

强烈推荐-A (维持)

炬华科技 300360.SZ

目标估值: 16-17 元

当前股价: 13.33 元

2019 年 12 月 22 日

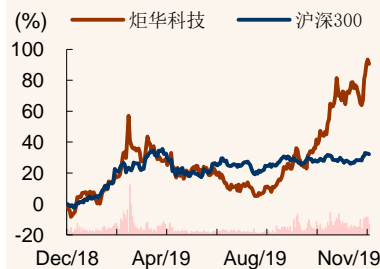
业绩持续超预期, 新业务、海外有望加大贡献

基础数据

上证综指	3005
总股本(万股)	40962
已上市流通股(万股)	33221
总市值(亿元)	55
流通市值(亿元)	44
每股净资产(MRQ)	5.2
ROE(TTM)	7.4
资产负债率	14.5%
主要股东	杭州炬华集团有限公司
主要股东持股比例	22.81%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	11	60	81
相对表现	9	55	50



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《炬华科技(300360)——智能电表更换拉动主业高增长, 新业务成长带来新高度》2019-12-16
- 2、《炬华科技(300360)——上调回购价格至 14.10 元, 拟设立物联网子公司》2019-11-05
- 3、《炬华科技(300360)——业绩超预期, 智能电表更换拉动公司进入新一轮增长期》2019-10-27

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

研究助理

普绍增

pushaozeng@cmschina.com.cn

公司发布 2019 年业绩预告, 全年实现归母净利润 2.17-2.58 亿元, 同比增长 60-90%。其中, 4 季度预告中值达 0.87 亿元, 创季度新高, 持续超预期。2019 年国网智能电表招标同比增长 40%, 支持国网泛在电力物联网要求的电表新标准也有望出台, 智能电表更换与升级带来的量价齐升将持续拉动公司主业高增长。同时, 公司培育的物联网、智能水表业务将为公司带来新增量, 充电桩近期通过欧洲客户验证, 有望突破。维持“强烈推荐-A”评级, 上调业绩预测, 上调目标价至 16-17 元。

- **业绩持续超预期, 预告中值创季度新高。**公司发布 2019 年业绩预告, 全年实现归母净利润 2.17-2.58 亿元, 同比增长 60-90%。其中, 4 季度公司实现归母净利润 0.66-1.07 亿元, 同比增长 794-1342%。4 季度业绩预告中值达 0.87 亿元, 创季度新高, 持续超预期。
- **智能电表更换与升级将持续拉动主业高增长。**2019 年国网已累计集中招标 7386 万只, 较 2018 年增长 39%, 招标额增长 30-40%。2009-2015 年国内完成了智能电表改造, 目前该批电表已陆续进入更换期, 国网尚未大面积展开新一轮智能电表改造, 可能与其新标准推出计划有关, 我们推测今年底或明年年初, 兼容国际法制计量组织 IR4 标准并支持国网泛在电力物联网要求的电表新标准有望出台。新标准下, 智能电表将有更丰富、高级的功能, 单表价值量也会更高。预计公司业绩将充分受益。
- **培育的物联网、智能水表业务将为公司带来新增量。**公司 2016 年通过收购上海纳宇, 进入用户侧能源物联网业务, 经过几年的沉淀, 已具备提供能源需求侧整体解决方案的能力。目前, 公司通过设立物联网子公司, 有望进一步整合能优化公司物联网业务的人力、产品、市场资源, 开发新产品, 拓展新市场。此外, 公司在积极布局智能水表相关业务。物联网、智能水表等新业务成长将为公司带来新的增量。
- **充电桩产品通过欧洲客户验收, 海外有望突破。**公司 06 年进入海外市场, 并通过收购捷克 LOGAREX 公司强化自身在欧洲市场的竞争力。今年 12 月, 据公司网站新闻报道, 子公司正华电子广告交流充电桩通过欧洲客户验收, 近期将根据约定安排发货。公司在欧洲有客户基础, 此次充电桩产品通过验收, 后续有望获得突破。
- **投资建议:** 维持“强烈推荐-A”评级, 上调业绩预测, 上调目标价至 16-17 元。
- **风险提示:** 智能电表部分原材料供应紧张, 新标准推出时间不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入(百万元)	973	872	970	1320	1754
同比增长	-18%	-10%	11%	36%	33%
营业利润(百万元)	174	165	266	398	533
同比增长	-38%	-5%	62%	49%	34%
净利润(百万元)	157	136	236	345	459
同比增长	-38%	-14%	74%	46%	33%
每股收益(元)	0.38	0.33	0.58	0.84	1.12
PE	34.7	40.2	23.1	15.8	11.9
PB	2.7	2.5	2.4	2.3	2.1

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、业绩持续超预期，预告中值创季度新高	4
2、智能电表更换周期启动，公司开始进入新一轮增长期	5
3、持续加码物联网、智能水表业务，有望进入收获期	8
4、海外耕耘多年，充电桩业务有望突破	10
投资建议与估值分析	13
风险提示	13

图表目录

图 1 2019 年 4 季度业绩预告中值创季度新高	4
图 2 产品梳理与升级，盈利能力持续提升	4
图 3 公司年度业绩情况（单位，百万元）	5
图 4 公司季度业绩情况（单位，百万元）	5
图 5 智能电表招标量大幅回升	6
图 6 国网智能电表历年招标量情况	7
图 7 国网智能电表（含采集器）历年招标金额情况	7
图 8 下一代智能电表将搭载更多功能	7
图 9 上海纳宇主营业务收入情况	9
图 10 上海纳宇净利润情况	9
图 11 公司智能水表相关产品	9
图 12 电表、水表业务协同效应显著	10
图 13 我国智能电表需求量	10
图 14 我国智能水表渗透率持续提升	10
图 15 公司海外业务收入及占比情况	11
图 16 欧洲新能源汽车充电桩建设情况	12
图 17 欧洲各国新能源汽车充电桩保有量	12
图 18 德国公共充电桩数量及规划	12
图 19 伦敦公共充电桩数量及预测	12
图 20: 炬华科技历史 PE Band	13
图 21: 炬华科技历史 PB Band	13

表 1: 业绩增长超预期.....	4
表 2: 公司历史业绩情况 (单位, 百万元)	5
表 3: 公司国网智能电表中标情况统计 (2016 年-2019 年)	6
表 4: 物联网智能电表功能介绍	7
表 5: 国网新一代智能电表推进情况预计	7
表 6: 新一代智能电表成本价格估算 (单位, 元/只)	8
表 7: 公司拟设立物联网相关全资子公司	8
表 8: 公司物联网业务布局情况	8
表 9: 炬源智能经营范围	9
表 10: 公司交流充电桩产品情况	11
表 11: 公司欧洲市场部分情况	11
表 12: 捷克子公司 LOGAREX 相关财务数据 (单位, 百万元)	12
表 13: 估值测算表 (假设公司回购股份用于注销)	13
附: 财务预测表	14

1、业绩持续超预期，预告中值创季度新高

业绩持续超预期，预告中值创季度新高。公司发布 2019 年业绩预告，全年实现归母净利润 2.17-2.58 亿元，同比增长 60-90%。其中，4 季度公司实现归母净利润 0.66-1.07 亿元，同比增长 794-1342%（去年 4 季度有商誉减值影响，剔除该因素影响同比增长 25-101%）。

2019 年 4 季度公司业绩预告中值达 0.87 亿元，环比 3 季度增长 38%，创季度新高。继 3 季度增长超预期后，4 季度业绩增长再次超市场预期。

异常项目分析。2019 年公司预计非经常损益约为 0.15 亿元，低于 17、18 年的 0.18、0.33 亿元。

智能电表、物联网业务双双加速，盈利能力持续提升。2019 年国网智能电表招标同比增长 40%，同时，公司第 2 批中标排名三甲，智能电表交货加速拉动公司主业高增长。物联网相关业务，全资子公司上海纳宇估算全年实现净利润 0.3 亿元，同比增长 40-50%。

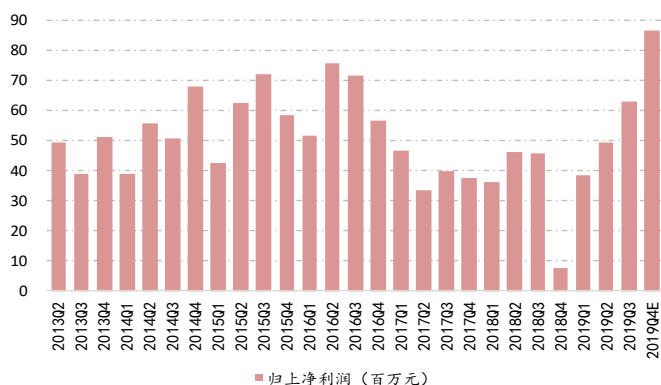
公司在过去一年对智能电表、物联网相关产品进行了系统性的梳理与升级，生产成本持续降低，毛利率、净利率水平在过去几个季度获得持续提升，至 2019 年 3 季度，毛利率、净利率分别达 39.8%、27.5%。

表 1：业绩增长超预期（单位，百万元）

	2018 年	2019 年	同比 (%)	增长中值 (%)
归上净利润	135.8	217.3-258.1	60-90	75
	2018Q4	2019Q4	同比 (%)	增长中值 (%)
归上净利润	7.4	66.4-107.2	794-1342	1068
	2019Q3	2019Q4	环比 (%)	增长中值 (%)
归上净利润	62.8	66.4-107.2	6-71	38

资料来源：Wind、招商证券

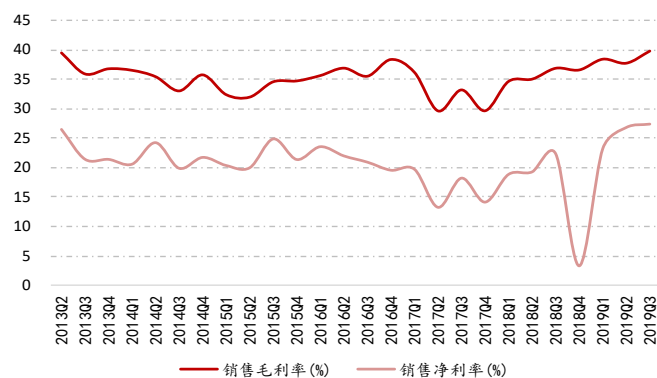
图 1 2019 年 4 季度业绩预告中值创季度新高



资料来源：Wind、招商证券

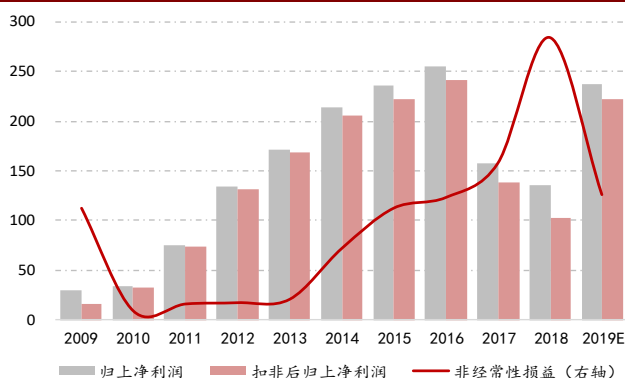
注:2019 年 4 季度业绩取公司预告中值

图 2 产品梳理与升级，盈利能力持续提升



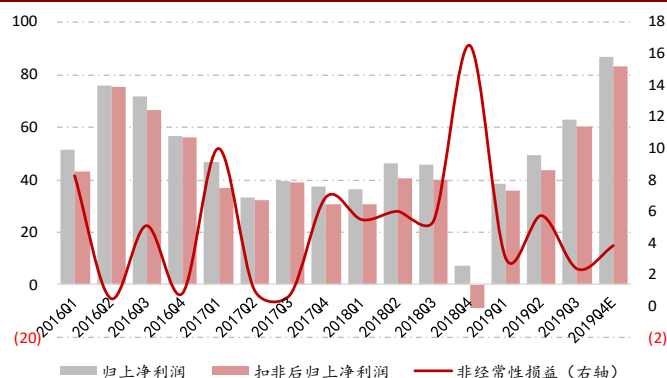
资料来源：Wind、招商证券

图 3 公司年度业绩情况 (单位, 百万元)



资料来源: Wind、招商证券

图 4 公司季度业绩情况 (单位, 百万元)



资料来源: Wind、招商证券

表 2: 公司历史业绩情况 (单位, 百万元)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4E
营业收入	193.31	240.54	204.32	233.73	166.08	183.90	228.79	
毛利润	65.87	82.46	73.45	83.28	62.69	68.25	89.55	
利润总额	43.34	53.14	53.61	16.16	46.12	57.59	73.88	
归上净利润	36.34	46.39	45.66	7.43	38.64	49.43	62.83	66.4-107.2
扣非后净利润	30.91	40.43	40.27	(9.06)	35.64	43.74	60.53	62.6-103.4
主要比率(%)								
毛利率	34.62	35.00	36.84	36.55	38.38	37.70	39.76	
销售费用率	6.83	5.87	7.40	11.47	7.84	7.53	6.51	
管理费用率	12.32	8.85	9.88	12.52	15.41	11.43	10.00	
财务费用率	(2.25)	(2.41)	(3.76)	(6.47)	(7.96)	(8.25)	(8.07)	
经营利润率	14.92	19.56	18.67	11.65	14.50	18.16	22.63	
净利率	18.86	19.28	22.37	3.19	23.26	26.88	27.46	

资料来源: Wind、招商证券

2、智能电表更换周期启动, 公司开始进入新一轮增长长期

智能电表周期启动, 行业有望有三年上行过程。2019 年国网已累计集中招标 7386 万只, 较 2018 年增长 39%, 招标额增长 30-40%。此外, 南网 2019 年第二批智能电表招标金额为 14.79 亿元, 较 2019 年第一批的 4.13 亿元大幅提升。考虑分布式发电、充电桩等新需求, 当前国网智能电表终端超 5.5 亿只, 行业有望有 3 年上行过程。

智能电表服役寿命一般 8-10 年, 主要因电子器件寿命有限, 另外仪表锂电池寿命一般为 8-10 年。国网在 2009-2015 年完成上一轮智能电表改造 (约 4.6 亿只), 目前该批电表开始进入更换期 (本次约 5.5 亿只)。

智能电表有望成为泛在电力物联网最重要的终端 (之一)。国网之前未大面积展开新一轮改造, 可能与其新标准有关。兼容国际法制计量组织 IR4 标准, 并支持国网泛在电力物联网要求的电表新标准有望在明年年初出台。

新标准即将进入功能性检测阶段。12 月 1-10 日, 新一代智能电表将进入功能性检测阶段, 明年第一批智能电表招标中, 将会有一定比例的新标准电表, 第二批招标新标准占

比将大幅提高，2021 年的招标中，有望全部采用新标准。新标准下，单相表的价格有望从目前的 150-170 元/只提升至 300-350 元/只（行业估计），上述价格不包含负荷识别模块、有序充电模块，如果加上，单表的价格量将更高。

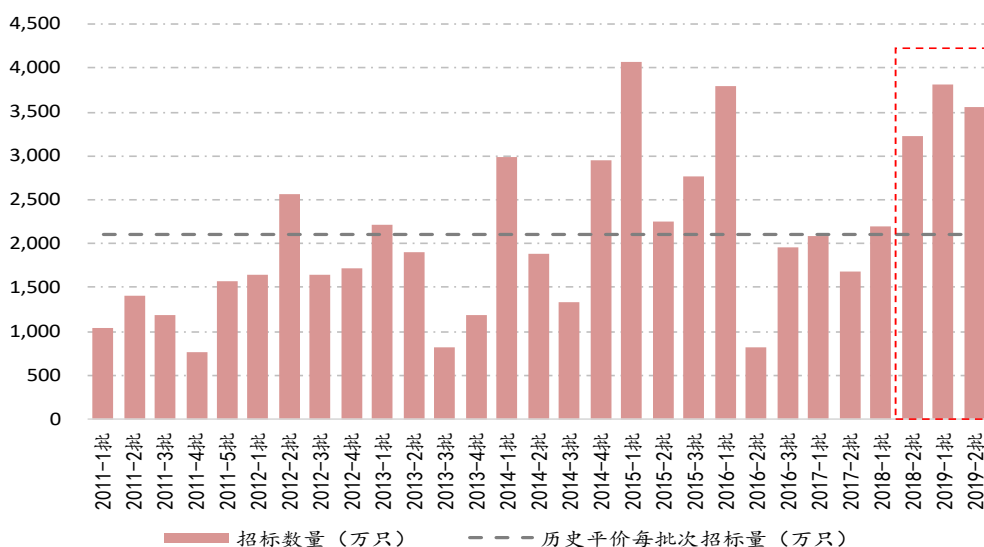
公司在手订单充足。公司 2019 年第一、第二批智能电表合计中标 4.9 亿元左右，我们估算到年底公司将有 10 亿元（含税）的智能电表相关订单，2019 年估算公司智能电表收入大约在 8 亿元左右。公司电表峰值产能在 13-14 亿元左右，目前产能应该已经处于满负荷的状态。

表 3: 公司国网智能电表中标情况统计 (2016 年-2019 年)

分类		2019 第二批	2019 第一批	2018 第二批	2018 第一批	2017 第二批	2017 第一批	2016 第三批	2016 第一批
2 级单相智能 电能表	数量 (万只)	79.0	78.0	70.0	55.0	60.0	40.8	35.0	80.0
	金额 (百万元)	127.6	134.3	97.0	77.9	81.5	89.5	59.1	137.9
1 级三相智能 电能表	数量 (万只)	17.0	13.4	10.5	17.3	14.0	15.0	7.4	17.5
	金额 (百万元)	65.2	52.6	48.2	73.2	55.7	51.7	31.4	74.2
0.5S 级三相智 能电能表	数量 (万只)	4.0			5.3		3.0		2.5
	金额 (百万元)	14.0			25.2		10.1		11.7
0.2S 级三相智 能电能表	数量 (万只)						0.1	0.1	0.1
	金额 (百万元)						1.6	1.4	1.7
集中器、采集 器	数量 (万只)	1.5	2.0	3.0	16.7	1.8	4.5	6.8	4.1
	金额 (百万元)	21.3	19.3	37.1	21.5	16.8	45.8	67.8	19.5
专变采集终端	数量 (万只)	2.5	3.5	2.3	1.6	1.5	3.1	3.8	2.0
	金额 (百万元)	22.4	31.3	19.5	13.3	9.8	26.5	30.9	14.7
总数量 (万只)		104.0	96.9	85.8	95.9	77.2	66.5	53.0	106.2
总金额 (百万元)		250.4	237.5	201.9	211.2	163.8	225.2	190.6	259.6

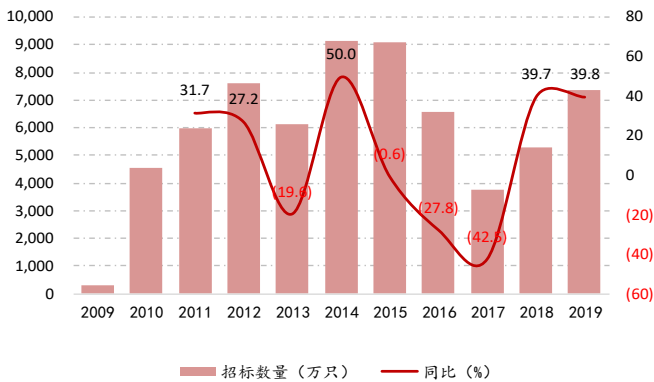
资料来源: 公司公告、招商证券

图 5 智能电表招标量大幅回升



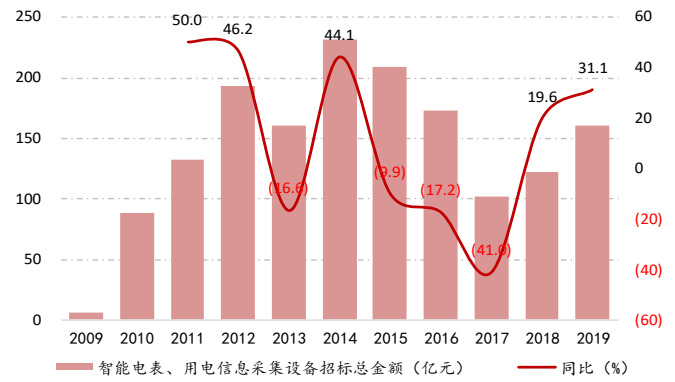
资料来源: 国家电网、招商证券

图 6 国网智能电表历年招标量情况



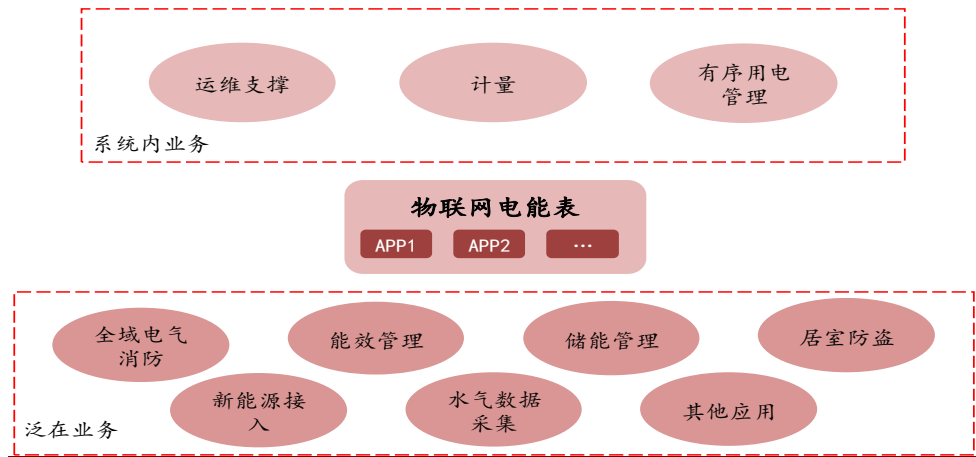
资料来源：国家电网、招商证券

图 7 国网智能电表（含采集器）历年招标金额情况



资料来源：国家电网、招商证券

图 8 下一代智能电表将搭载更多功能



资料来源：海兴电力、招商证券

表 4: 物联网智能电表功能介绍

功能	简介	
系统内业务 (计量)	运维支撑	利用智能电表海量数据对配电网进行有效监测,从而实现主动运维,提高供电可靠性
	计量	计量有功电能及其他参数
	有序用电管理	自行远程控制实施错峰避峰用电
泛在业务 (非计量)	全域电气消防	承载电气消防(照明箱等)的数据及管控
	新能源接入	双向计量,可接入分布式光伏电站等设备
	能效管理	根据感知层信息自动管理用电设备,降低能效
	水气数据采集	电、水、气、热多表数据集中采集、联合收费、用能管
	居室防盗	搭载摄像头等实现居室防盗
	储能管理	利用智能电表对新能源汽车电池等进行储能管理
其他应用		

资料来源：海兴电力、招商证券

表 5: 国网新一代智能电表推进情况预计

时间	新标准推进情况预计
2019 年 12 月 1 日-10 日	新标准功能性检测
2019 年 12 月-2020 年 1 月	发布面向全系统的征求意见稿

时间	新标准推进情况预计
2020年4月左右	新一代智能电表标准，同步开展新标准全性能测试
2020年5月左右	国网第一批智能电表招标有望部分开始采用新一代智能电表

资料来源：产业调研、招商证券

表 6：新一代智能电表成本价格估算（单位，元/只）

	老标准	新标准
计量芯	85	95
管理芯	-	60
复合识别模块	-	35
生产成本	10	15
成本合计	95	205
毛利率假设	35%	35%
单表价格	146	315

资料来源：产业调研、招商证券估算

3、持续加码物联网、智能水表业务，有望进入收获期

物联网业务有望进入收获期。公司 2016 年通过收购上海纳宇，进入用户侧能源物联网业务，经过几年的沉淀，公司已具备提供能源需求侧整体解决方案的能力。10 月 31 日，公司前期募投的能源需求侧物联网项目开始投产，为公司能源物联网业务发展提供了产能支撑。目前，公司拟设立物联网子公司，有望进一步整合能优化公司物联网业务的人力、产品、市场资源，开发新产品，拓展新市场。

上海纳宇预计今年实现业绩 3000 万元，同比增长 40-50%，预计明年有望实现 4000-5000 万元的利润。

表 7：公司拟设立物联网相关全资子公司

时间	子公司名称	注册资本	资金	拟注册地址	经营范围
2019 年 11 月 5 日	天台炬源物联网技术有限公司	1,000 万人民币	自有资金	天台县始丰街道西园路 11 号 207 室	物联网通讯设备、物联网传感器、智能监控仪表、智慧计量仪表、电气安全监控、电气保护装置等

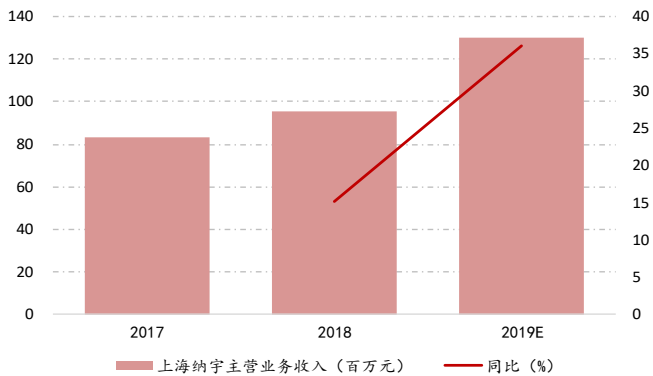
资料来源：公司公告、招商证券

表 8：公司物联网业务布局情况

时间	事件	目前进展
2016 年 1 月 26 日	收购上海纳宇 100% 股份	上海纳宇负责用户侧能源物联网业务相关市场和服务，目前已具备成套解决方案的能力
2019 年 11 月 1 日	“能源需求侧物联网信息平台生产建设项目”启动投产	为公司能源物联网业务提供产能支撑
2019 年 11 月 5 日	拟设立物联网全资子公司	有望进一步整合能优化公司物联网业务的人力、产品、市场资源，开发新产品，拓展新市场

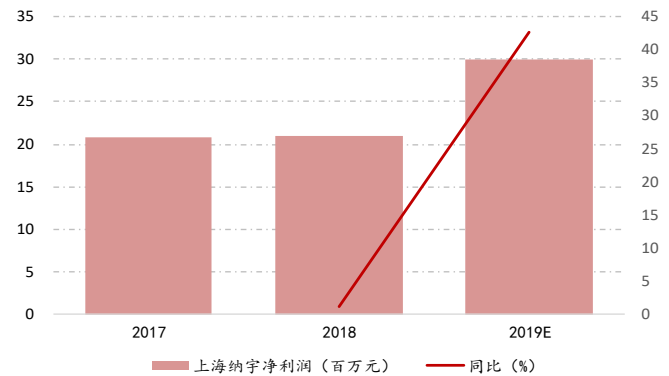
资料来源：公司公告、招商证券

图 9 上海纳宇主营业务收入情况



资料来源：公司数据、招商证券

图 10 上海纳宇净利润情况



资料来源：公司数据、招商证券

积极布局水表业务。公司子公司炬源智能主营智能水计量仪表及相应的系统集成开发，拥有较高核心技术和相关行业资质。目前，公司已经具备有/无线远传电子水表、有/无线远传光电水表等相关产品。

生产与管理具有协同效应。公司在智能电表轮换期内积累了大量技术经验，对相应的产业模式把控能力很强，这些资源将会更有利于未来公司水表业务的开展。

智能水表行业市场容量很大。当前我国智能水表渗透率大约在 20%左右，还处在较低水平，在阶梯水价政策的驱动下，未来将实现突破。估算国内家庭水表保有量大约在 3-4 亿只，若全部替换成智能水表，按照目前销售均价 250 元/只测算，智能水表整体市场空间将达 700-1000 亿元。

表 9: 炬源智能经营范围

产品类型	产品细分
仪表	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，水、电、汽、热自动化终端
信息集成	计算机应用软件开发、信息系统集成服务、云平台的公共能源收费服务及管理系统开发
污水治理	污水处理、水资源管理、水处理技术、生态工程技术、生态修复技术 环境污染处理工程、污水及废物处理设施、城镇给排水工程设计、水质检验
其他	环保产品、环保监测仪表及设备、水暖产品、管材管件、阀门、机电设备的销售、技术开发、技术服务和成果转让

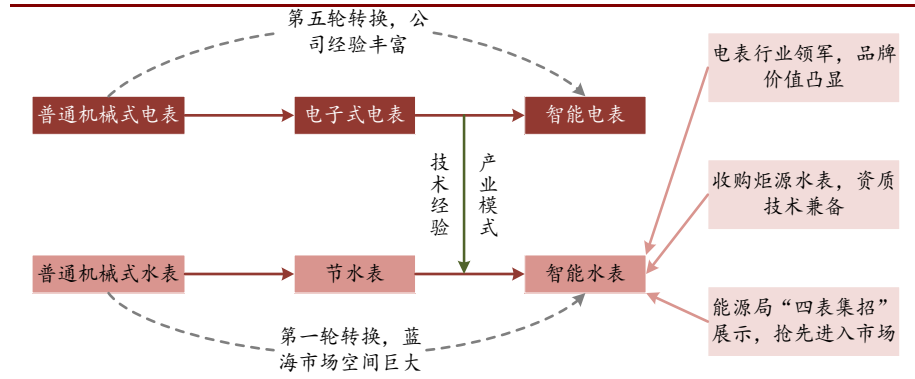
资料来源：招商证券整理

图 11 公司智能水表相关产品



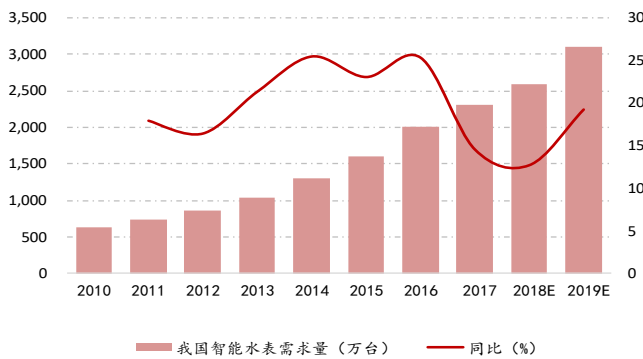
资料来源：公司官网、招商证券

图 12 电表、水表业务协同效应显著



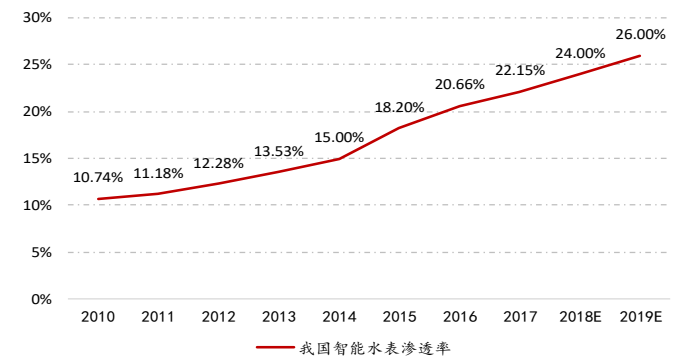
资料来源：招商证券

图 13 我国智能电表需求量



资料来源：智研咨询、招商证券

图 14 我国智能水表渗透率持续提升



资料来源：智研咨询、招商证券


4、海外耕耘多年，充电桩业务有望突破

海外耕耘多年。公司 2006 年开始进入海外市场，前期主要以智能电表 ODM 为主，2015 年通过收购捷克 LOGAREX 公司后，提升了公司在欧洲市场的竞争力。目前，公司充分利用海外子公司平台，继智慧计量与采集系统(AMI)产品外，海外电动汽车智能充电设备、智能充电云服务系统等产品也得到了进一步的拓展。

2019 年，公司智能电表顺利通过 MID 认证工厂年审及 EON 德国电力局工厂审核，同时，捷克共和国众议院主席一行访问公司，双方有望进一步加强在欧洲市场的业务合作。

交流充电桩产品通过欧洲客户验收，有望获得突破。2019 年 12 月，公司全资子公司正华电子广告交流充电桩通过欧洲客户验收，近期将根据约定安排发货。同时，子公司正华电子正在加快对广告直流充电桩的研发。欧洲充电桩市场空间很大(目前累计公共充电桩建设量为 23 万个)，此次交流充电桩产品通过验收，后续有望获得突破。

表 10: 公司交流充电桩产品情况

主要参数		图示
显示系统	55' 触摸大屏 windows 系统操作	
功率	2*22kw (欧标双枪交流充电)	
通信协议	欧洲 OCCP v1.6 标准通信协议	
性能	抗 uv、防爆	
其他	现流媒体本地或远程播放功能, 内置温控系统	

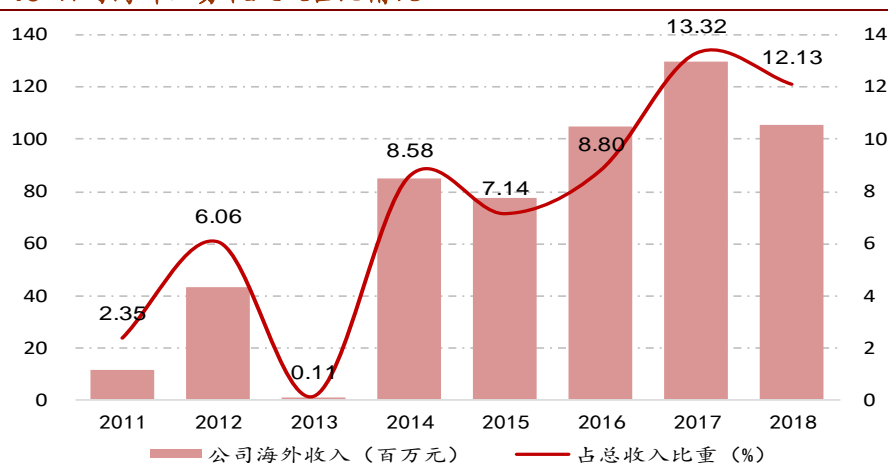
资料来源: 公司官网、招商证券

表 11: 公司欧洲市场部分情况

时间	事件	相关情况	意义
2019/12/12	公司充电桩产品顺利通过欧洲客户验收	子公司正华电子广告交流充电桩通过欧洲客户验证, 近期, 公司将根据约定, 安排发货。公司正乘势着力研发具有特色的广告直流充电桩, 致力于成为高质量产品和服务的供应商	公司充电桩产品通过海外客户验证, 有望继智能电表、物联网、智能水表业务之后, 获得新的增长点
2019/11/6	捷克共和国众议院主席一行访问炬华科技	捷克共和国众议院主席拉德克·冯德拉切克先生率领捷克代表团一行访问和考察公司。公司董事长丁敏华先生、公司管理层和捷克子公司 LOGAREX 的负责人 MIKA 先生参加接待。双方有望加强在欧洲市场的业务合作	捷克子公司 LOGAREX 是公司欧洲业务的根据地, 捷克高层访问公司有助于公司在捷克以及欧洲业务的顺利开展
2019/10/25	炬华科技智能电表顺利通过 MID 认证工厂年审及 EON 德国电力局工厂审核	捷克国家计量院 (CMI) 的专家组 (2 人) 和来自 EON 德国电力局的专家组 (5 人) 共两组专家团队分别对炬华科技从各方面进行了全面的审查考核, 公司最终顺利通过智能电表 MID 认证工厂考核监督审查及 EON 德国电力局工厂审核, 并获得了两个专家团队的高度好评	此次 MID 工厂年审的顺利通过标志着炬华科技所制造的智能电表可以继续欧盟市场进行销售, 公司的国际化市场渠道得到了保证。此外, Eon 是欧洲最大的电力公司之一, 与公司有多年的业务合作, 此次审核后 Eon 专家组表示希望有电表外更多产品的合作

资料来源: 公司官网、招商证券

图 15 公司海外业务收入及占比情况



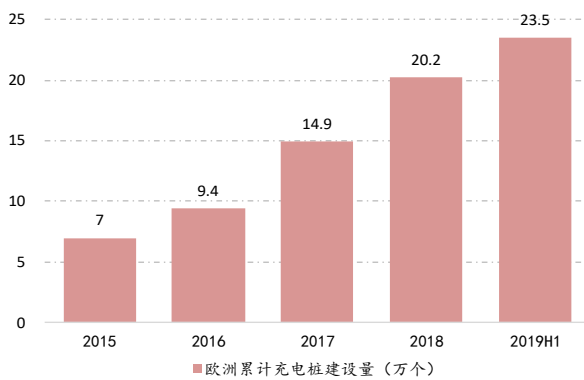
资料来源: Wind、招商证券

表 12: 捷克子公司 LOGAREX 相关财务数据 (单位, 百万元)

	2015 年 12 月 31	2016 年 12 月 31	2017 年 9 月 30 日
资产总额	8.99	8.20	11.44
负债总额	10.38	9.24	12.25
其中: 银行贷款总额	2.93	2.30	0.00
流动负债总额	10.38	9.24	12.25
净资产	-1.39	-1.04	-0.81
	2015 年度	2016 年度	2017 年 1-9 月
营业收入	21.86	30.24	22.55
利润总额	-0.83	0.53	0.33
净利润	-0.83	0.53	0.33

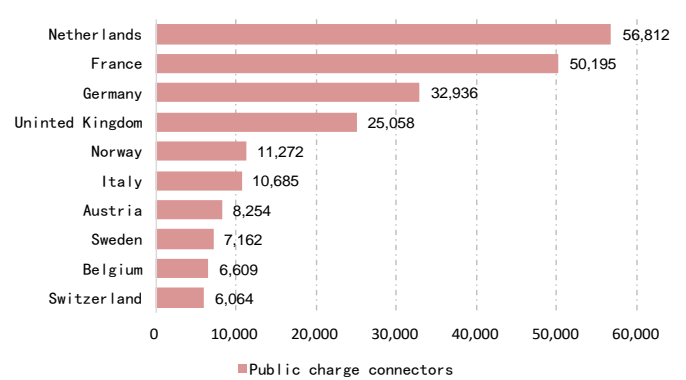
资料来源: 公司公告、招商证券

图 16 欧洲新能源汽车充电桩建设情况



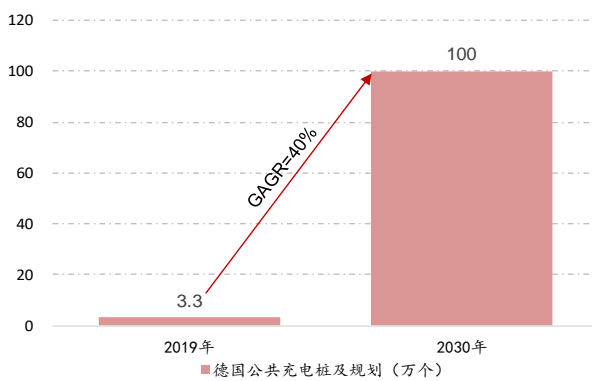
资料来源: BNEF、招商证券

图 17 欧洲各国新能源汽车充电桩保有量



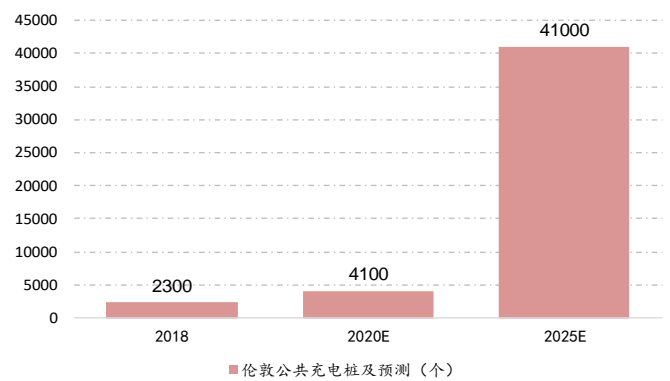
资料来源: BNEF、招商证券

图 18 德国公共充电桩数量及规划



资料来源: 彭博、招商证券

图 19 伦敦公共充电桩数量及预测



资料来源: 彭博、招商证券

投资建议与估值分析

投资建议：维持“强烈推荐-A”评级，上调业绩预测，上调目标价至 16-17 元/股。

估值分析。以 2019 年 12 月 13 日收盘价测算，2019、2020、2021 年对应估值分别为 23.14、15.83、11.90 倍，如果假设公司截至 11 月 31 日回购股份全部用于注销，则 2019、2020、2021 年对应估值分别为 22.19、15.18、11.41 倍。

表 13: 估值测算表 (假设公司回购股份用于注销)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
归母净利润 (百万元)	255.49	157.31	135.82	236	345	459
股价 (元/股) (12 月 20 日)	13.33	13.33	13.33	13.33	13.33	13.33
股本 (百万股)	409.62	409.62	409.62	409.62	409.62	409.62
市值 (百万元)	5460.22	5460.22	5460.22	5460.22	5460.22	5460.22
PE	21.37	34.71	40.20	23.14	15.83	11.90
截至 11 月底已回购股份数 (百万股)	16.67	16.67	16.67	16.67	16.67	16.67
假设股份回购注销后股本	392.95	392.95	392.95	392.95	392.95	392.95
假设股份回购注销后市值	5237.98	5237.98	5237.98	5237.98	5237.98	5237.98
假设股份回购注销后 PE	20.50	33.30	38.57	22.19	15.18	11.41

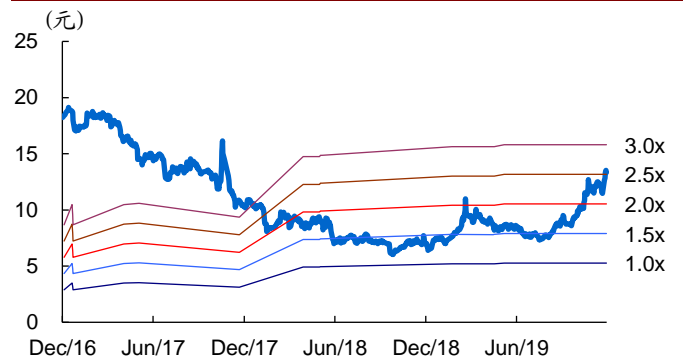
资料来源: Wind、招商证券测算

图 20: 炬华科技历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 21: 炬华科技历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

风险提示

- 1、智能电表部分原材料供应紧张。2019 年国网智能电表招标量大幅增长，可能造成芯片等供应紧张，如果芯片供应持续紧张，则可能影响电表公司电表交货业绩确认。
- 2、新标准推出时间不及预期。国网未大面积展开新一轮智能电表改造，可能与其新标准有关，如果推出时间不及预期，则可能影响各公司业绩增长。

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2200	2329	2437	2714	3141
现金	1031	1489	1540	1577	1702
交易性投资	0	1	1	1	1
应收票据	44	63	70	96	127
应收款项	475	374	416	566	753
其它应收款	9	13	14	19	26
存货	187	164	170	229	304
其他	453	225	226	227	229
非流动资产	351	295	290	280	272
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	62	64	93	88	84
无形资产	49	45	40	36	33
其他	240	186	156	156	156
资产总计	2551	2624	2727	2994	3414
流动负债	494	452	484	617	807
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	273	189	196	264	351
预收账款	22	51	53	72	96
其他	199	211	234	281	360
长期负债	1	13	13	13	13
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	13	13	13	13
负债合计	495	465	497	630	820
股本	410	410	410	410	410
资本公积金	637	638	638	638	638
留存收益	1007	1110	1183	1318	1548
少数股东权益	3	1	(0)	(1)	(2)
归属于母公司所有者权益	2053	2158	2230	2366	2596
负债及权益合计	2551	2624	2727	2994	3414

现金流量表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	241	230	170	199	306
净利润	157	136	236	345	459
折旧摊销	19	17	16	20	19
财务费用	(13)	(29)	(45)	(47)	(49)
投资收益	(1)	(17)	(12)	(12)	(12)
营运资金变动	76	124	(25)	(108)	(111)
其它	3	(1)	0	0	0
投资活动现金流	(833)	129	(12)	(12)	(12)
资本支出	(12)	(44)	(11)	(10)	(11)
其他投资	(821)	173	(2)	(1)	(1)
筹资活动现金流	572	(33)	(107)	(150)	(169)
借款变动	121	55	0	0	0
普通股增加	47	0	0	0	0
资本公积增加	599	2	0	0	0
股利分配	(217)	(164)	(164)	(209)	(229)
其他	23	74	57	58	61
现金净增加额	(20)	326	51	37	125

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	973	872	970	1320	1754
营业成本	662	560	581	781	1039
营业税金及附加	12	7	5	7	9
营业费用	56	69	68	75	88
管理费用	100	49	50	60	75
研发费用		46	51	52	65
财务费用	(15)	(33)	(45)	(47)	(49)
资产减值损失	5	54	6	6	6
公允价值变动	7	14	7	7	7
投资收益	1	17	5	5	5
营业利润	174	165	266	398	533
营业外收入	9	2	11	8	7
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	183	166	277	405	539
所得税	26	30	41	60	80
净利润	157	136	236	345	459
少数股东损益	(0)	0	0	0	0
归属于母公司净	157	136	236	345	459

主要财务比率

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
年成长率					
营业收入	-18%	-10%	11%	36%	33%
营业利润	-38%	-5%	62%	49%	34%
净利润	-38%	-14%	74%	46%	33%
获利能力					
毛利率	32.0%	35.8%	40.1%	40.8%	40.7%
净利率	16.2%	15.6%	24.4%	26.1%	26.2%
ROE	7.7%	6.3%	10.6%	14.6%	17.7%
ROIC	6.6%	4.9%	8.4%	12.6%	15.8%
偿债能力					
资产负债率	19.4%	17.7%	18.2%	21.0%	24.0%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	4.5	5.2	5.0	4.4	3.9
速动比率	4.1	4.8	4.7	4.0	3.5
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
存货周转率	3.3	3.2	3.5	3.9	3.9
应收帐款周转率	2.0	2.1	2.5	2.7	2.7
应付帐款周转率	2.7	2.4	3.0	3.4	3.4
每股资料 (元)					
EPS	0.38	0.33	0.58	0.84	1.12
每股经营现金	0.59	0.56	0.42	0.48	0.75
每股净资产	5.01	5.27	5.45	5.78	6.34
每股股利	0.29	0.40	0.51	0.56	0.58
估值比率					
PE	34.7	40.2	23.1	15.8	11.9
PB	2.7	2.5	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA	52.0	62.6	37.8	24.1	17.8

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车上游产业。

刘晓飞：南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、新能源汽车产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。