

电表进入替换周期，业绩高增长可期

业绩回归增长通道，财务状况健康：公司 2019 年业绩快报披露，营收 8.92 亿元，同比增长 2.33%，归母净利润 2.45 亿元，同比增长 80.33%。2019 年 ROE 为 11%，同比提升 4.53 个百分点。公司 2019 年三季度末在手现金 14.55 亿元，资产负债率 14.51%。2020 年 1 月公司回购计划完成并全部注销，回购股份 2162.9 万股，占公司总股本的 5.28%。

电表替换周期启动，替代进程有望加速：国网 2009 年起进行智能电表集中招标，2012-2015 年招标量达到顶峰，按照 8 年的轮换周期，新一轮的电表招标高峰即将到来。2019 年电表全年合计招标 7380 万只，同比增长 40%，预计国网电表招标量还有 3 年以上向上周期。国网投资具备逆周期属性，在疫情带来经济下行压力大的背景下，预计 2020 年国网投资强度将较预期提升。电力物联网依旧是国网重点建设方向，智能电表是物联网的终端接入渠道，叠加电表自身更换周期，预计电表本轮的替换速度将快于上一轮，2021 年起进行大规模集中替换，顶峰招标量有望超越上一轮 2014-2015 年的招标高峰。

电表新标准出台在即，集中度有望提升：新电表将包含“计量芯”和“管理芯”两个芯片，可以进行功能模组的加载和远程升级，预计单表价值量有较大提升。从电表行业集中度来看，技术要求相对较高的三相表集中度较高，1 级三相表龙头企业份额在 4%-6%，2 级单相表龙头市占率持续下降，近几年稳定在 2%-3%。新电表对企业的研发和技术要求增强，有望提升行业集中度。在新标准替换前期，具备较强研发实力和交付能力的龙头企业能够获得更高的市场份额。

新业务布局成效显著：2016 年公司收购纳宇电气，2016-2018 年扣非净利润分别为 1313 万元、1985 万元、1578 万元，通过内部整合与资源共享，纳宇经营已经步入快车道，预计 2019 年纳宇电气业绩将有大幅提升。公司在智能水表与充电桩等领域的布局也逐渐取得成效。

盈利预测：预计公司 2020-2021 年净利润为 3.07、3.92 亿元，对应 PE 为 14.9、11.7 倍，给予“买入”评级。

风险提示：国网招标规模低于预期，新标准出台低于预期。

股票数据	2020/3/26
6 个月目标价 (元)	16.00
收盘价 (元)	11.78
12 个月股价区间 (元)	7.23 ~ 14.66
总市值 (百万元)	4,671
总股本 (百万股)	388
A 股 (百万股)	388
B 股/H 股 (百万股)	0/0
日均成交量 (百万股)	4

历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	-7%	-9%	29%
相对收益	3%	-2%	30%

相关报告

- 《特斯拉的下一代电池：无钴未量产，低钴在眼前》 --20200312
- 《风光政策落地，装机有望加速》 --20200311
- 《锂电池材料行业深度报告：优质的赛道，优选的方向》 --20200229
- 《异质结，开启光伏 10 年新周期》 --20200215

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	973	872	892	1,256	1,697
(+/-)%	-18.50%	-10.41%	2.33%	40.77%	35.10%
归属母公司净利润	157	136	244	307	392
(+/-)%	-38.43%	-13.66%	79.81%	25.88%	27.66%
每股收益 (元)	0.41	0.35	0.63	0.79	1.01
市盈率	27.43	18.71	18.71	14.87	11.65
市净率	2.10	1.18	2.13	1.86	1.61
净资产收益率 (%)	7.66%	6.29%	11.38%	12.53%	13.79%
股息收益率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	410	410	388	388	388

证券分析师：董佳敏

执业证书编号：S0550516050002
(021)20361230 djm@nesc.cn

证券分析师：顾一弘

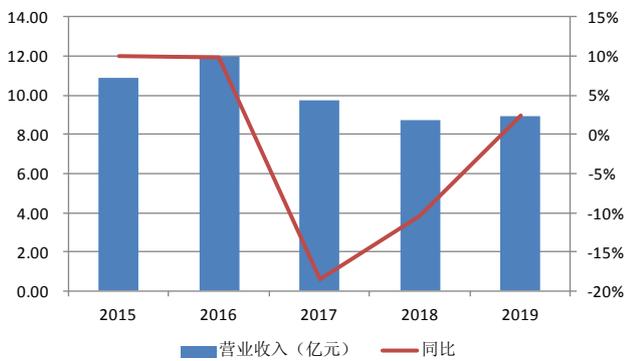
执业证书编号：S0550517100002
(021)20361163 guyh@nesc.cn

1. 电表龙头企业，业绩进入成长期

公司主要业务分为智慧计量与采集系统、智能电力终端及系统、智能流量仪表及系统、智能配用电产品及系统、物联网传感器及配件等泛在物联网产品及解决方案。

2016-2017 年为国内智能电表新增周期的末期，国网智能电表招标下滑，公司 2017-2018 年业绩增速为负，随着 2019 年智能电表替换周期的到来，公司业绩将进入新一轮成长期。2018 年公司实现收入 8.72 亿元，实现归母净利润 1.36 亿元，均为历年最低。公司 2019 年业绩快报披露实现营收 8.92 亿元，同比增长 2.33%，归母净利润 2.45 亿元，同比增长 80.33%。

图 1: 公司历年营收 (亿元)



数据来源: 东北证券, Wind

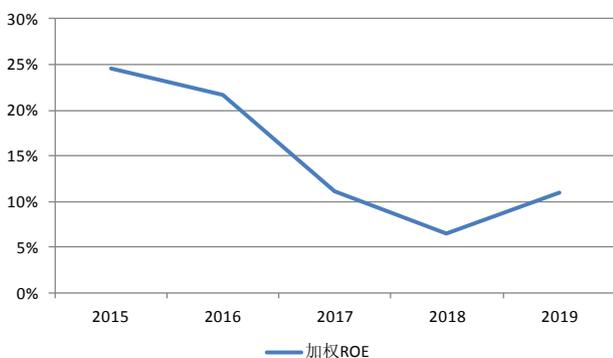
图 2: 公司历年归母净利润 (亿元)



数据来源: 东北证券, Wind

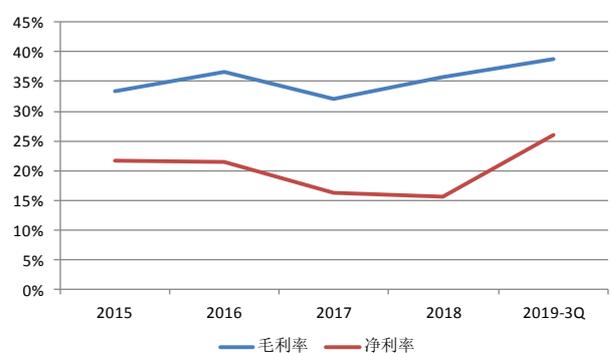
公司盈利指标 2019 年也进入向上趋势，2019 年 ROE 为 11%，同比提升 4.53 个百分点，2019 年前三季度毛利率为 38.71%，较 2018 年提升 2.95 个百分点，预计产品结构优化、电子元器件价格回落以及开工率提升是毛利率提升的主要因素，公司费用率控制良好，利息收入增长，带动净利率提升幅度大于毛利率，2019 年起公司净利率逐季提升，2019 年前三季度净利率达 26.07%。

图 3: 公司历年加权 ROE



数据来源: 东北证券, Wind

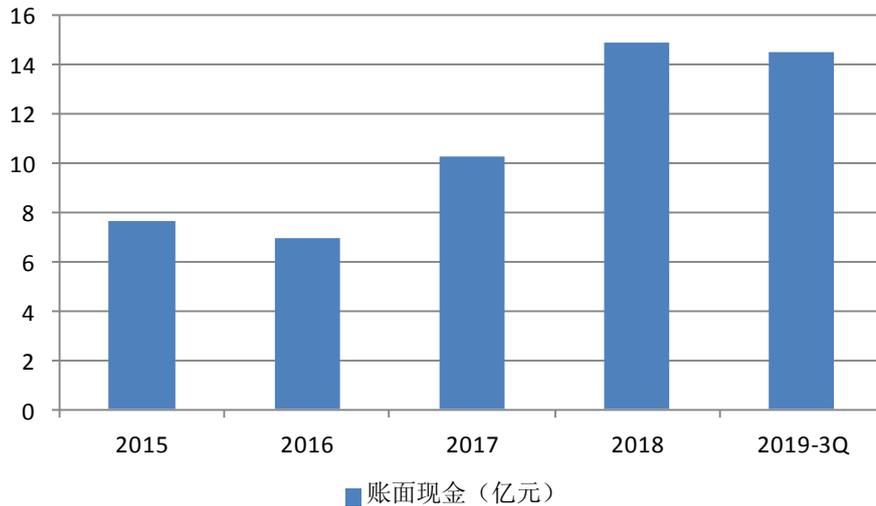
图 4: 公司历年毛利率与净利率



数据来源: 东北证券, Wind

公司在手现金充足，2019年三季度末公司现金 14.55 亿元，三季度末资产负债率 14.51%，财务状况优秀。2018 年 12 月公司确定股权回购计划，回购总金额不低于 2 亿元且不高于 4 亿元。2020 年 1 月公司回购计划完成，回购股份 2162.9 万股，占公司总股本的 5.28%，合计成交金额 2.13 亿元，2020 年 1 月 14 日公司将回购股份全部注销并减少注册资本，将显著增厚公司每股收益。

图 5: 公司账面现金余额 (亿元)

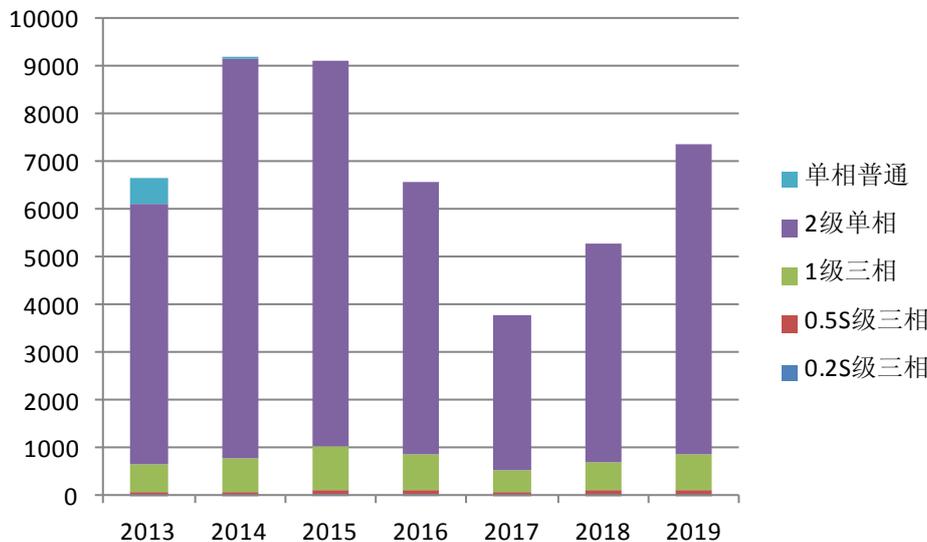


数据来源: 东北证券, Wind

2. 电表进入替换周期, 新标准即将启动

国网 2009 年起进行智能电表集中招标, 2012-2015 年招标量达到顶峰, 2016-2017 年电表招标下滑幅度较大, 按照 8 年的轮换周期, 新一轮的电表招标高峰即将到来。

图 6: 国网历年招标情况 (万只)



数据来源: 东北证券, Wind

2018年起国网电表招标趋势向上，2018年第二批电网招标量同比增长83%，2018年全年招标量5279万只，同比增长40%。2019年电表招标维持高增长趋势，第一批招标3816万只，同比增长74%，第二批招标3564万只，同比增长15%，全年合计招标7380万只，同比增长40%。随着替代高峰的逐渐到来，预计国网电表招标量还有3年以上向上周期，顶峰招标量有望超越上一轮2014-2015年的招标高峰。

表 1: 2018 年电表招标情况 (万只)

电表类型	2018 第一批	同比	2018 第二批	同比	2018 合计	同比
0.2S 级三相	1.09	32%	1.29	33%	2.38	32%
0.5S 级三相	46.75	76%	40.28	59%	87.03	67%
1 级三相	278.90	2%	314.66	48%	593.56	22%
2 级单相	1864.63	4%	2730.97	89%	4595.60	42%
合计	2191.38	5%	3087.20	83%	5278.58	40%

数据来源：东北证券，国家电网

表 2: 2019 年电表招标情况 (万只)

电表类型	2019 第一批	同比	2019 第二批	同比	2019 合计	同比
0.2S 级三相	1.21	11%	0.27	-79%	1.48	-38%
0.5S 级三相	44.98	-4%	41.46	3%	86.44	-1%
1 级三相	375.34	35%	407.38	29%	782.73	32%
2 级单相	3394.34	82%	3115.21	14%	6509.55	42%
合计	3815.87	74%	3564.32	15%	7380.19	40%

数据来源：东北证券，国家电网

国内新一代智能电能表研发工作已经阶段性完成，正在进入全功能检测阶段。2019年12月1日-10日第一批企业参加国网计量中心功能验证工作。新一代电表将采用IR46标准，且国网和南网会在IR46的基础上构建自身标准，预计新一代智能电表将包含“计量芯”和“管理芯”两个芯片，将成为国网信息化建设的采集终端，实现功能升级和应用场景的多元化，除了基础功能以外，还可以进行功能模块的加载，预计单表价值量将有较大提升。

表 3: 新老标准单相电表成本

	原标准	新标准
计量单元	75	75
管理单元		75
通讯模块		70
结构件	20	20
人工+制造	5	15
合计	100	255

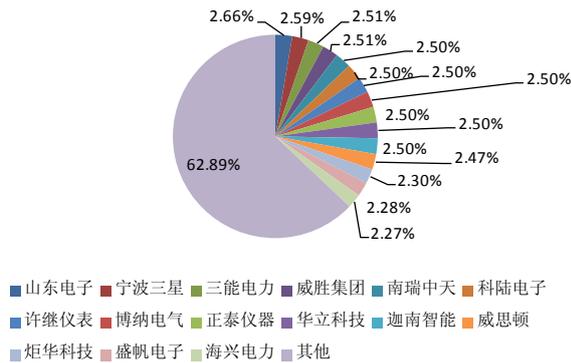
数据来源：东北证券

从现有电表的行业集中度来看，技术要求相对较高的三相表集中度较高，1级

三相表几家龙头企业份额在 4%-6%左右，且近年来维持稳定，中标企业家数在 30 家左右。2 级单相市场比较分散，龙头市占率有持续下降的过程，龙头企业市占率在 2%-3%，中标企业家数在 50-60 家左右。

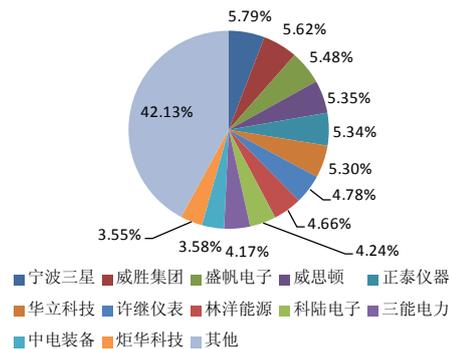
新一代智能电表对企业的研发和技术能力增强，对于企业的资质要求提升，有望提升行业集中度。在新标准替换前期，具备较强研发实力和交付能力的龙头企业能够获得更高的市场份额，预计前期参与招标的企业家数将显著减少。

图 7: 2019 年第一批 2 级单相份额



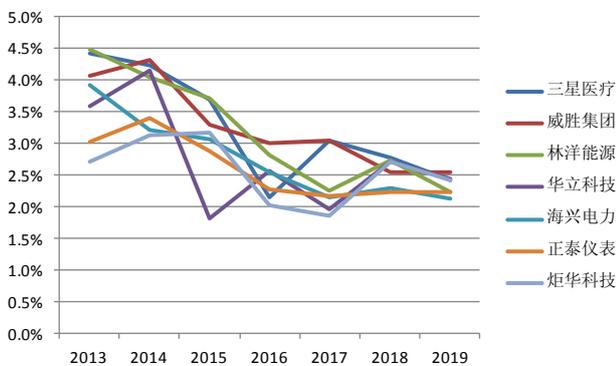
数据来源: 东北证券, 国家电网

图 8: 2019 年第一批 1 级三相份额



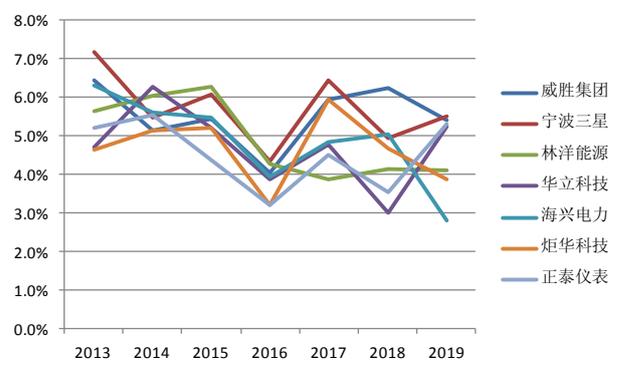
数据来源: 东北证券, 国家电网

图 9: 龙头企业 2 级单相历年份额



数据来源: 东北证券, 国家电网

图 10: 龙头企业 1 级三相历年份额



数据来源: 东北证券, 国家电网

2019 年起国网与南网招标量均增加，公司中标数量和金额提升，电表中标时间与交付时间间隔半年左右，目前公司待交付的主要为 2019 年下半年的订单，在手订单充足，2020 年二季度有望迎来交付高峰。

表 4: 2018-2019 公司中标情况

	中标日期	中标数量 (只)	中标金额 (万元)
国网 2018 一批	2018.6	958918	21120
国网 2018 二批	2018.11	858000	20187
国网 2019 一批	2019.6	969000	23748
国网 2019 二批	2019.11	1040404	25039

南网 2019 一批	2019.9	5438
南网 2019 二批	2019.12	9584

数据来源：东北证券，公司公告

国网投资具备一定逆周期属性，2019 年末国网在降电价、严控投资背景下计划 2020 年新增投资 4080 亿元，同比下降 9%，但在疫情带来经济下行压力大，基建投资需求增强的情况下，预计 2020 年国网投资强度将有所恢复，2020 年国网初步安排电网投资 4500 亿元，与 2019 年基本持平。从国网基建重点来看，一方面是加强特高压的投资进度，另一方面最终端电力物联网依旧是重点方向，是泛在物联网的延续，智能电表是电力联网的终端信息接入的重要渠道，叠加智能电表自身的更换周期到来，预计电表这一轮的替换速度将快于上一轮，有望在 2021 年起进行大规模集中替换。

3. 新业务布局显成效

公司 2016 年收购以 2 亿元收购上海纳宇电气 100% 股权，纳宇公司专注于用户端智能电力仪表产品的研发、生产和销售，具备为客户提供智能化电力监控、电能管理、电气安全等系统性解决方案的能力。纳宇电气为轨道交通、智能楼宇、工矿企业、市政建设、能源、机场港口、石化冶金等工商业领域等提供了质量可靠的优质产品和系统服务，将进一步拓展节能减排及能源互联网系统解决方案相关业务。

通过收购后的内部整合与资源共享，纳宇经营已经步入快车道。纳宇 2016-2018 年扣非净利润分别为 1313 万元、1985 万元、1578 万元。2019 年公司成立了智能电气及能源服务中心，整合了纳宇电气和正华电子的销售、技术和管理资源，拓展用户端能源物联网业务。预计 2019 年纳宇电气业绩将有大幅提升，全年净利水平增长近 50%，2020 年纳宇电气合同额与盈利能力有望持续向上。

公司在智能水表与充电桩领域的布局也取得良好进展，国内智能水表渗透率进入快速提升期，在新产品领域公司竞争力将高于成熟的机械水表市场，市场拓展有望加速。充电桩产品在欧洲进入认证期，有望逐步整车厂供应链。

公司在手现金充足，资产负债率低，因此具备充足的势力去寻求外延式并购机会，除加强公司在能源互联网和物联网领域战略布局，整合优质资源，将在国家战略新兴产业领域中寻求发展机会，实现产业升级，增加新的利润增长点。

4. 盈利预测

预计公司 2020-2021 年净利润为 3.07、3.92 亿元，对应 PE 为 14.9、11.7 倍，给予“买入”评级。

5. 风险提示

国网招标规模低于预期，新标准出台低于预期。

附表：财务报表预测摘要及指标

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,489	1,412	1,642	1,910
交易性金融资产	1	1	1	1
应收款项	437	464	619	837
存货	164	173	251	341
其他流动资产	238	130	139	148
流动资产合计	2,329	2,181	2,652	3,237
可供出售金融资产	73	73	73	73
长期投资净额	0	0	0	0
固定资产	64	64	76	88
无形资产	45	45	45	45
商誉	66	66	66	66
非流动资产合计	295	334	327	318
资产总计	2,624	2,515	2,979	3,555
短期借款	0	0	0	0
应付款项	355	289	418	568
预收款项	51	27	38	51
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	452	355	511	695
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	13	13	13	13
长期负债合计	13	13	13	13
负债合计	465	367	524	707
归属于母公司股东权益合计	2,158	2,146	2,454	2,846
少数股东权益	1	1	1	1
负债和股东权益总计	2,624	2,515	2,979	3,555

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	872	892	1,256	1,697
营业成本	560	527	763	1,037
营业税金及附加	7	5	8	10
资产减值损失	54	6	6	8
销售费用	69	62	85	115
管理费用	45	47	63	85
财务费用	-33	-61	-64	-74
公允价值变动净收益	14	0	0	0
投资净收益	17	8	8	8
营业利润	165	277	352	452
营业外收支净额	2	10	10	10
利润总额	166	287	362	462
所得税	30	43	54	69
净利润	136	244	307	392
归属于母公司净利润	136	244	307	392
少数股东损益	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
净利润	136	244	307	392
资产减值准备	54	6	6	8
折旧及摊销	17	6	7	9
公允价值变动损失	-14	0	0	0
财务费用	-29	0	0	0
投资损失	-17	-8	-8	-8
运营资本变动	83	-31	-90	-141
其他	0	-10	-10	-10
经营活动净现金流量	230	206	212	250
投资活动净现金流量	129	-27	18	18
融资活动净现金流量	-33	-256	0	0
企业自由现金流	18	267	333	462

财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
每股指标				
每股收益 (元)	0.35	0.63	0.79	1.01
每股净资产 (元)	5.56	5.53	6.32	7.34
每股经营性现金流量 (元)	0.59	0.53	0.55	0.64
成长性指标				
营业收入增长率	-10.41%	2.33%	40.77%	35.10%
净利润增长率	-13.66%	79.81%	25.88%	27.66%
盈利能力指标				
毛利率	35.76%	40.92%	39.28%	38.89%
净利率	15.58%	27.37%	24.48%	23.13%
运营效率指标				
应收账款周转率 (次)	200.22	190.00	180.00	180.00
存货周转率 (次)	114.42	120.00	120.00	120.00
偿债能力指标				
资产负债率	17.71%	14.61%	17.60%	19.90%
流动比率	5.16	6.15	5.19	4.66
速动比率	4.78	5.65	4.68	4.16
费用率指标				
销售费用率	7.94%	7.00%	6.80%	6.80%
管理费用率	5.19%	5.30%	5.00%	5.00%
财务费用率	-3.78%	-6.83%	-5.09%	-4.37%
分红指标				
分红比例	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
估值指标				
P/E (倍)	18.71	18.71	14.87	11.65
P/B (倍)	1.18	2.13	1.86	1.61
P/S (倍)	5.53	5.12	3.64	2.69
净资产收益率	6.29%	11.38%	12.53%	13.79%

资料来源：东北证券

分析师简介:

董佳敏: 上海交通大学工业工程硕士, 南京大学工业工程本科, 现任东北证券中小盘行业首席分析师。曾任上海通用汽车动力总成新项目部工程师, 宏源证券研究所研究员。2014年以来具有6年证券研究从业经历, 2017年金牛分析师第4名, 多年深厚的产业跟踪和研究经验, 重点覆盖新能源车、电子、军民融合等领域。

董瑜: 宾夕法尼亚大学材料工程硕士, 中山大学高分子材料与工程本科, 现任东北证券电力设备新能源组组长。曾任华创证券研究所电力设备行业分析师, 农银汇理基金研究部行业研究员。2013年以来具有7年证券研究从业经历, 所在团队获2014年电力设备行业新财富第1。

顾一弘: 复旦大学国际商务硕士, 复旦大学国际经济与贸易本科, 现任东北证券中小盘&电新组分析师。2015年以来具有5年证券研究从业经历。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司(以下称“本公司”)制作并仅向本公司客户发布, 本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 在任何情况下, 我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 并在法律许可的情况下不进行披露; 可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 须在本公司允许的范围内使用, 并注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用本报告的风险。

本报告及相关服务属于中风险(R3)等级金融产品及服务, 包括但不限于A股股票、B股股票、股票型或混合型公募基金、AA级别信用债或ABS、创新层挂牌公司股票、股票期权备兑开仓业务、股票期权保护性认沽开仓业务、银行非保本型理财产品及相关服务。

若本公司客户(以下称“该客户”)向第三方发送本报告, 则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意, 本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则, 所采用数据、资料的来源合法合规, 文字阐述反映了作者的真实观点, 报告结论未受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内, 股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内, 股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内, 股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内, 行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

 网址: <http://www.nesc.cn> 电话: 400-600-0686

地址	邮编
中国吉林省长春市生态大街 6666 号	130119
中国北京市西城区锦什坊街 28 号恒奥中心 D 座	100033
中国上海市浦东新区杨高南路 729 号	200127
中国深圳市福田区福中三路 1006 号诺德中心 22A	518038
中国广东省广州市天河区冼村街道黄埔大道西 122 号之二星辉中心 15 楼	510630

机构销售联系方式

姓名	办公电话	手机	邮箱
华东地区机构销售			
阮敏 (副总监)	021-20361121	13564972909	ruanmin@nesc.cn
吴肖寅	021-20361229	17717370432	wuxiaoyin@nesc.cn
齐健	021-20361258	18221628116	qijian@nesc.cn
陈希豪	021-20361267	13262728598	chen_xh@nesc.cn
李流奇	021-20361258	13120758587	Lilq@nesc.cn
李瑞暄	021-20361112	18801903156	lirx@nesc.cn
周嘉茜	021-20361133	18516728369	zhoujq@nesc.cn
刘彦琪	021-20361133	13122617959	liuyq@nesc.cn
华北地区机构销售			
李航 (总监)	010-58034553	18515018255	lihang@nesc.cn
殷璐璐	010-58034557	18501954588	yinlulu@nesc.cn
温中朝	010-58034555	13701194494	wenzc@nesc.cn
曾彦戈	010-58034563	18501944669	zengyg@nesc.cn
周颖	010-63210813	18153683452	zhouying1@nesc.cn
华南地区机构销售			
刘璇 (副总监)	0755-33975865	18938029743	liu_xuan@nesc.cn
刘曼	0755-33975865	15989508876	liuman@nesc.cn
王泉	0755-33975865	18516772531	wangquan@nesc.cn
周金玉	0755-33975865	18620093160	zhoujy@nesc.cn
陈励	0755-33975865	18664323108	Chenli1@nesc.cn