

“一带一路”配用电龙头企业

——海兴电力（603556）调研报告

分析师：伊晓奕

SAC NO: S1150512100001

2017年05月26日

证券分析师

伊晓奕

022-23861673

yixy@bhzq.com

投资要点：

● 稳健增长的智能用电企业

海兴电力智能用电产品系列齐全、技术先进，具有很强的国际竞争力，并将电力自动化核心技术应用到配网产品领域，研发出新一代智能配网产品及解决方案。公司近年来业绩稳健增长，近三年营收复合增长率达到 12.56%，净利润的复合增长率为 20.65%。公司发布 2017 年限制性股票激励计划，解锁条件为以 2015 年净利润为基数，2017 年、2018 年、2019 年的各年度实现的净利润较 2015 年相比，增长比例分别不低于 40%、75%、110%。

● 产品线丰富 满足不同客户群需求

公司深耕表计领域，围绕国内外电力客户对配电侧产品和服务的需求，致力于开拓智能配用电系统解决方案等高附加值产品，将产业链延伸至电力云服务（集抄系统、配网管理、SCADA、账单）、电力运维和运营服务领域，形成强大的一体化产品供给能力。

● “一带一路”践行者 海外业务如火如荼

公司最早起家于海外，一直到 2009 年国内电能表开始统一招标之后逐步开拓国内市场，目前海外与国内的产品占比基本保持在 5.5:4.5 左右。公司深谙海外市场，在产品开发上始终保持和国际技术标准接轨，是我国最早获得国际认证的电能表企业之一。目前公司产品及服务销往全球 80 多个国家和地区，覆盖“一带一路”沿线 36 个国家，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，在行业内享有较高的知名度。

● 国内表计企业第一梯队 市场份额稳定

公司的截止到 2016 年 6 月，公司在国网的电能表招标中，中标数量累计排名第五，市场份额 3.83%，市场份额比较稳定。近年来公司的国内业务毛利率保持在 35%以上，基本体现了公司国内表计业务的盈利能力，显著高于行业平均水平。除了电能表产品，公司也在配用电领域延伸产业链，16 年智能开关、环网柜产品成功通过国家电网公司组织的供应商现场审核，环网柜产品在国家电网公司组织的集中招标项目中成功实现中标。

● 盈利预测与投资评级

我们看好公司在海外业务的发展前景，公司由表计产品提供商向综合能源服务商转型，将进一步提升客户黏性，全方位包裹目标市场，成为一体化的综合服务企业。而国内业务，目前以表计产品为主，待市场成熟，公司凭借在海外市场多年的配售电业务运营经验，可以在国内市场迅速开展业务，占领先机。

预计公司 2017-2019 年的营业收入为：27.81、35.01、42.01 亿元，分别同比

评级：

增持

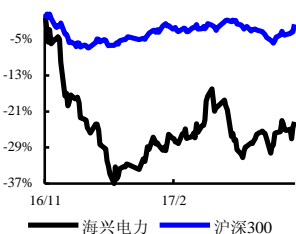
上次评级：

目标价格：

最新收盘价：

46.47

最近半年股价相对走势



相关研究报告

增长 27.50%、25.90%和 20%，实现每股收益 1.71、2.16、2.79 元/股，对应目前股价的 PE 为 27.18 倍、21.51 倍、16.66 倍，给予公司增持评级。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	2000	2181	2781	3501	4201
(+/-)%	16.39%	9.02%	27.50%	25.90%	20.00%
经营利润 (EBIT)	506	453	693	835	1107
(+/-)%	36.14%	-10.52%	52.94%	20.53%	32.52%
净利润	434	521	651	824	1062
(+/-)%	21.20%	20.11%	24.97%	26.45%	28.94%
每股收益 (元)	1.14	1.37	1.71	2.16	.79

风险提示：公司海外业务推广进展低于预期，国内电能表招标规模和价格低于预期

表：三张表及主要财务指标

资产负债表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1878	4660	8438	9527	10779	营业收入	2000	2181	2781	3501	4201
应收票据及账款	513	645	767	1000	1180	营业成本	1091	1212	1494	1909	2193
预付款项	15	19	22	29	33	营业税金及附加	11	20	21	29	33
其他应收款	30	24	35	42	51	销售费用	205	205	257	331	394
存货	280	363	474	592	681	管理费用	189	252	301	379	460
其他流动资产	38	1538	1543	1555	1563	财务费用	39	-83	-61	-88	-107
长期股权投资	28	18	22	24	23	资产减值损失	0	28	15	17	15
固定资产	153	342	325	308	291	投资收益	2	-11	0	0	0
无形资产	131	161	161	161	161	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
其他	191	93	95	93	95	营业利润	467	536	754	923	1214
资产总计	2381	5273	9040	10112	11347	其他非经营损益	49	69	61	64	63
短期借款	9	0	1000	1000	1000	利润总额	516	605	814	987	1276
应付票据及账款	357	415	504	647	742	减：所得税	82	83	163	163	214
其他流动负债	276	419	394	425	445	净利润	434	521	651	824	1062
长期借款	102	204	250	323	383	归属于母公司的净利润	433	521	650	823	1061
其他非流动负债	37	52	48	49	49	少数股东损益	1	0	2	1	1
负债合计	780	1090	2196	2445	2618	基本每股收益	1.55	1.40	1.71	2.16	2.79
少数股东权益	0	0	2	2	3	稀释每股收益	1.55	1.40	1.71	2.16	2.79
股本	280	373	381	381	381	财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
资本公积	357	2385	4387	4387	4387	成长性					
留存收益	992	1439	2074	2897	3959	营收增长率	16.4%	9.0%	27.5%	25.9%	20.0%
归属母公司股东						EBIT 增长率					
权益	1601	4183	6842	7665	8726		28.4%	14.8%	40.6%	22.5%	31.5%
股东权益合计	2381	5273	9040	10112	11347	净利润增长率	22.4%	20.3%	24.7%	26.6%	29.0%
现金流量表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	盈利性					
净利润	434	521	651	824	1062	销售毛利率	45.5%	44.4%	46.3%	45.5%	47.8%
折旧与摊销	27	30	17	17	17	销售净利率	21.7%	23.9%	23.4%	23.5%	25.3%
经营活动现金流	458	499	420	551	795	ROE	27.1%	12.5%	9.5%	10.7%	12.2%
投资活动现金流	-89	-1795	-4	-2	1	ROIC	73.47%	19.25%	27.48%	30.84%	38.61%
融资活动现金流	-164	2133	3109	164	166	估值倍数					
现金净变动	205	838	3524	713	962	PE	28.6	31.7	25.9	20.5	15.9
期初现金余额	800	1003	2072	2072	5596	P/B	7.74	3.95	2.46	2.20	1.93
期末现金余额	1198	2154	#N/A	5596	6309	EV/EBITDA	28.1	31.1	21.1	17.6	13.3

目 录

1. 稳健增长的智能用电企业	6
2. 产品线丰富 满足不同客户群需求	7
3. “一带一路”践行者 海外业务如火如荼	9
4. 国内表计企业第一梯队 市场份额稳定	11
5. 投资建议	12

图 目 录

图 1: 公司主要产品	6
图 2: 公司近年来业绩情况	6
图 3: 公司近年来利润率情况	7
图 4: 公司近年来国内外业务营收占比	9
图 5: 公司近年来国内外业务毛利润情况	10
图 6: 公司主要业务布局	11
图 7: 海兴电力与国内标记龙头企业表计产品利润率对比	12

表 目 录

表 1: 海兴电力科技产品类别	7
表 2: 海兴电力科技提供的解决方案汇总	8
表 3: 海兴电力海外市场产品	9

1. 稳健增长的智能用电企业

杭州海兴电力科技股份有限公司始创于 1992 年，自成立起从事电力计量仪表的研发、生产和销售。公司目前拥有配用电自动化的相关核心技术，涵盖传感、通讯、信息处理、业务管理软件等领域，智能用电系列产品系列齐全、技术先进，具有很强的国际竞争力，并将拥有的电力自动化核心技术应用到配网产品领域，研发出新一代智能配网产品及解决方案。

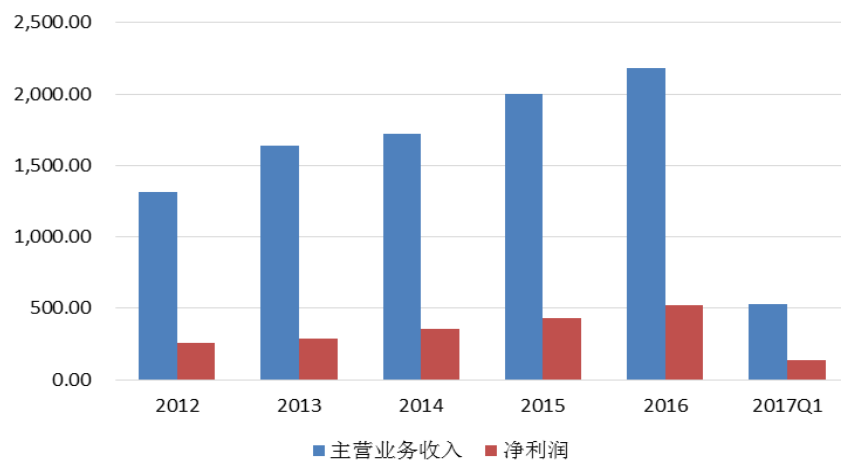
图 1：公司主要产品



资料来源：公司网站

公司近年来业绩稳健增长，近三年营收复合增长率达到 12.56%，净利润的复合增长率为 20.65%。

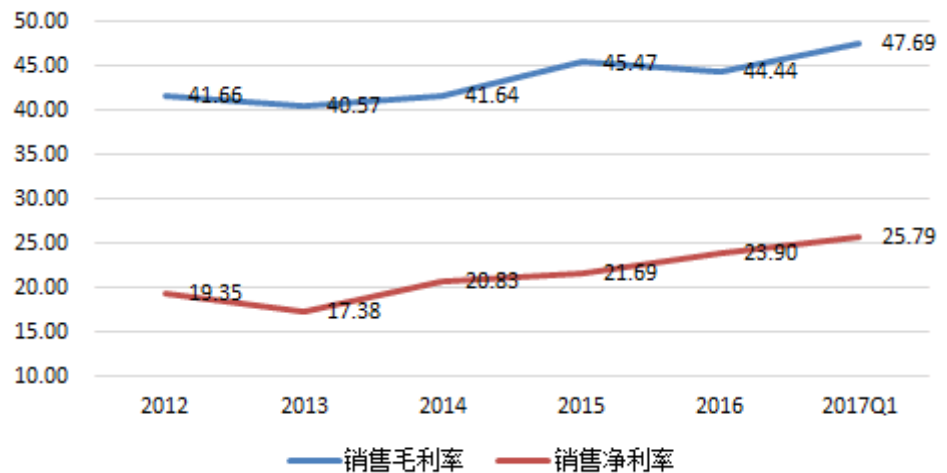
图 2：公司近年来业绩情况



资料来源：渤海证券

公司的盈利能力突出且持续提高，近年来销售毛利率保持在 40%以上，净利润率逐年提升，2017 年 1 季度达到 25.79%，达到近五年来最高水平！

图 3：公司近年来利润率情况



资料来源：渤海证券

2 产品线丰富 满足不同客户群需求

公司深耕表计领域，围绕国内外电力客户对配电侧产品和服务的需求，致力于开拓智能配用电系统解决方案等高附加值产品，将产业链延伸至电力云服务（集抄系统、配网管理、SCADA、账单）、电力运维和运营服务领域，形成强大的一体化产品供给能力。

基础产品

海兴电力科技的产品主要分为智能计量产品、非电计量产品、终端产品、配网产品、通讯产品和其他产品，细分产品种类的数量为 64 种，如下表 1 所示。

表 1：海兴电力科技产品类别

产品分类	每种产品细分 (类)	
智能计量产品	单相智能表	10
	三相智能表	10
	高端计量产品	4
非电计量产品	数显表	4
	智能水表	5
终端产品	国内集抄产品	7
配网产品	互感器	5

	配网自动化终端	11
	变压器优化运行装置	1
	载波通信系列产品	1
通讯产品	微功率无线通信系列产品	1
	公网无线通信系列产品	1
其他产品	封印	1
	电表箱	3
合计		64

资料来源：海兴电力科技公司官网，渤海证券

解决方案

公司在海外市场竞争中不断提高产品能效，由单一的表计产品供应商向电力系统综合解决方案提供商转型，基于不同客户在不同发展阶段的配用电需求，形成从配电网工程总包——配用电产品——配用电系统云服务——能效管理系统的一整套产业链，成为在配用电领域的综合性服务商。

表 2: 海兴电力科技提供的解决方案汇总

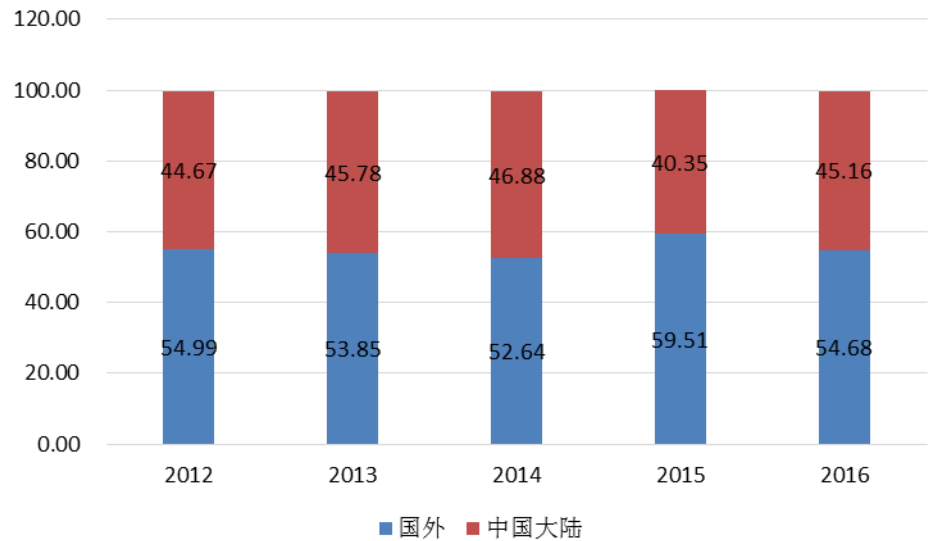
方案名称	方案概述
用电信息采集分析系统	信息采集分析系统是海兴依据电力行业相关技术标准研究开发的用于解决电力公司或各类电力能源管理机构提出的用电信息远程采集和能源数据分析需要的一套整体解决方案。该系统支持包括发电厂、变电站、大用户专变、低压用户等各个电力环节的电力信息远程采集，并实现各环节能源数据分析，根据不同管理人员的管理需求提供不同的数据统计分析支持，帮助电力公司或各类能源管理机构降低能源销售和管理成本，提高经营效率。
电力营销业务费控管理系统	电力营销业务费控管理系统是海兴依据中小型电力公司在售电环节的需求特点和电力自营单位的客户管理、售电管理需要所研究开发的面向中小型电力公司和电力自营单位的一套电力营销业务整体解决方案。该系统采用灵活开放的系统架构设计，严谨的国际安全标准体系，简便的应用管理，提供客户管理、售电管理、营收分析等应用，帮助电力公司和电力自营单位快速实现营销业务管理能力提升，提高资金利用率、降低营销管理成本，提高营收能力和经营效率。
配电自动化总体解决方案	能够实时监测配电线路的开关状态、电流、电压、功率等，并对配电开关执行远程分、合闸操作。主要包括集中型配电自动化方案、电流型馈线自动化方案、电压-时间型馈线自动化方案和混合型馈线自动化方案。
路灯解决方案	应用先进的通信技术和控制技术，智能路灯管理系统让管理员和操作员可以坐在办公室内，远程监视和控制每一盏路灯。对于传统路灯改造项目，本方案能节省电量 25%；LED 光源能节省电量 50%；维护费用节省约 30%。
小区配电房变压器自动优化运行解决方案	在确保变压器安全运行、传输电量满足实际需求的基础上，在充分利用现有设备，不增加设备投资的条件下，通过对变压器实际负荷的实时监测，自动完成变压器的轮换运行、变压器的增投、减投控制，从而达到最大限度地降低变压器的电能损耗和提高电源侧功率因数目的。
开闭所/配电房综合监控系统	配电房综合监控系统完成配电房内 10kV、变压器、400V 所有设备的实时监控；完成配电房实时视频监控、安防等功能，实现了配电房综合自动化监控功能，大大提升了配电房的自动化水平。

资料来源：海兴电力科技公司官网，渤海证券

3 “一带一路”践行者 海外业务如火如荼

公司最早起家于海外，一直到 2009 年国内电能表开始统一招标之后逐步开拓国内市场，目前海外与国内的产品占比基本保持在 5.5:4.5 左右。

图 4: 公司近年来国内外业务营收占比



资料来源: 渤海证券

公司在“一带一路”沿线国家的战略布局不仅仅停留在出口产品上，公司在海外重点国家实施本土化战略，在秘鲁南非等国设立营销总部和营销团队，在印尼、巴西等地设立子公司进行本地化生产和运营，招聘海外市场本土人才，将企业的生产销售管理都融入海外市场，在进一步降低生产成本的同时，与海外市场贴合度更强，更有利于企业快速高效的发现海外市场需求，设计定制化产品和服务，也更有利于销售网络的铺开和核心客户渠道建立。

表 3: 海兴电力海外市场产品

方案名称	产品描述
表计产品	公司拥有符合不同国际及国家标准的完整电能计量系列产品,包括单项电能表、三相电能表、高精度电能表产品,覆盖不同应用领域。
智能电网配用电系统解决方案	公司以电力客户提供系统解决方案为核心业务,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。
配电自动化总体解决方案	能够实时监测配电线路的开关状态、电流、电压、功率等,并对配电开关执行远程分、合闸操作。主要包括集中型配电自动化方案、电流型馈线自动化方案、电压-时间型馈线自动化方案和混合型馈线自动化方案。
系统运营服务	通过提供系统解决方案,公司为客户提供整套系统的咨询、设计、安装、调试等各项服务,同时为了保障系统的正常运行,也为部分电力客户提供系统的运营服务。
配电侧工程总包业务	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,为客户提供配电侧工程项目的成套、集成服务,贯穿项目前期可行性研究阶段、项目执行期的设计、采

请务必阅读正文之后的免责条款部分

数据中心与电力云服务

购、施工、试运行等阶段，以及项目达产期的一个或多个阶段。

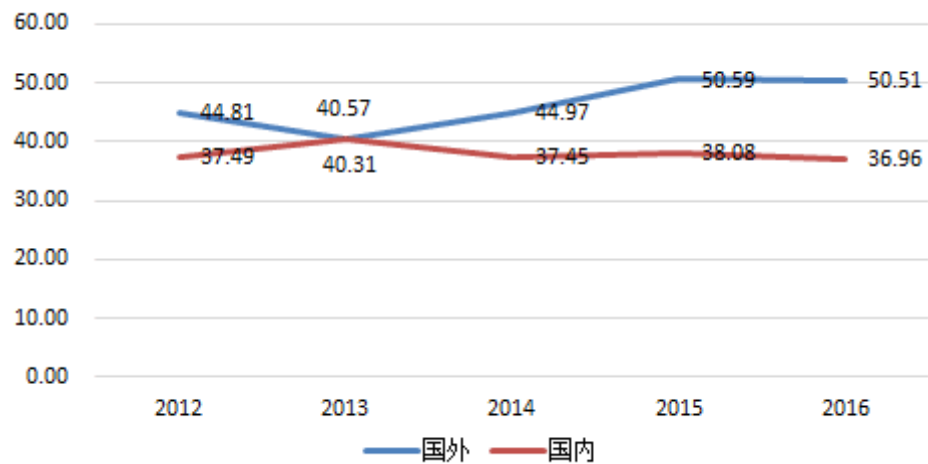
电力云应用方面研发了居民电费结算和支付云平台、电力能效管理云平台、大用户账单系统云平台等，并已经开始为南非、塞内加尔等地的电力公司提供电力云服务。

资料来源：公司招股说明书

公司深谙海外市场，在产品开发上始终保持和国际技术标准接轨，是我国最早获得国际认证的电能表企业之一。认证资质方面，公司产品通过了南非 STS 和 SABS 认证，秘鲁 INACAL 认证，巴拉圭 INTN 认证，智利 SEC 认证、荷兰 KEMA 认证，德国 PTB 认证，欧盟 MID、Euridis、DLMS、CE 认证，南美 INTI、INDECOPI 认证，巴西 INMETRO 认证，哥伦比亚 CIDET 认证，美国 UL、Zigbee 认证、G3 载波认证等各种国际认证，是目前国际市场资质最完整的企业之一。

区别于国内业务，公司海外市场出口业务以直销为主，主要客户为海外电力公司。公司海外市场产品附加值高，在电能表的基础上提供完整解决方案，具有快速定制的客户响应能力，在亚洲、南美、非洲等许多新兴市场国家竞争优势突出，成为当地的智能用电领域的主要供应商之一，相对于国内招标模式，公司海外产品盈利能力更强。

图 5：公司近年来国内外业务毛利润情况



资料来源：渤海证券

公司一直坚持中高端产品的发展战略，成立初期就大力发展海外市场。目前公司产品及服务销往全球 80 多个国家和地区，覆盖“一带一路”沿线 36 个国家，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，在行业内享有较高的知名度。

公司是国家火炬计划重点高新技术企业，在国内外设立多个研发、生产和营销中心，并在海外在市场拥有强大的营销网络，形成公司的核心竞争力之一。

图 6: 公司主要业务布局



资料来源: 渤海证券

4 国内表计企业第一梯队 市场份额稳定

公司在国内的产品主要包括表计产品、智能用电系统产品、智能配网系统产品等。在国内市场，公司主要是以参与国网和南网的招标形式实现对外销售。两网招标对于竞标企业有着明确的要求，主要体现在企业资质、产品性能、运行业绩等等。从 2009 年国家电网实行智能电表统一招标开始，国内大多数企业都是参与两网的招标来实现销售，因此两网招标的结果基本体现了公司在国内的市场地位。截止到 2016 年 6 月，公司在国网的电能表招标中，中标数量累计排名第五，市场份额 3.83%，市场份额比较稳定。

表 4: 公司表计产品中标数量 (只) 及市场份额

项目	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1-6 月	
	数量	份额	数量	份额	数量	份额	数量	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%

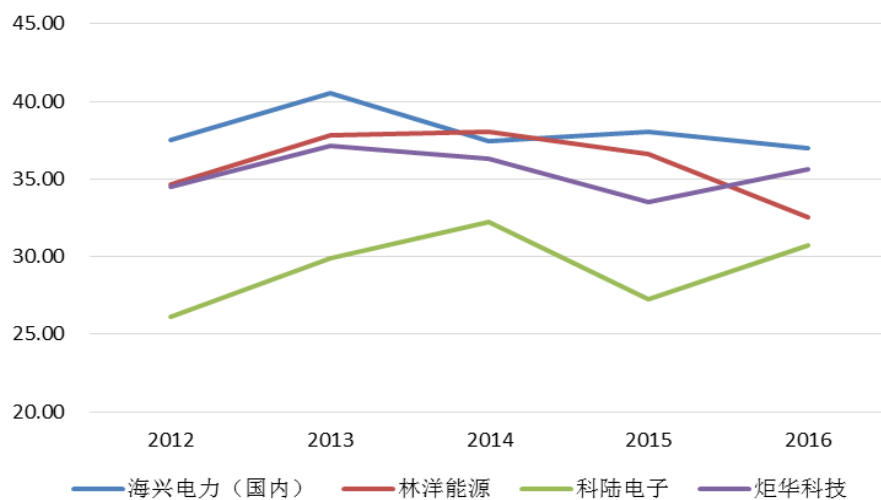
资料来源: 公司招股说明书

从盈利能力来看，公司的国内表计业务利润率水平显著高于在国内表计行业的平均水平。我们选取了林洋能源、科陆电子和炬华科技三家企业作为比较公司，基

本上代表了国内电能表行业第一梯队的水平。为了更精准的体现电表单业务的盈利能力，我们将三家企业的非表计业务剥离，只比较电能表和用电信息采集业务的毛利率水平（科陆电子由于 2015-2016 年的报表不再拆分出仪器仪表业务板块，故取智能电网板块近似替代，该板块利润率水平略高于电能表板块），海兴电力我们只比较国内业务毛利率。

近年来海兴电力的国内业务毛利率保持在 35%以上，基本体现了国内表计业务的盈利能力，显著高于行业的平均水平。

图 7：海兴电力与国内标记龙头企业表计产品利润率对比



资料来源：渤海证券

除了电能表产品，公司也在配用电领域延伸产业链，16 年智能开关、环网柜产品成功通过国家电网公司组织的供应商现场审核，环网柜产品在国家电网公司组织的集中招标项目中成功实现中标。

未来随着我国智慧城市的建设的不断深入，电表的智能化改造有望不断升级，四表融合也为表计行业带来了新的市场空间，这将更有利于海兴电力这种具有丰富技术积累，综合实力强的龙头企业进一步扩大市场占有率。

5 盈利预测与投资建议

我们看好公司在海外业务的发展前景，公司由表计产品提供商向综合能源服务商转型，将进一步提升客户黏性，全方位包裹目标市场，成为一体化的综合服务企业。而国内业务，目前以表计产品为主，待市场成熟，公司凭借在海外市场多年的配售电业务运营经验，可以在国内市场迅速开展业务，占领先机。

预计公司 2017-2019 年的营业收入为：27.81、35.01、42.01 亿元，分别同比增长 27.50%、25.90%和 20%，实现每股收益 1.71、2.16、2.79 元/股，对应目前股价的 PE 为 27.18 倍、21.51 倍、16.66 倍，给予公司增持评级。

表 5 公司业绩预测表 (百万)

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	2000	2181	2781	3501	4201
(+/-)%	16.39%	9.02%	27.50%	25.90%	20.00%
经营利润 (EBIT)	506	453	693	835	1107
(+/-)%	36.14%	-10.52%	52.94%	20.53%	32.52%
净利润	434	521	651	824	1062
(+/-)%	21.20%	20.11%	24.97%	26.45%	28.94%
每股收益 (元)	1.14	1.37	1.71	2.16	2.79

风险提示：公司海外业务推广进展低于预期，国内电能表招标规模和价格低于预期

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。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。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华
+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

王洪磊
+86 22 2845 1975
朱晟君
+86 22 2386 1673

环保行业研究小组

林徐明
+86 10 6878 4238
刘蕾
+86 10 6878 4250

电力设备与新能源行业研究

伊晓奕
+86 22 2845 1632

医药行业研究小组

任宪功 (部门经理)
+86 10 6878 4237
王斌
+86 22 2386 1355
赵波
+86 10 6878 4256

通信 & 电子行业研究小组

徐勇
+86 10 6878 4235
高峰
+86 10 6878 4251
宋敬祎
杨青海
+86 10 6878 4239

家用电器行业研究

安伟娜
+86 22 2845 1131

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2386 1319

机械行业研究

李骥
+86 10 6878 4263

新材料行业研究

张敬华
+86 10 6878 4257

食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉
+86 22 2845 1625

休闲服务行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

证券行业研究

任宪功 (部门经理)
+86 10 6878 4237
洪程程
+86 10 6878 4260

金融工程研究 & 部门经理

崔健
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

潘炳红
+86 22 2845 1684
李莘泰

衍生品类研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮

CTA策略研究

郝惊
+86 22 2386 1600

基金研究

刘洋
+86 22 2386 1563

债券研究

王琛皞
+86 22 2845 1802

流动性、战略研究 & 部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
杜乃璇
+86 22 2845 1945

博士后工作站

冯振 债券·经纪业务创新发展研究
+86 22 2845 1605
朱林宁 量化·套期保值模型研究

综合质控 & 部门经理

郭靖
+86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

行政综合

白骐玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn