

审慎推荐-A (首次)

海兴电力 603556.SH

目标估值: 50-55 元

当前股价: 43.08 元

2017 年 04 月 20 日

深耕海外市场, 从产品销售走向项目开发与解决方案

基础数据

上证综指	3172
总股本(万股)	37334
已上市流通股(万股)	9334
总市值(亿元)	161
流通市值(亿元)	40
每股净资产(MRQ)	11.2
ROE(TTM)	12.5
资产负债率	20.7%
主要股东	浙江海兴控股集团有
主要股东持股比例	49.39%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-8	80	80
相对表现	-8	76	73

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

胡毅

huyi3@cmschina.com.cn
S1090515080003

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn
S1090516080001

公司主营产品为智能表计、计费系统。公司供应链管理水平较强, 已经在国内表计领域成长为第一梯队供应商。公司长年深耕海外市场, 在海外形成了庞大的营销网络与服务体系, 在南美、非洲等区域已具有较强的品牌影响。公司具有自主的表计与计费系统设计能力, 在海外市场能为各类需求不同的客户提供定制设计。公司海外业务以本土化直销为主, 与客户稳定合作, 了解客户需求, 未来公司可能将围绕客户需求拓宽产品面, 并可能加快探索运维等能源服务业务。看好公司海外市场拓展与布局, 给予公司审慎推荐评级, 并给予目标价 50-55 元。

- **全球化布局优势明显:** 公司长期深耕海外市场, 营销与服务网络已扩展至 80 多个国家和地区, 海外收入规模已经超过了国内业务。公司在南美、东南亚、非洲、中东等区域与核心客户深度合作, 基本实现了本土化营销, 在部分地区也具备了生产运营能力, 公司在这些区域已经具有了较强的品牌影响力。
- **贴近需求, 具有解决方案与定制能力:** 公司掌握表计、计费电力用户侧核心技术, 在国内、外已获得完整的产品资质。公司主要以直销模式贴近客户, 理解客户需求与特点, 并能结合用户特点与需求, 进行解决方案设计, 以及对应的表计、计费系统定制。
- **从产品销售走向项目开发与解决方案, 海外业务的销售与业务效率可能继续提高。** 公司的海外业务, 不仅是产品销售, 也是项目开发, 这有别于国内表计企业将竞争重点集中在成本控制上的模式。公司未来可能针对客户需求与特点, 通过解决方案拓展新的有附加值的软件产品或服务, 进而提升海外业务点的产值与效率。公司已经开始在海外探索电力设施运维等后端服务产业, 也将贡献新增量。
- **未来将受益于“一带一路”建设:** 公司已经 30 多个“一带一路”国家或地区进行业务网络布局, 并可能加快与装备龙头大企业在海外合作。公司将受益于我国“一带一路”建设。
- **风险提示:** 海外大客户波动, 国内市场低于预期。

财务数据与估值(考虑股权激励影响)

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2000	2181	2558	3263	4229
同比增长	16%	9%	17%	28%	30%
营业利润(百万元)	467	536	596	810	1092
同比增长	28%	15%	11%	36%	35%
净利润(百万元)	433	521	575	759	1004
同比增长	22%	20%	10%	32%	32%
每股收益(元)	1.16	1.40	1.54	2.03	2.69
PE	37.1	30.9	28.0	21.2	16.0
PB	10.0	3.8	3.4	2.9	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、公司简介	5
1.1、股权结构	5
1.2、主营业务	5
1.3、销售模式与客户结构	6
二、海外布局优势突出	9
2.1、前瞻的全球化布局	9
2.2、先进的供应链管理体系，精益化生产能力强	11
2.3、掌握较强的技术与工艺	13
三、从产品销售转向项目开发解决方案，海外业务产值与效率可能继续提高	16
3.1 公司的海外业务不只是产品销售，也是项目开发	16
3.2 产品与业务线都在延展	16
3.3 海外开始运维服务与 PPP 实践	17
四、全球电力装备市场开始复苏	18
4.1、电力向用户侧需求转移	18
4.2、全球电力市场开始复苏	18
4.3、智能电表在新兴市场未来销量可观	20
4.4、海外市场分散，优质企业有望扩大市占率	21
五、募投继续扩张	23

图表目录

图 1：公司股权结构	5
图 2：国内销售客户分布（2015 年）	7
图 3：国外销售国家分布（2015 年）	7
图 4：公司收入国内外市场结构（单位：百万元）	9
图 5：公司海外市场毛利率明显高于国内市场	9
图 6：可比公司毛利率	12
图 7：可比公司销售净利率（%）	12

图 8 配网自动化及全套解决方案概览图.....	13
图 9 公司电力营销业务费控管理系统.....	14
图 10: 公司研发投入情况.....	15
图 11 从提供产品走向提供方案与服务.....	16
图 12: 全国用电量增速统计 (单位: %)	18
图 13: 6MW 以上机组平均发电小时统计 (小时)	18
图 14: 智能电网是未来发展趋势.....	19
图 15: 2014 世界主要地区居民人均年用电量 (单位: 度)	19
图 16: 东南亚各国智能电网市场规模 (单位: 百万美元)	19
图 25: 2009-2016 上半年国家电网智能电表招标情况 (单位: 万只)	21
图 18: 2014 海外工程承包情况.....	22
图 19: 中国智能电表出口情况 (单位: 万只)	22
图 21: 2009-2016 年 6 月国家电网单相智能表集中招标市场份额情况.....	22
图 22: 2009-2016 年 6 月国家电网三相智能表集中招标市场份额情况.....	22
图 23: 公司募资项目布局除调度外的全产业链.....	23
表 1: 公司收入结构.....	6
表 2: 公司主要产品.....	6
表 3: 公司毛利率情况 (单位: %)	6
表 4: 公司海外业务销售模式结构.....	7
表 5: 公司海外业务销售模式结构.....	7
表 6: 公司国内外业务占比情况.....	7
表 7: 经营指标对比 (%)	8
表 8: 公司经营指标分析 (%)	8
表 9: 周转情况.....	8
表 10: 公司负债情况分析.....	8
表 11: 公司有先行意义的经营指标分析 (百万元)	8
表 12: 同行业可比公司国内外收入结构.....	9
表 13: 子公司情况.....	10
表 14: 公司海外收入情况 2014-2016H1	11
表 15: 公司海外客户及经营情况.....	11

表 16: 表 10: 先进、高效的供应链系统.....	12
表 17: 公司资产情况.....	12
表 18: 同行业可比公司应收账款周转天数.....	13
表 19: 公司参与业内协会及认证资格.....	14
表 20: 公司 2016 年境内员工结构.....	14
表 21: 可比公司全员人均产值 (万元/人年)	17
表 22: 南非两项已签署 PPP 项目与合作情况.....	17
表 23: 2011—2035 年世界电力投资及用电预测.....	20
表 24: 智能电表在新兴市场的未来规划.....	20
表 26: 募集资金投入项目计划.....	23
表 27: 募投项目新增电表产能 (单位: 只)	24
表 28: 分布式能源成套设备产业化项目预计产量.....	24
表 29: 微电网系统预计产量.....	24
附: 财务预测	26

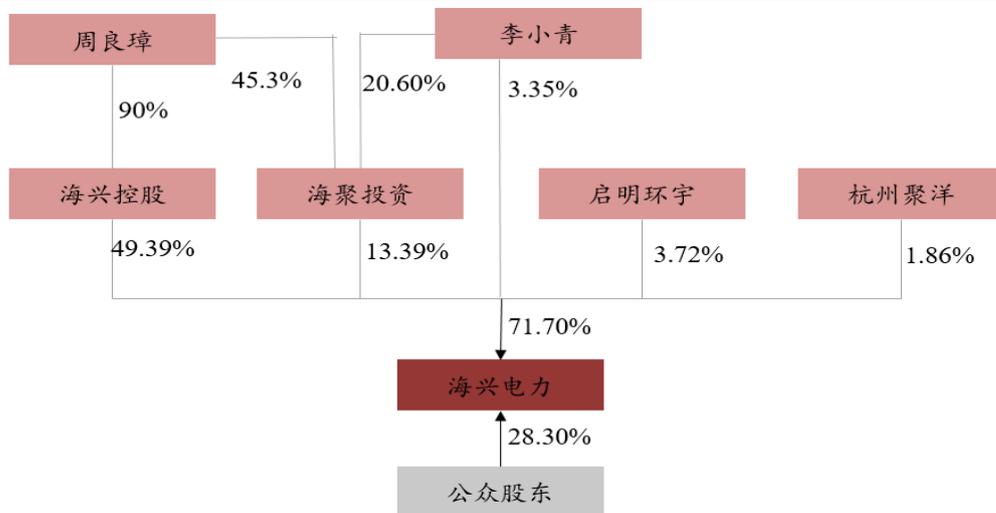
一、公司简介

公司创立于 2001 年，是国家火炬计划重点高新技术企业。主要从事智能电网配电和用电领域产品的研发、生产与销售，主要客户为国内、外电力公司与企业。公司在海外市场长期布局和投入，在拉美、东南亚等市场有较强的影响力。

1.1、股权结构

公司股权较为集中，实际控制人为周良璋和李小青夫妇，周良璋通过海兴控股与海聚投资间接持有公司股份 50.52%，李小青通过海聚投资与直接持股持有公司股份 6.10%，两人合计持有海兴电力 56.62%的股份。

图 1：公司股权结构



资料来源：公司公告、招商证券

1.2、主营业务

公司以生产销售电力计量仪表起家，目前已形成以智能电网配用电环节二次设备产品研发与销售为主、配电环节系统解决方案类业务为辅的业务结构，并开始尝试海外客户配网侧基础设施类项目的承包建设与运营。

公司智能用电产品销售收入占比一直保持在 60% 以上、占比有所下降，与之对应配用电整体解决方案业务以及新兴的电力云服务与电网基建及运营业务则快速增长，比重逐渐增加。

公司产品附加值高、且 50% 以上收入由海外市场贡献，综合毛利率近年来保持在 40% 以上，公司新拓展的占比较小的电力云服务与电网基建及运营业务毛利率高达 60%，为公司重要发展方向。

表 1：公司收入结构

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
智能用电产品	705.63	898.30	1,101.63	1,160.73	1,274.92	1,393.43
配用电整体解决方案	357.17	343.77	483.98	485.57	646.62	699.02
电力云服务			7.28	30.94	37.51	38.66
电网基建及运营类			10.86	1.78	3.42	
其他	25.63	66.57	27.97	31.38	35.10	46.18

资料来源：公司公告、招商证券

表 2：公司主要产品

市场	产品大类	产品系列
海外	表计产品	普通电能表
		高精度电能表
	智能用电系统产品	AMI 智能计量系统
		智能预付费系统
		智能计量集中控制系统
	智能配网系统产品	智能变压器监控系统
高压计量系统		
DMS 配网自动化系统		
系统软件产品		
国内	表计产品	单相智能表(2级)
		三相智能表
		单相电子式电能表 2 级
		三相电子式电能表
	智能用电系统产品	I 型集中器
		II 型集中器
	智能配网系统产品	采集器
		专变采集终端、配变监测计
其他	测试设备	

资料来源：招股说明书、招商证券

表 1：公司毛利率情况 (单位：%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
综合毛利率	38.52	41.53	40.43	41.43	45.53	44.38
智能用电产品	35.22	37.44	39.55	38.82	39.67	40.93
配用电整体解决方	44.36	49.45	42.05	46.85	55.37	51.28
电力云服务			66.38	49.84	58.77	48.44
电网基建及运营类			0.00	83.04	80.53	
其他	48.13	63.86	76.33	43.58	59.75	44.60

资料来源：公司公告、招商证券

1.3、销售模式与客户结构

客户结构：公司海外市场销售对象主要为所在国家的电力公司、电表生产企业等，国内市场主要是国家电网与南方电网的下属子公司。公司海内外市场并分，销售模式有所不同。

海外已直销为主、经销为辅：公司在海外着力发展直销模式，主动降低经销商模式的销售规模，从而更好地掌握客户资源，满足公司业务长期稳定发展的需要。2013-2015 年，公司经销模式销售收入占同期海外销售收入的比重呈下降趋势。

国内市场主要为招标模式：2009 年国内集中招投标业务启动后，公司开始逐步参与国内市场，销售模式对应为投标，也有少量分销，占比仅为国内营收 0.5%。

表 2：公司海外业务销售模式结构

市场	销售模式	优点	缺点
海外	普通直销	有效掌握客户资源	销售难度大 有时需借助当地代理商，增加销售成本
	分销	产品风险和责任转移快 可以利用经销商市场开拓能	客户资源易流失
国内	投标	打破垄断壁垒，发挥自身优势 势订单质量高	程序繁琐，容易效率低下。

资料来源：招股说明书、招商证券

表 3：公司海外业务销售模式结构

		2013	2014	2015	2016H1
金额（万元）	直销	67,173.0	72,306.4	100,830.0	45,633.9
	经销	21,020.1	18,169.6	18,213.2	9,429.8
占比（%）	直销	76.2	7,230,639.0	79.9	82.9
	经销	23.8	1,816,959.0	20.1	17.1

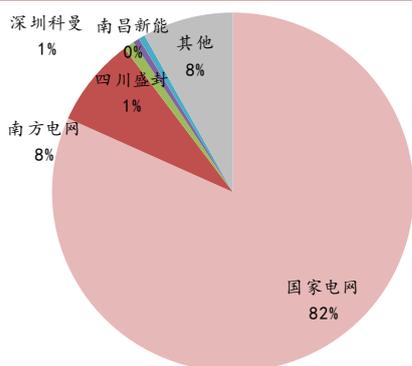
资料来源：招股说明书、招商证券

表 4：公司国内外业务占比情况

		2011	2012	2013	2014	2015	2016
金额（万元）	国外	707.0	722.1	881.9	904.8	1,190.4	1,192.5
	国内	381.4	586.6	749.8	805.6	807.1	984.8
占比（%）	国外	65.0	55.2	54.0	52.9	59.6	54.8
	国内	35.0	44.8	46.0	47.1	40.4	45.2

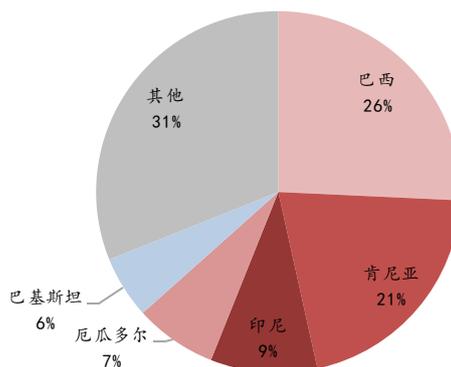
资料来源：股说明书、招商证券

图 2：国内销售客户分布（2015 年）



资料来源：招股说明书、招商证券

图 3：国外销售国家分布（2015 年）



资料来源：招股说明书、招商证券

表 7: 经营指标对比 (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	变动幅度
赊销比	18.6	24.8	22.3	32.4	26.8	31.0	(1.5)
存货营收比	10.7	12.0	10.9	16.1	14.0	16.6	0.5
商品获现金营收比	110.1	100.7	105.8	104.4	110.8	112.3	7.9
经营现金流税后净利润比	114.5	67.8	88.4	95.0	105.6	95.8	0.8

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 8: 公司经营指标分析 (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	变动幅度
ROE	35.7	39.6	32.0	29.8	29.5	18.0	0.6
ROA	18.8	21.7	19.8	19.3	19.1	13.6	0.3
ROIC	29.8	32.9	27.8	26.8	26.8	16.8	0.1

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 9: 周转情况

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
存货周转天数	62.82	64.45	62.10	81.76	91.86	95.38
应收款周转天数	66.32	70.01	72.32	92.85	94.56	95.54
营业周期天数	129.14	134.46	134.41	174.61	186.43	190.92

资料来源: 公司数据, 招商证券

表 10: 公司负债情况分析

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
负债率 (%)	46.4	43.1	32.9	37.9	32.8	20.7
短期借款 (百万元)	13.9	0.0	0.0	22.4	8.5	0.0
长期借款 (百万元)			88.0	114.2	102.1	204.4
短融 (百万元)						49.9
一年到期非流负债 (百万元)				16.6	39.4	57.3
应付票据账款 (百万元)	213.9	263.0	203.6	379.9	356.9	414.9
带息负债 (百万元)	13.9	0.0	88.0	136.6	110.6	254.3

资料来源: 公司资料, 招商证券

表 11: 公司有先行意义的经营指标分析 (百万元)

	2013	2014	2015	2016	同比 (%)
预付款	7.9	9.6	14.8	18.8	26.5
预收款	18.7	54.1	41.7	61.4	47.3
存货	178.5	277.1	279.6	362.5	29.6
购买支付	1,156	1,084	1,271	1,444	14
修正后的购买支付	1,097	1,261	1,248	1,502	20

资料来源: 公司数据, 招商证券

二、海外布局优势突出

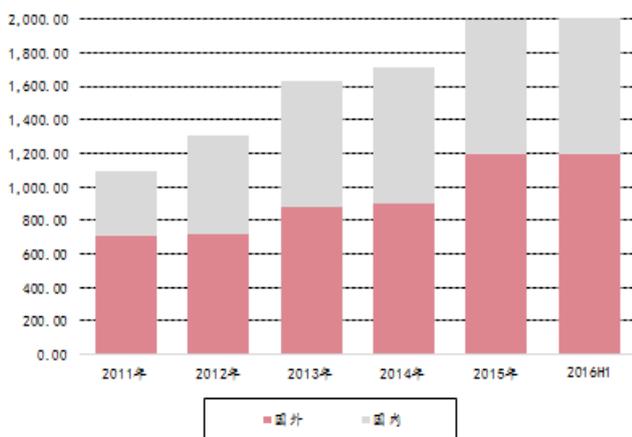
2.1、前瞻的全球化布局

十年海外市场经验，先发优势明显：公司自 2007 年开始在全球市场进行布局，是国内最早开拓海外市场的企业之一，2009 年国家电网开始进行集中招投标以前，公司业务以海外销售业务为主，海外销售收入占比达 90%以上，国家电网启动集中招投标业务后开始逐步参与国内市场业务，海外业务收入占比一直都保持在 50%以上，且公司海外业务的毛利率高于公司毛利率，是公司毛利持续上升的重要原因。

公司在海外布局区域已形成了很强的品牌影响：公司在海外部分国家与地区长期耕耘，已经形成了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布局。

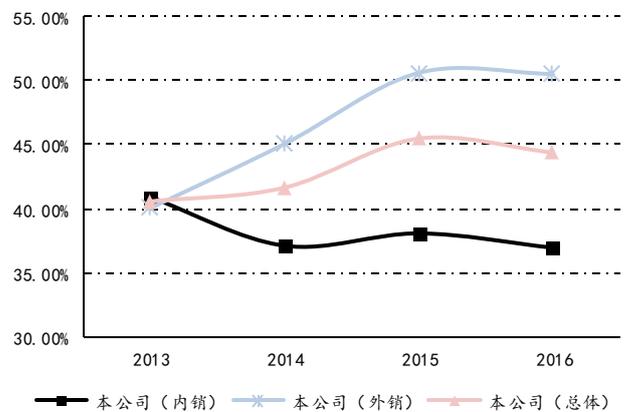
巴西市场市占率达 60%：公司 2010 年就通过与巴西国内一家具备 INMETRO 资质的表计生产企业巴西 FAE 合作进入巴西市场，并与其在巴西当地合资组建巴西 ELETTRA，经过几年的发展 ELETTRA 公司已成为巴西目前最大的电表生产厂家和供应商，拥有全系列产品线，在巴西市场占有率高达 60%。

图 4：公司收入国内外市场结构（单位：百万元）



资料来源：Wind，招商证券

图 5：公司海外市场毛利率明显高于国内市场



资料来源：Wind，招商证券

表 12：同行业可比公司国内外收入结构

可比公司	2013 年		2014 年		2015 年		2016	
	国内	国外	国内	国外	国内	国外	国内	国外
威胜集团	94.99%	5.01%	95.62%	4.38%	89.79%	10.21%	84.75%	15.25%
林洋能源	96.41%	3.59%	97.08%	2.92%	98.79%	1.21%	98.77%	1.23%
科陆电子	93.02%	6.98%	93.70%	6.30%	91.23%	8.77%	89.93%	10.07%
炬华科技	99.89%	0.11%	91.42%	8.58%	92.86%	7.14%	未披露	未披露
平均值	96.08%	3.92%	94.46%	5.55%	93.17%	6.83%	91.15%	8.85%
海兴电力	45.95%	54.05%	47.10%	52.90%	40.41%	59.59%	45.23%	54.77%

资料来源：Wind，招商证券

注：威胜集团为 H 股上市，披露数据已更新至 2016 年度；林洋能源与科陆电子为 2016H1 数据，“平均值”计算不包括海兴电力

因地制宜、范围广阔的海外营销与生产网络：对市场容量较大、法制化程度较高、有本地化要求的国家，通过在当地设立独资、合资工厂的方式进入市场。对于没有本地化要求的国家，根据语言、地域的不同，设立海外区域营销总部，负责该区域市场的客户关系建设、市场营销活动和售后服务。

公司按地理、语言、人文文化设置海外区域营销总部，构建了全球营销平台，实现了全球化的营销人才资源配置；目前产品覆盖 80 多个国家和地区，覆盖“一带一路”沿线 36 个国家。

表 13：子公司情况

子公司类型	公司名称	海兴持股比例
控股子公司	宁波恒力达	100.00%
	恒力达成套设备	通过宁波恒力达间接持股 100.00%
	湖南海兴	100.00%
	南京海兴	100.00%
	海兴香港	100.00%
	海兴秘鲁	99.99%，并通过海兴香港间接持股 0.01%
	海兴巴西	99.99%，并通过海兴香港间接持股 0.01%
	海兴印尼	84.92%，并通过海兴香港间接持股 15.08%
	海兴 Bangkit 印尼	95.00%，并通过海兴香港间接持股 5.00%
	海兴肯尼亚	60.00%，并通过海兴香港间接持股 5.00%
	巴西 ELETRA	85.58%，并通过海兴巴西间接持股 14.42%
	海兴孟加拉	20.60%，并通过海兴香港间接持股 79.40%
	尼日利亚技术服务	90.00%，并通过海兴南非间接持股 10.00%
	海兴南非	通过海兴香港间接持股 100.00%
	海兴塞内加尔	通过海兴香港间接持股 100.00%
	海兴尼日利亚	75.00%
分公司	肯尼亚分公司	—
	深圳分公司	—
参股公司	海兴远维	47.98%
	兴邦远维	通过海兴远维间接持股 19.84%
	突尼斯 Intech	50.00%
	南非 PTY	通过海兴香港间接持股 50.00%
	伊朗 BSTC	37.67%
巴基斯坦 KBK	14.99%	

资料来源：招股说明书、招商证券

布局潜力新兴市场。发达国家智能配用电业务起步较早，资质认证要求严格，市场已度过高速发展期，本土公司实力较强。近年来，公司成功提升技术实力，成为了第一批将自主品牌智能电表销往欧盟市场的中国企业。但目前情况来看，潜力更大的发展中国家仍然是公司海外销售的主力市场，并且优势仍在持续扩大。

国际化团队，模式逐步转向本土化销售。公司具有领先的全球化品牌优势，海外经营逐步实现了本土化销售，摆脱了贸易或代理商模式；公司有专业水平较高的国际化团队。同时在核心国家设置销售、研发、生产一体的全资子公司，在重点国家设立生产型企业，已拥有全球主要国家和地区的认证，主要海外市场经营的渠道和营销优势显著。

表 14：公司海外收入情况 2014-2016H1

单位： 百万元	2016H1		2015		2014			
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比		
巴西	160.50	29.15%	巴西	306.40	25.74%	巴西	296.63	32.79%
肯尼亚	144.43	26.23%	肯尼亚	247.76	20.81%	印尼	181.63	20.08%
孟加拉	42.35	7.69%	印尼	116.29	9.77%	南非	92.20	10.19%
印尼	25.94	4.71%	厄瓜多尔	86.98	7.31%	伊朗	57.43	6.35%
巴基斯坦	22.24	4.04%	巴基斯坦	66.33	5.57%	肯尼亚	33.48	3.70%
合计	395.46	71.82%	合计	820.34	68.91%	合计	661.37	73.10%
海外市场总计	550.64		海外市场总计	1190.43		海外市场总计	904.76	

资料来源：招股说明书、招商证券

表 15：公司海外客户及经营情况

海外市场	主要客户	进入壁垒	认证要求	经营情况
巴西	CEMIG DISTRIBUIÇÃO S.A., Copel Distribuição S/A, Ampla Energia e Serviços S/A, CELPA - Centrais Eléctricas	60% 关税税率 INMETRO 认证	1. 通过 INMETRO 认证 2. 仅本国企业可参与投标 3. 通过现场检查	2010 年，与巴西国内具备资质的 FAE 合作，组建合资公司巴西 ELETRA
印尼	PT PLN(Persero)印尼国家电力公司各区域分部	享受中国-东盟自贸区优惠关税 LMK 认证及本地化生产要求	1. 通过 LMK 认证及 SPM 质量认证 2. 本地化生产 TKDN 认证标准 3. 中标后还需通过 SPM 现	通过全资子公司海兴印尼开展业务，已满足所有招标要求
南非	Conlic、EPG 等	无关税 STS 认证, B-BBEE 政策以及本地化要求, SABS 测试	优先考虑注册于南非本土企业，符合 B-BBEE 政策以及本地化要求，进口产品需要通过 SABS 测试	海兴电力母公司直接销售、子公司海兴南非、参股公司南非 PTY 销售相结合
伊朗	向伊朗 BSTC 提供表计散件，当地工厂组装加工后销售，此外 SKI 也是主要客户	ISIRI(伊朗标准和工业研究院)进口抽检	取得伊朗国家实验室 NRI 测试证书，方可参与投标、销售。以面向本土企业招标为主。	海兴电力母公司直接销售、通过参股公司伊朗 BSTC 销售
肯尼亚	与肯尼亚 KPLC 合作关系良好，业务量快速增长	无特殊关税要求 符合肯尼亚 KPLC 的标准	需要取得 ISO/IEC 17025 实验室资质的产品证书，表计产品无需本地化生产，工程类项目需通过现场检查	海兴电力母公司自主或与代理商合作参与市场投标
巴基斯坦	KBK, CREATIVE ELECTRONICS (PVT) LTD	海关一般监管要求；符合 DDS 技术标准	1. 通过供应商资格预审 2. 提交巴基斯坦 NTDC D&S 标准局的测试证书和报告 3. 全程驻厂检验	与合资公司巴基斯坦 KBK 合作
厄瓜多尔	EMPRESA ELECTRICA PUBLICA ESTRATEGICA CORPORACION NACIONAL DE ELECTRICIDAD, CNELEP	无进口限制 无独立测试机构	厄瓜多尔电力公司普遍通过电子竞标进行电表采购，本地经销商参加竞标，价格为中标的主要因素	海兴电力母公司直销模式

资料来源：招股说明书、招商证券

2.2、先进的供应链管理体系，精益化生产能力强

优质的供应链体系：公司拥有专门的供应链设计制造队伍，专门针对公司的电能表设计、制作测试设备和生产流水线进行改进和优化，并通过将标准化工艺流程和先进生产工艺技术导入生产线，提高生产效率、降低成本。

把握两头，核心自主化：公司的生产模式以电子元器件的组装、调试为主，主抓研发、装配测试的关键“两头”，装配产品所需元器件均向供应商采购。公司自主研发了国内领先的智能电表 PCBA 生产所需的自动化测试设备 ICT 和 FCT；拥有一支强大的工装设备和自动化设备设计制造队伍，专门针对公司设计的电能表设计、制作测试设备和生产流水线，能有效提高生产工艺及生产效率。

轻资产运营模式：公司得益于优质的供应链体系以及优质的客户群体，在同行业可比公司中有较高的销售净利率；同时研发、装配为主的生产模式保持了公司较轻的资产结构。

表 16：表 10：先进、高效的供应链系统

供应链系统	功能
生产信息化管理系统 (MES)	与公司 ERP 系统对接，可以跟踪每批次产品的领料、生产、进库和出库等全流程，对工艺流程进行全方位的严格控制，并能够对生产过程数据进行统计分析，促进生产工艺及产品质量的持续改进，实现产品全生命周期的跟踪。
物料需求系统 (MRP)	与供应商协同平台对接，将物料的采购和控制环节延伸到供应商管理环节
客户管理系统 (CRM)	将总部和各子公司的市场营销活动有机地结合起来，现了协同作战、统一管控的目的。
产品生命周期管理系统 (PLM)	为公司的研发项目、产品生命周期管理提供了管控平台
自动化测试设备 ICT 和 FCT	提高了产品直通率和合格率，确保产品品质，同时配合公司的 MES 系统，构成先进的生产测试系统。

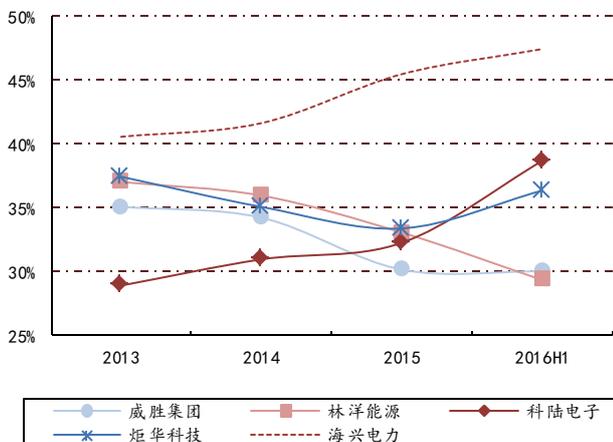
资料来源：招商证券

表 5：公司资产情况

	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
收入(百万)	1,092.0	1,313.1	1,637.8	1,718.6	2,000.3	2,180.8
固定资产(百万)	102.49	141.87	156.89	150.40	153.42	341.80
无形资产(百万)	52.29	54.34	141.72	143.00	130.82	160.66
收入/固定资产 (倍)	10.66	9.26	10.44	11.43	13.04	6.38
收入/固定+无形资产 (倍)	7.06	6.69	5.48	5.86	7.04	4.34

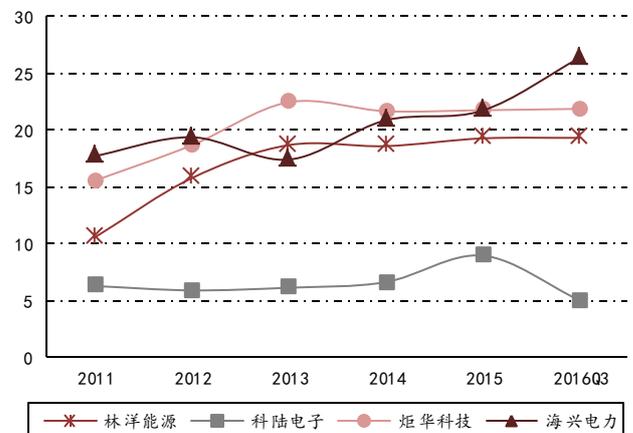
资料来源：公司公告，招商证券

图 6：可比公司毛利率



资料来源：公司公告，招商证券

图 7：可比公司销售净利率 (%)



资料来源：公司公告，招商证券

海外市场客户掌握能力强,国内市场各省网公司回款及时:公司海外市场采取直销为主、经销为辅的经营模式,因此公司掌握较强的客户资源,经过多年的经营与客户形成稳定合作关系;国内市场主要参与国家电网统一组织的集中招投标,电网下属公司一般在三个月左右回款;公司的应收账款周转天数在可比公司中一直处于最低水平。

表 6: 同行业可比公司应收账款周转天数

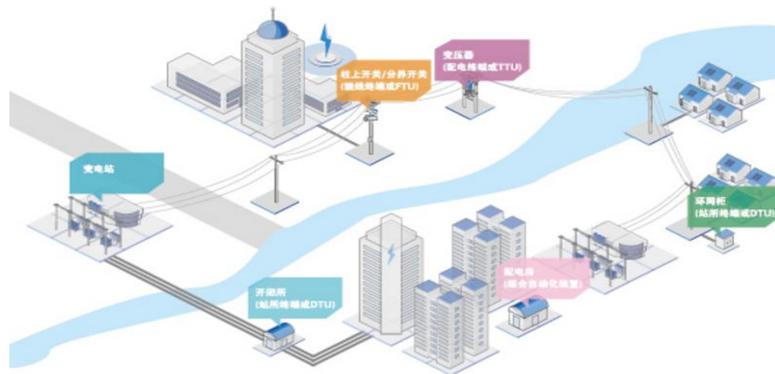
	2011	2012	2013	2014	2015	2016Q3
威胜集团	157.7633	140.9443	170.5353	203.2750	254.7410	-
林洋能源	73.5880	112.7643	128.8337	150.5143	147.5470	166.9965
科陆电子	211.5532	202.2586	229.7237	199.4239	267.2804	298.4415
炬华科技	86.4366	85.2939	118.5575	111.4034	120.6515	155.4673
海兴电力	66.3191	70.0062	72.3153	92.8481	94.5626	104.9848

资料来源: Wind, 招商证券

2.3、掌握较强的技术与工艺

公司**核心技术与产品系列**主要包含三大部分:配用电产品和系统解决方案,线损治理与能效管理方案,智能售电与收费系统。公司可拥有符合不同国际及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,此外还可开发定制化的软件系统产品,为客户提供方案设计、系统集成、数据处理、系统运营等完整的服务,满足电力客户在配网侧 IT 建设、系统运营服务方面的需求。

图 8 配网自动化及全套解决方案概览图



资料来源: 公司官网、招商证券

HexEMS 能效云服务可面向企业与社会提供能效管理。从服务企业来看,可提供整体解决方案,节约能源成本。能效管理方案可进行电、水、热、气等多种能源介质的综合管理,进行设备能耗分析等。公司 EMS 系统的独特优势包括以运托管形式提供服务,客户初始投资少、数据处理能力强、系统配置快、界面易用性强等特点。

智能售电与收费系统可为电力客户提供系统解决方案,公司可针对不同国家和地区的客户,推出了智能预付费系统、AMI 智能计量管理系统、智能集中计量控制系统等系统集成产品。

智能电网完整产业链的整合技术:公司拥有从基础产业、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和生产能

力，以及配网、变电站等工程的整合运营能力。公司在国内外均获得完整的产品资质，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。

一方面公司拥有技术研发的持续创新能力，公司目前所使用的核心技术均为自主开发；另一方面公司的研发投入持续增加，在国内外成立多个实验室与研发中心，并与国内电力科学研究院开展项目合作，公司研发与技术人员占比达到 48.23%。

图 9 公司电力营销业务费控管理系统



资料来源：公司官网、招商证券

表 7：公司参与业内协会及认证资格

	参与机构	国家	认证
国际	欧洲 DLMS	南非	STS、SABS
	国际数据传输安全协会	南美洲(6 国)	INTI、NDECOPI、INMETRO、CIDET、INACAL、INTN、SEC
	Euridis 协会	欧洲(2 国)	KEMA、PTB、Euridis、DLMS、MID
	G3 联盟	美国	UL、Zigbee
国内	国家电工仪表行业标准制定单位		CMC 证书、国家电网计量中心系列智能电能表和终端产品的全性能检测报告等各种产品资质。

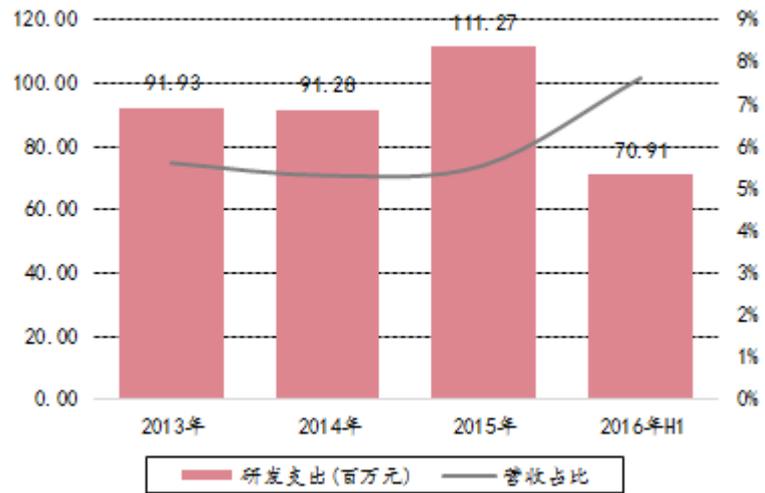
资料来源：公司公告，招商证券

表 20：公司 2016 年境内员工结构

	按专业		按学历			
	专业	人数	占比 (%)	学历	人数	占比
研发、技术		598	48.23	硕士及以上	113	9.11
生产		250	20.16	大学本科	630	50.81
销售		155	12.50	本科以下	497	40.08
财务		44	3.55			
行政		193	15.56			

资料来源：招股说明书、招商证券

图 10：公司研发投入情况



资料来源：公司公告，招商证券

三、从产品销售转向项目开发解决方案，海外业务产值与效率可能继续提高

3.1 公司的海外业务不只是产品销售，也是项目开发

国内市场主要相同标准下的成本竞争：国内电表的主要客户电网公司规模大又集中经营，在表计、计费系统方面高度统一和标准，对表计产品的硬件、软件都有非常详细规范的要求。因此，国内电表企业主要是成本控制和精益化生产的竞争。

海外业务更需要解决方案和产品定制：与国内电网设备分开招标不同，海外市场尤其发展中国家，往往需要设备商提供一整套解决方案，并且地区之间需求差别很大，仅凭单一市场的经验积累及复制无法满足市场需求，表计企业需要结合其特点与要求，进行相应的系统、产品设计，甚至还要参与其后端的管理与服务。

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，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。

与国外竞争对手相比，公司快速定制化能力与成本管控能力领先，与国内公司相比，公司技术、品牌与渠道优势明显，研发、技术与定制能力，是公司在海外经营中持续领先的重要保障。

3.2 产品与业务线都在延展

公司的产品面会更广泛：公司传统主业以提供产品为主，包括单相智能表、三相智能表、导轨表等表计产品，在此基础上，发展了集中器、采集器、专变采集终端等用电系统产品，以及配变终端、变压器监测终端等配网系统产品。

未来，公司可能拓展 SCADA、DMS 等配套高附加值软件系统，进一步提高系统能力。

图 11 从提供产品走向提供方案与服务



资料来源：招商证券

表 21：可比公司全员人均产值（万元/人年）

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
炬华科技	65.6	66.2	77.7	89.6	108.0	112.9	
三星电气	90.1	64.9	70.2	61.4	78.0	95.4	95.9
林洋能源	83.0	55.3	58.6	65.4	68.5	77.8	
科陆电子	51.4	46.4	56.8	58.3	68.9	71.0	
海兴电力		103.3	123.0	186.2	128.3	115.4	161.1

资料来源：公司公告、招商证券

注：不计劳务派遣的情况。

3.3 海外开始运维服务与 PPP 实践

公司已通过 PPP 模式参与到了南非的电力基础项目之中，未来也仍将通过强大的海外市场网络、良好的客户关系、完整的电力设备供应链，尝试更多配网侧基建业务。

2015 年，公司已为肯尼亚 KPLC 实施了大用户解决方案项目。项目中，公司向肯尼亚 KPLC 提供大用户的计量防窃电、自动抄表、线损计量分析的解决方案。目前，公司还在在南非签署了第一个智能电表系统的 PPP 项目合同，开启了一种新的经营业务模式，利用优势的技术和产品进行对外投资，为客户创造额外价值，为公司带来更长期的稳定的收入来源。

表 22：南非两项已签署 PPP 项目及合作情况

项目	业务内容	具体运作模式
南非 eDumbe 市政局 PPP 项目	预付费 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	预付费 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：公司公告、招商证券

四、全球电力装备市场开始复苏

4.1、电力向用户侧需求转移

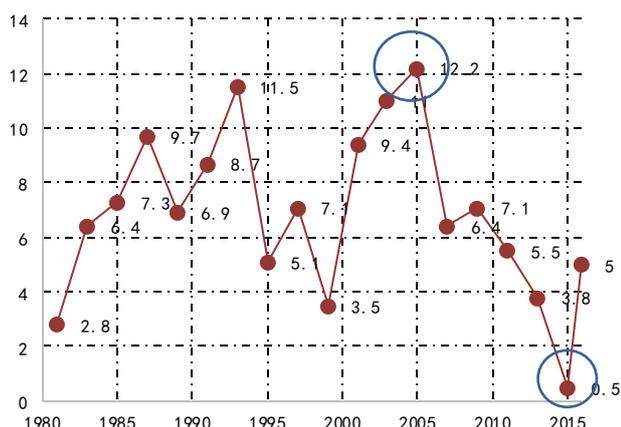
IC Insights 估计，2011 年全球智能电网的投资金额约为 1,000 亿美元，截止 2018 年前投资金额将保持年均 19% 的高速增长。

我国电力行业开始相对过剩，用户侧、消费侧转移是趋势：以 2015 年用电量增速创 35 年低点为标志，一个时代正在远去。2015 年电力消费增速的下降，一方面与今年天气有关，另一方面，更重要的，主要受高耗能企业的饱和与经营困境影响。

加快配电网转型升级，适应多元化电力结构：行业未来从投资、需求来看，贴近用户侧的产业都将是发展的重心。新能源、分布式电源、等快速发展的情况下，终端用电负荷呈现增长快、变化大、多样化的新趋势，加快配电网转型升级的任务非常紧迫。

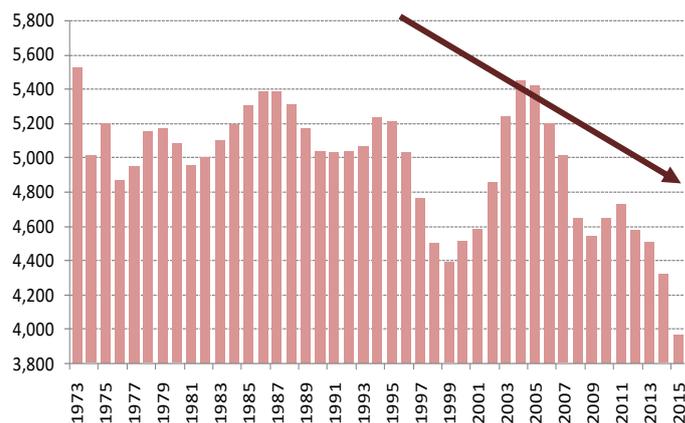
国家电网与南方电网在智能电网投资合计约每年 160 亿元以上。预计 2020 年前，中国智能电网总投资将不低于 2,000 亿。智能电网的投资构成上，不考虑大规模储能装置，配网自动化和用户侧将占 40% 的比例，以此估计，2020 年前智能电网建设将为包括低压电器在内的配网自动化和用户侧设备制造行业提供约 800 亿元的市场需求。

图 12：全国用电量增速统计（单位：%）



资料来源：中电联，招商证券

图 13：6MW 以上机组平均发电小时统计（小时）



资料来源：中电联，招商证券

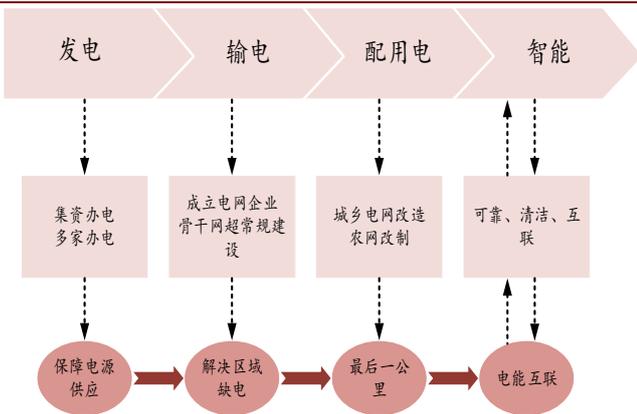
4.2、全球电力市场开始复苏

IC Insights 估计，2011 年全球智能电网的投资金额约为 1,000 亿美元，截止 2018 年前投资金额将保持年均 19% 的高速增长。

发展中国家和地区未来电力投资空间大：国际能源署的报告调查显示，2014 年全球人均年用电量为 3104 千瓦时，而低于世界平均水平的地区主要有中东、拉美地区、非洲、南亚，这些地区电力市场容量巨大，将是未来电力投资发展的方向。

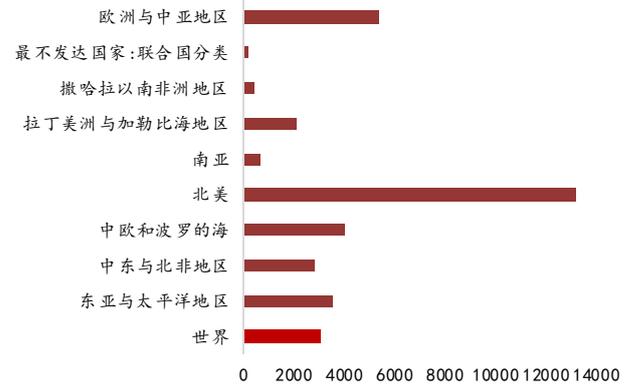
智能电网成为环保压力下新兴国家的必然选择：发达国家智能电网基本普及，而新兴经济体应对环境变化、发展绿色经济、提高能源使用效率压力较大，也纷纷制定、出台了规划、政策，采取具体行动，加快推进智能电网覆盖。

图 14：智能电网是未来发展趋势



资料来源：中电联，招商证券

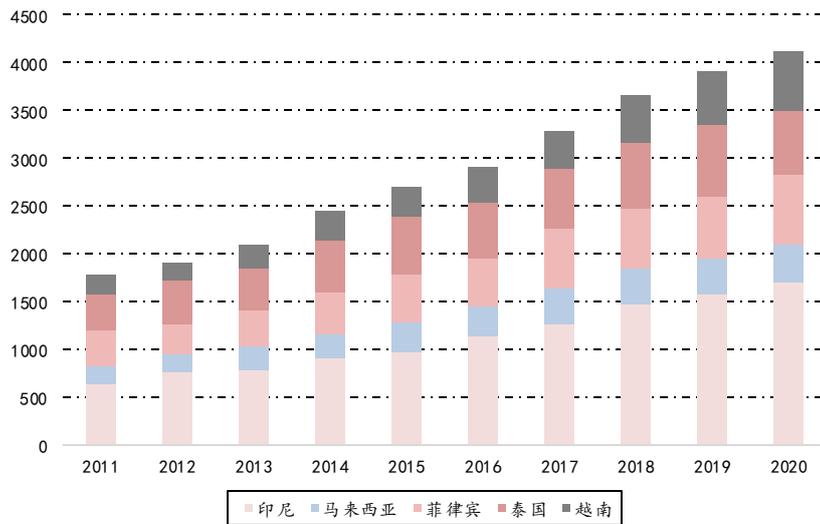
图 15：2014 世界主要地区居民人均年用电量（单位：度）



资料来源：中电联，招商证券

东南亚智能电网市场规模预计到 2020 年前将以高于 10% 的年复合增长率稳定提高，从 2011 年约 19 亿美元增长到 2020 年的 45 亿美元，增长主要源自输变电，配网升级和智能电表部署等方面的投资。

图 16：东南亚各国智能电网市场规模（单位：百万美元）



资料来源：Pike Research，招商证券

南亚市场：预计到 2025 年印度年均电力消费将增长 3.3%，根据印度电力部发布的印度智能电网愿景及路线图，未来 15 至 20 年，印度智能电网的市场规模将达 300 亿至 400 亿美元。预计到 2020 年，孟加拉国装机容量达到 17,765MW，输电线路达到 8,396 千米，配电线路达 477,558 千米。

南美洲市场：南美洲智能电网的发展还是落后于其他新兴市场。巴西处于南美智能电网管理架构中的领先地位，2014 年巴西公用电力企业宣布，未来 10 年将部署 300 多万台智能电表，并将投资 256 亿美元用于智能电网建设。同时预计未来 10 年内，整个南美洲将投资 226 亿美元用于智能电表的安装，72 亿美元用于推动配电自动化，83 亿美元用于其他智能电网市场领域。

非洲市场：许多非洲国家正努力应用智能电网技术，以满足对电力供应的需求。未来非洲电力基建市场非常庞大，根据规划，至 2030 年，非洲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。

中东市场：根据世界能源理事会的数据，到 2020 年仅海湾地区新增电力需求将达 100TW，年均增长 7.7%。中东地区各国面临着人口增长和工业发展导致的电力供应短缺，预计电力投资将较快增长，随着智能电网的普及，电力投资将以智能电网为主。

表 23：2011—2035 年世界电力投资及用电预测

国家和地区	投资需求 (十亿美元)			用电量 (TWh)			用电量总增长 (%)	
	发电	输电	配电	1990	2009	2035	1990-2009	2009-2035
北美	1,737	402	869	3,255	4,477	5,940	37.5	32.7
欧洲	1,978	179	737	2,321	3,088	4,028	33	30.4
亚洲	3,751	850	2,417	1,049	4,796	13,876	357.2	189.3
中国	2,037	623	1,308	559	3,263	9,070	483.7	178
印度	998	111	521	212	632	2,465	198.1	290
东南亚/南亚	716	116	588	278	901	2,341	224.1	159.8
中东	351	59	172	190	600	1,393	215.8	132.2
非洲	360	78	199	263	532	1,084	102.3	103.8
拉丁美洲	405	93	220	404	816	1,430	102	75.2
巴西	212	63	130	211	408	750	93.4	83.8
全球合计	6,650	1,839	5,252	10,084	17,217	31,722	70.7	84.2

资料来源：国际能源署，招商证券

4.3、智能电表在新兴市场未来销量可观

智能电表相较于传统电表，具有高可靠性、高安全性等级以及大储存量等特点。

各地区市场需求在不同阶段的爆发，拉动全球智能电表市场持续增长：根据国际能源署的估计，2013 年底全球与智能电网配套使用的智能电表安装数量达到 7.6 亿只。北美市场的新增需求已经接近饱和，欧盟智能电表的市场渗透率将于 2022 年达到 100%。

东南亚市场：Pike Research 预测智能电表市场将在 2011 年至 2020 年经历高速发展阶段，出货量年复合增长率达到 98.1%。根据 2013 年亚洲表记展览会的项目信息，泰国省级电力公司计划未来 15 年内安装超过 1,500 万只智能电表；印尼要安装 100 万只预付费电表，并将大范围跟换旧式居民用电表；马来西亚最大电力公司 Tenaga Nasional Berhad 为 4.5 万大客户配备了智能电表。

拉丁美洲市场：根据美国 Northeast Group 的预测，智能电表的销售额将达到 240 亿美元的规模，其中三分之二将在巴西市场上实现。巴西将会是首个大规模安装智能电表的国家，未来 10 年，巴西各大电力企业计划投入 152 亿美元，完成 6,350 万只智能电表的安装。在中东市场，伊朗已经计划在未来为全国的 2,400 万用户安装智能电表，并建设全国范围内的智能计量系统。

非洲地区智能电表的市场容量预计 2016 年将超过 1,000 万台，2018 年将超过 2,100 万台，2016—2018 年均复合增长率高达 40% 左右。未来非洲电力设施的全面建设将大幅提升对智能电表的需求，也为以出口为主的国内智能电表企业奠定了坚实的市场基础。

表 24：智能电表在新兴市场的未来规划

国家	计划
泰国	未来 15 年内安装超过 1500 万只智能电表
印尼	100 万只预付费电表，并同时跟换旧式电表
马来西亚	为 4.5 万户安装智能电表

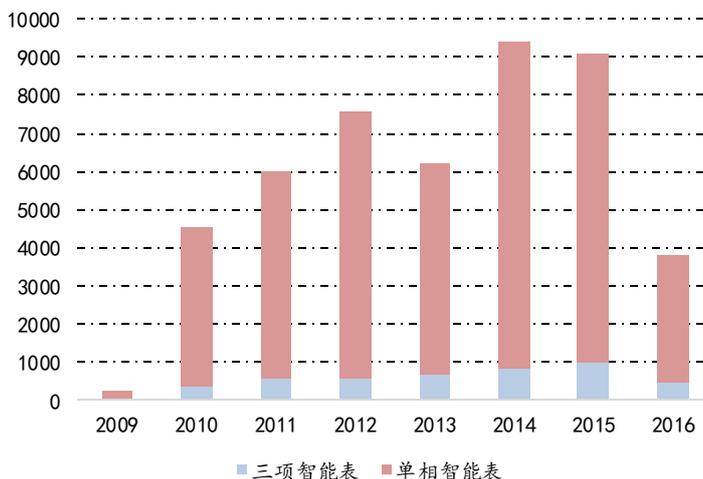
国家	计划
巴西	未来 10 年安装 6350 万只智能电表，价值 152 亿美元
伊朗	安装 2400 万户智能电表

资料来源：亚洲表记展览会，招商证券

我国处于智能电表替代阶段，智能电表将成为主流：2013 年，中国电表产能约为 1.2 亿只，其中 91%是智能电表。2014 年国家电网电能表集中招标中，智能电表的招标数量为 9,395 万只，其中单相智能表 8,565 万只，三相智能表 827 万只。2015 年，国家电网公司组织了 3 次智能电表统一招标，各类智能电表设备总需求量达到 9,098.5 万只，招标总金额为 174.7 亿元人民币。2016 年上半年，各类智能电表设备总需求量达到 4,038 万只，招标总金额为 82.1 亿元人民币。

农网建设规划维持智能电网的稳定增长：根据国家电网提出的投资 4,420 亿元大力建设农村电网的规划，县级用户将转变为国家电网的直供直销客户，以乡镇农村为主的农村电网招标将纳入国家电网统一招标体系。

图 25：2009-2016 上半年国家电网智能电表招标情况（单位：万只）



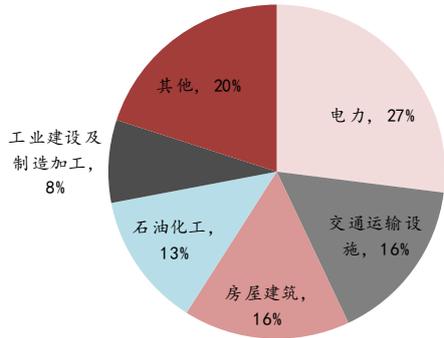
资料来源：国家电网，招商证券

4.4、海外市场分散，优质企业有望扩大市占率

海外发展中国家市场分散：发达国家智能电网普及度高，智能用电市场主要被 Itron、Landis+Gyr, Elster 等跨国企业占据；相比之下发展中国家处于智能电网市场成长期，无统一行业标准，跨国公司市场份额较低，市场格局分散。

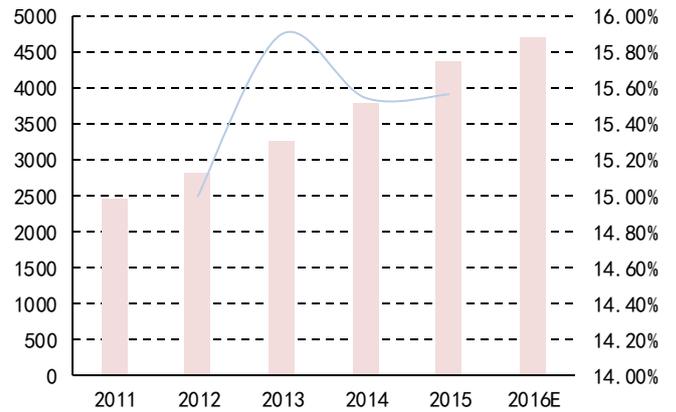
“一带一路”建设赋予我国电力设备企业走出去机会：国家电网表示，为落实“一带一路”战略，我国与周边国家实现电力基础设施联网有三个重点：1) 丝绸之路经济带输电走廊，建设从中国新疆到中亚五国的输电通道；2) 俄罗斯和蒙古国向中国输电通道；3) 与南部邻国联网通道，电力相关行业将成为“一带一路”战略中最大的受益者。国内电力设备优质企业可以借国家“走出去”与“一带一路”战略扩大在发展中国家的市场份额。

图 17: 2014 海外工程承包情况



资料来源: 商务部、招商证券

图 18: 中国智能电表出口情况 (单位: 万只)



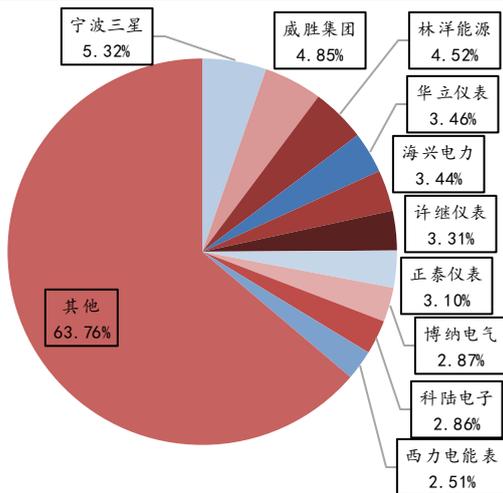
资料来源: 商务部、招商证券

国内竞争市场化, 优质企业有望提升市场份额: 国家电网和南方电网分别在 2009 年和 2011 年开始推行集约化管理, 采取集中招标模式, 供应商的进入门槛大大提高。国家电网招标模式的改变, 使行业竞争急速加剧、行业的整个格局发生变化。

行业领先企业成为市场主要的产品供给方, 凭借综合优势及时进行技术升级、规模扩张来满足持续增长的市场需求, 并在高附加值的电子式电能表市场通过参与行业标准制定、提升品牌影响力等手段稳固市场份额。

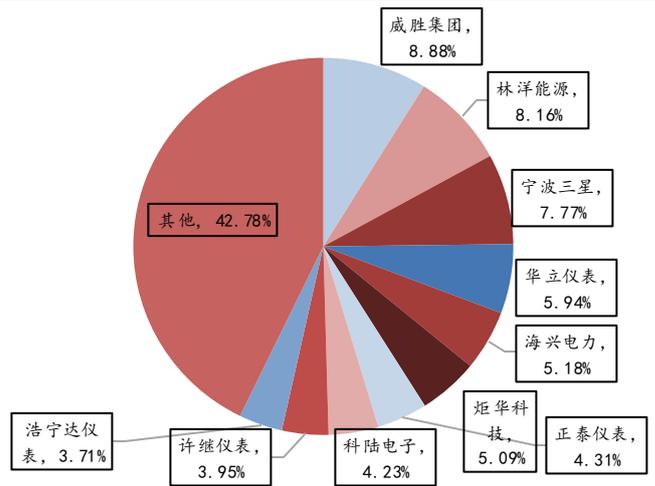
综合 2009 年至 2016 年 6 月国家电网电能表 (含用电信息采集) 的集中招标情况, 威胜集团、林洋能源、华立仪表及海兴电力等生产厂商处于智能电表市场领先地位, 占据了较高的市场份额。单相智能表方面, 前十大中标厂商的市场份额达到 36.24%; 三相智能表方面, 前十大中标厂商的市场份额达到 57.22%。

图 19: 2009-2016 年 6 月国家电网单相智能表集中招标市场份额情况



资料来源: 国家电网, 招商证券

图 20: 2009-2016 年 6 月国家电网三相智能表集中招标市场份额情况



资料来源: 国家电网, 招商证券

五、募投继续扩张

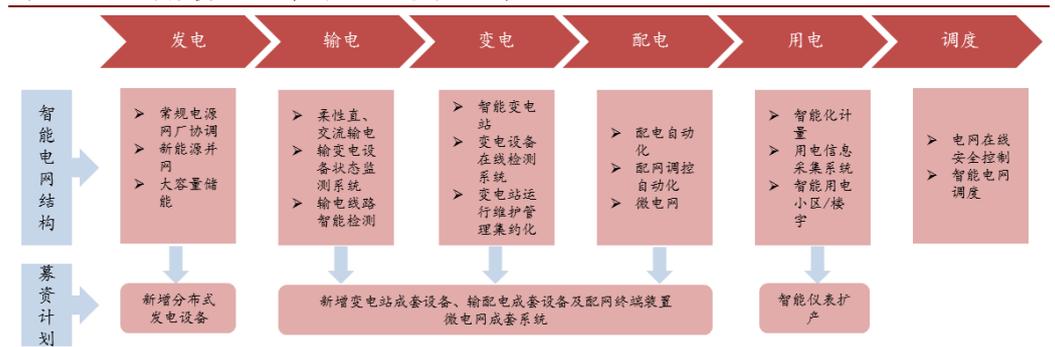
公司 IPO 募得资金全部投入扩产或技术研发：公司上市募得 21 亿资金的 94.6%用于公司生产能力的扩张，另有 5.4%用于研究院建设、进行后续的技术研发，一方面表明公司对智能电网未来市场预期较好、扩张市场的决心，另一方面公司目前资金充沛、盈利稳定。

表 26：募集资金投入项目计划

项目名称	拟投入规模	新增产能情况	周期
年新增 650 万只智能仪表和通讯终端项目	40,400 万元	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	2 年
智能电网设备及系统产业化基地项目（一期）	40,300 万元	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	2 年
浙江省海兴电力研究院建设项目	11,450 万元	不适用	2 年
巴西建设智能电力计量产品生产线项目	4,150 万美元	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	2 年
分布式能源成套设备产业化项目	28,500 万元	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	2 年
智能微电网控制系统与成套设备产业化项目	63,500 万元	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	2 年
折合人民币金额	211,88 万元		

资料来源：招股说明书，招商证券

图 21：公司募资项目布局除调度外的全产业链



资料来源：招商证券

扩大智能电表市场份额。国内以乡镇农村为主的农网招标、新增住宅需求和更新换代需求将推动未来智能电表招标量保持稳定。巴西未来十年各大电力企业计划投入 152 亿美元，完成约 6,350 万个智能电表的安装。基于以上情景推测，巴西智能电表的年均需求量约为 600 万只以上。而公司目前电能表的产能利用率已饱和，现有产能已无法满足市场需求。

募投项目投产后，公司智能电表产能将翻倍，届时公司在国内市场的市占将持续提升，公司全资子公司巴西 ELETTRA 将保持巴西市场智能电表龙头地位并继续扩大销售。

表 8：募投项目新增电表产能（单位：只）

主要产品	2016H1 产能及产量情况			项目新增产能		扩产后产能	产能增长率
	产能	产量	产能利用率	国内	巴西		
单相电能表	3,500,000	3,610,230	103%	5,000,000	1,000,000	9,500,000	171%
三相电能表	500,000	470,150	94%	500,000	500,000	1,500,000	200%
表计产品散件	-	569,396	-	-	-	-	-
智能用电系统产品	1,000,000	700,150	70%	-	-	-	-

资料来源：公司公告，招商证券

依托已有技术与市场，新增分布式能源成套设备产能：公司此次增产的智能逆变器主要面向国内市场；分布式能源成套设备主要目标市场为非洲、中东及部分东南亚地区。

国家光伏“十三五”规划到 2020 年底光伏装机达到 105GW，而 2016 年底光伏累计装机容量达到 77.42GW，则未来四年年均新增装机 6.89GW，预计未来新增光伏发电装机容量中 90%并入配电网，中国光伏逆变器市场年均需求约为 6.2GW。结合国内外市场需求，光伏逆变器产能消化良好。

在欧洲这样分布式起步较早的国家分布式能源基本已经达到饱和，但是亚洲、非洲、南美洲、中东等发展中国家和地区，电力需求缺口较大，分布式能源发电可充分利用不同形式的能源满足社会用电需求，存在较大潜力。

表 9：分布式能源成套设备产业化项目预计产量

产品类型	产品名称	规格	产量	备注
智能逆变器	4KW 智能逆变器	4KW	10000	其中 700 台为成套设备
	15KW 智能逆变	15KW	4000 台	其中 280 台为成套设备
	500KW 智能逆变	500KW	300 台	其中 6 台为成套设备
分布式能源发电成套设备	光伏发电成套设备	1MW	7 套	
	光气互补发电成	1MW	2 套	
	光油互补发电成	1MW	1 套	

资料来源：招股说明书、招商证券

智能微网规模爆发，实施智能微网研制与成套设备产业化项目：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。保守估计“十三五”期间有望完成微电网示范工程 200 个。以每个微电网装机容量 3MW 计算，投资按 5 千万/MW 计算，则“十三五”期间装机容量可达 600MW，预计市场投资额 200-300 亿元，微电网将迎来高速发展。

表 10：微电网系统预计产量

产品名称	年产量(套)	
3MW 微电网成套系统	8	
1MW 微电网成套系统	15	
微电网成套系统子系统	3MW 能量管理系统	10
	1MW 能量管理系统	10
	3MW 微电网保护及控制系统	10
	1MW 微电网保护及控制系统	10
	中压纹波信号发生器	10
	低压纹波信号发生器	10
	纹波信号接收器	100,000
	收费系统	20

资料来源：招股说明书、招商证券

盈利假设

表 30：公司收入假设（百万元）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
智能用电产品	1,274.9	1,393.4	1,532.8	1,839.3	2,335.9
配用电整体解决方案	646.6	699.0	873.8	1,162.1	1,545.6
电力云服务	37.5	38.7	50.3	55.3	60.8
电网基础设施建设及运营类	3.4	3.6	50.0	150.0	225.0
其他	35.1	46.2	50.8	55.9	61.5
合计	2,000.4	2,180.8	2,557.6	3,262.6	4,228.8

资料来源：公司公告，招商证券

表 31：公司毛利率假设（%）

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
智能用电产品	39.7	40.9	40.9	40.4	40.4
配用电整体解决方案	55.4	51.3	50.3	49.3	49.3
电力云服务	58.8	48.4	48.4	47.4	46.4
电网基础设施建设及运营类	80.5	80.0	75.0	70.0	65.0
其他	59.8	44.6	44.6	44.6	44.6
综合	45.5	44.4	45.0	45.1	45.1

资料来源：公司公告，招商证券

注：盈利假设中，考虑了公司股权激励的费用影响。

附：财务预测

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1878	4660	5243	6181	7416
现金	1003	2072	2572	3209	3954
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	23	31	32	41	55
应收款项	513	645	694	865	1159
其它应收款	30	24	28	36	47
存货	280	363	388	495	658
其他	30	1526	1529	1535	1543
非流动资产	503	613	588	569	556
长期股权投资	28	18	18	18	18
固定资产	153	342	426	422	422
无形资产	131	161	145	130	117
其他	191	93	(0)	(1)	(1)
资产总计	2381	5273	5832	6751	7972
流动负债	641	834	836	1008	1244
短期借款	9	0	0	0	0
应付账款	357	415	482	613	795
预收账款	42	61	71	91	118
其他	234	357	283	304	331
长期负债	139	256	256	256	256
长期借款	102	204	204	204	204
其他	37	52	52	52	52
负债合计	780	1090	1092	1264	1500
股本	280	373	373	373	373
资本公积金	329	2371	2371	2371	2371
留存收益	992	1439	1996	2742	3728
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1601	4183	4740	5486	6472
负债及权益合计	2381	5273	5832	6751	7972

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	458	499	575	657	769
净利润	433	521	575	759	1004
折旧摊销	27	30	48	47	44
财务费用	5	17	(24)	(22)	(24)
投资收益	(2)	11	0	0	0
营运资金变动	(4)	(118)	(27)	(134)	(265)
其它	(0)	38	4	6	11
投资活动现金流	(89)	(1795)	(24)	(28)	(30)
资本支出	(100)	(101)	(24)	(28)	(30)
其他投资	12	(1694)	0	0	0
筹资活动现金流	(164)	2133	(51)	9	6
借款变动	(111)	(78)	(57)	0	0
普通股增加	0	93	0	0	0
资本公积增加	(11)	2042	0	0	0
股利分配	(8)	(10)	(18)	(13)	(17)
其他	(35)	86	24	22	24
现金净增加额	205	838	500	637	745

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2000	2181	2558	3263	4229
营业成本	1091	1212	1406	1790	2321
营业税金及附加	11	20	24	30	39
营业费用	205	205	215	267	338
管理费用	189	252	337	381	451
财务费用	39	(83)	(24)	(22)	(24)
资产减值损失	0	28	4	6	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	(11)	0	0	0
营业利润	467	536	596	810	1092
营业外收入	61	73	73	73	73
营业外支出	12	4	4	4	4
利润总额	516	605	665	878	1161
所得税	82	83	90	119	157
净利润	434	521	575	759	1004
少数股东损益	1	0	0	0	0
归属于母公司净利润	433	521	575	759	1004
EPS (元)	1.16	1.40	1.54	2.03	2.69

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	16%	9%	17%	28%	30%
营业利润	28%	15%	11%	36%	35%
净利润	22%	20%	10%	32%	32%
获利能力					
毛利率	45.5%	44.4%	45.0%	45.1%	45.1%
净利率	21.7%	23.9%	22.5%	23.3%	23.7%
ROE	27.1%	12.5%	12.1%	13.8%	15.5%
ROIC	24.3%	8.8%	10.0%	12.0%	13.8%
偿债能力					
资产负债率	32.8%	20.7%	18.7%	18.7%	18.8%
净负债比率	6.3%	5.0%	3.5%	3.0%	2.6%
流动比率	2.9	5.6	6.3	6.1	6.0
速动比率	2.5	5.2	5.8	5.6	5.4
营运能力					
资产周转率	0.8	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	3.9	3.8	3.7	4.1	4.0
应收帐款周转率	3.8	3.8	3.8	4.2	4.2
应付帐款周转率	3.0	3.1	3.1	3.3	3.3
每股资料 (元)					
每股收益	1.16	1.40	1.54	2.03	2.69
每股经营现金	1.23	1.34	1.54	1.76	2.06
每股净资产	4.29	11.20	12.70	14.69	17.34
每股股利	0.01	0.05	0.03	0.05	0.07
估值比率					
PE	37.1	30.9	28.0	21.2	16.0
PB	10.0	3.8	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	63.3	70.2	53.7	39.9	29.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

胡毅：曾就职于力神、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究储能与新能源电池产业。

赵智勇：曾就职于艾默生、GE，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业分析师，研究工控自动化与信息化产业。

陈术子：上海交通大学硕士，曾就职于光大证券，2015 年加入招商证券，研究新能源发电产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。