

买入

海外业务高增长，估值优势显著

威胜控股(3393.HK)

2024-01-24 星期二

投资要点

目标价: **5.28 港元**
现价: 3.82 港元
预计升幅: 38%

中国领先的能源计量设备、系统和服务供应商:

威胜控股是中国领先的智能能源计量、智能配用电与能效管理、智慧公用事业领域的物联网解决方案提供商和运营服务商，产品覆盖电、水、气、热计量产品、电气设备以及系统解决方案。公司核心产品和服务分别为电AMI业务、通信及流体AMI业务和ADO业务。

重要数据

日期	2024-01-23
收盘价(港元)	3.82
总股本(百万股)	996
总市值(百万港元)	3,805
净资产(百万港元)	6,322
总资产(百万港元)	13,392
52周高低(港元)	4.14/2.54
每股净资产(港元)	5.33

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

2024年国网电能表招标提速，行业景气度持续向上:

目前国家电网投资进入新型电力系统关键阶段，数智化坚强电网建设是国网重点工作，预期2024年国网总投资将超过人民币5000亿元。国网近日披露2024年电能表招标规划，分别将于5、8、10月进行三次招标，相较2023年增加一次，预计2024年国网电能表招标总金额较2023年有望显著增长。威胜具有品牌、技术、市场、质量、规模和管理等综合实力优势，在国网电能表招标份额保持稳定，预期公司国内电AMI业务将稳定增长。

公司海外电能表先发优势显著，未来海外业务增长可期:

公司海外业务先发优势显著，目前公司在海外有三个工厂，分别是墨西哥、巴西和非洲坦桑尼亚。其中贡献最大的是墨西哥工厂，产能满产约为人民币12亿元；公司新建匈牙利工厂设计规模与墨西哥相当，预计2024年4月投产。2023年公司海外业务收入占比约25%，预计2024年将提升至30%左右。目前墨西哥市场进入5年换表周期，需求强劲且具持续性，而且公司将业务进一步辐射到墨西哥周边地区，未来海外业务增长可期。

主要股东

星宝投资控股有限公司(53.52%)

首次覆盖给予“买入”评级，目标价5.28港元:

结合公司盈利预测和行业估值情况，我们给予公司目标价5.28港元，相当于2023年和2024年10倍和7.3倍PE，目标价较现价有38%上升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

研究部

姓名: 杨义琼
SFC: AXU943
电话: 0755-21516065
Email: yangyq@gyzq.com.hk

人民币百万元	2020A	2021A	2023E	2024E	2025E
营业额	4,591	5,856	7,310	9,234	11,637
变动(%)	16.3%	27.6%	24.8%	26.3%	26.0%
归属股东净利润	268	324	471	646	853
变动(%)	16.0%	20.8%	45.5%	37.1%	32.1%
每股盈利(分)	27.20	32.90	47.77	65.49	86.53
PE@3.82HKD	12.8	10.5	7.3	5.3	4.0
每股股息(港仙)	20.0	23.0	31.5	43.2	57.0
股息率(%)	5.76%	6.63%	9.08%	12.44%	16.44%

数据来源: Wind、国元证券经纪(香港)整理

目录

目录	2
1.公司介绍	6
1.1 中国领先的能源计量设备、系统和服务供应商	6
1.2 公司业务介绍	8
1.3 公司收入结构和利润率	13
2.行业发展机遇	16
2.1 国内电网投资稳定增长	16
2.2 新型电力系统下，智能配电网环节投资规模有望持续上行	18
2.3 海外电网投资加速，中国电力设备出海显优势	22
3.公司投资逻辑	26
3.1 公司在国网电能表市场份额保持稳定	26
3.2 威胜能源在南网配网设备招标占据重要地位	28
3.3 公司海外电能表先发优势显著，未来增长可期	29
4.财务分析	31
4.1 资产回报率逐步提升	31
4.2 在手现金充裕	31
4.3 财务稳健	32
4.4 持续高分红，股东回报稳定	32
5.盈利预测	33
5.1 收入预测	33
5.2 盈利预测	33
6.估值与投资建议	34
风险提示	34

图目录

图 1: 公司股权结构	7
图 2: 公司业务结构	7
图 3: 公司电能表自动化生产线	8
图 4: 公司电能表自动化生产线	8
图 5: 公司多元智能计量产品	8
图 6: 公司电 AMI 业务收入 (人民币百万元)	8
图 7: 公司电 AMI 收入占比 (按客户结构分)	8
图 8: 公司通信及流体 AMI 能源物联网解决方案示意图	9
图 9: 公司电力物联网示意图	10
图 10: 公司智慧城市物联网示意图	10
图 11: 公司通信及流体 AMI 收入 (人民币百万元)	10
图 12: 公司通信及流体 AMI 收入占比 (按客户结构)	10
图 12: 公司源网荷储一体化产业园区布局 (ADO)	11
图 13: 智能配用电系统及解决方案(ADO)	12
图 14: 公司 ADO 业务收入 (人民币百万元)	12
图 15: 公司 ADO 业务收入占比 (按客户结构)	12
图 16: 公司收入及增速 (人民币百万元)	13
图 17: 公司收入构成 (分业务 1H2023)	13
图 18: 公司收入构成 (1H2023 分客户)	13
图 19: 公司收入构成 (1H2023 分客户)	13
图 20: 海外市场收入 (1H2023 按国家分)	14
图 21: 海外市场收入 (1H2023 按业务分)	14
图 22: 公司综合毛利率	14
图 23: 公司分业务毛利率	14
图 24: 公司归母净利润及增速	15
图 25: 公司纯利率	15
图 26: 电网投资增速 VS 电源投资增速	17
图 27: 2010-2023E 电网建设投资完成额 (人民币亿元)	17
图 28: 我国智能化投资占电网总投资额比例	18

图 29: 2016-2020 年智能化投资比例 (分环节)	18
图 30: 电力系统“最后一公里”概念示意图	19
图 31: 中国电能表发展阶段	20
图 32: 近五年国网电能表和用电信息采集项目招标金额 (人民币亿元)	21
图 33: 国家电网历年智能电表招标数量及增速	21
图 34: 2023 年国网不同类型电能表招标份额	22
图 35: 国网招标不同类型智能表平均单价 (人民币元)	22
图 36: 海外重点区域的电网投资预测 (2022-2023E)	23
图 37: 新兴经济体电网当前和未来面临的主要挑战	23
图 38: 全球智能电表市场规模 (亿美元)	24
图 39: 中国历年电能表出口额 (人民币亿元)	24
图 40: 2022 年中国电力设备海外市场份额	25
图 41: 公司国际业务发展版图和重点海外客户	29
图 42: 公司历年 ROA 和 ROE 指标	31
图 43: 公司历年在手现金	31
图 44: 公司总资产负债率	32
图 45: 公司流动比率和速动比率	32
图 46: 公司每股股息	32
图 47: 公司分红派息率	32

表目录

表 1: 公司核心管理团队	6
表 2: 公司电 AMI 主要客户	8
表 3: 公司通信及流体 AMI 业务主要客户	10
表 4: 公司 ADO 业务主要客户	11
表 5: 公司各项费用率指标	15
表 6: 公司运营能力指标	15
表 7: 国家电网不同投资发展阶段	16
表 8: 2023E-2030E 两网配电网投资规模测算	19
表 9: 国家电网海外投资重点项目	25
表 10: 国网各上市公司 2022-2023 年电能表统招中标数据情况	26
表 11: 南网计量框架招标各上市公司 2022-2023 年中标数据情况	27
表 12: 南网 2023 年配网设备第一框架招标项目	28
表 13: 南网 2023 年配网设备第二框架招标项目	28
表 14: 中国电力设备公司出海情况汇总	30
表 15: 收入预测	33
表 16: 盈利预测	33
表 17: 行业估值	34

1. 公司介绍

1.1 中国领先的能源计量设备、系统和服务供应商

威胜控股有限公司，是中国领先的智能能源计量、智能配用电与能效管理、智慧公用事业领域的物联网解决方案提供商和运营服务商，产品覆盖电、水、气、热计量产品、电气设备以及系统解决方案。2005年在香港主板成功上市，是中国首家在香港联合交易所主板上市的能源计量与能效管理专业集团。威胜集团有限公司是威胜控股有限公司核心子公司，于2000年成立，是全球专业能源计量设备、系统和服务供应商。威胜科技园占地460亩，建筑面积15万平方米，引入了行业内首屈一指的自动化生产设备和工艺技术、采用先进的ERP、PLM、MES、WMS系统，是目前中国先进的能源计量与能效管理产品研发制造基地之一。

一直以来，威胜深耕国内电能计量领域，同时大力开拓海外市场，业务范围已覆盖国内所有省份及地区，并出口至全球近50个国家和地区，与100多个国家和地区建立业务联系，并在坦桑尼亚、巴西设立本地化工厂向客户提供更贴近的服务，产品品质得到用户的广泛认可。

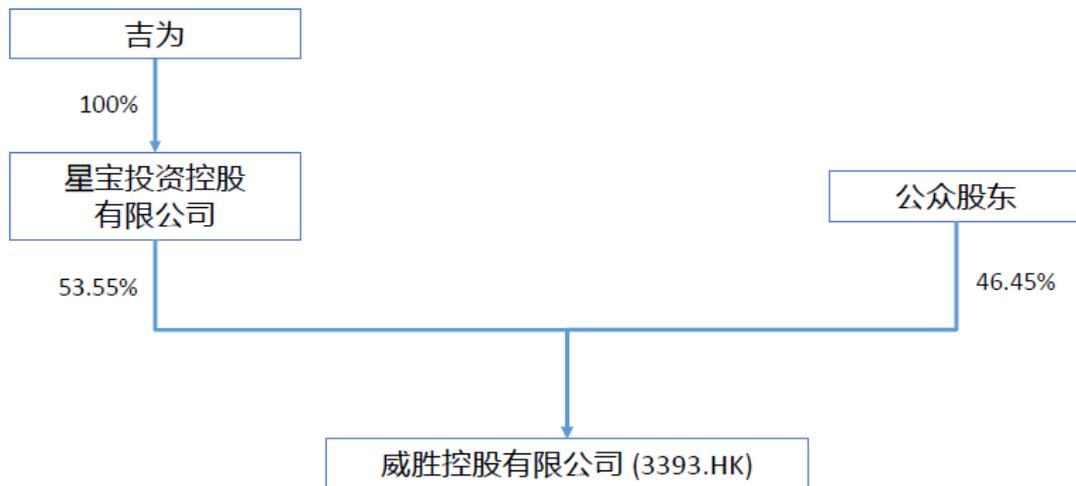
表 1：公司核心管理团队

吉为先生 公司主席 集团创办人及执行董事	<ul style="list-style-type: none"> 负责集团整体战略策划及制定公司政策 于二零零七年至今，吉先生连续三届获委任为湖南省第十届、第十一届、第十二届政协委员，现任湖南省工商联副主席
吉喆先生 执行董事兼 首席执行官	<ul style="list-style-type: none"> 主要负责管理威胜信息技术股份有限公司（“威胜信息技术”），为本集团非全资附属公司 二零一七年一月至二零二二年十二月二十二日，担任威胜信息技术董事长 于二零二二年六月一日调任本公司执行董事兼首席执行官
李鸿女士 执行董事兼 威胜信息总裁	<ul style="list-style-type: none"> 负责威胜信息经营管理及发展战略的推进执行 自二零零零年加入集团，并担任多个不同的管理职位，包括间附属公司担任人事总监、行政副总裁及董事等职 于二零二二年十二月二十二日获委任为威胜信息技术董事长
郑小平女士 执行董事兼 威胜集团有限公司董事长	<ul style="list-style-type: none"> 负责集团的研发工作 高级工程师、自动化专业工学硕士
田仲平先生 执行董事兼 威胜集团有限公司总裁	<ul style="list-style-type: none"> 负责威胜国际经营管理，以国际“三化”指导海外发展战略的推进执行 任职集团开发工程师期间，彼已获得六十余项产品和技术专利，二零二零年度获得长沙市湘江新区双创领军人物
曹朝辉女士 非执行董事兼 威胜电气有限公司董事长	<ul style="list-style-type: none"> 负责威胜电气经营管理及发展战略的推进执行 于二零二二年六月一日转任为本公司非执行董事
蔡伟龙先生 首席财务官兼公司秘书	<ul style="list-style-type: none"> 负责集团财务、审计、投融资及业务合规管理 香港会计师公会及英国特许公认会计师公会资深会员，于会计、核数及财务方面逾30年经验

资料来源：公司简介、国元证券经纪(香港)整理

公司目前总股本 9.96 亿，公司主席吉为先生通过星宝投资控股有限公司持有威胜控股 53.55% 股份，其他公众股东持有 46.45%。

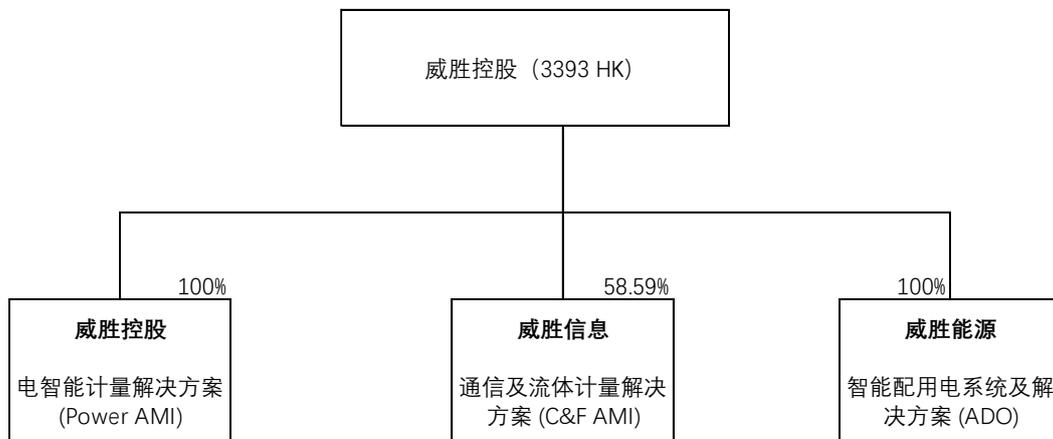
图 1：公司股权结构



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

于 2020 年 1 月，公司的“通信及流体 AMI”业务，即威胜控股拥有 58.59% 股份之子公司威胜信息技术股份有限公司（证券代码：688100.SH）获中国证监会同意，为第一家成功在科创板上市的湖南省企业，并为上证科创板新一代资讯技术指数之成份股。威胜信息总股本 5 亿股，于 2024 年 01 月 23 日，收盘价人民币 27.21 元，对应市值约人民币 136 亿元。

图 2：公司业务结构



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

1.2 公司业务介绍

➤ 电 AMI 业务简介：

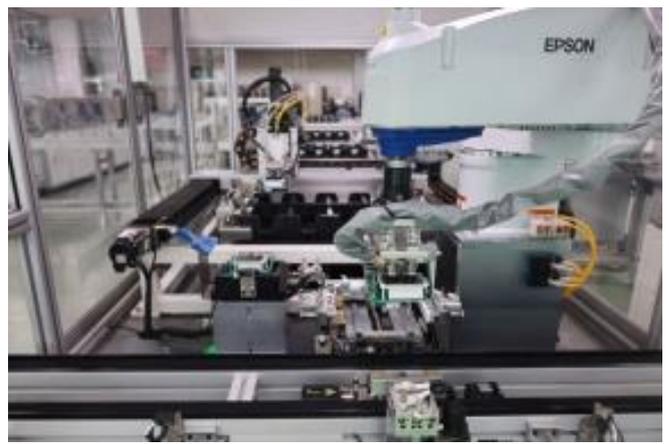
电 AMI 业务电全称为智能计量解决方案(Power AMI)。公司电 AMI 业务专注于智能电表的研发、生产、销售与提供能效管理整体解决方案，产品主要包括单相电能表和三相电能表等智能计量设备。

图 3：公司电能表自动化生产线



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

图 4：公司电能表自动化生产线



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

公司电 AMI 业务的客户，主要分为海内外电网客户和非电网客户。20231H，国内电网客户占比 61.6%，国内外非电网客户占 38.4%。

图 5：公司多元智能计量产品



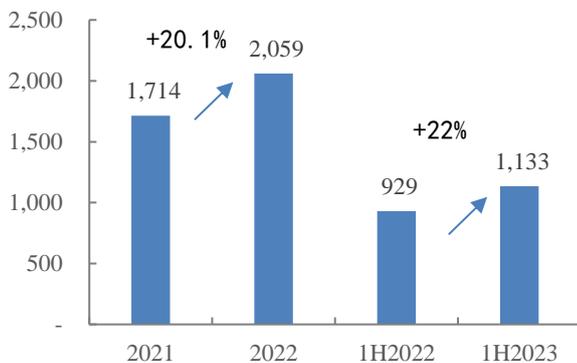
资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

表 2：公司电 AMI 主要客户

电网客户	非电网客户
<input checked="" type="checkbox"/> 国家电网、南方电网、内蒙古电力、三峡电力、发电集团及电厂、20多家地方电力公司	<input checked="" type="checkbox"/> 通信运营商、大型公共建筑、石油石化、交通运输、机械制造、钢铁冶金等大型用能企业、居民用户

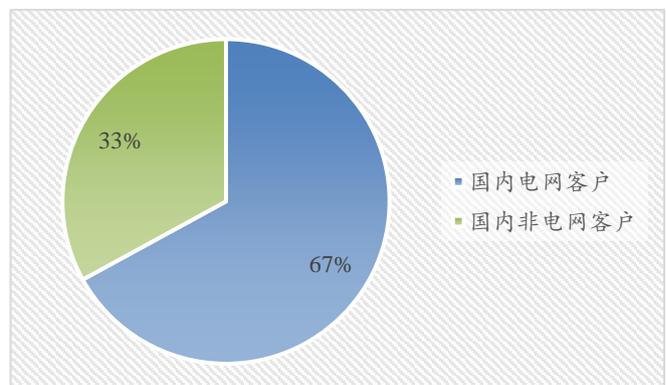
资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

图 6：公司电 AMI 业务收入（人民币百万元）



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

图 7：公司电 AMI 收入占比（按客户结构分）

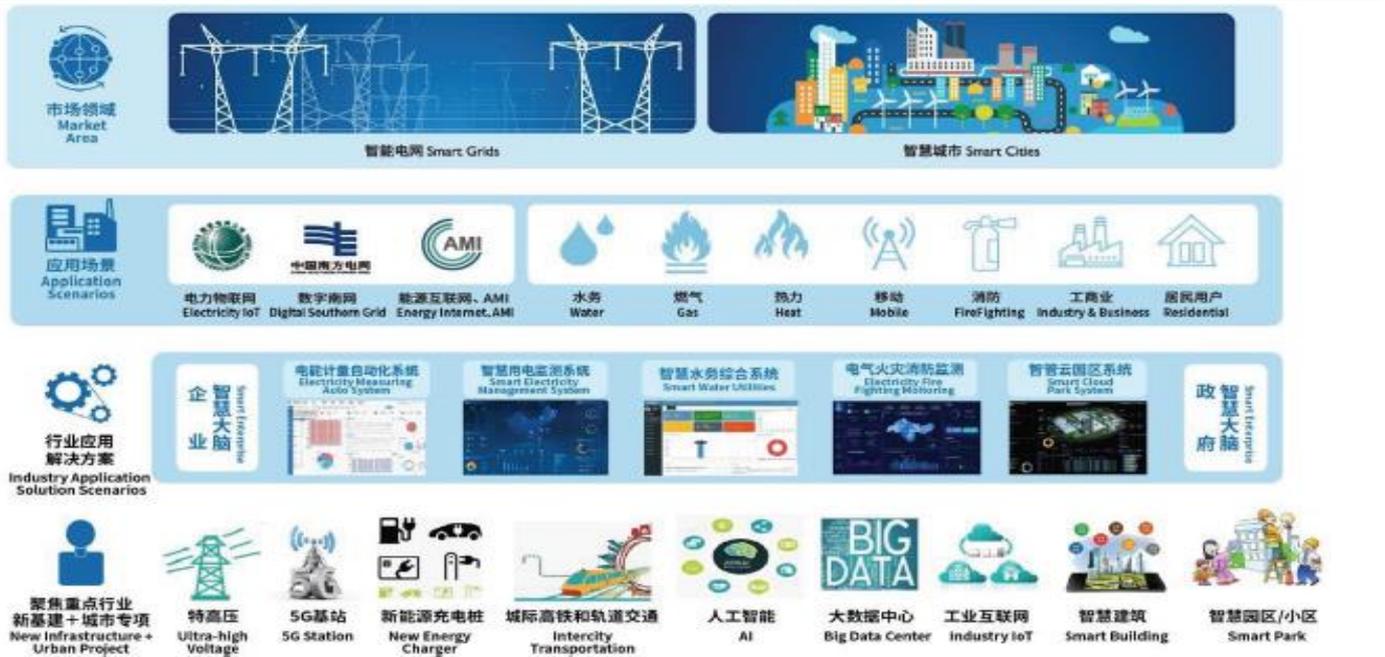


资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

➤ 通信及流体计量解决方案 (C&F AMI)简介:

通信及流体 AMI 业务主要围绕能源流和信息流，聚焦数字电网与数智城市，致力于能源数字化技术与应用，提供能源互联网综合解决方案，助力传统电力系统向源网荷储互动的新型电力系统转型发展，打造服务城市、园区、企业，支持建筑、水务、水利、消防等场景的能源高效管理系统，构建可感、可观、可测、可控的数字能源体系，以智慧能源和数据互联与客户共同实现能源的高效利用和城市低碳零碳发展。

图 8：公司通信及流体 AMI 能源物联网解决方案示意图



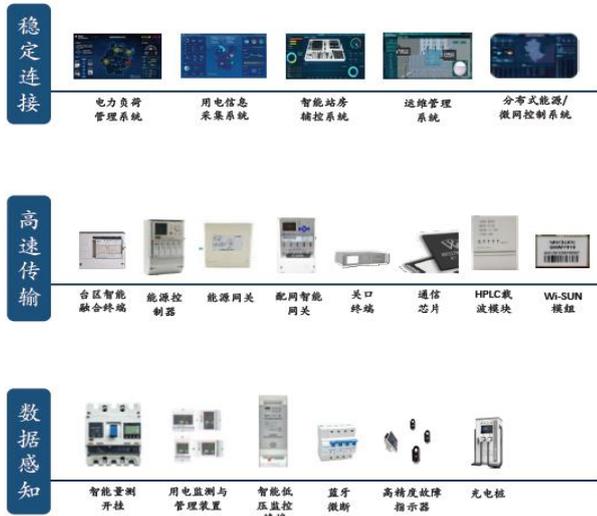
资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

在数字电网领域，公司维持行业龙头地位，2022 年公司成为唯一一家在国家电网、南方电网、蒙西电网三大主流电网用电信息采集领域招标中均有中标的企业，中标金额排名第一。虚拟电厂作为未来新型电力系统的重要一环，符合双碳政策驱动下能源系统数字化转型的必然趋势，目前公司已全面开展源网荷储互动技术的相关研究与关键装置的研发储备。

在智慧城市领域，围绕能源与安全等发展关键要素，公司提供 AIoT 能源物联网平台之产品与技术，推进城市、企业和园区的供电、水务、水利、燃气、热力、用电、充电等现代城市公共基础设施进行数字化升级，帮助政府、企业、园区拥有进入能源物联网和智慧城市物联网的数据入口，充实智慧城市、企业、园区的

能源管理与城市安全管理基座，助力政府、企业、园区进行数字化转型，加入碳中和行动，实现低碳、零碳的发展目标。

图 9：公司电力物联网示意图



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

图 10：公司智慧城市物联网示意图



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

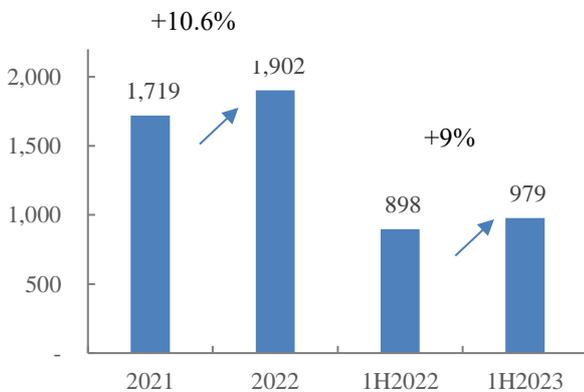
20231H 公司通信及流体 AMI 业务中，国南网占 54%，非电网客户占比 46%。

表 3：公司通信及流体 AMI 业务主要客户

电网客户	非电网客户
<input checked="" type="checkbox"/> 国家电网 <input checked="" type="checkbox"/> 南方电网	<input checked="" type="checkbox"/> 智慧水务、智慧消防、智慧充电和智慧路灯等智慧城市领域

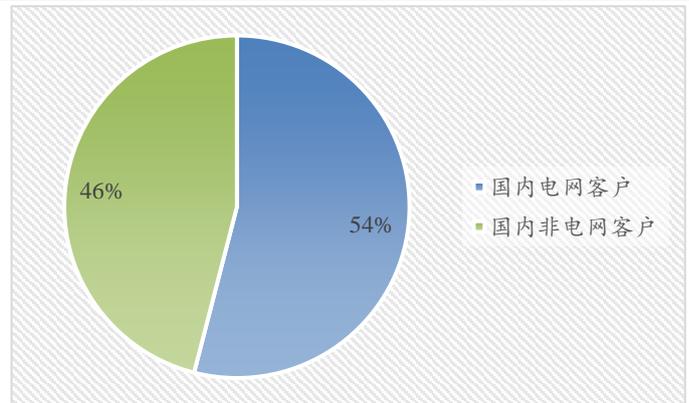
资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

图 11：公司通信及流体 AMI 收入（人民币百万元）



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

图 12：公司通信及流体 AMI 收入占比（按客户结构）



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

➤ 智能配用电系统及解决方案(ADO)业务简介:

2023年2月,威胜控股子公司威胜电气正式更名为威胜能源。公司ADO业务专注于智能配用电产品及其解决方案,以及新能源、储能、绿色出行的产品及解决方案。业务围绕能源清洁化、电网智能化、交通电动化及储能产业化四个主要方向发展,形成不同规模、不同场景和范围的源、网、荷、储一体化应用,为碳达峰碳中和提供先进的技术产品和解决方案。

图 12: 公司源网荷储一体化产业园区布局 (ADO)



资料来源: 公司简报、国元证券经纪(香港)整理

公司 ADO 业务客户主要有: 电网公司客户, 重点行业客户以及新能源能源及储能行业客户。

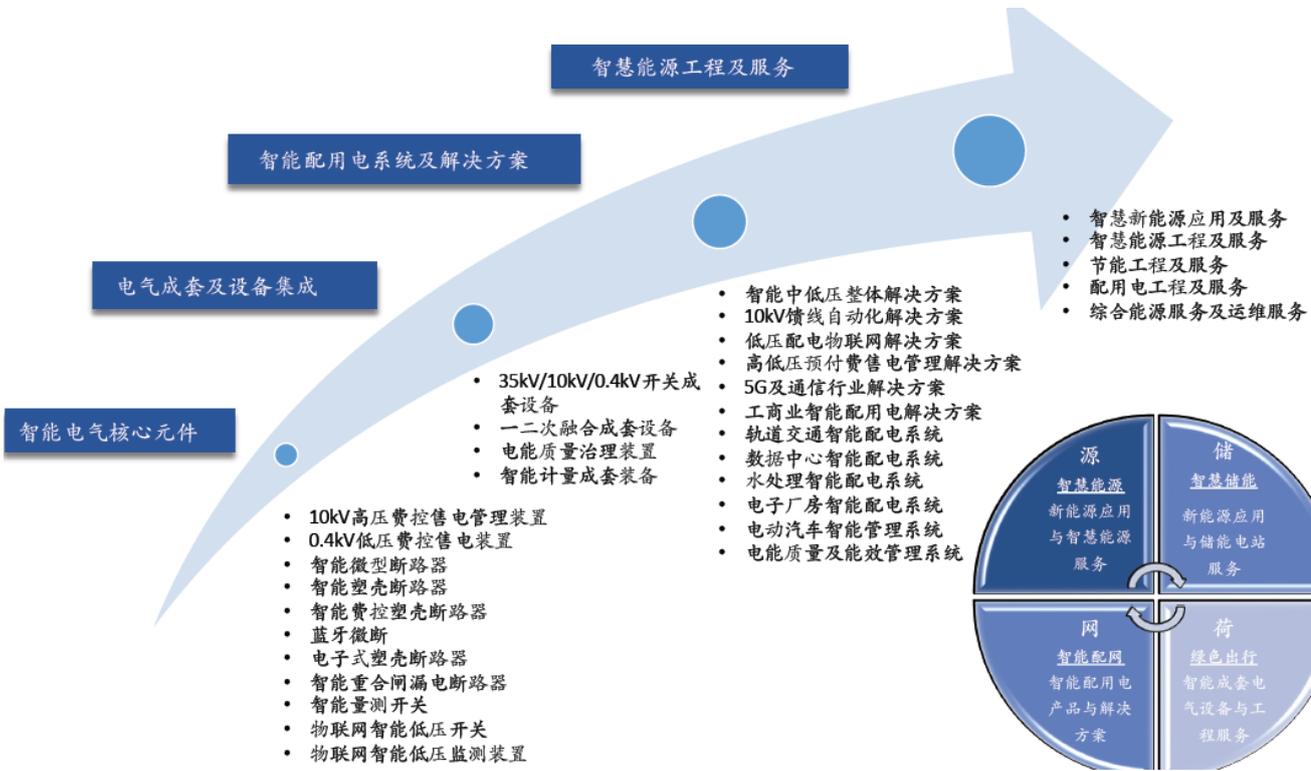
表 4: 公司 ADO 业务主要客户

电网客户	重点行业客户	新能源及储能行业客户
<input checked="" type="checkbox"/> 国家电网、南方电网	<input checked="" type="checkbox"/> 数据中心、电子芯片制造商、轨道交通等	<input checked="" type="checkbox"/> 发电集团、其他新能源投资商等

资料来源: 公司简报、国元证券经纪(香港)整理

威胜能源定位为智能电气与智慧能效服务专家，专注于智能配电网解决方案、智能用电管理解决方案以及智慧能源工程和服务。

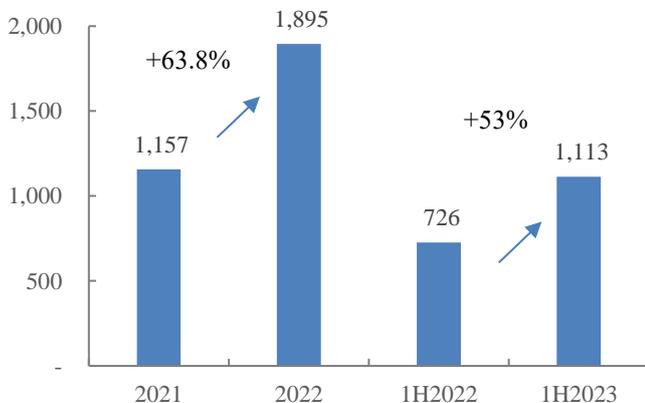
图 13：智能配用电系统及解决方案(ADO)



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

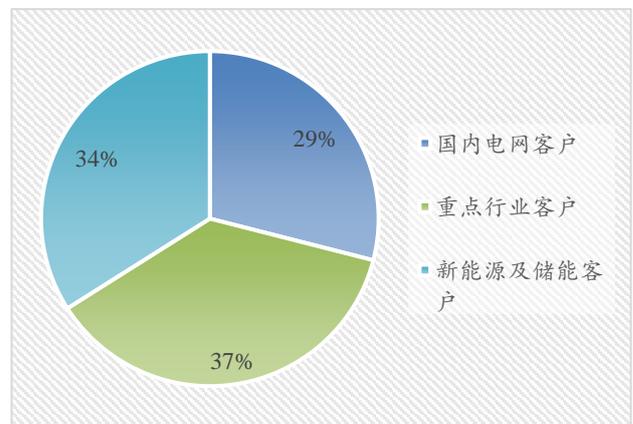
公司 ADO 业务收入分客户：电网公司客户占比 29%，重点行业客户占比 37%，新能源能源及储能行业客户占比 34%。

图 14：公司 ADO 业务收入（人民币百万元）



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

图 15：公司 ADO 业务收入占比（按客户结构）



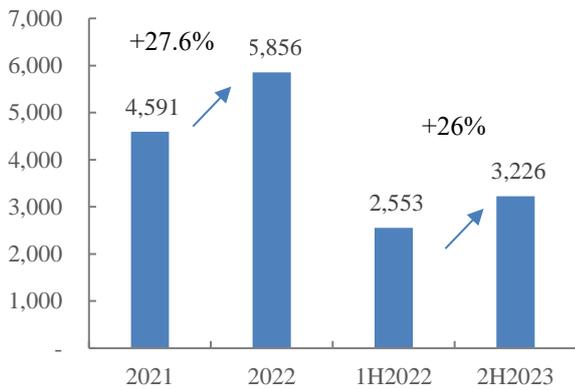
资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

1.3 公司收入结构和利润率

➤ 收入结构

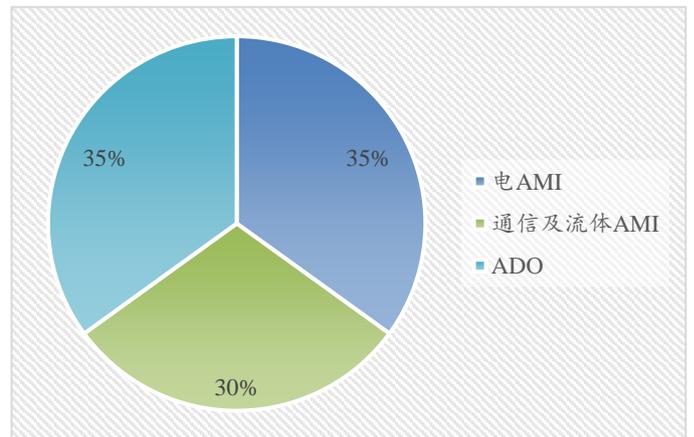
2023年上半年公司实现收入为人民币32.26亿元，同比增长26%。分业务收入构成来看，电AMI业务收入占比35%，通信及流体AMI收入占比30%，ADO业务收入占比35%。

图 16: 公司收入及增速 (人民币百万元)



资料来源: 公司简报、国元证券经纪(香港)整理

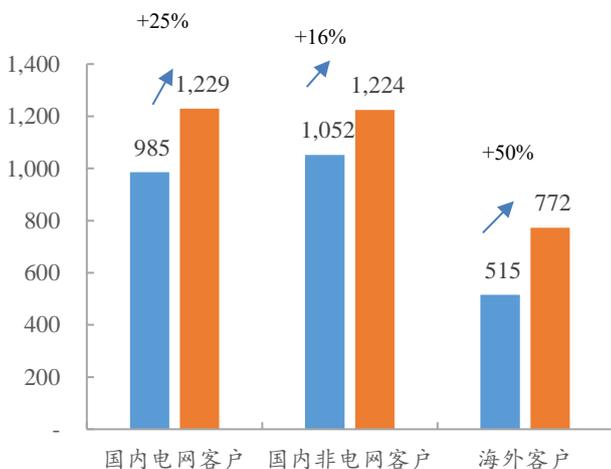
图 17: 公司收入构成 (分业务 1H2023)



资料来源: 公司简报、国元证券经纪(香港)整理

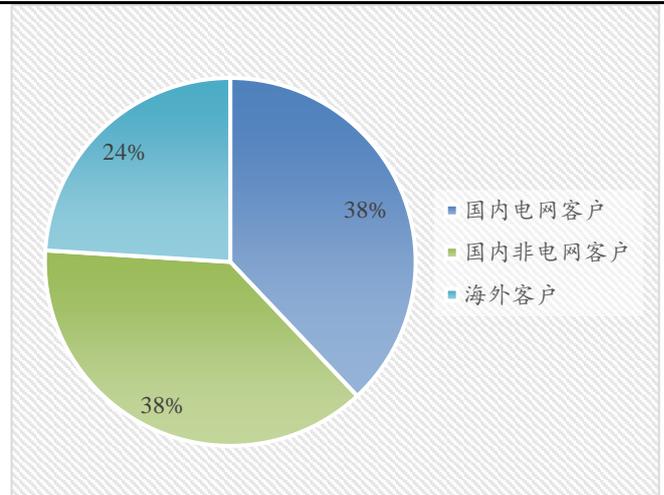
2023年上半年，公司收入按客户来分，国内电网客户实现收入为人民币12.29亿元，同比增长25%，占比38%；国内非电网客户实现收入为人民币12.24亿元，同比增长16%，占比38%；海外客户实现收入为人民币7.72亿元，同比增长50%，占比34%。

图 18: 公司收入构成 (1H2023 分客户)



资料来源: 公司简报、国元证券经纪(香港)整理

图 19: 公司收入构成 (1H2023 分客户)



资料来源: 公司简报、国元证券经纪(香港)整理

2023年上半年国际市场收入分国家来看,墨西哥收入占比46%,巴西收入占比15%,坦桑尼亚收入占比9%,印度尼西亚收入占比7%,孟加拉国收入占比6%。

2023年上半年海外市场收入按业务构成来分,其中电AMI收入占比约83%,通信及流体AMI收入占比约15%,ADO业务收入占比约2%。

图 20: 海外市场收入 (1H2023 按国家分)

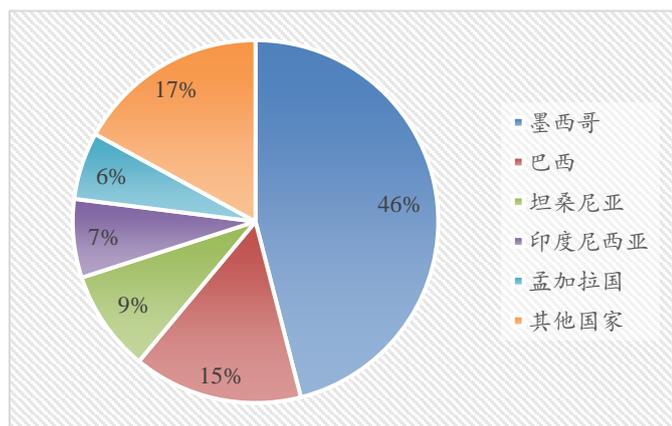
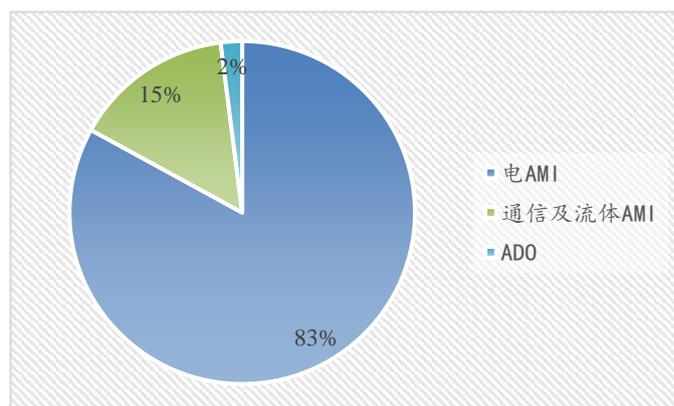


图 21: 海外市场收入 (1H2023 按业务分)



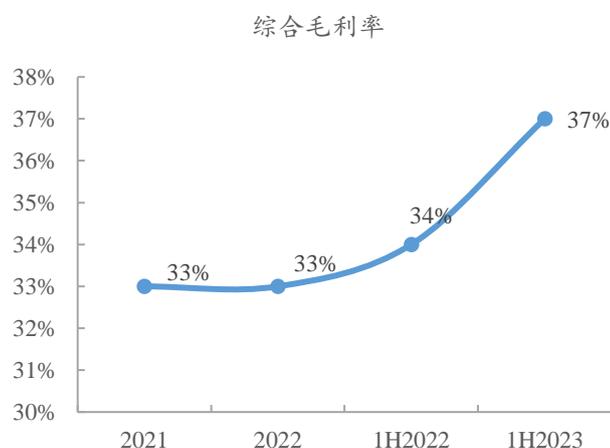
资料来源: 公司简报、国元证券经纪(香港)整理

资料来源: 公司简报、国元证券经纪(香港)整理

► 毛利和毛利率

2023年上半年公司电AMI和C&FAMI的毛利率分别上升8.9和4.2个百分点,一方面受益智能化产品需求增长,其次公司在优化产品研发方面,进行了平台优化等降本措施,持续降低产品成本。ADO的毛利率下降3.8个百分点,主要是由于产品结构变化所致,新能源及储能业务规模增加,而其毛利率低于电网业务,进而影响整体毛利率。

图 22: 公司综合毛利率



资料来源: 公司简报、国元证券经纪(香港)整理

图 23: 公司分业务毛利率

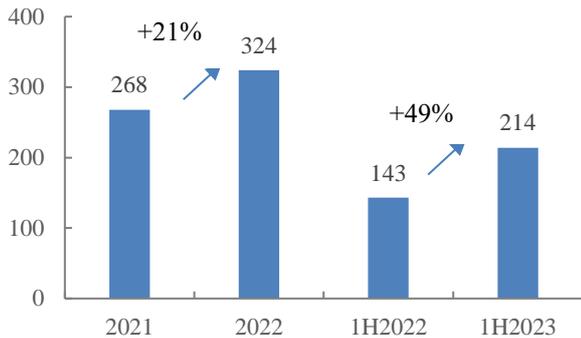


资料来源: 公司简报、国元证券经纪(香港)整理

➤ 纯利和纯利率

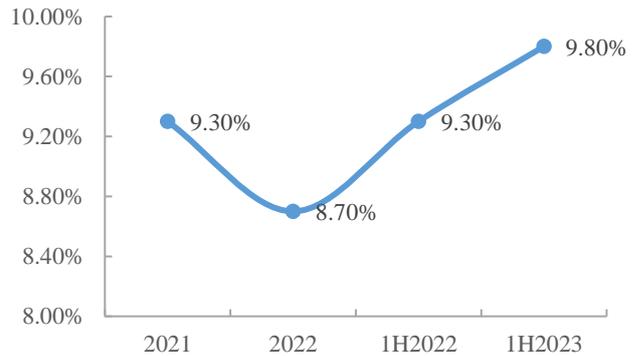
20231H 公司实现归母净利润为人民币 2.14 亿元，同比增长 49%，纯利率为 9.8%，同比上升 0.5 个百分点，主要是电 AMI 及 C&FAMI 业务板块毛利率上升所致。

图 24：公司归母净利润及增速



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

图 25：公司纯利率



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

预期随着收入的持续增长，公司销售/行政/研发费用率将逐步下降。

表 5：公司各项费用率指标

	2021	2022	变化	1H2022	2H2023	变化
销售费用	9.50%	8.80%	-0.70%	9%	9%	持平
行政费用	3.90%	3.70%	-0.20%	4.50%	4.70%	0.20%
研发费用	9.20%	9.90%	0.70%	9.70%	9.40%	-0.30%
实际税率	9.50%	12.20%	2.70%	14.90%	15.30%	0.40%

资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

2021 年以来，公司营运能力不断提升，预期随着海外收入占比的提升，公司未来应收账款、存货以及应付账款周转率将持续改善。

表 6：公司运营能力指标

	2019	2020	2021	2022	2023H1
应收帐款周期 (天数)	293	323	316	265	260
存货周期 (天数)	74	69	88	96	93
应付帐款周期 (天数)	363	389	370	323	315

资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

2. 行业发展机遇

2.1 国内电网投资稳定增长

➤ 国内电网投资进入新型电力建设关键阶段

电力系统包括发-输-变-配-用五大环节。其中，电网是指由输变电系统与配电系统所构成的一体化电力网络。我国的电网业务主要由国家电网、南方电网、蒙西电网三家公司负责，并经政府核定后由输配电价收回。两网公司历史投资建设规模相对稳定，具备典型逆周期属性，即电网投资增速与 GDP 增速波动存在明显的负相关性，在经济下行压力较大的宏观环境下，电网投资被作为经济增长乏力的发力点，呈现快速增长；而电网投资总规模增长动力主要来自电网投资重点的阶段性变化。

展望未来，新型电力系统建设是当前电力系统发展主题，面临保供、消纳、安全稳定运行、系统调控和安全、核心技术创新、体制机制建设等问题，电网投资升级是解决当下问题的重要方式。电网作为兼具“逆周期”与“新能源”属性的投资领域，有望成为发展重点。

表 7：国家电网不同投资发展阶段

年份	发展阶段	核心内容
2001-2009 年	电网快速建设阶段	1) 电网建设基础相对落后，主网和配网建设空间大，电网投资年复合增长率 21%；2) 全国经济高速发展，电力需求旺盛，电力供应紧张问题突出；3) 电改 5 号文落地，引入市场竞争、投资活跃度提升。
2010-2018 年	坚强智能电网和特高压建设阶段	1) 电网投资复合增速降至 5.7%，主网架构已基本建成；2) 智能电网环节为发展查点，信息化技术快速发展，投资倒查用电、配电与交配智能化环节。3) 特高压建设投资及规划节奏波动较大。
2019-2020 年	能源互联网阶段	推动泛在电力物联网建设、信息化投资结构性爆发。
2021-2025 年之后	新型电力系统关键阶段	1) 服务“双碳”顶层战略，增长主要系特高压外送通道建设，以及配电网升级以支撑高比例新能源接入；2) 以数智化坚强电网推动构建新型电力系统。做好前瞻性谋划，加强顶层设计，加快打造一批示范工程，进一步提升电网数字化智能化水平，以点带面促进电网转型升级。

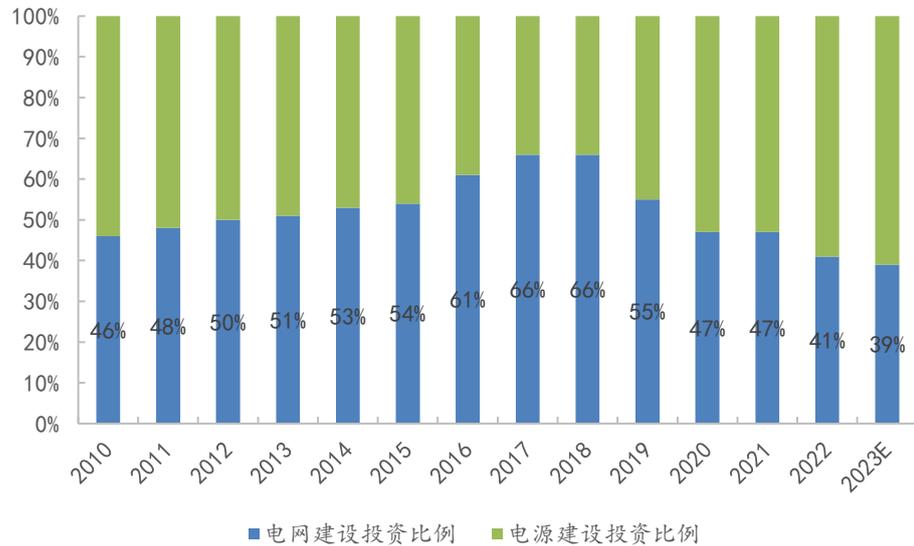
资料来源：国家电网、中电联、国元证券经纪（香港）整理

➤ 2024-2025 年电网投资有望持续加速

2019-2023 年电网投资增速显著滞后于电源投资，电源投资额迅速增长，当前电源投资已占据整个电力投资的 61%，电网相应的新电源配套送出工程规划及建设相

对滞后。新型电力系统下，为满足大量新能源电站及新增基荷电源的并网需求，预期 2024-2025 年电网建设投资将进一步加快。

图 26：电网投资增速 VS 电源投资增速



资料来源：Wind、国家电网、国元证券经纪（香港）整理

➤ **全国电网工程建设完成投资正逐步加速**

国家电网 2024 年工作会议表示，要以服务“双碳”目标为战略引领，推动数智化坚强电网建设，大力提升配电网韧性，积极服务分布式光伏发展，深化碳管理体系建设，强化数字化智能化支撑。预计 2024 年电网投资有望继续提升，将超过人民币 5000 亿元。

图 27：2010-2023E 电网建设投资完成额（人民币亿元）



资料来源：Wind、国家电网、国元证券经纪（香港）整理

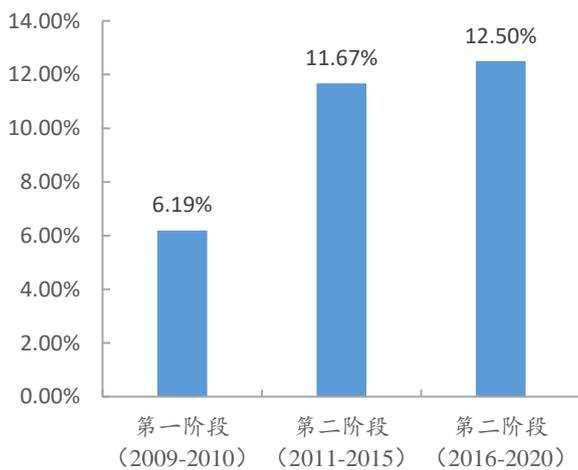
2.2 新型电力系统下，智能配电网环节投资规模有望持续上行

➤ 国家电网智能化投资进入高速发展阶段

国家电网智能化规划分为规划试点阶段（2009-2010）、全面建设阶段（2011-2015）、引领提升阶段（2016-2020）三个发展阶段。国家电网在三个发展阶段规划智能化投资额分别占电网总投资比例 6.19%/11.67%/12.50%。随着宏观政策、数字技术进步与升级等多重利好因素的叠加影响，能源与互联网融合进程加快，未来智能电网将迎来高速发展阶段。

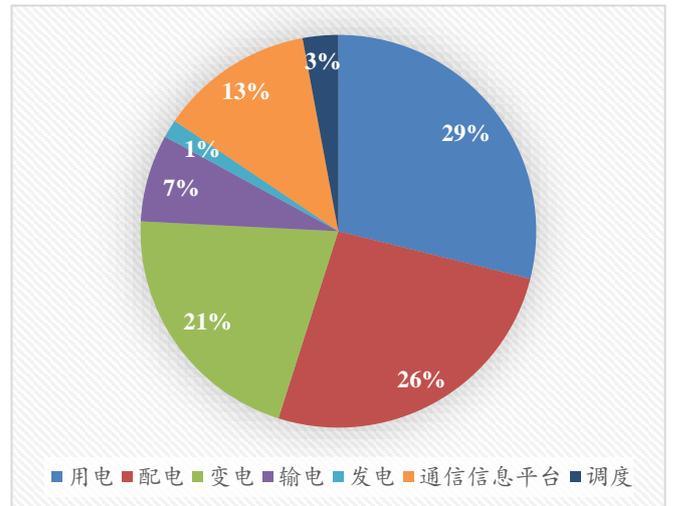
变电、配电和用电环节是电网智能化的主要投资方向。第三阶段来看，用电环节占智能化投资的比重最高，达到约 29%，主要系用电信息采集等项目的建设规模大。其次是配电环节约占 26%，变电环节约占 21%，主要系配电自动化、智能变电站新建和改造等项目的建设规模大。

图 28：我国智能化投资占电网总投资额比例



资料来源：国家电网、中电联、国元证券经纪(香港)整理

图 29：2016-2020 年智能化投资比例（分环节）

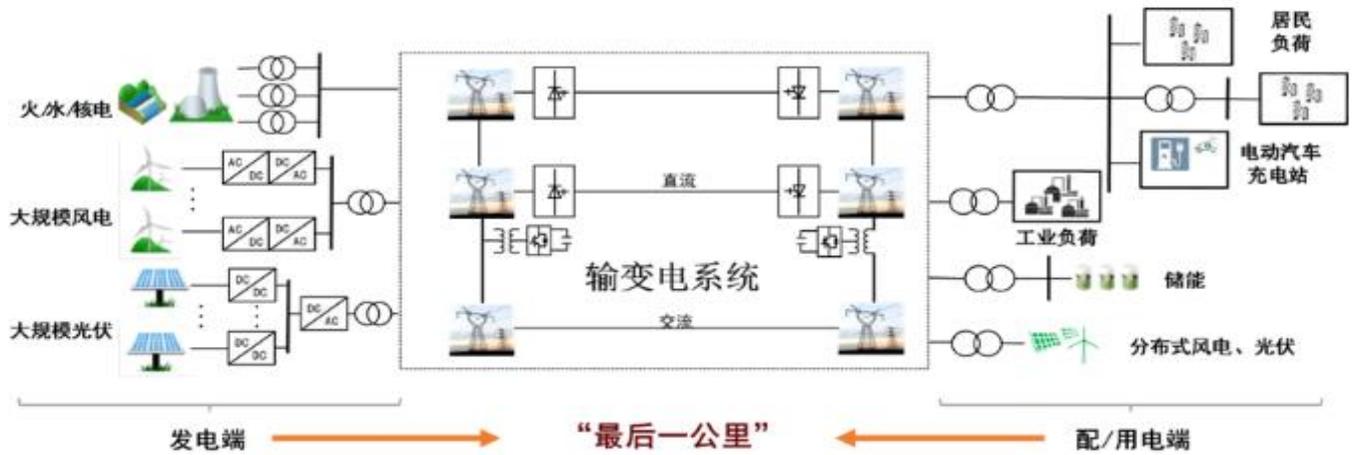


资料来源：国家电网、国元证券经纪(香港)整理

长久以来，我国电力系统存在“重发、轻供、不管用”的发展惯性，导致配电网建设相对滞后，加之配电网涉及电压等级多、覆盖面广、项目繁杂、工程规模小，改造难度相对较大，积攒了较多配用电环节的相关问题，统称为传统意义上的电网“最后一公里”问题。随着新型电力系统的建设，传统电网“最后一公里”问题也不断衍生出许多新变化与新问题。一方面，配用电环节随着海量分布式电源、电动汽车、储能等新元素的接入，配电网不再是简单的无源、单向潮流网络，高度分散化的分布式电源、充放电设施带来的潮流返送、继电保护装置灵敏度下降甚至失灵、电压分布不均等新问题给配电网的安全稳定控制造成较大隐患；另一方面，在发电并网环节，高比例新能源和电力电子相关设备的广泛接

入，电力系统面临可靠性、灵活性、稳定性等一系列不同时间尺度的挑战。打通电网的“最后一公里”将成为建设新型电力系统的关键所在。

图 30：电力系统“最后一公里”概念示意图



资料来源：国家电网、国元证券经纪(香港)整理

中电联数据统计，“十二五”及“十三五”期间，我国的电网投资规模分别为 2 万亿元及 2.6 万亿元。在“十四五”期间，我国的电网投资规模有望达到 3 万亿元，其中国家电网公司计划投资 2.24 万亿元，南方电网公司计划投资 6,700 亿元。

根据国家电网公司发布了《构建以新能源为主体的新型电力系统行动方案（2021-2030）》，计划配电网建设投资超过 1.2 万亿元，占电网建设总投资的 60% 以上；南方电网发布《建设新型电力系统行动方案（2021-2030 年）》，规划配电网投资达到 3200 亿元，占到总投资的 50%。从两网公司的长周期电网投资总规模出发，初步测算配电网环节分别用于适应化改造、自动化升级的投资总额如下。

表 8：2023E-2030E 两网配电网投资规模测算

	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
国家电网投资规模	5200	5200	5200	5400	5400	5400	5400	5400
配电网环节投资占比	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%	60%
南方电网投资规模	1250	1250	1300	1300	1300	1300	1300	1300
配网环节投资占比	48%	48%	48%	50%	50%	50%	50%	50%
配电网环节投资总额	3720	3720	3744	3890	3890	3890	3890	3890
适应性改造投资比例	60%	58%	56%	54%	52%	50%	48%	48%
适应性改造投资额	2232	2158	2097	2101	2023	1945	1867	1867
自动化升级投资比例	40%	42%	44%	46%	48%	50%	52%	52%
自动化升级投资额	1488	1562	1647	1789	1867	1945	2023	2023

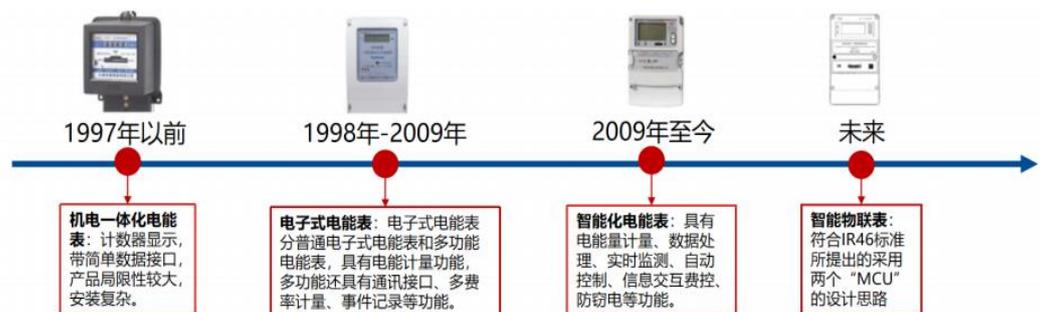
资料来源：国家电网、国元证券经纪(香港)整理

➤ 2024 年国家电网电能表增加招标批次，景气度持续向上

智能电表是智能电网建设的关键终端产品之一，是电网系统用电端必不可少的设备之一。与传统电表相比，智能电表除了具备传统电能表基本用电量的计量功能以外，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等多种智能化功能，应用领域更加广泛，能够适应智能电网和新能源的使用。

随着我国智能电网建设持续推进，电能表已经从机电一体化电能表、电子式电能表进入到了智能化电能表时代。智能电表的功能及定位不断向智能化、模块化的用电终端发展。我国目前已普及使用的智能电表，相比上一代的普通电子式电表和预付费电表，主要增加了通讯模块，可以在电表和系统主站之间实现双向通讯和数据传输，自 2009 年以来在全国大范围铺开，基本普及完成。

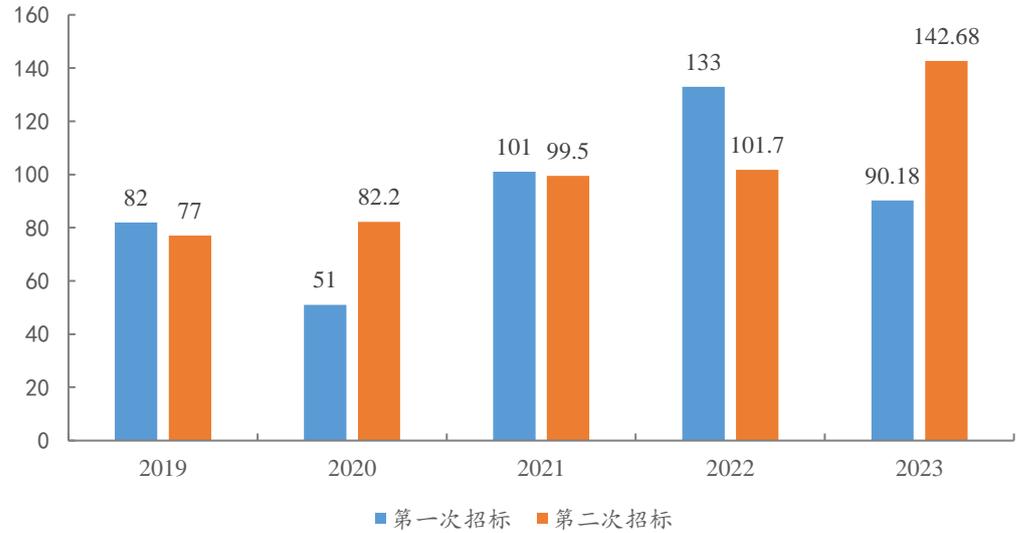
图 31：中国电能表发展阶段



资料来源：国家电网、电工仪器仪表生产力促进中心、国元证券经纪（香港）整理

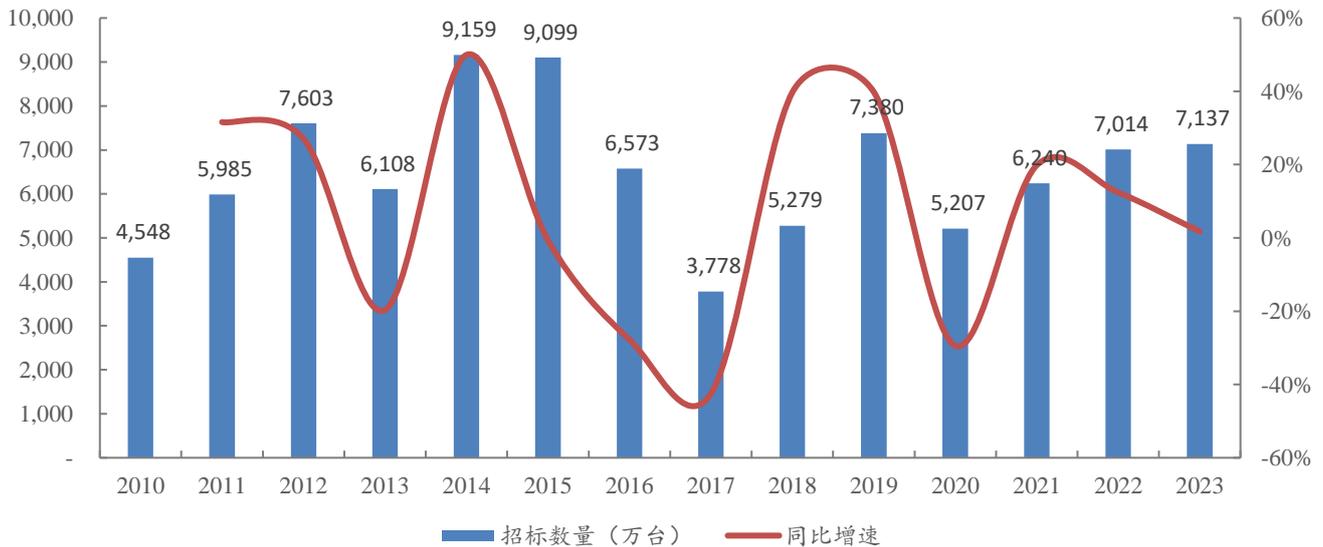
我国智能电表行业市场需求量及更换频率主要是由两网招标控制。2018 年和 2019 年最先采购的智能电表进入轮换期，采购数量开始逐渐上升。2021 年，两网在新的智能电表技术规范文件中引入 IR46 要求的理念，新标准的落地实行驱动新时期换表需求加速兑现。受疫情及经济下行影响，2020 年采购数量有所下降，2021-2023 年开始有所回升。根据国网电子商务平台数据，2023 年国网总部共开展 2 个批次电能表（含用采）招标。2023 年招标包数量为 728 个，同比上一年减少 13 个标包；除了 B 级三相表需求略有增长外，其余分标需求均不同程度下滑，集中器需求下滑最多，超过 1/3；

2023 年国网招标金额：全年电能表（含用电信息采集）共招标 232.9 亿元，同比降 9.18%。其中，（1）单相表招标 118.7 亿元，同比降 4.95%；（2）三相表招标 70.8 亿元，同比降 2.82%；（3）采集器等设备招标 43.3 亿元，同比降 26.08%。

图 32：近五年国网电能表和用电信息采集项目招标金额（人民币亿元）


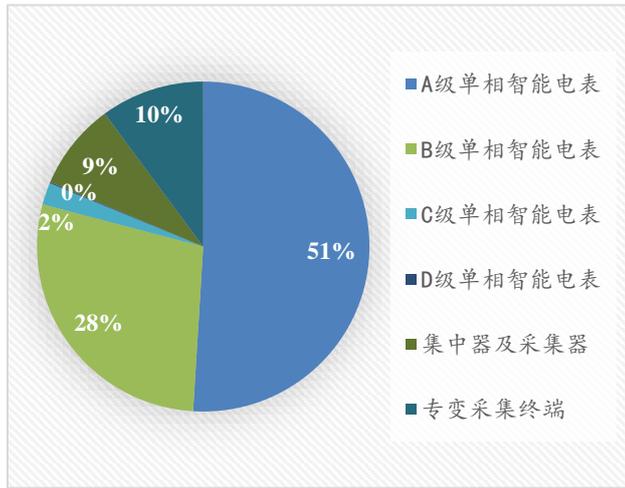
资料来源：华经网、国元证券经纪（香港）整理

2023 年国网招标数量：2023 年全年国网电能表（含用电信息采集）共招标 7624.4 万只，同比降 0.38%。其中，（1）单相表招标 5773.1 万只，同比增加 1.07%；（2）三相表招标 1363.8 万只，同比增加 4.77%。（3）采集器等设备招标 487.5 万只，同比降 23.81%。

图 33：国家电网历年智能电表招标数量及增速


资料来源：国家电网电子商务平台、国元证券经纪（香港）整理

2023 年国网招标电能表类型：同比 2022 年，A 级单相智能电能表、B 级三相智能电能表、C 级三相智能电能表需求量大幅增长，专变采集终端（含能源控制器专变）略有增长，D 级三相智能电能表和集中器采集器大幅下降。

图 34：2023 年国网不同类型电能表招标份额


资料来源：国家电网、Data 电力、国元证券经纪(香港)整理

图 35：国网招标不同类型智能表平均单价（人民币元）


资料来源：国家电网、Data 电力、国元证券经纪(香港)整理

构建新型电力系统建设中，智能电表的战略地位明显提升，未来将增加更多高等级应用需求。此外，智能电表产品具有相对固定的使用寿命，检定周期一般不超过 8 年，行业存在原有产品替换需求。目前电能表正处在新一轮的置换周期上升阶段，预计 2024-2025 年智能电表都将处于替换升级上行阶段，景气度持续向上。国网近日披露 2024 年电能表行业招标规划，分别将于 5、8、10 月进行三次招标，相较于 2023 年增加一次。2023 年招标金额较 2022 年下降 9.18%，我们初步预计 24 年电能表招标有望量价齐升，总金额较 2023 年增速将显著增长。

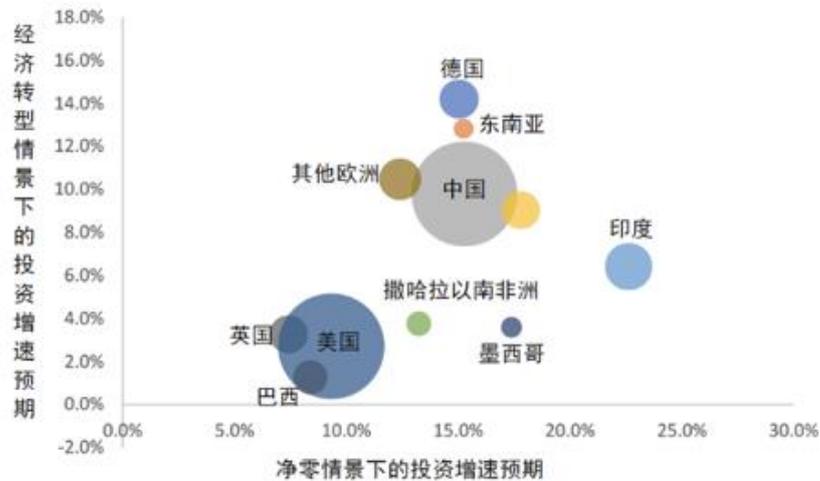
2.3 海外电网投资加速，中国电力设备出海显优势

近年来，海外电网面临的老旧线路改造、新能源消纳、制造业投资、无电弱电等问题愈加突出，电网投资有望迎来加速。根据海外各个地区的经济情况和电网建设的年限，可以大致分为两类，一类是以欧美为代表的发达经济体，另一类是以亚非拉为代表的新兴市场和发展中经济体（EMDEs）。

美国大部分电网建于 20 世纪 60 年代和 70 年代，目前超过 70% 的电网已经使用了 25 年以上。美国最大发电集团-美国电力（AEP.O）指出，在未来十年内，30% 的现有输电导线的预期寿命将达到或超过 70 年。美国为电网投资提供政府基金和贷款，总额超过 450 亿美元，旨在建设具有韧性和可靠性的能源基础设施。

欧洲同样面临老旧问题，预计约有 40% 的配电网已经使用超过 40 年。2022 年欧盟正式提出“能源系统数字化”计划，预计 2020-2030 年将需要约 5840 亿欧元的电网投资，其中约 4000 亿用于配电网投资，1700 亿将用于数字化建设。2023 年 11 月，欧盟委员会颁布电网行动计划（Grids Action Plan）细则，提出七个目标和 14 项行动计划，进一步细化欧盟电网的建设措施，以解决电网老化和日益增长的电网需求之间的矛盾，欧洲电网面临升级扩展需求。

图 36：海外重点区域的电网投资预测（2022-2023E）



资料来源：BNEF、国元证券经纪（香港）整理

新兴市场和发展中经济体的电力供应可靠性也远远低于发达经济体。以人均年均停电小时数来计算，大部分新兴市场和发展中经济体的停电水平是印度和美国的 3 倍左右，中国和欧盟的 15 倍左右。新兴市场和发展中经济体核心所在的亚非拉地区区的电网建设水平亟待提升。

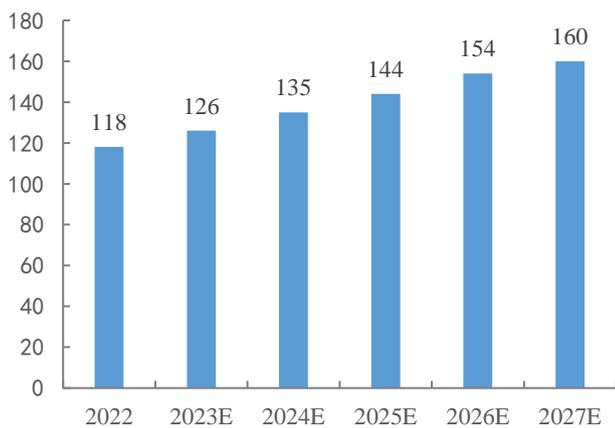
图 37：新兴经济体电网当前和未来面临的主要挑战



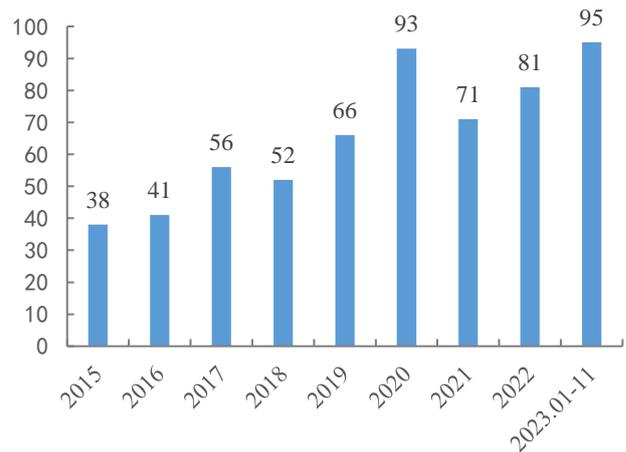
资料来源：IEA、国元证券经纪（香港）整理

智能电网是各国提高能源使用效率、推动绿色经济、应对环境气候变化重要举措，全球性大规模的智能电网建设为智能电表产品带来广阔的市场空间。根据 Research and Markets 和 Statista 数据，2022 年全球智能电表市场约为 118 亿美元，预计到 2027 年将达到 160 亿美元，年复合增长率为 6.3%。

自 2018 年至今中国电能表的出口量一直处于稳步上升趋势。海关数据显示，2023 年中国的电能表出口市场包括亚洲、非洲、欧洲、北美和拉丁美洲等多个地区。尤其是巴基斯坦、泰国、印尼、英国、荷兰、波兰、中国香港等地的进口量相比 2022 年增长迅速。2023 年 1-11 月，总出口金额 95 亿元，同比+26.5%；11 月出口 10.6 亿元，同比+22.4%，环比+31.2%。1-11 月出口亚洲、非洲、欧洲、北美洲、南美洲、大洋洲的金额分别为 30、22、34、0.3、6、2 亿元，同比增速分别为 36.4%、63.8%、10.0%、20.1%、2.6%、-6.5%。

图 38：全球智能电表市场规模（亿美元）


资料来源：IEA、国元证券经纪(香港)整理

图 39：中国历年电能表出口额（人民币亿元）


资料来源：海关总署、国元证券经纪(香港)整理

国网积极布局国际化战略，对全产业链“走出去”带动效果显著。国网自 2007 年左右大力发展国际化战略，先后在菲律宾、巴西、葡萄牙等多个国家参与骨干能源网的投资、运营、建设，推动技术标准软联通，成功实现技术、工程、装备、标准等一体化“走出去”。国网、南网、工程公司等“中字头”企业在出口早期阶段起到至关重要的引领作用。

受益于发展中国家升级智能电表，加上发达国家数字化转型拉动智能电表升级换代，中国电力设备在技术、服务和供应链优势明显，出海景气度显著提升。跟随国网境外投资路线，目前国内电力设备公司已经在欧洲和一带一路沿线国家完成了市场开拓。

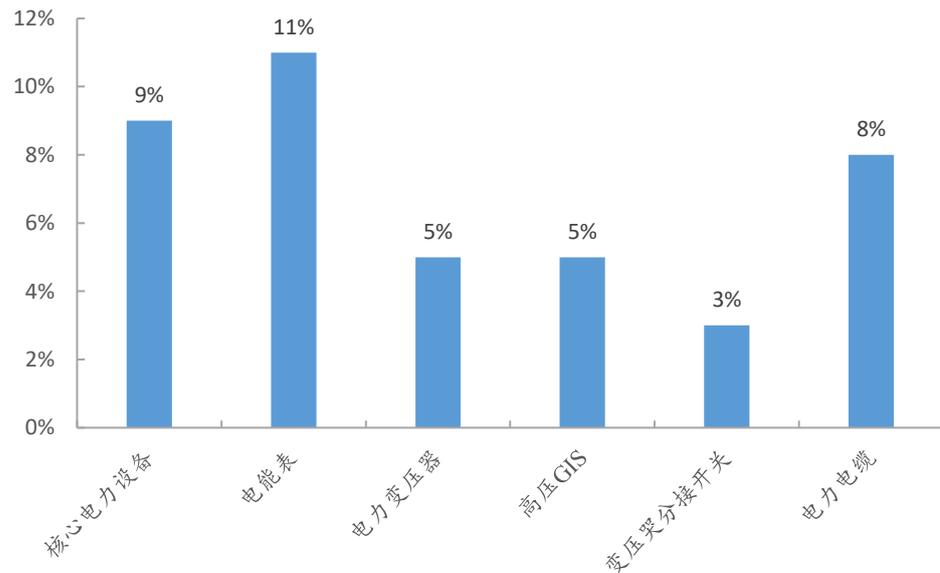
表 9：国家电网海外投资重点项目

国家	时间	项目/公司名称	投资方式
菲律宾	2007.12	菲律宾国家输电公司25年特许经营权	占股40%
巴西	2010&2012	12家输电特许经营权公司	占股100%
	2014.2	美丽山水电特高压输电一期	中标
	2015.7	美丽山水电特高压输电二期	中标
	2016.12	巴西圣保罗电力电灯公司	收购54.65%股权
	2023.12	美丽山水电特高压输电三期	中标
葡萄牙	2012.2	葡萄牙国家能源网公司	收购25%股权
澳大利亚	2012.12	澳大利亚南澳输电网公司	收购46.56%股权
	2014.1	新加坡能源国际澳洲资产公司	收购60%股权
		新加坡能源澳网公司	收购19.9%股权
意大利	2014.7	意大利存贷款旗下能源网公司	收购35%股权
比利时	2016.6	比利时伊安蒂斯公司	收购14%股权
巴基斯坦	2016.12	默蒂亚里-拉合尔±660千伏直流输电项目	BOOT
希腊	2017.6	希腊国家电网公司	收购24%股权
阿曼	2020.3	阿曼国家电网公司	收购24%股权
智利	2020.6	智利切昆塔公司	收购100%股权
	2021.7	智利通用电力公司	收购97.145%股权

资料来源：国家电网、国元证券经纪（香港）整理

目前中国电力设备当前出口产品主要为变压器、电表、高压开关等，未来多元化产品还有较大增长空间，而且大多数公司渠道主要集中在亚非拉等新兴市场，欧美等发达国家市场有待突破。

经测算，2022年中国电力设备在海外市场整体份额不到10%，其中电能表海外市场份额是较高的，但也只有11%，未来成长空间广阔。

图 40：2022 年中国电力设备海外市场份额


资料来源：海关总署、国元证券经纪（香港）整理

3. 公司投资逻辑

3.1 公司在国网电能表市场份额保持稳定

2023 年国网总部共开展 2 个批次电能表（含用采）招标，累计中标金额达到 232.87 亿元，同比上一年需求下降约 9.18%。2023 年有 84 家企业实现中标，绝对数量上同比上一年增加 8 家企业。

受招标总金额下降以及中标企业增加影响，各上市公司中标总金额及市场份额均呈下降趋势。2023 年威胜控股在国网智能表统招中标总金额为人民币 7.73 亿元，名次稳定在第 4 名，金额占比为 3.28%。

表 10：国网各上市公司 2022-2023 年电能表统招中标数据情况

年份	2022				2023				
	上市公司	排名	总金额	包总数	金额占比	排名	总金额	包总数	金额占比
	许继电气sz000400	1	167313	46	6.53%	1	134779	46	5.79%
	国电南瑞sh600406	3	142108	40	5.54%	2	125055	42	5.37%
	三星医疗sh601567	2	142807	37	5.57%	3	77343	25	3.32%
	威胜控股HK03393	4	131893	31	5.14%	4	76411	26	3.28%
	东方电子sz000682	5	125229	32	4.88%	5	74342	25	3.19%
	炬华科技sz300360	6	105634	30	4.12%	6	70235	25	3.02%
	海兴电力sh603556	8	85004	24	3.32%	8	63577	21	2.73%
	林洋能源sh601222	7	85578	26	3.34%	9	62647	22	2.69%
	鼎信通讯sh603421	10	78229	22	3.05%	7	66604	21	2.86%
	万胜智能sz300882	9	80529	23	3.14%	11	51750	17	2.22%
	友讯达sz300514	13	59007	19	2.30%	10	62332	21	2.68%
	科陆电子sz002121	11	69403	22	2.71%	12	51605	18	2.22%
	迦南智能sz300880	12	63126	17	2.46%	13	46065	16	1.98%
	正泰电器sh601877	15	39721	12	1.55%	14	44016	14	1.89%
	威胜信息sh688100	14	49482	13	1.93%	19	23705	10	1.02%
	西力科技sh688616	19	23411	8	0.91%	15	34947	10	1.50%
	煜邦电力sh688597	16	31211	10	1.22%	17	26149	9	1.12%
	积成电子sz002339	17	28137	11	1.10%	20	23553	8	1.01%
	科林电气sh603050	20	23100	6	0.90%	18	25075	6	1.08%
	新联电子sz002546	18	24132	10	0.94%	21	21184	9	0.91%
	深科技sz000021					16	32193	8	1.38%
	东软载波sz300183	24	6550	3	0.26%	22	14423	8	0.62%
	三晖电气sz002857	22	9167	5	0.36%	25	7467	5	0.32%
	金冠股份sz300510	23	7428	3	0.29%	23	8982	3	0.39%

资料来源：Data 电力、国元证券经纪(香港)整理

3.2 南网计量产品中标稳居第一

2023 年南网总部共开展 2 个批次计量产品框架招标，累计招标金额达到 45.78 亿元，同比 2022 年需求增长约 18.70%。

在 2023 年中，共有 20 家上市公司关联企业（只统计合并报表的关联企业）在计量框架招标中实现中标，威胜控股中标 4.80 亿元为最多，排名第一，金额占比为 10.48%。公司在智能电表和计量终端等多领域保持中标首位，竞争优势显著。

表 11：南网计量框架招标各上市公司 2022-2023 年中标数据情况

基础指标 简称	总金额		金额占比		金额排名		包数	
	2022	2023	2022	2023	2022	2023	2022	2023
威胜控股HK03393	42766.31	47979.78	11.09%	10.48%	1	1	22	22
三星医疗sh601567	35270.95	39158.10	9.15%	8.55%	2	3	12	14
鼎信通讯sh603421	30955.58	39298.75	8.03%	8.59%	4	2	10	13
林洋能源sh601222	31400.33	29864.20	8.14%	6.52%	3	4	11	11
科陆电子sz002121	27528.56	28699.41	7.14%	6.27%	5	5	8	9
炬华科技sz300360	23259.28	21628.10	6.03%	4.73%	6	8	6	7
海兴电力sh603556	17163.64	24202.01	4.45%	5.29%	7	6	4	5
威胜信息sh688100	15532.90	21111.94	4.03%	4.61%	8	9	13	14
正泰电器sh601877	11199.95	21779.93	2.90%	4.76%	11	7	5	6
友讯达sz300514	13328.50	15353.31	3.46%	3.35%	9	10	4	4
东方电子sz000682	8853.96	14234.75	2.30%	3.11%	12	11	2	4
南网科技sh688248	7703.89	8796.35	2.00%	1.92%	13	13	2	2
万胜智能sz300882	11787.45	4009.72	3.06%	0.88%	10	15	3	2
许继电气sz000400	2554.98	12418.16	0.66%	2.71%	16	12	1	3
西力科技sh688616	6511.53		1.69%		14		2	
东软载波sz300183		6477.68		1.42%		14		2
煜邦电力sh688597	5803.62		1.50%		15		2	
天正电气sh605066	2510.28	2642.32	0.65%	0.58%	17	17	2	2
力合微sh688589	1812.48	1538.96	0.47%	0.34%	19	19	1	1
力源信息sz300184		3166.82		0.69%		16		2
良信股份sz002706	1080.43	1593.31	0.28%	0.35%	20	18	2	1
未来电器sz301386	2214.25	455.27	0.57%	0.10%	18	20	2	1
白云电器sh603861	619.79		0.16%		21		1	
总计	385640.01	457728.93	100.00%	100.00%			137	157

资料来源：Data 电力、国元证券经纪(香港)整理

3.3 威胜能源在南网配网设备招标占据重要地位

南网 2023 年配网设备第一框架招标中,威胜能源总金额名列第二,金额占比 5.81%。

表 12: 南网 2023 年配网设备第一框架招标项目

项目	排名	总金额	环比	品类数	标包数量	金额占比	Top1品类金额
☐ 配网设备		353,994.39	-7.26%	15	141	100.00%	75,111.62
石家庄科林电气设备有限公司	1	21,389.26	↑ 7.94%	7	7	6.04%	4,890.65
威胜能源技术股份有限公司	2	20,581.04	↑ 74.31%	6	6	5.81%	5,604.44
宁波奥克斯智能科技股份有限公司	3	17,836.55	↑ 64.83%	7	7	5.04%	3,815.75
珠海康晋电气股份有限公司	4	17,353.45	↑ 711.18%	4	5	4.90%	5,779.86
汇网电气有限公司	5	14,091.03	↓ -47.69%	5	5	3.98%	4,446.04
广东康德威电气股份有限公司	6	13,056.56	↑ 78.05%	5	6	3.69%	3,202.49
海南威特电气集团有限公司	7	12,317.82	↑ 124.22%	5	5	3.48%	3,388.51
珠海沃顿电气有限公司	8	10,465.45	↑	3	3	2.96%	5,335.25
河南森源电气股份有限公司	9	9,681.47	↑ 124.24%	4	4	2.73%	2,950.98
苏州科陆东自电气有限公司	10	9,529.65	↓ -18.60%	3	3	2.69%	3,922.31
北京科锐配电自动化股份有限公司	11	9,393.30	↓ -76.46%	5	5	2.65%	2,384.84
科大智能电气技术有限公司	12	9,349.96	↑ 26.33%	3	3	2.64%	3,716.17
许继电气股份有限公司	13	9,031.25	↑ 361.05%	3	3	2.55%	5,603.46
库柏爱迪生(平顶山)电子科技有限公司	14	8,805.38	↑ 56.41%	3	3	2.49%	4,001.44
北京合锐赛尔电力科技股份有限公司	15	8,590.77	↑	2	2	2.43%	4,668.35

资料来源: Data 电力、国元证券经纪(香港)整理

南网 2023 年配网设备第二框架招标中,威胜能源总金额名列第四,金额占比 4.11%。

表 13: 南网 2023 年配网设备第二框架招标项目

金额单位: 万元

批次	总金额	排名	标包数量	金额占比	累计占比	环比	中标省份
☐ 202301	353,994.39		141	100.00%			
☐ 202302	473,196.98		156	100.00%	33.67%		
北京科锐配电自动化股份有限公司	34,474.45	1	11	7.29%	7.29%	267.01% ↑	广东/广州/广西/云南/贵州
北京双杰电气股份有限公司	24,229.97	2	8	5.12%	12.41%	220.56% ↑	广东/广州/海南/贵州/广西
宁波奥克斯智能科技股份有限公司	19,492.03	3	6	4.12%	16.53%	9.28% ↑	广东/广州/深圳/贵州
威胜能源技术股份有限公司	19,447.37	4	5	4.11%	20.63%	-5.51% ↓	广东/广州
广东正超电气有限公司	17,985.27	5	5	3.80%	24.44%	398.54% ↑	广东/广州
广东明阳电气股份有限公司	17,318.32	6	6	3.66%	28.10%	107.07% ↑	广东/广州/云南/贵州
广东中鹏电气有限公司	16,537.24	7	6	3.49%	31.59%	102.41% ↑	广东/广州/广西/云南/海南
广东康德威电气股份有限公司	15,369.52	8	5	3.25%	34.84%	17.71% ↑	广东/广州/广西
广东科源电气股份有限公司	15,266.72	9	5	3.23%	38.06%	102.56% ↑	广东
南京南瑞继保工程技术有限公司	11,998.31	10	3	2.54%	40.60%	498.72% ↑	广东/云南
海南威特电气集团有限公司	11,689.42	11	4	2.47%	43.07%	-5.10% ↓	广东/广州
库柏爱迪生(平顶山)电子科技有限公司	11,494.33	12	3	2.43%	45.50%	30.54% ↑	广东/深圳
河南森源电气股份有限公司	11,210.13	13	5	2.37%	47.87%	15.79% ↑	广东/广西
石家庄科林电气设备有限公司	10,757.09	14	4	2.27%	50.14%	-49.71% ↓	广东/深圳
江苏大全长江电器股份有限公司	10,636.22	15	2	2.25%	52.39%		广西/深圳
北京合纵科技股份有限公司	10,596.15	16	4	2.24%	54.63%	693.99% ↑	广西/深圳/云南
广东金晖隆开关有限公司	10,214.58	17	2	2.16%	56.79%	278.19% ↑	广东
许继电气股份有限公司	10,027.91	18	4	2.12%	58.91%	11.04% ↑	广东/广州/海南/云南
汇网电气有限公司	9,807.28	19	4	2.07%	60.98%	-30.40% ↓	广东/云南
北京合锐赛尔电力科技股份有限公司	9,486.22	20	3	2.00%	62.98%	10.42% ↑	广东/广西/广州

资料来源: Data 电力、国元证券经纪(香港)整理

3.3 公司海外电能表先发优势显著，未来增长可期

➢ 公司占据海外市场先发优势

海外智能电表市场空间广阔，目前竞争格局较为分散，较分散的竞争状态为中国企业开拓海外市场提供了发展机遇；高压设备的供应商相较中低压侧更加集中；电力电缆、变压器分接开关的海外集中度较高，部分市场呈现寡头或垄断格局。长期来看中国企业出口的主要驱动力为技术和制造能力、性价比、服务优势，特别在智能电表解决方案项目中具备突出的技术和服务优势。

公司和西门子一直保持良好的合作关系。除了在少数部分发达国家和地区，西门子自己生产外，若是西门子早前布局的市场，海外大部分国家西门子自己没有生产设备的，主要由威胜 OEM 代工。而威胜自己拓展的海外市场，都是公司自己的品牌供货。公司的核心优势主要体现在生产的设计方面，公司设计灵活，可以根据客户的要求去设计，而且成本比海外厂商要低。公司多年在海外市场的拓展和积累，公司产品经受住了时间的考验，并得到了海外客户的认可。

公司深入拓展全球客户业务网络覆盖亚洲、非洲、美洲、欧洲和中东国家和地区等已在全球 70 多个国家和地区建立业务，在海外设立工厂先发优势明显。目前公司在海外有三个工厂，分别是墨西哥、巴西和非洲坦桑尼亚。最核心的是墨西哥工厂，预计 2023 年海外收入一半来自于墨西哥工厂。公司墨西哥工厂产能满产约为人民币 12 亿元，匈牙利厂房设计规模与墨西哥相当，预计 2024 年 4 月投产。

图 41：公司国际业务发展版图和重点海外客户



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

➤ 巴西、墨西哥市场有望持续发力

目前国际上大多数发展中国家和部分发达国家（如德国）正处于智能计量渗透率提升的早期阶段，计量体系也逐渐从人工抄表向智能计量进化。同时大部分的发达国家和地区均处大规模推广 AMI 系统的阶段，并且很快将完成全覆盖。部分已完成 AMI 系统覆盖的发达国家，其计量终端正在向智能边缘计算终端迭代。

巴西着重于“北电南送、西电东送”的输电网架投资。水电为巴西的主力电源，2022 年水电发电量占比超过 70%，巴西的水电资源集中在北部、西部，但电力负荷集中在东南沿海，因此“北电南送、西电东送”的输电网架为巴西电网投资的重点。根据巴西国家电网 SIN 预计，2020-2024 年间输电线路长度将增加 3.2 万 km，相较 2019 年增加 22%，2025-2030 年间将再增加 1.7 万 km，到 2029 年输电线路总长度将达到 20.3 万 km。

墨西哥电网建设明显滞后，最新电网投资计划增幅明显。随着数轮极端高温以及越来越多制造业落户墨西哥，墨西哥民用和商业用电需求大幅增长，2017-2021 年墨西哥用电量增长 8.3%，而同期墨西哥输电线路和变电站数量仅新增 3%-5%，电网建设明显滞后。2023 年墨西哥用电量进一步激增，输配电网建设落后叠加发电侧能力不足，墨西哥面临着电力短缺、高电价、故障频发等一系列制约经济的问题。

目前公司占据墨西哥 1/3 市场份额，墨西哥电能表替换周期为 5 年，2023 年是第一年，预期后续还有持续增长潜力。2023 年公司海外收入占比约 25%，预期 2024 年将进一步提升至 30% 左右。

表 14：中国电力设备公司出海情况汇总

公司	海外出口主要产品	主要出口地区	海外工厂	2022年海外收入占比	2023H1海外收入占比
思源电气	输变电工程EPC、变压器、AIS	欧洲（英国、意大利、希腊）、中东、一带一路国家	印度	17.7%	20.4%
海兴电力	电表、EPC	一带一路国家	巴西，南非、肯尼亚、印度尼西亚、孟加拉、巴基斯坦	55.7%	
威胜控股	电表、EPC	东南亚、非洲、拉丁美洲、中东	墨西哥、巴西、坦桑尼亚	21.0%	24.0%
三星医疗	电表、中压环网柜、配电变压器	欧洲、拉美、东南亚等地区	巴西、印尼、波兰、孟加拉	18.0%	
中国西电	全范围变压器、EPC	一带一路国家、欧洲	印尼、埃及	14.1%	
金盘科技	变压器	美国、欧洲	墨西哥	13.8%	
华明装备	分接开关	欧洲、东南亚	俄罗斯、土耳其	8.9%	15.4%
平高电气	组合电器、环保开关类产品	欧洲（意大利、波兰）、一带一路沿线国家	无	2.2%	

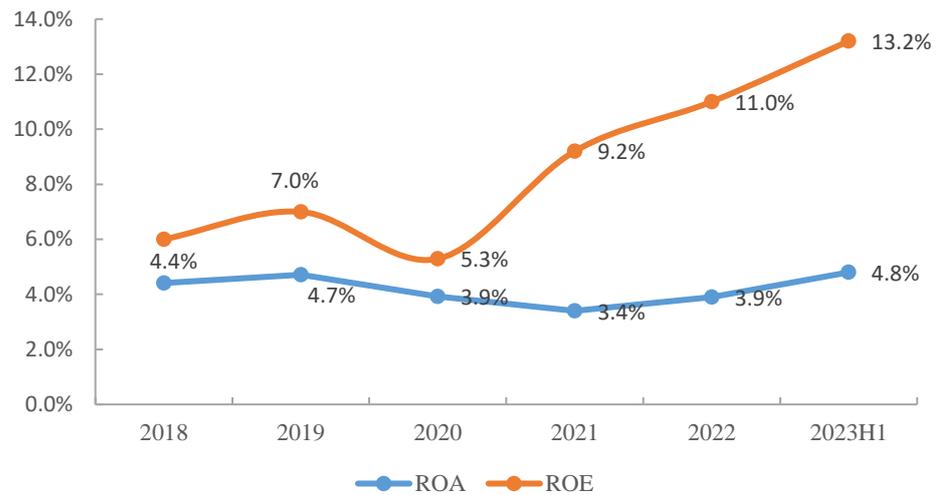
资料来源：各公司公告、国元证券经纪(香港)整理

4. 财务分析

4.1 资产回报率逐步提升

2021 年以来，公司资产回报率开始明显提升，2023 年上半年 ROA 和 ROE 分别达到 4.8% 和 13.2%。

图 42：公司历年 ROA 和 ROE 指标

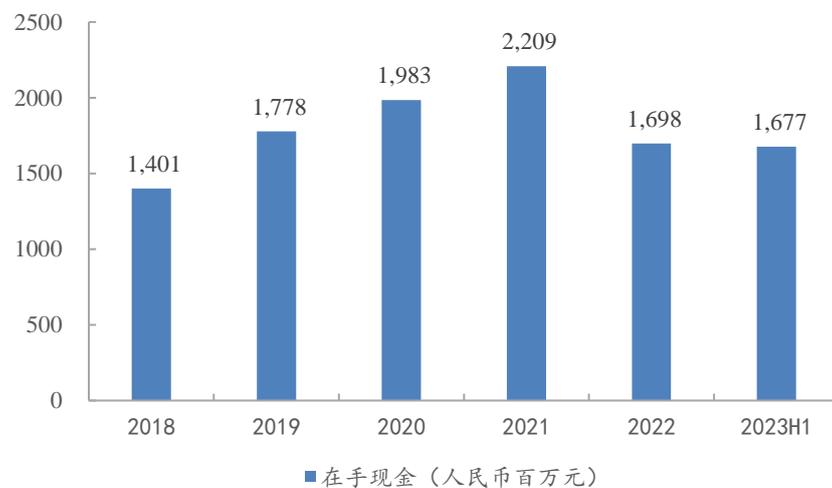


资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

4.2 在手现金充裕

公司历年来，一直保持充裕在手现金。

图 43：公司历年在手现金

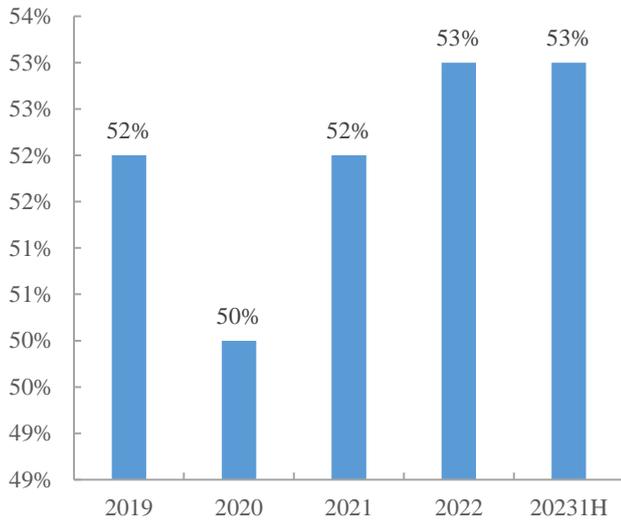


资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

4.3 财务稳健

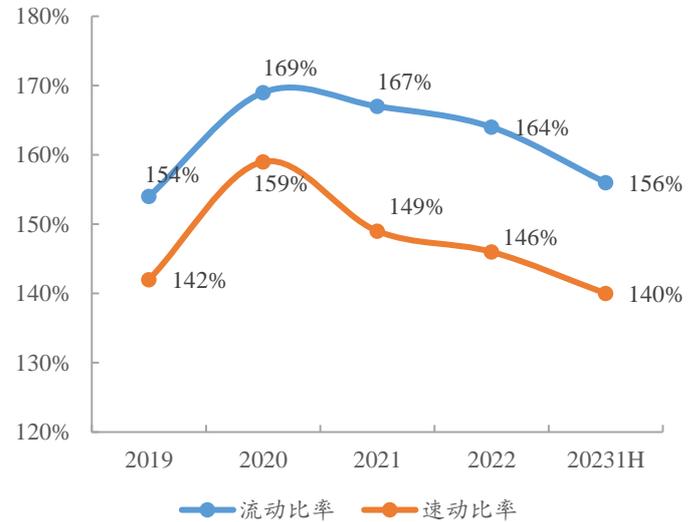
公司资产负债结构稳健，流动比率和速动比率均保持良好水平。

图 44：公司总资产负债率



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

图 45：公司流动比率和速动比率

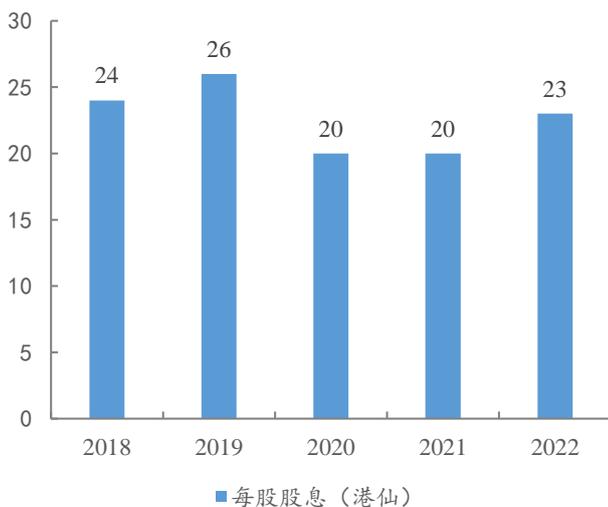


资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

4.4 持续高分红，股东回报稳定

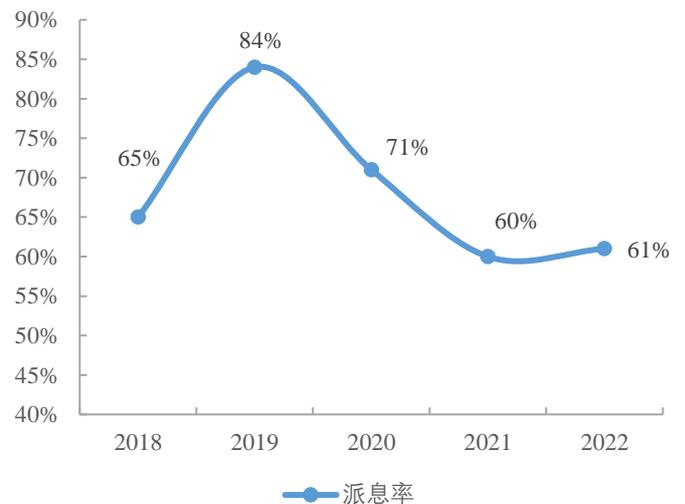
公司派息率历年保持在较高水平，2021-2022 年稳定保持在 60% 以上，预期未来派息率有望维持。随着公司收入和利润的持续增长，预期公司每股股息也将持续增长，目前公司股息率高达 9% 以上。整体看来，公司股东回报稳定，安全边际高。

图 46：公司每股股息



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

图 47：公司分红派息率



资料来源：公司简报、国元证券经纪(香港)整理

5. 盈利预测

5.1 收入预测

根据公司在手订单和中期业务,我们初步预测公司 2023 年收入为人民币 73.1 亿元,同比增长 24.8%,其中电 AMI 预测收入为人民币 24.71 亿元,同比增长 20%;通信及流体 AMI 预测收入为 20.92 亿元,同比增长 10%;ADO 业务预测收入为人民币 27.47 亿元,同比增长 45%。

表 15: 收入预测

(人民币百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	4,591	5,856	7,310	9,234	11,637
<i>同比增长</i>		27.6%	24.8%	26.3%	26.0%
电 AMI 业务	1,714	2,059	2,471	3,014	3,617
<i>同比增长</i>		20.1%	20.0%	22.0%	20.0%
通信及流体 AMI	1,719	1,902	2,092	2,510	3,013
<i>同比增长</i>		10.6%	10.0%	20.0%	20.0%
ADO 业务	1,157	1,895	2,747	3,709	5,007
<i>同比增长</i>		63.8%	45.0%	35.0%	35.0%

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)整理

5.2 盈利预测

2023 年上半年,公司归属股东净利润为人民币 2.14 亿元,同比增长 49%;综合考虑公司成本和费用率,我们预测公司 2023 年归属股东净利润为人民币 4.71 亿元,同比增长 45.5%。

表 16: 盈利预测

(人民币百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
除税前利润	473	582	845	1,159	1,531
<i>同比增长</i>		23.2%	45.1%	37.1%	32.1%
净利润	428	511	744	1,020	1,347
<i>同比增长</i>		19.4%	45.5%	37.1%	32.1%
归属股东净利润	268	324	471	646	853
<i>同比增长</i>		20.8%	45.5%	37.1%	32.1%
每股盈利(分)	27.2	32.9	47.8	65.5	86.5
<i>同比增长</i>		21.0%	45.2%	37.1%	32.1%
每股股息(港仙)	20	23	31	43	57

资料来源: 公司年报、国元证券经纪(香港)整理

6.估值与投资建议

目前国内可类比电能表等电气设备公司多在 A 股上市，综合来看，2023 年行业动态 PE 约为 18.8 倍。威胜控股持有 58.59% 股份的威胜信息，最新市值约为人民币 136 亿元，2023 年动态 PE 约 26.5 倍，而威胜控股目前总市值仅约为 38 亿港元，2023 年动态 PE 仅为 7.2 倍，价值明显低估。

结合公司盈利预测和行业估值情况，我们给予公司目标价 5.28 港元，相当于 2023 年和 2024 年 10 倍和 7.3 倍 PE，目标价较现价有 38% 上升空间，首次覆盖给予“买入”评级。

表 17：行业估值

市场	代码	简称	货币	股价	市值 (亿)	PE				PB			
						2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
A股	000400.SZ	许继电气	CNY	20.90	213	28.1	22.5	17.6	14.3	2.0	1.9	1.8	1.6
	601567.SH	三星医疗	CNY	20.76	293	30.9	17.7	14.3	11.7	2.8	2.7	2.4	2.1
	603556.SH	海兴电力	CNY	31.98	156	23.5	18.8	15.5	12.9	2.5	2.4	2.1	1.9
	688100.SH	威胜信息	CNY	27.21	136	34.0	26.5	20.7	16.4	4.9	4.4	3.8	3.2
	601222.SH	林洋能源	CNY	5.94	122	14.3	10.5	7.8	6.3	0.8	0.8	0.7	0.7
	300360.SZ	炬华科技	CNY	15.09	77	16.3	13.5	10.7	8.7	2.2	2.2	1.8	1.5
	600406.SH	国电南瑞	CNY	20.55	1,651	25.6	22.2	19.0	16.5	3.7	3.4	3.0	2.7
	000682.SZ	东方电子	CNY	7.61	102	23.3	18.4	14.6	11.9	2.3	2.2	2.0	1.7
	平均						24.5	18.8	15.0	12.3	2.7	2.5	2.2
	3393.HK	威胜控股	HKD	3.82	38	10.5	7.3	5.3	4.0	0.7	0.7	0.7	0.7

资料来源：Wind、国元证券经纪(香港)整理

风险提示

国内外电表招标不及预期

电网投资进度不及预期

境外业务经营风险

市场化竞争程度加剧

财务报表摘要
损益表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
收入	4,591	5,856	7,310	9,234	11,637
经营成本	(3,092)	(3,927)	(4,727)	(6,006)	(7,625)
其他收入	182	163	80	84	88
行政费用	(177)	(216)	(270)	(323)	(388)
财务开支	(99)	(113)	(126)	(141)	(158)
应占联营公司利润	0	3	0	0	0
其他开支	(70)	(94)	(92)	(90)	(89)
税前盈利	473	582	845	1,159	1,531
所得税	(45)	(71)	(101)	(139)	(184)
少数股东应占利润	160	187	273	374	494
归属股东净利润	268	324	471	646	853
折旧及摊销	(6,093)	(7,661)	(8,810)	(9,691)	(10,660)
EBITDA	6,482	8,190	9,701	10,907	12,261
增长					
总收入 (%)	16%	28%	25%	26%	26%
EBITDA (%)	n/a	26%	18%	12%	12%

资产负债表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金	2,579	2,028	1,933	2,478	3,125
应收账款	4,095	4,395	4,615	4,846	5,088
存货	991	1,081	1,135	1,192	1,251
其他流动资产	1,923	2,292	2,307	2,252	2,267
流动资产	9,588	9,796	9,990	10,767	11,731
固定资产	1,472	1,616	1,777	1,866	1,903
其他固定资产	1,612	1,614	1,875	1,634	1,416
非流动资产	3,084	3,230	3,652	3,500	3,319
总资产	12,672	13,026	13,642	14,266	15,050
流动负债	5,759	5,913	6,208	6,517	6,671
应付账款	3,313	3,642	3,824	4,015	4,055
短期银行贷款	2,047	1,715	1,801	1,891	1,985
其他短期负债	399	556	584	612	631
非流动负债	834	985	1,008	915	1,007
长期银行贷款	790	947	966	869	956
其他负债	43	38	42	46	51
总负债	6,592	6,898	7,216	7,433	7,678
少数股东权益	1,448	1,473	1,582	1,731	1,929
股东权益	4,632	4,656	4,844	5,103	5,444
每股账面值 (人民币元)	0.62	0.62	0.65	0.69	0.75
营运资金	3,830	3,884	3,782	4,250	5,060

财务分析

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					
EBITDA 利率 (%)	141%	140%	133%	118%	105%
净利率 (%)	6%	6%	6%	7%	7%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	4%	4%	4%	4%	3%
实际税率 (%)	9%	12%	12%	12%	12%
股息支付率 (%)	75%	75%	75%	175%	275%
营业周期	60	60	60	61	62
应付账款天数	176	234	265	222	188
应收账款天数	60	60	60	61	62
ROE (%)	6%	7%	10%	13%	16%
ROA (%)	3%	3%	4%	5%	6%
财务状况					
净负债/股本	0.1	0.1	0.2	0.1	(0.0)
收入/总资产	0.36	0.45	0.54	0.65	0.77
总资产/股本	2.74	2.80	2.82	2.80	2.76
收入对利息倍数	46.2	52.1	58.0	65.4	73.6

现金流量表

人民币百万元, 财务年度截至12月31日

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
EBITDA	6,482	8,190	9,701	10,907	12,261
融资成本	99	113	126	141	158
营运资金变化	n/a	54	(102)	468	811
所得税	(46)	(75)	(101)	(139)	(184)
营运现金流	252	863	1,699	2,021	2,237
资本开支	(379)	(390)	(450)	(450)	(550)
其他投资活动	(83)	(288)	(294)	(300)	(306)
投资活动现金流	(463)	(678)	(744)	(750)	(856)
负债变化	566	(165)	(166)	(168)	(426)
股本变化	0	0	0	0	0
股息	(212)	(222)	(317)	(455)	(622)
其他融资活动	89	(332)	(243)	(110)	307
融资活动现金流	444	(719)	(726)	(733)	(741)
现金变化	233	(534)	229	538	641
期初持有现金	1,983	2,209	1,698	1,933	2,478
汇率变动	(7)	23	7	7	7
期末持有现金	2,209	1,698	1,933	2,478	3,125

投资评级定义和免责条款

投资评级

买入	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于 20%
持有	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅在正负 20%之间
卖出	未来 12 个月内目标价距离现价涨幅不小于-20%
未评级	对未来 12 个月内目标价不做判断

免责声明

一般声明

本报告由国元证券经纪（香港）有限公司（简称“国元证券经纪（香港）”）制作，国元证券经纪（香港）为国元国际控股有限公司的全资子公司。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国元证券经纪（香港）及其关联机构对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考虑各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国元证券经纪（香港）及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告署名分析师与本报告中提及公司无财务权益关系。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，国元证券经纪（香港）可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与国元证券经纪（香港）的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

国元证券经纪（香港）的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国元证券经纪（香港）没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国元国际控股有限公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。

分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

特别声明

在法律许可的情况下，国元证券经纪（香港）可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到国元证券经纪（香港）及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为国元证券经纪（香港）所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

分析员声明

本人具备香港证监会授予的第四类牌照——就证券提供意见。本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

国元国际控股有限公司
香港中环康乐广场8号交易广场三期17楼
电 话：(852) 3769 6888
传 真：(852) 3769 6999
服务热线：400-888-1313
公司网址：<http://www.gyzq.com.hk>