



**买入**

**33% ↑**  
目标价格:人民币 29.26

300360.CH

价格:人民币 22.08

目标价格基础:38倍 16年市盈率

板块评级:未有评级

# 炬华科技

## 能源计量优秀企业，积极布局能源互联网

公司是能源计量仪表和能耗信息采集系统产品研发、生产与销售的高新技术企业，在用电信息服务领域紧跟国内市场，积极开拓国外市场。同时借电力市场改革与能源互联网的发展，以需求侧管理为切入点布局能源互联网。通过收购和自设公司，发挥公司的设备与资源优势。我们对其给予买入的首次评级，目标价格 29.26 元。

### 支撑评级的要点

- 借电力市场改革与能源互联网的发展，以需求侧管理为切入点布局能源互联网。通过收购和自设公司，发挥公司的设备与资源优势完成布局，整合资源。以用户服务为基础，需求侧管理为切口，以售电和服务（节能、运维、储能等服务）为变现出口，未来潜在大数据拓展业务为潜力业务，发展空间比较大。公司在电改之初，迅速抓住市场，寻找合适合作伙伴，迅速整合资源，扩大用户基数，铺开多用服务，增加客户黏性，发展能源服务业务。
- 国内电表稳健发展，海外电表提速发展。炬华科技在国网电能表中中标数据不断提升，积极发展南网市场。智能电表的需求在逐渐增加，与此同时，近三年炬华科技中标率在不断地提高，尤其是 0.5S 级三相智能电能表，中标率已经达到 9.49%。公司加大海外市场拓展，利用电能计量产品的技术优势和制造优势，推动智能电表产品出口。2015 年，公司收购“Logarex 智能电表公司”100% 股权，为炬华科技拓展海外智能表领域相关技术、市场奠定基础。海外的增速有望达到 50%。
- 定向增发，加码能源互联网业务，加强物联网平台、配用电设施、充电设施配套体系的发展，提升公司综合实力。公司拟非公开发行募集资金总额不超过 10.5 亿元用于公司能源需求侧物联网信息平台生产建设项目、智能电力仪表和智能配用电设备智慧制造建设项目、智慧能源技术研究院建设项目、营销及技术服务的网络建设项目和补充流动资金。

### 评级面临的主要风险

- 电力市场改革低于预期，公司新业务拓展低于预期。

### 估值

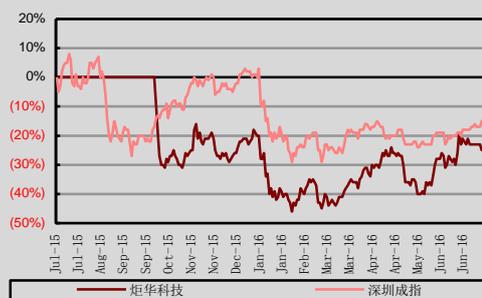
- 市盈率不考虑增发的前提下，仅考虑当前业务发展，我们预测公司 2016-2018 年每股收益分别为 0.77、0.88、1.11 元，首次覆盖给予买入评级，目标价 29.26 元，相当于 2016 年 38 倍市盈率。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入(人民币 百万)	988	1,087	1,248	1,436	1,736
变动(%)	29	10	15	15	21
净利润(人民币 百万)	214	236	304	341	428
全面摊薄每股收益(人民币)	0.886	0.977	0.769	0.881	1.107
变动(%)	(61.3)	10.2	(21.2)	14.4	25.7
全面摊薄市盈率(倍)	24.9	22.6	28.7	25.1	19.9
价格/每股现金流量(倍)	30.3	33.2	25.9	42.4	23.3
每股现金流量(人民币)	0.73	0.66	0.85	0.52	0.95
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.8	28.4	21.5	18.5	14.0
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.170	0.191	0.237
股息率(%)	0.9	0.9	0.8	0.9	1.1

资料来源: 公司数据及中银证券预测

### 股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	5.9	10.4	9.4	(23.2)
相对深证成指	23.4	0.7	8.7	(8.5)

发行股数(百万)	363
流通股(%)	31
流通股市值(人民币 百万)	2,481
3个月日均交易额(人民币 百万)	125
净负债比率(%) (2016E)	净现金
主要股东(%)	
杭州炬华集团有限公司	26

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券  
以 2016 年 7 月 14 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

电气设备: 电气自动化设备

张丽新

(8621)20328613

lixin.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300515080001

## 目录

炬华科技——能源计量优秀企业，积极布局能源互联网 ...	3
新电改带来巨大需求侧管理市场空间和潜在售用电市场 ...	4
全面布局，作为后起之秀，进军能源互联网 .....	10
国内电表稳健发展，海外电表提速发展 .....	14
定向增发，加码能源互联网业务，提升公司综合实力 ....	16
公司现金流状况好，企业盈利在良性范围，支持公司业务拓展	18
盈利预测与估值 .....	20
研究报告中所提及的有关上市公司 .....	22

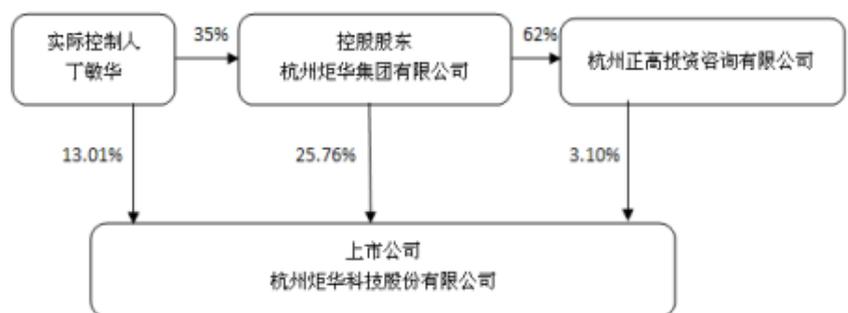
## 炬华科技——能源计量优秀企业，积极布局能源互联网

公司是一家专业从事能源计量仪表和能耗信息采集系统产品研发、生产与销售的高新技术企业，是国内能源计量仪表行业最具技术影响力和发展潜力的公司之一。公司的产品与服务广泛应用于电力、水务、燃气、热力等能源供应行业。在用电信息服务领域紧跟国内市场，积极开拓国外市场。同时借电力市场改革与能源互联网的发展，以需求侧管理为切入口布局能源互联网。通过收购和自设公司，发挥公司的设备与资源优势。

炬华科技第一大股东为杭州炬华集团有限公司，持股比例 25.76%。炬华集团的主要经营业务为实业投资、通讯设备销售、服务、企业管理咨询、物业管理、企业管理营销策划、经济信息咨询服务（除证券期货）。

炬华科技的实际控制人为炬华集团现任董事长、总经理丁敏华。丁敏华，1965 年生，男，中国国籍，无境外永久居留权，硕士研究生学历，1987 年 7 月毕业于浙江大学测试计量技术及仪器专业，1990 年 12 月浙江大学研究生毕业，工学硕士，2008 年浙江大学高级工商管理总裁研修班结业，高级工程师。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（SAC/TC104/SC1）委员，中国仪器仪表行业协会电工仪器仪表分会第五届理事，中国仪器仪表学会电磁测量信息处理仪器分会高级会员，AMI 国家系统标准体系“协调与管理”领导小组成员之一。1990 年加入中国磁记录设备公司，历任分公司技术科长、总工程师，2001 年任正华电子执行董事，现任炬华科技董事长、总经理。

图表 1. 公司与实际控制人之间的产权及控制关系（2015.12.31）



资料来源：公司公告

## 新电改带来巨大需求侧管理市场空间和潜在售用电市场

### 新电改迎难而上，重视用电侧和售电侧机会

中国的电力体制改革解决了电力供电不足问题，基本完成了 2002 年电改的目标，完成了政企分开、厂网分开等问题，初步形成了电力市场主体多元化竞争格局。但是仍存在一些问题：

一是交易机制缺失，资源利用效率不高。售电侧有效竞争机制尚未建立，发电企业和用户之间市场交易有限，市场配置资源的决定性作用难以发挥。节能高效环保机组不能充分利用，弃水、弃风、弃光现象时有发生，个别地区窝电和缺电并存。

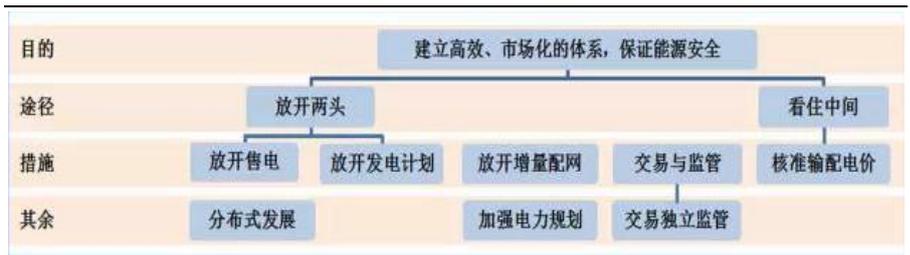
二是价格关系没有理顺，市场化定价机制尚未完全形成。现行电价管理仍以政府定价为主，电价调整往往滞后成本变化，难以及时并合理反映用电成本、市场供求状况、资源稀缺程度 and 环境保护支出。

三是政府职能转变不到位，各类规划协调机制不完善。各类专项发展规划之间、电力规划的实际执行与规划偏差过大。

四是发展机制不健全，新能源和可再生能源开发利用面临困难。光伏发电等新能源产业设备制造产能和建设、运营、消费需求不匹配，没有形成研发、生产、利用相互促进的良性循环，可再生能源和可再生能源发电无歧视、无障碍上网问题未得到有效解决。

五是立法修法工作相对滞后，制约电力市场化和健康发展。现有的一些电力法律法规已经不能适应发展的现实需要，有的配套改革政策迟迟不能出台，亟待修订有关法律、法规、政策、标准，为电力行业发展提供依据。

图表 2. 新电改目标、途径措施分析



资料来源：中银证券

针对这些问题，持续的电改 9 号文应运而生。总领文件《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》三个放开、一个独立、一个深化和三个加强。加强供给侧和需求侧的改革以及两者这件的有效匹配。“知己知彼，百战百胜”，实现能源的实时有效匹配既需要体制的配合，也需要对需求和供给曲线的预测和分析，因而需求侧管理是开展电力和市场化改革的前提和基础。

**图表 3. 重要电力改革文件**

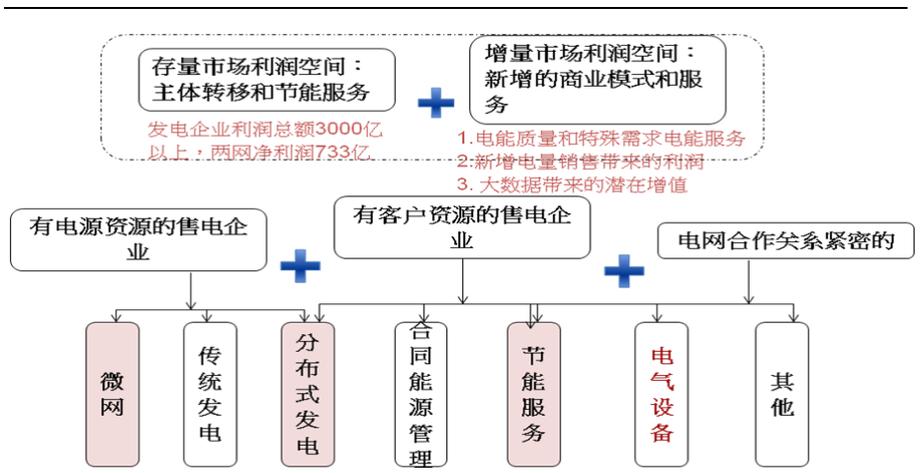
发布时间	文件	重点内容
2015/3/15	《关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	新电改总领文件, 3 放开、1 独立、1 深化、3 加强
2015/3/20	《关于改善电力运行调节促进清洁能源多发满发的指导意见》	配套文件 1 清洁能源改善消纳
2015/4/7	《关于完善电力应急机制做好电力需求侧管理城市综合试点工作》	配套文件 2 需求侧管理, 需求侧管理试点城市北京、苏州、唐山、佛山和上海
2015/4/13	《关于贯彻中发[2015]9 号文件精神, 加快推进输配电价改革的通知》	配套文件 3 明晰输配电价, 还原电价本质
2015/5/5	《完善跨省区电能交易价格形成机制有关问题的通知》	配套文件 4 跨区电价
2015/11/30	《关于推进输配电价改革的实施意见》	配套文件 5 输配电价
2015/11/30	《关于推进电力市场建设的实施意见》	配套文件 6 电力市场
2015/11/30	《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》	配套文件 7 电力市场
2015/11/30	《关于有序放开发电计划的实施意见》	配套文件 8 逐步放开发电计划, 大用户直供电
2015/11/30	《关于推进售电侧改革的实施意见》	配套文件 9 售电主体、规则等
2015/11/30	《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》	配套文件 10 规范自备电厂
2015/12/1	《电力市场运营基本规则 (征求意见稿)》	电力市场配套细则文件-现货
2015/12/1	《电力中长期交易基本规则 (征求意见稿)》	电力市场配套细则文件-中长期
2015/12/1	《输配电定价成本监审办法 (试行)》	输配电价的成本定价的细则文件
2015/7/6	《关于促进智能电网发展的指导意见》	电网发展文件
2015/8/20	《关于加快配电网建设改造的指导意见》	电网发展文件

资料来源: 国家发改委、国家能源局、中银证券

总领文件将“区分竞争性和垄断性环节, 在发电侧和售电侧开展有效竞争, 培育独立的市场主体”和“积极开展电力需求侧管理和能效管理, 完善有序用电和节约用电制度”列入五项基本原则的重要内容。

随后, 对于需求侧和售电侧, 政府先后发布《关于完善电力应急机制做好电力需求侧管理城市综合试点工作》和《关于推进售电侧改革的实施意见》。

根据《关于推进售电侧改革的实施意见》文件内容, 对于售电侧, 将向社会资本开放售电业务, 多途径培育售电侧市场竞争主体, 坚持市场方向, 进一步引入竞争, 完善电力市场运行机制, 充分发挥市场在资源配置中的决定性作用, 鼓励越来越多的市场主体参与售电市场。配套文件中给了售电主体的准入标准, 表面看售电公司准入标准不难, 但隐含对电力的专业性理解等壁垒。我们认为有电源资源的企业、有客户资源的企业和电网合作关系紧密的企业有望参与售电市场主体。

**图表 4. 新电改下售电企业分析**


资料来源: 国家电网、Wind 资讯、中银证券

新电改给市场带来的变革体现在多方面。一、**售电主体增加**；售电市场开放，电能作为商品出售，售电主体增加（电网、售电批发商、售电零售商），客户获得了更多的选择。二、**电力商品品种增加**；针对客户对于电能的频率、电压、使用时段等指标的需求不同，售电端能够提供不同标准的电力和电价；如果后续电力期货市场发展，电力金融产品也有望出现。三、**基于电的服务增加**。将衍生出节能减排服务、运维管理、负荷优化管理、用电衍生品金融交易等各项服务。

### 需求侧管理发展

电力市场化变革，能源互联网发展，电力交易平台建立，平台中客户端的需求催生需求侧管理发展。了解客户需求，分析客户用电习惯，匹配合理的用电方案预计将是有限发展，参与者立足在用户基础上，拓展能源互联网市场。后续也将出现主动型微网、专业能源服务等。

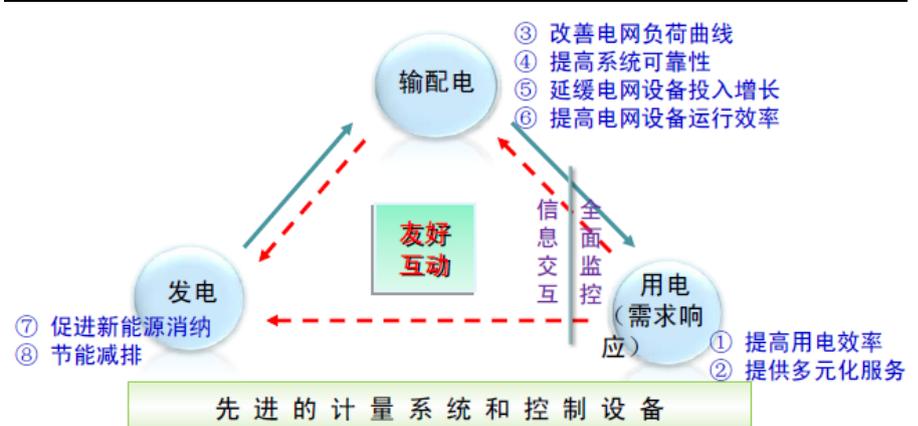
进行需求侧分析，需要对电力负荷的数据进行采集，分析，之后给予合适的解决方案。这里关键点在于几点，1) **数据的基础数据库**；2) **大数据的分析（专业性强）**；3) **数据的进一步深度挖掘和延伸服务等**。

#### 电力需求侧的定义和发展：

从定义上来说，电力需求侧管理（Demand Side Management, DSM）是指为提高电力资源利用效率，改进用电方式，实现科学用电、节约用电、有序用电所开展的相关活动。

对于电力用户，可以降低用电负荷和用电量，减少电费支出，提高用电安全性、可靠性，从而降低企业经营成本、提高产品竞争力，还可以通过在线监测有效提升管理水平。对于电网企业，可以削减高峰用电负荷，在电力供应紧张时有效缓解限电压力；可以提高电网设备利用率，促进电网安全、经济运行，延缓或减少电网建设所需投资。对于公众，可以减少一次能源的消耗，减少对发供电资源的占用，从而促进环境保护与资源节约。与传统的节电相比，电力需求侧管理无论是政策、法规还是内容都要丰富的多，凡是以节约电量和调整电力负荷为目的的任何改变用户用电状况的措施、手段和技术，都属于需求侧管理的范畴。

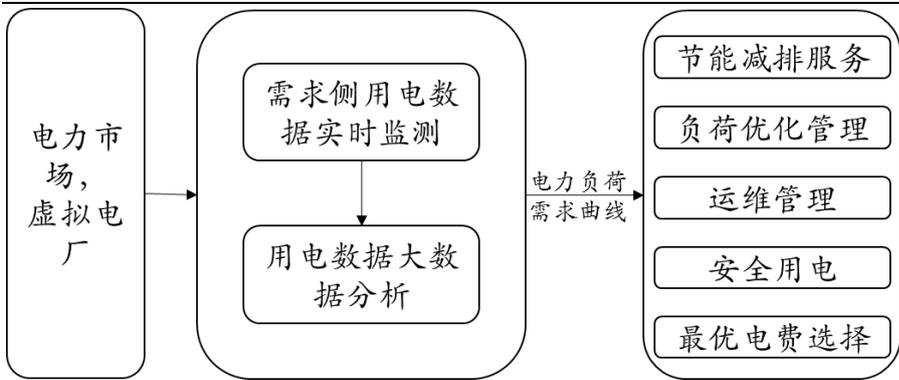
图表 5. 需求侧管理发展趋势



资料来源：国网电科院网络资料，中银证券

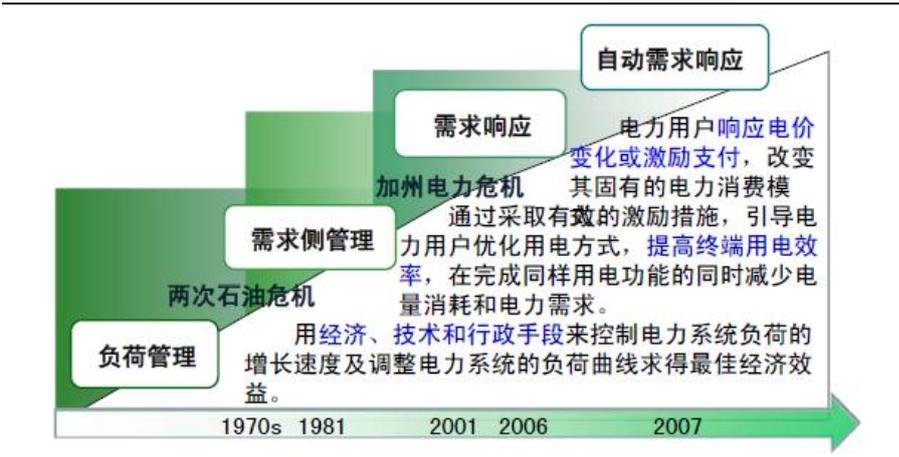
在我国，当前电力需求侧管理重要的意义主要在于：1) 提高电能利用效率，提高电网负荷率，加快经济结构的转变；2) 加大节能减排的力度；3) 优化用电结构，改善阶段性电力供不应求的状况，缓解电力供需矛盾。

图表 6. 需求侧管理模式



资料来源：中银证券

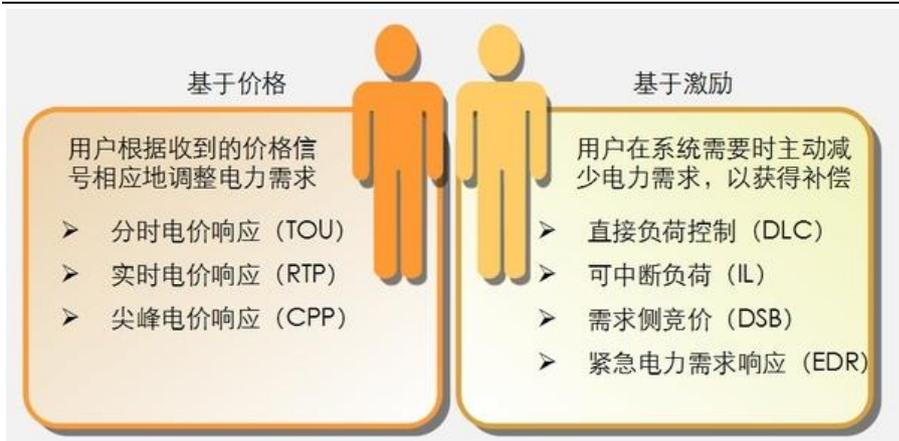
图表 7. 需求侧管理发展趋势



资料来源：国网电科院网络资料，中银证券

对于需求侧管理来说，用经济、技术和行政手段来控制电力系统负荷。

图表 8. 需求侧管理经济手段



资料来源：国网电科院网络资料，中银证券

已经开展基于激励的补偿，期待电改带来的基于价格的手段。在电力改革的发展进程中，未来基于价格的手段有望出台，带动市场良性发展。

**需求侧管理平台**，政府支持的一个信息平台：经过两年多的筹备和开发工作，国家电力需求侧管理平台（www.dsm.gov.cn，以下简称平台）建设取得阶段性成果，主站已于 2014 年 6 月份成功上线。该平台的逻辑架构分为主站和子站两大层级，主站主要实现全国层面的功能和共性需求，提供权威信息发布和不存在地方差异的公共服务；子站涵盖省级政府平台、电网平台等，主要提供相应行政区域的信息和受区域限制影响的差异化公共服务。

**需求侧管理试点城市，以试点为业务拓展和改革的区域**：按照《财政部 国家发展改革委关于开展电力需求侧管理城市综合试点工作的通知》（财建〔2012〕368 号）等规定，财政部经济建设司、国家发展改革委经济运行调节局组织专家于近日对有关省（自治区、直辖市）上报的电力需求侧管理城市综合试点工作实施方案进行了评审。根据专家组意见，经研究，拟确定首批试点城市名单为：北京市、江苏省苏州市、河北省唐山市、广东省佛山市。

**目前的奖励基金主要涉及高峰电力负荷调整**。根据国家财政部以及国家发改委联合印发《电力需求侧管理城市综合试点工作中央财政奖励资金管理暂行办法》，中央财政将安排专项资金，按实施效果对以城市为单位开展电力需求侧管理综合试点工作给予适当奖励。奖励资金支持范围包括：建设电能服务管理平台；实施能效电厂；推广移峰填谷技术，开展电力需求响应；相关科学研究、宣传培训、审核评估等。

在奖励资金奖励标准方面，《办法》明确，对通过实施能效电厂和移峰填谷技术等实现的永久性节约电力负荷和转移高峰电力负荷，东部地区每千瓦奖励 440 元，中西部地区每千瓦奖励 550 元；对通过需求响应临时性减少的高峰电力负荷，每千瓦奖励 100 元。从量上看，2015 年 8 月 5 日，江苏用电负荷创新高，最高用电负荷达 8,480 万千瓦，其中空调负荷占 30.66%。当日，国网江苏电力实施了全省非工业空调实控演练，在因持续高温或电网故障导致全网或局部区域电力供应不足时，优先调控商场、宾馆、写字楼等非工业用户的空调负荷。此次演练共有 1,072 户非工业用户参与，调控负荷达 14.18 万千瓦。

**以苏州电力需求侧管理为例分析**，按照《财政部 国家发展改革委关于开展电力需求侧管理城市综合试点工作的通知》（财建〔2012〕368 号）等规定，江苏省苏州市于 2012 年经评审被确定为首批试点城市之一。试点工作期限为 2013 年 1 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日，苏州市获得首批中央财政奖励资金 1.54 亿元用于奖励电力需求侧管理成显著的企事业单位。2013 年，苏州市政府先后颁布了《苏州市电力需求侧管理（DSM）城市综合试点实施方案》、《苏州市电力需求侧管理城市综合试点专项资金管理办法》和《关于苏州市电力需求侧管理城市综合试点项目管理及资金奖励实施意见》，确定了“城市综合试点”项目的建设原则、目标、主要任务进度，财政奖励资金支持范围、奖励标准等相关意见。

图表 9. 苏州市电力需求侧管理城市综合试点项目财政奖励资金支持范围

苏州电力需求侧城市综合试点项目财政奖励资金支持范围	建设电能管理服务平台
	实施能效电厂
	推广移峰填谷技术，开展电力需求响应
	优化用电方式
	相关科学研究、宣传、培训、咨询、评估等工作

资料来源：中银证券

## 全面布局，作为后起之秀，进军能源互联网

2015年，公司在保持电能计量及用电信息采集系统产品主营业务健康稳定发展的基础上，结合自身的资本实力、管理能力，积极把握能源互联网发展趋势，整合优势资源，积极向公共能源计量、能源互联网及电力服务领域拓展。

**公司能源互联网战略布局，通过收购和自设公司，发挥公司的设备与资源优势。全面布局，作为后起之秀，进军能源互联网。**

### 收购纳宇电气

为拓宽业务，进一步丰富和优化产业结构，杭州炬华科技股份有限公司与上海纳宇电气有限公司签订了《股权收购框架协议》，公司拟收购徐伟平、陈军方、齐伟、刘超、潘志光、王树平、郝华增持有的纳宇电气100%的股权。

### 对外投资杭州经纬信息技术股份有限公司

2016年3月10日，杭州炬华科技股份有限公司以增资方式获得经纬信息10%的股权，投资总额1,300万元。

### 拟合资设立售电公司

为适应国家电力体制改革的需要，积极布局能源互联网及售电服务战略，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21,800万元，其中公司拟出资19,620万元，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%。

**炬华科技通过收购子公司，整合自身优质资源开拓能源互联网。**

**炬华集团（支持方）：**在布局能源互联网的过程中，炬华集团作为支持方，为炬华科技提供技术和资金的支持。例如，在2015年炬华科技在成立浙江炬能售电有限公司时，炬华集团参与共同投资。

**炬华科技（整合方）：**作为整合方，炬华科技在2015年成立浙江炬能售电有限公司，出资19,620万元，持股比例90%，为布局用电需求侧服务及能源互联网等业务奠定基础。

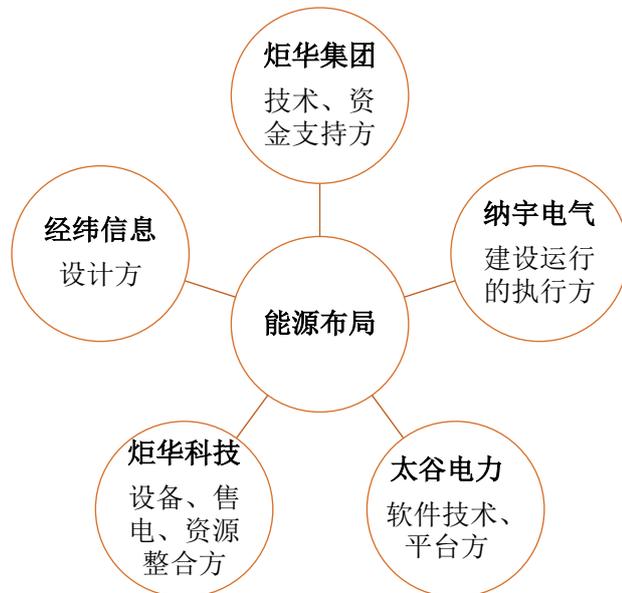
**纳宇电气（执行方）：**作为执行方的上海纳宇电气有限公司是一家高新技术企业和软件企业，电力需求侧管理一级服务机构资质。在2016年3月成为炬华科技的全资子公司。纳宇电气拥有多项专利以及软件著作权，通过了ISO9001质量体系认证、美国UL认证等多家权威机构的认证。纳宇电气拥有成熟的产品设计平台、先进的实验室试验设备、完整的测试体系、国内设置的六十多个销售服务办事处，能够为客户及时提供产品和服务。因此，纳宇电气承担能源互联网布局中执行方的角色是最佳的选择。

**经纬信息（设计方）：**炬华科技持经纬信息10%的股份，投资总额1,300万元。经纬信息拥有众多先进的技术，例如：地理信息系统与相关数据、软件、电力技术、节能技术。此外，经纬信息在技术研发、技术推广、技术咨询、技术服务等方面也表现出色。拥有如此丰富的技术资源的经纬信息是能源布局中设计方的不二之选。

太谷电力（平台方）：苏州太谷电力有限公司作为 DSM 平台的运营服务商，以平台为依托为电力用户提供物联网装备和电能管理服务，并以此形成的电能服务业是典型的物联网产业。

图表 10. 公司能源布局

炬华科技能源布局



资料来源：公司数据，中银证券

图表 11. 能效监控示意图



资料来源：公司数据，中银证券

四表合一，以为国网服务为基础发展多能源体系的实力和经验；随着市场的发展，不排除以后有配合公司售电业务发展的可能。为公司后续跨越电力，综合热、水、气一体化能源服务提供起点。

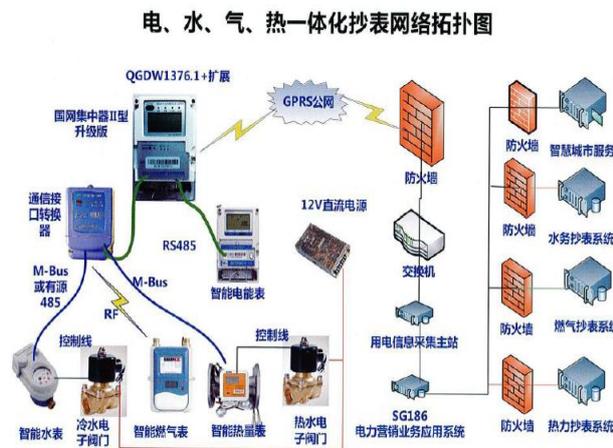
2015年，公司收购杭州炬源智能仪表有限公司，逐步实现从电能计量和采集向公共能源水、气、热等产品和服务发展，开展“四表合一”集采集抄系统试点等工作。

炬源智能前身是宁波九域电子科技有限公司，成立于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。2015年，炬华科技为拓宽业务范围，进一步丰富和优化产业结构，完善公共能源计量技术，发展电、水、气、热等公共计量产业，杭州炬华科技股份有限公司以现金310.003万元收购炬源智能100%股权。

炬源智能注册资本为1,000万元，实收资本为310.003万元，公司将补充炬源智能未到位注册资本。同时，公司决定向炬源智能增资2,000万元人民币，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1,000万元人民币增至3,000万元人民币，公司持有其100%股权。本次增资所需资金将由公司以自有资金解决。

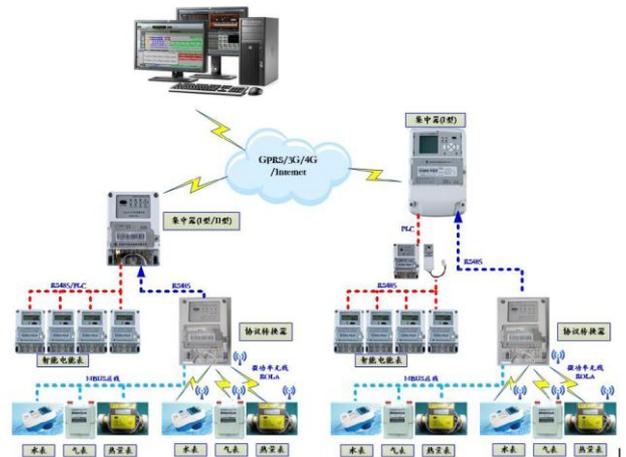
国家电网公司依托智能电能表应用和用电信息采集系统覆盖广泛的采集终端和通信资源，加快推进供电、供水、供热、燃气“四表合一”采集建设应用工作。2015年年底，国家电网采集接入水表93,273块、气表9,313块、热表11,229块，涉及10.8万电力用户。

图表 12. 四表合一网络拓扑图



资料来源：公司数据，中银证券

图表 13. 四表合一结构图



资料来源：公司数据，中银证券

通过收购和自设公司，发挥公司的设备与资源优势完成布局，整合资源。以用户服务为基础，需求侧管理为切口，以售电和服务（节能、运维、储能等服务）为变现出口，未来潜在大数据拓展业务为潜力业务，发展空间比较大。公司在电改之初，迅速抓住市场，寻找合适合作伙伴，迅速整合资源，扩大用户基数，铺开多用服务，增加客户黏性，发展能源服务业务。

**图表 14. 公司重要控股子公司情况**

序号	被参控公司	参控关系	直接持股比例	投资额 (万元)	主营业务	是否合并报表
1	杭州南华科技有限公司	子公司	100.00	599.68	制造业	是
2	杭州兴华软件技术有限公司	子公司	100.00	1,287.09	软件业	是
3	LOGAREX Smart Metering,s.r.o.	子公司	100.00	213.07	商业	是
4	浙江炬能售电有限公司	子公司	90.00	196.20	制造业	是
5	杭州炬源智能仪表有限公司	子公司	100.00	1,000.00	制造业	是
6	杭州正华电子科技有限公司	子公司	100.00	6,938.82	制造业	是
7	上海纳宇电气有限公司	子公司	100.00	20,000.00	制造业	是

资料来源：公司数据，中银证券

**图表 15. 重要控股参股公司业绩承诺**

(人民币, 万元)	股权比例	2016Y	2017Y	2018Y
纳宇电气	100%	1,960	2,190	2,450
杭州经纬	10%	1,500	1,800	2,200
太古电力	4.76%	3,000	4,000	5,000
<b>合计</b>		<b>2,253</b>	<b>2,560</b>	<b>2,908</b>

资料来源：公司公告，中银证券

## 国内电表稳健发展，海外电表提速发展

电表主业稳步发展，国内电网招标量近年来较为平稳，以新增设备为主，未来几年有电表更换需求

国内智能电表生产企业主要通过参与国家电网和南方电网招标的形式进行销售，国家电网基本占据了国家电网建设投资的绝大部分。

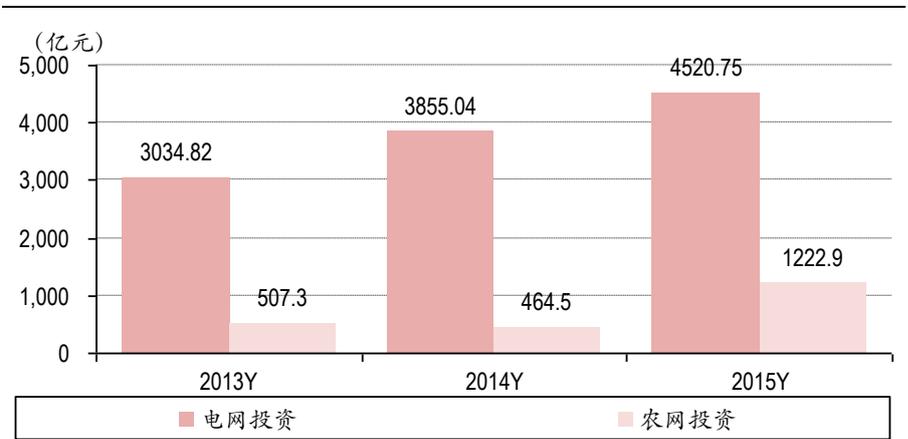
智能电表是物联网大规模应用的一个重要场景。国家电网 2015 年计量工作推进会议提出 2015 年的计量工作目标包括安装智能电表 6,060 万只，根据刚刚发布的 2015 年国网企业社会责任报告，国网今年实际安装电表数量为 6,450 万只，目前国内电网智能电表新增安装需求为主，近三年国网的 service 用户大约每年新增 10-11%；最早的智能电能表从 2009 年、2010 年开始安装，按照电子设备 5-8 年的更换期限，从 2017 年开始将进入更换期。后续电能表的更新需求增加。

图表 16. 国家电网近三年智能电表安装情况

	国网智能电表招标数量(万台)	国网智能电表安装量(万台)	国网服务客户数(亿户)	服务用户年增长率
2015Y	9,098.3	6,450	4.20	11.1%
2014Y	9,158.5	6,600	3.78	10.2%
2013Y	6,107.6	6,200	3.43	11.0%
2012Y	7,604.3	12,450	3.09	8.0%
2011Y	6,765.6		2.86	
合计	38,734.4	31,700.0		

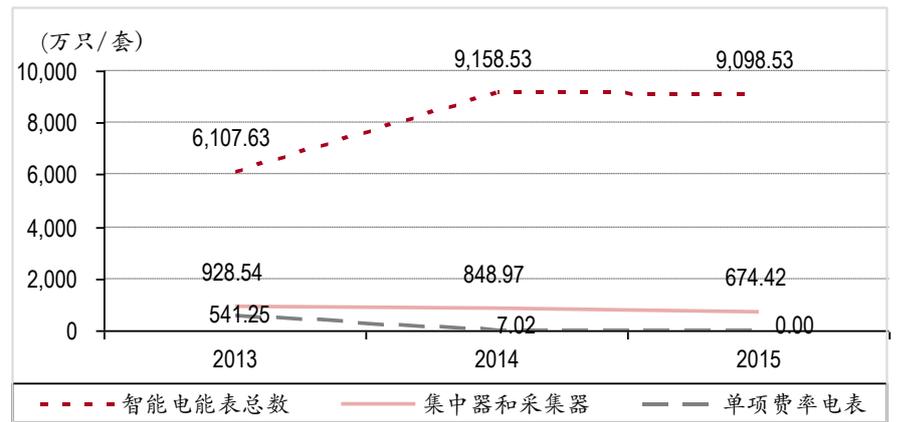
资料来源：国家电网，中银证券

图表 17. 国家电网近三年电网投资情况



资料来源：公司数据，中银证券

从 2013 年至 2015 年，国家电网智能电表招标数量在 2014 年快速增长，在 2015 年趋于稳定；集中器和采集器的招标数量整体呈一个缓慢减少的趋势；单项费率电表招标量从 2013 年开始快速减少，在 2015 年退出招标。以上数据反映了国家电网向能源互联网转型的过程，国家电网对智能电表的巨大需求体现了智能电表在转型期扮演的重要角色。国家电网招标情况如下图所示：

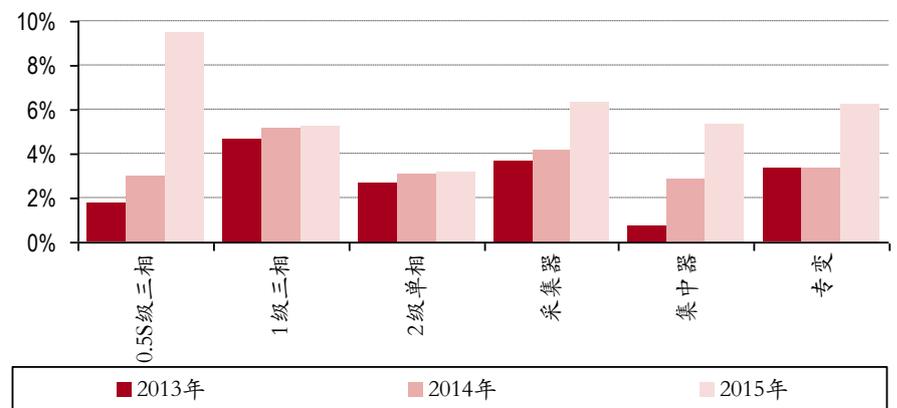
**图表 18. 国家电网招标情况**


资料来源：国家电网招标投标数据，中银证券

### 炬华科技在国网电能表中中标数据不断提升，积极发展南网市场

智能电表的需求在逐渐增加，与此同时，近三年炬华科技中标率在不断地提高，尤其是 0.5S 级三相智能电能表，中标率已经达到 9.49%。

目前在售订单充足，目前 15 年结转在手订单超过 9 个亿。预计全年电能表业务有望维持稳定增长。

**图表 19. 炬华科技近三年中标率变化图**


资料来源：国家电网招标投标数据，中银证券

### 海外电表有望提速发展

公司加大海外市场拓展，利用电能计量产品的技术优势和制造优势，推动智能电表产品出口。公司紧抓全球智能电网建设及节能与新能源产业发展机遇，结合自身发展规划，2015 年，公司收购“Logarex 智能电表公司”100% 股权，为炬华科技拓展海外智能表领域相关技术、市场奠定基础。海外的增速有望达到 50%。

### 产品储备向智能配用电、充电设备领域发展

公司利用在电力行业的品牌优势，借助现有的销售渠道，积极向智能配用电、充电设备领域发展。公司成功研发了智能电容、智能配电箱、电动汽车充电桩等产品，取得了 CCC 认证、中国电科院和国网电科院等相关专业机构检测报告，初步形成了该等新产品的市场销售。

## 定向增发，加码能源互联网业务，提升公司综合实力

2016年7月，公司拟非公开发行募集资金总额不超过人民币105,150.00万元（含105,150.00万元），在扣除发行费用后净额将用于公司能源需求侧物联网信息平台生产建设项目、智能电力仪表和智能配用电设备智慧制造建设项目、智慧能源技术研究院建设项目、营销及技术服务的网络建设项目和补充流动资金。

增强公司的资本实力，迅速完善公司在业务和创新等方面的布局，抓住能源互联网和电改的市场机遇，在全球能源互联网快速发展中提高技术研发能力，快速切入能源需求侧产品和服务领域，精细耕耘智能电力仪表和智能配用电设备全球市场，努力成为全球一流能源物联网设备供应商和服务提供商。

图表 20. 募集资金具体投资项目

序号	项目名称	项目投资总额	募集资金投资额
1	能源需求侧物联网信息平台生产建设项目	27,378.52	15,575.59
2	智能电力仪表和智能配用电设备智慧制造建设项目	48,222.11	36,691.06
3	智慧能源技术研究院建设项目	23,045.31	23,045.31
4	营销及技术服务的网络建设项目	16,838.04	16,838.04
5	补充流动资金	12,000.00	12,000.00
	合计	127,483.98	104,150.00

资料来源：公司数据，中银证券

图表 21. 公司业务领域分析



资料来源：公司公告，中银证券

图表 22. 能源需求侧物联网信息平台生产建设项目说明

序号	名称	相关产品
1	智慧计量与采集系统 (AMI) 智慧制造	AMI智能电能表
		AMI采集设备
2	智能充电设备智慧制造	电动汽车直流充电桩及系统
		电动汽车交流充电桩及系统
3	智能配用电产品智慧制造	无功补偿系列产品
		智能配电柜、智能配电箱系列产品
		电能监测仪、配电终端系列产品
		无线测温系统及传感器系列产品

资料来源：公司数据，中银证券

图表 23. 智能电力仪表和智能配用电设备智慧制造建设项目说明

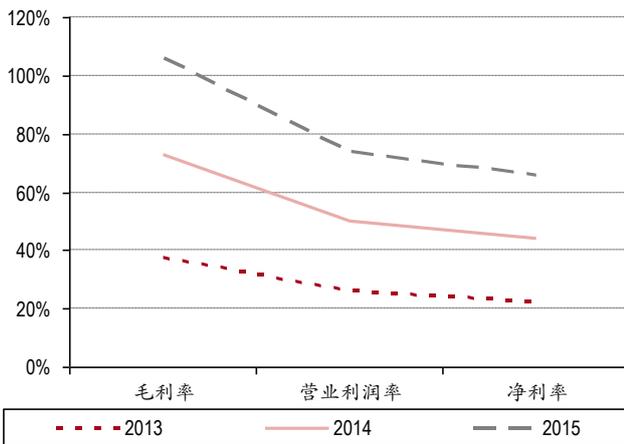
序号	名称		分类
1	居民用户需求侧管理信息系统		“四表合一”协议转换器
			智能水表
			智慧水务管理服务平台
2	工商业能源需求侧智慧管理信息系统平台	工业企业能源需求侧智慧管理信息系统平台	终端设备
		商业办公能效智慧管理信息系统平台	服务平台
	物联网传感器及配件	物联网传感器	终端设备
		物联网产品壳体配件	服务平台

资料来源：公司数据，中银证券

## 公司现金流状况好，企业盈利在良性范围，支持公司业务拓展

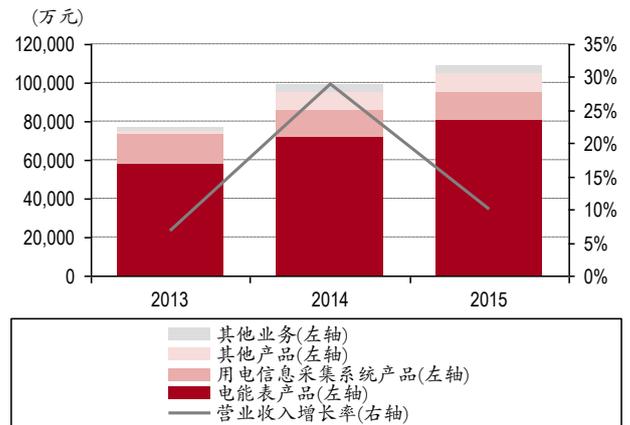
炬华科技近三年的盈利情况，从利润率来看相对减少，但是属于正常的范畴，并没有突发性的大幅度降低。炬华科技近三年的费用没有大幅度的增加，其中销售费用和财务费用 2015 年度同比减少。研发支出方面，炬华科技研发的投入逐年增多，投入比例也不断增大。

图表 24. 公司近三年利润率



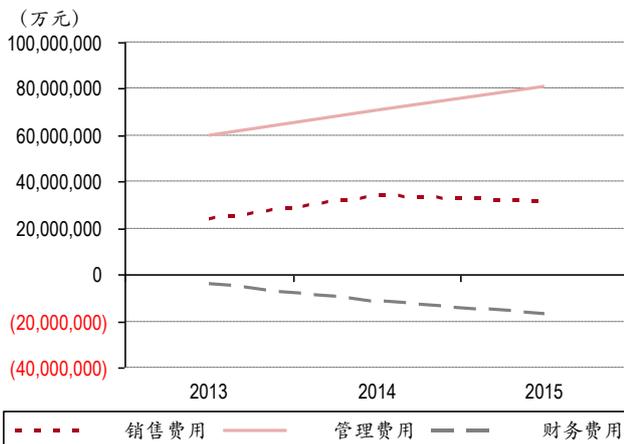
资料来源：万得资讯，中银证券

图表 25. 分产品近三年营业收入拆分



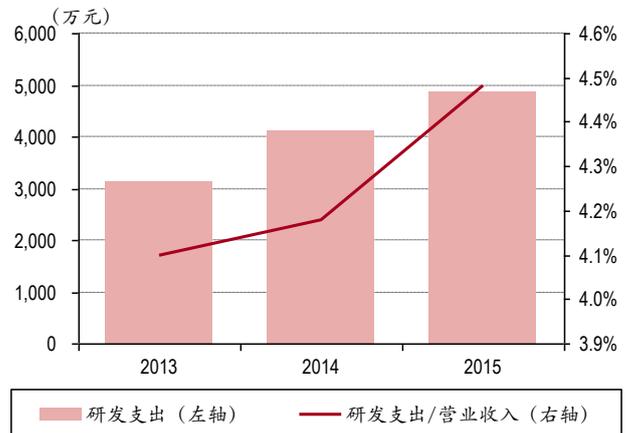
资料来源：万得资讯，中银证券

图表 26. 公司近三年费用拆分



资料来源：万得资讯，中银证券

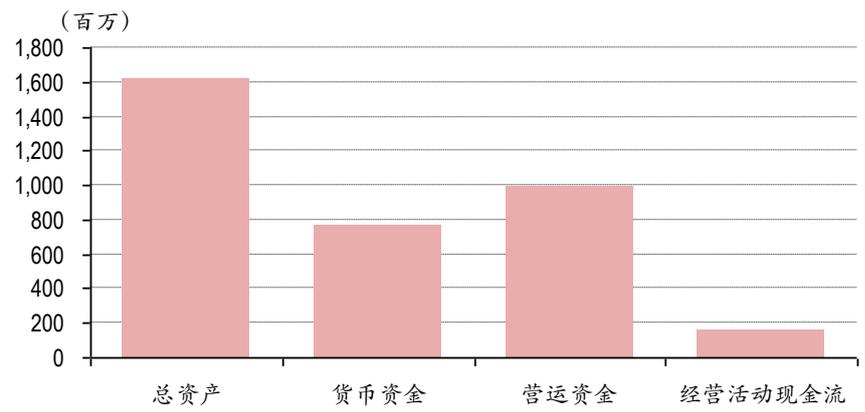
图表 27. 分产品近三年研发支出



资料来源：万得资讯，中银证券

炬华科技截止至 2015 年底，公司总资产为 1,620.12 百万元，其中流动资产 1,516.00 百万元；在流动资产中，在手的货币资金为 768.12 百万元；经营活动的现金流 160.78 百万元；流动负债 525.99 百万元。所以根据营运资金计算公式：营运资金 = 流动资产 - 流动负债，可计算得到营运资金 990.00 百万元。

图表 28. 公司资产负债情况



资料来源：公司数据，中银证券

## 盈利预测与估值

公司电表为主的计量业务稳步增长，其中海外有望实现快速增长。而借助电改和能源互联网的发展，在电力服务市场有望带来新的发展，为公司带来新的业绩增长点。A股上市公司中，新联电子、林洋能源、科陆电子、中恒电气、智光电气等与公司的主营业务部分相似，将其与公司进行估值对比，不考虑增发的前提下，仅考虑当前业务发展，我们预测公司2016-2018年每股收益分别为0.77、0.88、1.11元，首次覆盖给予**买入**评级，目标价29.26元，相当于2016年38倍市盈率。

图表 29. 上市公司估值对比

上市公司	公司代码	股价(人民币)	每股收益(元)			市盈率(倍)			市值(亿元)
			16E	17E	18E	16E	17E	18E	
中恒电气	002364.CH	27.18	0.49	0.70	0.97	55.47	38.83	28.02	140.70
新联电子	002546.CH	11.71	0.24	0.31	0.44	48.79	37.77	26.61	95.42
林洋能源	601222.CH	38.87	1.34	1.72	2.05	28.97	22.55	18.98	194.67
智光电气	002169.CH	21.51	0.56	0.78	1.00	38.41	27.58	21.51	67.27
科陆电子	002121.CH	11.62	0.28	0.39	0.47	42.10	29.86	24.87	139.45
炬华科技	300360.CH	22.15	0.77	0.88	1.11	28.79	25.15	20.01	78.74

资料来源：万得、中银证券，以2016年7月14日收盘价为标准。

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
销售收入	988	1,087	1,248	1,436	1,736
销售成本	(651)	(731)	(811)	(937)	(1,112)
经营费用	(97)	(101)	(119)	(135)	(162)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>240</b>	<b>255</b>	<b>318</b>	<b>363</b>	<b>462</b>
折旧及摊销	(12)	(14)	(15)	(18)	(27)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>228</b>	<b>241</b>	<b>304</b>	<b>345</b>	<b>435</b>
净利息收入/(费用)	12	17	25	22	27
其他收益/(损失)	11	18	22	28	34
<b>税前利润</b>	<b>250</b>	<b>276</b>	<b>351</b>	<b>395</b>	<b>496</b>
所得税	(37)	(40)	(47)	(54)	(68)
少数股东权益	0	(0)	0	0	0
<b>净利润</b>	<b>214</b>	<b>236</b>	<b>304</b>	<b>341</b>	<b>428</b>
<b>核心净利润</b>	<b>215</b>	<b>239</b>	<b>307</b>	<b>344</b>	<b>431</b>
每股收益(人民币)	0.886	0.977	0.769	0.881	1.107
核心每股收益(人民币)	0.892	0.987	0.845	0.949	1.189
每股股息(人民币)	0.200	0.200	0.170	0.191	0.237
收入增长(%)	29	10	15	15	21
息税前利润增长(%)	18	6	26	14	26
息税折旧前利润增长(%)	16	6	25	14	27
每股收益增长(%)	(61)	10	(21)	14	26
核心每股收益增长(%)	(61)	11	(14)	12	25

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**现金流量表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
税前利润	250	276	351	395	496
折旧与摊销	12	14	15	18	27
净利息费用	(12)	(17)	(25)	(22)	(27)
运营资本变动	126	(118)	167	(137)	155
税金	(37)	(40)	(72)	(76)	(94)
其他经营现金流	(165)	45	(127)	10	(213)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>176</b>	<b>161</b>	<b>309</b>	<b>189</b>	<b>343</b>
购买固定资产净值	0	(1)	18	30	50
投资减少/增加	1	(3)	4	7	12
其他投资现金流	(381)	(227)	(34)	(60)	(100)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(380)</b>	<b>(231)</b>	<b>(13)</b>	<b>(23)</b>	<b>(38)</b>
净增权益	(48)	(48)	(62)	(69)	(86)
净增债务	14	2	(7)	3	(1)
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	237	(20)	117	(81)	(194)
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>202</b>	<b>(40)</b>	<b>102</b>	<b>(44)</b>	<b>(60)</b>
现金变动	(2)	(110)	398	122	246
期初现金	279	603	768	1,166	1,288
公司自由现金流	(204)	(70)	297	166	305
权益自由现金流	(202)	(85)	265	147	278

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**资产负债表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	655	777	1,187	1,315	1,552
应收帐款	357	404	449	513	669
库存	380	333	455	435	638
其他流动资产	3	2	3	3	4
<b>流动资产总计</b>	<b>1,395</b>	<b>1,516</b>	<b>2,093</b>	<b>2,266</b>	<b>2,863</b>
固定资产	72	71	68	73	89
无形资产	7	6	12	20	27
其他长期资产	15	20	15	16	17
<b>长期资产总计</b>	<b>93</b>	<b>98</b>	<b>95</b>	<b>109</b>	<b>133</b>
<b>总资产</b>	<b>1,489</b>	<b>1,620</b>	<b>2,193</b>	<b>2,380</b>	<b>3,001</b>
应付帐款	527	404	643	567	862
短期债务	0	3	0	0	0
其他流动负债	78	119	95	103	116
<b>流动负债总计</b>	<b>606</b>	<b>526</b>	<b>738</b>	<b>671</b>	<b>979</b>
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	20	13	11	15	13
股本	241	242	363	363	363
储备	655	865	1,081	1,331	1,647
<b>股东权益</b>	<b>897</b>	<b>1,107</b>	<b>1,444</b>	<b>1,694</b>	<b>2,010</b>
少数股东权益	0	(0)	(0)	(0)	(0)
<b>总负债及权益</b>	<b>1,489</b>	<b>1,620</b>	<b>2,193</b>	<b>2,380</b>	<b>3,001</b>
每股帐面价值(人民币)	3.71	4.58	3.98	4.67	5.54
每股有形资产(人民币)	3.69	4.55	3.95	4.62	5.47
每股净负债/(现金)(人民币)	(2.50)	(3.16)	(3.22)	(3.55)	(4.23)

资料来源: 公司数据及中银证券预测

**主要比率(%)**

年结日: 12月31日	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	24.3	23.4	25.5	25.3	26.6
息税前利润率(%)	23.0	22.2	24.3	24.1	25.1
税前利润率(%)	25.3	25.4	28.1	27.5	28.5
净利率(%)	21.6	21.7	24.4	23.8	24.7
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.3	2.9	2.8	3.4	2.9
利息覆盖率(倍)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.7	2.2	2.2	2.7	2.3
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	24.9	22.6	28.7	25.1	19.9
核心业务市盈率(倍)	24.8	22.4	26.1	23.3	18.6
目标价对应核心业务市盈率(倍)	32.8	29.6	34.6	30.8	24.6
市净率(倍)	6.0	4.8	5.5	4.7	4.0
价格/现金流(倍)	30.3	33.2	25.9	42.4	23.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	30.8	28.4	21.5	18.5	14.0
<b>周转率</b>					
存货周转天数	164.6	177.8	177.2	173.2	176.0
应收帐款周转天数	116.1	127.9	124.7	122.2	124.2
应付帐款周转天数	157.3	156.5	153.2	153.9	150.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	22.6	20.5	20.2	20.3	20.1
净资产收益率(%)	31.2	23.6	23.8	21.8	23.1
资产收益率(%)	16.6	13.3	13.8	13.1	14.0
已运用资本收益率(%)	7.8	5.9	5.5	5.1	5.4

资料来源: 公司数据及中银证券预测

## 研究报告中所提及的有关上市公司

中恒电气 (002364.CH/人民币 27.18, 未有评级)

新联电子 (002546.CH/人民币 11.71, 未有评级)

林洋能源 (601222.CH/人民币 38.87, 未有评级)

智光电气 (002169.CH/人民币 21.51, 未有评级)

科陆电子 (002121.CH/人民币 11.62, 未有评级)

以2016年7月14日当地货币收市价为标准  
本报告所有数字均四舍五入

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；  
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371