

谨慎推荐（首次）

风险评级：中风险

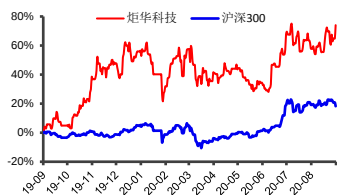
2020 年 9 月 8 日

分析师：黎江涛
SAC 执业证书编号：
S0340519120001
电话：0769-22119416
邮箱：lijiangtao@dgzq.com.cn

主要数据 2020 年 9 月 8 日

收盘价(元)	11.72
总市值(亿元)	59.11
总股本(亿股)	5.04
流通股本(亿股)	3.97
ROE (TTM)	13.00%
12 月最高价(元)	11.00
12 月最低价(元)	6.33

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

智能电表更新需求向上，估值修复可期

炬华科技（300360）研究报告

投资要点：

- **智能电表更新需求向上。**第一阶段：2009 年至 2014 年，智能电网规划开始实施，国家电网智能电表招标金额逐年上升，智能电表行业进入快速发展期。第二阶段：2015 年至 2017 年，由于国家电网用户覆盖率的全面提升，智能电表招标金额逐年下降，至 2017 年跌入谷底，行业进入调整期。第三阶段：2018 年起，行业电表轮换需求增加。根据国家质量监督检验检疫总局颁布的《中华人民共和国国家计量检定规程》，智能电表属于强制检定设备，到期需要撤回校验或更换，1 级和 2 级智能电表的更换周期为 8 年。2019 年开始，智能电表开始逐渐进入轮换周期的高峰。
- **炬华科技扎根主业，经营稳健。**炬华科技成立于 2006 年，公司 2014 年在深交所上市，上市以来历年股利支付率较为稳定。公司资产负债表扎实，有息负债极低。公司深耕主业，积极加强信息化产品研发投入，符合产业发展趋势。与公司可比公司相比，上市至今，由于智能电表行业的周期波动较为明显，很多公司已通过外延方式切换行业，但炬华科技仍深耕智能电表行业，稳扎稳打。公司管理团队整体较为年轻，核心管理人员科班出身，对技术认知深，多位高管是浙江大学校友，核心高管与公司利益绑定，持有公司股权。
- **估值探讨及投资建议。**我们参考炬华科技历史 PE（TTM）走势，历史最低估值约 16X，当前估值约 20X。公司历史平均 PE 为 27 倍，由于公司周期属性较强，参考历史估值波动中枢更合适，由于判断智能电表更新需求向上，我们认为公司估值具备修复空间。炬华科技截止到 2020 年 9 月 8 日收盘市值为 59 亿元，公司账面现金约 14 亿元，扣除现金后市值约 45 亿元。公司上半年实现归母净利润 1.36 亿元，同比增长 54%，预计全年实现归母净利润超 3 亿元，对应当前扣除现金后的市值，PE 处于较低水平。预计公司 2020 年-2022 年分别实现 EPS 为 0.62、0.74、0.89 元，对应 PE 分别为 19 倍、16 倍、13 倍。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。
- **风险提示：**智能电表招标量不及预期；贸易摩擦等。

目 录

一、智能电表更新需求向上，泛在提供想象空间	4
1.1 智能电表更新需求向上	4
1.2 竞争格局分散，集中度低	5
二、炬华科技扎根主业，经营稳健	6
2.1 管理团队科班出身，治理良好	6
2.2 业绩波动受制于行业周期，资产负债表扎实	7
三、估值探讨及投资建议	10
四、风险提示	11

插图目录

图表 1：国家电网智能电表历年安装量.....	4
图表 2：国家电网智能电表历年招标金额.....	4
图表 3：国家电网终端接入数量规划	5
图表 4：智能电表应用场景	5
图表 5：智能电表行业竞争格局分散	5
图表 6：公司股权结构.....	6
图表 7：公司核心管理团队履历.....	6
图表 8：公司上市以来股利支付率稳定.....	7
图表 9：炬华科技营收及增速.....	7
图表 10：炬华科技归母净利润及增速	7
图表 11：公司历年盈利能力	8
图表 12：公司历年研发支出强度.....	8
图表 13：公司期间费用率走势	8
图表 14：公司三大费用率走势	8
图表 15：公司 2019 年收入结构（%）	8
图表 16：公司 2019 年国内外收入结构	8
图表 17：公司资产负债表结构（亿元）	9
图表 18：公司账面货币资金占比.....	10
图表 19：公司 2019 年国内外收入结构	10
图表 20：炬华科技 PE（ttm）走势（月度）	10
图表 21：可比公司估值表	10

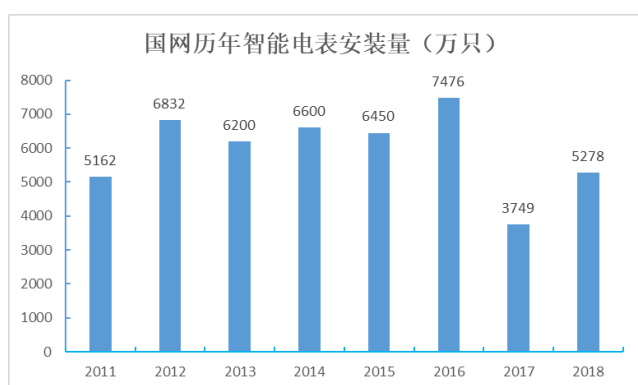
一、智能电表更新需求向上，泛在提供想象空间

1.1 智能电表更新需求向上

国内智能电表市场需求主要来自国家电网和南方电网的招标，其中国家电网统一招标金额占据市场主导地位。行业简要发展历史可以分为三个阶段。

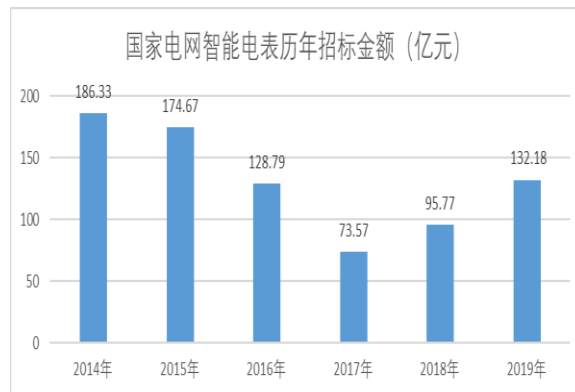
- ✓ 第一阶段：2009 年至 2014 年，智能电网规划开始实施，国家电网智能电表招标金额逐年上升，智能电表行业进入快速发展期。
- ✓ 第二阶段：2015 年至 2017 年，由于国家电网用户覆盖率的全面提升，智能电表招标金额逐年下降，至 2017 年跌入谷底，行业进入调整期。根据国家电网发布的《社会责任报告》，国家电网 2016 年累计实现用户采集 4.1 亿户，采集覆盖率达到 95%，2017 年累计实现用户采集 4.47 亿户，采集覆盖率达到 99.03%。国家电网在 2017 年已完成智能电表的全覆盖，致使 2017 年智能电表招标金额减少，智能电表安装量下降。
- ✓ 第三阶段：2018 年起，行业电表轮换需求增加。智能电表市场经过 2017 年行业调整后已经平稳回升，2019 年招标金额为 132.18 亿元，同比增长 38.02%。根据国家质量监督检验检疫总局颁布的《中华人民共和国国家计量检定规程》，智能电表属于强制检定设备，到期需要撤回校验或更换，1 级和 2 级智能电表的更换周期为 8 年。从 2016 年开始，运营中的智能电表已经逐步进入更换周期，2017 年至 2018 年轮换比例较少，2019 年开始，智能电表开始逐渐进入轮换周期的高峰。

图表 1：国家电网智能电表历年安装量



资料来源：电力猫、北极星输配电网，东莞证券研究所

图表 2：国家电网智能电表历年招标金额

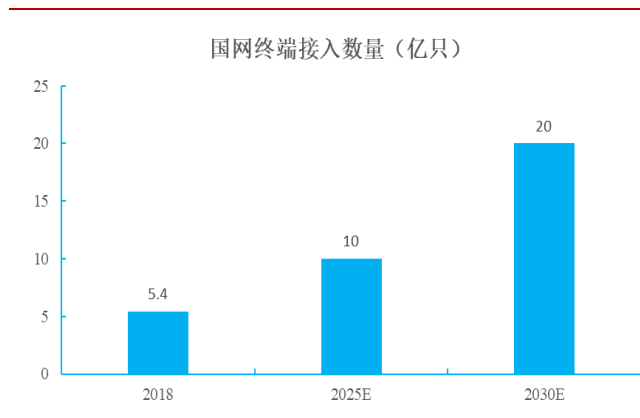


资料来源：国家电网招投标金额整理，东莞证券研究所

泛在电力物联网提供想象空间。智能电表作为泛在电力物联网建设的关键终端设备之一，对于电网打造状态全面感知、信息高效处理、应用便捷灵活具有重要支撑作用。泛在电力物联网拥有巨大的应用潜力，未来还将继续升级。根据国家电网数据显示，目前国网系统接入的终端设备超过 5 亿只，国家电网规划预计到 2025 年接入终端设备将超过 10

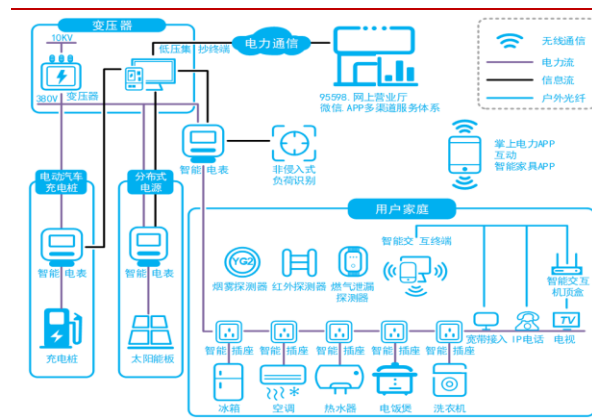
亿只。到 2030 年，接入的终端设备数量将达到 20 亿只，整个泛在电力物联网将是接入设备最大的物联网生态圈。

图表 3：国家电网终端接入数量规划



资料来源：国家电网，东莞证券研究所

图表 4：智能电表应用场景



资料来源：南方电网，东莞证券研究所

1.2 竞争格局分散，集中度低

智能电表市场化程度较高，与国家电网招投标需求关联度较高，下游客户主要为国家电网和南方电网，下游行业高度集中，从事智能电表生产的企业较多，竞争格局较为分散。炬华科技 2019 年市场份额约为 3%，对比其他同行市场份额，炬华科技市场份额处于较高水平。

图表 5：智能电表行业竞争格局分散

项目（单位：亿元）	2019年度	2018年度	2017年度
炬华科技			
中标金额	4.88	4.13	3.89
市场占有率	3.05%	3.39%	3.80%
科陆电子			
中标金额	3.82	3	2.57
市场占有率	2.39%	2.46%	2.51%
林洋能源			
中标金额	4.76	4.01	2.99
市场占有率	2.98%	3.29%	2.92%
威胜控股			
中标金额	4.98	5.21	4.52
市场占有率	3.12%	4.28%	4.42%
三星医疗			
中标金额	5.81	4.85	5.35
市场占有率	3.63%	3.98%	5.23%
万胜智能			
中标金额	3.78	4.23	2.74
市场占有率	2.36%	3.47%	2.68%
迦南智能			
中标金额	3.95	3.15	1.92
市场占有率	2.47%	2.59%	1.88%

注：①中标金额为各公司参与国家电网统一招标的中标金额，根据上市公司所披露的公告、国家电网中标公告计算得出，中标金额涵盖单相智能电能表、三相智能电能表、集中器、采集器、专变终端。②市场占有率=（智能电表中标金额+用电信息采集中标金额）/国家电网智能电表及用电信息采集招标总额。

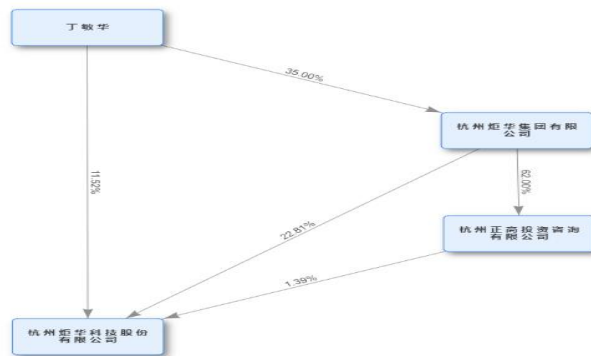
资料来源：公司公告，国家电网等，东莞证券研究所

二、炬华科技扎根主业，经营稳健

2.1 管理团队科班出身，治理良好

炬华科技成立于 2006 年，从事智慧计量与采集系统等相关业务的研发、生产及销售。于 2014 年在深交所上市。公司实际控制人丁敏华先生。

图表 6：公司股权结构



资料来源：wind，东莞证券研究所

公司管理团队整体较为年轻，核心管理人员科班出身，对技术认知深，多位高管是浙江大学校友，核心高管与公司利益绑定，持有公司股权。

图表 7：公司核心管理团队履历

姓名	职务	性别	国籍	学历	出生年份	主要履历	是否持股
丁敏华	董事长, 实控人	男	中国	硕士	1965	硕士研究生学历, 教授级高级工程师。1990年12月浙江大学研究生毕业, 工学硕士。1990年加入中国磁记录设备公司, 历任分公司技术科长, 总工程师, 2001年任公司全资子公司杭州正华电子科技有限公司执行董事, 现任公司董事长, 公司技术研究院院长。	是
郭援越	副董事长	男	中国	硕士	1964	硕士研究生学历, 工程师。1992年浙江大学研究生毕业, 工学硕士。1992年加入浙江大学技术实业总公司, 任技术开发部经理。1995年起任中美合资南京洛普公司杭州分公司开发部经理。1997年至2001年任浙江汇能电力电子有限公司副总经理。2001年任公司全资子公司杭州正华电子科技有限公司副总经理, 现任公司董事, 总经理。	是
杨光	董事	男	中国	本科	1970	大学本科学历, 工程师。1991年毕业于浙江大学无线电专业, 学士学位。1991年至2001年就职于中国磁记录设备公司, 任分公司技术科副科长。2001年加入杭州新艺高电气有限公司任总经理。2005年加入公司全资子公司杭州兴华软件技术有限公司任副总经理, 现任公司董事, 副总经理, 公司技术研究院副院长。	是
王澐	董事	男	中国	本科	1986	大学本科学历, 工程师。2008年毕业于中国计量大学。2008年加入杭州炬华科技股份有限公司, 历任技术研发工程师, 销售部经理, 现任公司董事, 副总经理。	是
戴晓华	董事	男	中国	本科	1977	大学本科学历。2000年至2005年任沈阳东软软件股份有限公司区域经理。2005年至2009年任杭州华隆电子技术有限公司区域经理。2009年加入杭州炬华科技股份有限公司, 现任公司董事, 副总经理, 董事会秘书。	
吴丽云	董事	女	中国	本科	1987	本科学历, 工程师。2009年毕业于绍兴文理学院电子信息工程专业。2009年加入杭州炬华科技股份有限公司, 现任公司技术研究院院长助理, 产品测试总监兼测试部经理。	
刘超	副总经理	男	中国	硕士	1972	大学本科学历, 毕业于华东理工大学商务管理专业。1991年至2005年任TCL集团股份有限公司销售部经理。2005年至2008年任上海安普特电器有限公司销售部经理。2008年起加入全资子公司上海纳宇电气有限公司, 现任公司副总经理, 纳宇电气总经理。	是
包俊明	副总经理	男	中国	本科	1975	大学本科, 毕业于长春科技大学电子测量技术专业, 学士学位。2005年加入全资子公司杭州南华科技有限公司, 现任公司总经理助理, 南华科技执行董事, 总经理。	是

资料来源：wind，东莞证券研究所

公司 2014 年上市以来，累计实现净利润 13.77 亿元，累计分红 7 次，合计约 3 亿元，

股利支付率约 22%。历年股利支付率较为稳定。公司上市以来，主要靠直接融资，直接融资占比约 100%，有息负债极低。2014 年首发融资 2.36 亿元，2017 年增发融资约 6.4 亿元，合计股权融资约 8.7 亿元。公司深耕主业，积极加强信息化产品研发投入，符合产业发展趋势。与公司可比公司相比，上市至今，由于智能电表行业的周期波动较为明显，很多公司已通过外延方式切换行业，但炬华科技仍深耕智能电表行业，稳扎稳打。

图表 8：公司上市以来股利支付率稳定

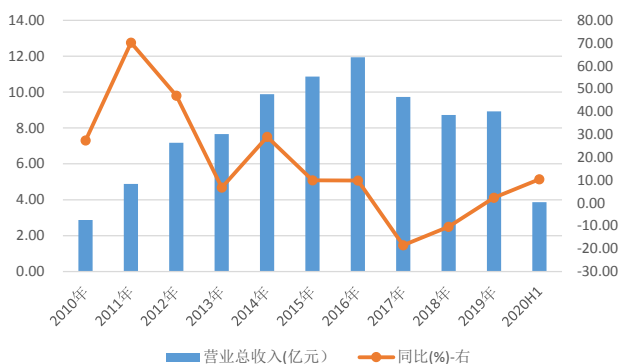


资料来源：wind，东莞证券研究所

2.2 业绩波动受制于行业周期，资产负债表扎实

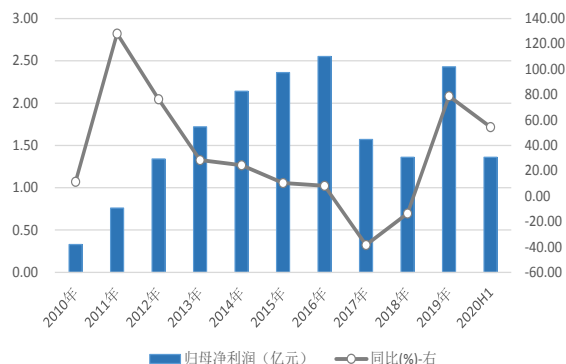
受行业在 2017 年增长放缓，公司收入增长也受到明显的影响。由于智能电表行业更新周期约 8 年，当前新一轮更新周期开启。公司 2020 年上半年实现营收 3.86 亿元，同比增长 10.39%，Q2 实现营收 2.33 亿元，同比增长 26.88%。公司上半年实现扣非归母净利润 1.17 亿元，同比增长 47%，Q2 实现扣非归母净利润 0.71 亿元，同比增长 63%。

图表 9：炬华科技营收及增速



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 10：炬华科技归母净利润及增速

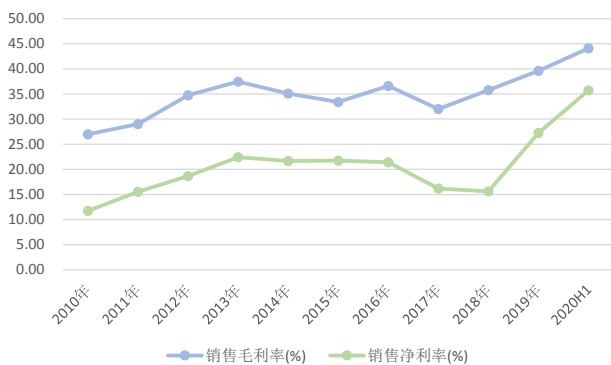


资料来源：wind，东莞证券研究所

公司盈利能力不断提升，2020H1 毛利率为 44.10%，净利率为 35.73%。公司历年净

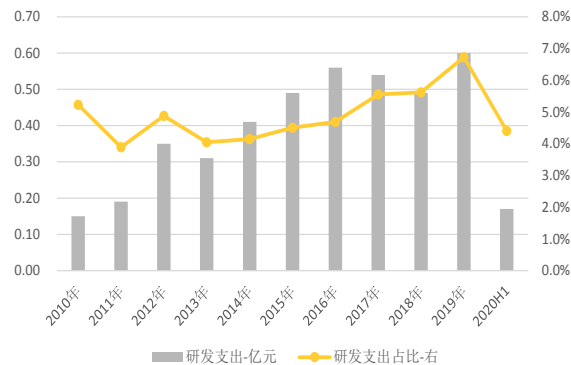
利率提升明显，公司现金类资产不断增加，财务费用率明显下降。公司重视研发，2019 年研发强度约 6.7%，处于较高水平。

图表 11：公司历年盈利能力



资料来源：wind，东莞证券研究所

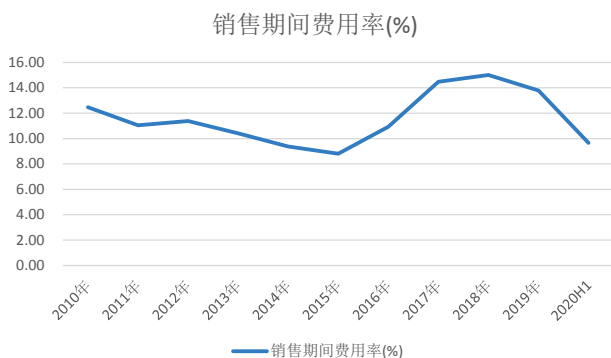
图表 12：公司历年研发支出强度



资料来源：wind，东莞证券研究所

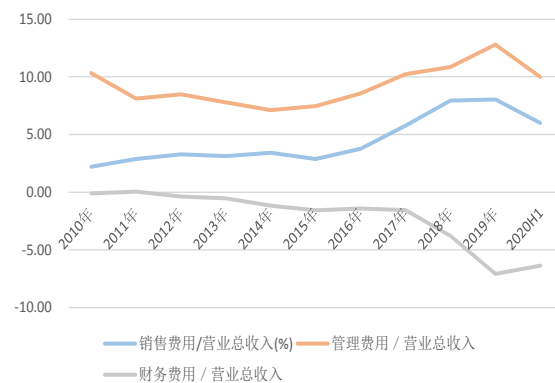
公司期间费用率 2019 年为 13.79%，2020H1 为 9.65%，下降明显。拆分公司销售费用率来看，2019 年为 8.05%，2020H1 为 6.01%，下降约 2 个百分点。公司管理费用率 2019 年为 12.8%，2020H1 为 9.99%。公司财务费用率 2019 年为 -7.07%，2020H1 为 -6.36%。整体来看，公司期间费用率控制良好，近 3 年呈现下降趋势。

图表 13：公司期间费用率走势



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 14：公司三大费用率走势

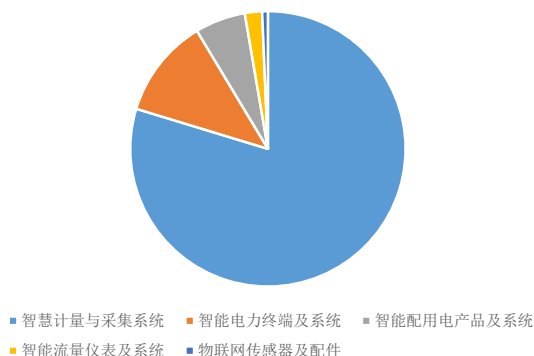


资料来源：wind，东莞证券研究所 注：管理费用率含研发。

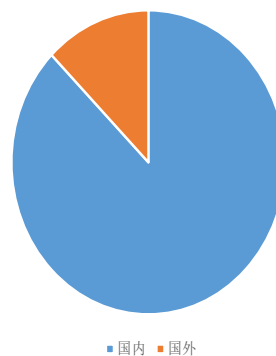
炬华科技智慧计量与采集终端 2019 年收入占比 78%，贡献核心收入，该业务毛利占比约 73%，是利润核心来源。2019 年智能电力终端及系统贡献收入比重约 11%，贡献毛利约 19%。公司 2019 年约 87%的收入来源于国内，国外收入来源占比约 13%，国内收入占大头。

图表 15：公司 2019 年收入结构（%）

图表 16：公司 2019 年国内外收入结构



资料来源：wind，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

我们拆分公司资产负债表发现，公司资产负债表扎实，2020H1 货币资金占总资产比重高达 52%，公司账面货币资金 13.73 亿元，公司流动资产占总资产比重达 81%。

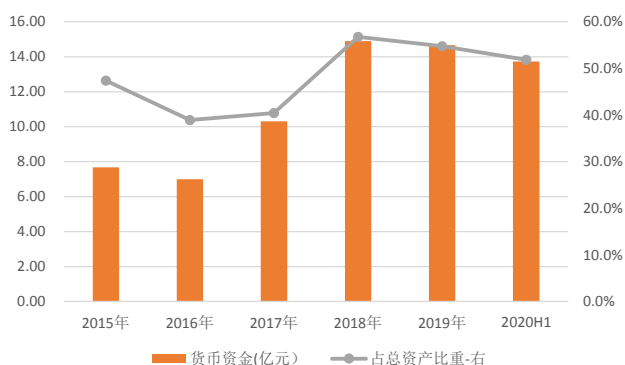
图表 17：公司资产负债表结构（亿元）

	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020H1
流动资产：						
货币资金	7.68	6.99	10.31	14.89	14.66	13.73
占总资产比重	47%	39%	40%	57%	55%	52%
应收票据及应收账款	3.99	5.04	5.19	4.37	3.41	3.61
占比	25%	28%	20%	17%	13%	14%
存货	3.33	2.08	1.87	1.64	2.14	2.27
占总资产比重	21%	12%	7%	6%	8%	9%
流动资产合计	15.16	14.37	22.00	23.29	22.07	21.44
流动资产比重	94%	80%	86%	89%	82%	81%
非流动资产：						
非流动资产合计	1.04	3.58	3.51	2.95	4.69	5.04
资产总计	16.20	17.95	25.51	26.24	26.76	26.49
流动负债：						
短期借款	0.03	0.02			0.01	0.01
应付票据及应付账款	4.04	3.69	3.96	3.55	3.77	3.31
应付票据及应付账款占比	25%	21%	16%	14%	14%	12%
流动负债合计	5.26	4.87	4.94	4.52	4.74	3.83
非流动负债：						
长期借款						
非流动负债合计	0.13	0.00	0.01	0.13	0.18	0.19
负债合计	5.39	4.87	4.95	4.65	4.92	4.02
负债占比	33%	27%	19%	18%	18%	15%

资料来源：wind，东莞证券研究所

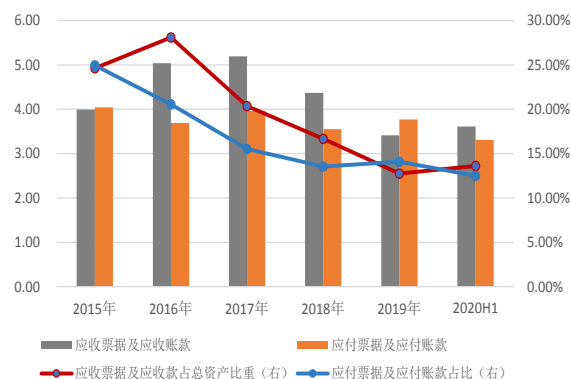
2020H1 公司应收账款及应收票据占总资产比重为 14%，应付账款及应付票据占比为 12%，从上下游占款能力上来看，公司议价权在变强，2016 年开始，应收账款及应收票据比重在不断下降，当然应付账款及应付票据比重也在不断下降，但下降幅度前者更高，两者差距在不断收敛。

图表 18：公司账面货币资金占比



资料来源：wind，东莞证券研究所

图表 19：公司 2019 年国内外收入结构



资料来源：wind，东莞证券研究所

三、估值探讨及投资建议

我们参考炬华科技历史 PE (TTM) 走势，历史最低估值约 16X，当前估值约 20X。公司历史平均 PE 为 27 倍，由于公司周期属性较强，参考历史估值波动中枢更合适，由于判断智能电表更新需求向上，我们认为公司估值具备修复空间。

图表 20：炬华科技 PE (ttm) 走势 (月度)



资料来源：wind，东莞证券研究所

炬华科技截止到 2020 年 9 月 8 日收盘市值为 59 亿元，公司账面现金约 14 亿元，扣除现金后市值约 45 亿元。公司上半年实现归母净利润 1.36 亿元，同比增长 54%，预计全年实现归母净利润超 3 亿元，对应当前扣除现金后的市值，PE 处于较低水平。

图表 21：可比公司估值表

代码	简称	市值（亿元）	PE（TTM）
300274	阳光电源	313.85	31.20
601567	三星医疗	103.99	10.72
平均			20.96
300360	炬华科技	59.11	20.32

资料来源：wind，东莞证券研究所 数据截止 2020 年 9 月 8 日收盘。

预计公司 2020 年-2022 年分别实现 EPS 为 0.62、0.74、0.89 元，对应 PE 分别为 19 倍、16 倍、13 倍。首次覆盖，给予“谨慎推荐”评级。

四、风险提示

- （1）贸易摩擦。
- （2）智能电表招标不及预期。

盈利预测简表						
科目（百万元）	2017A	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	973	872	892	1089	1361	1633
营业总成本	820	752	668	735	934	1122
营业成本	662	560	539	610	762	915
营业税金及附加	12	7	6	4	5	6
销售费用	56	69	72	69	96	120
管理费用	100	400	430	550	670	790
财务费用	-15	-33	-63	-77	-96	-115
研发费用	0	49	60	67	88	103
其他经营收益	21	45	53	2	2	2
公允价值变动净收益	7	14	30	0	0	0
投资净收益	1	17	6	1	1	1
其他收益	13	13	22	2	2	2
营业利润	174	165	277	356	429	513
加 营业外收入	9	2	1	2	2	2
减 营业外支出	0	0	0	1	1	1
利润总额	183	166	278	357	430	514
减 所得税	26	30	35	46	56	67
净利润	157	136	243	311	374	447
减 少数股东损益	(0)	0	(0)	0	0	0
归母公司所有者的净利润	157	136	243	311	374	447
基本每股收益(元)	0.31	0.27	0.48	0.62	0.74	0.89
PE（倍）	38	44	24	19	16	13
来源：wind，东莞证券研究所						

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn