

证券研究报告—深度报告

电力设备与新能源

电力设备

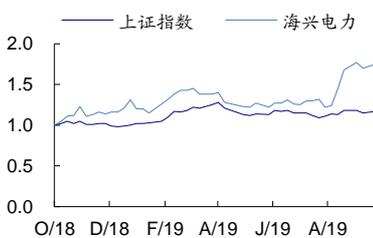
海兴电力(603556)

增持

合理估值: 21.18-25.17 元 昨收盘: 18.23 元 (首次评级)

2019年10月18日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本/流通(百万股)	491/168
总市值/流通(百万元)	8,953/3,058
上证综指/深圳成指	2,977/9,645
12个月最高/最低(元)	20.15/10.51

证券分析师: 方重寅

E-MAIL: fangchongyin@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518030002

联系人: 王蔚祺

E-MAIL: wangweiqi2@guosen.com.cn

证券分析师: 居嘉骁

E-MAIL: jujiexiao@guosen.com  
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518110001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度报告

深耕海外市场 把握泛在创新机遇

● 国网智能电表更换周期启动 招标量同比显著提升

我国智能电表 6-8 年为一个更换周期, 2009 年国家电网首次集中招标的表计类、终端类产品在 2018 年基本已达到轮换更新年限, 2018 年同比增长 43%, 2019 年招标需求继续同比增长 36%, 公司作为行业第一梯队的供应商, 预计未来 1-2 年公司国内业务将因此保持高速增长。

● 泛在电力物联网引领全新技术变革 表计产品有望价利齐升

泛在电力物联网进入集中建设期, 国家电网计划到 2021 年初步建成泛在电力物联网; 2024 年建成泛在电力物联网。建设泛在电力物联网的保障之一是设计研发新一代智能电表, 实现电能和温度计量, 用户家庭中大容量负荷的用电信息采集与控制; 新一代智能电表问世即将来临, 且功能配置和定价都将大幅提升。泛在智能电表需求将叠加在国网轮换需求, 驱动国内智能电表行业在 2020 年高速发展。公司作为行业少数拥有泛在技术研发能力的领先企业, 将受益于技术变革带来的市场集中度提升红利。

● 公司稳步发展海外市场 静待新兴市场建设需求爆发

随着新兴市场智能电网建设的逐步推进, 2019 年至 2023 年, 全球 50 个新兴市场在智能电网上的投资将超过 609 亿美元, 公司是我国智能电表产品最大的出口企业, 产品覆盖全球 90 多个国家和地区, 未来将继续稳步开拓国际市场, 夯实业务基础和占有率, 并在 2021 年后加速发展。

● 风险提示

一、海外市场管理难度和汇率风险可能对公司短期业绩冲击较大; 二、公司产品研发周期长、涉及技术众多, 如果不能及时跟踪新技术进行产品升级, 可能面临技术创新的风险; 三、大股东解禁后股价波动风险。

● 合理估值区间 21.18-25.17 给予“增持”评级

通过现金流折现模型, 得出公司合理估值区间 21.18-25.17 元, 相对目前股价有 18%-36% 的溢价空间。考虑公司所处国内智能电表行业进入高速发展期, 海外市场稳步发展, 公司在行业内处于技术领先地位, 市场份额和业务规模有望持续稳步提升。我们预计公司 19-21 年每股收益 1.14/1.33/1.70 元, 利润增速分别为 69.2%/16.7%/28.0%, 给予“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,553	3,057	3,466	4,285	5,285
(+/-%)	-15.6%	19.7%	13.4%	23.6%	23.3%
净利润(百万元)	330	558	652	834	1009
(+/-%)	-41.4%	69.2%	16.7%	28.0%	21.0%
摊薄每股收益(元)	0.67	1.14	1.33	1.70	2.05
EBIT Margin	23.0%	18.0%	20.0%	21.0%	21.0%
净资产收益率(ROE)	6.7%	10.5%	11.5%	13.7%	16.1%
市盈率(PE)	27.8	16.3	14.0	10.9	9.0
EV/EBITDA	16.9	17.7	14.3	11.6	10.6
市净率(PB)	1.87	1.70	1.61	1.50	1.45

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 投资摘要

### 估值与投资建议

我们认为公司在智能电表行业拥有两大竞争优势，首先，公司拥有行业领先的研发技术实力，积极把握泛在电力物联网建设的产品创新迭代市场机遇；其次，公司是我国最大的电表出口企业，拥有二十余年的海外市场经验和坚实的业务基础和生产基地，随着东南亚、南非洲等新兴市场智能电网的全面建设，公司海外业务还将稳步持续增长，同时盈利能力保持稳定。我们预计公司 19-21 年每股收益 1.14/1.33/1.70 元，利润增速分别为 69.2%/16.7%/28.0%，给予“增持”评级。

### 核心假设与逻辑

第一，我国 2009 年-2010 年开始普及的第一代智能电表进入更换周期，国内电表招标需求自 2018 年开始重新增长，2019 年国网招标量同比增速高达 36%。

第二，国网全面启动泛在电力物联网建设，智能电表作为核心的终端产品，将在今年底确定技术标准，2020 年启动小批量招标，新一代泛在智能电表将实现配置、功能和单价的全面升级，为行业产值和集中度带来积极变革。

第三，海外新兴市场智能电网建设蓬勃发展，公司继续稳步开拓海外新兴市场，每年实现 15-30% 的年化增速。

### 与市场的差异之处

第一，市场认为智能电表行业需求稳定，没有成长空间，公司下游格局过于集中，国内市场只有国网和南网，公司所处行业格局分散，厂商数量超过 60 家，议价能力薄弱。我们认为，公司在国内相对稳定的市场份额的同时，能够分享智能电表新一轮更换周期的行业需求增长。同时泛在电力物联网对新一代智能电表代表的技术开发提出更高的要求，行业中只有少数企业引领新一代产品的研发创新，细分市场集中度将显著提升，同时泛在智能电表的销售单价和配置要求将大幅提高，增厚公司单位产品的盈利能力。

第二，市场认为公司在海外无法打入欧美主流智能电表市场，行业竞争力较弱。我们认为，海外市场智能电力信息采集终端的新增需求在未来五年主要集中在东南亚、南美和非洲等新兴市场地区，公司在上述地区产能和渠道布局广泛，海外业绩将持续增长。

### 股价变化的催化因素

第一，2019 年国网两次智能电表招标需求增长到 7380 万只，同比增长 36%，国网与南网合计在 2019 年招标智能电表 7616 万只，中标金额估计约为 134 亿元。2020 年企业国内业务将迎来高增长。

第二，国网计划在 2019 年到 2021 年这一战略突破期，通过三年攻坚，到 2021 年初步建成泛在电力物联网；通过三年提升，到 2024 年建成泛在电力物联网。建设泛在电力物联网的保障之一，是设计研发新一代智能电表，实现电能和温度计量，用户家庭中大容量负荷的用电信息采集与控制；新一代智能电表问世

即将来临，电表更换需求将大幅提升。我国电表行业经历了四个发展阶段，并即将迎来最新的第五代技术发展阶段。预计国网新一代IR46技术标准将在2019年底问世，2020年启动泛在智能电表的小批量招标。

### 核心假设或逻辑的主要风险

- 一、海外市场管理难度和汇率风险可能对公司短期业绩冲击较大；
- 二、公司产品研发周期长、涉及技术众多，如果不能及时跟踪新技术进行产品升级，可能面临技术创新的风险；
- 三、大股东解禁后股价波动风险。

## 内容目录

<b>估值与投资建议</b> .....	<b>7</b>
绝对估值: 21.18-25.17 元.....	7
绝对估值的敏感性分析.....	7
相对法估值: 20.52 -25.08 元.....	8
投资建议.....	8
<b>我国智能电表行业: 轮换更新叠加“泛在”升级需求</b> .....	<b>9</b>
我国智能电表行业发展分析.....	9
2019-2024 年泛在物联网建设开启全新市场.....	11
<b>海外智能电表行业: 新兴市场 AMI 需求稳步增长</b> .....	<b>12</b>
<b>智能电表行业竞争格局</b> .....	<b>14</b>
行业壁垒和经营模式.....	14
<b>公司概况</b> .....	<b>18</b>
公司沿革和股权结构.....	18
公司商业模式.....	19
<b>SWOT 分析: 公司战略得当、竞争优势明显</b> .....	<b>22</b>
发展战略.....	22
SWOT 分析.....	23
<b>公司业务分析: 智能用电整体解决方案为主要业务</b> .....	<b>23</b>
智能用电产品业务占公司收入 75%以上.....	23
海外业务占公司营收比重接近七成.....	24
<b>成长分析: 全球智能电网建设为公司奠定高成长基础</b> .....	<b>26</b>
良好的行业前景和广阔的市场空间.....	26
<b>财务分析: 公司资债结构好、盈利能力强</b> .....	<b>27</b>
经营效率分析.....	27
盈利能力分析.....	28
资本结构及偿债能力分析.....	30
成长性分析.....	30
<b>盈利预测</b> .....	<b>32</b>
假设前提.....	32
未来 3 年盈利预测.....	32
盈利预测的敏感性分析.....	32
<b>风险提示</b> .....	<b>33</b>
<b>附表: 财务预测与估值</b> .....	<b>35</b>
<b>国信证券投资评级</b> .....	<b>36</b>
<b>分析师承诺</b> .....	<b>36</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>36</b>
<b>证券投资咨询业务的说明</b> .....	<b>36</b>

## 图表目录

图 1: 用电信息采集系统构成示意图 .....	9
图 2: 国网智能电表历年新增安装量 (万只/万台) .....	10
图 3: 国网智能电表历史招标金额 (亿元) .....	10
图 4: 国家电网智能电表历史招标量 (万只/万台) .....	11
图 5: 国家电网智能电表历史招标金额 (亿元) .....	11
图 6: 泛在物联网设计思路 .....	11
图 7: 海内外智能电表 2019 采购开支对比 (亿美元) .....	13
图 8: 我国智能电表历史出口数据 (万只) 及同比增速 .....	13
图 9: 我国智能电表历史出口数据 (万美元) 及同比增速 .....	13
图 10: 2010-2015 我国电能表出口地区占比 (%) .....	14
图 11: 2010-2015 我国电能表各出口地区均价变动情况 (美元/只) .....	14
图 12: 国网历次招标电能表中标企业数量 .....	16
图 13: 公司简略历史沿革 .....	18
图 14: 公司主要股东股权结构图 .....	18
图 15: 智能用电产品-三相直接式智能表 (HEX310) .....	19
图 16: 智能用电产品-美标三相智能圆表 (HXS300) .....	19
图 17: 智能用电产品-智能开关 (高压交流永磁真空断路器) .....	19
图 18: 智能配电产品-SF6 绝缘环网柜 .....	19
图 19: 智能计量 AMI 整体解决方案 .....	20
图 20: 公司全球生产基地 .....	21
图 21: 公司全球销售网络 .....	21
图 22: 公司营业收入和利润率变化 (亿元、%) .....	24
图 23: 2018 年公司收入构成比率 (%) .....	24
图 24: 2018 年各业务毛利率 (亿元、%) .....	24
图 25: 公司智能用电产品收入占比及毛利率 (%) .....	24
图 26: 公司业务发展历程 .....	25
图 27: 海外营业收入 (亿元、%) 及同比增速 .....	26
图 28: 半年度海外营业收入 (亿元、%) 及环比增速 .....	26
图 29: 国内营业收入 (亿元、%) 及同比增速 .....	27
图 30: 半年度国内营业收入 (亿元、%) 及环比增速 .....	27
图 31: 存货周转天数 .....	28
图 32: 应收账款周转天数 .....	28
图 33: 固定资产周转率 .....	28
图 34: 总资产周转率 .....	28
图 35: 净资产收益率 (%) .....	29
图 36: 总资产报酬率 (%) .....	29
图 37: 销售毛利率 (%) .....	29
图 38: 销售净利率 (%) .....	29
图 39: 销售费用率 (%) .....	29
图 40: 管理费用率 (%) .....	29

图 41: 资产负债率 (%) .....	30
图 42: 已获利息倍数 (EBIT/利息费用) .....	30
图 43: 流动比率 .....	30
图 44: 速动比率 .....	30
图 45: 营业总收入同比增长率 (%) .....	31
图 46: 归母净利润同比增长率 (%) .....	31
图 47: 营业总收入同比增长率 (%) .....	31
图 48 季度收现率 (销售商品提供劳务收到的现金/营业收入) (%) .....	31
表 1: 公司盈利预测假设条件 (%) .....	7
表 2: 资本成本假设 .....	7
表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元) .....	8
表 4: 同类公司估值比较 .....	8
表 5: 海兴电力历年利润增速、PE 值和涨幅表现 .....	8
表 6: 我国五代电能表发展阶段 .....	9
表 7: 智能电表产业链 .....	9
表 8: 国网对智能电表覆盖工程在 2017 年全面建设完成 .....	10
表 9: 南方电网框架式招标总量和估算中标金额 .....	11
表 10: 第五代智能电表研发路径及预期进程 .....	12
表 11: 新一代智能电表双芯设计思路 .....	12
表 12: 国际竞争对手介绍 .....	16
表 13: 近三年国网电能表类招标部分中标企业份额和排名变化 .....	16
表 14: 国内竞争对手介绍 .....	17
表 15: 公司主要业务分类 .....	19
表 16: 公司智能表计销售量 (万只) .....	24
表 17: 公司分地区营业收入及毛利率 .....	25
表 18: 公司海外主要市场 .....	25
表 19: 海兴电力流动资产与总资产 .....	27
表 20: 海兴电力流动资产结构 .....	27
表 21: 智能电表上市公司海外营业收入占比 .....	28
表 22: 公司未来营业收入预测 .....	32
表 23: 盈利预测表 .....	32
表 24: 2019 年 EPS 管理费用+研发费用、毛利率变化的敏感性分析 .....	33

## 估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

### 绝对估值：21.18-25.17 元

我们的盈利预测基于以下假设条件：国网第二轮智能电表轮换周期叠加泛在新一代电表的招标需求，2019-2021 年国内营业收入增速分别为 30%、20%、30%，海外营业收入随着公司各地业务布局的开拓进展，营业收入同比增速分别为 15%、10%、20%，估算 2019-2021 年公司营业收入同比增速分别为：20%、13%、24%。

在销售费用支出上，由于海外业务的持续拓展，公司的销售费用率预期在 2019-2021 年保持稳定在 10%，管理费用加研发费用率随着公司营业收入的增长而小幅下降，2019-2021 年预期为 13%、12%、11%。

表 1：公司盈利预测假设条件（%）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
营业收入增长率	9.02%	38.73%	-15.62%	19.73%	13.41%	23.61%	23.33%	17.62%	8.53%
毛利率	55.56%	51.92%	58.79%	58.00%	57.00%	57.00%	57.00%	57.00%	58.00%
管理费用/营业收入	11.33%	12.32%	5.26%	13.00%	12.00%	11.00%	11.00%	11.00%	10.00%
销售费用/销售收入	9.4%	10.2%	11.6%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
营业税及附加/营业收入	0.93%	0.80%	1.09%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%	1.00%
所得税税率	13.80%	16.54%	13.20%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%	14.00%
股利分配比率	18.02%	20.36%	44.09%	20.00%	50.00%	50.00%	80.00%	80.00%	80.00%

资料来源：公司数据、国信证券经济研究所预测

表 2：资本成本假设

无杠杆 Beta	1.08	T	13.00%
无风险利率	3.60%	Ka	9.76%
股票风险溢价	5.70%	有杠杆 Beta	1.11
公司股价（元）	18.52	Ke	9.90%
发行在外股数（百万）	491	E/(D+E)	97.26%
股票市值(E, 百万元)	9095	D/(D+E)	2.74%
债务总额(D, 百万元)	256	WACC	9.80%
Kd	7.00%	永续增长率（10年后）	1.0%

资料来源：国信证券经济研究所假设

根据以上主要假设条件，采用 FCFF 估值方法，得到公司的合理价值区间为 21.18-25.17 元。

### 绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，表 3 是公司绝对估值相对此两因素变化的敏感性分析，

**表 3: 绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元)**

		WACC 变化				
		9.5%	10.0%	10.47%	11.0%	11.5%
永续 增 长 率 变 化	2.5%	29.10	27.02	25.21	23.62	22.21
	2.0%	27.93	26.04	24.38	22.91	21.60
	1.5%	26.90	25.17	23.64	22.27	21.05
	1.0%	26.00	24.40	22.98	21.70	20.55
	0.5%	25.20	23.71	22.38	21.18	20.10
	0.0%	24.48	23.09	21.84	20.71	19.69
	-0.5%	23.83	22.53	21.36	20.29	19.31

资料来源: 国信证券经济研究所分析

### 相对法估值: 20.52-25.08 元

选取与公司相近的智能电表、智能配电和二次设备行业的国内公司做比较, 采用 PE 法估值。得益于超过 50% 的海外业务占比, 公司在智能电表领域始终保持高于同行业的毛利率, 同行业毛利率在 26-30% 之间, 公司毛利率保持在接近 40% 的水平; 同时公司作为泛在智能电表的技术和产品领先企业, 估值应该接近泛在电力物联网的龙头企业国电南瑞的估值水平。

综合比较各公司的当前 PE 值以及业绩增速, 我们认为给予公司 18-22 倍 PE 是合理的, 19 年的合理价格区间分别为 20.52-25.08 元。

**表 4: 同类公司估值比较**

代码	简称	股价 (10月 17日)	EPS (元)			PE			PB	PEG	总市值 (百万元)
			2018	2019E	2010E	2018	2019E	2020E			
603556	海兴电力	18.23	0.68	1.14	1.33	26.81	15.99	13.71	1.85	0.96	8953
同类公司:											
601222	林洋能源	4.60	0.36	0.52	0.61	12.78	8.78	7.48	0.83	0.51	8085
601877	正泰电器	21.83	1.68	1.91	2.27	12.99	11.41	9.64	2.12	0.62	46962
600406	国电南瑞	21.84	0.93	0.99	1.16	23.48	22.17	18.79	3.69	1.23	100947
均值						16.42	14.12	11.97	2.22	0.79	

资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理和预测, 其他公司业绩预测为 WIND 一致预期

**表 5: 海兴电力历年利润增速、PE 值和涨幅表现**

	每股收益 (元)	区间最高 PE	区间最低 PE	利润同比增速	股价涨跌幅
2016 年	1.81	45.28	31.01	20.26%	32.1%
2017 年	1.50	36.46	23.44	10.76%	-18.6%
2018 年	0.68	24.30	11.95	-41.38%	-53.0%
2019 年	1.14	22.59	14.15	69.20%	44.2%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理和预测

### 投资建议

综合上述几个方面的估值, 我们认为公司股票价值在 21.18-25.17 元之间, 2019 年动态市盈率分别为 18.6 倍和 22.1 倍, 相对于公司目前股价有 14%-36% 溢价空间。我们认为, 公司具有领先的海外业务开拓能力和技术领先性, 国内电表轮换和泛在电力物联网建设为公司提供了良好的增长空间, 海外智能电网的普及为公司中期提供稳定的业绩增长支撑。给予“增持”评级, 建议现价买入, 布局泛在电力物联网优质标的。

## 我国智能电表行业：轮换更新叠加“泛在”升级需求

### 我国智能电表行业发展分析

电能表的发展历程可以分为感应式（机械式）电能表、普通电子式（多功能）电能表和智能电子式电能表三个阶段。上世纪 60 年代以前，电能表基本上采用电气机械原理，其中应用最多的是感应式电能表；上世纪 70 年代起，人们开始研究并试验采用模拟电子电路的方案，到了上世纪 80 年代，大量新型电子元器件的相继出现，为模拟电子式电能表的更新奠定了基础。

表 6：我国五代电能表发展阶段

产品类型	安装应用	产品特点
第一代	1990 年以前-机械电表	机械式电表，通过电流磁场式机械式表盘转动，简单地计量有功电能和其他参数。
第二代	1990-2005 年-普通电子式电表	普通电子式电表替代机械式电表，采用数字式计量原理进行计算计量。
第三代	2006-2011 年-预付费电表	预付费电表在电表中集成控制通断电的继电器，实现先收费、后用电的功能，可以实现有条件用电控制
第四代	2012 年至 2019 年-智能电表	电能表增加了通讯模块（智能电表），可以在电表和系统主站之间实现双向通讯和数据传输
第五代	2020 年以后-AMI“双芯”智能电表	基于 AMI 架构的新一代智能电表，全面融入物联网技术可实现系统内业务（运维支撑、计量、有序用电管理）和泛在业务（全域电气消防、新能源接入、能效管理、水气数据采集、居室防盗、储能管理、其他应用等）。

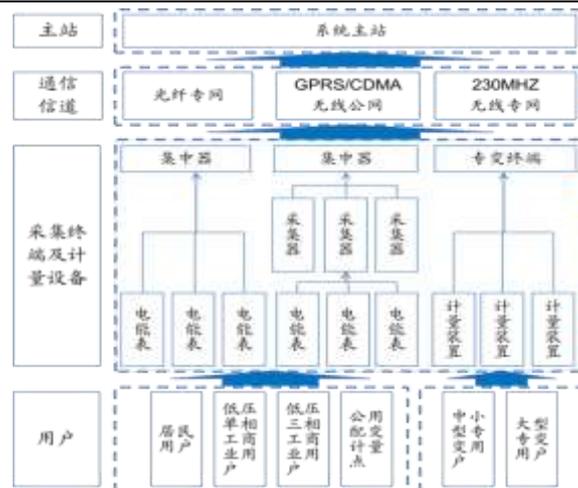
资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

表 7：智能电表产业链

上游	中游	下游	终端用户
集成电路 电子元件 继电器 五金件 互感器 结构件	智能电表	电力公司 电力能源部门 电力设备采购商 能源企业	居民 建筑楼宇 工矿企业 基础设施 新能源设备

资料来源：中商产业研究院，国信证券经济研究所整理

图 1：用电信息采集系统构成示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

我国 2005 年之前所使用的电能表主要是传统的感应式电能表；从 2005 年开始电子式电能表（第三代）的销量首次超过了感应式电能表。2010 年前后具备通讯模块的智能电表（第四代）产品开始普及，国家电网从 2009 年开始启动电能表统一招标，并且在 2015 年累计智能电表招标覆盖率（招标量/服务客户数）

达到 100%，2017 年，国家电网智能电表覆盖率达到 99.03%，累计采集 4.47 亿户，新装智能电能表 3748.7 万只。

表 8: 国网对智能电表覆盖工程在 2017 年全面建设完成

年份	服务客户数(亿)	累计安装户数(亿)	采集覆盖率	累计招标量(亿只)
2014	3.78	2.48	66%	3.4
2015	4.2	3.12	74%	4.3
2016	4.3	4.1	95%	5.0
2017	4.48	4.47	100%	5.3
2018	4.65			

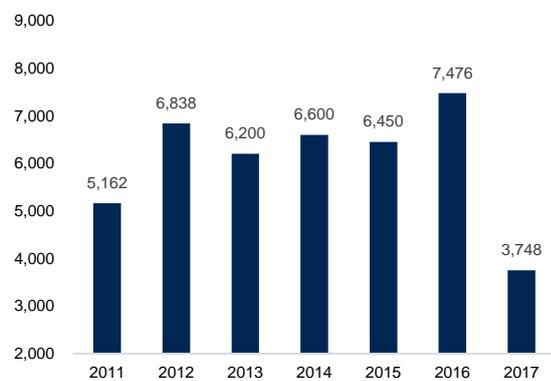
资料来源:国家电网、电力喵微信公众号,国信证券经济研究所整理

由于国网第四代电能表改造已经基本完成,2016 年国内行业招标量开始显著下滑,从 2015 年的 9099 万只下滑到 6573 万只,电能表产品在 2017 年跌入寒冬,招标量进一步萎缩至 3778 万只,2015-2017 年年中标金额分别为 172、172、101 亿元。

南方电网从 2016 年开始实施框架式统一招标,每年招标量相当于国网的 10-20%。虽然南网 2017-2019 年加快了改造力度,但需求远不足以弥补国网下降量。如果将国网和南网合并计算,2016 年电能表招标总量为 7887 万只,2017 年同比大幅下滑 39%至 4787 万只,估算中标金额从 2016 年的 207 亿元缩减至 129 亿元,同比降幅 38%。

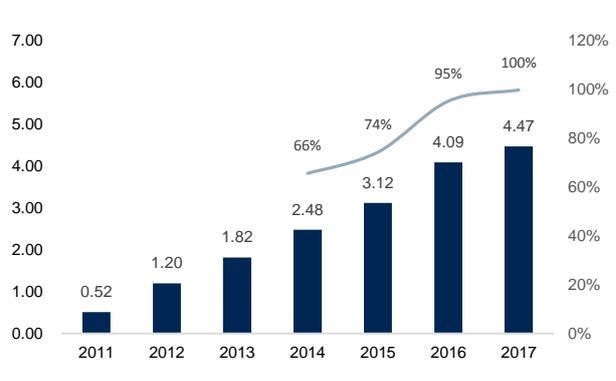
随着技术进步及新标准的应用,以及电能表相关技术规定,我国智能电表 8 年为一个轮换周期,2009 年国家电网首次集中招标的表计类、终端类产品在 2018 年基本已达到轮换更新年限,2018 年起轮换市场成为智能电表市场增长的主要因素,研究机构估算国家电网 2018 年至 2022 年智能用电产品轮换需求约为 3.7 亿台。

图 2: 国网智能电表历年新增安装量(万只/万台)



资料来源:前瞻产业研究院、电力喵微信公众号、国信证券经济研究所整理

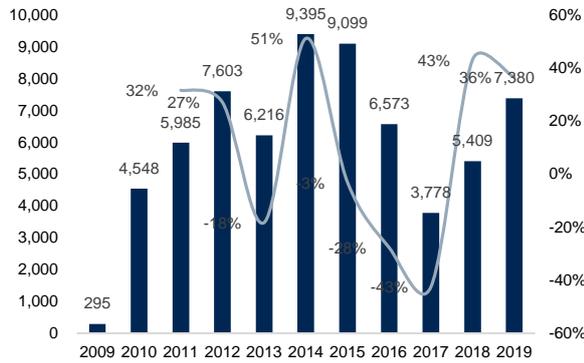
图 3: 国网智能电表历史招标金额(亿元)



资料来源:前瞻产业研究院、电力喵微信公众号、国信证券经济研究所整理

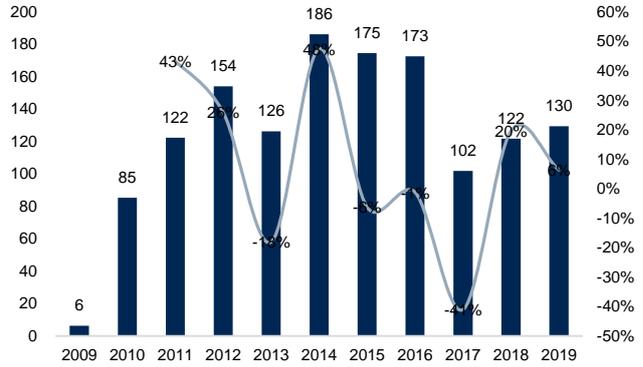
因此在经历了 2016-2017 年的市场寒冬后,我国智能电表招标量和招标额在 2018 年因新一轮智能电表的更换需求而开始回暖。2018 年同比增长 43%至 5409 万只,2019 年进一步恢复到 7380 万只,同比增长 36%,中标金额在 2018 年和 2019 年分别达到 122 亿和 130 亿;国网与南网合计在 2019 年招标智能电表 7616 万只,中标金额估计约为 134 亿元。

图 4: 国家电网智能电表历史招标量 (万只/万台)



资料来源: 前瞻产业研究院、电力喵微信公众号、国信证券经济研究所整理

图 5: 国家电网智能电表历史招标金额 (亿元)



资料来源: 前瞻产业研究院、电力喵微信公众号、国信证券经济研究所整理

表 9: 南方电网框架式招标总量和估算中标金额

年份	智能电表招标量 (万只)	估算中标金额 (亿元)
2016	1,314	35
2017	1,009	27
2019	236	4

资料来源: 电力喵微信公众号、国信证券经济研究所整理

### 2019-2024 年泛在物联网建设开启全新市场

2019 年国家电网启动“泛在电力物联网”建设, 并将其定义为当前国家电网“最紧迫、最重要的任务”。根据国家电网公司发布的《泛在电力物联网建设大纲》, “泛在物联”是指任何时间、任何地点、任何人、任何物之间的信息连接和交互。

“泛在电力物联网”将电力用户及其设备, 电网企业及其设备, 发电企业及其设备, 供应商及其设备, 以及人和物连接起来, 产生共享数据, 为用户、电网、发电、供应商和政府社会服务; 以电网为枢纽, 发挥平台和共享作用, 为全行业和更多市场主体发展创造更大机遇, 提供价值服务。

图 6: 泛在物联网设计思路



资料来源: 国家电网, 国信证券经济研究所整理

国家电网提出, 要紧紧抓住 2019 年到 2021 年这一战略突破期, 通过三年攻坚, 到 2021 年初步建成泛在电力物联网; 通过三年提升, 到 2024 年建成泛在电力物联网。2019 年 4 月, 在泛在电力物联网产业生态联盟大会上, 国网信通产业集团领导提出: 建设泛在电力物联网的保障之一, 是设计研发新一代智能电表, 实现电能和温度计量, 用户家庭中大容量负荷的用电信息采集与控制; 新一代

智能电表问世即将来临，电表更换需求将大幅提升。我国电表行业经历了四个发展阶段，并即将迎来最新的第五代技术发展阶段。

**表 10: 第五代智能电表研发路径及预期进程**

时间	进程及未来预期
2016 年	国网发布：《基于 IR46 理念的“双芯”智能电表设计方案》，并组织“双芯”智能电表研发
2018 年 11 月	国网首款“双芯”智能电表在浙江电网挂网运行，估计作为新一代智能电表的过渡产品。
2019 年 4 月	国网信通产业集团提出：建设泛在电力物联网的保障之一，设计研发新一代智能电表，实现电能和温度计量、用户家庭中大容量符合的用电信息采集与控制
2019 年 5 月	全国电工仪器仪表生产中心介绍新一代智能电表设计方案
2019 年 8 月	国网公司、中国电科院的专家发表：《新一代智能电表支撑泛在电力物联网技术研究》
2020 年	国网新一代智能电表技术标准进入报批程序，并组织新型电表样表开发、送检与产品设计改进
2020 年及以后	国网新一代智能电表首批样表在部分省级公司运行及产品设计改进，在省级电表扩大使用，再在部分省级电网批量进入市场应用。

资料来源:前瞻产业研究院、张春晖原载于中国现代电网量测技术微信公众号，国信证券经济研究所整理

**表 11: 新一代智能电表双芯设计思路**

类别	设计思路
计量芯	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 电压、电流采样、计量芯片、计量 MCU、存储器 1、RTC、时钟电池、超级电容、通信模块 (RS485) 等。</li> <li>➢ 独立运行，法制认证，要求未来长期保持不变，不允许软件升级，功能简单可靠。作为基表，主要承担电能计量任务，同时具备瞬时量测量、数据存储、脉冲指示、(全失压、电源异常事件检测)、故障上报等功能，并具备独立 RS485 通信接口，用于法制数据的溯源。</li> </ul>
管理芯	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 管理 MCU、停电电池、卡/ESAM、显示、存储器 2、负控、通信 (包括: 红外、RS485、上下行模块) 等。</li> <li>➢ 存在多元化管理需求，可通过远程升级程序的方式，进行管理芯功能升级。承担整表的管理任务，主要包括: 数据冻结、需量计算、结算电量、费控、显示、对外通信、事件记录、负荷控制、软件在线升级等任务。</li> </ul>
计量芯与管理芯的通信设计	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ “双芯”之间通过 SPI 接口进行数据交换，管理芯的故障不影响计量芯的运行;</li> <li>➢ 管理芯定时获取计量芯计量数据: 计量芯与管理芯之间采用 SPI 通信方式，并制订独立的通信协议，采用主从结构进行通信管，理芯为主站，通信链路的建立与解除由管理芯控制;</li> <li>➢ 计量芯部分引出一路独立的 RS485 接口，是本地通信，不需组网，用于法制计量数据溯源;</li> <li>➢ 系统主站远程召测: 当主站需要从远程召测计量芯基础用电量数据时，可以通过抄读管理芯逻辑设备来抄读计量芯基础计量数据。</li> </ul>
上行通信设计	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ “双芯”智能电表在借助原有通信信道的基础上，应配置实时性业务需求的高速/快速通信方式，如 OFDM 窄带 (快速) 电力线载波通信、国网宽带电力线载波通信、IP 等通信技术。</li> </ul>
下行通信设计	下行通信模块可以兼容 M-BUS、ZigBee、蓝牙或 WiFi 模块，实现与用户之间实时的双向互动，也可以满足“多表集抄”业务。

资料来源:张春晖，原载于中国现代电网量测技术微信公众号，国信证券经济研究所整理

## 海外智能电表行业：新兴市场 AMI 需求稳步增长

美国 Northeast Group 发布研究分析，世界上第一代智能计量推出已有 15 年，已接近其使用寿命的终点，新安装的第二代 AMI 智能电表正在广泛普及，海外的智能电表市场处于新增需求和周期轮换并存阶段，全球电力计量市场目前的年投资额估算为 158 亿美元，分为传统计量，单向通信 AMR 仪表，双向通信 AMI 仪表以及商用和工业仪表，在 AMI 细分市场的增长推动下，到 2027 年电力计量年度投资将增长到 194 亿美元。

海外智能电网建设分为三个典型建设阶段：

- ✓ 美国、欧盟及其他发达国家处于建设成熟期，智能电网投资领先；
- ✓ 东欧、亚洲及拉美部分国家处于智能电网改造大规模投资建设期；
- ✓ 拉美及非洲处于智能电网建设初期。

目前已经多个国家均发布以智能计量为核心的智能电网建设规划，如：《美国电网 2030 规划》、《墨西哥 2015-2025 规划》、《秘鲁 2019-2025 规划》、《智利 2019-2025 规划》、《土耳其 2023 智能电网计划》、《马来西亚 2016-2023 规划》等。

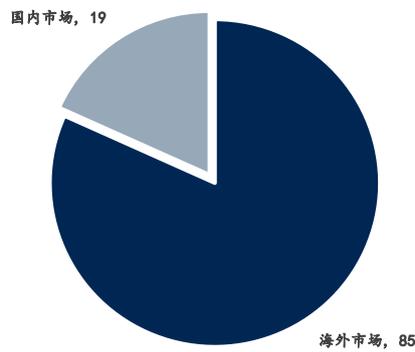
国产电子式电表 20 多年的发展很快，中国拥有全球最大的国内市场，目前已经

实现出口国家超过 130 个国家以上,但是由于电子式电表品质因素与国际认证、索赔等问题,加上我国对相关科研投入和人才储备的不足,国产电子式电表尚未批量进入北美洲等国际高端市场。

东欧、拉美、东南亚、中亚和西非等新兴经济体的智能电网建设落后于国内约 5-10 年,对电力基础设施建设的需求旺盛,在未来 3-5 年内智能配用电解决方案和产品采购量将显著增加。

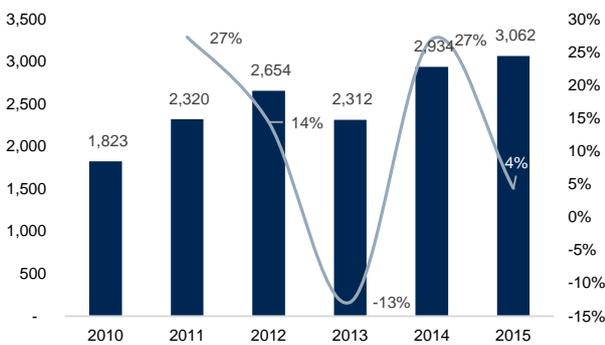
据能源咨询公司 Wood Mackenzie 报告,到 2024 年底,全球智能电表的总量在 2018-2024 年预计新增 5.4 亿只;AMI 智能电表新增采购支出在 2018-2024 年合计达到 728 亿美元,市场容量年均 104 亿美元。

图 7: 海内外智能电表 2019 采购开支对比 (亿美元)



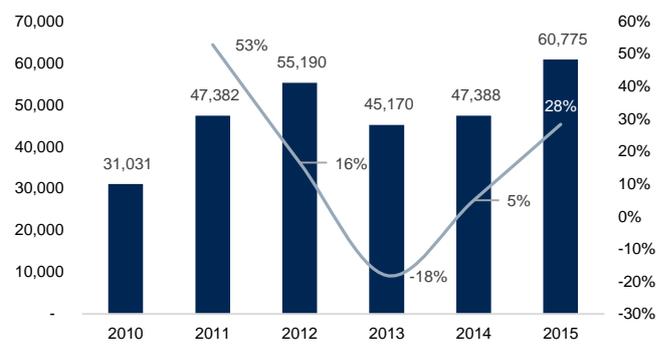
资料来源:海兴电力, Wood Mackenzie, 电力喵微信公众号, 国信证券经济研究所整理

图 8: 我国智能电表历史出口数据 (万只) 及同比增速



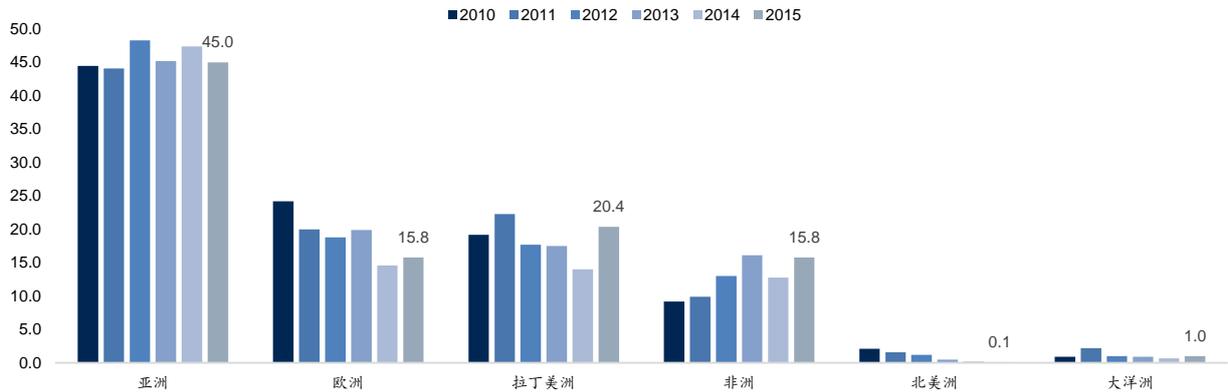
资料来源:中国商务部、国信证券经济研究所整理

图 9: 我国智能电表历史出口数据 (万美元) 及同比增速



资料来源:中国商务部、国信证券经济研究所整理

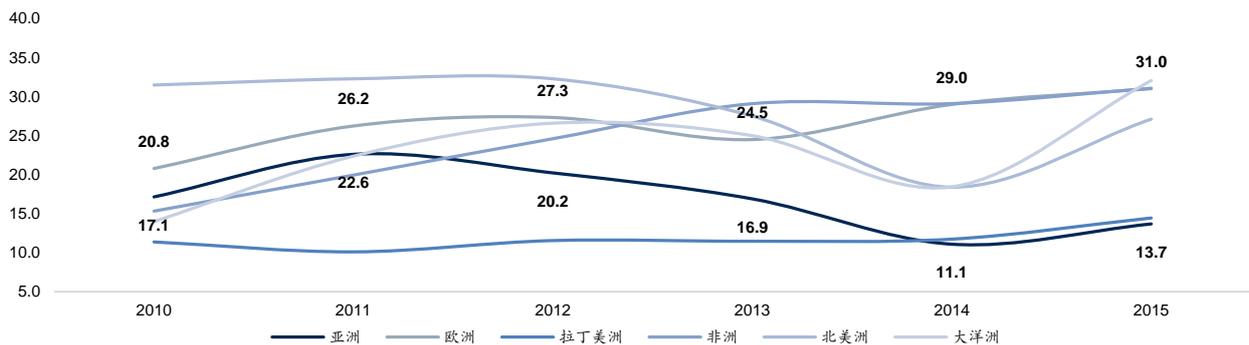
图 10: 2010-2015 我国电能表出口地区占比 (%)



资料来源: 中国商务部、国信证券经济研究所整理

在出口地区分布方面, 亚洲、欧洲和拉丁美洲为我国电能表产品的主要市场。分别占比约 40%、25%和 10%左右。在出口价格方面, 2010-2015 年欧洲和北美洲市场出口价格较高, 在 20-30 美元/只之间, 亚洲出口价格最低, 在 15 美元/只左右。非洲与大洋洲市场出口价格呈增长趋势。

图 11: 2010-2015 我国电能表各出口地区均价变动情况 (美元/只)



资料来源: 中国商务部、国信证券经济研究所整理

## 智能电表行业竞争格局

### 行业壁垒和经营模式

由于全球智能电网建设带动智能电表和用电信息采集系统产品的快速发展, 且不同国家之间差异较大, 智能电表需求和技术标准各不相同, 没有统一的技术标准, 因此智能电表和智能用电信息系统呈现较为分散的竞争格局。

智能电表市场具有以下行业壁垒:

- ✓ 技术壁垒: 智能配用电系统及产品的研发、生产包含了微电子技术、计算机技术、通信技术、自动控制技术、新材料技术等多项技术的集成应用, 属于技术密集型行业。其中, 智能电表除具有普通电表所有功能外, 还具有实时监控、自动控制、信息交互及数据处理等功能, 涉及诸多高端技术领域。

- ✓ 技术认证门槛：为保证智能电表的性能稳定可靠，促进智能电网配套的各种设备及产品的兼容，并对智能电网的智能化和信息化提供标准接口，行业内有诸如 IEC、ANSI、DIN 等国际标准，DLMS、STS、KEMA、MID 等国际权威认证，以及 SABS、SIRIM、VMI 等地区准入认证。
- ✓ 本地化门槛：多数接受境外企业投标和境外采购，少数国家开始提出本地化采购限制。
- ✓ 渠道壁垒：海外市场尤其是发展中国家需要电能计量设备提供商在提供电能表的同时提供一套完整的定制化系统解决方案。要适应各地市场地域、文化以及上述市场需求的差异，提供除智能配用电系统设备以外的本地化维护和运营服务。国内市场需要与电网公司客户建立长期联系，拥有完善的市场销售、服务网络以及专业的销售服务团队，在全国范围内建设市场销售服务网络的建设，对新进企业形成了一定的渠道壁垒。
- ✓ 资金实力壁垒：大规模国际招标通常要求较长的信用账期；
- ✓ 历史业绩：多数市场对供应商供货历史和项目实施经验有要求；

智能电表招标采购权主要集中于各国电力公司或能源公司，因此，智能电表行业下游客户比较集中，行业经营模式具备以下特点：

#### 1、招标采购，订单生产

电力企业通过统一招标进行采购；供应商均被要求通过合格供应商资质认证后才能参与招标，中标后按订单生产供货。

#### 2、严格定制

不同国家和地区对智能电表的功能和技术要求各异，因此国外市场对智能电表的需求具有严格定制化的特点。

#### 3、标准认证

国际招标中通常将国际标准和认证作为投标资质要求。国内市场拥有自成体系的国网标准、南网标准，以及专业的检测机构，企业产品必须通过测试后，才能获得投标资格。

### 国际市场竞争格局

以全球视角而言，由于各地市场需求多样，而且并无统一行业标准，智能电表及智能用电系统市场竞争仍处于较为分散的状态，在全球市场范围并无有明显优势的领导者。

在发达国家市场，智能用电产品市场主要被 Itron、Landis+Gyr、Elster 等跨国企业占据，目前三家公司均在全球范围内开展业务，销售收入超过 16 亿美元，且有大部分收入来自欧美发达国家。以北美市场为例，主要智能电表企业除了上述 3 家企业外还包括 GE Energy、Sensus、Echelon 等。

但是在新兴市场，跨国公司的市场份额较低，市场格局较为分散。这一方面是由于跨国公司本身互相竞争激烈，另一方面也反映出各区域内本土企业具有一定竞争能力，如南非的 Conlog、巴西的 Elo 等。国际间智能电表及智能用电系统市场的分散竞争态势，为中国企业开拓海外市场提供了发展机遇。在亚洲、非洲、南美等许多新兴市场国家，公司无论在技术服务上，还是成本上，以及在快速的定制化能力上，都具有相当的优势，成为所在市场智能电表及智能用电终端产品的主要供应商之一。

**表 12: 国际竞争对手介绍**

竞争对手	简要情况
ltron	ltron 是一家美国公司, 客户分布在全球 130 个国家, 全球雇员超过 8,000 人; 是全球最大的智能能源计量设备及系统软件提供商。产品包括电能表、水表、燃气表、热能表、自动抄表系统 (AMR)、高级计量系统 (AMI)、表计数据管理系统以及相关软件应用系统。ltron 于 1993 年 11 月在纳斯达克上市, 2014 年销售收入约 19.71 亿美元
Landis+Gyr	Landis+Gyr 是一家瑞士公司, 在全球约 30 个国家设有分公司或运营机构, 全球雇员约 5,200 人; 是全球领先的能源计量设备、系统和服务的供应商。产品包括电能表、气表、超声波热能表, 预付费系统、负荷管理系统、先进计量系统等
Elster	Elster 是一家德国公司, 在全球 30 多个国家和地区设有运营机构, 主要分布在北美、南美、欧洲和亚洲等地区, 全球雇员超过 7,500 人; 是全球最大的专业计量集团之一; 产品包括电表、水表、气表、自动抄表系统、负荷控制系统以及高品质的热化学处理仪器等

资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

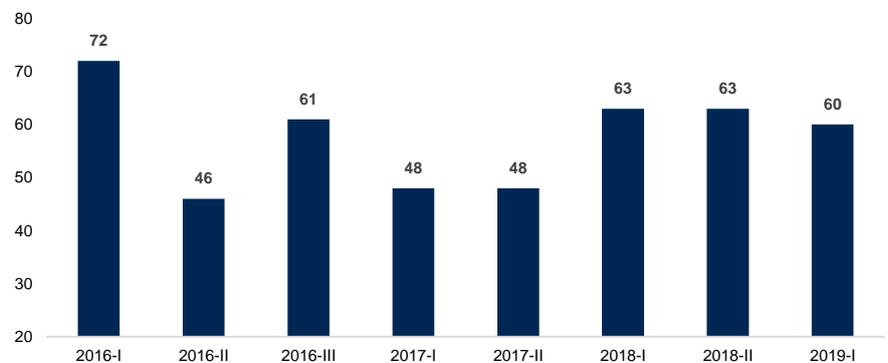
### 国内市场竞争格局

国内电力设备企业主要面向电网公司进行销售, 国内电网市场相对垄断, 目前中国电力设备企业的市场化程度较高, 尤其在智能电表和用电信息采集终端设备市场, 国家电网智能电表及终端设备集中招标中标的生产厂商已超过 100 家。市场竞争格局非常分散。以国网 2019 年第一次智能电表招标的中标结果来看, 各家企业的份额相对平均, 中标企业总数达到 60 家。

**表 13: 近三年国网电能表类招标部分中标企业份额和排名变化**

中标厂家	2019 年第一次招标中标金额占比	2019 年第一招标排名	2018 年排名	2017 年排名
宁波三星医疗电气股份有限公司	3.9%	1	2	1
烟台东方威思顿电气股份有限公司	3.8%	2	3	4
威胜集团有限公司	3.7%	3	1	3
武汉盛帆电子股份有限公司	3.2%	4	7	7
华立科技股份有限公司	3.2%	5	13	13
浙江正泰仪器仪表有限责任公司	3.2%	6	12	12
中电装备山东电子有限公司	3.0%	7	11	2
深圳市科陆电子科技股份有限公司	2.9%	8	19	17
河南许继仪表有限公司	2.9%	9	4	11
杭州炬华科技股份有限公司	2.8%	10	5	5
杭州海兴电力科技股份有限公司	2.1%	20	10	9

资料来源:电力喵微信公众号, 国信证券经济研究所整理

**图 12: 国网历次招标电能表中标企业数量**


资料来源:电力喵微信公众号, 国信证券经济研究所整理

目前 IR46 国标正在紧锣密鼓的推进, 国网下一代智能电表必然会基于此标准要

求，IR46 标准一旦推行，必然会有新一轮的洗牌。随着电改的逐步深入，电网公司的管理模式和管理要求必然会发生一些转变，而这些转变不少将会需要新的技术、新的产品提供支撑，会创造出新的市场机遇。

**表 14: 国内竞争对手介绍**

竞争对手	简要情况
威胜集团	威胜集团是一家智能计量、智能配用电与能效管理整体解决方案的供应商，在用电自动化领域主要从事电能表的设计和制造，提供采集终端及电能管理解决方案。威胜集团于 2005 年 12 月在香港联合交易所主板上市，2014 年销售收入约 28.17 亿元
林洋能源	林洋能源是智能化电能计量和用电信息管理行业一家从事电子式电能表、用电信息管理系统及终端产品和其他电工仪器仪表产品的研发、生产和销售的公司。林洋能源于 2011 年 8 月 8 日在上交所主板上市，2014 年销售收入约 22.06 亿元
科陆电子	科陆电子是一家专业从事用电管理系统、电子式电能表、标准仪器仪表及软件产品的研发、制造及销售的公司，科陆电子于 2007 年 3 月在深交所中小板上市，2014 年销售收入约 19.55 亿元
炬华科技	炬华科技是一家专业从事电能计量仪表和用电信息采集系统产品研发、生产与销售为一体的高新技术企业。炬华科技于 2014 年 1 月在深交所创业板上市，2014 年销售收入约 9.88 亿元。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

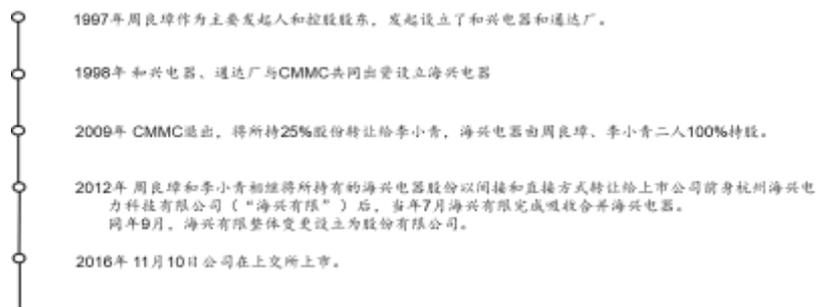
## 公司概况

### 公司沿革和股权结构

杭州海兴电力科技股份有限公司始创于 1992 年，致力于为全球配用电公司量身打造可持续经营和发展的生态系统，产品远销全球 90 个国家和地区。

海兴电力的前身是由公司董事长周良璋先生作为发起人和控股股东创办于 1998 年的海兴电器，期间经过数次整合和股权转让，最终于 2009 年，由董事长周良璋和公司副董事长李小青二人联合 100% 持股。周良璋和李小青在上世纪九十年代均曾就职于杭州仪表厂，周良璋专注电力行业三十余年，对行业具有深刻的理解和经验。

图 13: 公司简略历史沿革

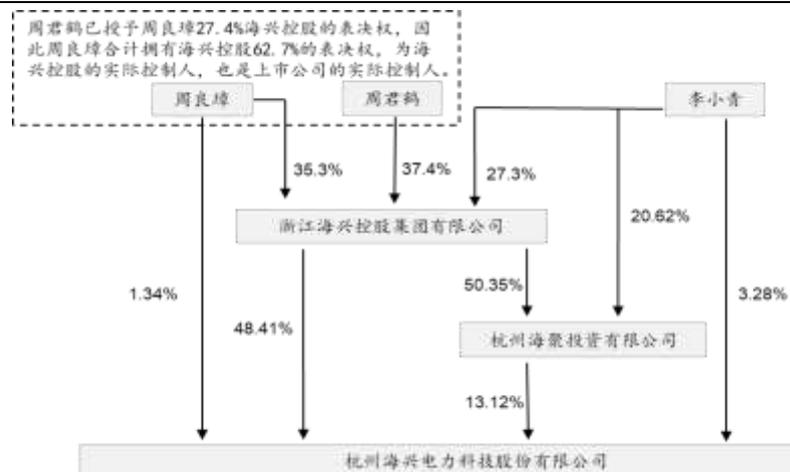


资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

公司控股股东海兴控股持有公司 48.41% 的股份，海兴控股是由周良璋、李小青和二人之子周君鹤共同持股。周君鹤已将自己所持有海兴控股 27.4% 的表决权授予与周良璋，因此周良璋是海兴控股的控股股东和实际控制人；李小青与周良璋已解除婚姻关系，非一致行动人，因此李小青也不再是公司实际控制人。

因此董事长周良璋也是上市公司的控股股东和实际控制人，个人直接持股 1.34%，同时周良璋所控股的海兴控股和海聚投资合计持有上市公司 61.53% 的股份；副董事长李小青个人直接持股 3.28%，同时李小青通过海兴控股和海聚投资间接持有上市公司 15.92%。

图 14: 公司主要股东股权结构图



资料来源:公司公告, 国信证券经济研究所整理

## 公司商业模式

### 产品和业务

公司聚焦于电力行业，运用物联网、边缘计算、传感、通讯、计量、大数据、云计算等技术为电力行业用户提供基于物联网架构的智能配用电整体解决方案、智能微网产品及电力行业相关工程和运维服务。公司产品主要分为五类：智能用电产品、智能配电产品、系统产品、运维与服务及其他。

单/三相智能表是公司目前的最主要的产品，也是我国 2009 年以来逐步全面普及的智能电表；新一代 AMI 智能表是智能电网的核心资产，不仅能够准确计量用电信息，还能实时监测电能质量参数。

表 15: 公司主要业务分类

产品类别	主要产品
智能用电产品	单/三相智能表、智能 AMI 表、智能预付费表、国内表箱、国内用电终端（智能网关、采集器、集中器）等
智能配电产品	FTU 馈线终端、DTU 配电终端、TTU 配电变压器监测终端、RTU 远程终端、FCI 故障指示器、智能开关、环网柜、高压计量表、柱上开关、互感器等
系统产品	指从系统软件到终端的完整解决方案，应用于用电、配电、微电网领域，包括高级计量架构 AMI 系统、计费系统、售电系统、变压器监控系统、SCADA 系统、停电管理系统、离网及并网型微电网整体解决方案、智能集中计量表箱、工商业成套计量表箱等
运维与服务	配用电系统软件的持续升级和维护，收费；配用电公司、智慧城市运营的设备改造、故障维修、安装等方面的专业服务
其他	设备及配件等

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 15: 智能用电产品-三相直接式智能表 (HEX310)



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 16: 智能用电产品-美标三相智能电表 (HXS300)



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

图 17: 智能用电产品-智能开关(高压交流永磁真空断路器)



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

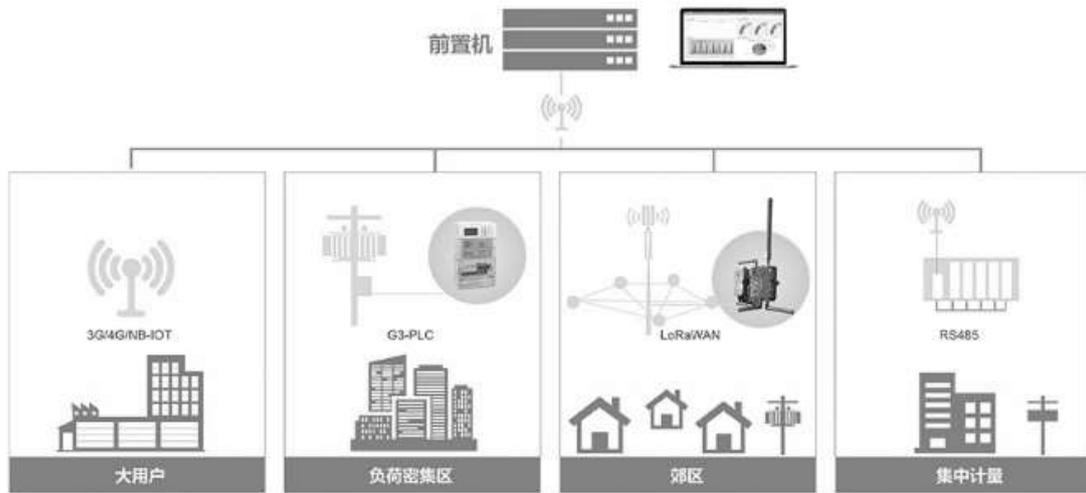
图 18: 智能配电产品-SF6 绝缘环网柜



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司深耕海外市场 20 余载，长期服务于海外市场电力客户，深刻理解不同发展阶段的电力客户需求。公司坚持技术研发、产品创新，针对不同客户的需求相继推出了智能预付费系统、智能集中计量控制系统、智能高压计量系统、AMI 系统、LAN 抄表系统、变压器监控系统以及配网自动化调度系统等智能配用电一体化系统解决方案，同时为客户提供从方案设计、系统集成、工程实施到项目运营的整体解决方案。

图 19: 智能计量 AMI 整体解决方案



资料来源：公司官网、国信证券经济研究所整理

公司自成立以来就定位为技术引领的中高端产品路线和国际化发展道路，是我国智能电表产品最大的出口企业。经过 20 余载的市场开拓，公司产品已遍布全球 90 多个国家和地区，包括以巴西、阿根廷、秘鲁为核心的南美市场，以南非、肯尼亚、塞内加尔为核心的非洲市场，以印度尼西亚为核心的东南亚市场和以巴基斯坦、孟加拉为核心的南亚市场等，在全球市场树立了良好的品牌形象和竞争优势。

公司的主要竞争对手为全球配用电解决方案的领航企业兰吉尔（Landis+Gyr）和埃创（ITRON）以及国内部分智能电表出口企业。近年来公司加大研发投入，提前布局基于物联网架构的智能配用电整体解决方案，从技术端快速追赶兰吉尔和埃创。同时，公司继续发挥海外深耕的市场优势，通过海外十二个地区部加强建设各个国家的组织间客户关系，以客户需求为关注焦点，切实解决客户痛点，为客户创造价值。

图 20: 公司全球生产基地



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

### 销售模式

公司经过 27 年的发展, 已建立了全球化的营销平台, 通过客户关系管理系统实现 LTC (从线索到回款) 销售流程管理系统化; 通过十二个海外市场地区部, 广泛建立与电力客户的组织间客户关系, 提升区域营销优势; 通过客户经理、解决方案专家、交付专家形成面向客户的营销“铁三角”, 提供以客户需求为关注焦点的智能配用电解决方案。公司通过国内的八大区域总部, 建立了覆盖全国的销售平台, 主要通过国家电网和南方电网及各地方电力公司集中招投标方式销售, 为电力客户提供产品、履约服务和技术支持。

图 21: 公司全球销售网络



资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

### 研发模式

近年来，公司持续加大研发投入，已提前布局物联网架构、通信架构、数据处理、通信模组、边缘计算等物联网核心技术。公司拥有国际化的研发团队，包括 600 多名研发技术工程师，100 多名软件工程师。公司以客户需求为导向，紧跟国际和国内电力市场变化趋势，按照 IPD（集成产品开发）研发模式、依托 PLM（产品生命周期管理）开展研发项目管理活动，提早布局基于泛在电力物联网架构的智能配用电整体解决方案。公司围绕“构建瘦腰型产品技术平台”目标，建立了统一的硬件平台、固件平台、结构平台，丰富了 CBB 货架，实现了下层技术货架丰富、中层技术平台较少、上层产品丰富的技术平台架构，极大缩减了研发基础版本、缩短了产品面世的周期、大幅度提升产品核心竞争力；通过“TDD（测试驱动开发模式）”，建立了快速响应的自动化测试与验收体系，大幅度提高了研发的测试效率与测试质量；推行“结构化需求管理模式”，实现“应用场景-客户需求-设计方案-测试用例-测试结果”一一对应的可视化研发管理体系，确保端到端按需交付质量；通过“研发生产一体化”设计方式，打破了研发与生产的边界，大幅度缩短了产品可生产性磨合周期。

### 生产模式

公司以“全球生产，供应全球”为理念，建立了以杭州、宁波、南京、巴西、印尼、巴基斯坦、孟加拉、南非为核心的全球化的生产基地。公司采用智能制造技术和柔性生产模式，引入 SAP-ERP 企业资源管理系统、MES 生产管理系统、IMS 生产智能制造系统等，实现销售、产品、研发、生产的平台化和各类数据的互联互通。通过物联网技术自动柔性生产线，力争打造无人车间、全数字化透明工厂，支撑公司全球工厂的生产、交付、数据分析、持续改善和及时报告。

### 采购模式

公司已逐步建立起全球化供应链平台，通过实行“集中认证、集中下单，分批交付”的集中采购管控模式及合格供应商管理机制，实现采购的成本、质量和交付优势。公司通过 SRM（供应商管理系统）、SAP、WMS-IMS 等系统进行数据交互，实现采购管理系统化，极大地提高了采购管理效率，减少各节点上的库存周期和库存资金占用，缩短交货周期，快速响应市场需求。

## SWOT 分析：公司战略得当、竞争优势明显

### 发展战略

公司致力于成为基于物联网架构的智能配用电解决方案和智能微网解决方案的提供者。基于公司战略方向，一方面，公司持续加大研发投入，推动基于物联网架构的解决方案、智能化产品快速落地；另一方面，公司继续加强全球化营销平台建设，确保公司新产品、新业务的全球化市场销售推广，将公司打造成技术领先并具有全球竞争优势的平台型企业。

## SWOT 分析

表：SWOT 分析

优势	劣势
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 公司治理结构好</li> <li>■ 全球化布局优势</li> <li>■ 研发技术优势</li> <li>■ 品牌美誉度优势</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 与欧美企业在技术实力上存在差距</li> <li>■ 公司业务的快速发展，现有人才储备已难以满足公司未来业务快速发展的需求</li> <li>■ 国内电表市场未取得领先地位</li> </ul>
机遇	挑战
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 海外新兴市场智能电网建设推进</li> <li>■ 国网智能电表进入更换周期</li> <li>■ 泛在物联网建设在未来 2-4 年带动全新一代智能电表的研发和推广</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 国内下游市场格局集中，行业竞争激烈</li> <li>■ 品牌效应在国内竞争激烈的目标市场被弱化</li> <li>■ 全球智能电网建设对产品创新提出更高要求</li> </ul>

资料来源：国信证券经济研究所

从 2018 年第二次国网招标量和 2019 年第一次电能表招标量来看，我国开始进入智能电表的轮换周期，2019 年国网第一批电能表及用电信息采集设备招标总金额 82.91 亿元，同比增加 58.99%，环比增长 19.07%。数量 4016 万只，同比增加 70.45%，环比增长 21.93%。泛在电力物联网时代到来，国家电网规划接下来将重点推进配电侧和用电侧终端标准化接入与边缘融合处理，研发部署两级物联管理平台。

未来 5 年，亚洲将成为全球最大的智能电表市场，到 2024 年，亚洲智能电表的装机量约占全球 AMI 装机量的三分之二。中国、印度是其中最重要的市场。通过 SWOT 分析，我们认为公司竞争优势明显、战略得当。

## 公司业务分析：智能用电整体解决方案为主要业务

公司主营智能用电产品及系统产品，从收入构成看，智能用电产品和系统产品的销售收入占比分别为 75% 和 15%。

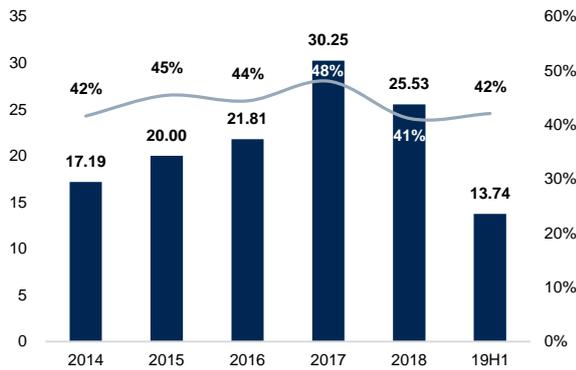
### 智能用电产品业务占公司收入 75% 以上

公司聚焦于电力行业 20 余年，运用物联网、边缘计算、传感、通讯、计量、大数据、云计算等技术为电力行业用户提供基于物联网架构的智能配用电整体解决方案、智能微网产品及电力行业相关工程和运维服务。公司收入构成当中，主要智能用电产品和系统产品，2018 年智能用电产品和系统产品销售收入占比分别为 75% 和 15%。

智能用电产品主要是单/三相智能表、智能 AMI 表、智能预付费表、国内表箱、国内用电终端（智能网关、采集器、集中器）等。

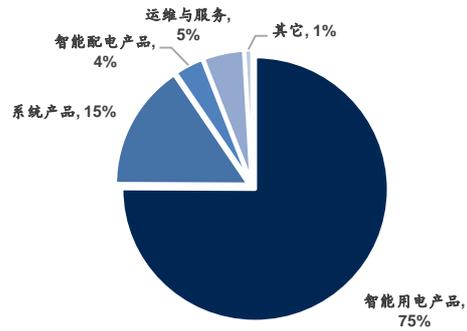
系统产品主要是指从系统软件到终端的完整解决方案，应用于用电、配电、微电网领域，包括高级计量架构 AMI 系统、计费系统、售电系统、变压器监控系统、SCADA 系统、停电管理系统、离网及并网型微电网整体解决方案、智能集中计量表箱、工商业成套计量表箱等。

图 22: 公司营业收入和利润率变化 (亿元、%)



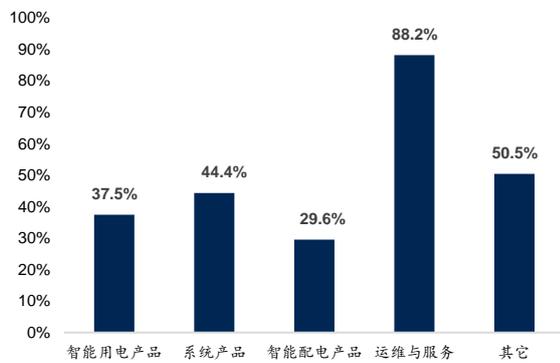
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 23: 2018 年公司收入构成比率 (%)



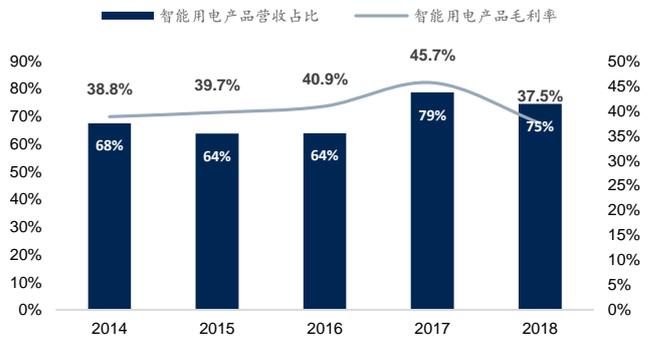
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 24: 2018 年各业务毛利率 (亿元、%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 25: 公司智能用电产品收入占比及毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 16: 公司智能表计销售量 (万只)

	2013	2014	2015	2016	2017
智能表计	815.99	792.28	983	1,114	1,475
同比增速		-2.9%	24.0%	13.4%	32.4%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 海外业务占公司营收比重接近七成

多年来, 公司持续进行全球化布局, 在巴西、印尼、南非、巴基斯坦、秘鲁、孟加拉国等 10 多个国家与地区设立了子公司或参股公司, 业务覆盖 90 多个国家和地区, 搭建了遍布全球的营销网络, 并在巴西印尼、巴基斯坦、孟加拉、南非设有生产基地, 海外营收持续稳定上升。

图 26: 公司业务发展历程



资料来源: 公司官网, 国信证券经济研究所整理

据能源咨询公司 Wood Mackenzie 报告, 到 2024 年底, 全球智能电表的总量将从 2017 年的 6.651 亿增加到超过 12 亿。AMI 累计支出将从 2017 年的 730 亿美元增至 2024 年的 1458 亿美元。在拉丁美洲, 巴西作为其中最重要的市场已经开始推广智能电表, 哥伦比亚、阿根廷、智利、秘鲁等国家的市场份额将显著上升; 非洲 AMI 市场实施规模将保持在中等水平。

表 17: 公司分地区营业收入及毛利率

	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入(亿元)-国外	9.05	11.90	11.92	20.02	17.32
营业收入(亿元)-大陆	8.06	8.07	9.85	10.15	8.02
营业收入(亿元)-其他地区	0.08	0.03	0.04	0.09	0.19
营业收入占比-国外	53%	60%	55%	66%	68%
营业收入占比-大陆	47%	40%	45%	34%	31%
营业收入占比-其他地区	0%	0%	0%	0%	1%
毛利率(%) -国外			50.51	54.27	46.51
毛利率(%) -大陆			36.96	35.78	28.88
毛利率(%) -其他地区			77.19	58.51	79.59

资料来源:公司公告、Wind, 国信证券经济研究所整理

表 18: 公司海外主要市场

海外市场	本地化产能	历史业绩
巴西	年产能 600 万台电表 设立巴西研究院	子公司 Eletra 工厂占据巴西本地智能用电 50% 市场份额; 2018 年实现营业收入 4.6 亿元; 子公司 SPIN 在巴西全国 22 个州 744 个城市有业务运营, 为超过 1100 万用户提供配电服务;
南非	年产能 50 万台电表	智能预付费电表总装机量超 200 万台, 2018 年实现营业收入超 1 亿元;
印尼	年产能 550 万台电表 未来将覆盖印度市场 设立印尼研究院	为 700 万用户提供电表计量服务, 2018 年实现营业收入 1.8 亿元;
巴基斯坦	年产能 125 万台电表	扎根巴基斯坦 14 年, 2018 年实现营业收入 6000 万元;
孟加拉	年产能 55 万台电表	服务当地 3 个主要电力局, 2018 年实现营业收入超 7000 万元;

资料来源:公司官网, 国信证券经济研究所整理

## 成长分析：全球智能电网建设为公司奠定高成长基础

### 良好的行业前景和广阔的市场空间

公司所处行业大类为电力设备和新能源行业，在海内外均具有良好的发展前景和广阔的市场空间。在海外市场，根据 2019 年美国智能电网领域咨询公司 Northeast Group 发布的《新兴市场智能电网报告》预测，随着新兴市场智能电网建设的逐步推进，2019 年至 2023 年，全球 50 个新兴市场（金砖国家、中欧、东欧、东南亚等地区）的在智能电网上的投资将超过 609 亿美元。其中智能电表是其中最大的一块，其次是配网自动化。

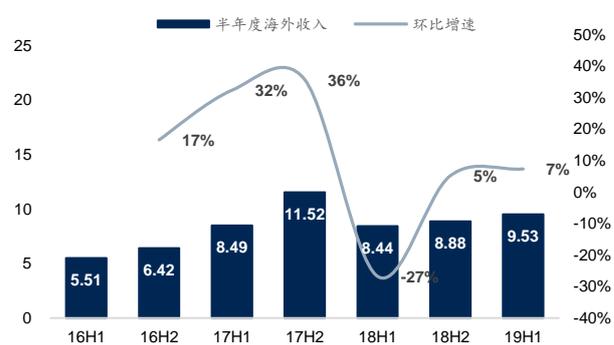
公司是我国智能电表产品最大的出口企业，产品覆盖全球 90 多个国家和地区，在多个国家和地区拥有广泛的影响力。包括以巴西为核心的拉美市场，以南非、肯尼亚、塞内加尔为核心的非洲市场，以印度尼西亚为核心的东南亚市场和以巴基斯坦、孟加拉为核心的南亚市场等，在全球市场树立了良好的品牌形象和竞争优势。2019 年上半年公司实现海外营业收入 9.53 亿元，同比增速 12%；从半年度的营业收入变动情况来看，公司海外营业收入在过去的三个季度企稳并重恢复稳步增长。预计未来 2-3 年，公司海外业务将跟随市场容量的稳步增长而提升，营业收入规模年均复合增速在 10-15%。

图 27：海外营业收入（亿元、%）及同比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 28：半年度海外营业收入（亿元、%）及环比增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

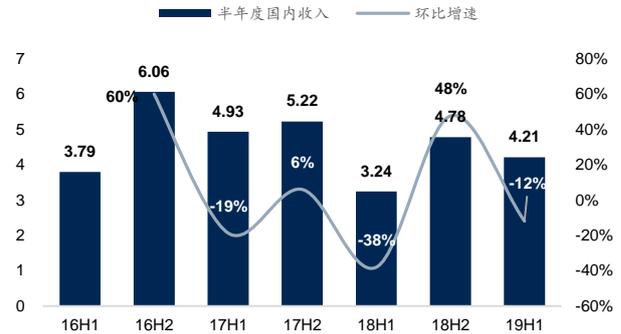
资料来源：公司公告、Wind，国信证券经济研究所整理

在国内市场，国家电网投资陆续从大电网建设向配用电领域转移，电网发展也逐渐由高速增长向高质量发展转变。2019 年在国家“两会”报告中，提出了将国家电网建设成为世界一流能源互联网企业的战略部署，泛在物联网与坚强智能电网为代表的“三型两网，世界一流”战略成为国家电网的最新发展方向。与此同时，国内智能电表市场启动已有 10 年，第二批智能电表轮换已经开始，预计未来几年基于泛在电力物联网技术的新一代智能电表需求有望逐年增长。

今年上半年公司实现国内营业收入 4.21 亿元，同比增长 30%，与国网招标量的上升趋势同步，我们预计公司未来 2-3 年将获益于国网表计设备更换大周期的需求增长，叠加泛在物联网建设对全新一代 AMI 智能计量系统的采购需求，国内业务营业收入复合增速在 20-30%。

**图 29: 国内营业收入 (亿元、%) 及同比增速**


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

**图 30: 半年度国内营业收入 (亿元、%) 及环比增速**


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 财务分析: 公司资产负债结构好、盈利能力强

### 经营效率分析

由于行业业务模式的特征是以产品研发、设计、组装、调试、检测为主, 对人才、技术的依赖性较高, 对固定资产的依赖性较低。因此公司资产结构中流动资产占比较大, 且资产结构保持稳定; 随着公司业务规模增长, 公司货币资金、应收账款、存货等流动资产稳步增加。

**表 19: 海兴电力流动资产与总资产**

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017	2018	19H1
流动资产合计	1,719	1,878	4,660	5,734	5,039	5,262
资产总计	2,160	2,381	5,273	6,454	6,409	6,682
流动资产/总资产	80%	79%	88%	89%	79%	79%

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

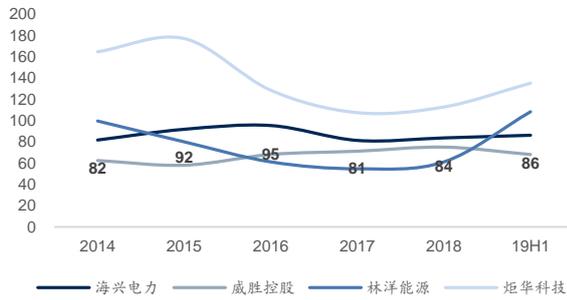
**表 20: 海兴电力流动资产结构**

单位: 百万元	2014	2015	2016	2017	2018	19H1
货币资金	800	1,003	2,072	2,211	2,661	2,977
占比	47%	53%	44%	39%	53%	57%
应收账款及应收票据	558	536	676	1,228	1,249	1,391
占比	32%	29%	15%	21%	25%	26%
预付款项	10	15	19	24	21	35
占比	1%	1%	0%	0%	0%	1%
存货	277	280	363	348	351	412
占比	16%	15%	8%	6%	7%	8%
流动资产合计	1,719	1,878	4,660	5,734	5,039	5,262

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

从同行业企业横向比较看, 公司的存货周转天数稳定在 85 天左右, 在行业内处于常规水平, 应收账款周转天数在 177 天左右, 周转效率处于行业领先地位; 同时近几年固定资产周转率和总资产周转率也逐渐向行业领先水平靠拢。

图 31: 存货周转天数



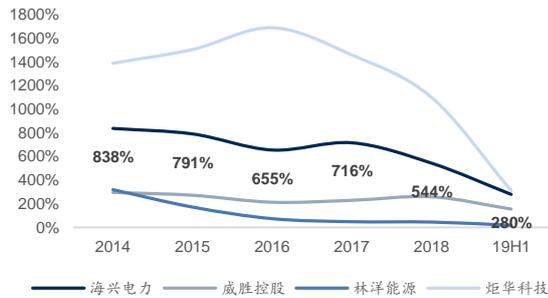
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 32: 应收账款周转天数



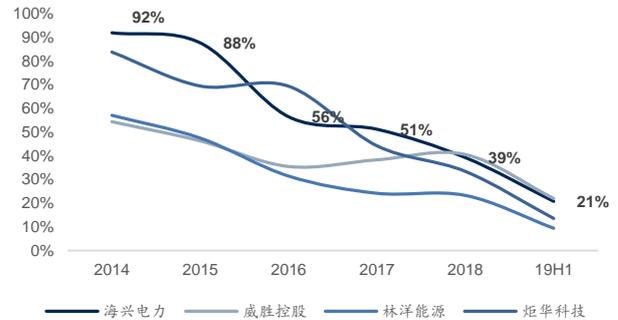
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 33: 固定资产周转率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 34: 总资产周转率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 盈利能力分析

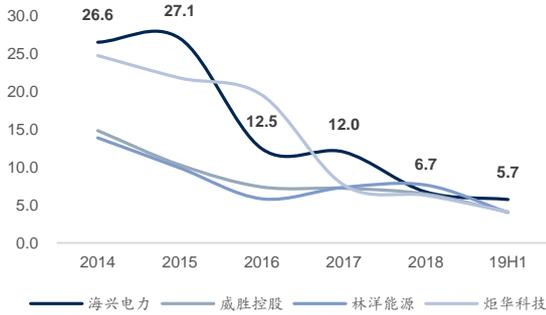
公司的净资产收益率、总资产报酬率、销售毛利率和销售净利率长期显著高于同行业上市公司, 反映出公司较强的盈利能力和成本控制优势。公司与同行业可比上市公司毛利率存在差异, 主要是由于境内外销售结构差异所导致的, 常年以来公司维持 50% 以上的外销占比, 2016-2017 年国内电网公司招标采购需求低迷的时期, 外销收入占比持续提升, 为公司业绩提供了良好的稳定作用。

表 21: 智能电表上市公司海外营业收入占比

外销占比	2013	2014	2015	2016	2017	2018
海兴电力	53.9%	52.6%	59.5%	54.7%	66.2%	67.8%
林洋能源	3.8%	3.4%	2.9%	6.2%	19.0%	20.1%
威胜控股	5.0%	4.4%	10.2%	15.3%	13.0%	11.8%
炬华科技	1.7%	12.0%	7.1%	8.8%	13.3%	12.1%

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理, 林洋能源收入基数为表计业务, 非公司整体营业收入。

图 35: 净资产收益率 (%)



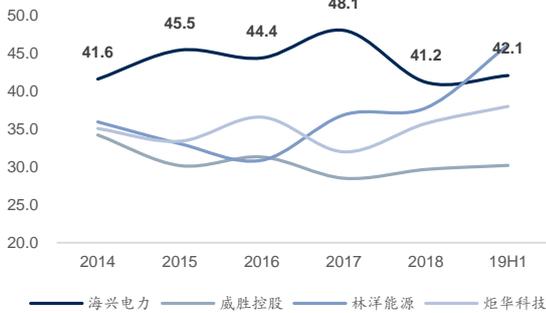
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 36: 总资产报酬率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 37: 销售毛利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 38: 销售净利率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

公司销售费用率和管理费用率比同行业上市公司略高主要原因是是公司在海外市场销售费用增加和开拓业务所需管理费用较高, 一方面公司销售团队规模扩大所导致的职工薪酬及福利费增加, 另一方面海外业务进一步拓展所导致的销售代理费、运输成本和清关费用高于同行业水平。

图 39: 销售费用率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 40: 管理费用率 (%)

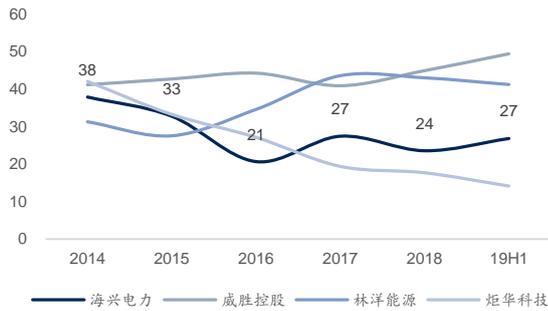


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 资本结构及偿债能力分析

公司资产负债率长期维持在 30% 以下，资本结构稳健，各项偿债能力包括已获利息倍数、流动比率和速动比例均保持行业领先水平，其中 2018 年公司已获利息倍数为 25 倍，流动比率为 3.3、速动比率 3.0，体现公司业务盈利能力较高，偿债能力较强。

图 41: 资产负债率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 42: 已获利息倍数 (EBIT/利息费用)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 43: 流动比率



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 44: 速动比率

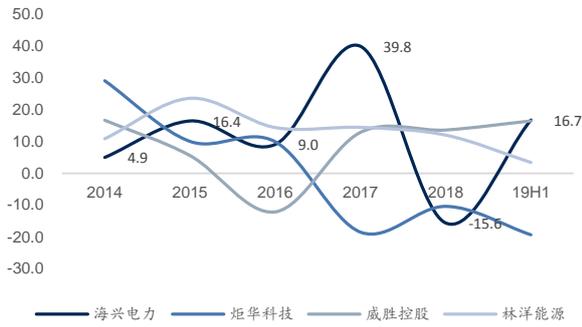


资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

### 成长性分析

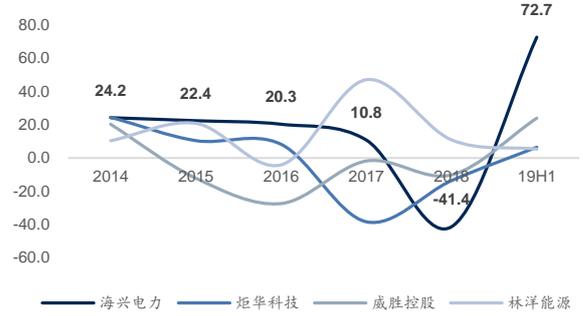
公司持续加强全球化营销平台建设，通过以地区部、国家代表处为核心与客户建立组织间客户关系，以客户需求为关注焦点，为客户提供定制化解决方案。2019 年公司积极抓住国内市场回暖、海外市场对智能配用电解决方案需求持续增长的契机，继续加大市场开拓力度，实现经营业绩快速增长。上半年公司实现营业收入 13.7 亿元，同比增长 16.7%，实现归属母公司净利润 2.8 亿元，同比增长 72.7%。其中海外收入同比增长 11.7%；公司国内市场收入同比增长 29.9%。公司的现金流改善情况远高于行业平均水平，收现率绝大多数时间在 80-120% 之间波动。

图 45: 营业总收入同比增长率 (%)



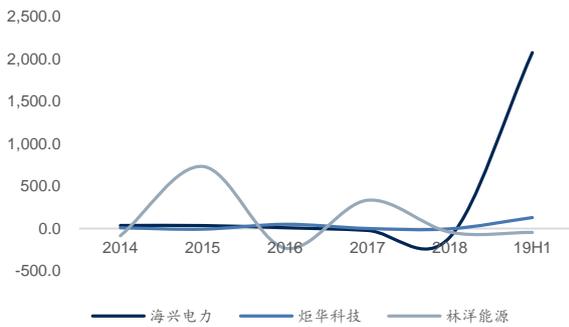
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 46: 归母净利润同比增长率 (%)



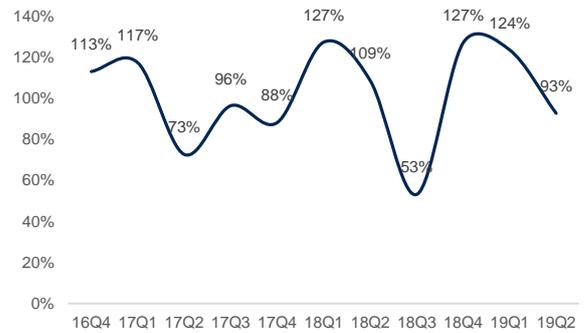
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 47: 营业总收入同比增长率 (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 48 季度收现率 (销售商品提供劳务收到的现金/营业收入) (%)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

## 盈利预测

### 假设前提

按假设前提，我们预计公司 19-21 年归属母公司净利润 5.58/6.52/8.34 亿元，增速分别为 69.2%/16.7%/28.0%。每股收益分别为 1.14/1.33/1.70 元

我们的盈利预测基于以下假设条件：国网第二轮智能电表轮换周期叠加泛在新一代电表的招标需求，2019-2021 年国内营业收入增速分别为 30%、20%、30%，海外营业收入随着公司各地业务布局的开拓进展，营业收入同比增速分别为 15%、10%、20%，估算 2019-2021 年公司营业收入同比增速分别为：20%、13%、24%。

在销售费用支出上，由于海外业务的持续拓展，公司的销售费用率预期在 2019-2021 年保持稳定在 9-10%，管理费用加研发费用率随着公司营业收入的增长而小幅下降，2019-2021 年预期为 12%、11%、10%。

表 22：公司未来营业收入预测

	2018A	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E
境外营业收入	1751	2013	2214	2657	2843	3042	3255
境外营收同比增速	-13%	15%	10%	20%	7%	7%	7%
大陆营业收入	802	1043	1252	1627	2441	3173	3490
大陆营收同比增速	-21%	30%	20%	30%	50%	30%	10%
营业总收入	2553	3056	3466	4285	5284	6216	6746
营业总收入同比增速		20%	13%	24%	23%	18%	9%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

### 未来 3 年盈利预测

表 23：盈利预测表

	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2,553	3,057	3,466	4,285
营业成本	1,501	1,773	1,976	2,442
毛利率	41%	42%	43%	43%
销售费用	297	306	347	428
管理费用	338	601	620	675
财务费用	-18	52	66	73
营业利润	436	325	458	666
利润总额	380	653	761	975
归属母公司净利润	330	558	652	834
归母净利润同比增长率	-41%	69%	17%	28%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所预测

按上述假设条件，我们预计公司 19-21 年归属母公司净利润 5.58/6.52/8.34 亿元，增速分别为 69.2%/16.7%/28.0%。每股收益分别为 1.14/1.33/1.70 元

### 盈利预测的敏感性分析

#### 盈利随市场份额及三项费用率变化的敏感性分析（双因素敏感性分析）

公司毛利率和管理费用加研发费用比率对公司未来盈利影响较大：

**表 24: 2019 年 EPS 管理费用+研发费用、毛利率变化的敏感性分析**

EPS=1.14	毛利率变化					
		40%	41%	42%	43%	44%
管理费用+研发费用的变化	14.0%	0.98	1.03	1.08	1.14	1.19
	13.5%	1.00	1.06	1.11	1.16	1.22
	13.0%	1.03	1.08	1.14	1.19	1.24
	12.5%	1.06	1.11	1.16	1.22	1.27
	12.0%	1.08	1.14	1.19	1.24	1.30

资料来源:国信证券经济研究所预测

### 盈利预测情景分析

**表: 情景分析 (乐观、中性、悲观)**

	2018	2019E	2020E	2021E	2022E
<b>乐观预测</b>					
营业收入(百万元)	2,553	3,107	3,565	4,491	5,644
(+/-%)	-15.6%	21.7%	14.8%	26.0%	25.7%
净利润(百万元)	330	799	932	1200	1487
(+/-%)	-41.4%	142.2%	16.6%	28.8%	23.9%
摊薄 EPS	0.67	1.63	1.90	2.44	3.03
<b>中性的预测</b>					
营业收入(百万元)	2,553	3,057	3,466	4,285	5,285
(+/-%)	-15.6%	19.7%	13.4%	23.6%	23.6%
净利润(百万元)	330	558	652	834	1,009
(+/-%)	-41.4%	69.2%	16.7%	28.0%	21.0%
摊薄 EPS(元)	0.67	1.14	1.33	1.70	2.05
<b>悲观的预测</b>					
营业收入(百万元)	2,553	3,006	3,369	4,085	4,943
(+/-%)	-41.4%	0.6%	18.5%	28.3%	21.0%
净利润(百万元)	330	332	393	505	591
(+/-%)	-41.4%	0.6%	18.5%	28.3%	17.1%
摊薄 EPS	0.67	0.68	0.80	1.03	1.20
总股本(百万股)	491	491	491	491	491

资料来源: 国信证券经济研究所预测

## 风险提示

### 估值的风险

我们采取绝对估值和相对估值方法计算得出公司的合理估值在 21.18-25.17 元之间, 但该估值是建立在较多假设前提的基础上计算而来的, 特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权资本成本(WACC)的计算、TV 增长率的假定和可比公司的估值参数的选定, 都加入了很多个人的判断:

- 1、可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长估计偏乐观, 导致未来 10 年自由现金流计算值偏高, 从而导致估值偏乐观的风险;
- 2、加权资本成本(WACC)对公司估值影响非常大, 我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 9.8%、风险溢价 5.7%, 可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值较低, 从而导致公司估值高估的风险;
- 3、我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 1%, 公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化, 公司持续成长性实际很低或负增长, 从而导致公司估值高估的风险;

4、相对估值时我们选取了与公司业务相同或相近的公司进行比较，选取了可比公司 2019 年平均动态 PE 做为相对估值的参考，同时考虑国网招标增速、公司毛利率比较优势、公司成长性，对行业平均动态 PE 进行修正，最终给予公司 18-22 倍 PE，可能未充分考虑市场整体估值偏高的风险。

### 盈利预测的风险

#### 市场风险

公司海外业务受各国政府政策、各地整体政治环境、经济发展、文化背景、政府投资计划、汇率等因素的影响，若公司主要海外市场环境（包括但不限于政治、经济、贸易政策等）发生较大变化、我国出口政策产生较大变化或我国与这些国家或地区之间发生较大贸易争端等情况，可能对公司的海外业务产生重大影响。从国内市场来看，智能电表订单量受国网和南网招标影响较大，为公司带来了不确定性的影响。

#### 汇率风险

公司作为全球化运作的集团企业，汇率波动始终是公司经营发展的风险之一。公司出口业务已遍布五大洲 90 多个国家和地区，结算币种涉及美元、欧元、巴西雷亚尔、印尼卢比等多种货币。随着未来公司海外业务的持续发展，汇率波动对本公司的经营业绩产生一定的影响。

#### 技术风险

公司始终聚焦于电力行业，运用物联网、大数据、电力电子、传感、通讯、计量等技术，面向电力行业用户，提供配用电领域的产品和解决方案，这些技术的不断更新发展引领相关产品的不断升级和更新换代，因此，要求企业具备较强的技术开发和产品集成能力。公司产品研发周期长、涉及的技术多、客户所在国/地区适用标准和要求不一致，如果不能及时跟踪新技术进行产品升级，并投入资金进行新产品和新技术的研发，公司有可能无法及时跟上技术升级换代的步伐，面临技术创新的风险。

#### 其它风险

2019 年 11 月 11 日，公司有 3.2 亿股首发原股东限售股份上市流通，解禁后的公司股份集中在公司大股东周良璋和李小青手中，受到大股东减持新规的约束，二人合计每个季度可以减持的股份占公司总股份的比例不超过 6%，约合 2500 万股，但仍可能对股价形成一定冲击。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018	2019E	2020E	2021E		2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	2661	3179	3333	3693	营业收入	2553	3057	3466	4285
应收款项	1296	1340	1520	1878	营业成本	1501	1773	1976	2442
存货净额	351	719	800	861	营业税金及附加	28	31	35	43
其他流动资产	731	214	208	257	销售费用	297	306	347	428
<b>流动资产合计</b>	<b>5039</b>	<b>5451</b>	<b>5860</b>	<b>6690</b>	管理费用	141	403	422	477
固定资产	474	646	683	616	财务费用	18	(52)	(66)	(73)
无形资产及其他	169	163	157	152	投资收益	62	2	2	2
投资性房地产	698	698	698	698	资产减值及公允价值变动	(95)	49	0	0
长期股权投资	30	30	30	30	其他收入	(163)	6	6	6
<b>资产总计</b>	<b>6409</b>	<b>6988</b>	<b>7429</b>	<b>8186</b>	营业利润	372	653	761	975
短期借款及交易性金融负债	345	100	50	50	营业外净收支	9	0	0	0
应付款项	420	575	640	795	<b>利润总额</b>	<b>380</b>	<b>653</b>	<b>761</b>	<b>975</b>
其他流动负债	534	735	813	996	所得税费用	50	91	107	136
<b>流动负债合计</b>	<b>1299</b>	<b>1410</b>	<b>1503</b>	<b>1841</b>	少数股东损益	0	3	3	4
长期借款及应付债券	136	156	176	176	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>330</b>	<b>558</b>	<b>652</b>	<b>834</b>
其他长期负债	75	75	75	75					
<b>长期负债合计</b>	<b>211</b>	<b>231</b>	<b>251</b>	<b>251</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>1510</b>	<b>1641</b>	<b>1754</b>	<b>2092</b>	净利润	330	558	652	834
少数股东权益	7	9	11	13	资产减值准备	33	(78)	0	0
股东权益	4891	5338	5664	6081	折旧摊销	46	60	69	72
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>6409</b>	<b>6988</b>	<b>7429</b>	<b>8186</b>	公允价值变动损失	95	(49)	0	0
					财务费用	18	(52)	(66)	(73)
					营运资本变动	329	383	(113)	(132)
					其它	(32)	80	2	2
					<b>经营活动现金流</b>	<b>801</b>	<b>954</b>	<b>610</b>	<b>778</b>
					资本开支	5	(100)	(100)	0
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(8)</b>	<b>(100)</b>	<b>(100)</b>	<b>0</b>
					权益性融资	22	0	0	0
					负债净变化	(31)	20	20	0
					支付股利、利息	(145)	(112)	(326)	(417)
					其它融资现金流	(11)	(245)	(50)	0
					<b>融资活动现金流</b>	<b>(343)</b>	<b>(337)</b>	<b>(356)</b>	<b>(417)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>450</b>	<b>517</b>	<b>154</b>	<b>360</b>
					货币资金的期初余额	2211	2661	3179	3333
					货币资金的期末余额	2661	3179	3333	3693
					企业自由现金流	889	816	453	715
					权益自由现金流	846	636	479	777

关键财务与估值指标				
	2018	2019E	2020E	2021E
每股收益	0.67	1.14	1.33	1.70
每股红利	0.29	0.23	0.66	0.85
每股净资产	9.88	10.87	11.53	12.38
ROIC	10%	9%	11%	13%
ROE	7%	10%	12%	14%
毛利率	41%	42%	43%	43%
EBIT Margin	23%	18%	20%	21%
EBITDA Margin	25%	20%	22%	23%
收入增长	-16%	20%	13%	24%
净利润增长率	-41%	69%	17%	28%
资产负债率	24%	24%	24%	26%
息率	1.6%	1.2%	3.6%	4.5%
P/E	27.8	16.3	14.0	10.9
P/B	1.9	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	16.9	17.7	14.3	11.6

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032