

洞悉电网，助力节能增效

投资要点

- **事件:** 炬华科技发布年报，实现净利润 2.36 亿，同比增长 10.4%。
- **主营业务稳定，业绩有支撑，具有较强安全边际。** 作为 ODM 市场的巨头，公司从 2006 年开始以炬华科技的牌子开拓市场，稳占电表行业前五。电表行业的格局比较稳定，尤其是进入国网和南网集中采购名录的公司，渠道壁垒比较高，市占率变化不大。公司的业绩增长除了智能电网的推进之外，还有来自于其海外业务。公司在欧洲、南美、东南亚等市场已经具有相当的知名度。公司在 2015 年收购了捷克 Logarex 智能电表公司，以该公司作为通往欧洲的出口，打造自有品牌。这是电表业务业绩增长的重要保证。
- **需求侧能源管理多点布局，成为最大看点。** 需求响应在技术和经济层面的效益很明显，可以为所有系统用户带来收益。2011 年，国家发改委就确定了“苏州、北京、唐山、佛山”为首批试点城市。2012 年，国家发改委、财政部联合下发“关于推动实施电力需求侧管理试点城市财政补贴的办法”。2016 年多省能源局对于电能服务进行试点，鼓励企业参与到需求侧管理当中。**为了鼓励电能服务公司的发展，暂时不考虑设立门槛和资质条件，但优先考虑有电力能效监测终端的生产能力、电能服务平台软件开发能力的企业。而炬华科技作为电力能效监测终端生产商，具备天然的电能服务优势。** 公司已经在用户侧管理方面多点布局：拟收购纳宇电气 100% 股权，布局能源管理。纳宇电气在 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。纳宇电气的销售渠道和炬华科技形成了互补：炬华科技的渠道在网内，而纳宇电气在网外。**公司在能源互联网方向的外延式发展的方向已经确立，正在借助资本力量推动能源服务。在政策友好的环境之下，我们认为需求侧能源管理会是其最大的看点。**
- **估值与评级:** 估算 2016 年、2017 年和 2018 年每股收益 1.11 元、1.29 元和 1.53 元。我们认为公司在需求侧相应的政策支持下，具有先发的优势，看好长期的发展。首次覆盖给予“增持”评级。
- **风险提示:** 需求管理推进速度不达预期等风险。

指标年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1086.84	1256.71	1469.87	1743.78
增长率	9.97%	15.63%	16.96%	18.63%
归属母公司净利润(百万元)	236.13	267.92	312.77	370.76
增长率	10.40%	13.46%	16.74%	18.54%
每股收益 EPS(元)	0.98	1.11	1.29	1.53
净资产收益率 ROE	21.84%	19.86%	18.82%	18.24%
PE	26	23	19	16
PB	5.58	4.47	3.63	2.97

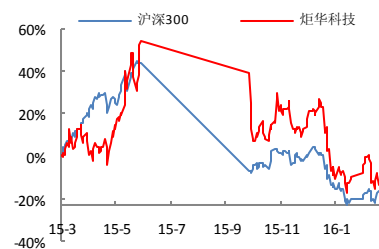
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 庞琳琳
执业证号: S1250513070002
电话: 010-57631198
邮箱: pll@swsc.com.cn

联系人: 谭菁
电话: 010-57631196
邮箱: tanj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.42
流通 A 股(亿股)	0.76
52 周内股价区间(元)	23.38-46.06
总市值(亿元)	60.30
总资产(亿元)	16.20
每股净资产(元)	4.47

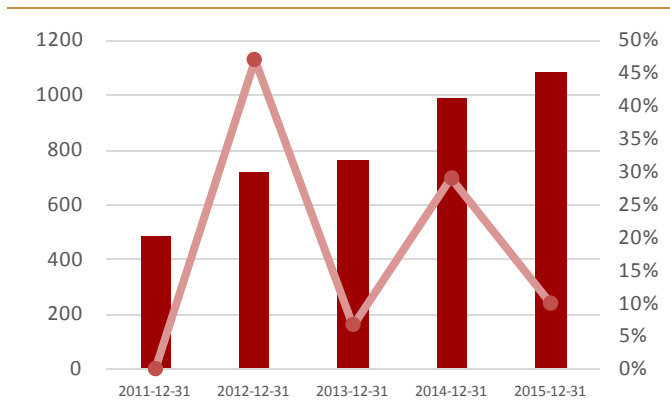
相关研究

1. 主营业务稳定，业绩有支撑

炬华科技是国内电能计量仪表行业非常有实力的公司。产品涵盖了智能电能表，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等。作为 ODM 市场的巨头，公司从 2006 年开始以炬华的品牌开拓市场，稳占电表行业前五。是国家电网的主要供应商之一。

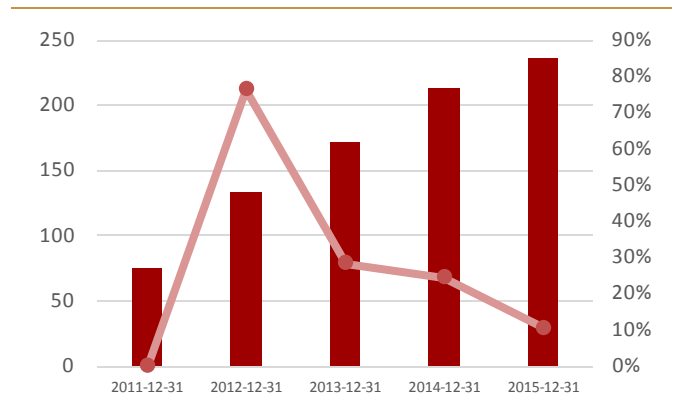
公司的主营业务发展稳定。在国家电网电能表集中招标中，电能表、智能电表、集中器、专变采集终端都持续中标。业务非常稳定，业绩有很强支撑。

图 1：公司营业收入（单位：百万元）及增速（%）



数据来源：公司公告，西南证券

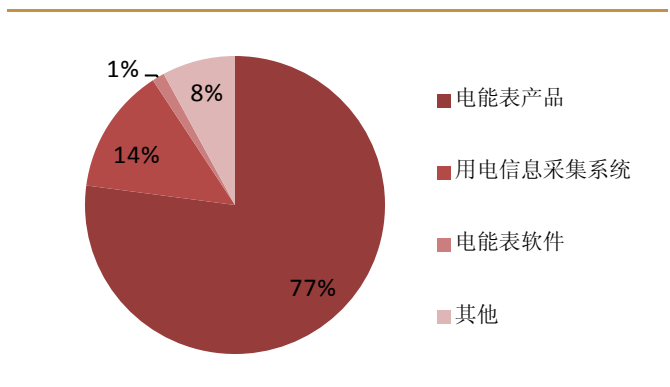
图 2：公司净利润（单位：百万元）及增速（%）



数据来源：公司公告，西南证券

炬华科技产品以电能表为主，包括三相和单相电能表，毛利保持在 35% 左右。采集终端系统和产品毛利在 45% 以上。分项业务都非常稳定。2015 年国家电网电表和采集终端中标结果显示：电能表炬华科技综合排名第四，采集终端综合排名第九。总体来说，电表行业的格局比较稳定，尤其是进入国网和南网集中采购名录的公司，渠道壁垒比较高，市占率变化不大。

图 3：公司 2015 年主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券

图 4：国家电网 2015 年电能表中标前五排名

2015 年电能表中标排名	
1.	林洋电子。
2.	三星医疗电子。
3.	威胜集团。
4.	炬华科技。
5.	西力电能表。

数据来源：国家电网，西南证券

2. 投资要点

2.1 智能电网继续推进、电表出海，业绩增长有保证

随着智能电网的继续推进，智能电表替代传统电表的趋势使得公司主营业务得以增长。智能电表可以实现计量装置在线检测和用户负荷、电量、电压等重要信息的实时采集，及时、完整、准确地位有关系统提供基础数据，为企业经营管理各个环节的分析、决策提供支撑，为实现智能双向互动服务提供信息基础。欧美等国的智能电网建设焦点集中在配电网，智能电表成为各个国家部署智能电网建设的重要设备之一。

2015 年 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）》，提出“推进用电信息采集全覆盖、到 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。”当智能仪表大面积覆盖后，用户可以通过电表便捷查询电能消费情况，不仅有利于用户自觉节电，而且为进一步的电价信息参与需求侧管理奠定了基础。

另外炬华科技非常注重海外市场，目前在欧洲、南美、东南亚等市场已经具有相当的知名度。拓展的方式仍然以发家的 ODM 为主。公司在 2015 年收购了捷克 Logarex 智能电表公司，以该公司作为通往欧洲的出口，打造自有品牌。这是电表业务业绩增长的重要保证。

2.2 需求侧能源管理多点布局，成为最大看点

2.2.1 避免新建、价值所在

智能电网带来最大的可以量化的收益就是可以避免的投资，通过延缓新建或取消新建的发电机组、输电线路及配电系统达到节约投资的目的。分布式发电和需求响应带来的收益非常可观，根据美国公共电力联盟的测算，以上两者可避免投资价值可以达到节省能源价值的 5 倍。

分布式发电和需求响应从定性的角度能够明确对于电力系统的收益，但是量化地估算非常困难。这需要对全部附近的电网进行假设性的重新设计，所以各个国家仍然处于探索的阶段。根据美国洛杉矶学院和加州能源委员会的研究，智能电网、分布式发电和需求响应在技术和经济层面的效益很明显，可以为所有系统用户带来收益。

表 1: 需求响应 DR 和分布式发电 DG 的收益

分类	收益	可能出现的风险	受益对象
投资成本	减少新建发电厂	NA	所有电力公司用户
安全和可靠性	避免连锁停电	电网安全风险增加	所有系统用户
运营成本	减少资源或燃料价格波动	NA	所有系统用户
	更好地管理配电系统电压	NA	所有系统用户
	减少大型机组停机、启动和空载周期	NA	所有系统用户
环保性	利用分散的可再生能源；土地用途变更	NA	分布式发电公司和电力公司用户

数据来源：美国洛杉矶学院和加州能源委员会，西南证券

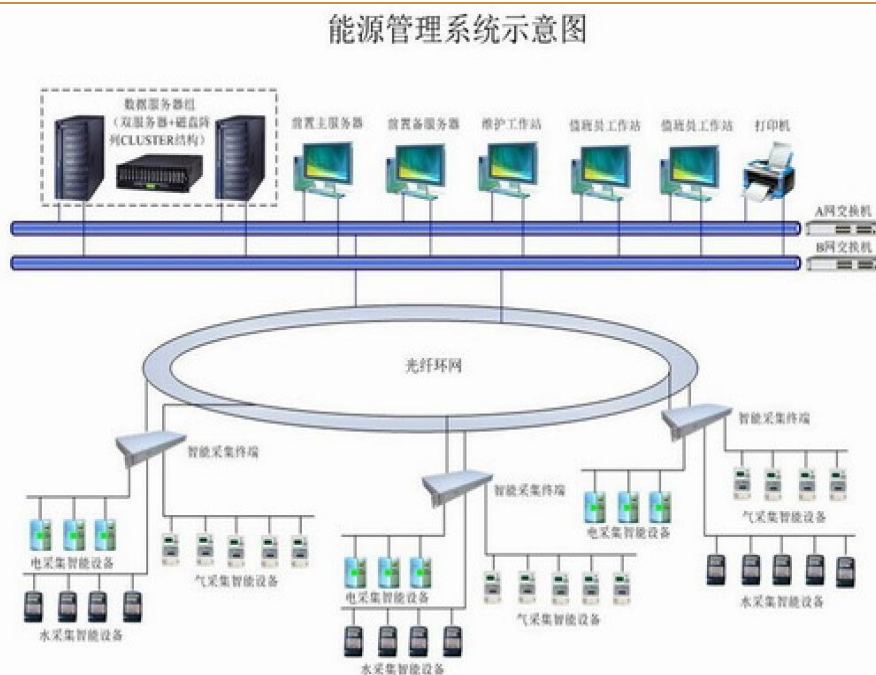
2.2.2 需求侧管理正在提速

需求侧管理是指对用电一方实施的管理。这种管理是国家通过政策措施引导用户高峰时少用电，低谷时多用电，提高供电效率、优化用电方式的办法。这样可以在完成同样用电功能的情况下减少电量消耗和电力需求,从而缓解缺电压力,降低供电成本和用电成本。使供电和用电双方得到实惠。达到节约能源和保护环境的长远目的。

从我国近年来的电力持续负荷统计来看,全国 95%以上的高峰负荷年累计持续时间只有几十个小时,采用增加调峰发电装机的方法来满足这部分高峰负荷很不经济。如果采用需求侧管理的方法削减这部分高峰负荷,则可以缓解电力供需紧张的压力。

早在 2011 年,国家发改委就确定了“苏州、北京、唐山、佛山”为首批试点城市。2012 年,国家发改委、财政部联合下发“关于推动实施电力需求侧管理试点城市财政补贴的办法”。2016 年,更是组织专家打算在这四个城市进行考核。多省能源局对于电能服务进行试点,并对电能服务机构进行评判,以鼓励企业参与到需求侧管理当中。为了鼓励电能服务公司的发展,暂时不考虑设立门槛和资质条件,但优先考虑有电力能效监测终端的生产能力、电能服务平台软件开发能力的企业。而炬华科技作为电力能效监测终端生产商,具备天然的电能服务优势。

图 5: 炬华科技能源管理系统



数据来源: 公司网站、西南证券

公司已经在用户侧管理方面多点布局: 2016 年 1 月 22 日, 公司发布公告, 拟收购纳宇电气 100% 股权, 布局能源管理。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, 其能效管理项目经验丰富, 承担多家轨道交通、大型公用建筑的综合能效管理系统的建设和运维。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。纳宇电气的销售

渠道和炬华科技形成了互补：炬华科技的渠道在网内，而纳宇电气在网外。所以公司此次收购对于其拓展用户、全面铺设渠道有着重要意义。

另外炬华科技与浙江浙大联合创新投资管理公司和宁波联创基石投资合伙企业共同发起设立杭州炬华联创产业并购基金，在能源互联网等领域寻找合适的投资标的。可见公司在能源互联网方向的外延式发展的方向已经确立，正在借助资本力量推动能源服务。在政策友好的环境之下，我们认为需求侧能源管理会是其最大的看点。

3. 盈利预测

假设 1：公司电能表业务稳定，增量来自于智能电网的推进和出口业务，所以公司内生的增长维持在 10% 左右。

假设 2：收购了纳宇电气之后，公司的客户极大地拓展，渠道的快速增加带来业务的增长在 5% 左右。

表 2：公司分项业务预测（单位：亿元）

	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
汇总						
收入	7.66	9.88	10.87	12.57	14.70	17.44
Yoy	7%	29%	10%	16%	17%	19%
成本	4.79	6.42	7.24	8.28	9.64	11.40
毛利	2.87	3.46	3.63	4.29	5.06	6.04
毛利率	37%	35%	33%	34%	34%	35%
电能表产品						
收入	5.78	7.21	8.07	9.28	10.67	12.27
Yoy	12%	25%	12%	0.15	15%	15%
成本	3.80	4.68	5.51	6.31	7.26	8.35
毛利	1.98	2.53	2.56	2.97	3.42	3.93
毛利率	34%	35%	32%	32%	32%	32%
用电信息采集系统						
收入	1.57	1.36	1.43	1.64	1.89	2.17
Yoy	-6%	-13%	5%	15%	15%	15%
成本	0.82	0.77	0.80	0.90	1.04	1.20
毛利	0.75	0.59	0.63	0.74	0.85	0.98
毛利率	48%	43%	45%	45%	45%	45%
其他						
收入	0.31	1.31	1.37	1.64	2.14	2.99
Yoy	15%	323%	5%	20%	30%	40%
成本	0.17	0.97	0.93	1.07	1.35	1.86
毛利	0.14	0.34	0.44	0.58	0.79	1.14
毛利率	45%	26%	32%	35%	37%	38%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1086.84	1256.71	1469.87	1743.78	净利润	236.13	267.92	312.77	370.76
营业成本	723.72	828.26	964.25	1139.55	折旧与摊销	14.27	7.96	8.40	8.90
营业税金及附加	7.64	8.83	10.33	12.26	财务费用	-16.95	0.68	0.88	1.07
销售费用	31.40	36.31	42.47	50.38	资产减值损失	2.15	1.00	2.50	2.70
管理费用	81.15	93.13	108.52	129.14	经营营运资本变动	-37.89	-38.11	-47.24	-60.64
财务费用	-16.95	0.68	0.88	1.07	其他	-36.94	-1.00	-2.50	-2.70
资产减值损失	2.15	1.00	2.50	2.70	经营活动现金流净额	160.78	238.46	274.81	320.10
投资收益	0.78	0.00	0.00	0.00	资本支出	-4.25	-5.25	-5.25	-5.25
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-226.31	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-230.56	-5.25	-5.25	-5.25
营业利润	258.51	288.50	340.93	408.67	短期借款	2.93	-2.93	0.00	0.00
其他非经营损益	17.37	24.52	24.48	24.49	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	275.88	313.01	365.41	433.16	股权融资	22.18	0.00	0.00	0.00
所得税	39.74	45.09	52.64	62.40	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	236.13	267.92	312.77	370.76	其他	-64.85	-13.10	-0.88	-1.07
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-39.74	-16.03	-0.88	-1.07
归属母公司股东净利润	236.13	267.92	312.77	370.76	现金流量净额	-110.14	217.18	268.68	313.77
资产负债表 (百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	768.12	985.30	1253.98	1567.75	成长能力				
应收和预付款项	406.23	469.70	549.36	651.72	销售收入增长率	9.97%	15.63%	16.96%	18.63%
存货	332.67	380.73	443.24	523.82	营业利润增长率	7.63%	11.60%	18.18%	19.87%
其他流动资产	8.98	10.38	12.14	14.40	净利润增长率	10.40%	13.46%	16.74%	18.54%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	6.04%	16.15%	17.86%	19.54%
投资性房地产	8.48	8.48	8.48	8.48	获利能力				
固定资产和在建工程	71.35	69.06	66.36	63.18	毛利率	33.41%	34.09%	34.40%	34.65%
无形资产和开发支出	10.33	9.94	9.53	9.09	三费率	8.80%	10.35%	10.33%	10.36%
其他非流动资产	13.97	13.94	13.90	13.87	净利率	21.73%	21.32%	21.28%	21.26%
资产总计	1620.14	1947.53	2356.99	2852.32	ROE	21.84%	19.86%	18.82%	18.24%
短期借款	2.93	0.00	0.00	0.00	ROA	14.57%	13.76%	13.27%	13.00%
应付和预收款项	508.48	582.99	679.28	803.33	ROIC	68.26%	71.21%	74.79%	78.53%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	23.54%	23.64%	23.83%	24.01%
其他负债	27.44	15.30	15.70	16.22	营运能力				
负债合计	538.85	598.30	694.98	819.55	总资产周转率	0.70	0.70	0.68	0.67
股本	241.79	241.79	241.79	241.79	固定资产周转率	15.26	18.15	22.30	27.80
资本公积	143.70	143.70	143.70	143.70	应收账款周转率	2.98	3.08	3.09	3.11
留存收益	721.14	989.06	1301.82	1672.58	存货周转率	2.03	2.32	2.34	2.36
归属母公司股东权益	1081.29	1349.24	1662.01	2032.77	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	88.28%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1081.29	1349.24	1662.01	2032.77	资产负债率	33.26%	30.72%	29.49%	28.73%
负债和股东权益合计	1620.14	1947.53	2356.99	2852.32	带息债务/总负债	0.54%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.88	3.15	3.31	3.42
					速动比率	2.25	2.50	2.66	2.77
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	每股指标				
EBITDA	255.83	297.14	350.21	418.65	每股收益	0.98	1.11	1.29	1.53
PE	25.54	22.51	19.28	16.26	每股净资产	4.47	5.58	6.87	8.41
PB	5.58	4.47	3.63	2.97	每股经营现金	0.66	0.99	1.14	1.32
PS	5.55	4.80	4.10	3.46	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	20.48	16.85	13.53	10.57					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦一楼北侧

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn