

海兴电力(603556)

深度报告

行业公司研究——电力设备行业

证券研究报告

国内电表迎新周期，新型电力建设拓增量

——海兴电力深度报告

✍️：陈明雨 执业证书编号：S1230522040003
☎️：021-80108036
✉️：chenmingyu@stocke.com.cn

投资要点

□ 全球技术创新电表龙头企业，管理改善费用快速下行

公司是全球布局的新型电力系统解决商，主要产品为智能用电产品、智能配电产品及新能源产品。2021年公司实现营收26.91亿元，同比下降4.1%，归母净利润3.14亿元，同比下降34.7%，业绩下滑主要受疫情影响海外营收下降、人民币升值以及原材料成本上升。管理改善费用快速下行，2021年营销费用同比下降32.9%。公司21Q4业绩开始出现改善，22Q1业绩创2016年以来历年一季度最高水平，实现归母净利润达1.4亿元，同比增长211.97%。

□ 国内：迎新一轮替换周期，新标准提高单表价值量

国内电表将迎来新一轮替换周期，此外国网新一代智能电表和IR46标准下物联网表带来价值量提升，2021年新表平均单价上涨超30%，电表行业步入量价齐升阶段。预计到2024年国内智能电表行业空间合计近352.6亿元，2021-2024三年CAGR为18.7%。目前公司新表的管理芯技术处于行业领先。未来将同时受益于行业上行空间和市占率提升。

□ 海外：凭借系统解决能力竞争力赶超欧美，短期出口业务受益外币升值

公司是国内自主品牌智能电表产品出口最早、出口额最大的企业，产品覆盖全球90多个国家和地区。针对海外客户对于电力系统不同的阶段性需求和痛点，提供智能用电从系统到通信到终端的全套解决方案，在欧美以外市场如巴西、印尼、越南等地取得显著竞争优势，为巴西智能电表第一大供应商。2021年海外收入16.27亿元，营收占比达61.2%，出口业务占比高短期有望受益外币升值。

□ 配电和新能源业务受益行业政策牵引，未来业绩弹性较大

配电和新能源业务受益行业高速发展。“十四五”期间智能配电投资规模预计高达1.5万亿元，公司2015年成立配网事业部，在配网自动化设备方面持续深耕，目前已储备一二次融合柱上断路器/环网柜(箱)、配电终端FTU/DTU/TTU等产品，主要面向国网销售，未来将继续开拓南网业务。公司通过资源整合、自主开发布局分布式能源业务，具备了逆变器、储能电池、微网控制系统等分布式能源核心设备的自主可控能力，未来新能源业务有望保持高速增长。

□ 盈利预测及估值

公司是全球新型电力系统服务商领先企业，受益国内新一轮电表更换周期和配电网建设加速，短期出口业务受益外币升值。我们预计2022-2024年公司实现归母净利润5.21、6.40、7.79亿元；对应EPS为1.07、1.31、1.59元/股，对应PE为14、11、9倍。参考可比公司估值，我们给予公司2022年18X估值，目标市值94亿元，维持“买入”评级。

□ **风险提示：**智能电表需求量不及预期的风险；原材料价格波动的风险；汇率波动的风险。

财务摘要

(百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	2,691	3,087	3,695	4,367
(+/-)	-4.1%	14.7%	19.7%	18.2%
净利润	314	521	640	779
(+/-)	-38.2%	66.2%	22.8%	21.7%
每股收益(元)	0.64	1.07	1.31	1.59
P/E	23.3	14.0	11.4	9.4

评级

买入

上次评级	买入
当前价格	¥14.97

单季度业绩

元/股

1Q/2022	0.29
4Q/2021	0.28
3Q/2021	0.05
2Q/2021	0.22



公司简介

全球领先的能源计量、管理整体解决方案的提供商。业务涵盖电力系统发电、变电、配电以及用电各个环节。

报告撰写人：陈明雨

联系人：王婷

正文目录

1. 全球化布局的新型电力系统解决商	5
2. 用电：需求高峰即将到来，国内外并驾齐驱	8
2.1. 国内电表迎更换周期，行业增长确定性高	8
2.2. 海外市场需求参差不齐，更青睐智能电表系统解决方案	12
2.3. 公司国内外并重，成为用电领域创新型系统解决商	15
3. 配电：产品先行，公司积极拓展销售渠道	20
3.1. 政策加码，配电网建设是未来电网发展重点	20
3.2. 柱上开关和环网柜打开空间，持续深耕配网自动化设备	23
4. 新能源业务：政策大力支持，行业增量可观	24
4.1. 双碳+整县推进，分布式光伏高速增长	24
4.2. 公司新开拓新能源业务，未来增长潜力大	25
5. 盈利预测与估值	26
5.1. 盈利预测	26
5.2. 估值与投资建议	27
6. 风险提示	28

图表目录

图 1: 公司发展历程.....	5
图 2: 2017-2022Q1 营收及归母净利 (单位: 百万元, %)	6
图 3: 2016 年以来历年一季度营收和归母净利 (单位: 百万元)	6
图 4: 2017-2021 年公司主营构成 (单位: %)	6
图 5: 2017-2022Q1 公司毛利率和净利率 (单位: %, %)	7
图 6: 2017-2021 年公司各业务毛利率 (单位: %)	7
图 7: 2017-2022Q1 公司期间费用率 (单位: %)	7
图 8: 2017-2022Q1 年销售费用 (单位: 百万元, %)	7
图 9: 公司股权结构 (截至 2022 年 3 月 31 日)	8
图 10: 我国智能电表产品发展历程	8
图 11: 国网智能电表和采集终端招标数量 (单位: 万只)	9
图 12: IR46 双芯智能表框图	10
图 13: 单相、三相新表价格上涨幅度较大 (单位: 元/只)	10
图 14: 2021 年国网招标智能电表市场格局 (单位: %)	11
图 15: 2012-2021 年国网智能电表招标中标企业数 (单位: 家)	12
图 16: 2019 年与 2025 年亚太及北美智能电表装机数量 (百万台)	12
图 17: 2020-2026 年欧洲智能电表装机数量 (百万台)	13
图 18: 南非地区人均耗电量 (单位: 度)	14
图 19: 研发支出 (单位: 亿元, %)	15
图 20: 公司推出的代表性新产品	15
图 21: 海兴电力的新一代智能电表产品	16
图 22: 2009-2021 年公司在国网中标公司中排名 (按中标金额)	16
图 23: 2009-2021 年公司在国网中标率	16
图 24: 公司 2011-2021 年海外收入及增速 (单位: 百万元, %)	17
图 25: 公司官网展现的相关产品一套解决方案	18
图 26: 公司官网展现的电能管理方案	18
图 27: 2017-2021 年公司海外收入及占比	19
图 28: 2017-2021 年公司海外毛利及毛利率	19
图 29: 2009-2021 年我国电源及电网建设投资完成额及增速 (单位: 亿元, %)	20
图 30: 2009-2019 年我国配电网投资 (单位: 亿元, %)	21
图 31: 国家电网招标断路器 (单位: 台/套, %)	21
图 32: 2021 年国家电网变压器设备招标份额市场竞争	22
图 33: 2021 年国家电网开关柜设备招标份额市场竞争	22
图 34: 2021 年国家电网保护类设备招标份额市场竞争	22
图 35: 2021 年国家电网监控类设备招标份额市场竞争	22
图 36: 海兴电力配网自动化设备	23
图 37: 海兴电力物联网产品	23
图 38: 2016-2021 年中国光伏新增装机量 (GW)	24
图 39: 微电网运行模式	25
图 40: 海兴电力的逆变器和储能产品	26
图 41: 海兴电力分布式新能源解决方案	26

表 1: 公司主要产品介绍	5
表 2: IR46 新表 VS IEC 老表	9
表 3: 国南网智能电表需求空间测算 (单位: 亿元, 万只, 元/只, %)	10
表 4: 不同地区对于电表的需求类型	14
表 5: 全球电表企业竞争力比较	15
表 6: 海兴全球生产基地布局	17
表 7: 公司为海外电力客户提供成套解决方案的经典案例	19
表 8: 外币升值幅度对公司收入影响的敏感性分析	20
表 9: 全国 6-20kV 配网线路配电开关替换需求测算 (单位: 万台, %)	22
表 10: 我国代表性微电网试点项目	25
表 11: 公司主营业务关键假设表 (单位: 百万元, %, 万只, 元/只)	27
表 12: 可比公司估值表 (截至 2022.5.20)	28
表附录: 三大报表预测值	29

1. 全球化布局的新型电力系统解决商

公司是全球领先的能源计量、管理整体解决方案的提供商。公司是国家火炬计划重点高新技术企业，主营业务为智能电网配电和用电领域产品的研发、生产和销售，为客户提供电力计量产品、智能配用电系统和软件产品以及智能配用电系统解决方案。此外，公司近两年开拓新能源产品新业务，产品包括工商业储能产品、微电网等。公司产品率先通过了 STS 和 DLMS 认证，填补了国内的技术空白，并且先后通过了 PTB、KEMA、Euridis、MID、UL 和 SABS 等国际认证，是目前业内国际市场资质最完整、业绩最优良的企业。

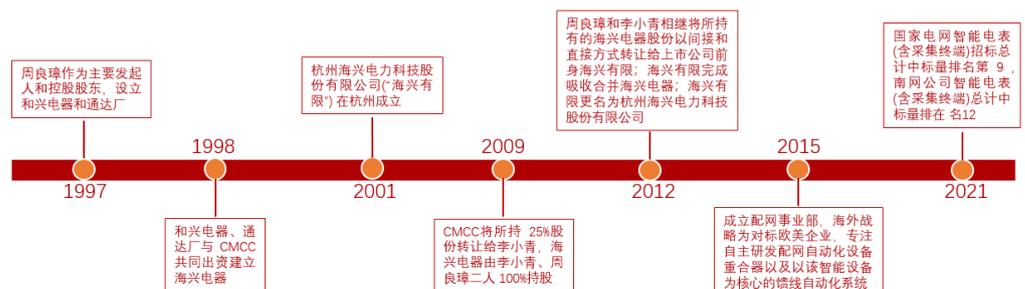
表 1：公司主要产品介绍

主要产品	产品图片
智能用电产品及系统 智能电能表、智能用电终端、智能集中计量表箱、通信产品、系统软件及服务	
智能配电产品及系统 一二次融合成套设备、智能配电终端、环网柜、柱上开关、重合器、互感器及系统软件等	
新能源产品 工商业储能产品、微电网等	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2001 年成立，全球化布局智能电表及配用电业务。1997 年公司董事长周良璋先生作为主要发起人和控股股东设立和兴电器与通达厂，1998 年和兴电器、通达厂与 CMCC 共同出资建立海兴电器。2001 年海兴电力科技股份有限公司在杭州成立。2015 年意识到国内电表行业进入周期性低谷，公司将战略目标放到海外，成立配网事业部，海外战略对标欧美企业。2016 年，公司首次在 A 股公开发行股票。随着国内电表行业将迎来新一轮替换周期，公司重新将重点放在国内电表行业，2021 年公司在国网智能电表招标总计中标量排名第 9。

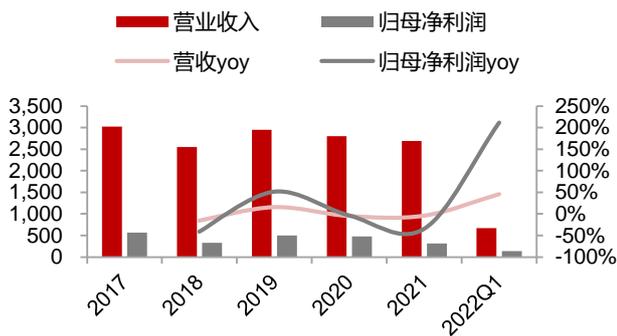
图 1：公司发展历程



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

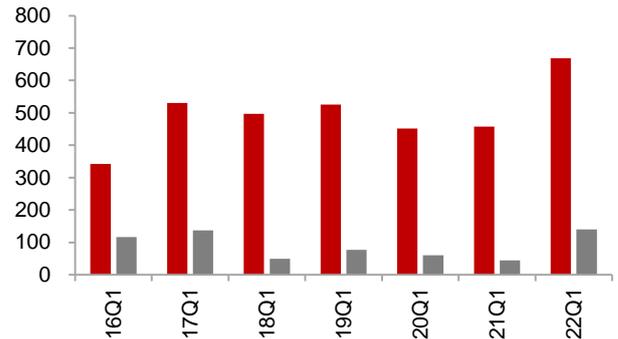
积极应对大环境不利影响，业绩出现反转。2021 年公司实现营业收入 26.91 亿元，同比下降 4.1%，实现归母净利润 3.14 亿元，同比下降 34.72%。业绩下滑主要系受新冠疫情和国际环境变化影响，海外市场营收下滑。此外全球商品价格、物流成本大幅上涨，半导体器件供应失衡，导致公司产品成本、运营成本大幅增加。但业绩情况从 2021 年四季度开始有所改善，到 2022 年一季度公司营收达 6.68 亿元，同比增长 45.75%，归母净利润达 1.40 亿元，同比增长 211.97%，业绩迎来较大改善，营收和归母净利润皆是 2016 年以来历年一季度的峰值水平。

图 2：2017-2022Q1 营收及归母净利润（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

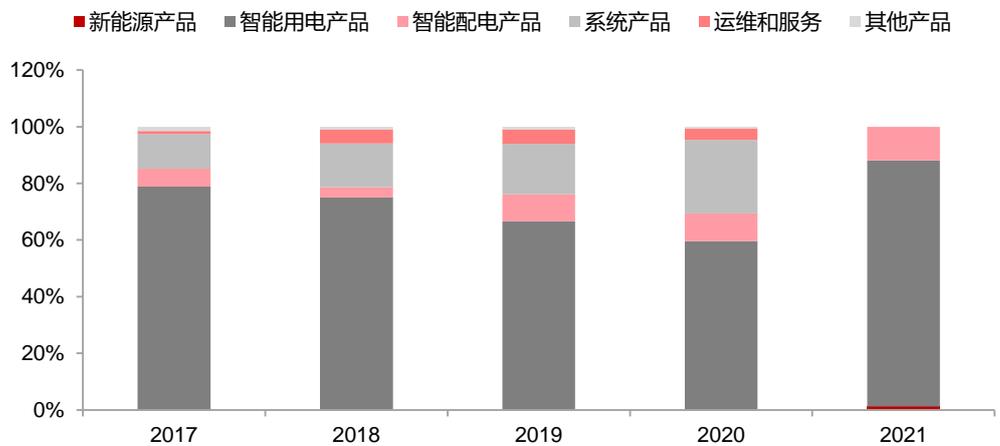
图 3：2016 年以来历年一季度营收和归母净利润（单位：百万元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

智能用电业务贡献主要营收，配网占比有望提升。2021 年公司调整主营构成统计标准，将智能用电产品与其系统划为同一类产品，调整后 2021 年智能用电业务贡献营收 23.12 亿元，占比达 86.98%。2021 年配网业务实现收入 3.15 亿元，占营收比例 11.9%，较 2020 年提升 2.1 个百分点。随着公司加强配网业务投入，未来配网业务营收占比有望提升。

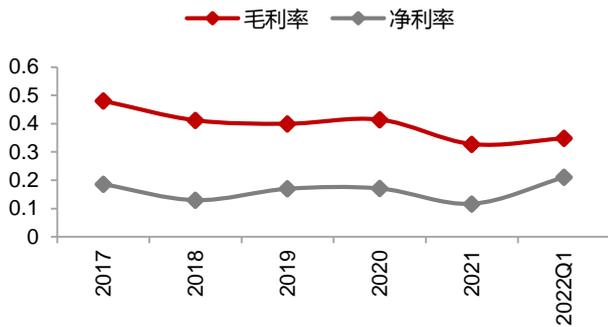
图 4：2017-2021 年公司主营构成（单位：%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

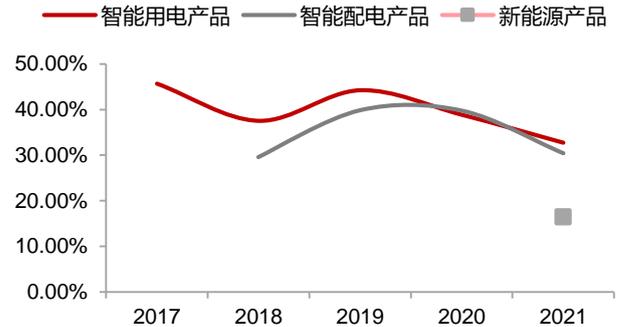
受原材料、物流成本抬升以及疫情影响，公司毛利率近年呈下降趋势。2021年公司毛利率为32.76%，较2020年下降8.69pct，主要系原材料材料及物流成本上升，2021年公司净利率为11.65%。2022年Q1公司毛利率和净利率均有所改善，分别为34.81%和21.09%。分业务来看，用电业务和配电业务毛利率趋同，2021年分别为32.71%和30.42%，新业务新能源产品毛利率为16.45%。

图 5：2017-2022Q1 公司毛利率和净利率（单位：%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

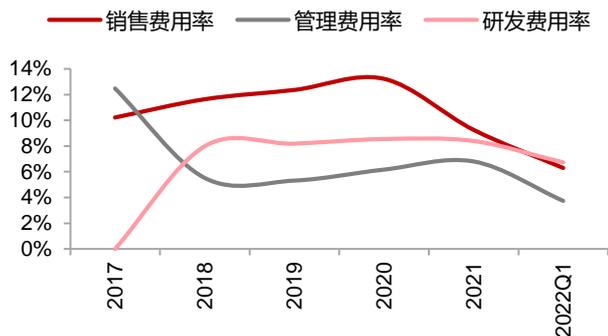
图 6：2017-2021 年公司各业务毛利率（单位：%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

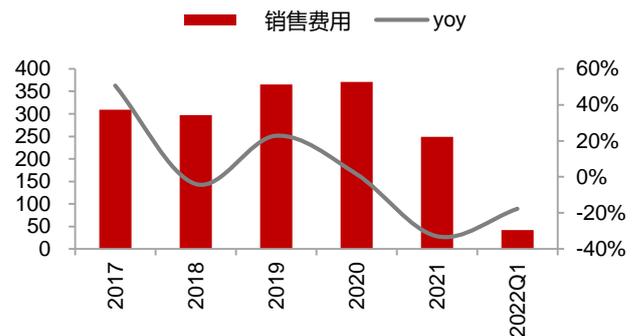
管理改善费用快速下行。2021年公司销售费用率、管理费用率和研发费用率分别为9.3%、6.8%、8.4%，其中销售费用率较2020年显著下降3.9pct，主要因为公司在应对严峻的大环境下，努力降低营销成本，2021年公司营销费用2.49亿元，同比下降32.9%。2022年一季度销售费用率进一步降低到6.3%，营销费用0.42亿元，同比下降17.6%。

图 7：2017-2022Q1 公司期间费用率（单位：%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

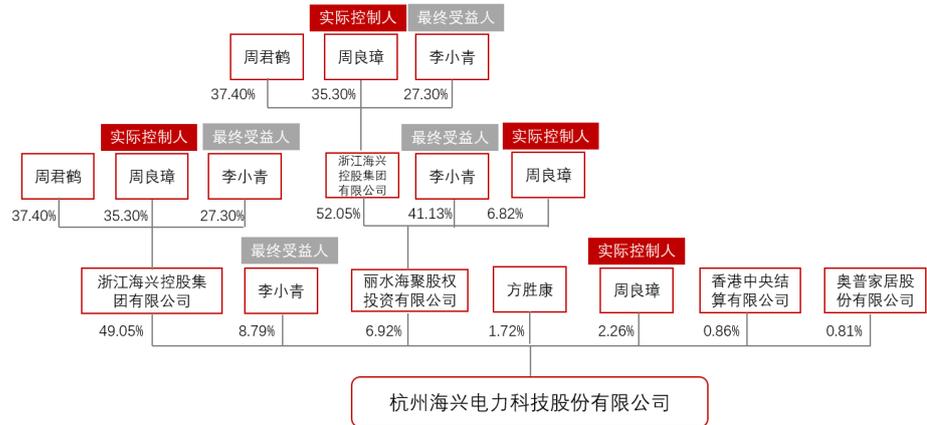
图 8：2017-2022Q1 年销售费用（单位：百万元，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

股权结构稳定，实控人周良璋合计持有公司 20.42% 股份。公司第一大股东为浙江海兴控股集团有限公司，直接持有公司 49.05% 股份，第二大股东是李小青，直接持有公司 8.79% 股份。实控人周良璋为公司董事长，持股比例较高，直接持有公司 1.36% 股份，间接持有公司 19.06% 股份，合计持有公司 20.42% 股份。

图 9：公司股权结构（截至 2022 年 3 月 31 日）



资料来源：wind，浙商证券研究所

2. 用电：需求高峰即将到来，国内外并驾齐驱

2.1. 国内电表迎更换周期，行业增长确定性高

智能电表是智能电网建设的关键终端产品之一。智能电表是指由测量单元、数据处理单元、通信单元等组成，具有电能计量、数据处理、实时监测、自动控制、信息交互等功能的电子式电能表；按接入线路的方式和测量电能的不同，可分为单相智能电表和三相智能电表。随着我国智能电网建设持续推进，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，未来将走向第四代智能物联网时代。

图 10：我国智能电表产品发展历程



资料来源：华经产业研究院，浙商证券研究所

国内智能电表需求市场主要为国网和南网采取统一招标形式。首先由各省电力公司上报智能电表招标需求，再由国家电网和南方电网统一招标。一般每年国家电网会开展 2

次智能电表招标，南方电网开展 1-2 次招标。从每年招标情况来看，国家电网招标体量远大于南网。

新一轮更换周期启动，目前远没有达到前一轮周期招标数量的峰值。国网智能电表是在 2009 年开始集中招标，2014-2015 年达到招标数量的高峰，2014 年国网智能电表和采集终端招标数量为 9400 万只，之后 2016-2017 年招标数量快速减少，需求周期进入谷底。由于电表的生命周期一般 8-10 年，2018 年新一轮更换周期启动。考虑到 2020 年新表推出当年招标量下降较多，我们判断招标数量高峰将延后一年在 2024 年前后到来。2021 年国网智能电表和采集终端招标数量为 6300 万只，离 2014 年的 9400 万只还有较大差距，行业未来两年上行需求空间较大。

图 11：国网智能电表和采集终端招标数量（单位：万只）



资料来源：国网电子商务平台，浙商证券研究所

IR46 新表采用计量芯和管理芯分离，能够满足泛在电力物联网人机交互的发展需求。2012 年国际法制计量组织出版了 IR46 有功电能表国际建议，2016 年该标准正式在国内落地实施，2018 年 11 月，符合 IR46 标准且由国网浙江电力公司负责研制的“双芯”智能电表首次挂网运行。以往智能电表的设计制造所依据的是 IEC 标准，仅含有一个计量芯，用于配电网与用户之间的单一计量功能。IR46 标准下的新表采用计量芯和管理芯双芯分离并行，且扩展功能采用模组化设计，具备多元化高效通信、软件可升级、分布式大容量存储等功能，更加符合泛在电力物联网的建设要求。

表 2：IR46 新表 VS IEC 老表

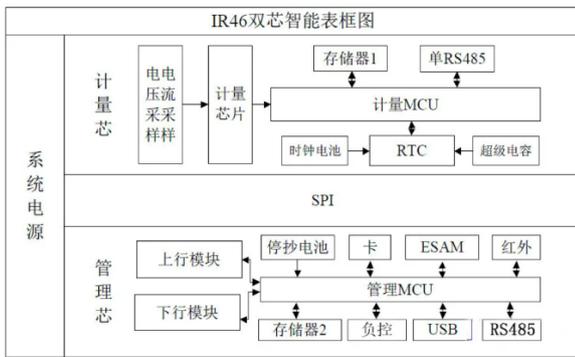
	整体设计	表计定位	使用寿命	各自优点
IEC 标准	表计整机一体化设计	配电网与用户之间的网桥、计量功能	8—10 年	1、让远程采集的数据更客观、更准确。 2、通过电采系统可以让用电故障发生时得到更快的响应。 3、防止人工抄表带来的人为差错。
IR46 标准	采用计量芯与管理芯分离、扩展功能采用模组化设计	扩展到用户侧能源路由器、泛在连接、全息感知功能	15 年	1、在结构上，采用多芯模组化设计理念，包含计量、管理、时钟、存储等多个芯片；由多个模组以插拔方式构成，可根据不同应用场景在基表上配置不同模块。 2、在功能上，满足泛在电力物联网人机交互的发展需求，具备多元化高效通信、软件可升级、分布式大容量存储、

负荷监测与分析等最新应用成果。

资料来源：中国现代电网量测技术，中国能源报，浙商证券研究所

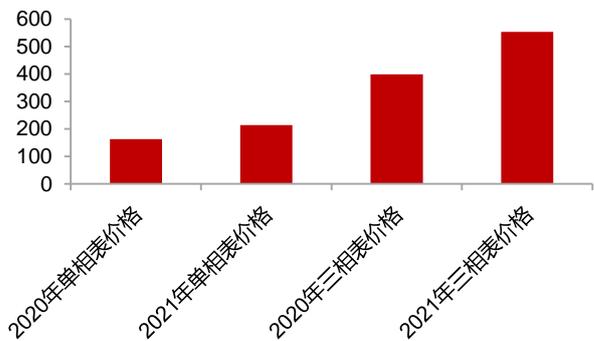
新表价值量提升，带动招标金额快速上涨。新一代智能电表面价较以往提升较大，国网2021年第二批2级单相和1级三相智能电表均价分别升至214元/只、553元/只，相较于2020年第一批分别上涨31%、38.6%。此外，国网于2020年第二批招标中推出IR46，南网于2021年第一批招标中推出IR46，展望未来，随着IR46标准的新表占比逐步提升，智能电表的平均价格提升潜力较大。

图 12：IR46 双芯智能表框图



资料来源：威腾网，浙商证券研究所

图 13：单相、三相新表价格上涨幅度较大（单位：元/只）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

预计到2024年国内两网智能电表需求规模达352.6亿元，2021-2024三年复合增速18.7%。基于2024年前后智能电表招标数量将达到高峰的判断，我们预计2022-2025年国网招标数量为7800万只、8700万只、9500万只、9300万只。2021年新表均价较2020年提升30%以上，后续随着IR46新表占比提升假设单表均价逐年上涨。基于以上判断，我们测算到2024年国网智能电表需求空间为352.6亿元，2021-2024三年CAGR为18.7%。

表 3：国网智能电表需求空间测算（单位：亿元，万只，元/只，%）

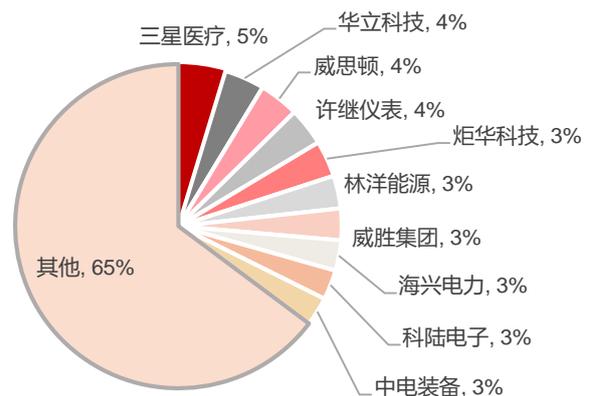
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
国家电网							
智能电表招标总额（亿元）	153.0	126.0	185.0	238.1	273.5	307.6	310.2
yoy	77%	-18%	47%	29%	15%	12%	1%
智能电表招标数量（万只）	7391	5635	6365	7800	8700	9500	9300
yoy	34%	-24%	13%	23%	12%	9%	-2%
智能电表平均价格（元/只）	207	224	291	305	314	324	334
yoy	32%	8%	30%	5%	3%	3%	3%

南方电网							
智能电表招标总额(亿元)	35.8	17.4	26.0	31.2	37.4	44.9	53.9
yoy	129%	-51%	50%	20%	20%	20%	20%
智能电表市场总额(亿元)	188.8	143.4	211.0	269.3	311.0	352.6	364.1
yoy	85%	-24%	47%	28%	15%	13%	3%

资料来源: 国网电子商务平台, 南方电网, 浙商证券研究所

智能电表行业参与企业数量较多集中度低, 海兴位列第二梯队。在国家电网历次招标中, 各家市场的市占率趋于稳定, 三星医疗、东方威斯顿、许继电气、炬华科技位于第一梯队, 市占率维持在 3%-5%左右。行业 CR5=20%, CR10=35%, 参与企业数量众多, 行业竞争较为充分。其中海兴电力市占率为 3.02%, 公司在 2015 年后重点发展海外业务, 国内业务增长缓慢, 随着国内迎来新一轮电表替换周期, 公司再次重新重视国内业务, 未来国内收入将快速增长。

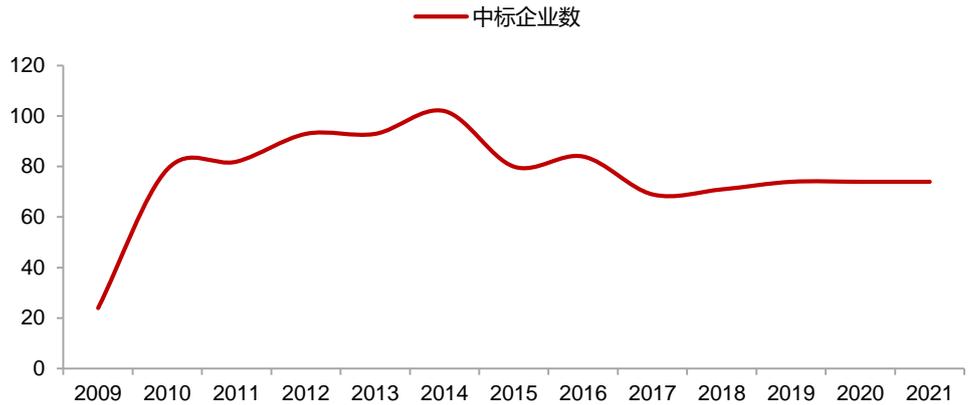
图 14: 2021 年国网招标智能电表市场格局 (单位: %)



资料来源: 华经产业研究院, 浙商证券研究所

新标准提升技术门槛, 未来企业数量将稳定在 70 家左右。IR46 新标准下对于智能电表的技术门槛较以往显著提高, 2021 年国网智能电表每批次中标企业已由过去的 100 多家下降到 2021 年的 74 家, 预计未来参与企业数量将稳定在 70 家左右的。

图 15：2012-2021 年国网智能电表招标中标企业数（单位：家）



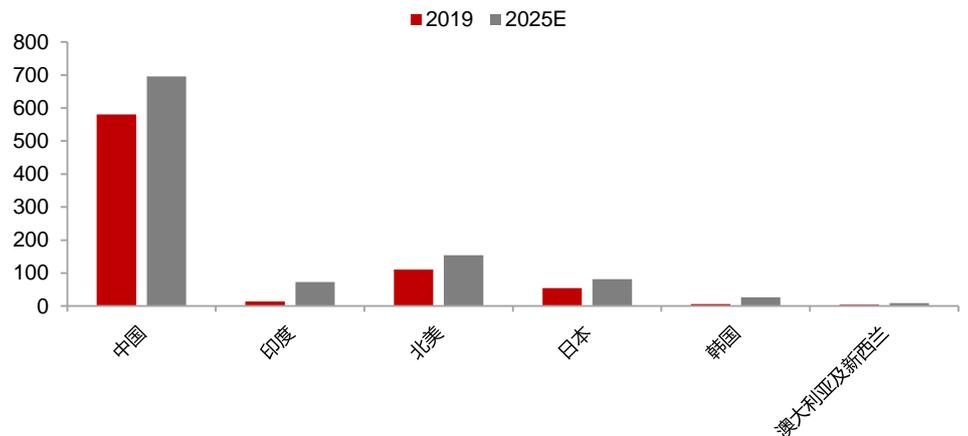
资料来源：国网电子商务平台，浙商证券研究所

海兴中标率稳定，是 2009 年起至今连续中标的三家企业之一。2009 年国网开始智能电表统招，海兴电力是从 2009 年起至今连续中标的三家企业之一，并于国家电网 2020 年第二次招标和南方电网 2021 年第一次招标中推出了符合 IR46 标准的新一代智能电表。2021 年度海兴在国网招标排名第九，南网排名第十二名，稳定在第二梯队。

2.2. 海外市场需求参差不齐，更青睐智能电表系统解决方案

不同地区市场的需求在不同时间阶段的爆发，成为了全球智能电表市场持续增长的主要动力。根据 Navigant Research 数据，2019 年全球智能电表渗透率为 41.2%，预计 2028 年渗透率将提升至 59%，其中亚太、欧美的需求规模占主导，中东和非洲新增需求增长潜力更大。

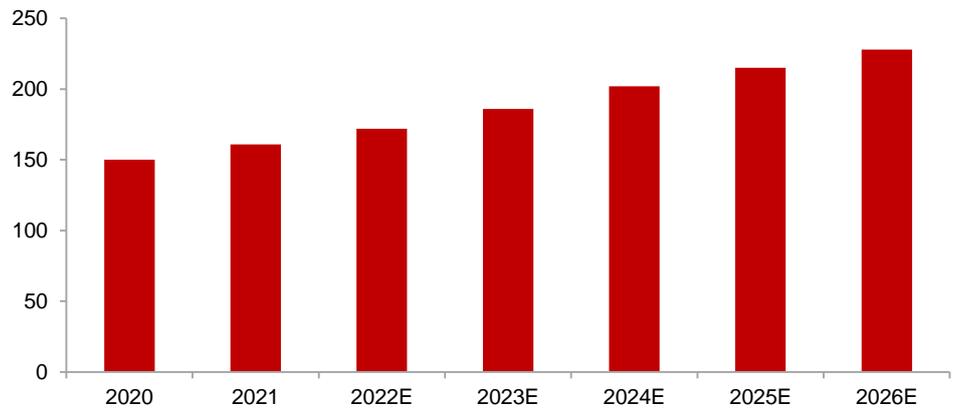
图 16：2019 年与 2025 年亚太及北美智能电表装机数量（百万台）



资料来源：Berg Insight，浙商证券研究所

欧洲地区智能电表普及晚于中国，到 2020 年底智能电表渗透率约 49%，预计到 2026 年将达到 72%，期间每年的升级需求将保持在 500-700 万台。

图 17：2020-2026 年欧洲智能电表装机数量（百万台）

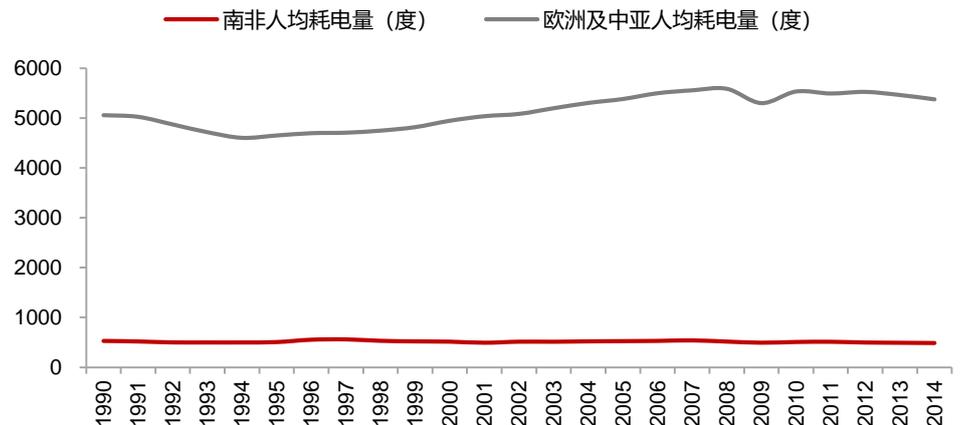


资料来源：Berg Insight，浙商证券研究所

以巴西为首的拉美国家陆续开始大规模部署智能电表。根据美国 NortheastGroup 的预测，拉美市场的智能电表销售额约 240 亿美元，其中巴西占三分之二。巴西是该地区首个大规模安装智能电表的国家，在 2021 年完成约 6300 万只智能电表的安装。此后智利和阿根廷将紧随其后，陆续推广部署智能电表。根据此前的预测，到 2020 年南美安装智能电表约 10450 万只。

非洲大陆尤其是南非地区缺电严重，电网覆盖度低，未来对于电表的新增需求大，且分布式能源发电和微电网将为该地区提供巨大机会。目前非洲人均用电量仅为世界平均水平的一半，发电厂供应不足，电网建设覆盖度低，且电力传输设施薄弱，能用电是当地的首要之事，故未来新增的投资需求空间很大。已覆盖电力地区，为了保障收入，电力公司采用预付费电表，目前每年安装预付费表的数量都超过 1000 万台。未来，为了提高人均用电量，让更多居民用上电，分布式能源和微电网将提供巨大机会。非洲可再生能源非常丰富，未来通过大电网实现大范围配置的同时，将积极推进分布式能源和微电网解决偏远地区用电问题。

图 18：南非地区人均耗电量（单位：度）



资料来源：wind，浙商证券研究所

由于不同地区电网建设所处阶段不同，对于电表的需求差异较大，海外相比国内更青睐电表+解决方案的模式。拉美地区，智能电表第一大消费国巴西的智能电网建设较为完善，对于AMI电表的需求强劲。非洲大陆的电网建设较为落后，目前主要需求仍是预付费表代替普通表，且由于电网基础设施较差，需要系统解决方案。欧美等发达国家智能电表渗透率较高，滋生更高的定制化电能管理需求，同样更青睐定制化用电解决方案及系统。与国内国南网两家基本垄断智能电表招投标不同，海外的招标公司数量分散且规模较小，主要以特许经营权模式为主，如巴西拥有超过60家电力公司，故这些规模较小的电力公司需要专业的技术服务。

表 4：不同地区对于电表的需求类型

国家或地区	需求类型	具体情况
巴西等拉美地区	AMI 智能电表	巴西是拉美地区智能电表第一大消费国，占拉美三分之二需求量；对AMI需求强劲，此前计划在2021年前安装6300万只AMI电表。
非洲大陆	预付费表	非洲大陆电网建设较为落后，未来新增需求空间大。目前主要需求仍是用预付费表代替普通表，智能预付费表的部署才刚开始。
美国、西欧等发达国家	定制化电能管理需求	智能电表渗透率较高，对电能有更高的管理需求，如智能计量、线损管控与治理、电费管理等，需要依据不同痛点及需求提供定制化用电解决方案及系统。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

早期海外用电市场主要为欧美企业所垄断，随着制造工艺和智能化提高，中资企业在亚非拉市场已形成较强的竞争优势。早年海外具有竞争优势的企业主要是欧美老牌企业，如瑞士兰吉尔，美国爱创以及解决方案公司斯科等，成立时间较早，形成深厚的技术沉淀和客户积累。国内智能电表自主品牌企业成立时间相对较晚，主要通过贴牌销售到欧美发达市场。经过多年努力国内企业逐渐缩小与国际品牌的技术差距，并通过匹配各地电力建设阶段的系统性服务取得了绝对竞争优势，目前在欧美以外亚非拉市场形成绝对竞争优势。

表 5: 全球电表企业竞争力比较

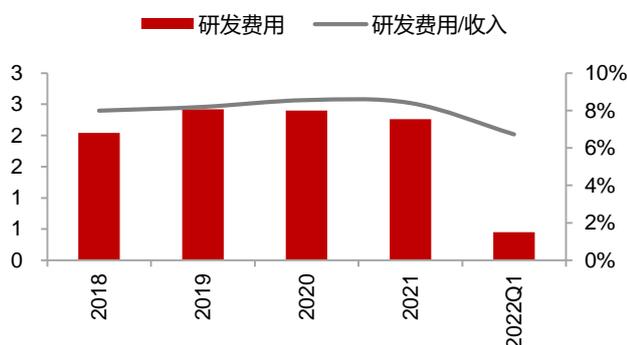
竞争企业	(L+G)兰吉尔	Itron 爱创	Cisco 斯科	海兴
所属国家	瑞士	美国	美国	中国
公司简介	1896 年成立，全球最大的智能计量产品供应商。业务遍及 30 多个国家，超 5700 名员工。	1977 年成立，生产自输配电、工商业到民用的全系列电能表产品。	1984 年成立，全球领先的网络解决方案供应商。	1992 年成立，聚焦于能源转型，是中国出口最早、出口额最大的企业。
核心竞争力	历史悠久，客户积累强大。拥有业内最强大的研发力量。PLC(电力线通信)及无线通信技术实现智能电表差异化。	高精度关口电能表 ACE8000 和 SL7000 以其准确性、稳定性和一致性在诸多国家重大工程项目中得以应用。	公司在数据控制、存储和物联网等方面有丰富经验及技术储备，能帮助降低电力运营成本。	为不同国家提供适应当地建设水平的电力解决方案，欧美以外市场绝对竞争优势。
主要市场	北美洲占比较大	以欧美为主，逐渐退出亚非拉市场	欧美市场为主	巴西、印尼、越南
市场地位	智能电表全球市占率第一（全球市占率 30% 以上）。	全球市场份额仅次于兰吉尔	解决方案商的领先企业	欧美以外市场竞争优势显著，在巴西市占率超 50%

资料来源：各公司官网，浙商证券研究所

2.3. 公司国内外并重，成为用电领域创新型系统解决商

公司始终保持高强度研发，不断推出新产品。2021 年公司研发投入 2.3 亿元，占营收比例为 8.4%。公司在产品开发上始终保持跟国际技术标准接轨，是我国最早获得国际认证的电能表企业之一。公司是国内最早研制成功 ANSI 美国标准系列产品的企业之一；是国内最早获得 IEC 国际预付费标准电表及售电系统软件认证的企业之一；是最早成功研发符合欧洲智能电能表标准的国内企业之一；是国内最早同时获得欧洲 DLMS 本地和远程通信规约的电能表企业之一。基于对客户的需求理解以及技术创新，公司研发出智能预付费系统、AMI 系统以及配网自动化调度系统等解决方案。

图 19: 研发支出（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 20: 公司推出的代表性新产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

IR46 标准下的双芯表计产品推进较快，公司管理芯国内领先。国内市场智能电表的轮换周期到来，符合 IR46 标准的新一代智能电表需求提升。在泛在电力物联网驱动下，

IR46 标准新一代智能电表不仅有计量功能,还可支持管理功能。基于 IR46 理念的“双芯”智能电表,采用“计量芯”和“管理芯”双芯模式,公司的管理芯在国内处于领先水平。

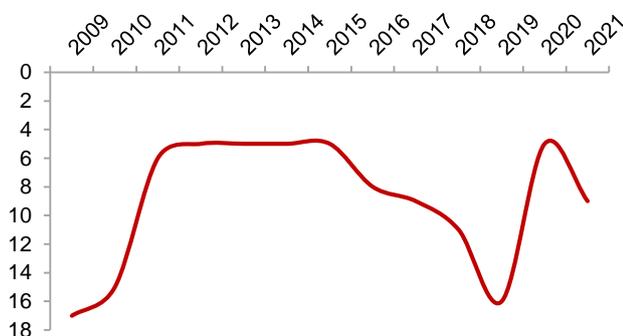
图 21: 海兴电力的新一代智能电表产品



资料来源: 公司官网, 浙商证券研究所

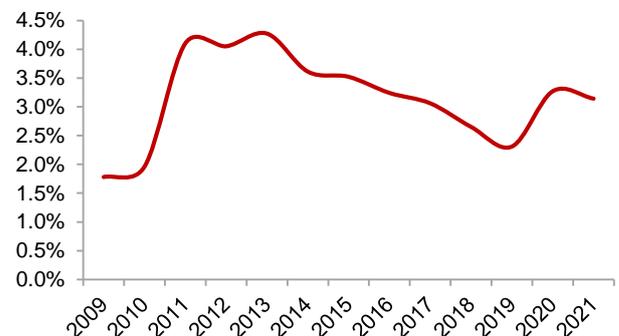
国内国网中标率再次回到高点。公司自 2009 年国家电网第一次智能电表集中招标起,是连续中标的三个厂家之一。2015 年起,公司意识到国内将处于电表行业低谷期,而海外市场尚待开发,故将重心放在海外,国内业务停步不前。2016 年起,公司在国网的中标率开始下滑,中标金额排名一度从 2015 年的第 5 名掉到 2019 年的第 16 名。但随着国内迎来新一轮电表替换周期,公司也将重新重视国内市场,国网中标率有望恢复至 4% 以上的高点。2021 年公司在国网智能电表中标量排在第 9 名,中标率为 3.14%。在南网智能电表招标的总计中标量排在第 12 名。

图 22: 2009-2021 年公司在国网中标公司中排名(按中标金额)



资料来源: 国家电网电子商务平台, 浙商证券研究所

图 23: 2009-2021 年公司在国网中标率



资料来源: 国家电网电子商务平台, 浙商证券研究所

公司是国内自主品牌智能电表产品出口最早、出口额最大的企业,产品覆盖全球 90 多个国家和地区。公司自成立起就进军国际业务,致力于海外营销网络建设,在多个国家建立境外公司,在秘鲁、南非等地设立营销总部和营销团队。除了营销网络,公司同

时还对重点市场进行生产经营的布局,在印尼、巴西等国家设立子公司进行本地化生产、管理和运营。海兴巴西旗下 Eletra 公司目前是巴西最大的电表供应商,巴西市场地位稳固。

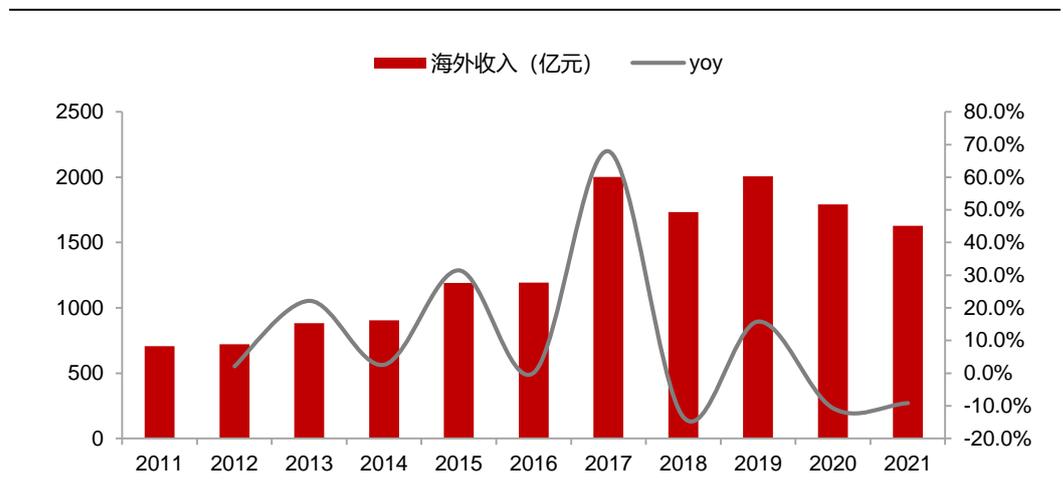
表 6: 海兴全球生产基地布局

地区及国家	产能	备注
中国		杭州、宁波、南京三大基地; 杭州、南京两大研究院
拉美/巴西	6000 万只/年	设立有巴西研究院;
非洲/南非	50 万只/年	—
东南亚/印尼	500 万只/年	设立有巴西研究院; 未来会覆盖印度市场
南亚/巴基斯坦	125 万只/年	—
南亚/孟加拉	55 万只/年	—

资料来源:公司公告,浙商证券研究所

新兴市场新增需求依旧强劲,将带动公司海外稳定增长。2015 年国内电表步入行业周期性低谷后,开始把战略重心放在尚待开发的海外市场。2014-2017 年三年间复合增速高达 30%。2021 年海外营收达 16.27 亿元,同比下降 9%,主要系欧美发达国家需求放缓,但拉美、东南亚、非洲等新兴市场业务增量,公司作为国内自主品牌智能电表产品出口最早、出口额最大的企业,市场前景广阔。

图 24: 公司 2011-2021 年海外收入及增速(单位:百万元,%)



资料来源:公司公告,浙商证券研究所

海外对于解决方案更青睐,公司系统解决能力赶超欧美。公司是全球布局,在不同国家或地区,由于电网建设所处阶段迥异导致各地需求差别较大。故单一市场的经验积累和简单复制无法满足市场需求。尤其在非洲大陆等地区客户缺乏基础设施配套和项目运营管理经验,需要供应商在提供电表产品的同时提供一套相应的用电系统解决方案,许多产品需要定制开发。公司积累了 20 多年的用电业务经验,对不同发展阶段的电力客户需求有着深刻理解,针对不同区域客户研发了不同系统解决方案。

基于对不同发展阶段的电力客户需求的深刻理解和技术创新，公司针对不同区域客户研发了智能预付费系统、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系统解决方案。公司自主研发包括系统软件、通信模块及终端、智能表计和智能配网终端等产品，掌握系统核心技术，同时为客户提供方案咨询、系统集成、工程实施、项目管理、系统运营等完整的服务。

图 25：公司官网展现的相关产品一套解决方案



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 26：公司官网展现的电能管理方案



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

公司针对海外客户不同的阶段性需求和痛点，提供智能用电从系统到通信到终端的全套解决方案。公司长期服务于海外市场电力客户，近几年加大在海外客户定制化产品上的研发投入，已形成相对领先的一体化系统解决方案、运营能力以及定制化能力，在亚洲、非洲、南美的许多市场具备突出的竞争优势。

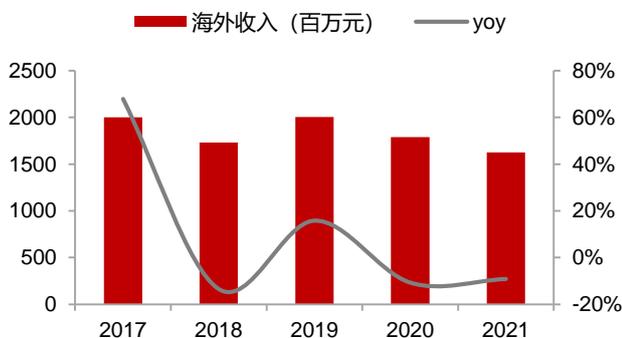
表 7：公司为海外电力客户提供成套解决方案的经典案例

客户	解决方案	具体情况
南非	电力营收、数据采集	公司向南非电力公司客户销售电力营收管理软件，并提供电力营收系统的运维服务，并向南非 Citypower 电力公司提供了 MDC 数据采集系统，为面向非洲市场拓展电力系统运营业务采集系统业务提供经验积累
塔吉克斯坦	数据计量	公司向塔吉克斯坦电力公司销售了完整的计量数据服务解决方案，该方案包括 AMI 系统、Billing 系统和 MDM 系统
塞内加尔、孟加拉	预付费售电系统建设	公司向塞内加尔国家电力公司、孟加拉国下属五个电力局等海外电力客户提供预付费售电系统建设服务，拓展公司在预付费电系统领域的业务经验。
肯尼亚	计量防窃电、自动抄表、线损计量分析等	公司为肯尼亚 KPLC 实施了大用户解决方案项目，主要向肯尼亚 KPLC 提供一整套的大用户的计量防窃电、自动抄表、线损计量分析的解决方案，通过项目的实施，达到肯尼亚 KPLC 对全国范围内大用户实现全面监控，全面计量的工作，进而实现肯尼亚 KPLC 的减少电量损耗、增加采集、提高供电质量的终极项目目标
南非	智能电表系统 PPP	公司在南非签署了第一个智能电表系统的 PPP 项目合同，该项目开启了一种新的经营业务模式，利用优势的技术和产品进行对外投资，为客户创造额外价值，为公司带来更长期的稳定的收入来源。
巴西	AMI 整体解决方案一期项目	2020 年，公司承接了目前巴西最大的 AMI 整体解决方案交付项目的一期项目，一期覆盖超过 70 个城市，超过 50 万居民用户和工商业用户。该项目是巴西首次将 Wi-SUN 新兴技术进行大规模运用，公司成为了一期项目独家目标方。

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

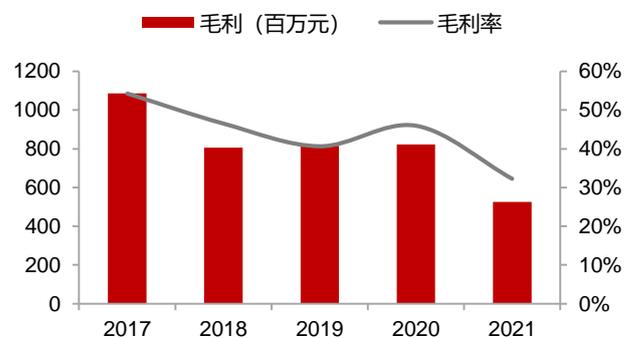
出口业务占比高，受汇率波动影响较大。2015 年随着国内电表行业进入周期性低谷，公司将重心放在海外，海外业务迅速发展，2021 年海外收入为 16.27 亿元，占总营收比例为 61.2%。公司海外业务结算货币包括美元、欧元以及巴币和印尼盾等小币种，外币汇率波动对公司海外业务的收入端及毛利率产生较大影响。

图 27：2017-2021 年公司海外收入及占比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 28：2017-2021 年公司海外毛利及毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

汇率波动对公司收入影响幅度的敏感性分析：当海外收入占比为 65%时，外币升值幅度 10%则公司整体收入提升 6.5%，反之若外币贬值 10%则公司整体收入降低 6.5%。

表 8：外币升值幅度对公司收入影响的敏感性分析

外币升值幅度/海外收入占比	65%	60%	55%
-10%	-6.5%	-6.0%	-5.5%
-5%	-3.3%	-3.0%	-2.8%
0%	0.0%	0.0%	0.0%
5%	3.3%	3.0%	2.8%
10%	6.5%	6.0%	5.5%

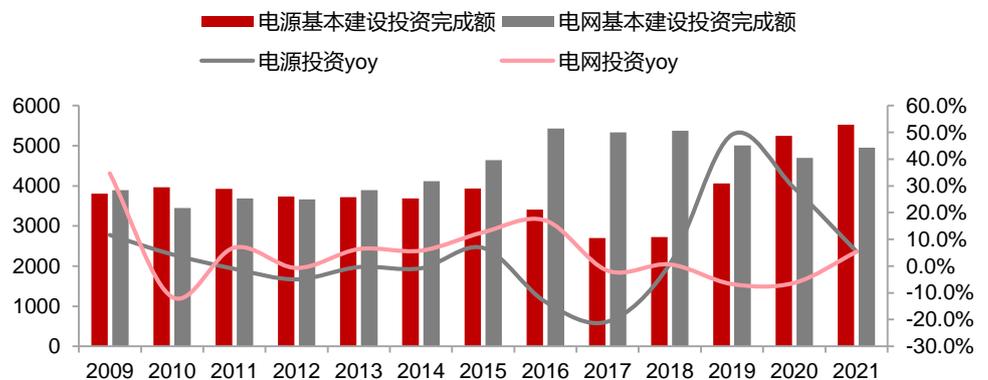
资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 配电：产品先行，公司积极拓展销售渠道

3.1. 政策加码，配电网建设是未来电网发展重点

近两年电网投资呈回暖迹象。我国电网投资在 2016 年达到顶峰，达 5431 亿元，随后四年呈逐渐下降趋势，2020 年为 4699 亿元，被电源投资所反超。电网投资回落主要原因一是因为自 2018 年我国一般工商业电价已连降三年，企业主动严控电网投资和成本，二是由于特高压等电网项目审批速度放缓。2021 年电网投资存在回暖迹象，全年完成投资额 4951 亿元，同比增长 5.4%。

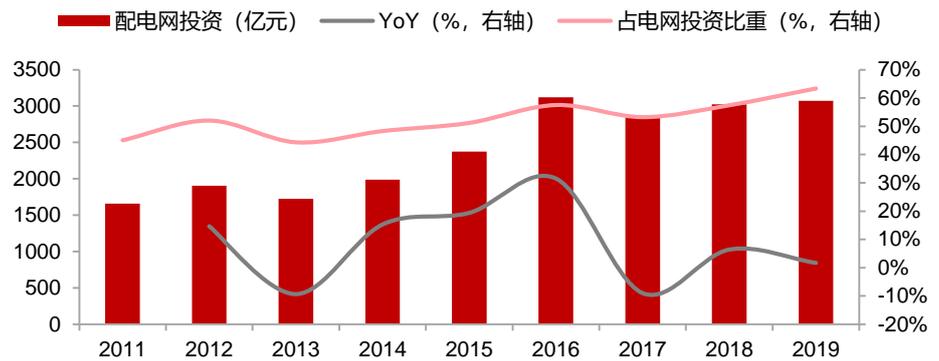
图 29：2009-2021 年我国电源及电网建设投资完成额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：wind，浙商证券研究所

配电网建设将是未来电网建设发展重点。长期以来，我国电力投资存在“重电源、轻电网，重输电、轻配网”的情况，导致配网的建设水平和自动化水平不足。面对新能源装机量的持续爆发，能够满足新能源、分布式电源及电动汽车等多元化负荷发展需求的智能电网成为未来电网发展的主要方向。因此，近年来虽然电网增速有所放缓，但是配电网投资依然呈现稳中有升的趋势。根据中电联统计，2019 年全国完成配电网投资 3073.85 亿元，同比增长 1.68%，全国配电网投资由 2011 年 1660.80 亿元提升至 2019 年 3073.85 亿元，8 年 CAGR 达 8.00%，占电网投资比重由 45.05% 提升至 63.30%，其中 2019 年同比提升 5.9 个百分点。2021 年国网提出，“十四五”期间国网和南网配电网建设投资额分别高达 1.2 万亿元、0.32 万亿元，约占其电网建设总投资的 60% 和 50%。

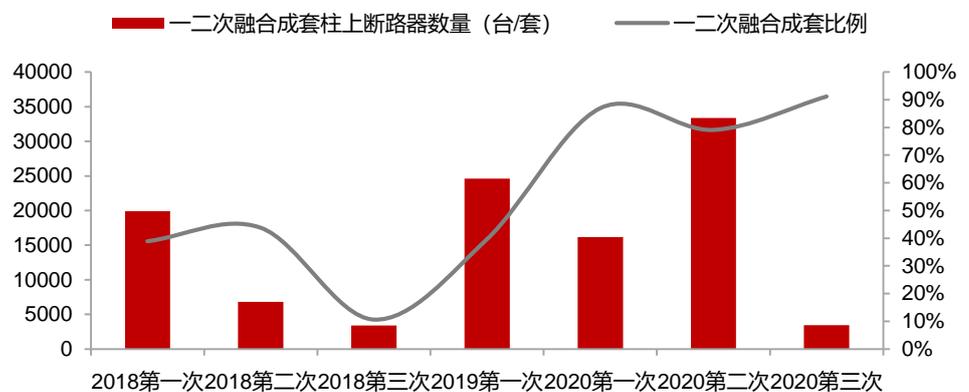
图 30：2009-2019 年我国配电网投资（单位：亿元，%）



资料来源：中电联，浙商证券研究所

配电智能设备发展催生一二次融合设备需求，电网采购设备中已占据主流市场。电力设备可分为一次设备和二次设备，一次设备主要用于发电、输电和配电等任务，二次设备主要用于对一次设备的故障保护、操作控制和运行检测等任务，保证电力系统的安全稳定运行。2016 年，为解决配电网规模化建设改造中增量设备配电自动化覆盖以及一二次设备不匹配等问题，国家电网提出《配电设备一二次融合技术方案》，方案分为两个阶段推进，第一阶段为配电设备的一二次成套阶段，主要工作为将常规电磁式互感器与一次本体设备组合第二阶段为配电设备一二次融合阶段，主要工作为将一次本体设备、高精度传感器与二次终端设备融合。根据中能电科院对历次国家电网配电网协议库存招标统计，近年来在柱上断路器中一二次融合/成套比例快速升高，2018 年第一次招标到 2020 年第三次招标，一二次融合/成套断路器的比例由 38.93% 提升至 91.22%。

图 31：国家电网招标断路器（单位：台/套，%）



资料来源：EPTC，浙商证券研究所

更换、新增双需求并进，拓宽配电网智能开关市场。配电网智能设备的市场空间主要来源于现有电网传统设备的更换需求与新增线路或现有线路新增设备的增量需求。更换需求方面，根据《高压开关行业年鉴 2018》，2018 年全国 6-20kV 配网线路中共有配电开关 447.6 万台；一般而言，设备使用年限越长，其性能衰减越多，更换需求越强烈，若根据不同投运年限假设 20 年以上、15-20 年、5-10 年、5 年以内的配电开关替换比例分别为 90%、50%、20% 及 1%，则更换需求共有 80.34 万台。新增需求方面，根据《国家电网社会责任报告 2020》，2020 年配电自动化覆盖率已提升至 90%，配电网设备可观测率提升至 70%，未来仍有一定提升空间。

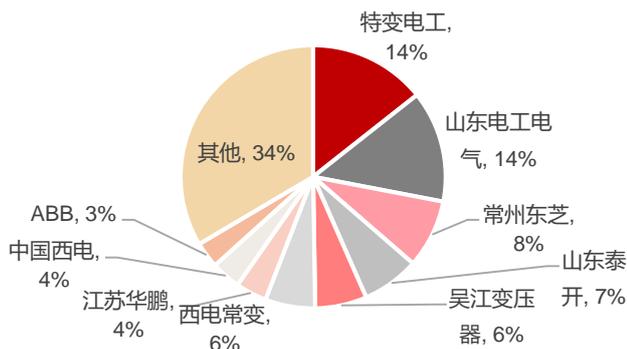
表 9：全国 6-20kV 配网线路配电开关替换需求测算（单位：万台，%）

投运年限	数量(万台)	替换比例(%)	替换数量(万台)
20 年以上	13.43	90%	12.09
15-20 年	81.49	50%	40.75
5-10 年	126.22	20%	25.24
5 年以内	226.49	1%	2.26
合计			80.34

资料来源：中国电器工业协会高压开关分会《高压开关行业年鉴 2018》，浙商研究所

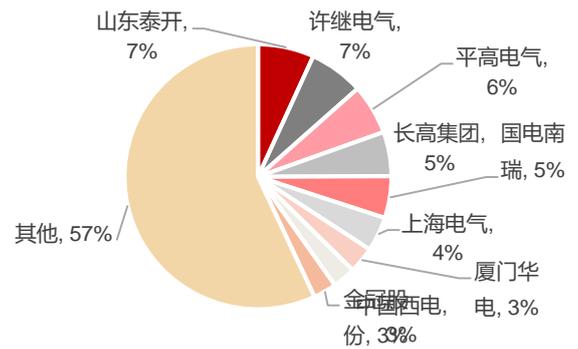
二次设备技术壁垒高，一二次融合趋势有助市场份额头部集中。变压器、开关柜等为配网侧核心一次设备，市场竞争较为分散，CR10 均不超 50%。二次设备由于技术壁垒较高，头部集中度较一次设备高。2021 年国网六批招标份额中，变电站二次设备中南瑞及其子公司继保合计份额占到保护、监控市场 40%的份额。一二次融合设备需求占据主流市场的趋势下，配网设备市场份额将向头部企业集中。

图 32：2021 年国家电网变压器设备招标份额市场竞争



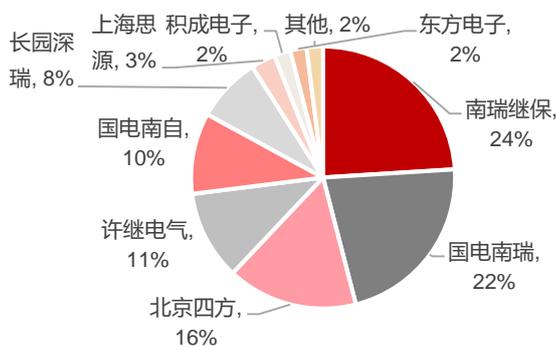
资料来源：国家电网电子商务平台，浙商证券研究所

图 33：2021 年国家电网开关柜设备招标份额市场竞争



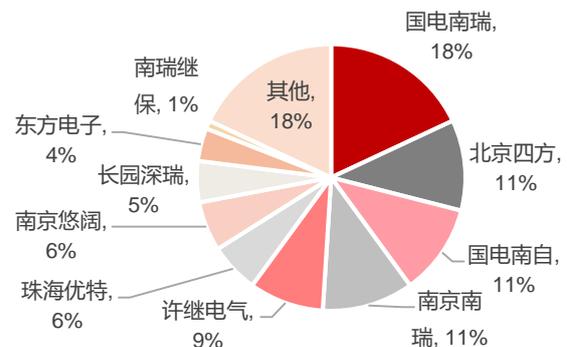
资料来源：国家电网电子商务平台，浙商证券研究所

图 34：2021 年国家电网保护类设备招标份额市场竞争



资料来源：国家电网，浙商证券研究所

图 35：2021 年国家电网监控类设备招标份额市场竞争



资料来源：国家电网，浙商证券研究所

3.2. 柱上开关和环网柜打开空间，持续深耕配网自动化设备

凭借柱上开关和环网柜的技术优势公司跻身为第一梯队厂家。公司 2015 年成立配网事业部，在配网自动化方面持续深耕，系列核心产品包括一二次融合柱上断路器/环网柜（箱）、配电终端 FTU/DTU/TTU 等产品。公司凭借具有核心技术优势的一二次融合柱上开关设备和环网供电单元及环网箱已成功跻身为获得专业检测报告的第一梯队厂家。为满足高可靠性配电网建设需求，实现极端气候环境下配电网可靠供电，公司自主研发的一二次全绝缘全密封环网柜为国内首创。针对国网、南网对环保型开关设备的差异化需求，公司分别开发了满足国网标准化要求的微正压环保气体绝缘环网柜和满足南网标准化要求的常压密封型空气绝缘环网柜，上述产品均已通过产品型式试验。

图 36：海兴电力配网自动化设备



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 37：海兴电力物联网产品



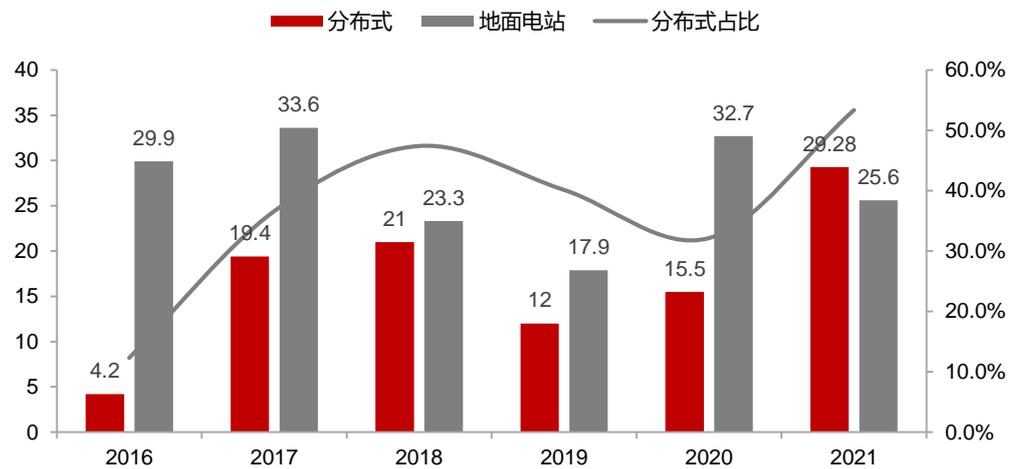
资料来源：公司官网，浙商证券研究所

4. 新能源业务：政策大力支持，行业增量可观

4.1. 双碳+整县推进，分布式光伏高速增长

双碳+整县推进的政策牵引下，我国分布式光伏增量可观。分布式光伏发电位置灵活分散，适应分散电力需求和资源分布，与大电网互为备份，改善供电可靠性。2021年我国光伏新增装机量54.88GW，其中分布式新增装机量为29.28GW，首次占比超50%。2022年5月国务院印发《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，明确提出要在有条件的地区推进屋顶分布式光伏发电。双碳目标和整县推进的政策引导下，我国分布式光伏前景可期。

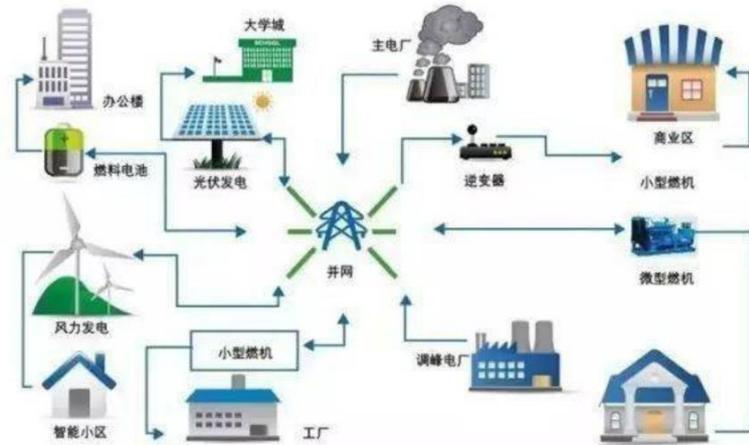
图 38：2016-2021 年中国光伏新增装机量（GW）



资料来源：中国光伏行业协会，浙商证券研究所

与分布式能源发展相配套的是微电网技术的成熟，能够充分发挥分布式能源发电的效能。微网是由分布式电源、储能和负荷构成的可控储能系统，可平滑接入大电网和独立自治运行，是发挥分布式电源效能的有效方式。随着分布式能源快速发展，与之相配套的微电网扮演越发重要的角色。

图 39：微电网运行模式



资料来源：电气圈，浙商证券研究所

短期虽仍以大电网为主，但政策推动下微电网发展迅猛，有望与大电网形成互补。2015年7月，国家能源局发布《关于推进新能源微电网示范项目建设的指导意见》，鼓励新能源微电网建设，推动形成分布式能源系统创新管理模式和先进技术体系。2017年5月，《关于新能源微电网示范项目名单的通知》发布，首批28个项目获批。政策大力支持下，我国已初步建立微电网关键技术研究体系及试点项目。2022年3月《“十四五”现代能源体系规划》提出要加快电力系统数字化升级和新型电力系统建设迭代发展，提升电网智能化水平，推动电网主动适应大规模集中式新能源和量大面广的分布式能源发展。微电网有望与大电网形成互补，促进分布式电源与可再生能源消纳。

表 10：我国代表性微电网试点项目

项目	电压等级	容量规模	储能
河南郑州财专分布式电源接入及微电网控制智能电网试点项目	380V	光伏 350KW	电池储能 200KW/200KWh
浙江分布式发电/储能及微电网接入控制试点项目	380V	光伏 60KW、风电 10kW、双馈模拟系统 30KW、柴油机 250KW	蓄电池储能 60KW/60KWH、飞轮储能 250KW
河北承德围场县御道口村庄微电网试点项目	380V	光伏 50KW、风电 60KW	锂电池储能 100KW/128KWH
中新天津生态城分布式电源接入及微电网建设项目	380V	光伏 50KW、风电 12KW	锂电池储能 25KW/50KWH

资料来源：全国能源信息平台，浙商证券研究所

4.2. 公司新开拓新能源业务，未来增长潜力大

近几年公司通过资源整合、自主开发等手段布局分布式能源业务，具备了逆变器、储能电池、微网控制系统等分布式能源核心设备的自主可控能力。公司的新能源产品主

要由联营企业杭州利沃得电源公司自主研发，代表产品包括 GT1 系列单相组串型光伏并网逆变器，主要适用于户用家庭屋顶并网系统；GT3 系列三相组串型光伏并网逆变器，其中 17-30 千瓦功率段逆变器适用于小型工商业，50/60 千瓦功率段逆变器适用于大型工商业；混逆、AC 电池和高效长寿命的磷酸铁锂蓄电池，可以有效地将太阳能板产生的电力储存起来，应对峰价电力以及停电的情况。

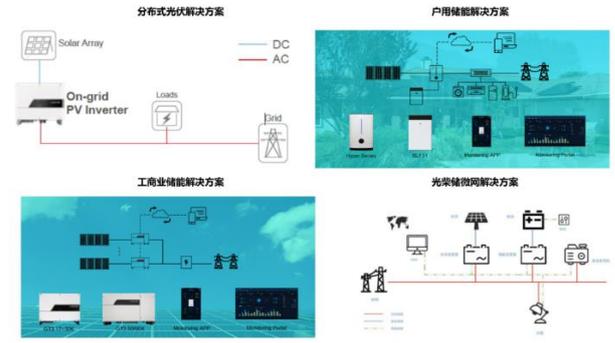
此外，针对不同用户需求，海兴提供分布式光伏解决方案、户用储能解决方案、工商业储能解决方案及光柴储微网解决方案。

图 40：海兴电力的逆变器和储能产品



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

图 41：海兴电力分布式新能源解决方案



资料来源：公司官网，浙商证券研究所

5. 盈利预测与估值

5.1. 盈利预测

公司主营业务为智能用电、智能配电及新能源业务，可拆分为国内智能电表业务、海外电表及系统解决方案、配电业务及新能源业务，2022-2024 年关键假设如下：

1) 国内智能电表业务

产品销量：

国内智能电表产品主要参与国南网统一招标，由于智能电表交付周期在 1 年左右，公司当年智能电表的产品销量取决于国网和南网公司前一年智能电表的招标数量以及公司中标情况。根据电表更换周期测算，我们预计在 2024 年前后国内智能电表招标数量达到峰值。公司 IR46 新表中的管理芯技术处于行业领先，随着对国内业务的重新重视，预计未来 3 年中标率还有 1 个点的提升空间。

我们假设 2022-2024 年，公司智能电表销量分别为 269、358、441 万只，同比增长 21%、33%、23%。

2) 产品售价

IR46 标准下的新表相较以往 IEC 标准下的老表多了管理芯和可插拔模块，更符合泛在电力物联网下人际互动的需求，单表价值量平均提升 30%左右。未来新表价格将保持相对稳定，随着原材料成本和物流成本稳中有升。假设 2022-2024 年智能电表单价为 305 元/只、314 元/只、324 元/只。

3) 盈利水平

影响公司毛利率的主要因素包括：电表售价、大宗商品原材料成本、汇率以及物流成本等，我们认为新表交付单表售价提升以及汇率短期受益外币升值起主要作用，我们判断未来几年毛利率整体上行，假设 2022-2024 年国内智能电表毛利率为 35%、36%、38%，海外解决方案占比将提升，保守假设 2022-2024 年毛利率保持 40% 的较高水平。

表 11：公司主营业务关键假设表（单位：百万元，%，万只，元/只）

	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
国内智能电表						
营业收入（百万元）	583	528	644	820	1127	1430
营业成本（百万元）	390	354	432	533	721	886
毛利率（%）	33%	33%	33%	35%	36%	38%
销量（万只）	281	236	222	269	358	441
单价（元/只）	207	224	291	305	314	324
单只成本（元/只）	139	150	195	198	201	201
单只毛利（元/只）	68	74	96	107	113	123
海外电表+解决方案						
营业收入（百万元）	2006	1791	1627	1740	1848	1978
营业成本（百万元）	1204	985	1090	1044	1109	1187
毛利率（%）	40%	45%	33%	40%	40%	40%
配电业务						
营业收入（百万元）	181	235	315	410	532	692
营业成本（百万元）	108	141	221	287	373	484
毛利率（%）	40%	40%	30%	30%	30%	30%
新能源业务						
营业收入（百万元）			31	78	140	209
营业成本（百万元）			26	65	117	176
毛利率（%）			16%	16%	16%	16%

资料来源：Wind，浙商证券研究所

5.2. 估值与投资建议

公司是全球新型电力系统系统服务商领先企业，受益国内新一轮电表更换周期和配电网建设加速。我们预计 2022-2024 年公司实现营业收入 30.87、36.95、43.67 亿元，同比增长 14.7%、19.7%、18.2%，实现归母净利润 5.21、6.40、7.79 亿元，同比增长 66.18%、22.80%、21.65%；对应 EPS 为 1.07、1.31、1.59 元/股，当前股价对应 PE 为 14、11、9 倍。

国内电表行业将迎来新一轮替换周期，出口业务受益外币升值。按照 2022 年 5 月 20 日收盘价计算，2022 年可比公司的平均估值为 19.52X。保守给予公司 2022 年 18X 估值，目标市值 94 亿元，对应当前市值有 29% 涨幅，维持“买入”评级。

表 12：可比公司估值表（截至 2022.5.20）

证券代码	证券简称	最新收盘价（元）	EPS（元/股）				PE（倍）			
			2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
300360.SZ	炬华科技	9.87	0.63	0.81	1.03	1.28	19.6	12.2	9.6	7.7
601222.SH	林洋能源	8.02	0.45	0.66	0.85	0.99	26.9	12.7	9.9	8.5
688100.SH	威胜信息	20.99	0.68	0.92	1.22	1.63	50.4	22.9	17.1	12.9
000400.SZ	许继电气	18.83	0.72	0.90	1.07	1.27	36.3	21.3	17.9	15.0
600406.SH	国电南瑞	34.70	1.02	1.23	1.43	1.60	39.3	28.6	24.4	21.0
	平均						34.5	19.5	15.8	13.0
603556.SH	海兴电力	14.97	0.64	1.07	1.31	1.59	23.3	14.0	11.4	9.4

资料来源：Wind，浙商证券研究所

6. 风险提示

1. 智能电表需求不及预期的风险；

国内国网是公司智能电表第一大客户，其招标体量会影响公司业绩；国外欧美等发达国家电表需求放缓以及巴西、非洲等新兴市场增量需求不达预期也会影响公司业绩。

2. 原材料价格波动影响；

公司的智能电表产品以及配电自动化设备等产品所需的零部件价格波动会对公司成本产生影响，进而侵蚀利润。

3. 汇率波动风险。

公司海外营收占比较高，汇率波动可能会带来汇兑损失。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E	单位: 百万元	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	5,899	6,637	7,659	8,573	营业收入	2,691	3,087	3,695	4,367
现金	2,998	3,603	4,205	4,612	营业成本	1,809	1,941	2,334	2,752
交易性金融资产	966	1,017	989	991	营业税金及附加	18	20	24	29
应收账款	980	1,211	1,453	1,769	营业费用	249	247	240	262
其它应收款	34	60	65	72	管理费用	183	185	222	262
预付账款	60	60	76	88	研发费用	226	247	296	349
存货	684	537	697	874	财务费用	16	32	46	31
其他	178	149	174	167	资产减值损失	64	0	0	0
非流动资产	1,310	1,212	1,104	1,120	公允价值变动损益	90	39	50	60
金额资产类	0	0	0	0	投资净收益	136	136	136	136
长期投资	18	21	18	19	其他经营收益	43	40	41	42
固定资产	437	422	387	348	营业利润	395	630	759	919
无形资产	173	167	160	152	营业外收支	(39)	(39)	(39)	(39)
在建工程	23	26	29	31	利润总额	356	590	719	880
其他	659	576	510	569	所得税	42	69	79	101
资产总计	7,208	7,849	8,763	9,693	净利润	314	521	640	779
流动负债	1,314	1,436	1,715	1,863	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
短期借款	12	51	68	43	归属母公司净利润	314	521	640	779
应付款项	727	694	875	1,040	EBITDA	399	612	734	887
预收账款	0	29	11	18	EPS (最新摊薄)	0.64	1.07	1.31	1.59
其他	575	663	761	761					
非流动负债	438	436	432	435	主要财务比率				
长期借款	393	393	393	393		2021	2022E	2023E	2024E
其他	45	43	39	42	成长能力				
负债合计	1,752	1,872	2,146	2,298	营业收入	-4.1%	14.7%	19.7%	18.2%
少数股东权益	4	4	4	3	营业利润	-22.4%	59.3%	20.5%	21.1%
归属母公司股东权益	5,452	5,973	6,613	7,391	归属母公司净利润	-38.2%	66.2%	22.8%	21.7%
负债和股东权益	7,208	7,849	8,763	9,693	获利能力				
					毛利率	32.8%	37.1%	36.8%	37.0%
					净利率	11.7%	16.9%	17.3%	17.8%
					ROE	5.8%	9.1%	10.2%	11.1%
					ROIC	5.0%	7.6%	8.4%	9.3%
					偿债能力				
					资产负债率	24.3%	23.8%	24.5%	23.7%
					净负债比率	25.7%	32.0%	30.1%	24.6%
					流动比率	4.5	4.6	4.5	4.6
					速动比率	4.0	4.3	4.1	4.2
					营运能力				
					总资产周转率	0.4	0.4	0.4	0.5
					应收帐款周转率	2.8	3.0	3.0	3.0
					应付帐款周转率	2.8	2.8	3.1	3.0
					每股指标(元)				
					每股收益	0.64	1.07	1.31	1.59
					每股经营现金	0.30	0.93	0.89	0.78
					每股净资产	11.16	12.22	13.53	15.13
					估值比率				
					P/E	23.3	14.0	11.4	9.4
					P/B	1.3	1.2	1.1	1.0
					EV/EBITDA	8.2	5.4	3.7	2.5

资料来源：浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：深圳市福田区广电金融中心 33 层

邮政编码：200127

电话：(8621) 80108518

传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>