之公司股权激励计划提出高增长的业绩要求，我们首次覆盖给予公司**买入**的投资评级，目标价 53.40 元，对应于 2017 年 32 倍市盈率。

风险提示

国内电表招标规模下滑程度超预期:目前公司每年有 40%-45%的营业收入来自国内电表市场,若国网和南网集中招标数量下滑程度较大,将对公司主营业务和利润产生负面影响。

海外市场环境发生不利变化:公司多数收入来自于海外市场,若公司主要海外市场环境发生较大变化、我国出口政策产生较大变化或我国与这些国家或地区之间发生较大贸易争端等情况,可能对公司的海外业务产生冲击。

新业务落地进度不达预期:公司未来的盈利在很大程度上依赖于配用电系统、配网 EPC、分布式能源、微电网等新业务的支撑,若新业务落地进度较慢,则公司业绩增长速度将可能放慢。

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
销售收入	2,000	2,181	2,378	2,736	3,329
销售成本	(1,102)	(1,232)	(1,335)	(1,488)	(1,782)
经营费用	(368)	(455)	(417)	(462)	(555)
息税折旧前利润	530	494	626	786	992
折旧及摊销	(27)	(30)	(31)	(38)	(52)
经营利润(息税前利润)	504	464	595	747	940
净利息收入/(费用)	(39)	83	60	64	65
其他收益/(损失)	51	57	71	70	70
税前利润	516	605	726	880	1,076
所得税	(82)	(83)	(98)	(119)	(145)
少数股东权益	1	0	0	0	0
净利润	433	521	628	762	930
核心净利润	441	531	637	771	940
每股收益(人民币)	1.548	1.396	1.649	2.001	2.445
核心每股收益(人民币)	1.576	1.421	1.673	2.025	2.469
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	16	9	9	15	22
息税前利润增长(%)	36	(8)	28	26	26
息税折旧前利润增长(%)	34	(7)	27	26	26
每股收益增长(%)	22	(10)	18	21	22
核心每股收益增长(%)	22	(10)	18	21	22

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
税前利润	516	605	726	880	1,076
折旧与摊销	27	30	31	38	52
净利息费用	39	(83)	(60)	(64)	(65)
运营资本变动	12	33	3	(70)	(43)
税金	(81)	(83)	(98)	(119)	(145)
其他经营现金流	(54)	(2)	998	(326)	(193)
经营活动产生的现金流	458	499	1,599	340	681
购买固定资产净值	(12)	30	74	83	98
投资减少/增加	4	(2)	3	2	3
其他投资现金流	(80)	(1,823)	(147)	(165)	(196)
投资活动产生的现金流	(89)	(1,795)	(71)	(80)	(95)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(3)	112	(14)	7	2
支付股息	0	0	0	0	0
其他融资现金流	(161)	2,022	237	64	65
融资活动产生的现金流	(164)	2,133	223	71	67
现金变动	205	838	1,752	330	653
期初现金	800	1,003	2,072	3,823	4,154
公司自由现金流	370	(1,296)	1,529	260	586
权益自由现金流	406	(1,267)	1,455	203	522

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	1,003	2,072	3,823	4,154	4,807
应收帐款	566	700	691	907	1,035
库存	280	363	296	460	447
其他流动资产	15	19	11	25	19
流动资产总计	1,878	4,660	5,337	6,225	7,208
固定资产	276	383	428	469	504
无形资产	131	161	162	164	173
其他长期资产	92	65	70	71	63
长期资产总计	500	609	659	704	741
总资产	2,381	5,273	5,995	6,931	7,955
应付帐款	357	415	466	517	643
短期债务	9	0	50	50	50
其他流动负债	276	419	289	411	377
流动负债总计	641	834	806	978	1,069
长期借款	102	204	160	160	160
其他长期负债	37	52	42	44	46
股本	280	373	381	381	381
储备	1,349	3,824	4,607	5,368	6,299
股东权益	1,601	4,183	4,987	5,749	6,679
少数股东权益	0	0	0	0	0
总负债及权益	2,381	5,273	5,995	6,931	7,955
每股帐面价值(人民币)	5.72	11.20	13.11	15.11	17.55
每股有形资产(人民币)	5.25	10.77	12.68	14.68	17.10
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.19)	(5.00)	(9.50)	(10.36)	(12.08)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率(%)

年结日: 12月31日	2015	2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	26.5	22.7	26.3	28.7	29.8
息税前利润率(%)	25.2	21.3	25.0	27.3	28.2
税前利润率(%)	25.8	27.7	30.5	32.2	32.3
净利率(%)	21.7	23.9	26.4	27.8	27.9
流动性					
流动比率(倍)	2.9	5.6	6.6	6.4	6.7
利息覆盖率(倍)	12.9	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	2.5	5.2	6.3	5.9	6.3
估值					
市盈率(倍)	27.2	30.2	25.5	21.0	17.2
核心业务市盈率(倍)	26.7	29.6	25.2	20.8	17.1
目标价对应核心业务市盈率(倍)	33.9	37.6	31.9	26.4	21.6
市净率(倍)	7.4	3.8	3.2	2.8	2.4
价格/现金流(倍)	25.7	31.5	10.0	47.1	23.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	28.0	28.0	19.4	15.0	11.2
周转率					
存货周转天数	92.2	95.1	90.0	92.7	92.9
应收帐款周转天数	107.1	105.9	106.8	106.6	106.4
应付帐款周转天数	67.2	64.6	67.6	65.6	63.6
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	29.5	18.0	13.7	14.2	15.0
资产收益率(%)	18.7	10.5	9.1	10.0	10.9
已运用资本收益率(%)	6.8	4.3	3.3	3.4	3.6

资料来源: 公司数据及中银证券预测

研究报告中所提及的有关上市公司

新联电子(002546.CH/人民币 7.35, 未有评级)

科陆电子(002121.CH/人民币 8.84, 未有评级)

炬华科技(300360.CH/人民币 18.3, 买入)

安科瑞(300286.CH/人民币 25.33, 未有评级)

东方电子(000682.CH/人民币 5.2, 未有评级)

以2017年4月14日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371