

2014年1月7日

炬华科技 (300360.SZ)

公司新股定价

证券研究报告

立足技术研发和产品质量，华丽转型为自主品牌

■专业的电能计量产品供应商：公司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。

■行业市场容量大，增速稳定；竞争充分，前十名市场集中度较高：公司以自有品牌进入集中招标，成为国网、南网重要供应商之一，在三相表领域竞争优势明显，且用电信息采集系统增长迅速。后续随着市场对产品质量，技术响应及时性等要求提高，公司有望进一步提升市场占有率。

■立足技术，凭借优秀的制造能力，提升市场占有率，开拓海外市场：公司立足技术，凭借优秀的制造能力，提升市场占有率，由电能表 ODM 厂商华丽转型为以自有品牌为主，ODM 为辅的业务模型。在国内市场发展的同时，积极开拓海外市场。

■募集资金投入扩大产能提升研发实力，增强综合竞争力：提高产能到600万只，可更合理配套产业发展。同时，技术研发中心的建设将有助于提高公司整体研发检测能力，提升核心竞争力。

■定价区间为 43.17 元-49.52 元：行业内发展进步较快的公司，超越行业平均速度。参考可比公司的平均估值及主营业务未来的成长性，给予公司 2014 年动态市盈率为 15-17 倍，我们根据市值反推，针对不同发行新股数量的情景分析，公司的合理估值区间在 35.98 元-41.27 元。对应 2013-2015 年 EPS 分别为 2.04~2.07 元、2.40~2.43 元、和 2.67~2.71 元。考虑到二级市场的因素，建议定价区间为 43.17 元-49.52 元。

■风险提示：(1)对电力系统行业依赖的风险；(2)对单一客户依存度大；(3)固定资产折旧增加和预期收益风险。

询价区间： 35.98—41.27 元

定价区间： 43.17—49.52 元

发行数据

总股本(万股)	7,500
发行数量(万股)	2,500
网下发行(万股)	1,500
网上发行(万股)	1,000
保荐机构	
发行日期	2014/1/10
发行方式	网下询价,上网定价

股东信息

杭州炬华实业有限公司	36.00%
丁敏华	18.00%
洪军	6.00%
余钦	5.70%
浙江崇德投资有限公司	4.33%
郭援越	3.90%
杨光	3.90%
杭州正高投资咨询有限公司	3.33%
刘峥嵘	3.00%
其他自然人股东	2.70%

%	1M	3M	12M
相对收益			
绝对收益			

黄守宏 分析师
SAC 执业证书编号: S1450511020024
huangsh@essence.com.cn
010-66581627

报告联系人

张丽新 021-68763580
zhanglx3@essence.com.cn

相关报告

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	488.3	717.9	791.9	883.3	978.3
净利润	75.8	133.8	169.5	198.3	220.6
每股收益(元)	1.01	1.78	2.07	2.42	2.69
每股净资产(元)	3.26	5.04	6.25	8.06	10.08

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
毛利率	29.0%	34.8%	37.5%	37.8%	38.1%
净利润率	15.5%	18.6%	21.4%	22.4%	22.6%
净资产收益率	31.0%	35.4%	33.2%	30.0%	26.7%
ROIC	114.5%	143.4%	99.5%	124.4%	56.6%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

注: 新增股本按照 700 万股估算。

1. 公司简介-专业的电能计量仪表和用电信息采集系统供应商	4
1.1. 专业的电能计量仪表和用电信息采集系统供应商	4
1.1.1. 公司简介- ODM 厂商华丽转型为以自有品牌为主, ODM 为辅的业务模型	4
1.1.2. 主要产品-电能表为主, 用电信息采集系统产品比重逐年增加	4
1.2. 股权结构	5
2. 行业市场容量大, 增速稳定; 竞争充分, 前十名市场集中度较高	5
2.1. 行业概述	6
2.2. 智能电表需求分析	7
2.2.1. 农网改造和城镇化建设增加智能电能表新用户	7
2.2.2. 潜在总需求	8
2.2.3. 海外市场带来新增需求	9
2.3. 电能表行业市场竞争分析-充分竞争, 前十名的集中度较高	9
2.4. 炬华科技在电能表市场蓬勃发展	10
3. 公司竞争优势-立足技术, 凭借优秀的制造能力, 提升市场占有率, 开拓海外市场	10
3.1. 立足技术, 软硬件双向发展	10
3.1.1. 领导团队-具有多年的电能计量产品工作经验	10
3.1.2. 拥有浙江省高新技术企业研究开发中心	10
3.1.3. 研发持续投资, 鼓励创新	10
3.1.4. 立足技术, 坚持技术营销和服务优势	11
3.2. 制造能力	11
3.3. 海外销售初步形成规模	11
4. 财务分析	11
4.1. 盈利分析:	11
4.2. 营运分析:	13
5. 募投项目分析	13
5.1. 盈利预测	14
5.2. 公司估值	15
6. 风险分析	15
6.1. 对电力系统行业依赖的风险	15
6.2. 对单一客户依存度大	15
6.3. 固定资产折旧增加和预期收益风险	15
图 1: 公司经营的产品领域示意图	4
图 2: 分产品收入分析 (百万人民币)	5
图 3: 分产品收入占比分析	5
图 4: 公司股权结构图	5
图 5: 2008-2012 年电能计量产品产量分析	6
图 6: 国家电网智能电表集中招标数量	6
图 7: 国网和南网农网投资规模 单位: 亿元	7
图 8: 研发持续投资, 鼓励创新	10
图 9: 炬华科技收入结构	11
图 10: 炬华科技业务收入增速	11
图 11: 炬华科技毛利分布	12
图 12: 炬华科技各业务毛利率	12
图 13: 行业综合毛利率对比分析	12
表 1: 国家电网智能化投资 单位: 亿元	6
表 2: 新增商品房分析	8

表 3: 保障房开工与竣工数量	8
表 4: 国家电网 1 级三相和 2 级单相智能电表中标集中度分析.....	9
表 5: 炬华科技国家电网中标率分析	10
表 6: 与行业平均毛利率对比分析.....	13
表 7: 公司费用率分析	13
表 8: 2012 年偿债指标分析	13
表 9: 募投项目说明.....	14
表 10: 炬华科技主营业务盈利预测假设.....	14
表 11: 根据 2014 年净利润推测股价区间	15
表 12: 可比公司分析 (2013/12/31)	15

1. 公司简介-专业的电能计量仪表和用电信息采集系统供应商

1.1. 专业的电能计量仪表和用电信息采集系统供应商

1.1.1. 公司简介- ODM 厂商华丽转型为以自有品牌为主，ODM 为辅的业务模型

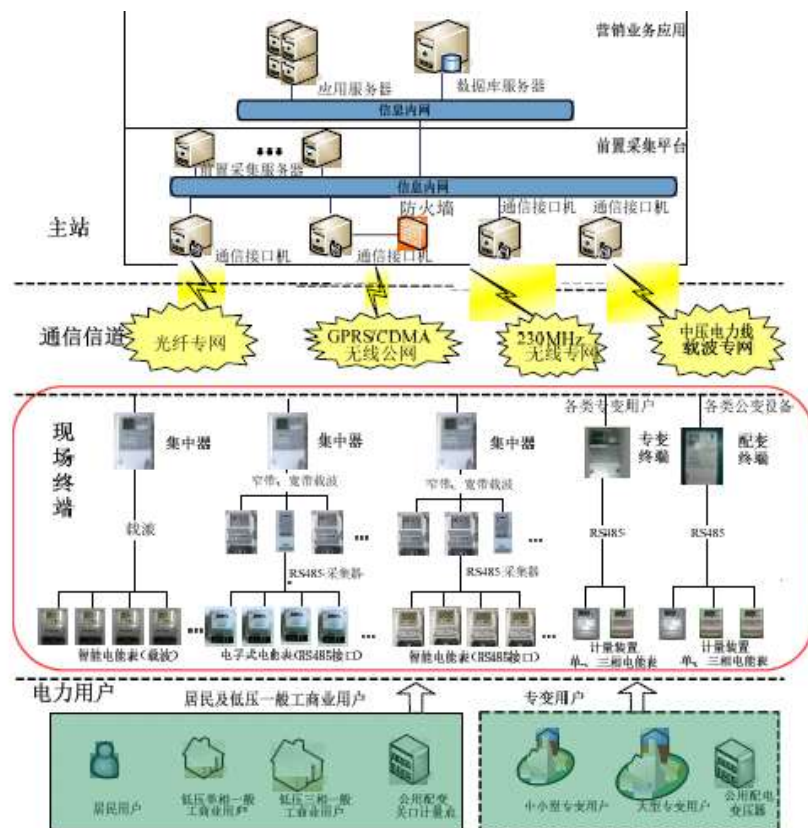
公司是一家专业从事电能计量仪表和用电信息采集系统产品研发、生产与销售的高新技术企业，是国内电能计量仪表行业最具技术影响力和发展潜力的公司之一。

公司前身正华电子成立于 2001 年，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。紧握国网智能电表集中招标的机会，顺势进入国网集中招标体系，并迅速发展，由电能表 ODM 厂商华丽转型为以自有品牌为主，ODM 为辅的业务模型。

1.1.2. 主要产品-电能表为主，用电信息采集系统产品比重逐年增加

公司产品主要包括：智能电能表，电子式电能表，用电信息采集系统产品，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其软件、配件等。公司产品普遍应用于电力系统电能计量及信息自动化领域。

图 1：公司经营的产品领域示意图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

公司产品结构：电能表为主，用电信息采集系统产品比重逐年增加

电能表是公司的主导产品，其中毛利率较高的三相电能表比重较高；同时用电信息采集

系统产品是公司快速增长的高附加值产品，比重逐年提升，占主营业务收入的比例已由2010年的8.08%提高到2012年的23.54%，2013年上半年达29.64%。未来募集资金项目的建成后，公司单相电能表业务的比重有望增加，更符合电能表行业特点，增加公司的综合实力。

图 2：分产品收入分析（百万人民币）



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 3：分产品收入占比分析

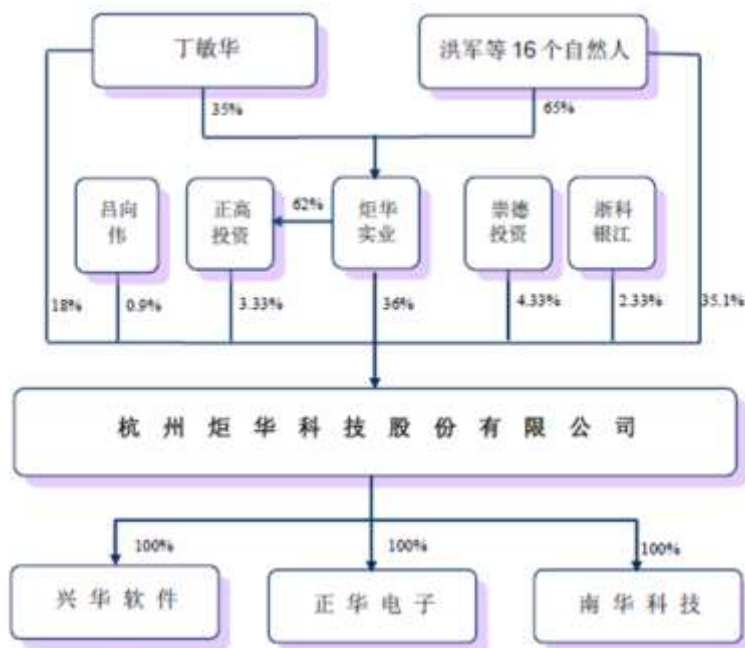


数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

1.2. 股权结构

发行人实际控制人为丁敏华先生。公开发售前：丁敏华先生直接持有公司 1,350.00 万股，持股比例为 18.00%；同时，丁敏华先生还持有炬华实业 35.00% 的股权，为炬华实业实际控制人；炬华实业持有公司 2,700.00 万股，占公司股本总额的 36.00%，并通过其控股子公司正高投资持有本公司 3.33% 股权，炬华实业为本公司第一大股东。丁敏华先生通过上述直接及间接持股，控制本公司 57.33% 的股权。IPO 完成后公司实际控制人不会发生变更，在不同的发行情况下，大股东丁敏华的持股比例在 43% 左右。

图 4：公司股权结构图



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

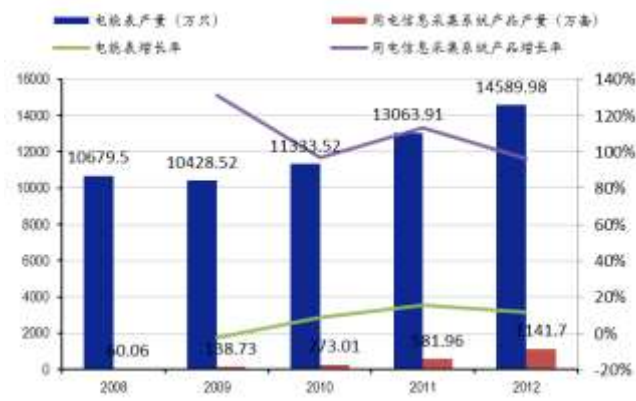
2. 行业市场容量大，增速稳定；竞争充分，前十名市场集中度较高

2.1. 行业概述

电能计量产品的市场容量大，适用范围广，与用电密切相关，根据对抽样企业的数据统计，从2008-2012年每年的电能表产能超过1亿，在2012年完成1.46亿台，较2011年增长了11.68%。用电信息采集系统产品产量增长迅速，2012年较2008年增长了19.01倍，复合增长率达到108.81%。

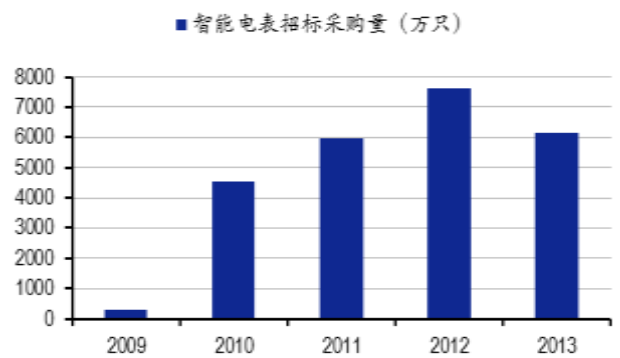
电能表的主要下游客户是电网公司及其下属企业。根据我们统计，国家电网电能表招标数量约在0.78亿台，约占2012年54%。再加上南方电网及其他电网的需求，电网需求在全部电能表产品中的的大约65%，其中出口1599.60万台，占比11%左右，其他应用约在24%。而智能电表做为测量和统计工具是智能电网构建的基础。随着智能电网和城乡电改造的发展，智能电表需求将越来越多。我国智能电表主要是通过两网集中招标采购。国家电网从2009年开始集中采购第一批电能表，南方电网从2011年开始集中采购电能表。国家电网公司每年的集中招标采购占全国智能电表需求量的75%以上。

图 5：2008-2012 年电能计量产品产量分析



数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

图 6：国家电网智能电表集中招标数量



数据来源：国家电网，安信证券研究中心

智能电表的两网规划-智能电表是智能电网的基础配套产品，占投资比例大

十二五和十三五期间，国家电网将大力建设智能电网。从2009-2020年国家电网总投资3.45万亿，其中智能化投资占3841亿，占电网投资的11.1%，“十二五”期间，国家电网公司电网智能化投资的总额为2861.1亿元，年均投资为572.2亿元。用电环节的智能化投资所占比例最大，约占“十二五”电网智能化投资总数的30%，主要是由于用电信息采集系统和电动汽车充电基础设施建设将在“十二五”期间大量普及推广。用电信息采集等项目的建设，规模大，因而投资较大。而智能电表因为其量加大，是用电信息采集中的最大一块投资。

表 1：国家电网智能化投资 单位：亿元

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	十二五合计	百分比
发电	16.7	16.7	1.7	3.7	1.6	40.5	1.40%
输电	16.4	18.6	18.5	18.8	18.2	90.6	3.20%
变电	107.4	142.3	141	139.9	143.7	674.3	23.60%
配电	58.2	58.8	92.9	40.8	46.1	296.9	10.40%
用电	111.3	160.2	177.8	189.2	143.6	782.1	27.30%
调度	35.9	34.4	34.7	29.9	31.3	166.3	5.80%
通信信息	172.4	187	166.5	149.1	135.4	810.5	28.30%
合计	518.3	618.2	633.3	571.4	520	2861.1	100.00%

数据来源：国家电网，安信证券研究中心

国家电网规划在 2010 年达到 15% 的覆盖率基础上，总结试点建设经验，进一步完善相关系统，开展用电信息采集系统的全面建设。2011 年底达到 35% 覆盖率；2012 年底达到 65%；2013 年底达到 90%；2014 年底达到 100% 的覆盖率，总计划安装量为 2.22 亿只智能电能表。在“十二五”期间实现对直供直管区域内所有用户的“全覆盖、全采集、全费控”。因为随着农网改革和城镇化的推进增加了电网公司直供直管的客户数。实际招标中智能电能表已经超过了最初的 2.22 亿规划。

南网规划

在南网的《南方电网发展智能电网的战略与规划研究-征求意见稿》中，预计在目标年(2020 年)，智能电表在第一产业、第二产业、第三产业、居民用电中的渗透率分别为 40%、80%、60%、80%。其中从 2010 年第六次人口普查数据中分析，南方五个省的居民户数约为 8800 万户。

阶梯电价实施加大了电表的更新和升级需要

2013 年 12 月 25 日国家发改委公布了《关于完善居民阶梯电价制度的通知》，对相关制度进行了补充和规定。要求各地结合老城区和棚户区改造，加大居民用电“一户一表”改造力度，在 2017 年底前完成全国 95% 以上存量居民合表用户改造，做到抄表到户。阶梯电价的实施要求加大了对电能表的更新和升级的需求。

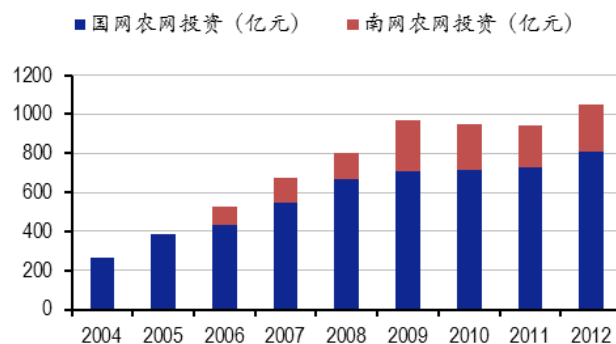
2.2. 智能电表需求分析

电能表市场需求主要由电能表更新需求及新增需求两方面构成。2010 年我国电能表用户保有量居世界第一位，每年均有 15% 左右的电能表产品需要更新，随着电能表用户保有量的持续增长，未来更新需求将保持持续、稳定增长；随着下游工业、农业等行业的持续、快速发展，电网改造及智能电网建设的快速推进，智能电能表产品新增需求同样面临持续、快速增长的发展机遇。

2.2.1. 农网改造和城镇化建设增加智能电能表新用户

1. 农网改造投资加大带来的超额量，从 2010 年最初的 2000 亿增加到 5000 亿以上。而在国网规划初时，农网改造这部分的投资考虑不足，因此在规划的量上面可能出现了偏差，随着农网改造的进行，之前属于代管模式的县级用户将转变为国网的直供直销客户，使得国网在采购的量将大于 2010 年的规划值。平均每年新增投资 223.2 亿元，而两大电网的年农网改造投资额就超 1000 亿元。

图 7：国网和南网农网投资规模 单位：亿元



数据来源：国家电网，安信证券研究中心

2. 城镇化建设脚步加快，增加智能电能表新用户

城镇化建设脚步加快，每年会新增用户安装电表，我们从新增商品房和保障房来估计带来的电表增量。考虑到国家的保障房政策加大力度，保障房数目增加，使得原来需要合住的居民可新购住房居住，从而增加了对智能电表的安装需求。另外，保障房的建设，也将刺激低端商品房的售价降价或者进行促销，从而使得每年新增销售的商品房增加。因此国网在最初规划的时候，可能对新增量估计不足。这里我们使用最新的数据进行重新估计。

表 2：新增商品房分析

	城市人均住宅建筑 面积 (平方米)	城市人均住宅建筑面积 (三口家) (平方米)	商品房销售面 积(万平米)	新增商品房 住户 (万户)
2009	31.30	93.90	59,629.00	635
2010	31.60	94.80	61,215.72	646
2011	32.65	97.95	71,692.33	732
2012		100.00	79,043.20	790

数据来源：Wind，安信证券研究中心

表3：保障房开工与竣工数量

年份	开工 (万套)	竣工 (万套)
2008	195	
2009	333	
2010	590	370
2011	1043	400
2012E	700	505+

数据来源：Wind，安信证券研究中心

注：2008-2011 为实际执行数据，2012 年为计划数据，假设保障房竣工后，当年可销售。

按照 2011-2012 年新增 7.8% 的趋势预测，则 2013-2015 年的新增商品房量约为 852 万套,918 万套和 990 万套。2013-2015 年全国每年新增商品房和保障房的电表增量约为 1600 万套,1668 万套,1740 万套，按照每套住房使用一个智能电表，则每年新增的电表为 1600 万套,1668 万套,1740 万套。

2.2.2. 潜在总需求

国家电网：从 2011 年公布的第六次人口普查看，2010 年大陆 31 个省、自治区、直辖市共有家庭户 4.02 亿户，家庭户人口为 1244608395 人，平均每个家庭户的人口为 3.10 人，其中国家电网公司经营区域大约有 3.2 亿户家庭。如果考虑新增用户，2015 年国家电网公司经营区域的预计家庭数约为 4.0 亿户家庭。其中，城市家庭需安装 1.89 亿只智能电表，农村家庭需安装 2.11 亿只智能电表。

乐观估计，如果全部农村区域用户都实现了直供直管，按照国网的规划，实现全覆盖，则至 2015 年需累计招标 4.0 亿只智能电表。保守估计，到 2015 年，有 60% 农村区域可实现电网公司的直供直管区域，则总共有 1.26 亿农村区域用户转为直供直管区域用户，再加上城市用户，共计 3.16 亿。每户安装一只智能电表，则总计需要 3.16 亿只智能电表。

南方电网：南网规划居民在 2020 年实现智能电表覆盖率达到 80%。而从 2010 年第六次人口普查数据中分析，南方五个省的居民户数约为 8800 万户。按照 2015 年，实现智能电表覆盖率为 50% 估计，每年新增数目为全国新增数量的 22% 计算。得出 2011-2015 年的智能电表年均需求量为 1005 万台，再加上更换需求，2015-2020 年的智能电表年均需求量为 2000 万台。

更换的需求量影响

根据国家标准《电子式电能表检定规程》(JJG596-1999 电子式电能表)规定:“使用中的安装式电能表检定周期一般为 5 年。”根据国家标准《电子式电能表检定规程》(JJG596-2012 电子式电能表)规定:“……其检定周期一般不超过 8 年。”,国网从 2010 年开始大幅安装智能电表,按照检定周期为 8 年计算,到 2017 年大规模的更换需求开始启动。

由此,国内电能表市场将是一个市场容量巨大,长期稳定增加的市场。

2.2.3. 海外市场带来新增需求

前瞻产业研究院智能电表行业研究小组分析预计,到 2013 年全世界与智能电网配套使用的智能电能表安装数量将达到 7.6 亿只,到 2020 年智能电网将覆盖全世界 80%的人口。大规模的全球性智能电网建设将带来智能电能表更广阔的市场需求,也为我国智能电能表生产企业出口产品创造了良好的市场条件。

2010 年,我国电能表产品外销 1,000 多万台,占我国电能表销售总量的比例约 10%,电能表的总产量和外销量仍稳居世界第一。其中 80%以上是电子式电能表,但以单相为主,中高端市场有待于国内技术创新能力强、响应速度快的企业进一步挖掘。而随着我们智能电表的大范围使用,国内市场的成熟稳定,智能电表技术的不断成熟,主要智能电表厂家对海外市场增强重视,我们智能电表在国际上受认可程度增加,智能电表出口量也将持续上升,为智能电表厂商带来新的刺激。目前我国智能电表在东南亚和中等地出口表现最为突出,南美也将成为出口新的增长地区。

2.3. 电能表行业市场竞争分析-充分竞争,前十名的集中度较高

国家电网公司每年的集中招标采购占全国需求量的 55%以上,所以国家电网集中招标采购中的市场份额比较能够代表各厂商的综合竞争力。我们可以从国网招标中,分析智能电能表行业的市场竞争情况。总的来说,电能表行业竞争比较激烈,但是前十名的集中度较高。

三相电能表招标占比增加,中标集中度相对更加集中

随着我国经济发展,居民生活水平的不断提高,居民对用电设备容量的增加有了新的需求,三相电能表的使用量相对提升,越来越多的住宅开始采用三相供电。从国网招标数据中,也显示该趋势,三相电能表招标占比提升,且由于三相电能表相对技术要求和制造能力较高,中标集中度相对单相电能表更加集中。

表 4: 国家电网 1 级三相和 2 级单相智能电表中标集中度分析

批次	招标量 (万台)	中标企业数量 (家)	Top10	Top20
1 级三相智能电表				
2011-2~2011-5	400.2	25	75.54%	96.71%
2012-1~2012-4	534.7	40	55.08%	83.00%
2013-1~2013-4	601.2	36	54.19%	84.10%
2 级单相智能电表				
2011-2~2011-5	4504.8	60	44.09%	68.68%
2012-1~2012-4	7003.4	75	40.42%	59.02%
2013-1~2013-4	5451.3	75	35.79%	57.16%

数据来源: 国家电网, 安信证券研究中心

2.4. 炬华科技在电能表市场蓬勃发展

公司在国家电网招标中，三相表竞争优势明显，单相表市占率逐年提升。与此同时，用电采集系统产品中标稳定。随着后续的募投项目投产，补充单相电能表的产能，单相表市场的市场占有率有望继续提升。

表 5：炬华科技国家电网中标率分析

炬华科技	0.5S 级三相	1 级三相	2 级单相	采集器	集中器	专变
2011 第 2 批		12.58%	1.58%			
2011 第 3 批		9.50%	2.93%			
2011 第 4 批		9.04%				
2011 第 5 批		1.84%	1.92%	3.93%		8.04%
2012 第 1 批		3.99%	1.34%	4.24%		
2012 第 2 批		5.11%	2.28%	3.60%		1.21%
2012 第 3 批		2.13%	2.00%	4.49%		5.14%
2012 第 4 批	8.81%	4.39%	3.39%	1.94%		12.31%
2013 第 1 批	7.05%	4.96%	2.95%	3.89%	0.76%	7.70%
2013 第 2 批		5.00%	3.60%			
2013 第 3 批		3.98%	2.00%	5.83%	3.00%	6.70%
2013 第 4 批		3.86%	1.34%	9.27%	0.98%	
2011 年第 2-5 次		8.03%	1.77%	3.93%		8.04%
2012 年	1.37%	3.87%	2.27%	3.48%		4.51%
2013 年	1.79%	4.64%	2.71%	3.69%	0.77%	3.30%

数据来源：国家电网，安信证券研究中心

3. 公司竞争优势-立足技术，凭借优秀的制造能力，提升市场占有率，开拓海外市场

3.1. 立足技术，软硬件双向发展

3.1.1. 领导团队-具有多年的电能计量产品工作经验

公司及高管具有多年的电能计量产品工作经验，公司董事长丁敏华为全国电工仪器仪表标准化技术委员会电能测量与负荷控制设备分技术委员会委员，AMI 国家系统标准体系“协调与管理”领导小组成员之一。

3.1.2. 拥有浙江省高新技术企业研究开发中心

公司为中国仪器仪表行业协会电工仪器仪表分会理事单位、国际 DLMS 协会会员。高新技术企业，公司是高新技术企业，并于 2012 年 10 月被科技部火炬高技术产业开发中心认定为“国家火炬计划重点高新技术企业”，拥有浙江省高新技术企业研究开发中心。

拥有 35 项专利，59 项软件著作权，已被受理 22 项专利的申报；拥有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、先进的生产自动化技术等核心技术。

3.1.3. 研发持续投资，鼓励创新

公司建立了优秀的专业技术研发团队和有效的激励机制；研发持续投入，鼓励创新。

图 8：研发持续投资，鼓励创新



数据来源：安信证券研究中心

3.1.4. 立足技术，坚持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。

3.2. 制造能力

制造体系完善，拥有自主研发的先进的 MES 生产制造执行系统，通过了 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系、GB/T28001-2001（覆盖了 OHSAS18001 标准）职业健康安全管理体系及 AAA 级测量管理体系认证，具有 CMC 计量许可证、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。

3.3. 海外销售初步形成规模

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 2,909.5 万元，2011 年最终销往海外市场产品金额 8,086.4 万元，2012 年最终销往海外市场产品金额 5,046.9 万元，2013 年上半年金额为 2,516.3 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。

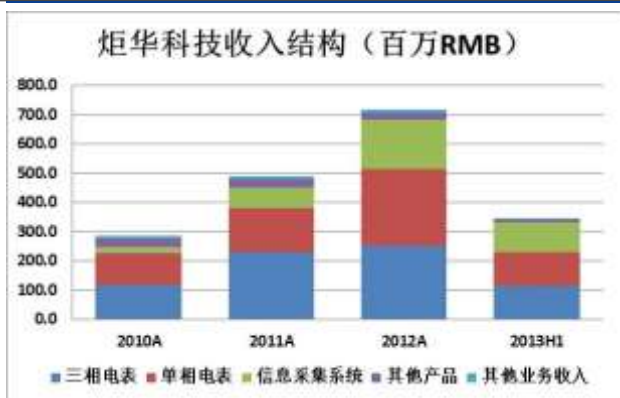
4. 财务分析

4.1. 盈利分析：

炬华科技过去 3 年间，收入规模上升的较快，两年的复合增长超过 50%，其中主要的驱动力来自主营业务中的三相电表，单相电表以及用电信息采集系统，其中尤其是用电信息采集系统，2010 年该模块收入还仅有 2200 万，而在 2012 年该模块收入已经达到 1.66 亿，增长了近 8 倍。

图 9：炬华科技收入结构

图 10：炬华科技业务收入增速



数据来源: wind, 安信证券研究中心

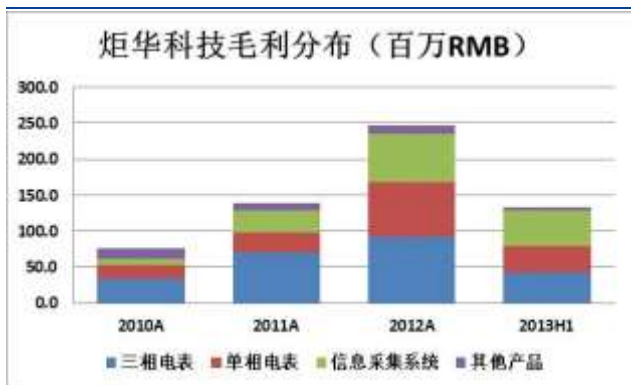


数据来源: wind, 安信证券研究中心

过去几年内公司的毛利主要来源于电能表产品和用电信息采集系统产品。其中随着公司技术实力的进步, 技术含量更高的三相电表业务和信息采集业务成为公司毛利的主要来源。就毛利率水平来看, 信息采集业务最高, 三相电表次之, 单相电表最低 (其他产品占比太小, 不做考虑), 在过去的3年间, 公司各模块业务的毛利率呈现成稳步增长的趋势, 主要原因是: 公司以 ODM 业务为主逐步转变为自主品牌为主; 技术创新、优化产品结构、加强成本管理、销售价格回升、主要原料采购价格稳中有降。

炬华科技的综合毛利率在过去三年间实现了从低于行业平均水平到超越行业平均水平的跨越, 在2012年, 公司综合毛利率达到了行业龙头林洋电子的水平, 主要还是公司各业务的毛利率的提升以及产品结构的改善, 高毛利率产品成为收入主力。

图 11: 炬华科技毛利分布



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 12: 炬华科技各业务毛利率



数据来源: Wind, 安信证券研究中心

图 13: 行业综合毛利率对比分析



数据来源: 招股说明书, 安信证券研究中心

表 6：与行业平均毛利率对比分析

2012	单相电能表	三相电能表	用电信息采集系统产品	综合毛利率
林洋电子	28.05%	40.15%	47.79%	34.67%
浩宁达	21.16%	25.38%	31.82%	25.26%
平均值	24.61%	32.77%	39.81%	29.97%
炬华科技	28.67%	36.74%	40.24%	34.79%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

期间费用率以及行业比较：公司销售费用率低于同行业上市公司，这主要是基于以下原因：

- 1 公司存在比例的 ODM 业务及海外业务，与其他厂商销售相比，在销售人员工资、差旅费用及售后服务费用等方面费用较少；
- 2 公司自主品牌产品销售主要是通过参与国家电网、南方电网及各网省公司集中招标实现，开拓市、县市场业务费用较少；
- 3 公司技术实力较雄厚，产品质量稳定，售后服务费用较少；

公司的管理费用率和行业平均水平不存在明显差异。

公司的财务费用率和行业平均基本保持一致，但是随着募资实施，预计公司的财务费用率会在未来 1-2 年好于行业水平。

表 7：公司费用率分析

	2012A		2011A		2010A	
	行业平均	炬华科技	行业平均	炬华科技	行业平均	炬华科技
销售费用率	9.73%	3.29%	9.01%	2.88%	8.85%	2.21%
管理费用率	8.62%	8.48%	8.76%	8.12%	9.05%	10.34%
财务费用率	-0.35%	-0.38%	0.02%	0.05%	0.22%	-0.10%
合计	18.00%	11.38%	17.79%	11.05%	18.13%	12.46%

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

4.2. 营运分析：

公司的资产负债率高于行业平均，预计在募资后，公司的资产负债率将会回落，相应的流动比率以及速冻比率也会得到改善。公司应收账款周转率指标高于行业平均，反映公司销售的回款比较好。存货周转率指标在行业内处于中等水平，处于合理水平。

表 8：2012 年偿债指标分析

偿债指标对比	三星电气	林洋电子	科陆电子	浩宁达	平均值	炬华科技
资产负债率	35.89%	27.24%	56.47%	36.67%	39.07%	49.20%
流动比率	1.92	3.10	1.41	2.68	2.28	1.82
速动比率	1.69	2.54	1.03	2.17	1.86	1.31
存货周转率	4.28	2.61	1.63	1.95	2.62	2.84
营收账款周转率	4.14	3.19	1.78	2.13	2.81	4.22

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

5. 募投项目分析

年产 600 万台智能电能表及用电信息采集系统产品项目：

目前公司的电能表订单充足，瓶颈在于产能，整体产能不足影响到订单的承接。而 600 万台电能表以及信息采集系统项目的投产将有效的解决这一问题，为公司的长远发展打下基础。

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：

电能表正向数字化、智能化、网络化等新兴方向发展，产品升级趋势明显；配合我国电力计费、收费模式的高效率和低成本发展；对整个电表行业提出了全新的技术要求。在这样的背景下研发中心升级项目显得尤其重要，公司目前处于中国电表行业的领先地位，但是面对瞬息万变的市场环境，必须保持先人一步的研发优势，唯有此才能在未来的竞争中取胜。

表 9：募投项目说明

序号	项目名称	项目投资规模 (万元)	募集资金投入 (万元)	实施周期 (年)
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
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
3	其他与主营业务相关的营运资金项目			

数据来源：招股说明书，安信证券研究中心

5.1. 盈利预测

公司募投项目建设，产能逐步提高，公司的产能逐步释放，相对市场占有率有所提高。预计 2013-2015 年单相电能表销售收入增速为 8.5%、8.5%、8.5%；单相电能表增速为 5%、8%、8%。我们预计公司 2013 年-2015 年实现营业收入 7.81 亿元、8.71 亿元、9.64 亿元，同比分别增长 10.3%、11.5%、10.8%，实现归属母公司净利润 1.69、1.98、和 2.21 亿元，同比增长 26.3%、17.3%、11.5%。

表 10：炬华科技主营业务盈利预测假设

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
三相电能表						
销售收入 (万元)	11856.91	22923.01	25151.08	27288.92	29608.48	32125.20
增长率 (%)	-6.9%	93.3%	9.7%	8.5%	8.5%	8.5%
毛利 (万元)	3325.86	7051.12	9240.51	10233.35	11103.18	12046.95
毛利率 (%)	28.05%	30.76%	36.74%	37.50%	37.50%	37.50%
单相电能表						
销售收入 (万元)	10788.67	15165.13	26270.88	27584.42	29791.18	32174.47
增长率 (%)	41.49%	40.57%	73.23%	5.00%	8.00%	8.00%
毛利 (万元)	2001.30	2794.93	7531.86	8413.25	9086.31	9813.21
毛利率 (%)	18.55%	18.43%	28.67%	30.50%	30.50%	30.50%
信息采集系统产品						
销售收入 (万元)	2232.42	7188.54	16657.58	19156.22	22029.65	24232.61
增长率 (%)	976.02%	222.01%	131.72%	8.00%	10.00%	10.00%
毛利 (万元)	755.23	2953.05	6703.01	8620.30	9913.3425	10904.675
毛利率 (%)	33.83%	41.08%	40.24%	45.00%	45.00%	45.00%
其它主营业务						
销售收入 (万元)	2763.71	2481.05	2691.31	4036.97	5651.75	7912.45
增长率 (%)	216.90%	-10.23%	8.47%	15.00%	15.00%	15.00%
毛利 (万元)	1513.96	1013.93	1145.32	2018.49	2825.87	3956.22
毛利率 (%)	54.78%	40.87%	42.56%	50.00%	50.00%	50.00%
总销售收入	27641.71	47757.73	70770.85	78066.54	87081.06	96444.73
总销售收入增长率		72.8%	48.2%	10.3%	11.5%	10.8%
综合毛利	7596.35	13813.03	24620.70	29285.38	32928.70	36721.06
综合毛利率	27.48%	28.92%	34.79%	37.51%	37.81%	38.07%

数据来源：Wind，安信证券研究中心

5.2. 公司估值

行业内发展进步较快的公司，超越行业平均速度。参考可比公司的平均估值及主营业务未来的成长性，给予公司 2014 年动态市盈率为 15-17 倍，我们根据市值反推，针对不同发行新股数量的情景分析，公司的合理估值区间在 35.98 元-41.27 元。对应 2013-2015 年 EPS 分别为 2.04~2.07 元、 2.40~2.43 元、和 2.67~2.71 元。考虑到二级市场的因素，建议定价区间为 43.17 元-49.52 元。

表 11：根据 2014 年净利润推测股价区间

净利润 (万元)	19832.4
PE (L)	15.0
PE (H)	17.0
市值 (L) (万元)	297486.4
市值 (H) (万元)	337151.3
新增市值(万元)	27,658
老股价值 (L)(万元)	269828.4
老股价值 (H)(万元)	309493.3
股价 (L) (元/股)	35.98
股价 (H) (元/股)	41.27
新发行股数(H) (万股)	768.77
新发行股数(L) (万股)	670.24
EPS(L) (元/股)	2.40
EPS(H) (元/股)	2.43

数据来源：安信证券研究中心

表 12：可比公司分析 (2013/12/31)

	收盘价 (元)	市值 (亿)	EPS			PE		
			2012A	2013E	2014E	2012A	2013E	2014E
林洋电子	20.77	73.73	0.85	1.05	1.34	24.39	19.86	15.47
三星电气	9.77	39.18	0.66	0.62	0.72	14.8	15.76	13.57
科陆电子	7.5	29.78	0.21	0.25	0.33	35.08	29.47	22.46
平均						24.76	21.7	17.17

数据来源：Wind，安信证券研究中心

6. 风险分析

6.1. 对电力系统行业依赖的风险

公司主要产品是电能表以及相关信息采集系统，下游客户主要是国家电网和南方电网以及其他电力公司，因此业务发展和电网投资规模、发展规划密切相关。若今后，国网、南网发展速度放缓、建设投资规模下降，公司未来发展将受到较大影响。

6.2. 对单一客户依存度大

我国电网格局决定了公司下游客户的单一性，目前公司虽然进行了多元化拓展，但仍然依赖于来自国网和南网的订单，若今后公司在国网和南网的招标中不达预期，这将会给公司经营带来一定的影响。

6.3. 固定资产折旧增加和预期收益风险

募集资金项目建成后，公司生产设备和研发设备将增加 16,005 万元。相应新增设备年折旧费约 3,231.17 万元。公司募集资金项目新增销售收入和利润总额足以消化新增折旧费用，一旦募集资金项目产品市场发生重大不利变化，募集资金项目预期收益未能实现，则公司存在因固定资产折旧增加而导致利润下滑的风险。

财务报表预测和估值数据汇总(2014年01月06日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	488.3	717.9	791.9	883.3	978.3	成长性					
减:营业成本	346.6	468.3	494.8	549.3	605.8	营业收入增长率	70.2%	47.0%	10.3%	11.5%	10.8%
营业税费	4.2	6.3	7.0	7.7	8.6	营业利润增长率	137.1%	79.7%	28.1%	16.9%	11.5%
销售费用	14.0	23.6	23.8	26.5	29.3	净利润增长率	128.2%	76.5%	26.7%	17.0%	11.3%
管理费用	39.7	60.9	66.5	70.7	78.3	EBITDA 增长率	128.8%	71.8%	29.3%	20.9%	14.2%
财务费用	0.2	-2.8	-5.0	-5.7	-7.3	EBIT 增长率	139.6%	76.0%	27.1%	17.0%	11.1%
资产减值损失	-2.0	8.0	8.0	4.7	6.9	NOPLAT 增长率	146.5%	76.5%	26.7%	17.0%	11.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	40.9%	82.5%	-6.4%	144.0%	-23.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	74.7%	54.7%	35.7%	29.0%	25.1%
营业利润	85.5	153.6	196.8	230.2	256.7	利润率					
加:营业外净收支	3.6	3.2	3.5	3.4	3.4	毛利率	29.0%	34.8%	37.5%	37.8%	38.1%
利润总额	89.1	156.8	200.3	233.6	260.1	营业利润率	17.5%	21.4%	24.9%	26.1%	26.2%
减:所得税	13.3	23.0	30.1	35.0	39.0	净利润率	15.5%	18.6%	21.4%	22.4%	22.6%
净利润	75.8	133.8	169.5	198.3	220.6	EBITDA/营业收入	19.0%	22.2%	26.0%	28.2%	29.1%
						EBIT/营业收入	17.6%	21.0%	24.2%	25.4%	25.5%
资产负债表	2011	2012	2013E	2014E	2015E	运营效率					
货币资金	148.6	208.1	356.2	284.3	537.1	固定资产周转天数	13	25	44	52	56
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动营业资本周转天数	29	28	24	47	56
应收帐款	101.4	246.2	224.1	238.6	283.8	流动资产周转天数	275	261	283	288	310
应收票据	0.5	0.9	6.3	2.9	2.9	应收帐款周转天数	89	87	107	94	96
预付帐款	3.1	0.7	14.6	7.0	6.0	存货周转天数	89	83	43	57	59
存货	150.2	179.8	7.9	269.9	51.1	总资产周转天数	308	299	334	349	377
其他流动资产	0.6	1.2	-	-	-	投资资本周转天数	57	64	72	108	122
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资回报率					
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROE	31.0%	35.4%	33.2%	30.0%	26.7%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROA	16.2%	18.4%	22.9%	20.4%	20.5%
投资性房地产	4.3	4.0	4.0	4.0	4.0	ROIC	114.5%	143.4%	99.5%	124.4%	56.6%
固定资产	22.3	77.5	114.7	142.5	160.9	费用率					
在建工程	26.7	-	1.4	2.0	3.2	销售费用率	2.9%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
无形资产	6.9	6.9	13.2	21.1	28.2	管理费用率	8.1%	8.5%	8.4%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	财务费用率	0.1%	-0.4%	-0.6%	-0.6%	-0.7%
资产总额	466.5	727.7	742.1	971.9	1,076.9	三费/营业收入	11.1%	11.4%	10.8%	10.4%	10.3%
短期债务	-	-	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	123.5	225.8	155.7	193.1	147.5	资产负债率	47.6%	48.0%	30.8%	31.9%	23.1%
应付票据	52.0	87.0	36.9	72.2	57.9	负债权益比	90.8%	92.4%	44.6%	46.8%	30.0%
其他流动负债	-	-	-	-	-	流动比率	1.82	1.82	2.66	2.59	3.54
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.15	1.31	2.63	1.72	3.34
其他非流动负债	-	-	-	-	-	利息保障倍数	343.52	-54.71	-38.37	-39.57	-34.28
负债总额	222.0	349.4	228.9	309.7	248.8	分红指标					
少数股东权益	-	-	0.7	1.0	1.5	DPS(元)	-	-	0.52	0.60	0.67
股本	75.0	75.0	82.0	82.0	82.0	分红比率	0.0%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
留存收益	169.5	303.3	430.4	579.1	744.6	股息收益率	-	-	-	-	-
股东权益	244.5	378.3	513.2	662.2	828.1						
现金流量表	2011	2012	2013E	2014E	2015E	业绩和估值指标					
净利润	75.8	133.8	169.5	198.3	220.6	EPS(元)	1.01	1.78	2.07	2.42	2.69
加:折旧和摊销	8.5	10.3	14.4	24.8	35.3	BVPS(元)	3.26	5.04	6.25	8.06	10.08
资产减值准备	-2.0	8.0	-	-	-	PE(X)	-	-	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	-	-	-	-	-
财务费用	0.1	-2.9	-5.0	-5.7	-7.3	P/FCF	-	-	-	-	-
投资损失	-	-	-	-	-	P/S	-	-	-	-	-
少数股东损益	-	-	0.8	0.3	0.4	EV/EBITDA	-	-	-	-	-
营运资金的变动	8.3	-53.4	58.2	-184.7	113.6	CAGR(%)	37.9%	18.2%	71.6%	37.9%	18.2%
经营活动产生现金流量	85.7	91.0	237.9	33.0	362.7	PEG	-	-	-	-	-
投资活动产生现金流量	-39.6	-27.7	-59.4	-61.0	-62.0	ROIC/WACC	-	-	-	-	-
融资活动产生现金流量	-2.1	-	-30.4	-43.9	-47.9	REP	-	-	-	-	-

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 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

黄守宏声明，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	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@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：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

