

2017年08月31日

海兴电力 (603556.SH)

## 海外配用电龙头，定制化能力突出，新业务有望进入兑现期

■电力设备出海先行者，过去5年净利润GAGR达21.6%。公司提供配用电设备和整体解决方案，业务遍布80多个国家和地区，2016年海外营收占比达55%。定制化的整体解决方案提升了公司的核心竞争力和盈利能力，近年来公司毛利率均在40%以上且逐年增长，2016年海外毛利率51%。得益于公司在海外市场的深耕布局，近年来公司持续快速增长。2011~2016年公司营收CAGR达16.8%，归母净利润CAGR达21.6%。17H1公司营收/净利分别同比增44.20%和19.11%。

■深耕海外市场，从提供解决方案到参与制定标准占据市场制高点。以巴西为核心的南美洲市场正处于智能电网升级改造初期，东南亚智能电网市场将10%以上的复合增长，而以肯尼亚为代表的非洲市场尚有3/4的人口无法用电，未来15年电力领域投资将高达5630亿美元。公司核心竞争力是20多年积淀的海外市场布局，以及市场引导、方案提供和项目管理能力。公司从机械表计起家，到电子表和系统，再进入提供定制表计、售电系统、配网改造等多领域。公司参与了南非STS标准管理码扩展功能的配套规范的制定，并通过了IEC、ANSI、DLMS、UL等多项国际认证。公司在海外市场硕果累累，近年来营收CAGR超过13%，在巴西电表市场公司市占率达60%。而在国内市场，公司招标份额持续上升，未来配网改造升级，公司有望持续受益。

■拓展配网改造、运维、微电网新增长点。公司在主要市场设立制造基地、区域总部和全球研发协同体系，并利用原有市场优势拓展微电网和运维服务。上市募投的微电网与分布式光伏项目建成后预期每年将贡献3亿以上净利润。17年上半年增资的电力运维公司EPC ENERGIA LTDA已在巴西获得5年10亿的电力运维合同。同时，公司在手超过37亿现金，未来将为拓展新业务提供资金保障。

■股权激励设定高增长目标，彰显公司发展信心。公司注重对核心人才的激励，2013/14年公司进行了部分员工持股，2017年上半年公司以推出股权激励授予核心骨干166人。解锁条件为2017/18/19年业绩较2015年增长40%、75%、110%以上，相当于2015-2019年的业绩复合增速要达到20.4%，高标准的业绩解锁条件也彰显了管理层的信心。

■投资建议：公司海外高增长能力已在17H1收入端有所体现，随着海外区域总部和团队架构搭建完成，2018年公司原有业务预计维持高增长，新业务有望逐步取得进展，费用方面将出现较大程度好转，整体利润增速将好于2017年。我们预计公司2017-2019年的收入增速分别

## 公司深度分析

证券研究报告

仪器仪表

投资评级 买入-A

维持评级

6个月目标价：55元  
 股价(2017-08-30) 41.49元

### 交易数据

总市值(百万元)	15,774.17
流通市值(百万元)	3,872.68
总股本(百万股)	380.19
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

	1M	3M	12M
升幅%			
相对收益	-1.58	-18.19	-9.4
绝对收益	1.82	-10.03	

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

吴用

报告联系人

wuyong1@essence.com.cn

### 相关报告

- 海兴电力：半年报收入大幅增长，高投入布局长远/ 邓永康 2017-08-22
- 海兴电力：表计龙头：技术营销内外创新，国内领先诚走四海/邓永康 2017-06-05

为 25%、19%、30%，2017-2019 年 EPS 分别为 1.60、2.19、2.98 元，业绩增速分别为 17%、36%、37%；维持买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 55 元。

■风险提示：汇率波动风险，募投项目建设进度不及预期，海外市场竞争加剧等。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,000.4	2,180.8	2,715.4	3,219.3	4,182.2
净利润	433.4	521.2	609.2	832.6	1,132.4
每股收益(元)	1.55	1.40	1.60	2.19	2.98
每股净资产(元)	4.21	10.99	12.55	14.56	17.20

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	27.0	30.0	26.1	19.1	14.1
市净率(倍)	9.9	3.8	3.3	2.9	2.4
净利润率	21.7%	23.9%	22.4%	25.9%	27.1%
净资产收益率	27.1%	12.5%	12.8%	15.0%	17.3%
股息收益率	0.0%	0.6%	0.2%	0.4%	0.8%
ROIC	65.2%	57.5%	24.0%	51.8%	62.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 内容目录

<b>1. 配用电出海龙头，近5年业绩复合增速超过20%</b> .....	<b>5</b>
1.1. 配用电整体解决方案提供商，深耕海外市场.....	5
1.2. 海外收入占比约60%，带动公司业绩高成长.....	5
1.3. 研发高投入、激励充分，布局长远.....	6
1.3.1. 研发高投入，建立全球协同的研发体系.....	6
1.3.2. 上市前后激励充分，业绩解锁条件彰显信心.....	6
<b>2. 公司市场引导、方案提供和项目管理能力突出</b> .....	<b>9</b>
2.1. 配用电综合服务方案提供商，引导海外市场需求.....	9
2.2. 深耕地海外多年，先发优势明显.....	10
<b>3. 海外电力市场快速增长，公司重点布局</b> .....	<b>11</b>
3.1. 以巴西为核心的南美洲市场——处于智能电网升级改造初期.....	11
3.2. 以肯尼亚为核心的非洲市场——电力匮乏，存在全产业链机会.....	12
3.3. 东南亚市场——重点布局印尼，辐射其他国家.....	13
<b>4. 公司是国网表计产品主流供应商，智能配网引领下一轮投资</b> .....	<b>14</b>
<b>5. 扩产能巩固原有业务，拓展配网改造、运维、微电网新增长点</b> .....	<b>16</b>
5.1. 智能用电产能接近饱和，扩产以应对海外市场快速增长.....	16
5.2. 参与配网改造与运维，开拓新的增长点.....	16
5.2.1. 公司通过 PPP 模式参与海外客户的电力基础设施建设.....	16
5.2.2. 巴西运维公司获 10 亿订单，轻资产模式可复制.....	17
5.3. 新增微电网、分布式光伏产能，满足不同形式用电需求.....	17
5.3.1. 分布式光伏适合非洲、中东、东南亚地区.....	17
5.3.2. 微电网与分布式光伏同步进行，协同发展.....	18
<b>6. 盈利预测、估值及投资评级</b> .....	<b>19</b>
6.1. 经营假设.....	19
6.2. 盈利预测.....	20
6.3. 估值与投资建议.....	20
<b>7. 风险提示</b> .....	<b>20</b>

## 图表目录

图 1: 近 5 年营业收入 CAGR 16.8%.....	5
图 2: 近 5 年净利润 CAGR 21.6%.....	5
图 3: 公司毛利率总体呈上升趋势.....	6
图 4: 海外配用电解决方案毛利率高于表计产品.....	6
图 5: 公司研发投入持续增加.....	6
图 6: 公司股权集中.....	7
图 7: 按照限制性股票解锁条件计算，未来 5 年净利润年复合增长率将达到 20.4%.....	7
图 8: 2016 年上半年公司海外收入结构.....	10
图 9: 近年来海兴电力在巴西收入、毛利.....	12
图 10: 近年来海兴电力在肯尼亚收入、毛利.....	12
图 11: 近年国家电网智能电表招标量（万只）.....	14
图 12: 2016 年三次国网电能表及用电信息采集设备招标累计市场份额.....	14

图 13: 十三五期间两网配网投资大幅提升.....	15
图 14: 十三五期间配网投资大幅提升 (亿元) .....	15
图 15: 配网自动化覆盖率 (单位: %) .....	15
图 16: 配网供电可靠率目标 (单位: %.....)	15
图 17: 全球电力投资展望 (亿美元) .....	16
图 18: 中国对外投资工程合同金额 (亿美元, 2015) .....	16
图 19: 典型微电网结构.....	18
表 1: 公司业务布局 .....	5
<b>表 2: 海兴电力从多维度提供不同解决方案.....</b>	<b>9</b>
表 3: 公司为海外电力客户提供定制化解决方案.....	10
表 4: 全球各地区智能电网发展情况.....	11
表 5: 全球各地区智能电表发展情况.....	11
表 6: 部分东南亚国家电表部署规划.....	13
表 7: 公司表计产品、智能用电系统产能接近饱和.....	16
表 8: PPP 模式为南非承建售电系统分享收入 .....	17
表 9: 分布式能源成套设备产业化项目预计产量.....	17
表 10: <b>海兴电力经营模型</b> .....	<b>19</b>
表 11: 海兴电力盈利预测 .....	20
表 12: 可比公司估值情况.....	20

## 1. 配用电出海龙头，近5年业绩复合增速超过20%

### 1.1. 配用电整体解决方案提供商，深耕海外市场

海兴电力 1992 年始创于杭州，2016 年底在上海交易所上市。公司自成立之初就布局海外市场，主营配用电设备和整体解决方案业务，业务遍布五大洲 80 多个国家和地区。公司起家于海外表计产品，2009 年国家电网开始统一大规模招标智能用电终端以后，公司凭借在海外积累的优势，国内电表市占率迅速攀升，目前已经是国网、南网主力供应商之一。目前在海外不仅仅是电能表出口，同时重点推广配用电系统整体解决方案，涉足配网改造、电力运维、微电网与分布式光伏等新业务。

表 1：公司业务布局

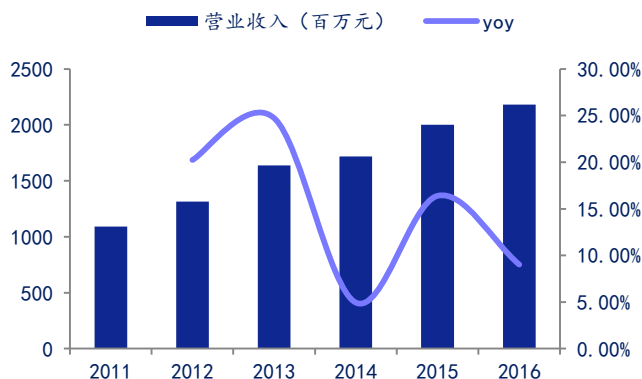
业务范围	产品	核心优势
智能用电产品业务	单相电能表、三相电能表、高精度表预付费表	海外：中国表计产品的出口龙头企业，有符合国际及不同国家标准的完整电能计量系列产品 国内：国家电网主要的智能电表及用电信息采集终端供应商。
配用电整体解决方案业务	智能预付费系统、智能集中计量控制系统、智能高压计量系统、AMI 系统、LAN 抄表系统、变压器监控系统以及配网自动化调度系统 (SCADA/DMS)	海外：有能力根据不同发展阶段的电力客户需求定制产品，同时向十多个国家提供电力客户关系类业务。
大数据与电力云服务业务	电表和终端、通信和采集系统、高级分析应用系统(包括季节性负荷预测、极端天气负荷预测、灾害预防、负荷应急响应等功能)多系统的数据集成计费系统、缴费平台 SCADA/DMS	在海外多个国家地区成功试点应用全国电力支付平台运营服务等项目，实现了电力客户的数据流、业务流、资金流的无缝整合和应用。未来，专攻配网侧的需求，成为电力云服务和能源互联网整体方案提供商。
电网基础设施建设和运营业务	配网基础设施建设领域、PPP 模式参与海外客户的电力基础设施建设、海外市场配电网的系统集成及工程总包业务	区别于一般工程项目公司的 EPC 业务模式，抓住全球电网改造升级的巨大需求，提供具有低线损、智能化、高可靠和性价比的配电网设计、产品技术、工程实施和服务。

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 1.2. 海外收入占比约 60%，带动公司业绩高成长

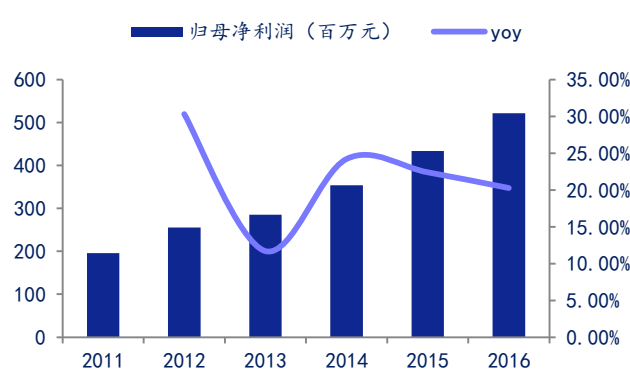
经营稳健，近年来公司业绩持续高增长。过去 5 年，公司营业收入从 2011 年的 10.0 亿元上升到 2016 年的 21.8 亿元，年复合增长率达到 16.8%，归母净利润从 2011 年的 1.96 亿元增长到 2016 年的 5.21 亿元，年复合增长率达到 21.6%。2016 年公司海外业务收入占比达到 55%，预计 2017 年将达到近 60%，海外业务增长对公司整体业绩形成拉动。

图 1：近 5 年营业收入 CAGR 16.8%



资料来源：wind，安信证券研究中心

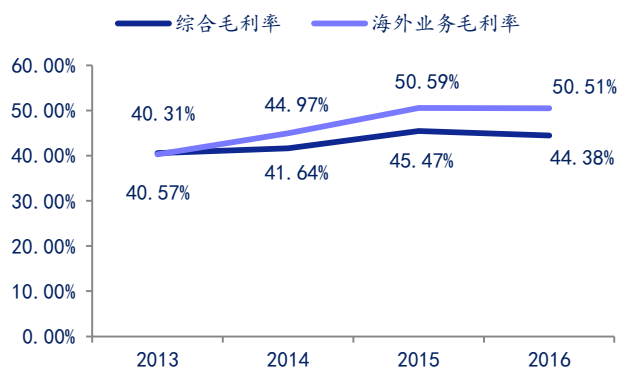
图 2：近 5 年净利润 CAGR 21.6%



资料来源：wind，安信证券研究中心

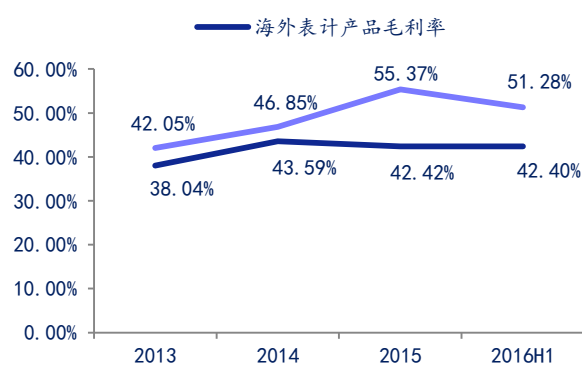
**整体解决方案带来毛利率持续提升。**近5年公司综合毛利率、海外业务毛利率总体呈上升趋势，海外业务毛利率高于国内。2016年公司综合毛利率、海外业务毛利率分别达到44.38%、50.51%。从模式来看，公司在国内主要是参与国网、南网招标，各大厂家价格、份额基本保持稳定。在海外的客户主要是南美、非洲等发展中国家电力公司，这些国家电网相对落后，偷电率、线损率高，定制化需求高，因此毛利率相对较高。从产品结构来看，在国内主要是销售表计产品，而在海外公司提供配用电整体解决方案，附加软件设计、运维管理等服务，服务带来了高附加值。

图 3：公司毛利率总体呈上升趋势



资料来源：wind，安信证券研究中心

图 4：海外配用电解决方案毛利率高于表计产品



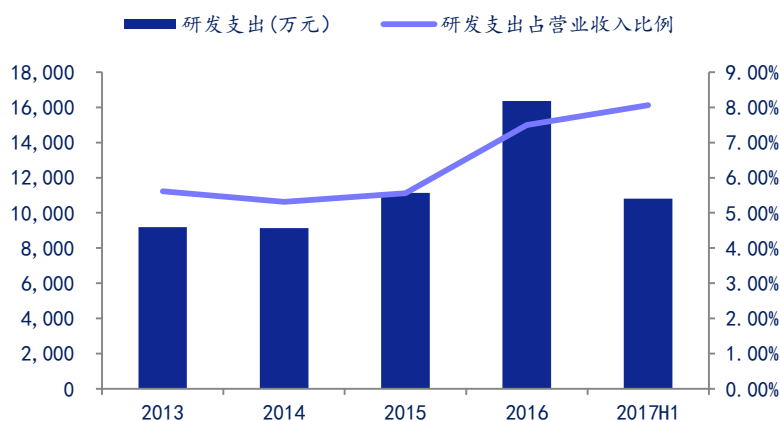
资料来源：海兴电力招股说明书，wind，安信证券研究中心

### 1.3. 研发高投入、激励充分，布局长远

#### 1.3.1. 研发高投入，建立全球协同的研发体系

近年来公司投入持续增加，研发采用高标准，2017年上半年研发投入1.08亿元，研发投入占收入比例从2013年的5.61%提升到8.06%。公司以“海兴电力云省级重点企业研究院”为依托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。

图 5：公司研发投入持续增加



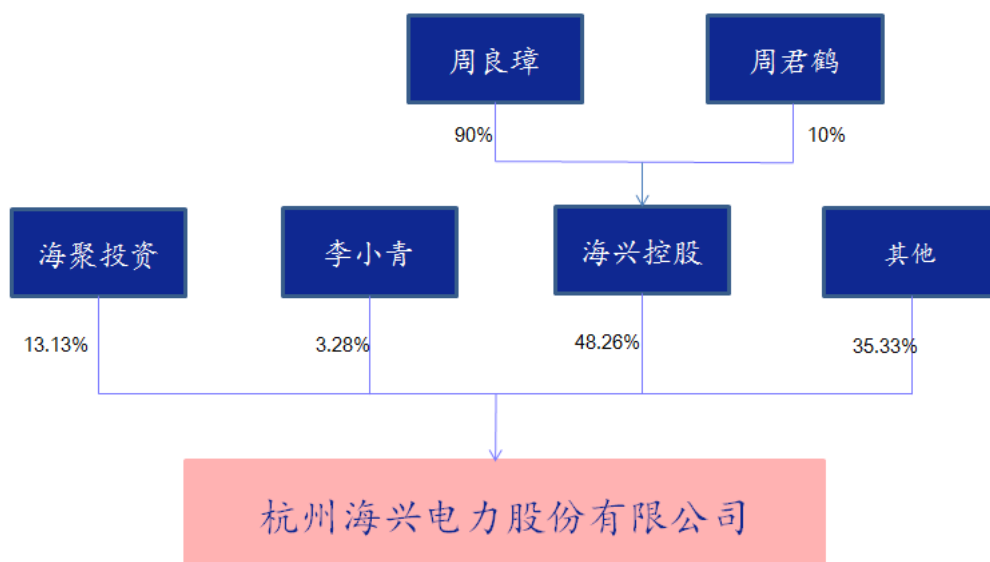
资料来源：公司公告，wind，安信证券研究中心

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研究和开发，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全生命周期管理软件平台，加强深圳、武汉、南非等全球多个研发中心的协同研发能力，进一步提升公司的研发水平。

#### 1.3.2. 上市前后激励充分，业绩解锁条件彰显信心

周良璋和李小青夫妇是公司的实际控制人。截至 2017 年中报，周良璋和李小青夫妇及周君鹤合计持有公司超过 50% 的股份。海聚投资是员工持股平台，除公司控股股东海兴控股持有其 50.35% 股权外，其他股东均为公司员工。

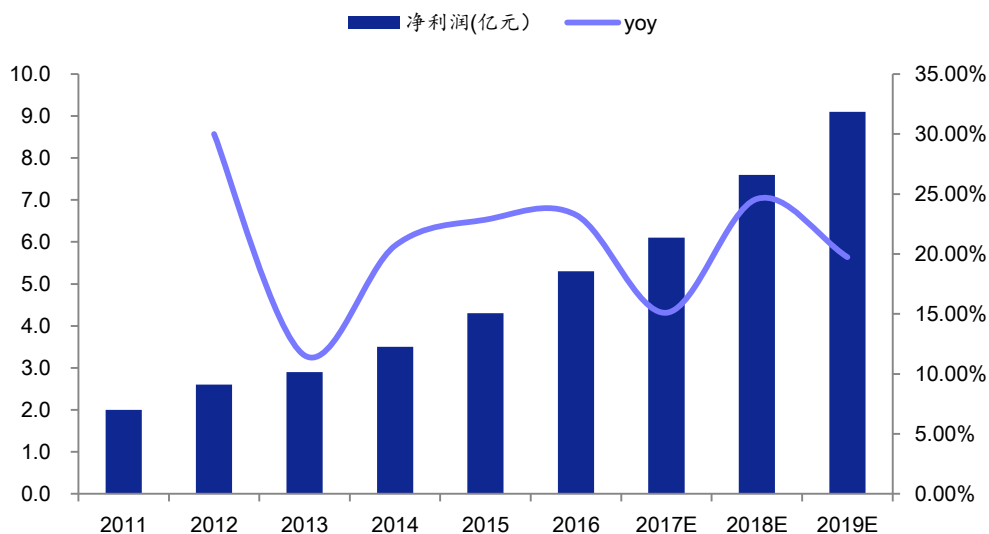
图 6：公司股权集中



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

上市前后激励充分，体现对核心人才的重视。2017 年上半年公司授予了限制性股票激励，总数量为 897.7 万股，授予价格为 21.64 元/股。本次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，平均每人授予 5.4 万股，激励充分。公司于 2013、2014 年实现部分员工持股，公司上市之后在短时间内就推行大范围限制性股票激励，体现公司对于核心人才的重视。

图 7：按照限制性股票解锁条件计算，未来 5 年净利润年复合增长率将达到 20.4%



资料来源：公司公告，安信证券研究中心 (2017-2019 净利润根据业绩解锁条件预测)

股权激励解锁设定 2017~2019 年均 20% 的复合增速，彰显公司发展信心。公司层面业绩解

锁条件为 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。按照业绩解锁条件计算 2015-2019 年的复合增长率为 20.4%，高标准的业绩解锁条件也彰显了管理层的信心。



## 2. 公司市场引导、方案提供和项目管理能力突出

### 2.1. 配用电综合服务方案提供商，引导海外市场需求

公司是配用电综合服务方案提供商。公司在海外市场不仅仅是销售表计产品、配用电系统，而是针对用户的特点提供一整套完整的解决方案。目前公司可以提供智能计量 AMI、智能售电、配电管理等十余种解决方案，涉及用电量到配电的全套解决方案。

表 2：海兴电力从多维度提供不同解决方案

解决方案	主要模式
智能计量 AMI	海兴变压器监控解决方案包含终端设备和主站系统。针对配电变压器的运行监控，海兴提供一套集约化设计、多功能合一的产品。基于客户的实际需求，海兴提供监测和监控两种类型，其中监测设备具备变压器运行参数监测、数据中继的功能；监控设备支持三位一体，即断路器、集中器和计量三项功能都在一个设备上实现，不仅满足当下参数监测、电能计量的需求，还能满足未来智能电表部署对数据中继的要求。
综合线损诊断/边界计量	海兴综合线损诊断系统集成边界计量装置，台区计量，馈线计量以及分支线计量，同步 billing 系统的收费信息，最大程度上可视化综合线损。其中 billing 数据提供应收电费和电量，实收电费和电量；边界表计量输入、输出不同区域的电量，获得各个区域的净用电量数据；最终通过综合线损平台计算并且记录区域线损的数据，实现区域线损的可视化。
用户信息与计费	处理和管理电力公司用户信息是很复杂并且费时的，电力公司需要很方便地访问完整的数据去响应客户端问题和投诉，通过客户记录分析趋势和变化，帮助电力公司论证和设定电费费率。海兴的 Billing 系统可以为市政和电力公司有关部门提供电、水、气业务的客户信息管理，并且，为保持客户服务的正常运行和提高，同时提供计费账单服务并且完成收费。
交易平台 (Hexpay)	Hexpay 是一个统一的第三方交易管理平台，集成交易渠道管理、售电管理、对账管理以及详尽的报表功能。海兴的交易平台支持连接多样的售电和支付终端，比如 POS 机、手机 APP、银行 ATM 等，方便集成超市、小卖铺之类的第三方售电点。该平台实现了统一管理预付费和后付费用户，给电力公司提供详尽的账目、交易管理信息。
停电管理	停电管理是配电网管理的重要组成部分，包含计划停电管理和故障停电抢修两个业务模块。实际运行中，仅仅靠人工对停电计划和抢修任务进行管理，会存在重复停电，计划冲突，抢修反应不及时等一系列问题，因此需要专业的 OMS 系统来避免这些问题发生。
智能配电管理	低自动化程度的配电网存在信息交互手段落后，管理碎片化的问题，导致当真正发生故障时，排查故障和恢复供电往往会费时费力。而且传统的信息收集方式，无法为未来的负荷状态预测作出科学有效的分析。在这种情况下，迫切需要一个能有效实现信息交互，科学管理分析的配网自动化控制系统。
大用户智能用电管理	海兴的大用户智能计量方案实现了真正意义上的防窃电和营收保障。在电力配送的各个层面都提供相应的防窃电方案。主要从三个维度来强化电力公司的营收保障： 1. 低压侧：海兴大用户计量产品具备了铅封、门开检测、端盖检测、零序电流检测、强磁检等全面的防窃电功能，除此之外，海兴针对低压用户提供成熟的预付费解决方案，解决方案坏账的问题。 2. 中压侧：在中压侧海兴开发了全系列的中压预付费解决方案，电压等级覆盖到 35kV，有效地消除了中压用户的坏账。特别的是，海兴提供中压侧用电监测方案。即在大用户的馈线上游安装一个集约设计的电子式中压计量装置，结合数据采集终端，实现大用户啊用电数据的实时监测。不需要拜访现场就能识别异常用电行为。 3. 系统侧：系统层包含前置机和数据管理系统，不仅实现远程实时数据采集提供及时的、准确的账单。还支持远程的告警和特殊事件的实时上报，能够帮助电力公司迅速的定位异常事件用户，减少窃电行为，降低商业线损。
变压器监控	海兴变压器监控解决方案包含终端设备和主站系统。针对配电变压器的运行监控，海兴提供一套集约化设计、多功能合一的产品。基于客户的实际需求，海兴提供监测和监控两种类型，其中监测设备具备变压器运行参数监测、数据中继的功能；监控设备支持三位一体，即断路器、集中器和计量三项功能都在一个设备上实现，不仅满足当下参数监测、电能计量的需求，还能满足未来智能电表部署对数据中继的要求。
售电管理 (预付费系统)	海兴的预付费解决方案包含售电终端和售电管理系统，售电管理系统负责生成 TOKEN 码、管理交易记录以及一些基本的账目管理服务；售电终端面向售电业务，支持不同的终端设备比如银行 ATM、电子钱包、POS、APP 等。在具备双向通讯 (智能表和 AMI 集抄系统) 的情况下，升级为智能预付费，实现远程 Token 下发和远程监测和运维。
厂站自动化监控平台	HX8000 厂站监控平台由监控界面 HMI 及前置通讯管理 FE 两个主要部分组成，能够实现对单一厂站设备监控、多厂站统一调度、分布式能源电站管理。多种配置方案及功能选择，为用户提供完善的工业及电力自动化领域方向的解决方案。
变电站自动化	传统的变电站控制系统主要依靠人工对全站数据和信息状态进行监视控制，对人员专业知识背景要求程度高，容错率低。通过部署 SAS 提升自动化程度后，全站信息可视化及程序化操作，帮助减少工作量，同时 PDR 及连锁功能，减少故障发生可能性，并保证事故可追溯。

资料来源：公司官网，安信证券研究中心

公司积极参与制定行业标准，引导市场需求。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 标准是目前预付费系统的唯一全球开放性标准，是非洲预付费表的通用标准，80%以上的非洲国家选择符合南非 STS 标准的键盘式预付费表做为电能计量工具。而公司在肯尼亚等国家不仅仅是满足需求，同时引导市场需求，这种长期的合作关

系也保证了客户的粘性。2017年8月16日海兴 Vending 系统成功通过 STS 认证测试，海兴成为国内首家通过 STS 最新标准的 Vending 系统厂家。公司在行业标准上有一定话语权，公司产品的品质优势更能得到发挥。

**公司产品获得多项海外准入认证，构筑进入壁垒。**公司是目前国际市场资质较完整的中国企业之一，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。多数资质认证周期长，新进入壁垒高，较完善的资质有助于公司拓展新客户。

## 2.2. 深耕海外多年，先发优势明显

公司深耕海外市场多年，提供定制化解决方案能力突出，具有先发优势。目前公司向肯尼亚、南非、塔吉克斯坦、塞内加尔、孟加拉国等十多个国家提供电力营收管理软件及运维服务、计量数据服务解决方案、预付费售电系统等。各国电力市场特点不同，仅凭单一市场的经验积累及复制，无法满足市场需求，公司可以根据不同市场特点提供配用电整体解决方案，同时提供项目管理，例如同时提供电力营收软件和运维服务。优质的项目管理能力，带来高附加值，一体化解决方案也能带动公司表计产品的销售。

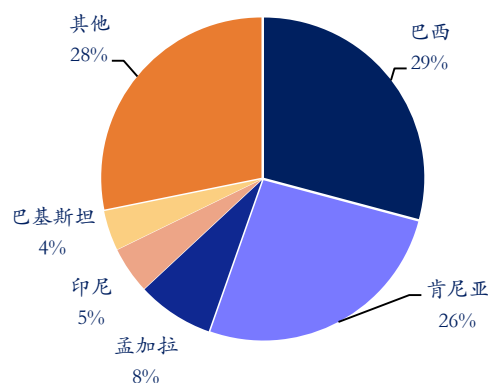
**表 3：公司为海外电力客户提供定制化解决方案**

客户	定制化解决方案
南非电力公司	电力营收管理软件并运维
南非 Citypower 电力公司	MDC 数据采集系统
塔吉克斯坦电力公司	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
塞内加尔国家电力公司	塞内加尔全国售电云支付平台
孟加拉国下属五个电力局	全国电力支付平台运营服务
肯尼亚国际电力公司 (KPLC)	一整套的大用户的计量防窃电、自动抄表、线损计量分析的解决方案

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司在海外设厂和区域总部，全球化布局带来先发优势。自成立之初就进军国际市场，经过 20 多年的拓展，公司出口业务已遍布 80 多个国家和地区。公司致力于海外营销网络建设，重点布局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。在巴西等重点国家设置销售、研发、生产一体的全资子公司，在秘鲁、南非、塞内加尔等国家设立区域销售总部。部分国家在表计产品招标中都有本地化生产的要求，多数国家对本地化生产企业有倾向，公司在巴西、印尼、伊朗、巴基斯坦、南非均设有工厂，在本地化生产这方面公司有先发优势。

**图 8：2016 年上半年公司海外收入结构**



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3. 海外电力市场快速增长，公司重点布局

全球智能电网投资快速增长，配用电侧蕴含大机遇。据 IC Insights 估计，2018 年前全球智能电网投资年均复合增速将达到 19% 以上，到 2023 年全球智能电网领域的投资规模将达到 715 亿美元。智能电网大规模储能、大电网互联及远距离输电、配电自动化和用户侧的智能表计及需求响应等四个主要领域。

表 4：全球各地区智能电网发展情况

地区	智能电网发展目标	市场规模
美国	提升电网可靠性及安全性 提升用电效率、降低用电成本	总投资额超 100 亿美元
欧洲	促进可再生能源发展	2013-2018 年智能电网技术市场年复合增长率 24% 2018 年市场规模达 475 亿美元
东南亚	实现高效电能管理	2020 年前市场总收益复合增长率为 10% 2020 年总收益 45 亿美元
南亚	提高发电、输电和配电能力	印度市场规模将达 300-400 亿美元
南美洲	降低人均能源消耗	2022 年巴西投资额达 366 亿美元
非洲	解决电力短缺	2030 年电力基础设施投资达 5630 亿美元
中东	保证可靠和充足的电力供应	2020 年海湾地区新增电力需求达 100TW

资料来源：Pike Research，安信证券研究中心

根据 IEA 统计，到 2020 年智能电网将覆盖全世界 80% 的人口，不同地区的市场需求轮动将成为智能电表市场持续增长的主要动力。Pike Research 保守预计，2022 年欧盟智能电表渗透率将达 83.0%，2025 年将达到 100%。发展中国家因电力基础设施建设而对电表需求激增，中国制造的智能电表在这些区域市场认可度很高。据 IHS 预测，2020 年全球智能电表市场规模有望达到 48 亿美元规模，智能电表海外出口增速或将达到 15%。

表 5：全球各地区智能电表发展情况

地区	市场规模
欧洲	将拥有超 2.37 亿只智能电表 2011-2020 年安装量将达 2.12 亿只，累计市场规模将达 160 亿美元
东南亚	2011-2020 出货量年复合增长率达 99%
南亚	印度市场规模将达 300-400 亿美元
南美洲	销售额将达 240 亿美元 2020 年累计安装量 10450 万只
非洲	每年安装键盘式预付费表超 1000 万台
中东	伊朗将为 2400 万用户安装智能电表

资料来源：Pike Research、Northeast Group，安信证券研究中心

#### 3.1. 以巴西为核心的南美洲市场——处于智能电网升级改造初期

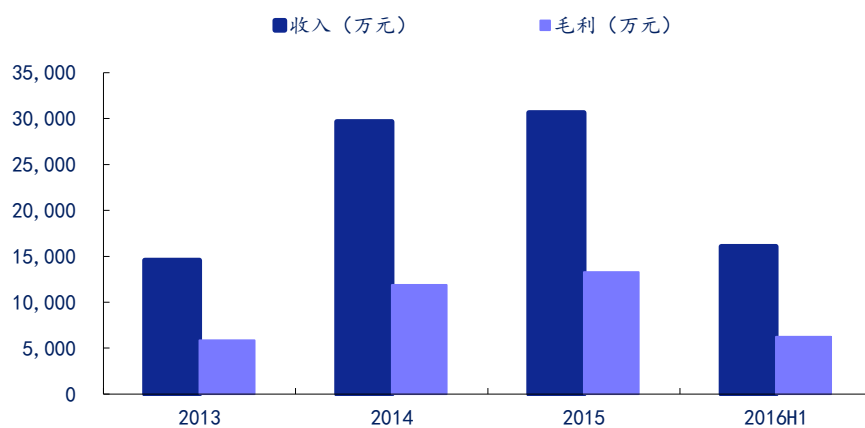
未来 10 年，南美洲有望成为智能电网投资的重要市场。根据 Northeast Group 发布报告，一直以来，南美洲电力市场受到电力盗窃、可靠性差、运营低效的困扰，约有 9% 的电力被盗窃，部分服务区电力盗窃率超过 30%。2015 到 2025 年期间，南美洲将投资 381 亿美元用于推进电力设施基础建设。截至 2020 年，南美洲将安装智能电表 10,450 万只，市场空间达到 251 亿美元。

巴西是南美洲最大的国家，在南美洲的智能电网架构中，巴西处于领先地位，根据政府和监管机构计划，巴西在 2021 年前将安装 6,300 万只高级计量体系（AMI）电表，巴西电力公司对于电表整体和表计散件招标有很高的要求，一方面参与投标的产品要通过 INMETRO 认证，另一方面只有本国生产企业才能参加投标。2010 年，海兴电力与巴西内一家具备 INMETRO 资质的表计生产企业 FAE 合作快速进入巴西市场，并与其在巴西当地合资组建巴

西 ELETTRA，满足了本地化生产的要求，目前公司在巴西表计市场领先于国际巨头，市场份额接近 60%。

**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。**巴西将是首个大规模安装智能电表的南美洲国家，智利和阿根廷的发展紧随其后，其他国家也将在 5 年后陆续推广部署智能电表。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。

**图 9：近年来海兴电力在巴西收入、毛利**



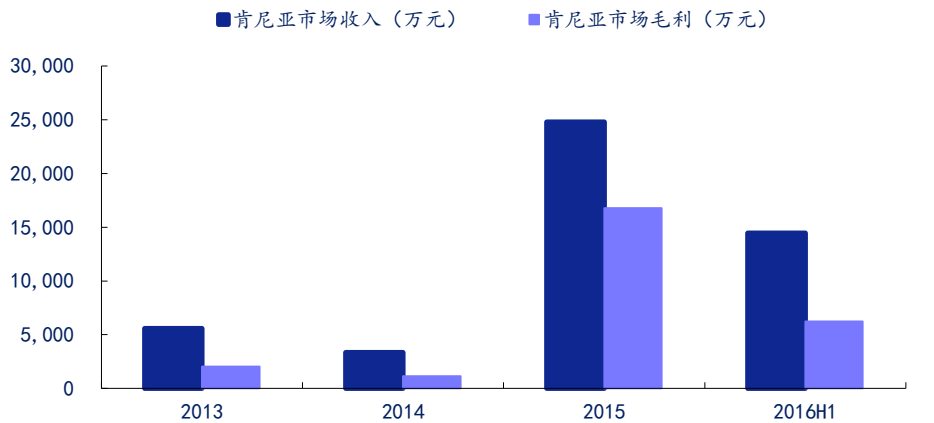
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.2. 以肯尼亚为核心的非洲市场——电力匮乏，存在全产业链机会

20 世纪 70 年代以来，非洲经济持续增长，经济发展带来了电力需求的增加。非洲电力供应因长期投入不足而发展缓慢，严重的电力短缺制约着非洲国家经济的发展，由于缺少电力设备基础设施，撒哈拉以南非洲只有 23% 的面积获得电力供应。非洲有四分之三的人口无法用电，四分之一的电站装机容量不能营运。非洲电力基础设施建设需求巨大，根据各国规划，至 2030 年，各国在电力基础设施方面的投资高达 5630 亿美元，其中 60% 会直接投资于电力基础设施建设。在非洲市场，电力公司首先要解决营收保障问题，目前主要的电表为键盘式预付费表。使用的 AMR 系统只是实现了预付费、防窃电等基本功能。非洲国家每年安装键盘式预付费表数量就超过 1,000 万台。

肯尼亚电力公司 (KPLC) 长期以来一直是海兴电力非洲市场第一大客户，2016 年上半年公司对 KPLC 销售额达到 1.44 亿元，占到公司海外收入的 26%。2015 年海兴电力与 KPLC 实施了大用户解决方案项目，主要向 KPLC 提供一整套的大用户的计量防窃电、自动抄表、线损计量分析的解决方案，通过项目的实施，达到肯尼亚 KPLC 对全国范围内的大用户实现全面监控，全面计量的工作，该项目是肯尼亚全国范围内的实施改造工程。对于肯尼亚代表的非洲国家，电力匮乏，在发电、变电、输电、配电、用电等多个领域都有巨大发展空间。公司和 KPLC 合作密切，不仅仅提供配用电系统、表计产品，2016 年上半年公司在肯尼亚的配网改造业务实现收入 1.1 亿元，看好公司在以肯尼亚为核心的非洲市场持续拓展配网改造、微电网与分布式光伏、电力运维等新业务。

**图 10：近年来海兴电力在肯尼亚收入、毛利**



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

### 3.3. 东南亚市场——重点布局印尼，辐射其他国家

东南亚地区共有印尼、菲律宾、泰国等 11 个国家，人口规模约 5.6 亿。近年来，东南亚经济和城市化进程的强势发展导致电力需求强劲增长。新兴国家已经着手制定智能电网技术发展路线图。Navigant Research 预计，东南亚智能电网市场投资规模在 2020 年以前将以 10% 以上的复合增长率高速增长，从 2011 年约 19 亿美元增长到 2020 年的 45 亿美元，增长主要来源于输变电、配网升级以及智能电表的布局。整个东南亚市场智能电表市场容量从 2015 年到 2018 年扩大一倍，到 2018 年达到 1120 万台左右，年均复合增长率约为 30%。

表 6：部分东南亚国家电表部署规划

国家	电表部署计划
印尼	印尼国家电力公司计划安装 100 万只预付费表，未来将为所有的电力连接设备提供 Keypad 电表，还将大范围更换旧的居民电，很快成为最大的预付费表市场
泰国	升级电力公司 (PEA) 计划在未来 15 年内将服务区域内投资 130 亿美元建设全国性的智能电网系统，安装超过 1,500 万只智能电表，考虑为居民用户提供 AMI 系统
马来西亚	最大的电力公司 Tenaga Nasional Berhad 已实施 AMR 项目，为 4.5 万大客户配备了智能电表和 GSM 解调器，并计划实施 AMI 系统和部署智能电表

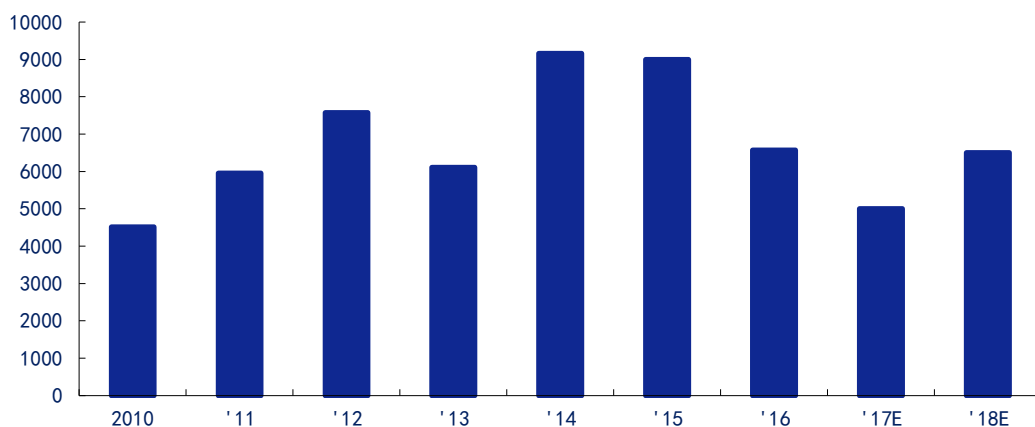
资料来源：海兴电力招股说明书，安信证券研究中心

印尼是海兴电力在东南亚地区的主要市场，公司主要销售智能预付费产品。印尼采用电力局招标方式，要求产品通过印尼本地 LMK 认证以及 SPM 质量认证，本地化生产 TKDN 认证，中标后需要通过 SPM 现场审核。海兴电力是第一个进入印尼的中国企业，2009 年设立了海兴印尼，满足本地化生产的要求。在经历了前期市场竞争后，印尼竞争格局有所好转。

#### 4. 公司是国网表计产品主流供应商，智能配网引领下一轮投资

国内智能电表需求未来有望持续放量。“十二五”规划将智能电表列为重点发展方向，国家电网积极普及安装智能电表。目前国网片区智能电表覆盖率已经达到 80%，2014、2015 年国网智能电表年招标量均为 9000 万台左右。据 GBI Research 研究，随着中国智能电网发展，2013-2017 年中国智能电表年复合增长率达到 9.5%。随着智能电表覆盖率继续提升，且农村电网改造升级和旧电表的更新换代将再一次激发国内智能电表需求。

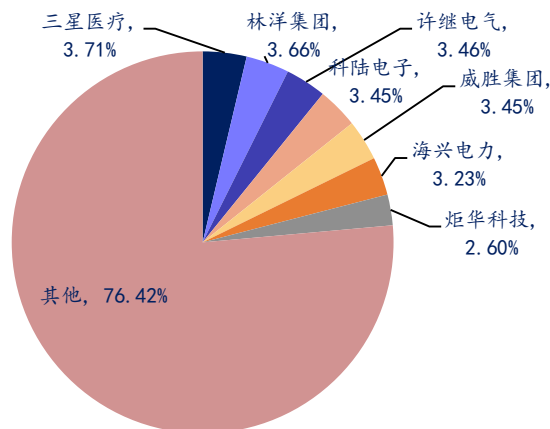
图 11：近年国家电网智能电表招标量（万只）



资料来源：国家电网，安信证券研究中心

公司在国网招标份额持续上升。从 2009 年国网开始招标以来，公司在国网招标市场份额持续上升，根据国网招标结果，2009 年公司中标金额在所有参与企业中排名第 21 名，公司在 2009-2016 年上半年累计招标份额排名第五。在 2016 年三次招标中，公司市场份额达到 3.23%，位于第六名，行业前几名市场份额接近。2017 年公司在国网第一批电能表及用电信息采集设备招标中中标 6 个分包，中标金额 1.99 亿元。

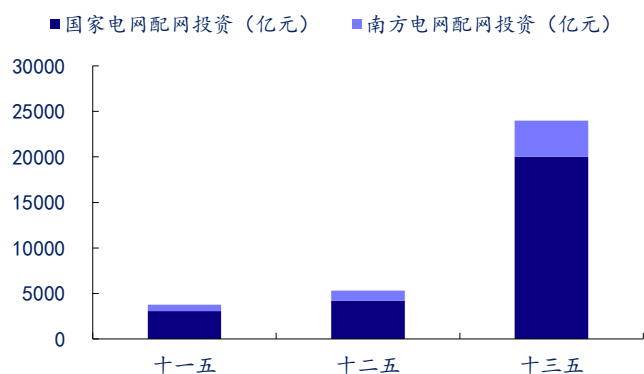
图 12：2016 年三次国网电能表及用电信息采集设备招标累计市场份额



资料来源：国家电网电子商务平台，安信证券研究中心

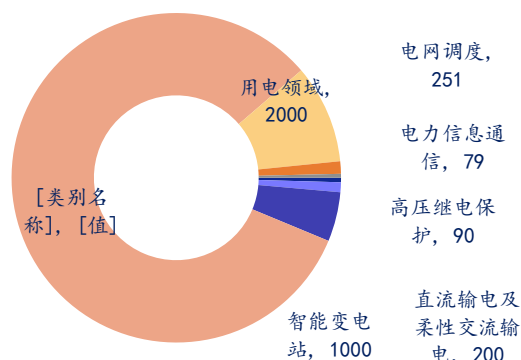
智能配网引领下一轮投资。《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》中提到 2015-2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元。随着我国输电线路骨架建设的逐步完善，电网投资的重心将由主干网向配网侧转移，提升配网、农网供电水平，增强电网服务清洁能源成未来趋势。预计十三五期间，我国配电网投资将超过 20,000 亿元；其中，继电保护、直流输电及柔性交流输电、智能变电站、配电网建设、用电领域、电网调度、电力信息通信等领域市场规模分别将达 90 亿、200 亿、1000 亿、17000 亿、2000 亿、251 亿、79 亿。

图 13: 十三五期间两网配网投资大幅提升



资料来源: 国家电网, 南方电网, 安信证券研究中心

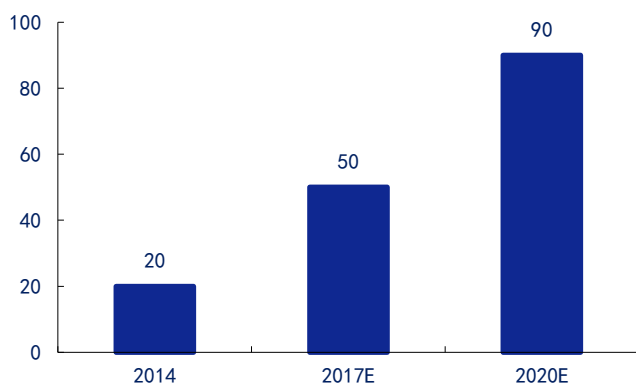
图 14: 十三五期间配网投资大幅提升 (亿元)



资料来源: 国电南瑞资料, 安信证券研究中心

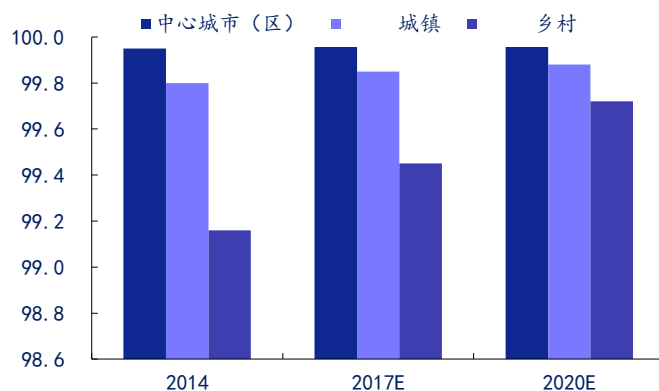
未来配网投资更加着重自动化建设。配电自动化是提高供电可靠性的必要手段, 也是建设智能配电网的必由之路和高级阶段。2014 年我国配电自动化覆盖率仅为 20%, 国家电网辖区重点城市市区配电网自动化覆盖率仅 55.75%, 距离发达国家法国 (90%)、日本 (100%) 等的标准及《配电网建设改造行动计划 (2015-2020 年)》提出的 90% 目标相距甚远。智能配网改造将引领下一轮投资, 目前公司的智能开关、环网柜等产品已经在国网招标中中标, 未来有望从用电领域进入配电大市场。

图 15: 配网自动化覆盖率 (单位: %)



数据来源: 《配电网建设改造行动计划 (2015-2020 年)》, 安信证券研究中心

图 16: 配网供电可靠率目标 (单位: %)



数据来源: 《配电网建设改造行动计划 (2015-2020 年)》, 安信证券研究中心

## 5. 扩产能巩固原有业务，拓展配网改造、运维、微电网新增长点

从公司的募投项目可以看出公司未来的发展方向：纵向扩张表计产品、智能用电系统产能，提高重点国家市占率，横向从基于原有的市场优势，拓展配网改造、电力运维、微电网与分布式光伏等新业务增长点。

### 5.1. 智能用电产能接近饱和，扩产以应对海外市场快速增长

新增产能释放，有望进一步拉动公司业绩。目前公司表计产品、智能用电系统的产能接近饱和，新增的 650 万只投产以后公司年化产能将提高 60% 以上。

表 7：公司表计产品、智能用电系统产能接近饱和

时间	主要产品	产能 (只)	产量 (只)	产能利用率
2016 年 1-6 月	单相电能表	3,500,000	3,610,230	103%
	三相电能表	500,000	470,150	94%
	智能用电系统产品	1,000,000	700,150	70%
	合计	5,000,000	4,780,530	96%
2015 年	单相电能表	6,000,000	7,310,100	122%
	三相电能表	1,000,000	1,156,789	116%
	智能用电系统产品	3,000,000	3,389,768	113%
	合计	10,000,000	11,856,657	119%

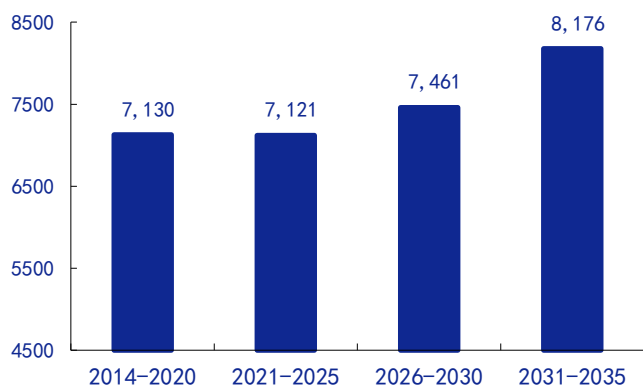
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

“巴西建设智能电力计量生产线项目”建成后年将新增 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生产能力，以满足巴西每年约 600 万只新增智能电表的需求。公司在海外市场份额稳定，产能释放拉动公司业绩。

### 5.2. 参与配网改造与运维，开拓新的增长点

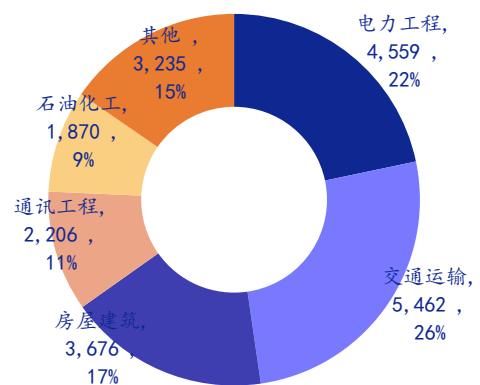
根据罗兰贝格《全球与中国输配电设备制造业最新趋势》的预测，2017 年中国以外的国际输配电设备市场规模将达到 1,540 亿美元，非洲国家在电力能源基础设施工程承包需求方面存在的机遇最大。2010 年至 2020 年亚洲地区发展中国家的电力能源相关基础设施需求预计约为 4 万亿元。

图 17：全球电力投资展望（亿美元）



资料来源：IEA，安信证券研究中心预测

图 18：中国对外投资工程合同金额（亿美元，2015）



资料来源：商务部，安信证券研究中心

#### 5.2.1. 公司通过 PPP 模式参与海外客户的电力基础设施建设

公司通过较完善的海外市场网络、良好的客户关系、国内完整的电力设备供应链，开始涉足配网基础设施建设领域，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 2014 年 6 月着手为巴基斯坦 KESC 电力公司实施巴基斯坦第一个配电网智能



化改造工程，2016 年上半年肯尼亚配电网改造实现收入 1.1 亿元。

公司通过在南非签署了第一个智能电表系统的 PPP 项目合同，该项目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，为公司带来长期、稳定的收入来源。

**表 8：PPP 模式为南非承建售电系统分享收入**

项目	业务内容	具体运作模式
南非 eDumbe 市政局 PPP 项目	1、预付费业务 2、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	1、预付费业务 2、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，安信证券研究中心

### 5.2.2. 巴西运维公司获 10 亿订单，轻资产模式可复制

公司公告，2017 年上半年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。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。

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。2010 年海兴电力便在巴西投资建厂，成立 Eletra 公司，根据不同城市电力部门需求的不同研发了高压计量、变压器监控系统、智能电表等一系列领先的配用电产品。公司深耕巴西市场多年，从智能用电终端做到电力运维以及微电网与分布式光伏有先发优势。电力运维属于轻资产模式，可复制性强，看好公司将运维业务在巴西持续推广以及拓展到肯尼亚等重点布局国家。

## 5.3. 新增微电网、分布式光伏产能，满足不同形式用电需求

### 5.3.1. 分布式光伏适合非洲、中东、东南亚地区

公司募投分布式能源成套设备产业化项目主要针对于非洲、中东及部分东南亚地区，上述地区均拥有丰富的太阳能资源，非洲电力基础设施薄弱，中东油气资源丰富且价格低廉，东南亚地区岛屿众多，铺设集中供电设备成本较高。根据欧洲光伏工业协会统计，未来中东及非洲地区分布式光伏发电设备的新增装机容量未来 5 年内按 15% 的速度增长，预计该项目建设完成后中东及非洲新增年分布式光伏装机容量约 500MW。根据 IMS Research 在 2012 年发布的《东南亚光伏市场报告》，东南亚每年将新增装机容量 1GW 以上，预计其中每年将新增 800MW 分布式光伏发电设备的装机容量。

**表 9：分布式能源成套设备产业化项目预计产量**

分类	产品名称	规格	产量	备注
智能逆变器	4KW 智能逆变器	4KW	10,000 台	其中 700 台为成套设备配套
	15KW 智能逆变器	15KW	4,000 台	其中 280 台为成套设备配套
	500KW 智能逆变器	500KW	300 台	其中 6 台为成套设备配套
分布式能源发电成套设备	光伏发电成套设备	1MW	7 套	-
	光气互补发电成套设备	1MW	2 套	-
	光油互补发电成套设备	1MW	1 套	-

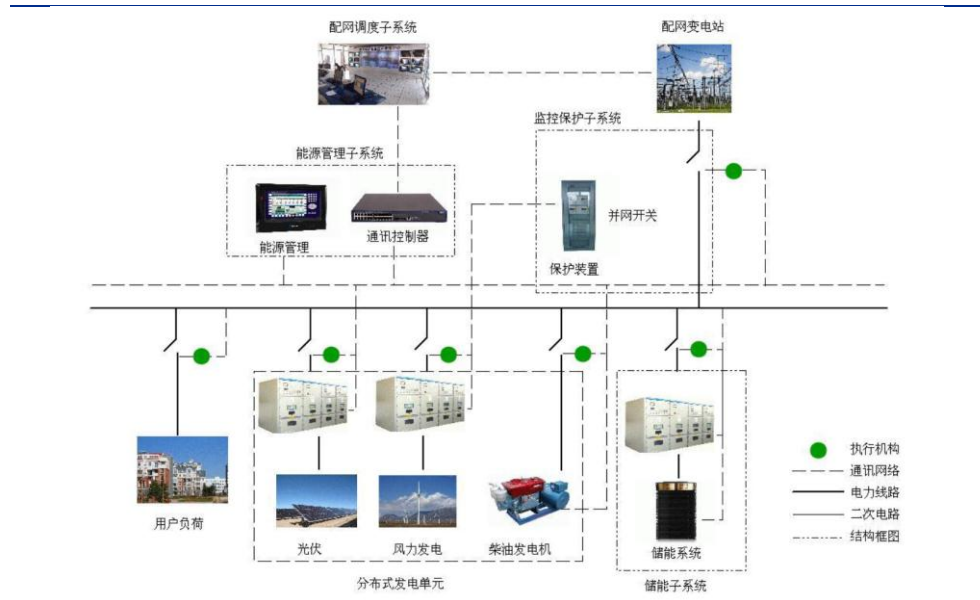
资料来源：公司公告，安信证券研究中心

根据公司招股说明书预测，该项目投产以后将为公司每年带来 4.3 亿收入，9310 万净利润。

### 5.3.2. 微电网与分布式光伏同步进行，协同发展

公司公告，计划为全球客户提供 3MW 以内的微电网整体解决方案，募集 6.35 亿元投资于智能微电网控制系统与成套设备产业化项目。微电网是一种新型网络结构，是一组微电源、负荷、储能系统和控制装置构成的系统单元。微电网是一个能够实现自我控制、保护和管理的自治系统，既可以与外部电网并网运行，也可以孤立运行。

图 19：典型微电网结构



资料来源：中国电科院，安信证券研究中心

典型微电网主要由分布式发电单元、储能设备、用户负荷、中心控制站四部分组成，其中分布式发电单元主要是光伏、风电等新能源。公司募投的分布式光伏成套设备可以在发电单元环节发挥作用，两者协同效应明显。

发展中国家微电网市场需求以发展微电网满足急切的电力需求为主。近年来亚太地区的微电网市场迅速发展，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%。根据公司招股说明书，公司微电网项目投产以后每年将会带来 7.6 亿收入和 2.15 亿净利润。

## 6. 盈利预测、估值及投资评级

### 6.1. 经营假设

- 1、智能用电产品业务：国外电表业务需求保持高增速，国内由于 2017-2018 年国网招标量下滑，2017 年和 2018 年承压，2019 年由于更换和升级需求出现，业绩回升。南网智能电表改造招标量维持高增长。国内外电表毛利率维持稳定。公司募投产能顺利投放。
- 2、配用电整体解决方案业务：国外保持高增速；国内配网设备中标逐年增加。
- 3、新业务：微网募投项目顺利投产。预计从 2018 年开始取得收入进展。运维方面，现有巴西订单如期交付，拓展新订单，业务规模逐步扩大。
- 4、管理费用：按照公司公告，限制性股票激励费用逐年减少，研发投入方面，2016-2017 年为高投入期
- 5、外汇汇率相对稳定，不出现大幅波动。

综上所述，根据目前行业竞争格局及公司经营状况，我们对海兴电力主要业务的经营预测假设如下表所示：

表 10：海兴电力经营模型

一、智能用电产品	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
收入	1160.73	1274.92	1393.43	1550.0	1535.3	1867.3
YoY	5.36%	9.84%	9.30%	11.24%	-0.95%	21.62%
成本	710.19	769.22	823.13	934.1	912.1	1104.6
YoY	6.65%	8.31%	7.01%	13.48%	-2.36%	21.11%
毛利率	38.82%	39.67%	40.93%	39.74%	40.59%	40.84%
二、配用电整体解决方案						
收入	485.57	646.62	699.02	971.8	1281.1	1701.8
YoY	0.33%	33.17%	8.10%	39.02%	31.82%	32.84%
成本	258.09	288.57	340.57	454.5	610.1	824.7
YoY	-7.98%	11.81%	18.02%	33.45%	34.24%	35.17%
毛利率	46.85%	55.37%	51.28%	53.23%	52.37%	51.54%
三、微电网、分布式光伏及运维						
收入				100.0	300.0	500.0
YoY					200.00%	66.67%
成本				48.0	151.0	254.0
YoY					214.58%	68.21%
毛利率				52.00%	49.67%	49.20%
四、系统软件及运营服务、电力基础设施建设、其他业务						
收入	64.10	76.03	84.84	93.5	102.9	113.1
YoY	39.02%	18.61%	11.59%	10.21%	10.00%	10.00%
成本	33.52	30.26	47.25	51.4	56.6	62.2
YoY	30.63%	-9.73%	56.15%	8.84%	10.00%	10.00%
毛利率	47.71%	60.20%	44.31%	45.00%	45.00%	45.00%
五、合计						
收入	1718.67	2000.37	2180.84	2715.3	3219.2	4182.2
YoY	4.94%	16.39%	9.02%	24.51%	18.56%	29.91%
成本	1003.09	1090.82	1211.77	1488.0	1729.8	2245.5
YoY	3.05%	8.75%	11.09%	22.79%	16.25%	29.82%
毛利率	41.64%	45.47%	44.44%	45.20%	46.27%	46.31%

资料来源：公司公告，安信证券研究中心测算

## 6.2. 盈利预测

基于以上经营假设,通过模型测算得出海兴电力 2017-2019 年的收入增速分别为 25%、19%、30%, 2017-2019 年 EPS 分别为 1.60、2.19、2.98 元, 业绩增速分别为 17%、37%、36%, 对应 2017-2019 年估值 26 倍、19 倍、14 倍。

表 11: 海兴电力盈利预测

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	2,000.4	2,180.8	2,711.2	3,193.0	4,122.2
净利润	433.4	521.2	613.5	833.7	1,127.6
每股收益(元)	1.55	1.40	1.61	2.19	2.96
每股净资产(元)	4.21	10.99	12.56	14.57	17.21
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	26.7	29.6	25.7	18.9	14.0
市净率(倍)	9.8	3.8	3.3	2.8	2.4
净利润率	21.7%	23.9%	22.6%	26.1%	27.4%
净资产收益率	27.1%	12.5%	12.8%	15.0%	17.2%
股息收益率	0.0%	0.6%	0.2%	0.4%	0.8%
ROIC	65.2%	57.5%	24.2%	51.9%	62.5%

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 6.3. 估值与投资建议

公司主营业务是智能用电产品和配用电整体解决方案, 上市公司里面与其产品具有可比性的是林洋能源、科陆电子、炬华科技、三星医疗、中恒电气、智光电气、北京科锐。我们选取这几家公司作为公司的估值参考。公司 2017 年 P/E 低于行业平均的 31 倍。

表 12: 可比公司估值情况

股票代码	公司名称	收盘价 (元)	总市值(亿 元)	EPS(元/股)			PE			PB
				16A	17E	18E	16A	17E	18E	
601222.SH	林洋能源	8.11	143.07	0.28	0.41	0.51	28	20	16	1.7
002121.SZ	科陆电子	10.24	144.13	0.23	0.31	0.41	54	30	22	3.2
300360.SZ	炬华科技	14.55	52.77	0.71	0.80	0.93	30	17	15	4.0
601567.SH	三星医疗	12.10	171.63	0.60	0.64	0.78	29	18	15	2.6
002364.SZ	中恒电气	13.94	78.56	0.29	0.33	0.42	48	42	33	3.4
002169.SZ	智光电气	6.83	53.81	0.33	0.21	0.26	21	33	26	2.0
002350.SZ	北京科锐	14.56	56.35	0.35	0.26	0.34	42	56	43	4.9
	平均						36	31	24	3.1
603556.SH	海兴电力	41.49	157.88	1.40	1.61	2.19	30	26	19	3.6

资料来源: Wind, 安信证券研究中心 备注: 可比公司盈利预测为一致预期, 海兴电力为安信预测

**投资建议:** 得益于海外深入布局, 公司海外高增长能力已经在半年报的收入端有所体现, 而随着人员招聘, 海外区域总部等架构搭建, 展望 2018 年, 公司原有业务预计维持高增长, 新业务有望逐步取得进展, 费用方面将出现较大程度好转, 整体利润增速将好于 2017 年。维持公司买入-A 的投资评级, 6 个月目标价为 55 元。相当于 2018 年估值 25 倍。

## 7. 风险提示

汇率波动风险, 募投项目建设进度不及预期, 海外市场竞争加剧等。

## 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	2,715.4	3,219.3	4,182.2	成长性					
减:营业成本	1,090.8	1,211.8	1,488.0	1,729.7	2,245.4	营业收入增长率	16.4%	9.0%	24.5%	18.6%	29.9%
营业税费	10.9	20.3	10.9	20.0	26.1	营业利润增长率	28.4%	14.8%	20.6%	40.3%	38.1%
销售费用	205.4	205.0	254.6	284.3	342.9	净利润增长率	22.4%	20.3%	16.9%	36.7%	36.0%
管理费用	189.3	251.7	300.0	275.9	313.7	EBITDA 增长率	34.4%	-9.8%	38.8%	37.6%	37.1%
财务费用	39.2	-83.0	0.1	-10.4	-16.2	EBIT 增长率	36.1%	-10.5%	42.7%	38.7%	37.9%
资产减值损失	0.0	27.8	17.7	15.2	20.2	NOPLAT 增长率	31.5%	-8.3%	42.9%	38.7%	37.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	4.1%	241.6%	-35.7%	14.4%	31.3%
投资和汇兑收益	2.4	-11.3	2.3	2.4	2.5	净资产增长率	19.3%	161.3%	14.2%	16.0%	18.2%
营业利润	467.1	536.0	646.4	907.0	1,252.6	利润率					
加:营业外净收支	48.8	68.6	59.5	57.8	59.5	毛利率	45.5%	44.4%	45.2%	46.3%	46.3%
利润总额	515.9	604.7	705.9	964.8	1,312.1	营业利润率	23.3%	24.6%	23.8%	28.2%	29.9%
减:所得税	81.9	83.4	96.7	132.2	179.8	净利润率	21.7%	23.9%	22.4%	25.9%	27.1%
净利润	433.4	521.2	609.2	832.6	1,132.4	EBITDA/营业收入	26.5%	22.0%	24.5%	28.4%	30.0%
						EBIT/营业收入	25.3%	20.8%	23.8%	27.9%	29.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	27	41	44	36	27
						流动营业资本周转天数	51	173	186	124	129
						流动资产周转天数	324	540	645	620	575
						应收帐款周转天数	102	100	101	101	101
						存货周转天数	50	53	49	50	50
						总资产周转天数	409	632	725	686	624
						投资资本周转天数	120	248	253	179	170
						投资回报率					
						ROE	27.1%	12.5%	12.8%	15.0%	17.3%
						ROA	18.2%	9.9%	10.8%	12.6%	14.4%
						ROIC	65.2%	57.5%	24.0%	51.8%	62.5%
						费用率					
						销售费用率	10.3%	9.4%	9.4%	8.8%	8.2%
						管理费用率	9.5%	11.5%	11.1%	8.6%	7.5%
						财务费用率	2.0%	-3.8%	0.0%	-0.3%	-0.4%
						三费/营业收入	21.7%	17.1%	20.4%	17.1%	15.3%
						偿债能力					
						资产负债率	32.8%	20.7%	15.7%	16.2%	16.9%
						负债权益比	48.7%	26.1%	18.6%	19.3%	20.4%
						流动比率	2.93	5.59	6.00	5.88	5.69
						速动比率	2.49	5.16	5.55	5.39	5.19
						利息保障倍数	12.91	-5.46	12,606.2	-86.45	-76.17
						分红指标					
						DPS(元)	-	0.26	0.10	0.18	0.33
						分红比率	0.0%	18.6%	6.2%	8.3%	11.0%
						股息收益率	0.0%	0.6%	0.2%	0.4%	0.8%
						现金流量表					
						业绩和估值指标					
						2015	2016	2017E	2018E	2019E	
净利润	434.0	521.2	609.2	832.6	1,132.4	EPS(元)	1.55	1.40	1.60	2.19	2.98
加:折旧和摊销	26.5	29.7	18.3	18.3	18.3	BVPS(元)	4.21	10.99	12.55	14.56	17.20
资产减值准备	0.0	27.8	-	-	-	PE(X)	27.0	30.0	26.1	19.1	14.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	9.9	3.8	3.3	2.9	2.4
财务费用	5.2	17.3	0.1	-10.4	-16.2	P/FCF	39.4	-15.8	13.1	25.5	26.5
投资损失	-2.4	11.3	-2.3	-2.4	-2.5	P/S	8.0	7.3	5.9	4.9	3.8
少数股东损益	0.6	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	31.2	19.0	13.2	9.3
营运资金的变动	-26.3	-1,454.2	812.3	-238.0	-548.8	CAGR(%)	24.3%	29.5%	19.4%	24.3%	29.5%
经营活动产生现金流量	458.3	499.4	1,437.6	600.1	583.2	PEG	1.1	1.0	1.3	0.8	0.5
投资活动产生现金流量	-88.8	-1,794.9	2.3	2.4	2.5	ROIC/WACC	6.2	5.5	2.3	4.9	5.9
融资活动产生现金流量	-164.4	2,133.3	-240.5	-51.5	-106.9	REP	-	1.2	3.7	1.4	0.9

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	
	章政	021-35082861	zhangzheng@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	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

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