

2017年06月05日

海兴电力 (603556.SH)

表计龙头：技术营销内外创新，国内领先诚走四海

■智能电表海外领先，国内业务后来居上：公司作为我国最大的自主品牌电能表出口企业，长期深耕海外市场，业务遍布五大洲 80 多个国家和地区。公司在海外注重本土化经营，积极建设海外本土化营销网络的同时大力布局海外生产性公司。一季报实现营收 5.3 亿元，同比增长 55.1%，归母净利润 1.37 亿元，同比增长 17.7% 亿元，业绩超预期。营收增长主要由海外业务贡献，未来公司海外产品面有望继续丰富，其产值有望继续提升。在国内，公司凭借海外积累的技术和管理优势实现市占率和国网中标量的快速提升，目前稳居国网电能表招标第一梯队。

■受益政策利好，行业上下游助力业绩增长：形势政策利好：人民币自 2016 年下半年开始出现较大幅度的贬值，对主要布局海外市场的公司来讲，人民币贬值走势利好公司的经营业绩；公司产品和服务覆盖“一带一路”沿线 36 个国家，各国电力建设需求巨大，为公司提供广阔的海外市场。公司所处行业上下游也相当给力：上游行业价格稳定向下，对公司采购成本影响较小；下游需求上扬，新兴经济体电力基础设施建设市场规模扩大、国内兴起智能电表浪潮以及 2017 年新一轮农网升级关键年，都将使作为行业龙头的公司充分受益下游需求红利。

■内外兼修：技术、营销两不误；国内、海外都兼顾：首先，公司长期服务于海外市场客户，深谙新兴市场迥异需求，精于产品定制化及配用电一体化解决方案，在海外市场具备突出的竞争优势。其次，公司的研发创新水平一流，有完整的国际认证产品线，是智能配用电领域行业标准和方案引领者。再者，智能电网的发展既增大了智能配用电系统及产品的发展空间，也进一步提高了行业的技术、质量、资质、品牌壁垒，这会使新企业进入不易，而令在位者游刃有余，减少同行竞争风险，保证公司利润。最后，公司坚持在国内外市场实行自主品牌战略、中高端品牌战略，产品在质量、技术、服务等方面在国内外有口皆碑；全球化业务布局领先，与海外市场电力公司建立了长期的良好合作；公司致力于海外营销网络建设，并在重点市场进行本土化生产、管理和经营。

■投资建议：我们预计公司 2017 年-2019 年的净利润分别为 6.42 亿、7.96 亿、9.90 亿，增速分别为 23.13%、24.03%、24.41%，当前股价对应 PE 分别为 28.0/22.6/18.2 倍；首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 55 元。

公司快报

证券研究报告

仪器仪表

投资评级 **买入-A**
首次评级

6 个月目标价：**55.00 元**
股价 (2017-06-02) **47.28 元**

交易数据

总市值 (百万元)	17,991.32
流通市值 (百万元)	4,413.12
总股本 (百万股)	380.53
流通股本 (百万股)	93.34
12 个月价格区间	34.03/65.66 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.99	11.42	-5.68
绝对收益	5.04	7.92	

邓永康

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

陈乐

报告联系人

chenle1@essence.com.cn

相关报告

■风险提示：智能电网建设不及预期，汇率波动风险，募投项目建设进度不及预期，市场竞争加剧等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,000.4	2,180.8	2,687.6	3,341.3	4,192.2
净利润	433.4	521.2	641.8	796.1	990.4
每股收益(元)	1.14	1.37	1.69	2.09	2.60
每股净资产(元)	4.21	10.99	12.73	14.83	17.43

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	41.5	34.5	28.0	22.6	18.2
市净率(倍)	11.2	4.3	3.7	3.2	2.7
净利润率	21.7%	23.9%	23.9%	23.8%	23.6%
净资产收益率	27.1%	12.5%	13.2%	14.1%	14.9%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	65.2%	57.5%	25.1%	48.1%	51.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,000.4	2,180.8	2,687.6	3,341.3	4,192.2	成长性					
减:营业成本	1,090.8	1,211.8	1,468.3	1,823.1	2,248.3	营业收入增长率	16.4%	9.0%	23.2%	24.3%	25.5%
营业税费	10.9	20.3	18.8	23.3	30.1	营业利润增长率	28.4%	14.8%	29.9%	25.9%	25.1%
销售费用	205.4	205.0	212.9	286.6	379.0	净利润增长率	22.4%	20.3%	23.1%	24.0%	24.4%
管理费用	189.3	251.7	289.3	353.9	459.7	EBITDA 增长率	34.4%	-9.8%	45.4%	22.6%	25.0%
财务费用	39.2	-83.0	-17.9	-41.1	-47.3	EBIT 增长率	36.1%	-10.5%	49.7%	23.2%	25.5%
资产减值损失	0.0	27.8	17.7	15.2	20.2	NOPLAT 增长率	31.5%	-8.3%	49.0%	22.6%	26.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.1%	241.6%	-36.2%	19.1%	24.1%
投资和汇兑收益	2.4	-11.3	-2.4	-3.8	-5.8	净资产增长率	19.3%	161.3%	15.9%	16.4%	17.6%
营业利润	467.1	536.0	696.1	876.7	1,096.3	利润率					
加:营业外净收支	48.8	68.6	54.9	57.5	60.3	毛利率	45.5%	44.4%	45.4%	45.4%	46.4%
利润总额	515.9	604.7	751.1	934.1	1,156.6	营业利润率	23.3%	24.6%	25.9%	26.2%	26.2%
减:所得税	81.9	83.4	106.6	136.6	164.3	净利润率	21.7%	23.9%	23.9%	23.8%	23.6%
净利润	433.4	521.2	641.8	796.1	990.4	EBITDA/营业收入	26.5%	22.0%	25.9%	25.6%	25.5%
						EBIT/营业收入	25.3%	20.8%	25.2%	25.0%	25.0%
资产负债表						运营效率					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	固定资产周转天数	27	41	45	35	26
货币资金	1,003.0	2,071.6	3,355.0	3,872.1	4,444.5	流动营业资本周转天数	51	173	187	122	129
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	324	540	655	612	582
应收账款	542.9	669.0	843.9	1,032.3	1,315.4	应收账款周转天数	102	100	101	101	101
应收票据	22.7	31.1	28.6	47.1	50.1	存货周转天数	50	53	49	50	50
预付账款	14.8	18.8	14.3	29.8	25.9	总资产周转天数	409	632	736	675	631
存货	279.6	362.5	368.9	565.9	588.8	投资资本周转天数	120	248	255	175	170
其他流动资产	15.2	1,507.1	515.5	679.3	900.6	投资回报率					
可供出售金融资产	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	ROE	27.1%	12.5%	13.2%	14.1%	14.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	18.2%	9.9%	11.3%	11.7%	12.6%
长期股权投资	27.6	17.8	17.8	17.8	17.8	ROIC	65.2%	57.5%	25.1%	48.1%	51.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	153.4	341.8	328.5	315.2	301.9	销售费用率	10.3%	9.4%	7.9%	8.6%	9.0%
在建工程	122.8	41.5	41.5	41.5	41.5	管理费用率	9.5%	11.5%	10.8%	10.6%	11.0%
无形资产	130.8	160.7	155.6	150.6	145.6	财务费用率	2.0%	-3.8%	-0.7%	-1.2%	-1.1%
其他非流动资产	67.4	50.2	48.8	53.0	49.4	三费/营业收入	21.7%	17.1%	18.0%	17.9%	18.9%
资产总额	2,381.2	5,272.8	5,719.4	6,805.6	7,882.4	偿债能力					
短期债务	8.5	-	-	-	-	资产负债率	32.8%	20.7%	15.2%	17.0%	15.8%
应付账款	410.7	502.6	562.1	802.4	866.8	负债权益比	48.7%	26.1%	18.0%	20.5%	18.7%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	2.93	5.59	6.18	5.58	6.11
其他流动负债	221.8	330.9	267.3	313.6	331.7	速动比率	2.49	5.16	5.74	5.07	5.62
长期借款	102.1	204.4	-	-	-	利息保障倍数	12.91	-5.46	-37.83	-20.31	-22.16
其他非流动负债	37.3	52.0	41.5	43.6	45.7	分红指标					
负债总额	780.3	1,090.0	870.9	1,159.6	1,244.1	DPS(元)	-	-	-	-	-
少数股东权益	-	-	2.5	4.0	5.9	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	280.0	373.3	380.5	380.5	380.5	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	1,348.6	3,823.6	4,465.4	5,261.5	6,251.9						
股东权益	1,600.9	4,182.8	4,848.5	5,646.0	6,638.3						
						业绩和估值指标					
现金流量表							2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	434.0	521.2	641.8	796.1	990.4	EPS(元)	1.14	1.37	1.69	2.09	2.60
加:折旧和摊销	26.5	29.7	18.3	18.3	18.3	BVPS(元)	4.21	10.99	12.73	14.83	17.43
资产减值准备	0.0	27.8	-	-	-	PE(X)	41.5	34.5	28.0	22.6	18.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.2	4.3	3.7	3.2	2.7
财务费用	5.2	17.3	-17.9	-41.1	-47.3	P/FCF	44.6	-17.8	14.3	34.6	31.7
投资损失	-2.4	11.3	2.4	3.8	5.8	P/S	9.0	8.2	6.7	5.4	4.3
少数股东损益	0.6	-	2.7	1.5	2.0	EV/EBITDA	-	31.2	21.0	16.5	12.7
营运资金的变动	-26.3	-1,454.2	823.3	-305.7	-440.1	CAGR(%)	22.5%	23.9%	21.6%	22.5%	23.9%
经营活动产生现金流量	458.3	499.4	1,470.6	472.8	529.1	PEG	1.8	1.4	1.3	1.0	0.8
投资活动产生现金流量	-88.8	-1,794.9	-2.4	-3.8	-5.8	ROIC/WACC	6.2	5.5	2.4	4.6	4.9
融资活动产生现金流量	-164.4	2,133.3	-184.8	48.2	49.1	REP	-	1.2	4.1	1.7	1.3

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

邓永康声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034