

审慎推荐-A (维持)

海兴电力 603556.SH

目标估值: 52-57 元  
当前股价: 44.8 元  
2017 年 04 月 28 日

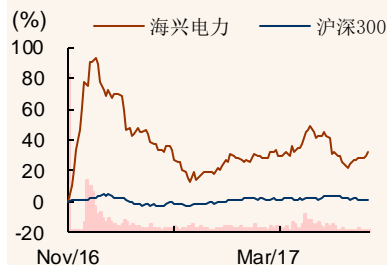
业绩超预期, 海外业务高增长

基础数据

上证综指	3155
总股本(万股)	37334
已上市流通股(万股)	9334
总市值(亿元)	167
流通市值(亿元)	42
每股净资产(MRQ)	11.8
ROE(TTM)	12.3
资产负债率	20.6%
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	-11	87	87
相对表现	-10	84	78



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

1、《海兴电力(603556)——深耕海外市场, 从产品销售走向项目开发与解决方案》2017-04-21

游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

陈术子

chenshuzi@cmschina.com.cn  
S1090516080001

研究助理

赵智勇  
021-68407742  
zhaozy5@cmschina.com.cn

公司发布 2017 年 1 季报: 公司实现收入 5.3 亿元, 同比增长 55.1%, 归上净利润 1.37 亿元, 同比增长 17.7%, 扣非净利润 1.36 亿元, 同比增长 24.7%; 公司业绩略超预期。公司收入高增长主要是海外业务贡献, 毛利率下降与上年基数较高有关。公司不是以成本控制为主要特点的电力表计生产公司, 在海外业务中, 也更多的承担项目开发与解决方案提供商角色。公司在海外 80 多个国家与地区还有业务与服务网络, 并在其中很多地区实现了自主管理的本土化营销。公司的海外产品面可能继续扩宽, 海外业务的产值与效率也有望继续提升。维持审慎推荐评级, 提高目标价为 52-57 元。

- **业绩略超预期:** 公司收入同比增长 55.1%, 归上净利润同比增长 17.7%, 扣非净利润增长 24.7%, 公司业绩市场预期。公司收入增长主要是海外业务贡献, 公司综合毛利率 47.7%, 较上年同期下降 11 个百分点, 主要是上年同期毛利率基数较高, 报告期的毛利率处于近几年的平均水平, 财务费用变动可能主要系汇兑损益影响。
- **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。
- **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, 海外收入已超过了国内业务。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和较强的品牌影响力。
- **维持“审慎推荐-A”投资评级:** 维持审慎推荐评级, 调整目标价为 52-57 元。
- **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	2725	3463	4484
同比增长	16%	9%	25%	27%	29%
营业利润(百万元)	467	536	622	845	1139
同比增长	28%	15%	16%	36%	35%
净利润(百万元)	433	521	599	792	1046
同比增长	22%	20%	15%	32%	32%
每股收益(元)	1.16	1.40	1.60	2.12	2.80
PE	38.6	32.1	27.9	21.1	16.0
PB	10.4	4.0	3.5	3.0	2.5

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

1、季报要点与分析 .....	3
2、从产品销售走向项目开发与解决方案 .....	4

## 图表目录

表 1：业绩摘要 .....	3
表 2：公司有先行意义的经营指标分析（百万元） .....	3
表 3：ROE 比较（%） .....	4
表 4：ROA 比较（%） .....	4
表 5：ROIC 比较（%） .....	4
表 6：经营现金净额/税后净利润比（%） .....	4
表 7：估算的自由现金流/税后净利润比（%） .....	5
附：财务预测表 .....	6

## 1、季报要点与分析

**业绩摘要：**公司实现收入 5.3 亿元，同比增长 55.1%，归上净利润 1.37 亿元，同比增长 17.7%，扣非净利润 1.36 亿元，同比增长 24.7%；公司业绩略超预期。

公司收入增长主要是海外业务贡献，国内电力表计市场预计全年都可能比较平稳。

公司综合毛利率 47.7%，较上年同期下降 11 个百分点，主要是上年同期毛利率基数较高，报告期的毛利率处于近几年的平均水平，财务费用变动可能主要系汇兑损益影响。

综合公司业务布局、行业态势，以及公司财务情况，我们预计公司有望保持较快的增长。

**表 1：业绩摘要**

(人民币, 百万)	2016 年 Q1	2017 年 Q1	同比变动 (%)
营业收入	341.92	530.25	55.08
销售税金	(9.38)	(9.20)	(1.94)
营业成本	(141.43)	(277.38)	96.13
毛利润	191.11	243.67	27.50
销售费用	(29.25)	(39.78)	36.01
管理费用	(49.84)	(58.20)	16.77
经营利润	112.01	145.68	30.06
资产减值损失	3.60	(3.53)	(198.10)
公允价值变动收益	0.00	0.00	
财务费用	7.22	(2.63)	(136.47)
投资收益	0.17	3.70	2104.95
营业外收入	12.58	17.49	39.06
营业外支出	(0.33)	(0.20)	(40.17)
利润总额	135.24	160.51	18.68
所得税	(19.08)	(23.76)	24.51
税后净利润	116.16	136.75	17.72
少数股东权益	0.00	0.00	
归母净利润	116.16	136.75	17.72
扣非后归母净利润	109.30	136.30	24.70
<b>主要比率 (%)</b>			<b>百分点变动</b>
毛利率	58.64	47.69	(10.95)
销售费用率	8.56	7.50	(1.05)
管理费用率	14.58	10.98	(3.60)
财务费用率	(2.11)	0.50	2.61
经营利润率	32.76	27.47	(5.29)
税后净利率	33.97	25.79	(8.18)
所得税率	14.11	14.80	0.69

资料来源：公司资料、招商证券

**表 2：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

## 2、从产品销售走向项目开发与解决方案

**公司经营真实、高效：**公司人均产值、人均销售等指标显著高于同类企业，资本回报水平也比较高，相较于同行企业，现金回款情况很好，并在持续产生自由现金流。

通过分析对比，我们判断公司经营比较真实，经营效率差异有几个方面原因，一方面公司有一部分合同工使用，因而在编人均产值偏高；另一方面，公司的产品相对较多，除电表、采集器、用户信息与计费系统之外，还有一部分配网设备与系统，销售效率会高于单一产品模式；此外，在海外如巴西等地区有工厂与生产基地，全球化的业务与生产布局格局，效率会更稍高一些。

**表 3：ROE 比较 (%)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
海兴电力	35.7	39.6	32.0	29.8	29.5	18.0
炬华科技	39.4	43.0	40.3	32.0	24.3	21.4
三星医疗	16.2	12.7	12.9	16.0	20.7	16.1
林洋能源	14.1	13.7	15.0	14.8	12.5	7.2
科陆电子	6.5	6.9	6.6	9.0	10.4	10.9

资料来源：公司数据，招商证券

**表 4：ROA 比较 (%)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
海兴电力	18.8	21.7	19.8	19.3	19.1	13.6
炬华科技	18.1	22.4	21.8	18.3	15.2	15.0
三星医疗	8.3	7.6	7.6	8.0	8.7	8.3
林洋能源	8.8	9.8	11.4	10.7	9.2	5.1
科陆电子	3.0	3.1	3.0	3.4	2.7	2.5

资料来源：公司数据，招商证券

**表 5：ROIC 比较 (%)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
海兴电力	29.8	32.9	27.8	26.8	26.8	16.8
炬华科技	31.8	35.1	32.5	26.1	20.5	18.7
三星医疗	14.3	11.3	10.8	10.7	11.8	11.0
林洋能源	13.0	13.2	14.5	13.5	10.4	5.7
科陆电子	4.0	4.1	3.9	4.3	3.8	3.6

资料来源：公司数据，招商证券

**表 6：经营现金净额/税后净利润比 (%)**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
海兴电力	114	68	88	95	106	96
炬华科技	113	68	94	82	68	94
三星医疗	(13)	235	96	82	96	111
林洋能源	(14)	52	66	8	53	(73)
科陆电子	(534)	390	81	141	(148)	(24)

资料来源：公司数据，招商证券

表 7：估算的自由现金流/税后净利润比 (%)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
海兴电力	96.6	33.7	50.8	74.6	82.5	76.5
炬华科技	60	45	87	73	62	80
三星医疗	(66)	145	60	2	45	76
林洋能源	(85)	23	44	(115)	(139)	(527)
科陆电子	(793)	127	(143)	(478)	(905)	(475)

资料来源：公司数据，招商证券

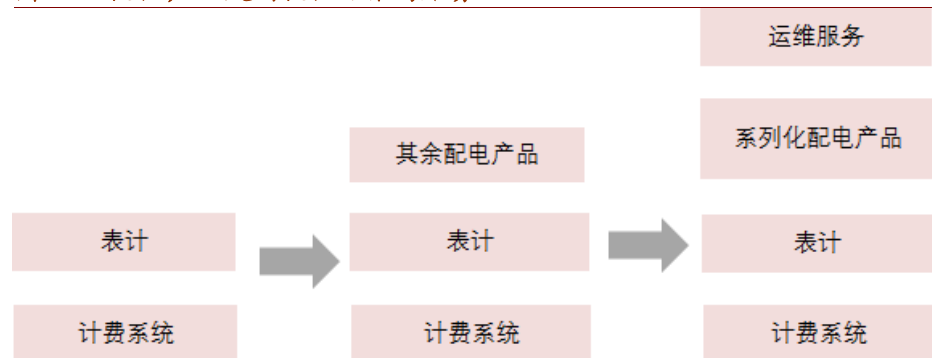
**公司的海外业务不只是产品销售，也是项目开发：**国内电表的主要客户电网公司规模大又集中经营，在表计、计费系统方面高度统一和标准，对表计产品的硬件、软件都有非常详细规范的要求。因此，国内电表企业主要是成本控制和精益化生产的竞争。

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。

**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 1 从提供产品走向提供方案与服务



资料来源：招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	1878	4660	5264	6167	7369
现金	1003	2072	2512	3100	3782
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	23	31	34	44	59
应收款项	513	645	740	918	1229
其它应收款	30	24	30	39	50
存货	280	363	417	530	704
其他	30	1526	1530	1537	1545
<b>非流动资产</b>	503	613	651	713	800
长期股权投资	28	18	18	18	18
固定资产	153	342	315	393	493
无形资产	131	161	145	130	117
其他	191	93	173	173	172
<b>资产总计</b>	<b>2381</b>	<b>5273</b>	<b>5915</b>	<b>6880</b>	<b>8169</b>
<b>流动负债</b>	641	834	879	1060	1310
短期借款	9	0	0	0	0
应付账款	357	415	515	654	847
预收账款	42	61	76	97	125
其他	234	357	287	309	338
<b>长期负债</b>	139	256	256	256	256
长期借款	102	204	204	204	204
其他	37	52	52	52	52
<b>负债合计</b>	<b>780</b>	<b>1090</b>	<b>1135</b>	<b>1316</b>	<b>1566</b>
股本	280	373	373	373	373
资本公积金	329	2371	2371	2371	2371
留存收益	992	1439	2036	2820	3859
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1601	4183	4780	5564	6603
<b>负债及权益合计</b>	<b>2381</b>	<b>5273</b>	<b>5915</b>	<b>6880</b>	<b>8169</b>

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	458	499	558	679	800
净利润	433	521	599	792	1046
折旧摊销	27	30	43	42	45
财务费用	5	17	(24)	(21)	(22)
投资收益	(2)	11	0	0	0
营运资金变动	(4)	(115)	(67)	(140)	(280)
其它	(0)	35	6	6	11
<b>投资活动现金流</b>	(89)	(1795)	(81)	(105)	(132)
资本支出	(100)	(101)	(81)	(105)	(132)
其他投资	12	(1694)	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(164)	2133	(36)	13	15
借款变动	(111)	(83)	(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)	(5)	(2)	(8)	(7)
其他	(35)	86	24	21	22
<b>现金净增加额</b>	<b>205</b>	<b>838</b>	<b>441</b>	<b>587</b>	<b>682</b>

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
<b>营业收入</b>	2000	2181	2725	3463	4484
营业成本	1091	1212	1505	1910	2473
营业税金及附加	11	20	25	32	42
营业费用	205	205	229	284	359
管理费用	189	252	361	407	483
财务费用	39	(83)	(24)	(21)	(22)
资产减值损失	0	28	6	6	11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	2	(11)	0	0	0
<b>营业利润</b>	467	536	622	845	1139
营业外收入	61	73	75	75	75
营业外支出	12	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	516	605	693	916	1210
所得税	82	83	94	124	164
<b>净利润</b>	434	521	599	792	1046
少数股东损益	1	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	433	521	599	792	1046
<b>EPS (元)</b>	1.16	1.40	1.60	2.12	2.80

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>年成长率</b>					
营业收入	16%	9%	25%	27%	29%
营业利润	28%	15%	16%	36%	35%
净利润	22%	20%	15%	32%	32%
<b>获利能力</b>					
毛利率	45.5%	44.4%	44.8%	44.9%	44.9%
净利率	21.7%	23.9%	22.0%	22.9%	23.3%
ROE	27.1%	12.5%	12.5%	14.2%	15.8%
ROIC	24.3%	8.8%	10.4%	12.4%	14.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	32.8%	20.7%	19.2%	19.1%	19.2%
净负债比率	6.3%	5.0%	3.5%	3.0%	2.5%
流动比率	2.9	5.6	6.0	5.8	5.6
速动比率	2.5	5.2	5.5	5.3	5.1
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.8	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	3.9	3.8	3.9	4.0	4.0
应收帐款周转率	3.8	3.8	3.9	4.2	4.2
应付帐款周转率	3.0	3.1	3.2	3.3	3.3
<b>每股资料 (元)</b>					
每股收益	1.16	1.40	1.60	2.12	2.80
每股经营现金	1.23	1.34	1.49	1.82	2.14
每股净资产	4.29	11.20	12.80	14.90	17.69
每股股利	0.01	0.01	0.02	0.02	0.02
<b>估值比率</b>					
PE	38.6	32.1	27.9	21.1	16.0
PB	10.4	4.0	3.5	3.0	2.5
EV/EBITDA	71.6	79.4	58.7	43.5	32.4



## 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。