

炬华科技(300360.SZ)

计量仪表开展海外扩张

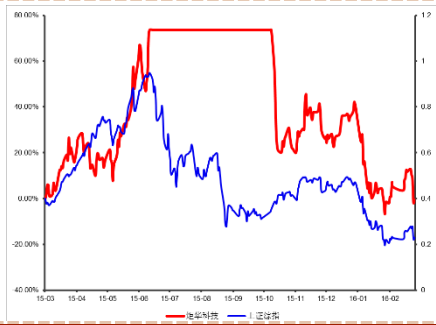
能源互联网布局全面

评级: 买入 前次: -
 目标价(元): 35
 分析师 联系人
 曾朵红 汪林森
 S0740514080001
 021-20315167
 zengdh@r.qlzq.com.cn wangls@r.qlzq.com.cn
 2016年2月28日

基本状况

总股本(百万股)	241.79
流通股本(百万股)	76.08
市价(元)	25.26
市值(百万元)	6107.62
流通市值(百万元)	1921.78

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	766.17	988.33	1,087.02	1,236.65	1,394.43
营业收入增速	6.73%	29.00%	9.99%	13.77%	12.76%
净利润增长率	28.43%	24.48%	10.83%	15.65%	14.86%
摊薄每股收益(元)	2.29	0.89	0.98	1.14	1.30
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本-市场/市场)					
市盈率(倍)	0.00	25.35	25.73	22.25	19.37
PEG	0.00	1.04	2.37	1.42	1.30
每股净资产(元)	6.33	3.57	4.55	5.69	6.99
每股现金流量	2.16	0.73	0.98	1.06	1.26
净资产收益率	36.16%	24.80%	21.56%	19.96%	18.65%
市净率	0.00	6.29	5.55	4.44	3.61
总股本(百万股)	75.00	241.44	241.44	241.44	241.44

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 炬华科技是国内电能计量仪表行业最具技术影响力的公司之一，上市后积极推进业务升级转型。公司于成立之初即以技术为核心，同时抓住产品方案设计，以 ODM 方式为主进入市场。通过多年的实践，成为 ODM 市场有影响力的较大规模企业之一。06 年炬华成立，确定逐步以自主品牌开拓市场的策略，同年开始以出口备案登记方式实现产品进入海外市场，在 2008 年取得出口产品质量许可证。产品进入海外市场，并在国际市场积累了一定声誉。2014 年公司 IPO 募投项目将产能提升至 600 万台，进一步巩固了国内外的市场地位。目前公司发展进入新的纪元，为了迎合电改和能源互联网的浪潮，积极推进业务转型。
- 主业电表业务在国网市占率 4%，排名市场前茅。电表业务主要由三部分组成，一是自主品牌销售（参与电网集中招标），二是 ODM 国内代工，三是海外出口。十二五期间受益于电网集中招标，企业迅猛发展，目前在国网的订单量在 8 亿的规模，未来随着配网投资加大，特别是农网智能电表覆盖率的提升，该业务板块保持平稳。公司传统的 ODM 业务在产能允许的范围内仍有较大提升空间。智能电表国内外需求广阔，是公司营收的又一来源。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。据预测到 2020 年全球将安装 20 亿台智能电能表，其中美国 1.5 亿台，欧洲 3 亿台。公司 2014 年度海外市场销售收入为 8475.62 万元，预计海外板块是增长潜力最大的部分。
- 十三五继续加大农配网投资，其中智能电表的覆盖率从 60 提升至 90%。15 年下半，国家能源局印发《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》，掀起了未来配电网投资的热潮。文件中四次提及智能电表，并提出“推进用电信息采集全覆盖”、“2020 年，智能电表覆盖率达到 90%”以及“以智能电表为载体，建设智能计量系统，打造智能服务平台，全面支撑用户信息互动、分布式电源接入、电动汽车充

放电、港口岸电、电采暖等业务，鼓励用户参与电网削峰填谷，实现与电网协调互动。”从配电网建设改造指导目标来看，电表在配网建设中有着更广阔的发展空间，且智能化水平提高的需求更为紧迫。16年2月李克强总理在国常会中下达7000亿农网投资任务，政策继续为行业发展保驾护航。

- **公司收购炬源智能，设立产业并购基金，布局能源互联网。**公司收购炬源智能及设立产业并购基金踏准了政策导向，在发展传统电能表业务的同时，利用炬源智能在智能水表业务方面的技术和市场积累，辅以公司自身多年积累的强大的软件开发实力，集成电、水、气、热四种基本能耗计量，积极布局四表合一采集试点工作，紧紧抓住用户能源消耗数据入口这一关键节点，为公司业务向能源互联网方向转型打下坚实的基础。同时，考虑公司技术需求及市场需求，利用产业并购基金有针对性地收购具有成长潜力的水务及物联网相关企业，逐步开拓水处理相关的环保产业及智慧水务等环保技术产业，将会为公司在能源互联网方向的开拓创新提供有效的助力。
- **拟收购纳宇电气100%股权，布局能源管理。**公司与上海纳宇电气签署了并购框架协议，拟收购纳宇电气100%股权，涉足用户侧智能电力仪表和能源管理系统。纳宇电气是国内用户侧智能电力仪表和能源管理系统集成的领先企业，主要供给轨道交通、楼宇自动化、工矿企业、智能开关柜、低压变配电系统等下游领域，用于能源计量、电力信息采集、电力监控与电能考核管理等方面。**我们认为炬华具有信息采集和电表上的技术优势，与纳宇电气的平台和市场资源可以形成很好的共振，一方面炬华提供低成本高质量的产品，另一方面纳宇的能源管理平台和市场资源带来丰富的渠道资源。**
- **乘电改大潮，公司成立炬能售电，抢滩售电市场，向用电需求侧转型，同时参与配电网投资。**炬华科技作为深耕电能表市场的佼佼者，其拥有的用电需求侧数据成为了其抢滩售电市场的得天独厚的优势。公司投资设立售电公司，市场前景广阔，可以为当地为数众多的中小企业、公司上下游客户及相关企业提供优质便利的售电服务，利用本公司的灵活优势，实现与其他中小企业的共赢。此外，公司建立了明确的思路，加快形成工业企业配电系统设计施工、配电设备制造安装、直接售电及电能计量等一系列成套服务，将会形成在售电市场中的竞争优势，同时亦可在电能表之外，从配电网建设业务方面分得配电网投资潮的蛋糕，为公司未来营收打下伏笔。
- **投资建议：**我们预计公司2015年-2017年的归属于上市公司股东的净利润分别为2.37亿元、2.74亿元、3.15亿元，同比增速分别为11%、15%、15%；EPS分别为0.98元、1.14元、1.30元。随着公司布局日趋完善，政策利好不断下发，用户侧管理产业的发展将进入井喷阶段，首次给予公司“买入”的投资评级，目标价为35元，对应于2016年30倍PE。
- **风险提示：**用户侧市场发展不达预期；电能表市场投资不达预期。

内容目录

主营业务收入稳定，未来发展前景广阔	- 5 -
从 ODM 到自主品牌，IPO 融资后产能充足	- 5 -
国家电网的核心电能表供货商	- 6 -
十三五开启新一轮农配网投资，提高智能电表覆盖率	- 8 -
智能电表出口是新增长点，国外需求广阔	- 10 -
上市以来外延收购不断，布局能源互联网	- 12 -
收购炬源智能，看好四表集抄业务	- 12 -
设立产业并购基金，加码能源互联网	- 13 -
拟收购纳宇电气，进入用户侧能源管理	- 13 -
成立炬能售电，瞄准改革的最核心点	- 14 -
“9 号文” 敲开售电门，市场抢滩正当时	- 14 -
瞄准中小企业购电，同时参与配电网投资，提高售电服务质量	- 14 -
盈利预测与估值	- 15 -
盈利预测	- 15 -
相对估值	- 15 -
投资建议	- 16 -
风险提示	- 16 -

图表目录

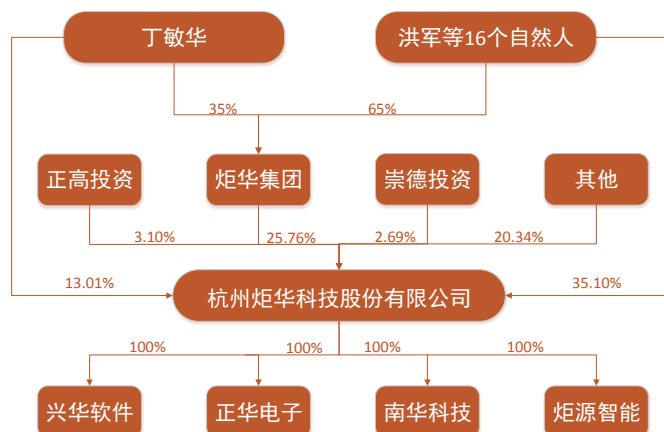
图表 1: 炬华科技股权结构	- 5 -
图表 2: 用电信息采集系统的组成	- 6 -
图表 3: 公司主营业务收入构成	- 7 -
图表 4: 公司主营业务收入 (单位: 万元)	- 7 -
图表 5: 用电信息采集系统的组成	- 7 -
图表 6: 历次国网招标公司中标情况 (上市后)	- 8 -
图表 7: 配电网建设改造指导目标 (2015-2020 年)	- 8 -
图表 8: 《配电网建设改造行动计划 (2015—2020 年)》政策保障内容	- 9 -
图表 9: 中国智能电表需求预测 (单位: 万台)	- 10 -
图表 10: 中国智能电表供给预测 (单位: 万台)	- 10 -
图表 11: 部分国家和地区针对智能电表行业的政策及举措	- 11 -
图表 12: 炬华科技海外业务收入 (单位: 万元)	- 12 -
图表 13: “四表合一”集采集抄系统的组成	- 12 -
图表 14: 可比上市公司估值比较	- 15 -
图表 15: 炬华科技财务三张表	- 17 -

主营业务收入稳定，未来发展前景广阔

从 ODM 到自主品牌，IPO 融资后产能充足

- **从 ODM 到自主品牌，IPO 融资后产能充足。**公司业务发源于其前身，2001 年 3 月 28 日成立的正华电子。公司于成立之初即以技术为核心，同时抓住产品方案设计，以 ODM 方式为主进入市场。通过多年的实践，正华电子成为 ODM 市场有影响力的较大规模企业之一。2006 年 4 月，炬华有限成立，确定逐步以自主品牌开拓市场的策略，同年开始以出口备案登记方式实现产品进入海外市场，在 2008 年取得出口产品质量许可证。产品进入海外市场，并在国际市场积累了一定声誉。2014 年公司 IPO 募投项目将产能提升至 600 万台，进一步巩固了国内外的市场地位，公司发展进入新的纪元。
- **目前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”。国家电网实施集中规模统一招标后，公司抓住契机，产品同时进入了国家电网、南方电网和各网省公司，成功扩大了自主品牌电能计量仪表和用电信息采集系统产品在国内市场的占有率，公司持续盈利能力得到加强。
- **公司股权结构清晰，实际控制人股权集中度良好。**实际控制人丁敏华持有股份 13.01%，其同时持有炬华科技控股股东炬华集团 35% 股份，为炬华集团实际控制人，通过直接及间接持股，控制炬华科技 41.87% 股权。炬华集团为炬华科技第一大股东，持有炬华科技 25.76% 股份，同时通过其子公司正高投资持股 3.10%。炬华集团前身为杭州炬华实业有限公司，成立于 2009 年，注册资本 5000 万元，于 2015 年 7 月 4 日更名为杭州炬华集团有限公司，丁敏华持有 35% 股份，洪军及其他共 16 个自然人持股 65%。公司实际控制人股权集中度良好，公司持续发展的内部阻力较小，从管理角度为未来的业务协同、整合及转型留下了足够的空间。

图表 1：炬华科技股权结构

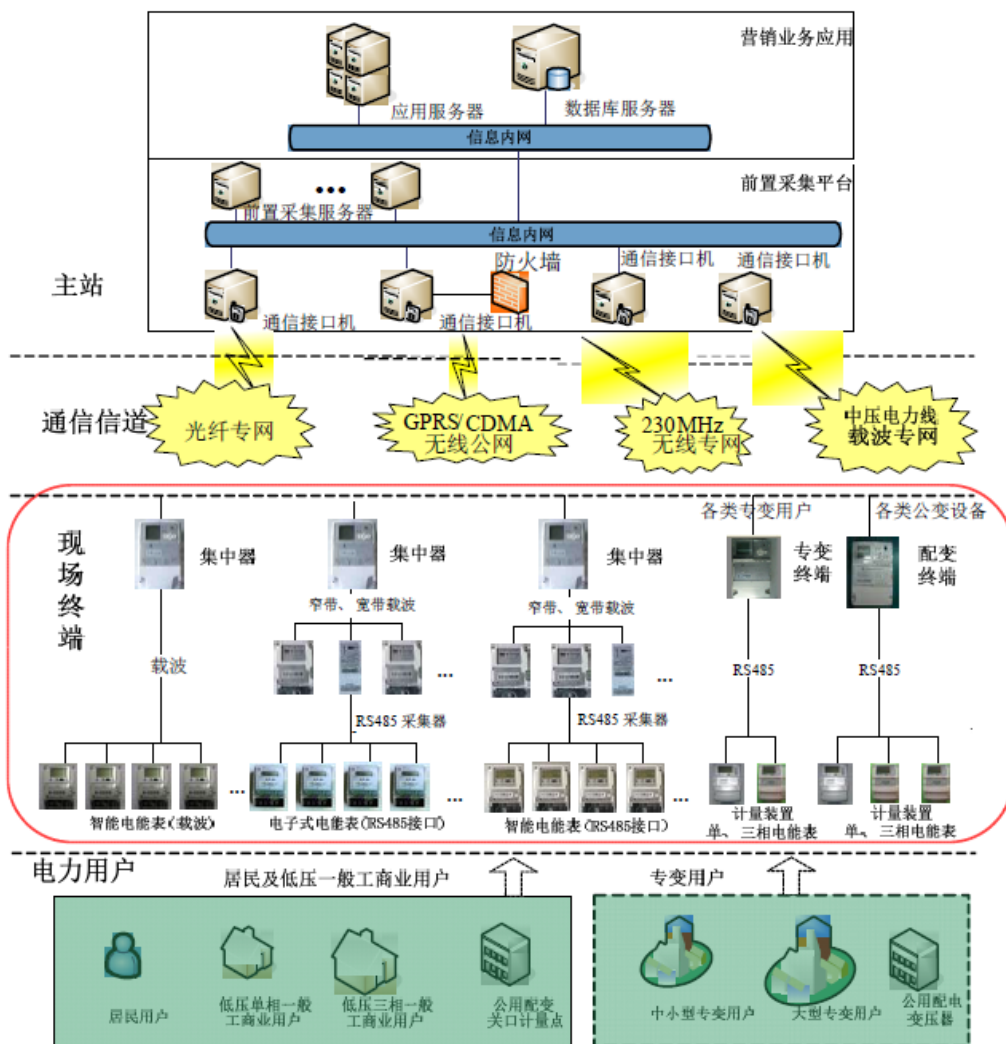


来源：公司公告

国家电网的核心电能表供货商

- 公司主营业务明确，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。主要产品包括单相、三相智能电能表及电子式电能表、现场终端产品，即用电信息采集系统产品如数据采集器、集中器及变压器终端等。其中电能表（单相、三相）是公司的主导产品。当前电力行业电能计量仪表的主要方案一般都是基于半导体技术而实现精确计量目的。电能表一般均采用了高精度的A/D转换器，将电网的电压、电流信号进行采样和模数转换，然后利用高速微处理器对数字信号进行分析、处理和数据再加工、分拣，从而产生各种计量数据；最后利用各种通讯接口、人机界面实现与各种设备进行对接。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，如下图红框部分所示。

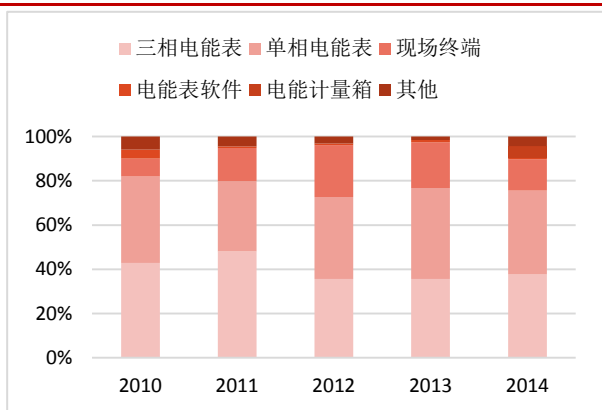
图2：用电信息采集系统的组成



来源：招股说明书，中泰证券研究所

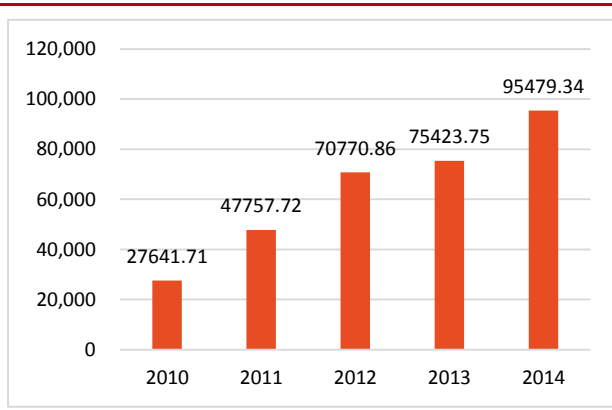
- 自 09 年国网实行电能表集中招标以来，公司乘风破浪不断壮大。公司近五年主营业务收入年均复合增长率为 36.33%，2010 年至 2014 年营业收入分别为 2.76 亿元、4.78 亿元、7.08 亿元、7.54 亿元和 9.58 亿元。其中电能表产品及现场用户信息采集系统提供的收入占总收入的 85%以上。公司销售净利润亦增长迅速，2011 年和 2012 年增长率分别为 125.10% 和 76.50%，盈利能力不断加强。

图表 3：公司主营业务收入构成



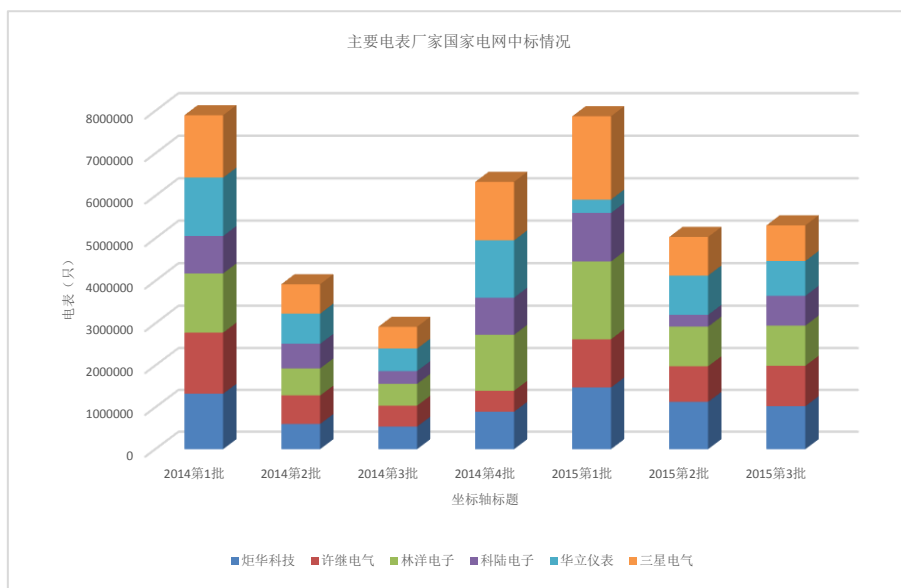
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：公司主营业务收入 (单位：万元)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：用电信息采集系统的组成



来源：国家电网，中泰证券研究所

- 公司是国家电网公司电能表主要供应商之一。公司自上市以来，未缺席国家电网电能表的任何一次集中招标，主要中标产品包括 2 级单相智能电能表、1 级三相智能电能表、0.5S 级三相智能电能表、集中器、采集器、专变采集终端等。上图中是对比炬华科技和其余主要厂家的份额对比，15 年全年来说林洋电子、三星医疗和炬华分列前三位，份额均在 4% 左右。截至目前，公司共七次于国家电网公司集中招标中中标，历次中标概况如下表。

图表 6：历次国网招标公司中标情况（上市后）

时间	招标编号	中标总数量（只）	中标总金额（万元）	占上年营收比例
2014.01.24	0711-13OTL208	218604	7940.30	11.06%
2014.04.02	0711-14OTL006	1323892	29304.28	38.25%
2014.05.20	0711-14OTL007	602128	14316.72	18.69%
2014.09.26	0711-14OTL008	540555	10967.50	14.31%
2014.12.05	0711-14OTL009	893793	19322.30	25.22%
2015.05.08	0711-15OTL046	1473058	36207.11	36.63%
2015.10.12	0711-15OTL047	1128800	20843.50	21.09%
2015.12.23	0711-15OTL048	1026879	21391.26	21.64%

来源：国家电网，中泰证券研究所

十三五开启新一轮农配网投资，提高智能电表覆盖率

- 十三五继续加大农配网投资，其中智能电表的覆盖率从 60 提升至 90%。**

8 月 31 日，国家能源局印发《配电网建设改造行动计划(2015—2020 年)》，掀起了未来配电网投资的热潮。文件中四次提及智能电表，并提出“推进用电信息采集全覆盖”、“2020 年，智能电表覆盖率达到 90%”以及“以智能电表为载体，建设智能计量系统，打造智能服务平台，全面支撑用户信息互动、分布式电源接入、电动汽车充放电、港口岸电、电采暖等业务，鼓励用户参与电网削峰填谷，实现与电网协调互动。”从配电网建设改造指导目标来看，农村电网相对于城市电网有着更广阔的发展空间，且智能化水平提高的需求更为紧迫。16 年 2 月李克强总理在国常会中下达 7000 亿农网投资任务，行业整体迎来上升周期，政策继续为行业发展保驾护航，十三五期间作为稳增长的优选方向，配电网，尤其是电表行业，会持续保持景气的大环境。

图表 7：配电网建设改造指导目标（2015-2020 年）

指标	单位	2014 年	2017 年	2020 年
1.供电可靠率	%	99.35	99.69	99.82
其中：中心城市（区）	%	99.95	99.97	99.99
城镇	%	99.8	99.85	99.88
乡村	%	99.16	99.45	99.72
2. 用户年均停电时间	小时	57	27	15.7
其中：中心城市（区）	小时	4.4	2.6	1
城镇	小时	17.5	13.2	10
乡村	小时	73.6	48	24
3.综合电压合格率	%	95.88	97.53	98.65
其中：中心城市（区）	%	99.94	99.96	99.97
城镇	%	96.92	97.95	98.79
乡村	%	90.77	94.69	97
4.110 千伏及以下线损率	%	6.2	6.1	6
5.高压配电网容载比		2.01	1.8-2.2	

6.乡村户均配变容量	千伏安	1.55	1.8	2
7.配电自动化覆盖率	%	20	50	90
8.配电通信网覆盖率	%	40	60	95
9.智能电表覆盖率	%	60	80	90

来源：《配电网建设改造行动计划（2015—2020年）》

- 电能表行业的更换周期和技术升级保证了公司主营业务的持续稳定发展。**

作为计量器具，电能表应具有可靠性强、质量稳定、准确性高的特点，根据国家对计量器具实施检定的有关规定，电能表属于强制检定设备，根据《强制检定的工作计量器具实施检定的有关规定（试行）》规定：“……水表和电能表只作首次强制检定，限期使用，到期轮换。”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。由于有国家标准规定的强制更换期限，因此我国各行业对电能表的需求有极强的持续性，且随着电能表使用范围的不断扩大，电能表市场容量将会继续增长。此外，目前用户对电能表的需求已不仅仅是精确计量和稳定工作。自身功耗降低、用户端数据采集与控制、防窃电、用户用电负荷记录、与上层数据层的信息交互都是以智能电网为代表的电网发展趋势对新型智能电能表的必然要求。考虑到现今实际使用中的电能表依然处于新旧共用、智能与传统并存的状态，未来旧表换新表、智能表的市场需求将会是公司主营业务收入的重要保障。

图表 8：《配电网建设改造行动计划（2015—2020年）》政策保障内容

加大财政资金支持力度	发挥各级政府财政资金的杠杆作用，带动企业与社会资金投入，扩大投资规模，形成支持配电网发展的长效机制。……鼓励有条件的地区对社会资本投资的配电网项目给予支持。
完善电价政策	……针对高可靠性、特殊电能质量要求、不同用电时段等用户定制供电需求，实行差异化电价。将地下电力管线建设纳入地方重点工程，享受城市道路占用、开挖、破绿等政策性收费优惠。
发行配电网建设改造专项企业债券	……在综合管廊建设方面，通过发行专项债券融资，推进政府购买服务，完善特许经营制度。拓展金融融资渠道，创新配电网建设改造融资服务，积极推动投资、金融机构与电网企业建立投融资服务平台。
鼓励社会资本参与配电网投资	……开展试点示范，逐步向符合条件的市场主体放开增量配电投资业务，充分发挥市场机制作用，调动社会资本参与配电网建设的积极性。研究出台社会资本投资配电业务、政府和社会资本合作（PPP）建设经营配电网基础设施的具体措施。
鼓励多种方式购售电	鼓励符合国家准入条件的配电网企业成立售电公司，采取多种方式通过电力市场购电，在按照国家有关规定承担电力基金、政策性交叉补贴、普遍服务、社会责任等义务前提下，向用户售电。鼓励通过创新服务、加强管理、降低成本，构建主体多元、竞争有序的市场格局。

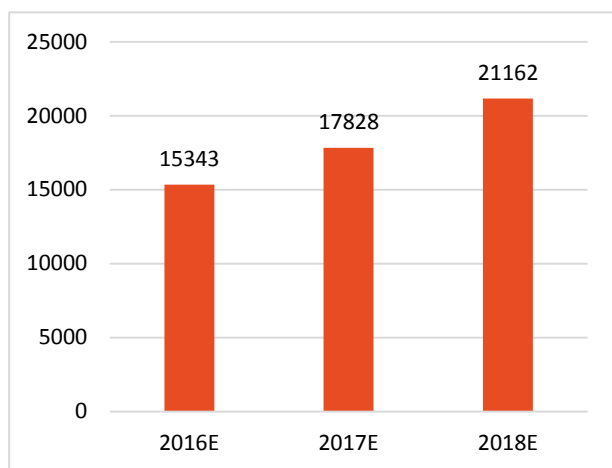
来源：国家能源局，中泰证券研究所

- 智能电表是传统电表的继承者和发展者。**

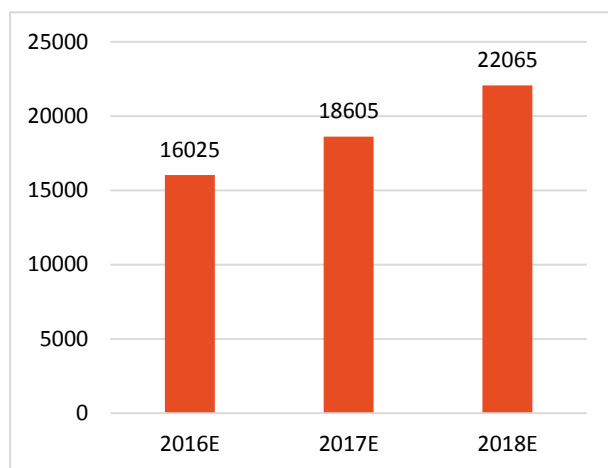
智能电表是智能电网的智能终端和数据入口，它与传统意义上的电能表有所不同，智能电表除了具备传统电能表的计量用电量功能以外，为了适应智能电网和新能源的使用它还具有双向多种费率计量功能、用户端控制功能、多种数据传输模式

的双向数据通信功能、防窃电功能等智能化的功能，以智能电表为中枢的用电侧数据信息采集管理系统代表着未来节能型智能电网智能化终端的发展方向。

- 2015年7月6日，国家发展改革委、国家能源局发布《关于促进智能电网发展的指导意见》，其中就智能电网数据通信做出表述。《意见》指出，“整合智能电网数据资源，挖掘信息和数据资源价值，全面提升电力系统信息处理和智能决策能力，为各类能源接入、调度运行、用户服务和经营管理提供支撑”。智能电表作为需求侧用电数据的直接入口，扮演着智能电网数据资源整合中的重要角色。在可预见的未来，智能电表无论从技术上还是需求上都拥有着足够的提高空间。据国家电网2015年计量工作推进会议，今年的计量工作目标包括安装智能电表6060万只，未来两大电网合计智能电表和用电管理系统市场约每年160亿元以上，目前，国网挂网电表2.2亿台、南网挂网电表5000万台，以及新增用户都将更换成智能电表。可见中国智能电表市场潜力巨大。

图表 9：中国智能电表需求预测（单位：万台）


来源：《2014-2018年中国智能电表行业投资分析及市场前景预测报告》，
中泰证券研究所

图表 10：中国智能电表供给预测（单位：万台）


来源：《2014-2018年中国智能电表行业投资分析及市场前景预测报告》，
中泰证券研究所

智能电表出口是新增长点，国外需求广阔

- 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年全球将安装20亿台智能电能表，其中美国1.5亿台，欧洲3亿台，中国3.5亿台，其他国家12亿台。2015年，全球智能电能表的投资额已达到255亿美元。IT巨头IBM已建成25个高级电能表计量管理系统，该系统使用户电费平均降低10%，短期高峰负荷降低50%。
- 由于智能电网的建设推动，智能电表的应用业已成为世界范围内的趋势，部分国家及地区的政府及电力企业出台举措以推动传统电表的更换及智能电表的安装。我国电表行业经过国内外市场的净化和洗礼，产品发生了质的变化，开始从单纯量的增长向技术创新过渡，并步入高质量、高技术、高附加值时代，生产模式逐步向集约化大规模转变，核心竞争力

不断增强，发展迅速，有成本和技术优势，出口前景广阔。目前，每年我国有 10% 左右的电能表经过出口渠道销往海外市场。

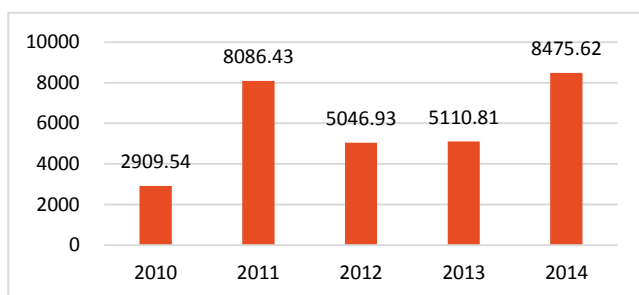
图表 11：部分国家和地区针对智能电表行业的政策及举措

国家/地区	政策/举措
英国	根据英国政府披露的计划，到 2020 年，每个英国家庭都必须安装“智能电表”以降低能源耗用量，并为低碳“智能电网”铺平道路。消费者可以通过更加留意能源的消耗量，从所节省的开支中获益
日本	日本 10 家大型电力公司在 2014 年 3 月 17 日向经济产业省的作业部会提出，2024 年底在各自区域内普及智能电表具体计划。关西电力和中部电力将预订 2022 年完成。九州、四国、东北、北海道、北陆、中国等 6 家电力公司预计 2023 年年底完成，而冲绳电力将原有计划提早 8 年，预计 2024 年年底完成。
墨西哥	墨西哥国家电力公司(CFE)在 2010 年头两个月开始安装新型智能电表。每一块表的价钱略高于 500 比索，相当于 39 美元，这些电表将免费提供给用户。同时，墨西哥电力公司还会向用户提供预付款设施，以使用户可以使用便捷的信贷支付电费。
欧洲	欧洲市场由于法国、西班牙及英国等国家的智能电表计划迈入大规模推动阶段，因此产生新一波市场成长高峰，全欧智能电表设置台数占整体电表比例于 2011 年年终达到 18%;预测从 2011 年开始到 2017 年为止，智能电表之设置台数将以年平均 20.5% 增长，达到 1 亿 5470 万台，占整体电表 56% 的比例;预估到 2020 年时，全欧洲 80% 的电表将会升级为智能电表。
南美洲	2014 年，巴西公用电力企业宣布，未来 10 年将部署 300 多万台智能电表，并将投资 256 亿美元用于智能电网建设。除了巴西，哥伦比亚、厄瓜多尔、智利和阿根廷等其他南美国家对电网现代化建设也十分重视，目前都在积极筹划进行大规模投资。总体而言，南美各国智能电网市场的未来是十分光明的。预计未来 10 年内，整个南美洲将投资 226 亿美元用于智能电表的安装，72 亿美元用于推动配电自动化，83 亿美元用于其他智能电网市场领域。

来源：《2014-2018 年中国智能电表行业投资分析及市场前景预测报告》，仪器仪表网，中泰证券研究所

- **炬华科技抓住了全球电表发展的趋势**，2006 年开始以出口备案登记方式实现产品进入海外市场，在 2008 年取得出口产品质量许可证。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 年至 2014 年度，公司海外市场销售收入分别为 2909.54 万元、8086.43 万元、5046.93 万元、5110.81 万元及 8475.62 万元。经过几年来公司的经营，公司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。目前向海外市场提供的主要为 ODM 产品，同时有部分自主品牌产品出口。根据捷通社 12 月 16 日报道，公司收购了捷克考诺尔 (Koh-i-noor) 集团旗下的 Logarex 智能电表公司，为公司拓展海外智能表市场奠定了市场和技术基础。

图表 12: 炬华科技海外业务收入 (单位: 万元)



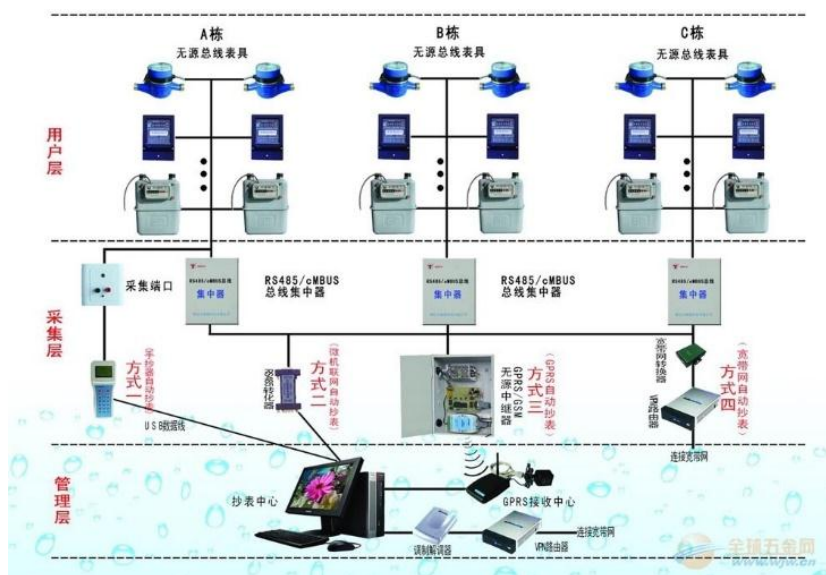
来源: 招股说明书, wind, 中泰证券研究所

上市以来外延收购不断, 布局能源互联网

收购炬源智能, 看好四表集抄业务

- 为公司战略性业务发展的需要, 收购杭州炬源智能仪表有限公司 100% 股权并对其增资。杭州炬源智能仪表有限公司原名为宁波九域电子科技有限公司, 成立日期为 2014 年 5 月 6 日, 是集智能水计量仪表与系统集成开发、生产、销售及服务于一体的高科技企业。公司与九域电子达成合作意向后, 九域电子搬迁至杭州, 办理了更名等相关手续。完成收购同时, 炬华科技决定向炬源智能增资 2000 万元人民币, 全部计入注册资本。本次增资完成后, 炬源智能注册资本将由 1000 万元人民币增至 3000 万元人民币, 炬华科技持有其 100% 股权。炬源智能目前的主营业务为智能水表、燃气设备及仪表、暖通设备及仪表、环境监测仪器仪表和水、电、气、热自动化终端的生产、研发、设计、销售等。

图表 13: “四表合一”集采集抄系统的组成



来源: 国家电网网站, 中泰证券研究所

- 公司此番收购踏准了政策导向, 在发展传统电能表业务的同时, 利用炬

源智能在智能水表业务方面的技术和市场积累，辅以公司自身多年积累的强大的软件开发实力，集成电、水、气、热四种基本能耗计量，紧紧抓住用户能源消耗数据入口这一关键节点，为公司业务向能源互联网方向转型打下坚实的基础。收购炬源智能从长远来看将改变公司目前专营电能表相关业务的现状，是公司转型能源互联网，布局“四表合一”集采集抄系统的肇始之举，2015年完成了浙江、上海、江苏等地试点工作。2015年7月6日，国家发展改革委、国家能源局发布《关于促进智能电网发展的指导意见》。《意见》指出，“加强能源互联，促进多种能源优化互补”，“完善煤、电、油、气领域信息资源共享机制，支持水、气、电集采集抄，建设跨行业能源运行动态数据集成平台，鼓励能源与信息基础设施共享复用。”“四表合一”集采集抄的关键意义在于其包含的用户能耗数据。拥有足够数量的用户能耗数据，意味着能够准确把握用户群体的能源需求，从而在能源互联网市场抢得先机。

设立产业并购基金，加码能源互联网

- 2015年10月10日，炬华科技公告，杭州炬华科技股份有限公司与浙江浙大联合创新投资管理合伙企业（有限合伙）和宁波联创基石投资合伙企业（有限合伙）签订了《杭州炬华联创产业并购基金（有限合伙）合伙协议书》，拟共同发起设立杭州炬华联创产业并购基金（有限合伙），基金规模5,000万元，其中普通合伙人浙大联创投资认缴出资总额的1%，即人民币50万元；公司为有限合伙人，认缴出资总额的90%，即人民币4,500万元；有限合伙人联创基石认缴出资总额的9%，即人民币450万元。
- 公司此次牵头设立产业并购基金的目的是围绕公司所在产业的深度发展，积极布局公共能源计量技术发展和能源互联网业务，同时以全资收购炬源智能、发展智能水表业务为契机，逐步开拓水处理相关的环保产业及智慧水务等环保技术产业。公司将通过炬华联创基金，在公共能源计量、能源互联网、环保、信息、高端装备制造等领域寻找合适的投资标的，整合产业和资本市场的资源，帮助投资标的规范发展，协助炬华科技实现产业链整合目标。以智慧供水为例，完整的智慧供水系统需要精确的水量计量仪表、水质监测仪器、用户需求数据采集、分析、反馈系统以及可靠的网络通信技术支持。公司通过新设的联创产业基金，未来考虑公司技术需求及市场需求，有针对性地收购具有成长潜力的水务及物联网相关企业，将会为公司能源互联网方向的开拓创新提供有效的助力。

拟收购纳宇电气，进入用户侧能源管理

- 公司拟收购纳宇电气100%股权，布局能源管理。公司与上海纳宇电气签署了并购框架协议，拟收购纳宇电气100%股权，涉足用户侧智能电力仪表和能源管理系统。纳宇电气是国内用户侧智能电力仪表和能源管理系统集成的领先企业。纳宇电气的用户侧智能电力仪表主要供给轨道交通、楼宇自动化、工矿企业、智能开关柜、低压变配电系统等下游领域，用于能源计量、电力信息采集、电力监控与电能考核管理等方面。
- 纳宇电气：能效管理项目经验丰富业绩斐然。纳宇电气历史业绩突出，承担了多家轨道交通、大型公用建筑的综合能效管理系统的建设、运维

和支持。参与的重点项目包括上海中心大厦、广东联通、上海虹桥机场、中国人民大学、上海第六人民医院、泰山核电站、上海宝钢等能效管理项目。纳宇电气在轨道交通领域业绩出众，产品主要应用于地铁牵引配电柜。广泛运用于全国十余个城市的 50 余条线路。重点项目涵盖了北京、上海、深圳、无锡、宁波、杭州、成都、西安、昆明、重庆、沈阳等重要城市的轨交路线。

- **纳宇电气：广泛的客户基础助力布局能源互联网，形成产品和客户的双重优势。**纳宇电气在产品销售、业务拓展层面均对公司具有积极意义。纳宇电气在上海、北京、广州、南京、天津、沈阳、济南、武汉、杭州等 13 个省市设有办事处，经销商遍布国内 60 多个地区，代理商有上百家。公司依托广泛的地域布局与其在智能电表和电力信息采集系统方面积累的客户基础，有助于用户侧电力设备的销售，更有利于布局综合用电服务、需求侧能源管理、云平台数据管理、拓展节能减排与布局能源互联网系统等相关业务。

成立炬能售电，瞄准改革的最核心点

“9 号文” 敲开售电门，市场抢滩正当时

- 2015 年 3 月 15 日，国务院印发《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》，也称“9 号文”。其后，一系列配套文件密集出台，宣告了新一轮电改的开启。其中尤其引人瞩目的是“有序向社会资本开放配售电业务”，这意味着电网公司独立售电即将成为历史，由此带来的巨大市场受到了前所未有的关注。
- 炬华科技作为深耕电能表市场的佼佼者，其拥有的用电需求侧数据和广泛的市场基础成为了其抢滩售电市场的得天独厚的优势。电力资源有其独有的特点，即电能的发、输、配、用几乎同时进行，因此在输电网处于自然垄断的情况下，不同售电企业向用户提供的电能质量上的区别微乎其微。因此，售电侧竞争性市场的引入打破单一卖方市场格局后，服务质量及能提供给用户的附加产品和服务将成为决定售电公司竞争力的关键因素，而通过用户用电数据来准确把握用户未来用电需求即成为了提供相称服务的重点。
- 公司投资设立售电公司，市场前景广阔，可以为当地为数众多的中小企业、公司上下游客户及相关企业提供优质便利的售电服务，利用本公司的灵活优势，实现与其他中小企业的共赢。2015 年 9 月 11 日，炬华科技公告，杭州炬华科技股份有限公司与控股股东杭州炬华集团有限公司签订《出资协议书》，拟共同出资设立浙江炬能售电有限公司，合资公司注册资本 21800 万元，其中公司拟出资 19620 万元，占注册资本的 90%；炬华集团拟出资 2,180 万元，占注册资本的 10%。

瞄准中小企业购电，同时参与配电网投资，提高售电服务质量

- 2015 年 10 月 12 日，炬华科技公告，公司拟向非关联方高毅雄、高佳佳、孙裕田、李宝成、许猛、高国兴六名自然人以发行股份及支付现金方式的购买其合计持有的杭州汉邦电力工程设计有限公司、杭州久邦电

力建设有限公司、杭州仕邦电力科技有限公司 100% 股权，并募集配套资金，募集配套资金总额不超过本次拟购买资产交易价格的 100%。然而由于各方在资产估值、股份对价等条款无法达成一致意见，经各方慎重考虑，决定终止本次发行股份购买资产事项。虽然收购终止，但是可以看出公司的布局方向，体现出公司对于电力体制改革的理解，相信公司会继续寻找类似的配电设计、施工和安装的有指标的。

- 由三家公司的主营业务及合作关系可以看出，炬华科技此番收购如果成功，利用三家公司已经积累的技术及市场资源，加之自身已经成熟的电能表、用电信息采集以及未来落地的售电业务，将可以做到工业企业配电系统设计施工、配电设备制造安装、直接售电及电能计量等一系列成套服务，形成在售电市场中的竞争优势。
- 公司此举亦是对国家能源局印发的《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》文件的积极响应。可在电能表之外，从配电网建设业务方面分得配电网投资潮的蛋糕，为公司未来营收打下伏笔。此次收购虽然已经终止，但是已经体现出炬华科技在售电市场及用电需求侧布局并获取独特竞争优势的明确思路。

盈利预测与估值

盈利预测

- **电表行业稳步增长。**智能电表业务公司主要是三大部分，国内自主品牌主要是呈现稳步增长状态，ODM 业务主要是利用剩余产能增长速度要快于自主品牌，海外业务是增长的重点。
- **转型新业务是未来重点。**四表集抄业务中水表是新增长点，目前已经开始贡献利润；用户服务的体量也会不断增长，在纳宇原有的客户和炬华的技术储备上加大拓展的力度
- 我们预计公司 15-17 年归属于上市公司股东的净利润分别为 2.37 亿元、2.74 亿元、3.15 亿元，同比增速分别为 11%、15%、15%；EPS 分别为 0.98 元、1.14 元、1.30 元。

相对估值

- 根据 2016 年 2 月 26 日收盘价，2015-2017 年对应 PE 为 26 倍、22 倍和 19 倍。我们选取智能电表和用户侧管理的同行业公司三星医疗、科陆电子、浩宁达、智光电气、新联电子作为可比公司。结果显示，目前同样走在用户前端的新联电子和中恒电气，2016 年的动态市盈率超过 40 倍。

图表 14：可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	流通市值 (亿元)	EPS			PE		
					2015E	2016E	2017E	2015E	2016E	2017E
三星医疗	601567.SH	12.00	144	41	0.42	0.48	0.59	28.67	24.87	20.24
科陆电子	002121.SZ	22.14	105	50	0.52	0.95	1.31	42.80	23.42	16.96
林洋能源	601222.SH	28.75	117	38	1.31	1.71	2.22	21.88	16.80	12.96
新联电子	002546.SZ	26.41	67	28	0.63	0.67	0.71	41.60	39.15	36.97
智光电气	002169.SZ	15.30	48	29	0.35	0.57	0.87	43.71	26.84	17.59
中恒电气	002364.SZ	19.72	103	47	0.34	0.46	0.67	57.95	42.68	29.54
炬华科技	300360.SZ	25.26	61	19	0.98	1.10	1.26	25.78	22.96	20.05

来源：中泰证券研究所

6 投资建议

- 随着公司布局日趋完善，政策利好不断下发，用户侧管理产业的发展将进入井喷阶段，首次给予公司“买入”的投资评级，目标价为 35 元，对应于 2016 年 30 倍 PE。

风险提示

- **用户侧市场发展不达预期：**网络平台建设前期，客户的切入可能慢于预期，推广的速度过慢不利于占领市场份额。
- **电能表市场投资不达预期：**新电表招标数量下降，同时电表的更新周期慢于预期，技术革新周期慢于预期。

图表 15：炬华科技财务三张表

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	718	766	988	1,087	1,237	1,394	货币资金	208	279	603	855	1,074	1,339
增长率	47.02%	6.7%	29.0%	10.0%	13.8%	12.8%	应收款项	247	272	357	398	446	496
营业成本	-468	-479	-642	-705	-794	-886	存货	180	207	380	348	387	427
% 销售收入	65.2%	62.5%	64.9%	64.8%	64.2%	63.5%	其他流动资产	2	2	55	55	55	56
毛利	250	287	347	382	442	509	流动资产	637	760	1,395	1,656	1,964	2,317
% 销售收入	34.8%	37.5%	35.1%	35.2%	35.8%	36.5%	% 总资产	87.5%	89.5%	93.7%	95.0%	93.9%	93.5%
营业税金及附加	-6	-7	-9	-10	-11	-13	长期投资	4	11	10	10	10	10
% 销售收入	0.9%	1.0%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	77	69	72	66	106	141
营业费用	-24	-24	-34	-37	-41	-46	% 总资产	10.6%	8.1%	4.8%	3.8%	5.1%	5.7%
% 销售收入	3.3%	3.1%	3.4%	3.4%	3.3%	3.3%	无形资产	7	7	7	6	6	6
管理费用	-61	-60	-70	-76	-86	-95	非流动资产	91	89	94	87	126	161
% 销售收入	8.5%	7.8%	7.1%	7.0%	6.9%	6.8%	% 总资产	12.5%	10.5%	6.3%	5.0%	6.1%	6.5%
息税前利润 (EBIT)	159	196	233	259	304	355	资产总计	728	849	1,489	1,743	2,090	2,479
% 销售收入	22.1%	25.6%	23.6%	23.8%	24.6%	25.5%	短期借款	0	0	14	14	14	14
财务费用	3	4	12	3	3	4	应付款项	325	345	545	559	625	693
% 销售收入	-0.4%	-0.5%	-1.2%	-0.2%	-0.3%	-0.3%	其他流动负债	25	29	47	51	57	63
资产减值损失	-8	-2	-6	-4	0	0	流动负债	349	374	606	623	696	770
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0	其他长期负债	0	0	20	20	20	20
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	349	374	626	643	716	790
营业利润	154	198	240	258	307	359	普通股股东权益	378	475	862	1,100	1,374	1,689
营业利润率	21.4%	25.8%	24.3%	23.7%	24.8%	25.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	3	3	10	20	14	10	负债股东权益合计	728	849	1,489	1,743	2,090	2,479
税前利润	157	201	250	278	321	369	比率分析						
利润率	21.8%	26.2%	25.3%	25.5%	26.0%	26.4%							
所得税	-23	-29	-37	-41	-47	-54	每股指标	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税率	14.7%	14.5%	14.6%	14.6%	14.6%	14.6%	每股收益(元)	1.784	2.291	0.886	0.982	1.136	1.304
净利润	134	172	214	237	274	315	每股净资产(元)	5.044	6.335	3.572	4.554	5.690	6.994
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流(元)	1.248	2.165	0.728	0.980	1.058	1.263
归属于母公司的净利润	134	172	214	237	274	315	每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	18.6%	22.4%	21.6%	21.8%	22.2%	22.6%	回报率						
							净资产收益率	35.37%	36.16%	24.80%	21.56%	19.96%	18.65%
现金流量表（人民币百万元）							总资产收益率	18.38%	20.23%	14.37%	13.60%	13.12%	12.70%
净利润	134	172	214	237	274	315	投入资本收益率	81.57%	90.26%	75.69%	89.06%	85.60%	85.64%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	18	15	18	16	11	16	营业总收入增长率	47.02%	6.73%	29.00%	9.99%	13.77%	12.76%
非经营收益	-1	-1	-10	-20	-14	-10	EBIT增长率	89.70%	23.24%	19.10%	11.02%	17.46%	16.72%
营运资金变动	-57	-24	-46	4	-16	-16	净利润增长率	76.50%	28.43%	24.48%	10.83%	15.65%	14.86%
经营活动现金净流	94	162	176	237	256	305	总资产增长率	56.00%	16.71%	75.29%	17.08%	19.92%	18.59%
资本开支	30	12	19	-15	37	41	资产管理能力						
投资	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	86.5	120.2	113.0	130.0	128.0	126.0
其他	0	0	-361	0	0	0	存货周转天数	128.6	147.5	167.0	180.0	178.0	176.0
投资活动现金净流	-30	-12	-380	15	-37	-41	应付账款周转天数	132.3	161.8	161.3	180.0	178.0	176.0
股权募资	0	0	217	0	0	0	固定资产周转天数	25.4	34.9	25.9	23.0	25.2	32.1
债权募资	0	0	0	0	0	0	偿债能力						
其他	0	-75	-15	0	0	0	净负债/股东权益	-55.02%	-58.74%	-68.39%	-76.55%	-77.22%	-78.47%
筹资活动现金净流	0	-75	202	0	0	0	EBIT利息保障倍数	-57.6	-48.0	-20.1	-101.7	-90.0	-83.8
现金净流量	63	76	-2	252	219	264	资产负债率	48.01%	44.06%	42.07%	36.92%	34.28%	31.88%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的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，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。