



Research and
Development Center

深耕电能表及相关领域的龙头

—— 炬华科技（300360.sz）新股报告

2014 年 01 月 07 日

范海波 CFA	行业分析师
刘强	研究助理

证券研究报告

公司研究——新股报告

炬华科技（300360.sz）

建议询价区间：

48.50-51.50 元/股

合理估值区间：

51.65-55.68 元/股

范海波 CFA, 行业分析师

执业编号: S1500510120021

联系电话: +86 10 63081252

邮箱: fanhaibo@cindasc.com

刘强 研究助理

联系电话: +86 10 63081251

邮箱: liuqiang1@cindasc.com

深耕电能表及相关领域的龙头

新股定价报告

2014 年 01 月 07 日

本期内容提要：

- ◆**发行方案：**本次拟发行不超过 2500 万股，其中公司股东发售股份数量不超过 1687.50 万股，募集资金 20772 万元，用于年产 600 万台智能电能表及用电信息采集系统产品项目、智能电能表及用电信息采集系统产品技术研发中心升级项目，以及其他与主营业务相关的营运资金项目 3 个项目。
- ◆**公司是深耕电能表及相关领域的龙头。**公司实际控制人为丁敏华；公司从事电能计量仪表和用电信息采集系统产品研发、生产与销售，是国内电能计量仪表行业最具技术影响力和发展潜力的公司之一；在 2012 年国网招标中，电能表、用电信息采集系统产品中标占总数比分别为 2.31%、3.52%。公司业务得到转型：从 ODM 到自主品牌；产品结构逐步优化：附加值较高的三相智能电能、用电信息采集系统产品占比提升。
- ◆**智能电网建设推动行业需求提升。**大规模的全球性智能电网建设为智能电能表及用电信息采集系统产品带来了广阔的市场需求。据估计，到 2020 年全球范围内将要安装 20 亿台智能电能表，扣除中国 3.5 亿台，国外市场约有 16.5 亿台的需求。IBM 预计到 2015 年，全球智能电能表的投资额将达到 255 亿美元。预计国内智能电表年均需求在 8000 万台以上。
- ◆**盈利预测与估值：**我们预测公司 2013-2015 年收入增长分别为 23.06%、19.59%、17.10%，归属母公司净利润分别增长 32.83%、19.28%、15.72%，对应发行后全面摊薄 EPS（新增股本数为预测值）分别为 2.37、2.68、3.11 元，绝对估值法给出公司的合理价值为 50.77 元/股，相对估值法给出的合理价值区间为 51.65-55.68 元/股，建议询价区间为 48.50-51.50 元。
- ◆**风险因素：**市场风险：对电力系统行业的依赖、海外市场拓展风险；募投项目投产后的产能消化风险；市场竞争带来公司盈利水平下降风险。

	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
主营业务收入(百万元)	488.30	717.88	883.44	1,056.48	1,237.13
增长率 YoY %	70.21%	47.02%	23.06%	19.59%	17.10%
归属母公司净利润(百万元)	75.80	133.78	177.71	211.97	245.81
增长率 YoY%	128.19%	76.50%	32.83%	19.28%	15.97%
毛利率%	29.01%	34.77%	36.45%	36.51%	36.51%
净资产收益率 ROE%	39.43%	42.96%	38.78%	28.34%	22.75%
摊薄每股收益 EPS(元)	1.01	1.78	2.37	2.68	3.11

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测; 注: 假设发行后的总股本为 7910 万股;

目 录

公司概况及发行简介	1
炬华科技：公司概况	1
发行简介及股本结构	3
募投项目、盈利预测及估值分析	4
募投项目分析	4
盈利预测及假设	6
估值与询价建议	7
公司分析	8
主要产品的市场份额	9
公司竞争优势	10
公司经营模式	12
业务转型、产品结构优化，盈利能力提升	13
行业分析	14
市场容量和行业增速	14
产品发展方向：智能化	16
风险因素	17

表 目 录

表 1：公司产品分类	1
表 2：募投项目	5
表 3：年产 600 万台智能电能表及用电信息采集系统产品项目的新增产能的产品结构组合安排	5
表 4：新增 400 万台智能电能表及用电信息采集系统产品项目主要财务指标	6
表 5：分业务盈利预测（单位：万元）	6
表 6：可比公司市盈率(2014-1-6)	8
表 7：参数选取和价值计算	8
表 8：公司在国网招标中标情况	9
表 9：公司产品海外销售情况	10
表 10：公司主要技术均是通过自主研发取得	10
表 11：公司研发费用占主营业务收入比重	11
表 12：公司自主品牌销售占比逐年提升	14
表 13：电子式电能表产品发展历程	16

图 目 录

图 1：公司产品应用领域（红框部分为公司经营的产品领域）	2
图 2：公司营业收入及毛利率情况	3
图 3：公司主营收入构成情况（2013 年）	3
图 4：公司净利润及净利率情况	3
图 5：公司主营业务毛利构成情况（2013 年）	3
图 6：公司发行前股权结构图	3
图 7：国网招标流程	12
图 8：电能表及用电信息采集系统行业增长情况	15
图 9：我国电能表外销情况	15

公司概况及发行简介

炬华科技：公司概况

杭州炬华科技股份有限公司（简称“炬华科技”）是一家专业从事电能计量仪表和用电信息采集系统产品研发、生产与销售的高新技术企业，是国内电能计量仪表行业最具技术影响力和发展潜力的公司之一。作为一家子行业龙头，公司以“精确计量、服务社会”为使命，秉承“科技为先、优质高效、用户至上、诚信守约”的理念，努力服务于电力行业，致力于成为一流的电能计量仪表及系统供应商。

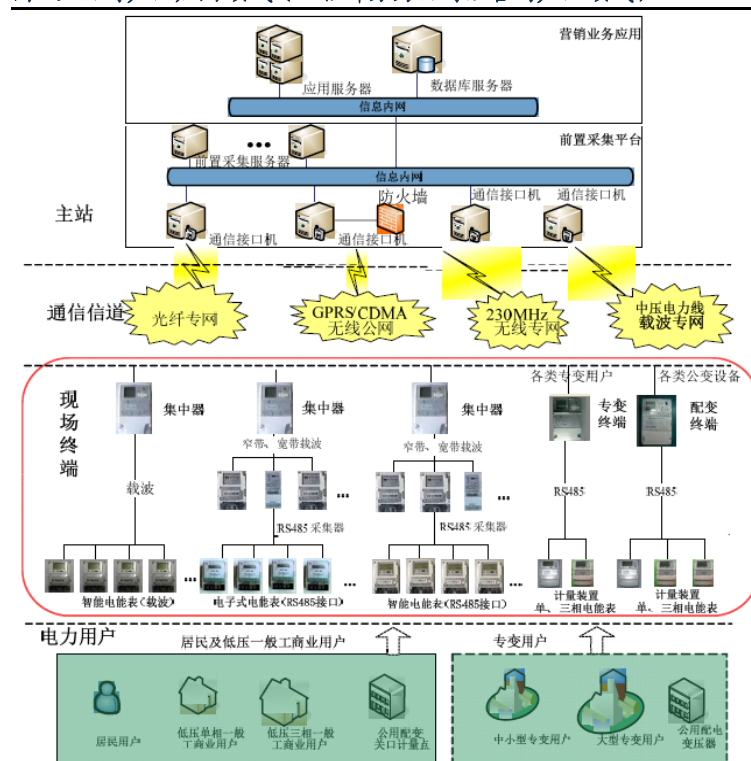
公司主营业务收入主要来源于智能电能表及用电信息采集系统产品，包括智能电能表，电子式电能表，专变终端、配变终端、集中器和采集器等用电信息采集系统产品，以及国际 IEC、ANSI 标准智能电能表、电子式电能表等系列电能计量产品及电能表软件产品、配件等，这些产品及软件均是发行人核心技术综合集成应用的成果。历年来，主营业务收入占营业收入比重均超过 95%。其他业务收入主要是销售材料款。目前，产品已销往全国各地并进入海外市场，品牌影响力迅速提升，具有持续成长能力。随着社会节能环保意识的增强，智能电网建设的推进，公司将迎来新的发展机遇。

表 1：公司产品分类

三相电能表	三相智能电能表
	三相电子式电能表
单相电能表	单相智能电能表
	单相电子式电能表
用电信息采集系统产品	专变终端
	配变终端
	集中器
	I 型采集器、II 型采集器、无线采集器

资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

图 1: 公司产品应用领域 (红框部分为公司经营的产品领域)



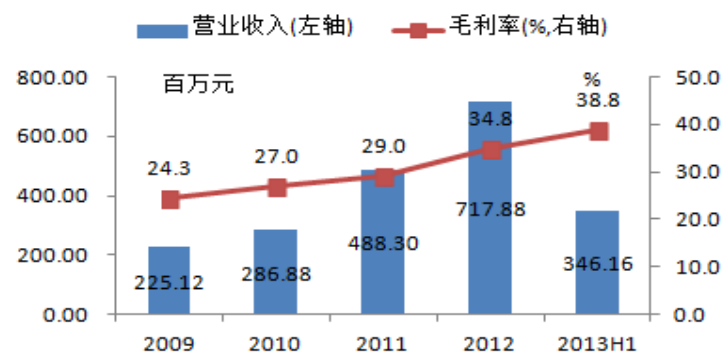
资料来源: 公司招股意向书, 信达证券研发中心

公司经营业绩保持稳步增长。从 2010 年到 2012 年, 公司营业收入复合增长率为 58.19%, 归属于母公司所有者净利润复合增长率为 100.69%; 公司产品销售量由 2010 年的 150.18 万台, 增加到 2012 年的 374.06 万台。

2013 年 1-9 月, 公司实现营业收入 52,777.29 万元, 实现归属于母公司股东的净利润 12,074.35 万元, 经营活动产生的现金流量净额为 5,746.77 万元。截至 2013 年 11 月 30 日, 公司正在履行的交易金额在 500 万元 (含税) 以上的主要销售合同 34,220.09 万元, 其中未履行完合同金额约 3.07 亿元。

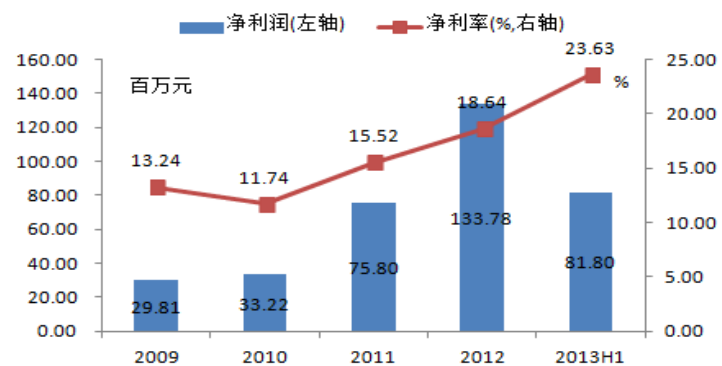
同时, 公司积极开展与智能用、配电设备相关的业务, 2013 年下半年智能电能表箱已陆续在国家电网湖北、重庆、安徽、冀北等省公司中标, 中标总额为 2,930.57 万元。

图 2: 公司营业收入及毛利率情况



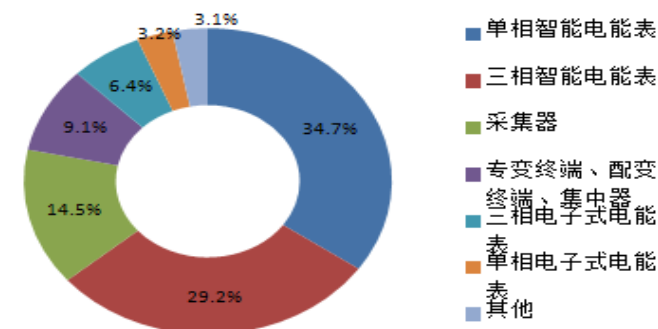
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 4: 公司净利润及净利率情况



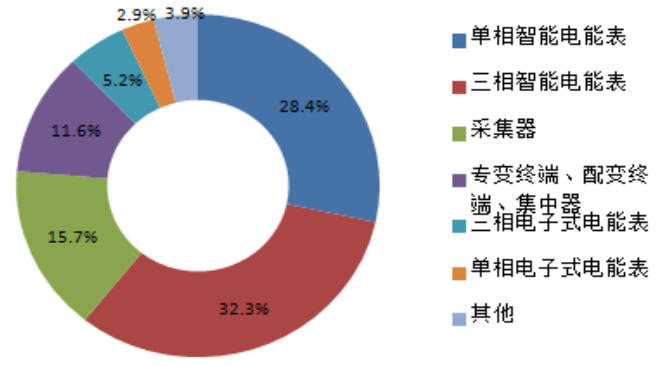
资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 3: 公司主营收入构成情况 (2012 年)



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 5: 公司主营业务毛利构成情况 (2012 年)

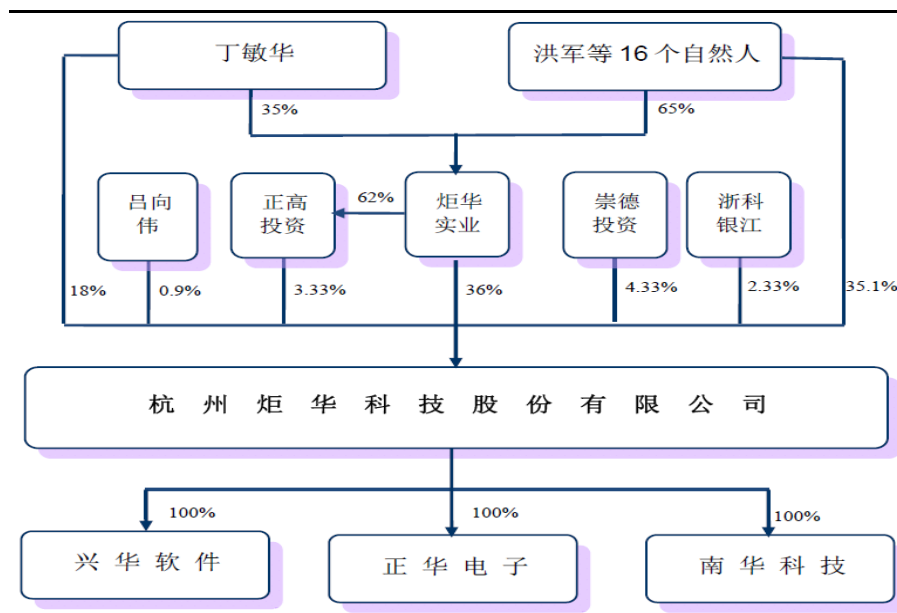


资料来源: wind, 信达证券研发中心

发行简介及股本结构

本次发行前, 公司总股本为 7,500 万股; 公司实际控制人为丁敏华先生, 其通过直接及间接持股, 控制本公司本次公开发行前 57.33%的股权。

图 6: 公司发行前股权结构图



资料来源：wind，信达证券研发中心

本次股票的发行总量不超过 2,500 万股，且发行数量占公司发行后总股本的比例不低于 25%，其中公司预计发行新股数量不低于 250 万股，不超过 2,500 万股；公司预计公开发售股份的数量最高不超过 1,687.50 万股。

公司实际发行的新股数量 = (募投项目资金 20,772 万 + 上市费用) / 发行价格；老股转让数量 = (7,500 - 3 * 新股发行数量) / 4。

重要假设：由于目前发行股数尚未确定，我们依据盈利预测和目前行业平均市盈率水平等因素，本报告假设发行价为 51.43 元/股，新股发行股数假设为 410 万股，老股转让股数为 1567.50 万股，发行上市后的总股本为 7910 万股，流通股为 1977.50 万股。

募投项目、盈利预测及估值分析

募投项目分析

本次发行募集资金项目总投资额为 20,772 万元，将主要投资于以下两个与主营业务相关的项目：

表 2：募投项目（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资规模	募集资金投入	实施周期	项目备案编号
1	年产 600 万台智能电能表及用电信息采集系统产品项目	24,593	17,707	2 年	余发改备[2011]123 号
2	智能电能表及用电信息采集系统产品技术研发中心升级项目	3,065	3,065	2 年	余经发改[2011]168 号
3	其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-	-	-
合计		27,658.00	20,772.00	-	-

资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

公司募集资金投资项目有利于公司提升研发和生产能力，保持持续创新能力和技术影响力，实现公司规模化经营，使公司持续快速成长。

募集资金投资项目带来新增产能情况：

对于年产 600 万台智能电能表及用电信息采集系统产品项目，在公司 2011 年底已经具有年产 200 万台电能表和用电信息采集系统产品生产能力；通过募投项目，公司将新增 400 万台生产能力，具体新增情况如下表所示：

表 3：年产 600 万台智能电能表及用电信息采集系统产品项目的新增产能的产品结构组合安排

产品		产能（万台）		
		2011 年底	新增	小计
三相电能表	三相智能电能表	30	80	110
	三相电子式电能表	40	-	40
	小计	70	80	150
单相电能表	单相智能电能表	80	280	360
	单相电子式电能表	30	-	30
	小计	110	280	390
用电信息采集系统产品	采集器	15	35	50
	专变终端、配变终端、集中器	5	5	10
	小计	20	40	60
合计		200	400	600

资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

注：上述智能电能表与电子式电能表可共用生产线。

新增 400 万台智能电能表及用电信息采集系统产品项目拟在两年内完成并投产，第三年生产负荷达到设计生产能力的 60%，第四年达到 80%，第五年达到设计生产能力。达产后有利缓解目前产能紧张的局面：目前公司部分产品生产环节需要外协生产；同时，为了保证按期交货，公司通过加班、倒班进行生产，甚至影响到订单的承接。

项目效益分析：

项目具有良好的效益：达产后可实现年销售收入 125,282 万元，年利润总额 11,360 万元。

表 4：新增 400 万台智能电能表及用电信息采集系统产品项目主要财务指标

序号	项目	单位	指标
1	内部收益率（所得税后）	%	30.60%
2	财务净现值（所得税后）	万元	26,842.00
3	投资回收期（所得税后）	年	5.6

资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

盈利预测及假设

主要假设：

- （1） 预计公司产能逐步增加，2015 年募投项目的产能得到比较充分的释放，2013、2014、2015 年电能表销售量预计分别为 368.85、439.85、515.85 万台；
- （2） 预计随着电能表产品向智能化方向发展，以及高毛利的用电信息采集系统产品销售增加，公司盈利能力保持较高水平；
- （3） 国家电网的下游招标政策、公司所得税水平不变。

表 5：分业务盈利预测（单位：万元）

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
三相智能电能表收入	6916.91	16095.69	20653.14	27448.2	35248.2	43048.2
增速		132.70%	28.31%	32.90%	28.42%	22.13%
毛利率	29.83%	33.17%	38.50%	38.00%	38.00%	38.00%

三相电子式电能表收入	4940.01	6827.32	4497.94	4500	3750	3750
增速		38.20%	-34.12%	0.05%	-16.67%	0.00%
毛利率	25.56%	25.08%	28.67%	30.00%	30.00%	30.00%
单相智能电能表收入	7709.77	12148.98	24528.28	31555.69	38667.69	45779.69
增速		57.58%	101.90%	28.65%	22.54%	18.39%
毛利率	16.84%	18.47%	28.51%	31.00%	31.00%	31.00%
单相电子式电能表收入	3078.9	3016.14	1742.6	1600	1600	1600
增速		-2.04%	-42.22%	-8.18%	0.00%	0.00%
毛利率	22.82%	18.28%	30.96%	28.00%	28.00%	28.00%
采集器收入	1530.64	4341.61	10233.26	11553.36	12933.36	14313.36
增速		183.65%	135.70%	12.90%	11.94%	10.67%
毛利率	33.54%	38.30%	37.66%	43.00%	43.00%	43.00%
专变终端、配变终端、集中器收入	701.78	2846.93	6424.32	7876	9526	11176
增速		305.67%	125.66%	22.60%	20.95%	17.32%
毛利率	34.47%	45.32%	44.35%	48.00%	48.00%	48.00%
其他产品收入	2763.71	2481.05	2691.31	2691.31	2691.31	2691.31
增速		-10.23%	8.47%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	54.78%	40.87%	42.56%	40.00%	40.00%	40.00%
主营业务收入	27641.72	47757.72	70770.85	87224.56	104416.6	122358.6
增速		72.77%	48.19%	23.25%	19.71%	17.18%
毛利率	27.48%	28.92%	34.79%	36.50%	36.55%	36.55%
其他业务收入	1046.69	1071.89	1017.63	1119.393	1231.332	1354.466
总收入	28688.41	48829.61	71788.48	88343.95	105647.9	123713
增速		70.21%	47.02%	23.06%	19.59%	17.10%
毛利率	26.98%	29.01%	34.77%	36.45%	36.51%	36.51%

资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

根据以上假设条件,我们预计公司 2013-2015 年收入分别增长 23.06%、19.59%、17.10%, 归属母公司净利润分别增长 32.83%、19.28%、15.72%, 假设新增股本数为 410 万股, 对应发行后全面摊薄 EPS 分别为 2.37、2.68、3.11 元。

估值与询价建议

相对估值

表 6: 可比公司市盈率(2014-1-6)

证券代码	证券简称	股价(元)	市值	PE(倍)			EPS(元)			PB(倍)	PS(倍)
			(亿元)	2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E		
601222.SH	林洋电子	21.92	77.86	25.73	20.96	16.32	0.86	1.05	1.34	3.31	4.07
601567.SH	三星电气	9.66	38.69	14.63	0.00	0.00	0.66	0.00	0.00	1.80	1.51
002121.SZ	科陆电子	7.80	30.94	36.48	30.65	23.36	0.21	0.25	0.33	2.44	2.20
300286.SZ	安科瑞	49.67	35.51	79.80	57.82	43.18	0.65	0.86	1.15	9.07	21.87
300356.SZ	光一科技	14.73	19.15	26.36	0.00	0.00	1.03	0.00	0.00	2.91	4.96
平均	—	—		36.60	21.89	16.57	—	—	—	3.91	6.92

注:预测市盈率为wind 机构预测值;资料来源:wind, 信达证券研发中心

根据电气设备行业中主要可比公司的 2013 年平均预测市盈率,我们认为公司合理 PE 区间为 21.8-23.5 倍,(对应 2013 年摊薄后 EPS 2.37 元)合理估值区间为 51.65-55.68 元。

绝对估值

表 7: 参数选取和价值计算

项目	参数	项目	参数	项目	价值(百万元)	占总价值的比例
行业平均 Beta	0.88	市场预期收益率	10.7%	研究期经营价值	1817.65	42.03%
无风险利率	3.70%	永续增长率	1.5%	终值价值	2251.37	56.14%
风险溢价	6.16%			企业总价值	4202.54	100.00%

资料来源:信达证券研发中心

根据绝对估值法,我们得出公司的内在价值为 50.77 元。

估值结论及询价建议

结合绝对估值法给出公司的合理价值为 50.77 元/股,相对估值法给出的合理价值区间为 51.65-55.68 元/股,我们建议的询价区间为 48.50-51.50 元。

公司分析

主要产品的市场份额

国内方面，公司客户主要是国家电网、南方电网等电力领域用户，尤以国家电网为主。

自 2009 年 12 月国网统一招标后，公司从以 ODM 为主成功转型为以自主品牌进入国网招标，是首批招标中单、三相智能电能表均中标的少数企业之一，在后续历次招标中，技术含量高的三相智能表产品尤为突出。

表 8: 公司在国网招标中标情况

项目		2011 年前四次	2010 年	2009 年
公司中标总量	数量 (万台)	96.66	81.19	12.61
	占比 (%)	1.9	1.68	4.28
	排名 (名)	16	19	10
其中: 三相智能电表	数量 (万台)	30.97	32.97	2.11
	占比 (%)	7.37	7.58	8.08
	排名 (名)	7	3	6
单相智能电表	数量	65.69	48.22	10.5
	占比	1.67	1.16	4
	排名 (名)	19	26	10

资料来源: 公司招股意向书, 信达证券研发中心

2012 年, 根据公司统计, 在国家电网的四次招标中, 公司中标金额为 4.99 亿元, 其中电能表为 3.78 亿元, 用电信息采集系统产品为 1.21 亿元; 电能表中标数量达到 180.38 万台, 占国网招标总数约为 2.31%, 较 2010、2011 年有所提高; 用电信息采集系统产品中标数量达到 60.63 万台, 占国网招标总数约为 3.52%, 增长速度较快。

在 2013 年国家电网试点项目招标中, 公司电能表中标数量达到为 9.6 万台, 为九家中标厂家之一。此外, 根据公司统计, 在国家电网 2013 年的两次招标中, 公司中标金额为 3.30 亿元, 其中电能表为 3.0 亿元, 用电信息采集系统产品为 0.3 亿元; 电能表中标数量达到 140.19 万台, 占国网招标总数约为 3.41%; 用电信息采集系统产品中标数量达到 14.66 万台, 占国网招标总数约为 2.02%。目前公司已成为国网的稳定供应商之一。

对于海外领域, 目前公司产品主要销往欧洲、南美、东南亚等市场, 并已树立了一定声誉。2010 年公司最终销往海外市场产品金额 2,909.54 万元, 2011 年最终销往海外市场产品金额 8,086.43 万元, 2012 年最终销往海外市场产品金额 5,046.93 万

元，2013 年上半年金额为 2,516.30 万元。经过几年来公司的经营，海外市场产品已经从低档产品向电子化、智能化的中高档产品发展，产品已进入欧美发达国家，海外市场已经初步形成规模。目前，公司产品海外市场主要为捷克，最终客户主要为 ZPA 公司。

表 9: 公司产品海外销售情况 (单位: 万元)

地区	2013 年 1-6 月	2012 年度	2011 年度	2010 年度
欧洲地区	2,463.11	4,884.59	7,838.39	2,567.33
其中: 捷克	2,442.56	4,718.59	7,619.98	2,107.39
英国	20.55	58.16	74.47	112.74
亚洲地区	33.74	133.4	189.96	124.11
南美洲地区	19.45	28.93	58.08	218.1
其中: 厄瓜多尔	19.45	28.93	58.08	218.1
合计	2,516.30	5,046.93	8,086.43	2,909.54

资料来源: 公司招股意向书, 信达证券研发中心

公司竞争优势

1、技术创新优势

公司是浙江省高新技术企业，拥有浙江省高新技术企业研究开发中心，国际 DLMS 协会会员，中国仪器仪表行业协会电工仪器仪表分会理事单位，参与多项电能计量仪表标准起草和修订工作。强大的技术团队，领先的技术优势，保障了公司成为国内电能计量仪表行业最具技术影响力和发展潜力的公司之一。

公司建立了优秀的专业技术研发团队和有效的激励机制；拥有成熟的产品设计平台、快速的技术响应能力、先进的试验设备和完整的测试体系。经过多年努力，公司在电能计量仪表和用电信息采集系统产品领域中，拥有了高可靠性数据存储技术、高精度测量技术、低功耗产品设计技术、数据交换技术、防窃电设计技术等核心技术，并积累了丰富经验。同时严格的技术管理体系，促进了持续不断的技术创新，目前公司拥有 35 项专利，59 项软件著作权，已被受理 22 项专利的申报。多个研发项目得到浙江省、杭州市政府资助和奖励。

表 10: 公司主要技术均是通过自主研发取得

核心技术名称	技术来源	技术水平	技术作用
1 变应原活性检测方法 & 检测用标准血清混合	原始创新	国际领先	用于在生产过程中对变应原制品的生产原料、原液、成品等各阶段进行生

	物构建技术			物学活性的监控;
2	变应原制品“常温”保存技术	原始创新	国际领先	提高了药品贮存、运输等环节的稳定性、方便患者使用;
3	粉尘螨纯种分离及三级种子库培养技术	原始创新	国际领先	用于生产用原料的检定、产品质量控制及粉尘螨代谢培养基的生产;
4	变应原制品标准化技术平台	原始创新	国际领先	用于原料、半成品及成品的生产和质量控制, 生产工艺优化等环节;

资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

公司注重研发, 公司立足于电能计量领域, 持续创新, 目前在研项目注重于智能电网发展所需要的用电信息采集系统产品, 并积极向其他相类似技术行业进行延伸, 开发相应的产品。

表 11: 公司研发费用占主营业务收入比重

报告期	研发费用 (万元)	主营业务收入 (万元)	占比
2013 年 1-6 月	1,336.44	34,122.49	3.92%
2012 年	3,452.82	70,770.86	4.88%
2011 年	1,865.78	47,757.72	3.91%
2010 年	1,525.13	27,641.71	5.52%

资料来源: 公司招股书, 信达证券研发中心

2、先进制造优势

公司通过多年实践经验积累, 形成了以信息化、自动化为核心的先进制造体系。

公司具有强大的自主研发生产信息化软件、硬件和测试工装的能力, 配合完生产制造执行系统, 全面实现了生产信息化、自动化。成熟的工艺流程、先进的生产和检测设备保障了炬华科技智能电能表和用电信息采集系统产品制造水平处于国内领先地位。

3、质量管理优势

公司通过了 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、GB/T28001 职业健康安全管理体系及 AAA 级测量管理体系认证, 具有 CMC 证书、中国 CCC 质量认证、荷兰 KEMA 认证及欧盟 MID 分供方认证等多项国内外权威认证。

公司贯彻质量管理体系、测量管理体系, 导入并实施“6S 管理”、“MES 生产制造执行管理系统”、“ERP 管理系统”等先进管理方法和管理技术。

4、技术营销和服务优势

公司始终坚持技术营销模式，凭借技术实力赢得了国内外市场。经过多年市场运营，公司拥有一支优秀的技术型营销团队，不断开拓国家电网、南方电网及地方电网公司等客户。结合国家电网、南方电网集中招标模式，以及智能电能表和用电信息采集系统产品技术含量较高的特点，公司采取技术营销的方式，建立技术工程师为主的营销团队，充分利用产品的技术优势拓展和赢得市场，进而提高企业的核心竞争力。

5、区域和成本控制优势

公司位于国内经济最发达地区之一及电能计量仪表生产主要集中地的长三角区域，具备人才和原材料供应优势。

公司产品所用电能表模具和主要配套件厂家以杭州为中心，电子元器件代理以上海为中心，提高了响应速度，降低了成本。

在智能电能表和用电信息采集系统产品发展的同时，公司向产业链上游拓展，全资子公司南华科技生产公司产品的主要零部件中的变压器、互感器等产品，保障了生产所需原材料的及时供应，平抑了部分原材料价格。

6、团队和机制优势

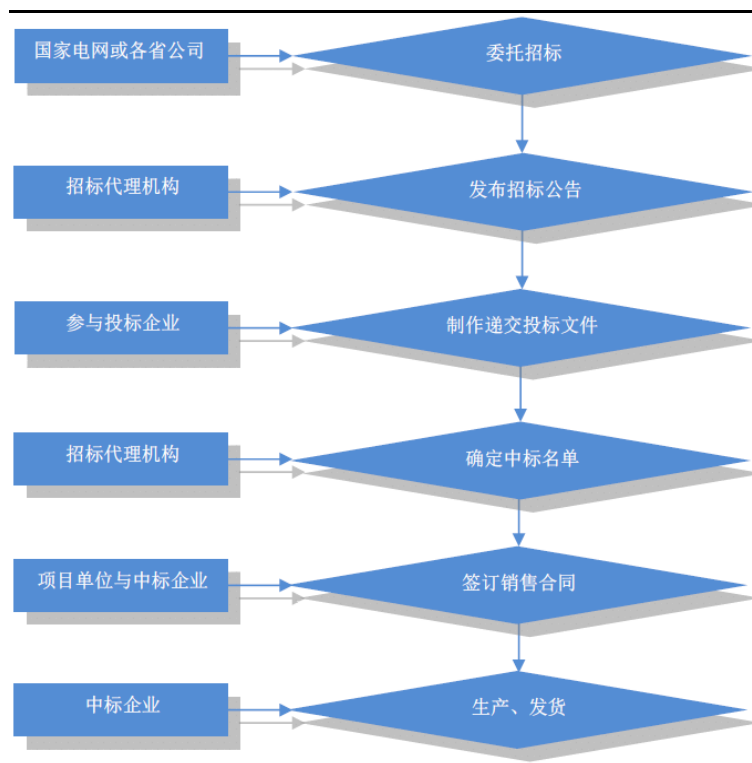
管理团队、核心技术及关键营销人员直接或间接持有公司股份，保证了企业经营目标与股东的目标一致，提高了团队稳定性和积极性。

公司经营模式

销售模式：公司以销定产，采取直销模式。生产模式：公司采用“订单生产”模式，主要客户以招标方式进行采购，企业按订单组织生产。

公司主要客户为各省市电力公司，主要通过参加国网、南网、网省公司等招标，通过竞标获取订单，根据订单安排生产。根据客户招标要求，公司市场营销部联合技术等相关管理部门根据招标产品的具体规格、数量、技术标准、质量要求、供货进度等要求制作投标文件，中标后即与招标单位签订供货合同。由于标的明确，为及时供货，公司在中标通知书送达或接到供货通知后即开始备货、安排生产并及时交货。同时海外市场和 ODM 也是先签订订单，根据订单安排生产。

图 7：国网招标流程



资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

业务转型、产品结构优化，盈利能力提升

公司综合毛利率从 2010 年的 27.48% 上升到 2012 年度的 34.79%，到 2013 年上半年的 38.88%，主要是公司以 ODM 业务为主逐步转变为自主品牌为主，并通过技术创新、优化产品结构、加强成本管理、销售价格回升、主要原料采购价格降低等因素共同作用的结果。

业务转型：从 ODM 到自主品牌

公司子公司正华电子成立于 2001 年 3 月，成立之初，确定了以技术为核心，抓住产品方案设计的技术制高点，以 ODM 方式为主进入市场。2009 年自国网统一招标后，公司抓住契机，成功扩大了自主品牌产品在国内市场的占有率，公司持续盈利能力得到加强。产品同时进入了国家电网、南方电网和各网省公司及地方电网公司。目前，公司业务发展良好，已在浙江、

上海、江苏、山东、北京、天津、辽宁、重庆、广东等二十多个省、市建立销售服务机构。公司自主品牌产品主营业务收入占比不断扩大，占主营业务收入由 2010 年的 48.34%提高到 2013 年上半年为 66.36%。

随着自主品牌产品的市场份额的不断扩大，由于产能的限制，报告期内公司 ODM 产品占销售收入比重不断下降。

表 12: 公司自主品牌销售占比逐年提升

项目	2013 年 1-6 月		2012 年度		2011 年度		2010 年度	
	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例	金额 (万元)	比例
自主品牌	22,643.93	66.36%	45,279.77	63.98%	30,531.76	63.93%	13,362.32	48.34%
ODM	11,478.57	33.64%	25,491.09	36.02%	17,225.96	36.07%	14,279.39	51.66%
合计	34,122.49	100.00%	70,770.86	100.00%	47,757.72	100.00%	27,641.71	100.00%

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

产品结构优化：附加值较高的三相智能电能、用电信息采集系统产品占比提升。

2010 年至 2012 年度，利润率较高的三相电能表和用电信息采集系统产品销售毛利合计数分别为 4,080.84 万元、10,004.76 万元及 15,944.29 万元，分别占当期主营业务毛利比例的 53.72%、72.43%及 64.75%。2013 年上半年三相电能表和用电信息采集系统产品销售毛利合计数为 9,178.07 万元，占当期主营业务毛利比例为 69.18%。随着公司研发投入以及开拓新的市场，增加利润率较高的产品的比重，公司产品结构将得到进一步优化。

行业分析

市场容量和行业增速

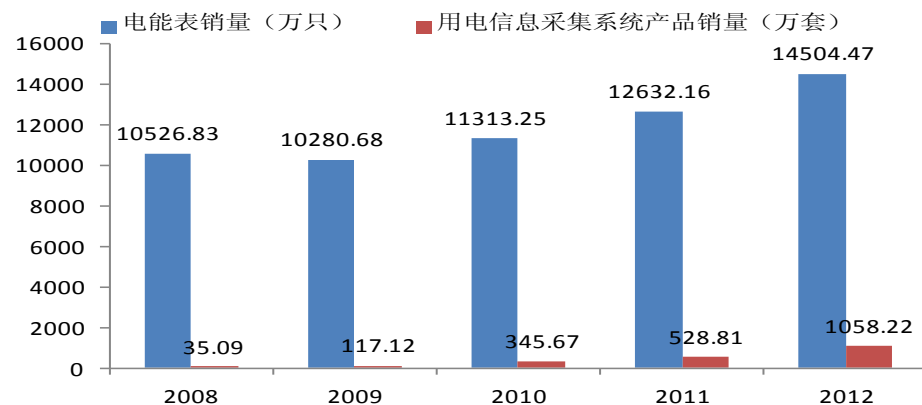
大规模的全球性智能电网建设为智能电能表及用电信息采集系统产品带来了广阔的市场需求。据估计，到 2020 年全球范围内将要安装 20 亿台智能电能表，扣除中国 3.5 亿台，国外市场约有 16.5 亿台的需求。IBM 预计到 2015 年，全球智能电能表的投资额将达到 255 亿美元。

1、国内情况：

2008 年至 2012 年，我国电能表销量每年稳定在 1 亿台以上，2012 年完成约 14,504.47 万台，较 2011 年增长了 14.82%；

我们预计目前其中智能电能表的年销量将超过 8000 万台。用电信息采集系统产品销量增长迅速，2012 年较 2008 年增长了 30.16 倍，复合增长率达到 134.35%。

图 8: 电能表及用电信息采集系统行业增长情况



资料来源: 公司招股意向书, 信达证券研发中心

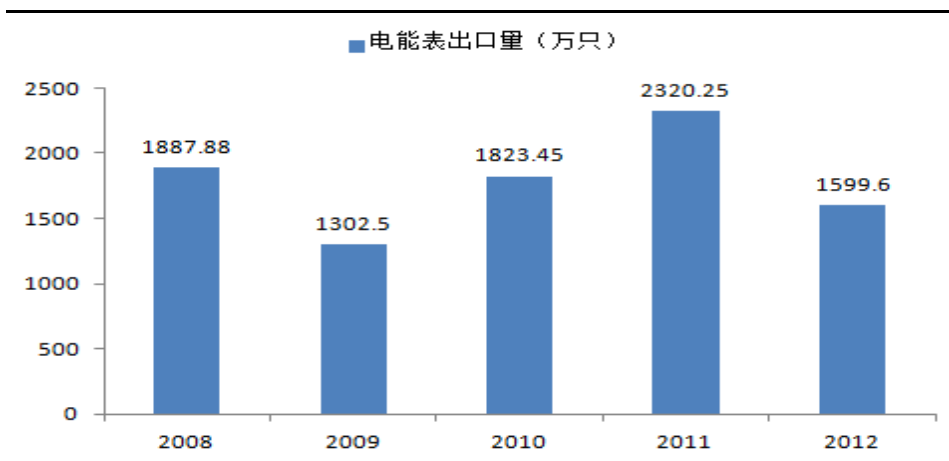
其中, 根据公司统计 2011 年、2012 年、2013 年国家电网电能表招标量分别约为 6,800 万台、7,800 万台、6,700 万台, 实际招标量高于国网规划数。随着城镇化进程的不断推进, 农村电网改造升级工程建设的不断实施, 加之原有电能表到期检测、轮换的需求, 预计未来几年实际招标数量仍将保持较大的规模。

城镇化进程也将推动居民新增用户电能表的增长, 用电信息采集系统产品同样将同步快速增长。

2、海外销售情况:

我国电能表产品在国际市场具有较强的竞争力, 产品已外销至一百多个国家。2008 年至 2012 年, 我国外销的电能表均超过 1,000 万台, 出口量居世界第一, 在中、低端具有优势。随着国内需求的增加, 以及全球智能电网的建设给普通型电能表市场带来了冲击, 使我国电能表出口量出现了下滑, 外销占比有所下降。

图 9: 我国电能表外销情况



资料来源：公司招股意向书，信达证券研发中心

产品发展方向：智能化

电能表的智能化是未来的发展方向。我国从上世纪九十年代末期开始发展电子式电能表，经过 10 多年的发展已经形成了较为完整的产业链，技术水平接近国际先进水平。国际上，大多数国家目前正在开始进入机械式电能表向电子式电能表的转换。欧美经济发达国家直接从机械式电能表向智能电能表跨越，经济发展中国家则开始用电子式电能表替代寿命到期的机械表。由于 2008 年开始的金融危机，很多国家都加大了基础设施的投入，电网改造成为投入选择之一，不少国家在未来 5~10 年进入电能表更新的替换高峰。仅在欧盟市场智能电能表需求量就达 3 亿台，为逐步开始实施的智能电能表市场带来了巨大的市场商机。

表 13：电子式电能表产品发展历程

项目	使用年代	产品特征	产品主要功能
第一代	1997 年以前	机电一体化	计数器显示，带简单数据接口，产品局限性较大，安装复杂。
第二代	1998 年至 2009 年	电子式	电子式电能表分普通电子式电能表和多功能电能表，具有电能计量功能，多功能还具有通讯接口、多费率计量、事件记录等功能。
第三代	2009 年至今	智能化	具有电能量计量、数据处理、实时监测、自动控制、信息交互、费控、防窃电等功能。

资料来源：公司招股书，信达证券研发中心

风险因素

- 1、市场风险：对电力系统行业的依赖、海外市场拓展风险。
- 2、募投项目投产后的产能消化风险；
- 3、市场竞争带来公司盈利水平下降风险。

资产负债表					
单位:百万元					
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	404.44	637.00	846.41	1,282.84	1,550.51
现金	148.60	208.14	370.55	714.97	886.39
应收账款	0.50	0.95	1.04	1.24	1.45
其它应收款	97.70	242.47	237.58	284.11	332.69
预付账款	3.09	0.75	2.95	3.53	4.13
存货	150.18	179.78	229.37	274.06	320.93
其他	4.37	4.92	4.92	4.92	4.92
非流动资产	62.02	90.68	87.83	144.92	200.44
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	22.26	77.45	75.09	78.53	134.39
无形资产	6.89	6.90	6.55	6.21	5.86
其他	32.86	6.34	6.19	60.19	60.19
资产总计	466.46	727.69	934.24	1,427.76	1,750.95
流动负债	221.96	349.39	396.14	469.97	547.35
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	121.30	218.08	228.95	273.55	320.33
其他	100.66	131.32	167.19	196.42	227.01
非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	221.96	349.39	396.14	469.97	547.35
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东权益	244.51	378.29	538.10	957.79	1,203.61
负债和股东权益	466.46	727.69	934.24	1,427.76	1,750.95

重要财务指标					
单位:百万元					
主要财务指标	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	488.30	717.88	883.44	1,056.48	1,237.13
同比(%)	70.21%	47.02%	23.06%	19.59%	17.10%
归属母公司净利润	75.80	133.78	177.71	211.97	245.81
同比(%)	128.19%	76.50%	32.83%	19.28%	15.97%
毛利率(%)	29.01%	34.77%	36.45%	36.51%	36.51%
ROE(%)	39.43%	42.96%	38.78%	28.34%	22.75%
每股收益(元)	1.01	1.78	2.37	2.68	3.11
P/E					
P/B					
EV/EBITDA					

利润表					
单位:百万元					
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	488.30	717.88	883.44	1,056.48	1,237.13
营业成本	346.64	468.26	561.39	670.77	785.47
营业税金及附加	4.18	6.28	7.73	9.24	10.82
营业费用	14.05	23.61	29.06	34.75	40.69
管理费用	39.67	60.86	74.89	89.56	104.87
财务费用	0.25	-2.76	2.08	3.71	7.15
资产减值损失	-2.00	7.99	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	85.51	153.65	208.29	248.46	288.12
营业外收入	3.66	3.20	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.06	0.04	0.00	0.00	0.00
利润总额	89.11	156.81	208.29	248.46	288.12
所得税	13.31	23.03	30.59	36.48	42.31
净利润	75.80	133.78	177.71	211.97	245.81
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润	75.80	133.78	177.71	211.97	245.81
EBITDA	97.62	164.19	212.55	252.94	294.34
EPS (摊薄)	1.01	1.78	2.37	2.68	3.11

现金流量表					
单位:百万元					
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	85.72	90.96	181.71	198.28	233.14
净利润	75.80	133.78	177.71	211.97	245.81
折旧摊销	8.46	10.31	4.26	4.48	6.22
财务费用	0.06	-2.92	0.00	0.00	0.00
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	3.23	-57.02	-0.25	-18.17	-18.89
其它	-1.83	6.81	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流	-39.60	-27.74	-1.55	-61.58	-61.73
资本支出	-40.49	-30.35	-1.55	-61.58	-61.73
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.88	2.61	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-2.08	0.00	0.00	207.72	0.00
吸收投资	28.75	0.00	0.00	207.72	0.00
借款	-30.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	0.83	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	43.45	62.98	180.16	344.42	171.41

电力设备与新能源小组简介

范海波，CFA，有色/钢铁行业高级研究员。中国科学院理学（地球化学）硕士，加拿大 Concordia 大学管理学（金融）硕士。现任信达证券研发中心有色金属、钢铁行业高级研究员。曾任冶金部勘察研究总院高级工程师，在加拿大学习工作7年，从事北美金融市场实证研究，多篇金融市场论文在包括 Review of Futures Markets , Journal of Portfolio Management ,Journal of Trading 等著名欧美期刊发表。

刘强，工程师，武汉大学理学学士，浙江大学金融学硕士，6年电源行业工作经验。2012年2月加盟信达证券研发中心，从事电力设备与新能源研究。能够准确把握行业整体状况，客观地从实业和资本市场角度发掘投资机会。

电力设备与新能源行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
骆驼股份	601311.SH	四方股份	601126.SH	南都电源	300068.SZ	合康变频	300048.SZ
国电南瑞	600406.SH	荣信股份	002123.SZ	汇川技术	300124.SZ	东方电气	600875.SH
龙源技术	300105.SZ	平高电气	600312.SH	新联电子	002546.SZ	北京科锐	002350.SZ
中能电气	300062.SZ	许继电气	000400.SZ	广电电气	601616.SH	英威腾	002334.SZ
中利科技	002309.SZ	杉杉股份	600884.SH	雪迪龙	002658.SZ	风帆股份	600482.SH

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
	单 丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	李新新	0755-82497333	18688725150	lixinxin@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。