

2017年07月12日

公司研究

评级：买入（维持）

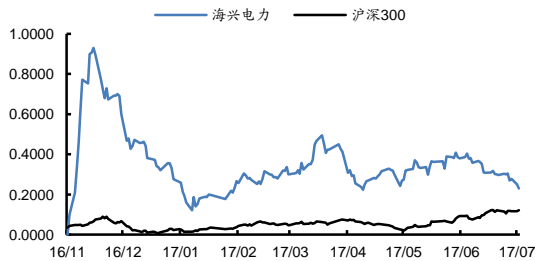
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn
联系人：傅鸿浩 S0350115080013
0755-23936019 fuhh@ghzq.com.cn

简析公司竞争优势及业务空间

——海兴电力（603556）深度报告（二）

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
海兴电力	-10.8	-6.8	23.0
沪深300	2.7	4.6	12.1

市场数据

2017-07-11

当前价格（元）	41.63
52周价格区间（元）	28.21 - 68.62
总市值（百万）	15841.34
流通市值（百万）	3885.74
总股本（万股）	38052.70
流通股（万股）	9334.00
日均成交额（百万）	207.43
近一月换手（%）	28.69

相关报告

- 《海兴电力（603556）事件点评：一季报略超预期，看好公司长期增长》——2017-05-04
- 《海兴电力（603556）事件点评：股票激励计划缓解多重疑虑，长期增长价值股基因凸显》——2017-02-14
- 《海兴电力（603556）深度报告：低估值的电力装备一带一路引领者》——2017-02-08

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

- 用电系统和设备出海龙头，过去几年公司利润复合增长 20%以上，海外毛利占比超过 60%。

公司主营电表和智能配用电系统，归母净利润从 2011 年的 1.96 亿元增长到 2016 年的 5.21 亿元，年复合增速超过 20%。2017 年一季度公司实现营业收入同比增长 55%，扣非后归母净利润 1.37 亿元，同比增长 25%。2016 年公司整体毛利率高达 40.93%，其中海外业务毛利率更高，达到 51.28%。2016 年公司海外毛利占比达到 62%。

股权激励解锁条件为 2017 年-2019 年实现净利润为 6.1 亿、7.6 亿、9.1 亿元。业绩有望延续高增长。

- 核心竞争力：20 多年沉淀的海外市场布局，以及市场引导、方案提供和项目管理能力。

公司从卖机械表起家，到卖电子表和系统，然后到提供定制表计、售电系统、配网改造等多领域的包括市场需求引导、方案设计、产品销售等多环节服务。

公司产品及服务遍布全球 80 多个国家和地区。公司在国内外设立多个生产和营销中心，在巴西、印尼、伊朗、巴基斯坦、南非均设有工厂。近年的区域总部建设更是将人员和管理推向市场前端。

公司解决方案的实施一方面带动公司产品和系统的销售，另一方面，许多项目的需求由公司引导产生，在实施过程中涉及到与表计销售截然不同的项目工程管理能力，目前公司在解决方案方面，由于竞争优势明显，竞争者少，可维持比较高的毛利率。

结果是，目前公司在海外主要市场市占率可观（其中巴西 60%以上）系统和整体解决方案毛利率在 50%以上。

- 海外市场还处于快速增长中。

以巴西为代表的拉美国家处于智能电表升级改造起点（类比中国 2009 年前），预计巴西每年智能电表需求量达到 450-600 万只。

以肯尼亚为代表的非洲国家处于提高用电覆盖率阶段（类比中国80-90年代）。近两年肯尼亚国家电力公司新增预付表数量增速为100%和50%。系统、配网等基础设施投资需求增速也较高。

■ **基于海外 80 多个国家实现销售，10 多个国家深度布局的市场优势，新业务加速落地顺理成章。**

1) 落后地区配网改造。2016 年上半年，公司在肯尼亚配网收入 1.1 亿元。肯尼亚及其他非洲地区配网改造仍在加速推进。

2) 配用电运维。市场空间在百亿级。巴西 10 亿订单已落地，未来运维范围有望扩大，并拓展到其他设施运维。

3) 微网。主要基于海外无电和弱网区域多、电价高。同时分布式光伏需求增速高、成本快速下降。预计市场需求以每年 300%的增速增长。

■ **盈利预测和投资评级：**预计公司 2017-2019 年 EPS 分别是 1.56 元，2.03 元，2.58 元。对应 PE 分别是 27 倍、20 倍、16 倍。若扣除公司在手 36 亿在手现金和理财，公司 2017-2019 年 PE 分别是 20 倍、16 倍、12 倍。我们看好公司海外能力带来的长期增长能力以及优质的公司基因和管理能力。若新业务取得进展，公司将在营收和利润上再上一台阶，维持公司“买入”评级。

■ **风险提示：**1) 大盘系统性风险；2) 海外需求增速不及预期，海外政治风险，海外竞争过大；3) 公司资本运作不及预期；4) 募投项目建设不及预期的风险；5) 股票激励成本过高影响业绩风险。

预测指标	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	2181	2420	2483	2980
增长率(%)	9%	11%	3%	20%
净利润（百万元）	521	597	774	982
增长率(%)	20%	14%	30%	27%
摊薄每股收益（元）	1.40	1.56	2.03	2.58
ROE(%)	12.46%	12.49%	13.95%	15.06%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

内容目录

1、	海外业务带来多年业绩 20%以上复合增长.....	5
1.1、	公司以智能用电产品销售、提供配用电解决方案为主，战略布局海外配网设施建设和运维	5
1.2、	海外市场带动公司业绩持续增长	6
2、	公司核心竞争力：20 多年海外市场深厚布局，以及市场引导、方案解决和项目管理的能力。	7
2.1、	20 多年的海外市场深厚布局主要体现在因地制宜的人员布局和本地化.....	7
2.2、	市场引导、方案定制和项目管理能力构建较高的海外竞争壁垒	9
2.3、	股权激励绑定核心人员利益，高比例研发投入巩固竞争优势.....	10
3、	海外表计市场高速发展，发展中国家机会凸显	12
3.1、	巴西——智能电表升级带来市场高成长	13
3.2、	肯尼亚——公司在非洲最主要市场，表计和系统等基础设施建设同步增长.....	14
3.3、	印尼——充分价格竞争后，市场格局趋于稳定	16
4、	基于原有海外表计市场优势，拓展配网、微网、运维等新业务.....	16
4.1、	落后地区的配网改造有望成为公司业务新增长点.....	16
4.2、	成立运维公司，轻资产模式可复制性强	17
4.3、	公司拓展微网业务前景广阔	18
5、	公司远期聚焦物联网开发.....	20
6、	盈利预测	21
7、	风险提示	21

图表目录

图 1: 海兴电力营业收入及增长率	6
图 2: 海兴电力归母净利润及增长率	6
图 3: 海兴电力毛利率维持较高水平且有所增长	6
图 4: 海兴电力海外各产品毛利率维持较高水平	6
图 5: 海兴电力全球布局	8
图 6: 海兴电力业务模式逐步由出售用电设备向提供解决方案转变	9
图 7: 以往业绩以及基于股权激励业绩条件对海兴电力的业绩预测	11
图 8: 海兴电力研发投入持续增加	11
图 9: Itron 营业收入及增速	12
图 10: 全球各地区智能电表保有量	13
图 11: 肯尼亚高峰电力需求 (MW)	14
图 12: KPLC 最近三年新增预付费电表数量 (万台)	15
图 13: KPLC 最近 5 年新增连入电网用户数量 (万户)	15
图 14: 海兴电力巴西运维	17
图 15: 巴西光照分布	18
图 16: 微电网结构	19
图 17: 巴西电力供需 (MW)	20
图 18: 巴西主要输电线分布	20
表 1: 海兴电力四大主营业务	5
表 2: 公司在巴西、肯尼亚两个主要市场收入、毛利大幅增长	7
表 3: 各个国家的进入壁垒不一, 本地化是多个国家的进入条件	8
表 4: 部分海兴电力一体化解决方案	9
表 5: 用电信息采集和电力营销控费等解决方案带动电表、设备销售	14
表 6: KPLC 项目融资渠道	15
表 7: 中国、巴西 5KW 分布式光伏发电经济性分析	18

1、海外业务带来多年业绩 20%以上复合增长

1.1、公司以智能用电产品销售、提供配用电解决方案为主，战略布局海外配网设施建设和运维

公司自成立以来，主营电表业务。目前自主研发的产品范围已经从智能用电产品拓展到智能配网设备，公司已经开发完成全系列的配用电产品和系统软件。在国内，公司是国网、南网智能用电终端的主要供应商。在国外，公司为全球电力客户提供配用电领域产品和整体解决方案，提供系统运维服务，设计和开发微电网和分布式能源系统，为客户提供清洁能源的发电、配电、用电到收费的一揽子解决方案。目前公司 60%以上的收入来自于智能用电产品的销售。随着配用电解决方案等业务占比持续上升，公司形成了以电力表计产品销售，提供配用电解决方案系统为主，战略布局海外配网设施建设和运维的发展方向。

表 1：海兴电力四大主营业务

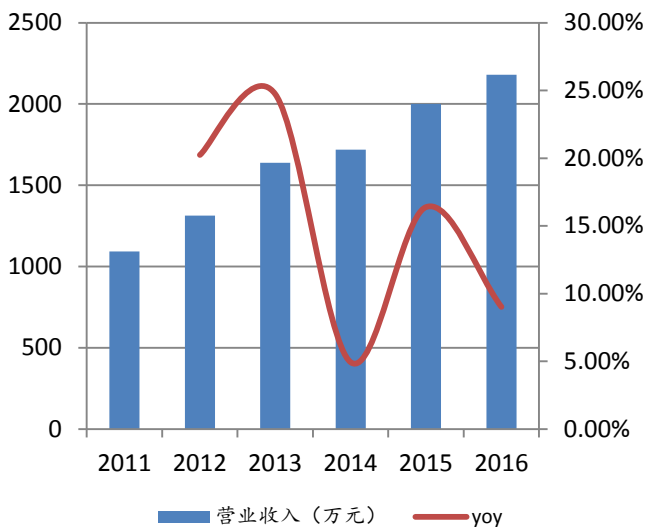
主营业务	产品及业务进展情况
智能用电产品	符合不同国际及国家标准的完整电能计量系列产品，包括单相电能表、三相电能表、高精度表、预付费表等产品
配用电整体解决方案	主要是根据客户需求配置智能预付费系统、智能集中计量控制系统、智能高压计量系统、AMI 系统、LAN 抄表系统、变压器监控系统以及配网自动化调度系统（SCADA/DMS）等系统解决方案，并研发符合不同解决方案需求的采集器、集中器、专变终端、通信模块等智能配用电终端通信类产品；
电力云服务	打造了符合 IEC 系列标准的完整的配用电数据服务生态系统，包括数据的产生（电表和终端）、数据的采集（通信和采集系统）、数据分析（高级分析应用系统，包括季节性负荷预测、极端天气负荷预测、灾害预防、负荷应急响应等功能）、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）、配网调度控制（SCADA/DMS）的完整系统解决方案和相关产品，已经在多个国家获得试用，包括塞内加尔全国售电云支付平台、孟加拉全国电力支付平台运营服务等项目；
电网基础设施建设及运营	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络的系统集成及工程总包业务。公司已经承建了印尼电力公司多个变电站工程成套项目，并在南非市场签署了两个 ppp 项目，开展海外市场配网侧的系统集成以及工程总包业务。

资料来源：海兴电力招股说明书，国海证券研究所

1.2、海外市场带动公司业绩持续增长

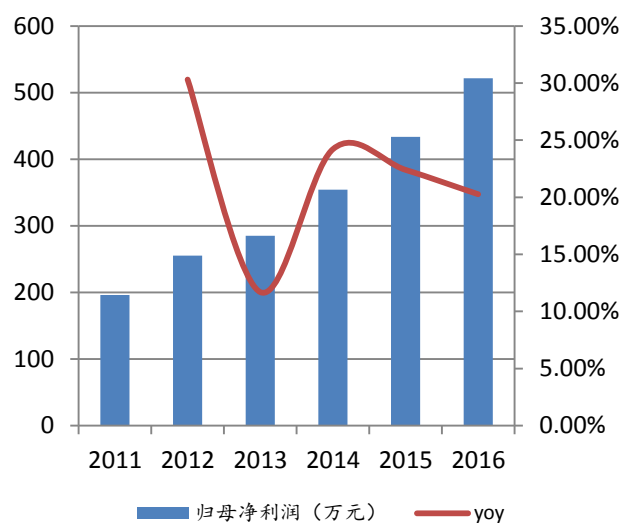
公司过去几年业绩复合增长率超过 20%。营业收入从 2011 年的 10 亿元，增长到 2016 年的 21.8 亿元，归母净利润从 2011 年的 1.96 亿元增长到 2016 年的 5.21 亿元。2017 年一季度公司实现营业收入 5.3 亿元，同比增长 55%，扣非后归母净利润 1.37 亿元，同比增长 25%，收入增长主要来源于海外业务。2016 年海外收入占比达到 54%，毛利占比达到 62%，主要受益于海外智能电网高需求和公司业务拓展带来的增长。

图 1：海兴电力营业收入及增长率



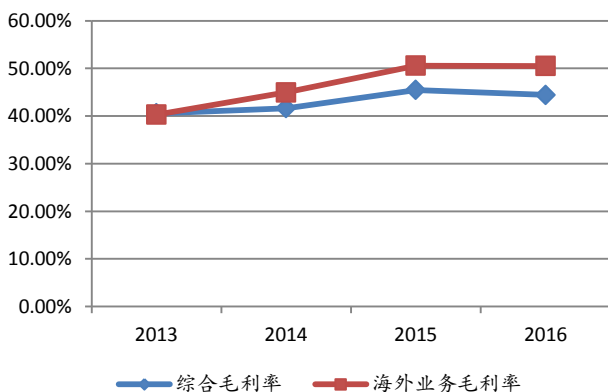
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 2：海兴电力归母净利润及增长率



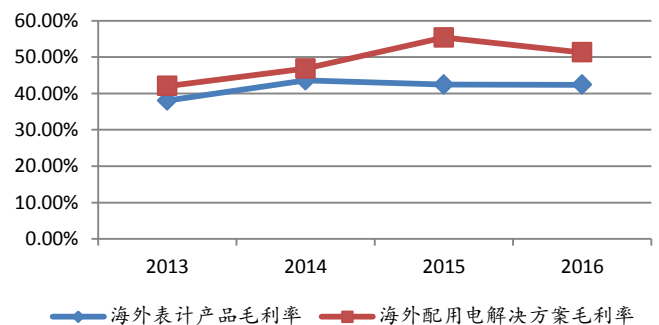
资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 3：海兴电力毛利率维持较高水平且有所增长



资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 4：海兴电力海外各产品毛利率维持较高水平



资料来源：公司公告，国海证券研究所（2016 年为 2016H1 数据）

智能用电产品和配用电解决方案毛利率分别达到 41%和 51%。主要原因是表计业务附加了软件设计、运维管理服务，配用电解决方案在高毛利地区持续推广，高毛利的配网改造业务开始贡献利润。海外业务的高毛利率形成了对公司业绩的

有力支撑。

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，形成了以巴西为核心的南美洲市场，以肯尼亚、南非为核心的非洲市场，以印尼为核心的东南亚市场。2015 年公司在巴西、肯尼亚两地的收入占比接近公司海外收入的 50%，公司 2013-2015 年在巴西、肯尼亚市场业务快速开展，在两国的收入和毛利都实现了大幅度增长。公司市占率可观，在巴西占据接近 60% 的市场份额，在肯尼亚、印尼市场份额也超过了两成。

表 2：公司在巴西、肯尼亚两个主要市场收入、毛利大幅增长

年份	巴西		肯尼亚	
	收入（万元）	毛利（万元）	收入（万元）	毛利（万元）
2013	14,580.8	5,857.3	5,580.0	2025.7
2014	29,663.0	11,870.5	3,348.1	1,136.4
2015	30,639.9	13,288.7	24776.3	16774.3
2016H1	16,049.7	6,246.0	14442.7	6246.0

资料来源：海兴电力招股说明书，国海证券研究所

2、公司核心竞争力：20 多年海外市场深厚布局，以及市场引导、方案解决和项目管理的能力。

2.1、20 多年的海外市场深厚布局主要体现在因地制宜的人员布局和本地化

与中国的国网和南网统一标准，细化参数，统一价格招标的形式不同。海外各个国家之间没有统一的标准，各个国家也存在不同的进入壁垒。主要体现在多样化的标准、认证周期、本地化生产方面。

海外表计产品销售要求通过资质认证，部分国家资质认证周期长。目前公司已经获得了国际 IEC 认证、美国 ANSI 认证、欧洲 DLMS 本地和远程通信规约认证，通过了南非 STS 和 SABS 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较完整的中国企业之一。

而在一些技术相对落后的区域，需要表计企业参与标准制定。例如，公司参与了南非 STS 标准中管理码扩展功能的配套规范的后续制定，STS (Standard transfer specification) 标准传输规范是目前预付费系统的唯一全球开放性标准。公司已经成为 STS 协会会员，在行业标准的制定上有一定的话语权。而在部分非洲落后的国家，表计标准需要参与的企业主导制定。在此过程中，以海兴为代表的参与或主导标准制定的企业，在该国家具有较强的先发优势。

本地化是参与很多国家表计招标的先决条件，巴西、印尼、巴基斯坦、南非等国家都具有优先本地企业招标的设定。海兴根据不同国家的情况，通过参股当地优势企业或者本地化设厂的方式已经取得在一些国家的深入布局。而目前公司在海外的销售以直销为主。

表 3: 各个国家的进入壁垒不一，本地化是多个国家的进入条件

国家	进入壁垒	国家标准制定方	公司市占率	公司进入方式和现状
巴西	1) 认证严, 周期在 1 年以上; 2) 关税 60%; 3) 要求本地化。	巴西国家电力局	60%以上	本地拥有工厂, 研究院、区域总部。提供定制化表计和计量表箱、线损和防窃电方案
肯尼亚	只需认证, 先发进入和方案提供能力十分重要	企业主导制定	20%以上	本地无厂, 但肯尼亚国家标准, 安装和改造需求均由企业制定或引导出来
印尼	要求本地化	印尼国家电力公司制定	20%以上	本地拥有工厂
巴基斯坦	要求本地化	巴基斯坦国家制定		参股当地企业 KBK, 提供技术
伊朗	采用欧洲较高标准	企业参与标准制定		参股当地企业 KSBC
南非	要求本地化	海兴参与南非 STS 预付费系统标准制定		参股 PTY 公司

资料来源: 公司官网及海兴电力公众号, 国海证券研究所

目前, 公司产品及服务遍布全球 80 多个国家和地区。公司在国内外设立多个生产和营销中心, 在巴西、印尼、伊朗、巴基斯坦、南非均设有工厂。部分国家因为本地化进入较早, 已经取得很高的市占率, 构建出一定的规模竞争壁垒。

图 5: 海兴电力全球布局



资料来源: 公司官网, 国海证券研究所

例如在巴西, 2010 年, 公司通过与巴西本地企业 FAE 合作快速进入巴西市场, 主要给其供散件, 并合作成立合资公司 Eletra, 2010 年实现收入 5000 万元, 后来每年增长 50%左右, 2015 年实现收入 3 亿元, 市占率 50%。目前市占率超 60%。2016 年底 Eletra 新工厂开业, 员工为 600 人左右的巴西本地人。目前公司在巴

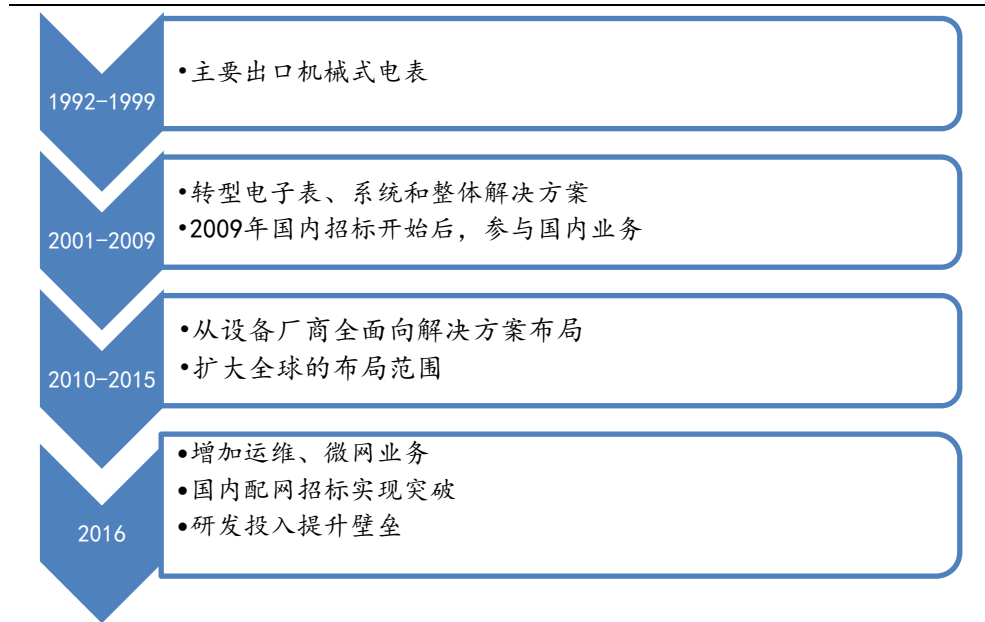
西拥有工厂、研究院以及为拓展拉美区域设立的圣保罗区域总部。

近年的区域总部建设更是将人员和管理推向市场前端。公司在拉美的秘鲁，东非的肯尼亚，西非的尼日利亚，以及西非法语区的塞内加尔等区域设立区域总部辐射到周边国家，有利于公司将管理和销售进一步本地化。

2.2、市场引导、方案定制和项目管理能力构建较高的海外竞争壁垒

公司最初进入海外市场，主要以销售表计和系统设备为主，近 10 年来，逐步向提供一体化解决方案转变。

图 6：海兴电力业务模式逐步由出售用电设备向提供解决方案转变



资料来源：国海证券研究所

海外市场因各国经济发展水平、政策环境、基础设施建设、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，尤其是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。

公司针对不同发展阶段的电力客户需求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。

表 4：部分海兴电力一体化解决方案

一体化系统、解决方案	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。
配电自动化解决方案	<p>配电线路的实时监控 实时监测配电线路的开关状态、电流、电压、功率等 对配电开关执行远程分、合闸操作。实现</p> <ol style="list-style-type: none"> 1、故障快速定位 当发生相间短路故障、单相接地故障时, 及时定位并上报。 2、故障隔离 当发生相间短路故障、单相接地故障时, 及时自动或人工完成故障隔离, 以缩小停电范围。 3、供电恢复 当发生相间短路故障、单相接地故障时, 完成故障隔离后, 恢复非故障区域的供电。
小区配电房变压器自动优化运行解决方案	海兴电力提出针对多个变压器优化运行的方案, 并研制出 YDJ400A 变压器自动优化运行装置。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的目的。
开闭所/配电房综合监控系统	开闭所、配电房的日常运行巡检大量依靠人力资源, 但同时面临着人员技术能力提高困难和故障检修数据缺乏的状况, 更无法实现防患于未然的管理目标。 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: 公司官网, 国海证券研究所

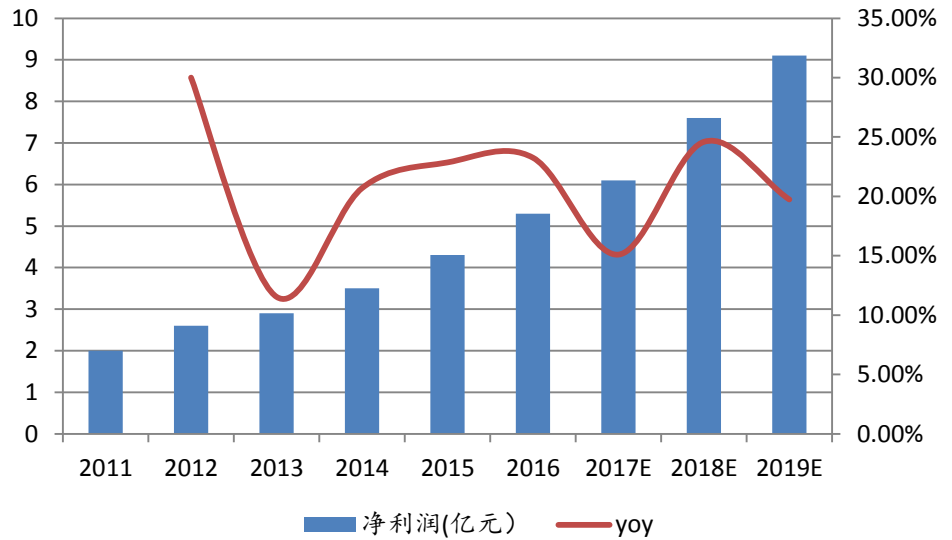
公司的定制化解决方案目的主要针对电费回收保障。在巴西, 海兴 Eletra 陆续研发了高压计量、变压器监控系统、智能电表等一系列国际领先的配用电产品和系统, 来帮助改善长期困扰当地电力局的非技术性线损现象。而肯尼亚电力基础薄弱, 类似于我国 80-90 年代, 目前肯尼亚主要使用的是预付费系统, 公司通过技术和需求引导合作肯尼亚国家电力公司 (KPLC), 能够提供真正适合肯尼亚的配用电解决方案。已经实施一整套的大用户的计量防窃电、自动抄表、线损计量分析解决方案。在南非, 公司已经向南非电力公司客户销售电力营收管理软件, 并提供电力营收系统的运维服务, 并向南非 Citypower 电力公司提供了 MDC 数据采集系统, 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。

公司解决方案的实施一方面带动公司产品和系统的销售, 另一方面, 许多项目的需求由公司引导产生, 在实施过程中涉及到与表计销售截然不同的项目工程管理能力, 目前公司在解决方案方面, 由于竞争优势明显, 竞争者少, 可维持比较高的毛利率。

2.3、股权激励绑定核心人员利益, 高比例研发投入巩固竞争优势

2017年，公司公布了限制性股票激励计划预案，激励计划拟授予限制性股票总数量为897.7万股。激励计划授予的限制性股票授予价格为21.64元/股。本次激励计划授予限制性股票的激励对象为公司高级管理人员、对于公司实现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，共166人。股权激励计划防止人才流失，保证了公司的核心竞争力。

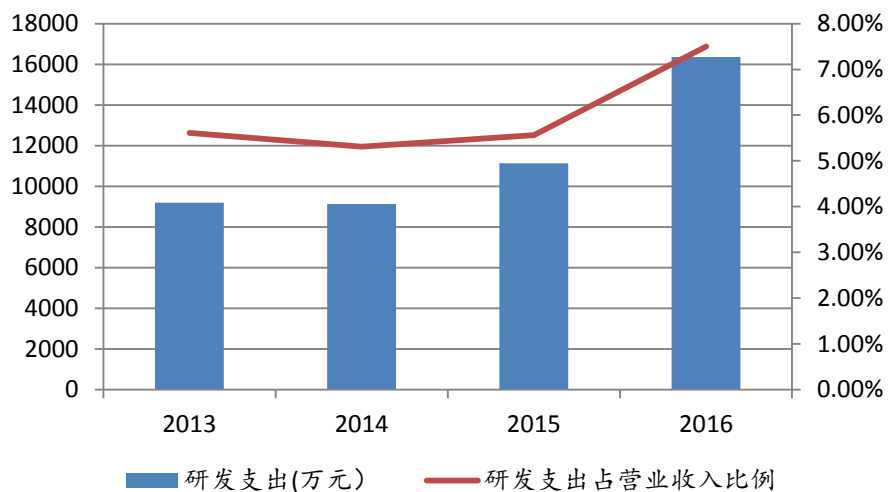
图7：以往业绩以及基于股权激励业绩条件对海兴电力的业绩预测



资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司限制性股票业绩解锁条件为以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%，按照2015年公司4.33亿净利润计算，解锁条件为2017年-2019年实现净利润为6.1亿、7.6亿、9.1亿元。公司在2013-2015年复合增长率为23%的基础上，2015-2019年的复合增长率为20.4%。2011-2019年的9年复合增长率21%，公司在2011-2016年期间几乎没有并购，基于已显示出优异的历史业绩，预计公司业绩将持续稳定增长。

图8：海兴电力研发投入持续增加

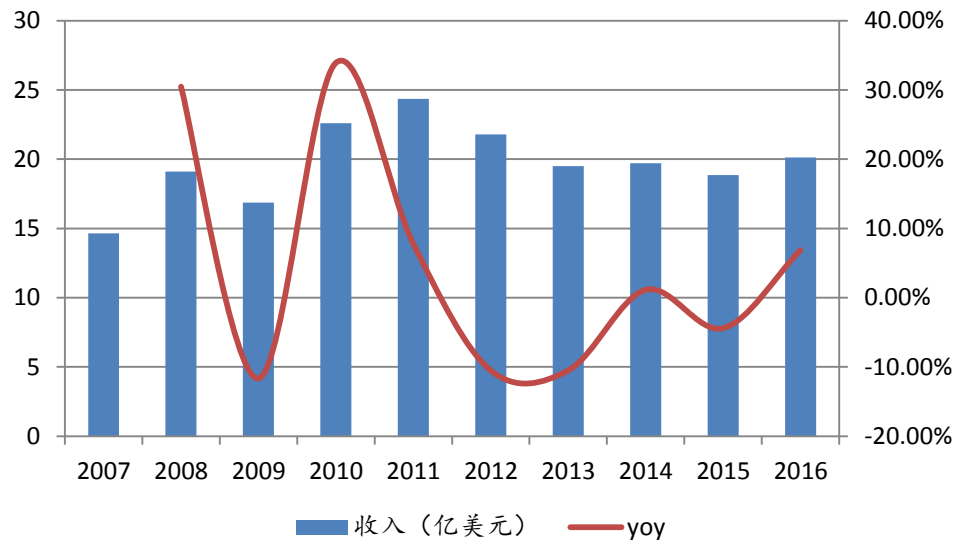


资料来源：公司公告，国海证券研究所

公司研发投入采用高标准，最近 4 年公司研发投入持续增加。2016 年全年研究开发费用 1.64 亿元，占公司全年收入的 7.5%，相比于 2015 年的 5.56% 有大幅度的提高，研发投入处于同行业最高标准。公司目前拥有 500 多名研发技术工程师，以“海兴电力云省级重点企业研究院”为依托，从事智能用电、智能配网、物联网技术、大数据与电力云应用等技术领域的研发。公司建立了全球协同的研发体系，在中国（杭州、南京、深圳、武汉）、巴西、南非、巴基斯坦等国家设立了研究分院。2016 年，海兴电力在深圳和武汉设立分公司，深圳分公司负责培育和巩固海兴电力在智能用电和物联网领域的领先地位，武汉分公司主要从事收费产品线的研究和开发。同时投入千余万元成功导入全球领先的 ENOVIA 研发项目管理和产品

3、海外表计市场高速发展，发展中国家机会凸显

图 9: Itron 营业收入及增速



资料来源：Itron 公司公告，国海证券研究所

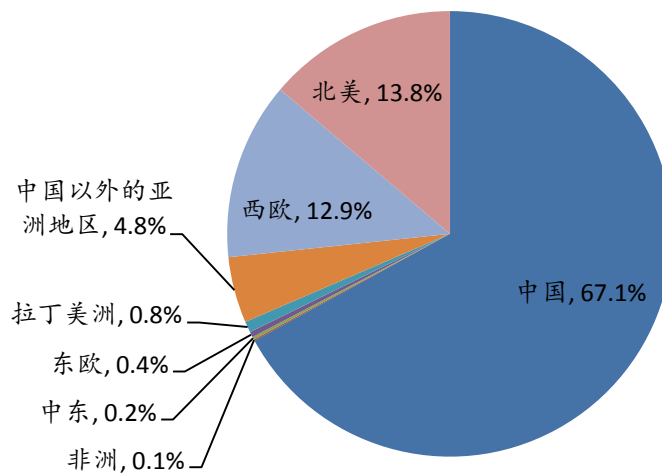
根据市场研究机构 MarketsandMarkets 的报告，全球智能电表市场规模预计从 2017 年的 127.9 亿美元增至 2022 年的 199.8 亿美元，期间年复合增长率达 9.34%。目前全球智能电表的渗透率为 24%，预计到 2020 年全球智能电表渗透率将达到 59%。海外智能电表市场发展始于美国，其智能电表市场在 2008-2010 期间为全球最大需求市场。2009 年，美国提出智能电网投资补助计划（Smart Grid Investment Grant, SGIG），45 亿美元经费中有 8.17 亿美元用于智能电表补贴。美国的智能电表部署在 2011 年达到高峰。

美国智能电表巨头 Itron，业务收入从 2007 年开始高速增长，到 2011 年达到峰值。从 14.64 亿美元增长至 24.31 亿美元，年平均增长率达到 13.5%。Itron 公司 43% 的收入来源于电力，超过一半的收入来源于北美。Itron 顺应美国智能电表的发展，实现了从 2007-2011 年业绩的高速增长。我们认为，相比于 2007 年的美国市场，海外发展中国家表计市场处于高速发展过程中，需求更加多样化，天花板更高，未来持续高速增长值得期待。

3.1、巴西——智能电表升级带来市场高成长

南美洲人均能源消耗和非技术性损耗高于亚洲国家，在分布式发电上有巨大潜能，南美洲水资源尤其丰富，落后的智能电网不能满足人民的日益增长的电力需求。南美洲非技术性损耗严重，输配网线损率达到全世界最高的 15%，同时南美洲偷电率也居于世界首位，推广智能电表能够有效地解决偷电问题。Northeast group 预测 2015-2025 年期间，南美洲智能电网投资额会累计达到 381 亿美元，主要投资于智能电表和配网自动化，预计到 2020 年南美洲的智能电表将达到 10,450 万只。

图 10: 全球各地区智能电表保有量



资料来源: Navigant Research, 国海证券研究所

巴西人口约 2.08 亿，面积 854 万平方公里，是南美洲最大的国家。巴西电力监管机构 ANEEL 在 2012 年时提出了智能电表布局的规划，预计到 2021 年部署具有高级计量体系（AMI）的智能电表 6,300 万只。受到巴西宏观经济下行和监管不力的影响，目前巴西 AMI 智能电表保有量仍然处在一个相对较低的水平。目前南美洲智能电表保有量仅仅占全球保有量的 0.8%，这个数字甚至远低于中国以外的其他亚洲地区。近期巴西智能电表部署重新提上议程，智能电表布局将加速进行，预计巴西每年智能电表需求量达到 450-600 万只。

2013 年以来海兴电力在巴西的收入和毛利逐渐上升，从 2014 年开始，巴西市场成为海兴电力收入占比最高的海外市场，2015 年公司巴西市场收入达到 3.06 亿元，占有海外市场收入的 25.74%，毛利额为 1.32 亿元，占海外市场毛利总额的 22.07%。

海兴电力目前向巴西多个电力公司提供针对线损和防窃电的定制化解决方案。巴西国土幅员辽阔，各地区差异大，客户分散，标准化的产品难以满足多家电力公司的需求，许多产品需要定制化开发。目前巴西的智能电表市场类似于中国 2009 年以前的情况，海兴电力在巴西占据了 60% 以上的市场份额，竞争对手主要是国际巨头 Itron、Landis+Gyr、Elster 和本土企业 Elo、Nansen。国际巨头涉足

水、电、燃气表计产品多个领域，相比于国际巨头，海兴电力专注于电力领域并且在发展中国家的经验更丰富。相比于本土企业，海兴电力技术领先，定制化能力更强并且有在海外推广智能电表的经验优势，因此市占率有望维持在较高水平。

因此，巴西智能电表带来的升级需求将带来公司在巴西的表计收入高速增长。

表 5: 用电信息采集和电力营销控费等解决方案带动电表、设备销售

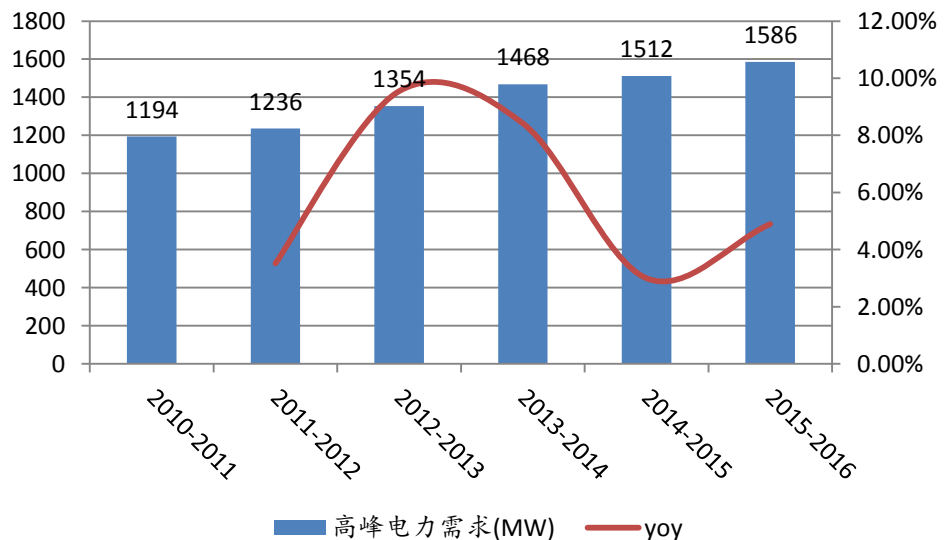
项目规模	接入电表数	接入采集设备数
小型项目	<3000 只	<100 台
中型项目	3000-20000 只	<1500 台
大型项目	>20000 只	>1500 台

资料来源：公司官网，国海证券研究所

除巴西外，厄瓜多尔、哥伦比亚、秘鲁等多个南美洲国家已经开始布局智能电网，巴西市场智能电网的发展会对南美洲的其他国家形成示范作用，海兴电力在巴西市场具有较高的市场份额和良好的客户基础，看好公司在南美洲智能电网市场全面开展之后获得新的业务增长。目前公司凭借技术优势、产品品质优势在厄瓜多尔成功中标，以海兴电力母公司直销模式向厄瓜多尔电力公司进行销售。2015 年，厄瓜多尔市场贡献毛利超过 4900 万。

3.2、肯尼亚——公司在非洲最主要市场，表计和系统等基础设施建设同步增长

图 11: 肯尼亚高峰电力需求 (MW)



资料来源：KPLC 公告，国海证券研究所

肯尼亚位于非洲东部，人口约 4600 万，是海兴电力在非洲的最主要市场。肯尼亚过去十年的经济年平均增长率为 5.1%，经济的增长受到电力缺乏的制约。肯尼亚政府于 2013 年 9 月提出了《5000+MW by 2016 Power to Transform Kenya》，规划在 2017 年前投资 175 亿美元用于电力建设，将发电装机量从

1700MW 提升至 6700MW，发电成本大幅降低。肯尼亚国家电力公司（KPLC）是海兴电力在海外市场的最大客户，2015 年海兴电力对 KPLC 销售额达到 2.47 亿元，2016 年上半年销售额达 1.44 亿元。根据 KPLC 发布的年度报告，近六年肯尼亚高峰电力需求增幅超过 32%。

根据 KPLC 公布的投资者报告，最近三年新装预付费电表分别为 34.2 万台、65.5 万台、98.5 万台，现存预付费电表 231.7 万台。最近 5 年肯尼亚新增连入电网的用户数量加速增长，从 2011/2012 年度的 29.2 万户增长到 2015/2016 年的 125.6 万户。

图 12: KPLC 最近三年新增预付费电表数量 (万台)

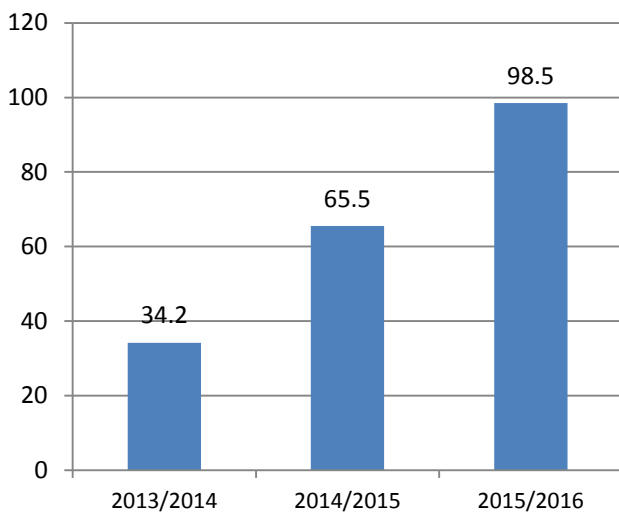
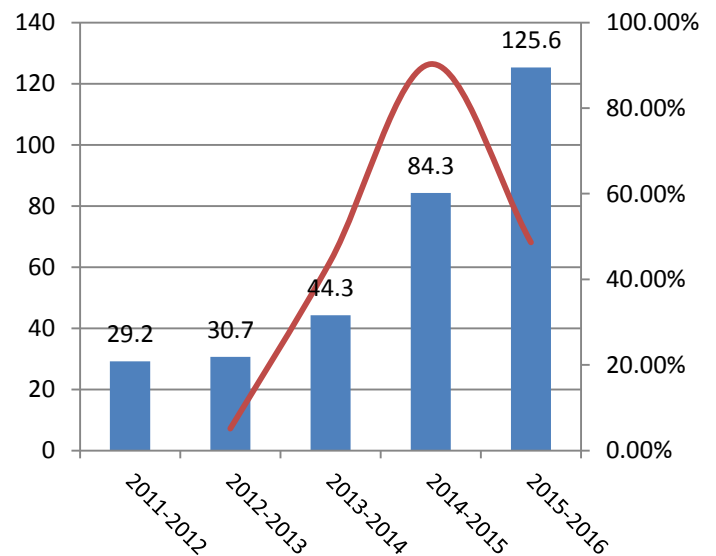


图 13: KPLC 最近 5 年新增连入电网用户数量 (万户)



资料来源: KPLC 公告, 国海证券研究所

资料来源: KPLC 公告, 国海证券研究所

肯尼亚目前 53% 区域没有电力供应，超过 50% 的需求集中在首都内罗毕，内罗毕以外的地区电力供应匮乏，肯尼亚电表计产品市场空间约 800 万只，过去肯尼亚电力发展受到资金短缺的限制，近年来 KPLC 推进的项目获得多方资金支持，在手运营资金充足。看好肯尼亚整体电力发展带来的电表业务投资机会。

表 6: KPLC 项目融资渠道

项目	资金来源	融资金额
CBD GIS、66/11kV 变电站建造项目	中国进出口银行	1.32 亿美元
Juja Road 132/66kV 变电站改造项目	北欧银行	2600 万美元
Mamlaka 66/11kV 变电站项目	国际金融公司	750 万美元
2013-2018 Power Distribution Master Plan	法国开发署	5600 万欧元
Kenya Electricity Modernisation Project (KEMP)	世界银行	2.43 亿元
Last Mile Connectivity project 第一期	非洲开发银行	1.395 亿美元
Last Mile Connectivity project 第二期	世界银行	1.5 亿美元
Last Mile Connectivity project 第三期	法国开发署、欧洲投资银行	1.8 亿欧元

资料来源: KPLC 公告, 国海证券研究所

肯尼亚对于计量产品的进口无特殊要求，但是招标认证严格。肯尼亚表计产品采购分为国际招标采购和本地招标采购。现阶段采购以国际招标进口为主，本地招标采购为辅，国际采购全球电表厂商都可以参与。国际投标企业需要取得 ISO9001 质量认证，本地工厂需要取得 KEBS 质量认证和 ISO/IEC17025 实验室出具的产品证书，预付费产品还需要满足 STS 认证要求，智能表一般要求满足 DLMS 认证要求，此外厂家需要提供足够数量的供货记录。公司参与 STS 认证，通过技术引导、良好的产品质量记录，占据了较高的市场份额。

海兴电力在国际招投标上的主要竞争对手是 Landis+Gyr 以及来自我国科陆电子、思达仪表和银河表计。本地采购必须满足本地化生产的要求，目前海兴电力、科陆电子、思达仪表、银河表计都已经通过肯尼亚国家电力公司验厂。预计未来表计市场存在一定的竞争。

但是，除表计外，肯尼亚对于系统等基础设施建设需求也比较大。肯尼亚国家电力公司大力推进配网改造，根据 KPLC 的年度报告，2015-2016 会计年度新建中压线路 8,687km, 低压线路 4,771km，完成 29 个变电站建设工程。过去 50% 的电力供应集中在首都内罗毕，从地理位置来看，新建变电站已经拓展到了内罗毕以外地区。2017 年 5 月 15 日，中国进出口银行与肯尼亚财政部签署内罗毕配电网改造（北部城区）和内罗毕配电网改造（西部城区）项目援外优惠贷款协议，将从资金上打开肯尼亚配网改造空间。

3.3、 印尼——充分价格竞争后，市场格局趋于稳定

印尼人口 2.48 亿，人口总数位于世界第四位，是仅次于中国、印度、美国的人口大国，电表市场空间超过 5000 万只。目前海兴电力在印尼市场的主要产品是智能网络预付费产品，主要收入来源于表计产品的销售。印尼地理环境复杂，主要客户印尼国家电力公司各区分部也有采用定制化方案来控制偷电率的需求。印尼电力市场主要采用国家电力公司集中招标模式，价格为招标主要优先考虑因素之一，因此毛利率略低于国内同类产品。看好在印尼市场智能化程度提高后，公司延续在其他海外市场提供一体化解决方案的模式，提高在印尼市场的毛利率。

相比于其他市场，印尼市场进入的门槛相对低，海兴电力在印尼市场享受到中国-东盟自贸区的关税优惠，无需缴纳进口关税。子公司海兴印尼获得了在印尼销售电力表计产品的资质而且海兴电力是第一个在印尼设厂的中国企业，在经历了 2013 至今的几年激烈的价格战争以后，其他中国企业已经基本退出印尼市场，行业集中度得到了提高。印尼市场形成了相对稳定的供应格局，毛利率逐步提升。

4、 基于原有海外表计市场优势，拓展配网、微网、运维等新业务

4.1、 落后地区的配网改造有望成为公司业务新增长点

公司的传统表计产品客户主要是发展中国家,发展中国家政府基础设施建设的增加及城市化的加速将扩大对电力能源基建工程的需求,国际总包需求进一步提升。根据罗兰贝格《全球与中国输配电设备制造产业最新趋势》的预测,预计 2017 年国际输配电设备市场规模(不含中国)将达到 1,540 亿美元,在发展中国家中非洲电力设施基础差,预计非洲配网改造增速较高,机遇最大。在非洲,国际机构提供资金项目主要采用 EPC 模式,目前国际工程总包主要采用的产品主要是 ABB、Siemens、AREVA 等国际知名厂商的产品。海兴电力的产品相比于这些国际巨头有价格优势,因而工程总包的报价更低,更能适应发展中国家的需求。

目前海兴电力的配网改造业务已经在非洲开展,肯尼亚仍然作为非洲市场重要的切入点。2016 年上半年公司对肯尼亚的智能配网系统产品销售收入达 1.08 亿元。

4.2、成立运维公司,轻资产模式可复制性强

图 14: 海兴电力巴西运维



资料来源:海兴电力公众号、国海证券研究所

海兴电力全资子公司以自有资金 1,275 万雷亚尔增资 EPC ENERGIA LTDA 电力运维公司,获得 51% 的股权。巴西电力市场运行规范,各种电力监管及制度健全,近年来巴西市场在线损管理、变电站自动化、分布式太阳能领域都迎来大规模的投资大潮。成立电力运维合资公司将使公司有机会深度参与巴西电网的运维及管理,完善海兴在巴西配用电产业的布局。EPC ENERGIA LTDA 已经获得巴西最大的电力局 CEMIG 5 年价值约 10 亿元人民币的电力运维合同,为 MINAS 州共计 155 个城市提供 5 年电力运维服务。电力运维属于轻资产模式,毛利率与智能电表大致相当,投入更少。

预计巴西电力运维市场每年的市场需求近百亿元,且运维业务模式天花板高可长

期运行，可复制性强，海兴电力可以将这种模式推广到巴西的其他地区以及其他海外国家。

4.3、公司拓展微网业务前景广阔

4.3.1、巴西分布式光伏具有先天优势，市场空间广阔

分布式能源发电属于发电环节的重要组成部分，从国际经验来看，在起步早、发展程度较高的欧洲，分布式能源发电的接入已经成为智能电网发展的重点。在亚洲、非洲及南美洲等发展中国家，电力基础设施较为薄弱，电力供应较为紧张，分布式能源发电可以充分利用不同形式的能源满足社会用电需求，同样存在较大市场潜力。组件成本在电站初始投资成本中占比约 50-60%。根据中国光伏产业发展路线图测算和预测结果，2016 年国内光伏系统投资平均成本为 7.3 元/W 左右，到 2017 年可下降至 6.9 元/w，到 2020 年可下降至 5.7 元/W。IEA 预测 2020 年国际光伏电站初始投资平均价格将下降至 4.5-6 元/W。我国大力扶持分布式光伏发电，2017 年光伏上网电价方案已正式确定，维持 0.42 元/度的补贴不变。

相比于我国，以巴西为代表的海外国家电价更高，根据我们的测算，在考虑了年全电量补贴收入以后，我国 5MW 分布式光伏的回收周期约为 7-9 年，而在巴西的回收周期约为 5-7 年，分布式光伏的回收周期更短，经济性更好。

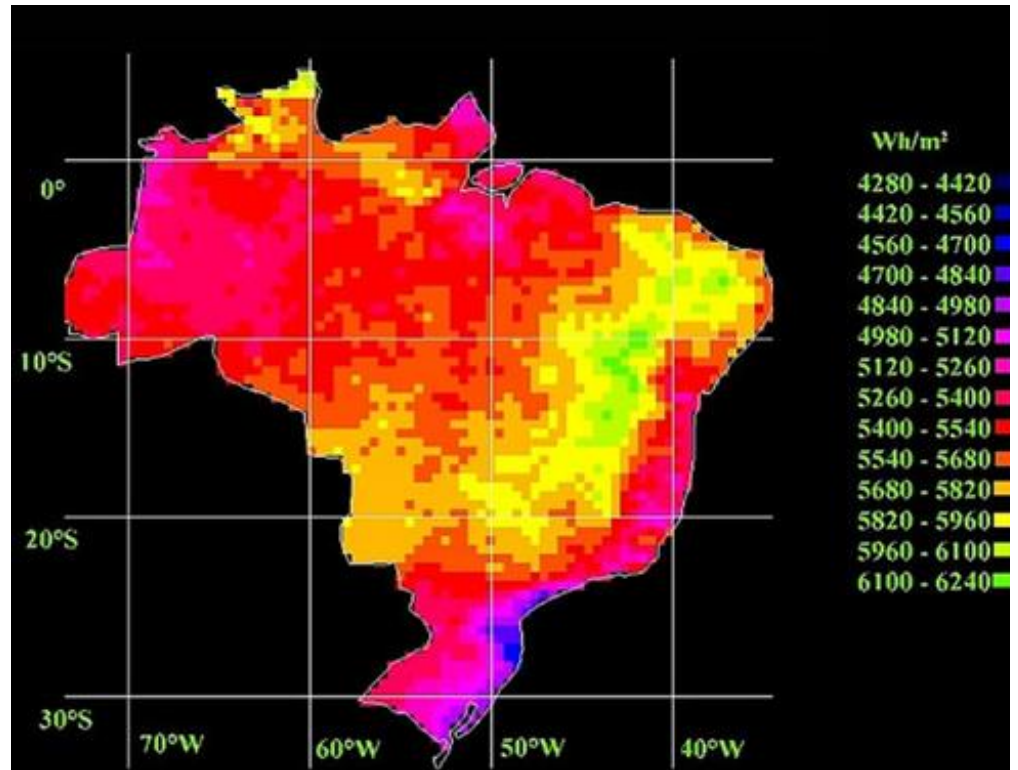
表 7：中国、巴西 5KW 分布式光伏发电经济性分析

项目	中国	巴西
初始投资（元）	36,500	36,500
设备运输安装费用（元）	16,425	16,425
年均发电量（kWh）	6,000-7,500	6,000-7,500
发电年收入（元）	3,240-4,050	7,200-9,000
年全电量补贴收入（元）	2,520-3,150	0
全年收入合计（元）	5,760-7,200	7,200-9,000
回收周期（年）	7.35-9.19	5.07-7.35

资料来源：国海证券研究所

巴西水力资源丰富，目前巴西依赖水力发电，水力发电占到发电总量的 71.1%，火力、风力、核能发电分别占发电总量的 21.3%、3.7%、2.8%。太阳能在整个发电结构中占比甚微，巴西太阳能资源也十分丰富，得益于其较低的纬度位置，在“金砖四国”里排名第一，比中国、印度的光照都要充足。2014 年 1 月，巴西官方发布 10 年能源计划（PDE），到 2024 年，公共机构太阳能装机规模将达 7GW，分布式家庭光伏装机量则为 1.32GW。预计巴西分布式光伏的市场空间超百亿元。中东及非洲、东南亚分布式光伏需求旺盛，预计中东及非洲、东南亚未来每年新增装机分别是 500MW 和 800MW。

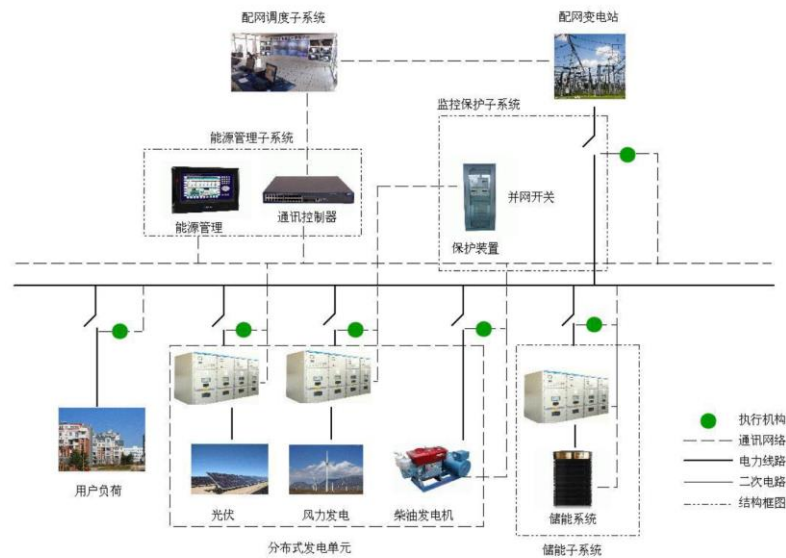
图 15：巴西光照分布



资料来源：中国环保在线，国海证券研究所

4.3.2、微电网与海外国家匹配度高，与分布式光伏、智能电表形成协同效应

图 16: 微电网结构

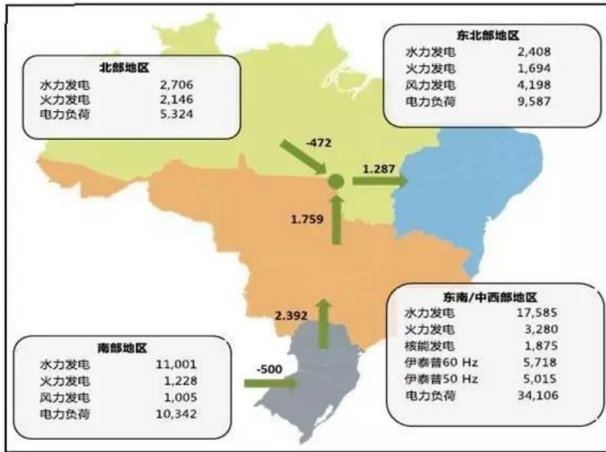


资料来源：中国电科院，国海证券研究所

微电网是相对于传统电网的一个概念，新能源微电网是电网配售侧向社会主体放开的一种具体方式。分布式发电单元是微电网的核心组件，是以新能源为主的多种能源形式在用户附近的发电单元，可就地向用户提供电能。新能源能量密度偏低，进行大功率电力发电需要适合的场地，电力不稳定，属间歇式电力源，所以

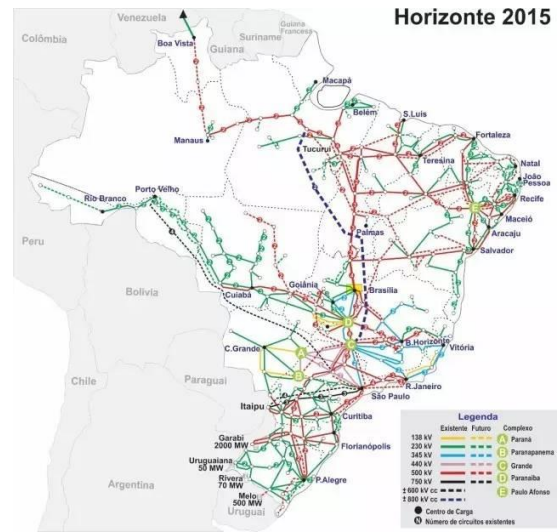
新能源发电常出现电压和频率不稳定的情况，易对大电网造成严重冲击。

图 17: 巴西电力供需 (MW)



资料来源: 中国电力, 国海证券研究所

图 18: 巴西主要输电线路分布



资料来源: 中国电力, 国海证券研究所

巴西水力资源中心远离负荷中心, 用电负荷最大的是东南部, 水电站集中在巴西北部, 巴西幅员辽阔, 传输距离长且线损率高达 16%。分布式光伏安装在用户附近, 减少了远距离线路传输, 降低了输电损失。根据巴西全国电力调度中心 (ONS) 公布的数据显示, 大部分输电线路都集中在东南部、南部和东北部主要城市。几条超过 750KV 超高压输电线路主要连接伊泰普水电站、美丽山水电站以及马德拉河上游大型水电站与主要用电区域—东南部地区。巴西用电区域与发电区域地理距离较远, 输电网络建设还有很大提升空间。

相比于中国, 非洲、东南亚、拉丁美洲的发展中国家更加适合微电网。这些发展中国家微电网市场以发展微电网满足急切的电力需求为主。这些国家目前的电力供应情况类似于我国的偏远地区, 微电网能够增加局部供电的可靠性, 降低输电损失。根据 Navigant Research 预测, 联网型微电网和独立型微电网在等九个亚太地区国家的年产能将从 2013 年的 37.0MW 发展到 2023 年的 597.3MW, 年复合增长率达到 32.1%。

公司计划为全球客户提供 3MW 以内的微电网整体解决方案, 海兴电力总投资 6.35 亿元的智能微电网控制系统与成套设备产业化项目能够与分布式光伏项目、智能电表项目形成协同效应, 在提供微电网解决方案时可以采用自己生产的分布式光伏成套设备。3MW/1MW 能量管理系统中包括了收费系统, 收费系统由智能电表、收费系统软件及服务器、通信网络组成。该系统依托于公司现有的智能电表技术, 又带动了智能电表的销售。公司凭多年的海外布局有望迅速获得项目贡献利润, 公司招股说明书书预计分布式和微网项目建成后, 每年可贡献利润总额 3.08 亿元。

5、公司远期聚焦物联网开发

无线传输产品可广泛应用在智能电网、公用电能源计量、工业控制、智能家居和智能农业等物联网行业领域，可作为物理系统信息本地数据收集、传输的载体，实现数据的物联网化。物联网最明显的特征是网络智慧化，通过信息化的手段实现物物相连，减少人为干预，提高管理效率。未来可以通过感应设备将电网数据信息化，并通过网络传输的方式实施信息的采集和管理。根据物联中国公布的数据，2015 年全球物联网市场规模达到 624 亿美元，同比增长 29%。到 2018 年全球物联网设备市场规模有望达到 1036 亿美元，2013 年至 2018 年复合成长率将达 21%，2019 年新增的物联网设备接入量将从 2015 年的 16.91 亿台增长到 30.54 亿台。

公司在 2016 年年报中明确表示下一阶段将聚焦于物联网产品研发，公司将积极开发 NB-IoT 技术在智能表、配网智能开关方面的应用，积极开发和建设具有自主知识产权的、基于 LoRa 技术的物联网通讯产品和数据云处理平台，提高竞争门槛，拓宽业务范围。

6、盈利预测

预计公司 2017-2019 年 EPS 分别是 1.56 元，2.03 元，2.58 元。对应 PE 分别是 27 倍、20 倍、16 倍。若扣除公司在手 36 亿在手现金和理财，公司 2017-2019 年 PE 分别是 20 倍、16 倍、12 倍。我们看好公司海外能力带来的长期增长能力以及优质的公司基因和管理能力。若新业务取得进展，公司将在营收和利润上再上一台阶，维持公司“买入”评级。

7、风险提示

- 1) 大盘系统性风险;
- 2) 海外需求增速不及预期，海外政治风险，海外竞争过大;
- 3) 公司资本运作不及预期;
- 4) 募投项目建设不及预期的风险;
- 5) 股票激励成本过高影响业绩风险。

表 8: 海兴电力盈利预测表

证券代码:	603556.SH				股价:	41.63	投资评级:	买入	日期:	2017-07-11
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值		2016	2017E	2018E	2019E
盈利能力					每股指标					
ROE	12%	12%	14%	15%	EPS	1.40	1.56	2.03	2.58	
毛利率	44%	48%	55%	55%	BVPS	11.20	12.52	14.54	17.10	
期间费率	18%	21%	22%	21%	估值					
销售净利率	24%	25%	31%	33%	P/E	30.97	27.64	21.32	16.79	
成长能力					P/B	3.86	3.45	2.97	2.53	
收入增长率	9%	11%	3%	20%	P/S	7.40	6.81	6.64	5.53	
利润增长率	20%	14%	30%	27%	利润表 (百万元)					
营运能力					营业收入	2181	2420	2483	2980	
总资产周转率	0.41	0.41	0.38	0.39	营业成本	1212	1249	1117	1341	
应收账款周转率	3.12	2.99	3.41	3.57	营业税金及附加	20	22	23	28	
存货周转率	3.34	3.34	3.34	3.34	销售费用	205	221	227	273	
偿债能力					管理费用	252	300	285	272	
资产负债率	21%	19%	16%	15%	财务费用	(83)	(19)	(21)	(27)	
流动比	5.59	6.08	7.24	7.65	其他费用/(-收入)	(39)	0	0	0	
速动比	5.16	5.64	6.82	7.20	营业利润	536	646	851	1094	
资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E	营业外净收支	69	46	46	46	
现金及现金等价物	2072	2352	3114	3631	利润总额	605	692	897	1140	
应收款项	700	810	729	834	所得税费用	83	95	124	157	
存货净额	363	380	341	409	净利润	521	597	774	982	
其他流动资产	1526	1693	1737	2085	少数股东损益	0	0	0	0	
流动资产合计	4660	5235	5922	6959	归属于母公司净利润	521	597	774	982	
固定资产	342	383	424	457	现金流量表 (百万元)					
在建工程	42	46	48	51	经营活动现金流	499	378	861	612	
无形资产及其他	161	161	157	153	净利润	521	597	774	982	
长期股权投资	18	18	18	18	少数股东权益	0	0	0	0	
资产总计	5273	5893	6619	7688	折旧摊销	26	50	54	58	
短期借款	0	0	0	0	公允价值变动	0	0	0	0	
应付款项	415	435	391	469	营运资金变动	(48)	(323)	119	(613)	
预收帐款	61	68	70	84	投资活动现金流	(1795)	(45)	(44)	(36)	
其他流动负债	357	357	357	357	资本支出	(107)	(45)	(44)	(36)	
流动负债合计	834	861	818	910	长期投资	10	0	0	0	
长期借款及应付债券	204	204	204	204	其他	(1698)	0	0	0	
其他长期负债	52	52	52	52	筹资活动现金流	1576	(3)	(4)	(6)	
长期负债合计	256	256	256	256	债务融资	94	0	0	0	
负债合计	1090	1117	1074	1166	权益融资	2137	0	0	0	
股本	373	381	381	381	其它	(655)	(3)	(4)	(6)	
股东权益	4183	4776	5545	6522	现金净增加额	280	330	813	571	
负债和股东权益总计	5273	5893	6619	7688						

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【电力设备新能源组介绍】

谭倩，6 年行业研究经验，研究所副所长、首席分析师、电力设备新能源组长、环保公用事业组长、主管行业公司研究，对内创新业务。

水晶球分析师公用事业行业公募机构榜单 2016 年第三名、2014 年第五名，2013 年第四名。

傅鸿浩，中国科学院工学硕士，华中科技大学工学学士，两年发电央企战略分析经验，2015 年进入国海证券，从事电力设备及新能源行业及上市公司研究。

边文姣，北京大学金融学硕士、厦门大学工学学士学位，2016 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

孙纯鹏，厦门大学工学硕士，2017 年进入国海证券，现从事电力设备与新能源行业研究。

【分析师承诺】

谭倩，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。