

海兴电力 (603556.SH)

国内电表及用电解决方案出口龙头，新能源业务构筑第二曲线

投资逻辑：公司为电表及用电解决方案出口龙头，发力海外新能源赛道。短中期维度，公司成长来自于海外优势市场疫后复苏及新能源业务快速起量。长期维度，可期待公司配用电业务商业模式优化与新能源业务持续拓展。

过往业绩来看，公司具备哪些禀赋？

1) 海外渠道优势：海外电表规模最大，盈利能力最高的中国公司。公司拓展海外市场超 30 年，早期通过收购当地工厂股权等形式快速切入海外市场，客户多为当地电表公司 (To G)。2022 年，公司智能用电产品在巴西、印尼市占率第一，海外收入 18.45 亿元，同增 13.4%，毛利率 35.47%。**2) 技术研发优势：**公司研发费率超 7%，为全球 Wi-Sun 技术联盟唯一进入董事会的中国企业。2022 年公司研发费率达 7.21%，研发人员数量 745 名。

短中期维度，如何看待公司成长逻辑？

1) 海外：M2C 及 AMI 项目增多，公司在海外用电解决方案领域的技术、产品和项目经验等方面已具备先发优势。海外电表：收入角度，非洲、亚洲、欧洲收入仍有修复空间。业绩角度，随着供应链情况企稳，叠加海外 AMI 项目持续交付，2023 年公司海外毛利率有望修复至 40% 以上（2022 年为 35% 以上）。**新能源：**渠道业务和新能源 EPC 项目开始贡献收入、利润。燃煤电厂关停叠加限电频发，非洲储能需求具备高弹性。据世界银行，2020 年南非储能市场约 270MWh，2030 年有望增长至 9.7GWh，CAGR 达 43%。公司在南非已组建本地化销售团队，有望凭借海外渠道优势快速打开市场。**2) 国内：智能电表需求主要来自于存量更新，收入稳健。**我们测算 2030 年国内智能电表市场空间超 600 亿元。若公司市占率保持每年 0.05pct 提升，则海兴电力国内用电产品收入有望保持 10%-15% 收入增速。

长期维度，公司成长曲线如何演变？

配用电：配网产品出海以及打造海外配用电整体解决方案，进一步优化商业模式。系统解决方案在销售给客户后仍能产生定期运维服务收入，盈利模式较销售电表产品的一次性收入模式更优。配网产品价值量较高，后续公司有望凭借性价比优势打开海外市场。**新能源：**目前公司产品主要为逆变器、充电桩等产品，期待后续公司渠道业务全球扩张、产品品类增加以及微电网、分布式能源、光储充、综合能源管理等新能源项目 EPC 承接规模增长。

盈利预测及投资建议：预计公司 2023-2025 年归母净利润 8.34/10.44/13.07 亿元，同增 25.5%/25.3%/25.2%。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：国内外电表招标不及预期、新能源产品需求疲软、预测偏差和估值风险。

财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,691	3,310	4,173	5,246	6,567
增长率 yoy (%)	-4.1	23.0	26.1	25.7	25.2
归母净利润 (百万元)	314	664	834	1,044	1,307
增长率 yoy (%)	-34.8	111.7	25.5	25.3	25.2
EPS 最新摊薄 (元/股)	0.64	1.36	1.71	2.14	2.68
净资产收益率 (%)	5.7	11.1	12.9	14.4	15.7
P/E (倍)	37.3	17.6	14.0	11.2	8.9
P/B (倍)	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4

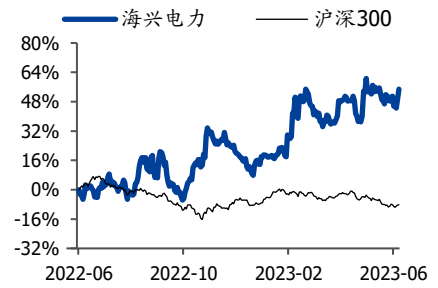
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2023 年 6 月 12 日收盘价

买入 (首次)

股票信息

行业	电网设备
6月12日收盘价(元)	23.93
总市值(百万元)	11,694.21
总股本(百万股)	488.68
其中自由流通股(%)	100.00
30日日均成交量(百万股)	3.90

股价走势



作者

分析师 杨润思

执业证书编号：S0680520030005

邮箱：yangrunsi@gszq.com

分析师 杨凡仪

执业证书编号：S0680522070008

邮箱：yangfanyi@gszq.com

相关研究



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	5899	6834	7621	8468	9873
现金	2998	3569	3609	3968	4334
应收票据及应收账款	980	1021	1502	1670	2301
其他应收款	34	53	56	81	91
预付账款	60	29	83	58	118
存货	684	891	1099	1420	1758
其他流动资产	1144	1271	1271	1271	1271
非流动资产	1310	1212	1323	1446	1597
长期投资	18	18	22	22	23
固定资产	437	452	568	701	853
无形资产	173	191	187	183	180
其他非流动资产	681	551	547	540	541
资产总计	7208	8046	8944	9915	11470
流动负债	1314	1589	2057	2303	2867
短期借款	12	53	53	53	53
应付票据及应付账款	727	805	1132	1320	1773
其他流动负债	575	731	873	931	1041
非流动负债	438	481	421	359	292
长期借款	393	435	375	313	246
其他非流动负债	45	46	46	46	46
负债合计	1752	2071	2478	2663	3159
少数股东权益	4	4	3	1	0
股本	489	489	489	489	489
资本公积	2378	2378	2378	2378	2378
留存收益	2686	3217	3617	4136	4788
归属母公司股东权益	5452	5971	6463	7251	8311
负债和股东权益	7208	8046	8944	9915	11470

现金流量表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	145	675	347	648	682
净利润	314	664	833	1043	1306
折旧摊销	64	63	64	81	96
财务费用	16	-121	-75	-89	-99
投资损失	-136	-42	-94	-97	-92
营运资金变动	-145	-20	-347	-251	-484
其他经营现金流	33	131	-34	-40	-45
投资活动现金流	-529	-246	-48	-67	-109
资本支出	92	153	108	122	150
长期投资	-644	-250	-4	-1	-1
其他投资现金流	-1081	-343	56	54	40
筹资活动现金流	-271	-186	-258	-221	-207
短期借款	-129	41	0	0	0
长期借款	338	42	-60	-62	-67
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-481	-270	-198	-160	-140
现金净增加额	-666	253	41	359	366

利润表 (百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	2691	3310	4173	5246	6567
营业成本	1809	2044	2584	3271	4126
营业税金及附加	18	28	34	43	52
营业费用	249	290	376	451	539
管理费用	183	142	171	210	256
研发费用	226	239	292	362	440
财务费用	16	-121	-75	-89	-99
资产减值损失	-41	-50	-21	-38	-74
其他收益	43	79	0	0	0
公允价值变动收益	90	17	34	40	45
投资净收益	136	42	94	97	92
资产处置收益	1	0	0	0	0
营业利润	395	750	941	1173	1466
营业外收入	10	9	23	25	26
营业外支出	49	5	17	21	10
利润总额	356	754	947	1178	1482
所得税	42	90	115	136	176
净利润	314	664	833	1043	1306
少数股东损益	0	0	-1	-2	-1
归属母公司净利润	314	664	834	1044	1307
EBITDA	356	742	921	1161	1466
EPS (元/股)	0.64	1.36	1.71	2.14	2.68

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	-4.1	23.0	26.1	25.7	25.2
营业利润 (%)	-18.2	89.8	25.5	24.7	24.9
归属母公司净利润 (%)	-34.8	111.7	25.5	25.3	25.2
获利能力					
毛利率 (%)	32.8	38.2	38.1	37.7	37.2
净利率 (%)	11.7	20.1	20.0	19.9	19.9
ROE (%)	5.7	11.1	12.9	14.4	15.7
ROIC (%)	4.4	9.2	10.8	12.3	13.8
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.3	25.7	27.7	26.9	27.5
净负债比率 (%)	-46.3	-50.9	-47.5	-48.0	-47.0
流动比率	4.5	4.3	3.7	3.7	3.4
速动比率	3.8	3.6	3.0	3.0	2.7
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
应收账款周转率	2.7	3.3	3.3	3.3	3.3
应付账款周转率	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	0.64	1.36	1.71	2.14	2.68
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.30	1.38	0.71	1.33	1.40
每股净资产 (最新摊薄)	11.16	12.22	13.23	14.84	17.01
估值比率					
P/E	37.3	17.6	14.0	11.2	8.9
P/B	2.1	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	23.0	10.2	8.2	6.1	4.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2023 年 6 月 12 日收盘价

内容目录

1.公司概况：智能电表出口龙头，发力海外新能源赛道	5
1.1 发展历程：智能电表出口龙头，业务持续拓展	5
1.2 主营业务：聚焦智能配、用电和新能源三大业务板块	6
1.3 股权结构：实控人持股比例约 22%	6
1.4 财务情况：海外收入占比过半，期间费率持续优化	7
2.过往禀赋：海外渠道优势明显，研发实力领先行业	10
2.1 海外渠道优势：海兴电力为海外电表规模最大，盈利能力最高的中国公司	10
2.2 技术研发优势：公司研发费率超 7%，为全球 Wi-Sun 技术联盟唯一进入董事会的中国企业	11
3.短中期逻辑：海外受益于疫后复苏叠加新能源业务放量，国内配用电稳健增长	13
3.1 海外：有望受益于疫后复苏+新能源业务放量	13
3.1.1 海外电表业务：收入及盈利能力均有望受益于疫后复苏	13
3.1.2 新能源业务：基于公司优势海外渠道，南非新能源业务有望快速起量	15
3.2 国内：迎来新一轮电表轮换周期，国内电表业务预计稳健增长	17
4.长期逻辑：用电系统方案&配网业务放量，结构性优化整体盈利能力及商业模式	20
5.盈利预测及投资建议	22
5.1 盈利预测	22
5.2 投资建议	23
风险提示	24

图表目录

图表 1: 海兴电力发展历程	5
图表 2: 公司产品情况一览	6
图表 3: 公司股权结构一览，实控人持股 22.02%	7
图表 4: 2017年-23Q1 公司营收（百万元）	7
图表 5: 2017年-23Q1 公司归母净利润（百万元）	7
图表 6: 公司分产品营业收入（百万元）	8
图表 7: 公司分产品毛利率（%）	8
图表 8: 公司分地区营业收入（百万元）	8
图表 9: 公司分地区毛利率（%）	8
图表 10: 海外分地区营业收入（百万元）	9
图表 11: 公司毛利率、净利率水平（%）	9
图表 12: 公司期间费率（%）	9
图表 13: 相较于同行公司，海兴电力海外收入规模最大（百万元）	10
图表 14: 相较于同行公司，海兴电力海外毛利率水平最高（%）	10
图表 15: 海兴电力全球化布局一览	11
图表 16: 公司研发费率大多保持在 7%以上，为行业较高水平（%）	11
图表 17: 公司 2022 年研发人员 745 名，占比总员工 32%（名；%）	11
图表 18: 公司经营质量较优，净利润大多高于经营性现金流（百万元）	12
图表 19: 公司资产负债率保持在 30%以下的较低水平（%）	12
图表 20: 智能电表与普通电表对比	13
图表 21: 公司具备全套用电解决方案提供能力	14
图表 22: 公司分地区收入一览（百万元）	14
图表 23: 公司 2022 年海外收入及毛利率均未恢复至疫情前（百万元；%）	14
图表 24: 利沃得产品矩阵一览	15
图表 25: 公司新能源业务分为渠道业务和项目业务两种模式	15
图表 26: 南非光照资源充足，光伏装机量不断增长（GW）	16

图表 27: 据世界银行, 2030 年南非储能市场有望增长至 9.7GWh	16
图表 28: 公司新能源产品收入有望步入快速增长期 (百万元)	16
图表 29: 公司预计 2023 年利沃得关联交易金额达 1.01 亿元	16
图表 30: 国网智能电表招标数量及增长率 (万只; %)	17
图表 31: 南网智能电表招标额及增长率 (亿元; %)	17
图表 32: 2021 年国网、南网招标总金额及占比 (亿元; %)	17
图表 33: 2022 年海兴电力国网电表中标结构 (万只; %)	17
图表 34: 2019 年第一批次网智能电表招标公司中标金额占比 (%)	18
图表 35: 2022 年第一批次国网智能电表招标公司中标金额占比 (%)	18
图表 36: 国内智能电表规模及海兴国内电表收入测算	19
图表 37: 智能用电产品及解决方案业务收入拆分 (百万元; %)	20
图表 38: 公司配电产品解决方案一览	21
图表 39: 海兴电力盈利预测一览 (单位: 百万元; %)	22
图表 40: 海兴电力期间费率预测一览 (%)	23
图表 41: 电表业务板块同比公司 PE 估值情况 (截至 2023 年 6 月 12 日)	23

1.公司概况：智能电表出口龙头，发力海外新能源赛道

1.1 发展历程：智能电表出口龙头，业务持续拓展

公司发展可根据业务拓展情况分为三个阶段：用电产品（电表）->配电、用电产品及解决方案->智能配电、用电解决方案+新能源产品及解决方案。

（1）智能用电业务不断完善，蓬勃发展

1992 年公司成立，主要从事机械表生产，产品先后进入美洲、南亚、欧洲和非洲等地区。此阶段，和兴电器、通达厂和 CMCC 共同出资成立了海兴电器，并于 2001 年开始进军国际市场，是中国规模最大的电表出口企业。随着 2009 年起国网正式启动统一招投标业务，公司开始发力国内市场。

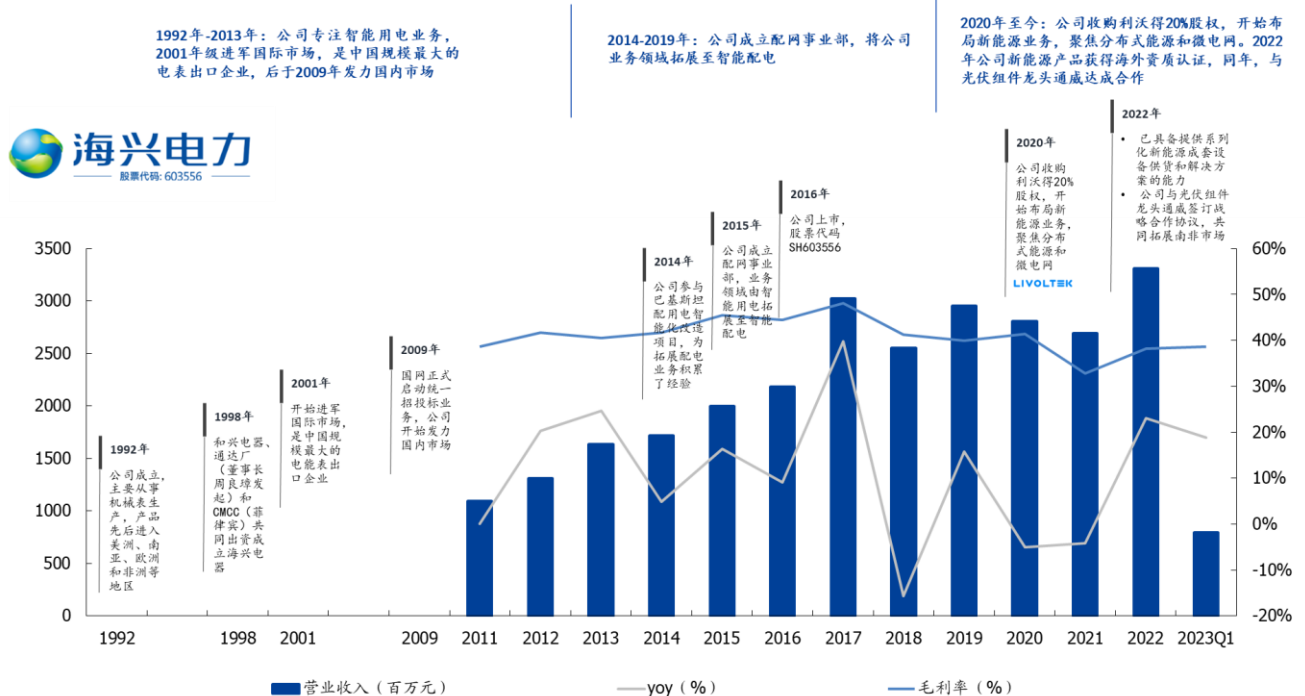
（2）进军智能配电业务

公司在 2014 年参与的巴基斯坦配用电智能化改造项目中积累了配电业务的经验，并于次年公司成立配网事业部，将公司业务领域由智能用电拓展至智能配电。

（3）开拓新能源业务

2020 年初公司投资利沃得，目前持有利沃得 20% 股权，布局新能源业务。目前公司新能源产品包括充电桩、逆变器、工商业储能、Solar kits 等系列产品以及分布式微电网、光储充、综合能源管理等系统集成解决方案。2023 年 5 月，公司与通威股份在 SNEC 展会上签订 500MW 框架协议，共同拓展南非市场，预计 2023 年有望形成规模化收入。

图表 1：海兴电力发展历程



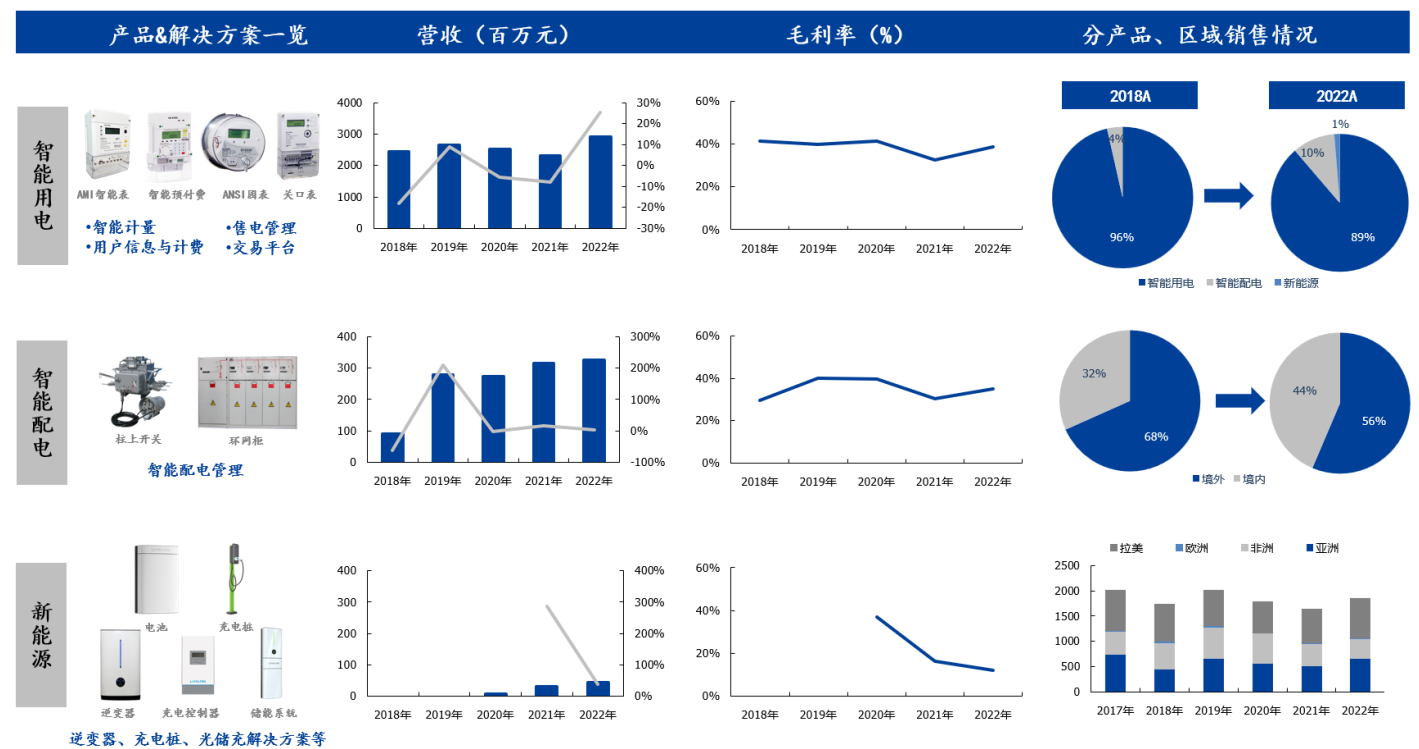
资料来源：公司招股书，公司公告，公司官网，国盛证券研究所

1.2 主营业务：聚焦智能配、用电和新能源三大业务板块

公司聚焦智能配用电和新能源等业务，产品主要分为三大类：智能用电产品及系统、智能配电产品及系统、新能源产品及解决方案。

- 公司智能用电产品及系统包括智能电能表、智能用电终端、智能网关、智能集中计量表箱、通信产品、系统软件及服务。2022年智能用电产品及系统实现营业收入29.01亿元，同增25.46%，占公司总营收88.71%。
- 公司智能配电产品及系统包括二次融合成套设备、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。2022年智能配电产品及系统收入3.27亿元，同增3.70%，占公司总营收9.99%。目前公司智能配电业务市场以国内为主。
- 公司新能源产品及解决方案包括充电桩、逆变器、工商业储能、Solar kits等系列产品（通过渠道业务销售）以及分布式微电网、光储充、综合能源管理等系统集成解决方案。2022年新能源产品及解决方案实现营业收入0.42亿元，同增37.13%。2022年底公司与通威集团签署南非市场战略合作协议，于2023年共同拓展南非新能源市场。

图表2：公司产品情况一览

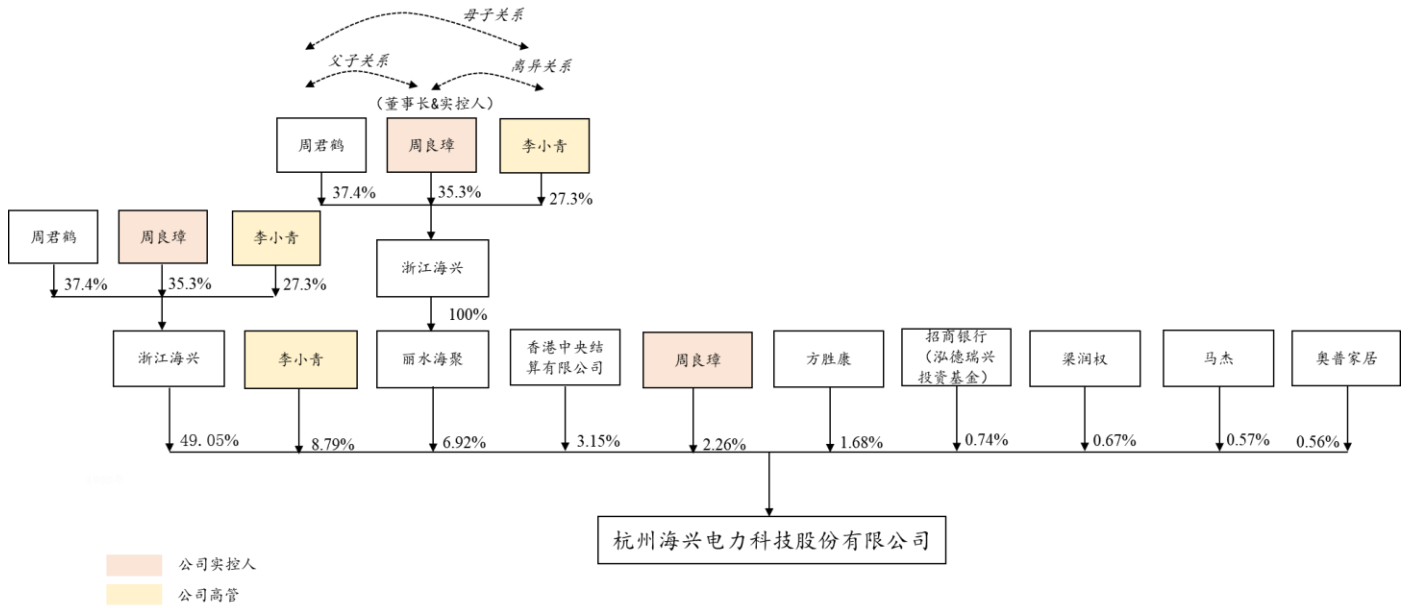


资料来源：公司公告，公司官网，国盛证券研究所

1.3 股权结构：实控人持股比例约 22%

实控人持股比例约 22%。公司实际控制人为周良璋先生，直接持股比例为 2.26%，通过浙江海兴和丽水海聚间接持股比例为 19.76%，合计持股比例为 22.02%。公司副董事长、财务负责人李小青直接和间接方式合计持股 24.07%，公司董事周军鹤（实控人之子）直接和间接方式合计持股 20.93%。

图表 3: 公司股权结构一览, 实控人持股 22.02%

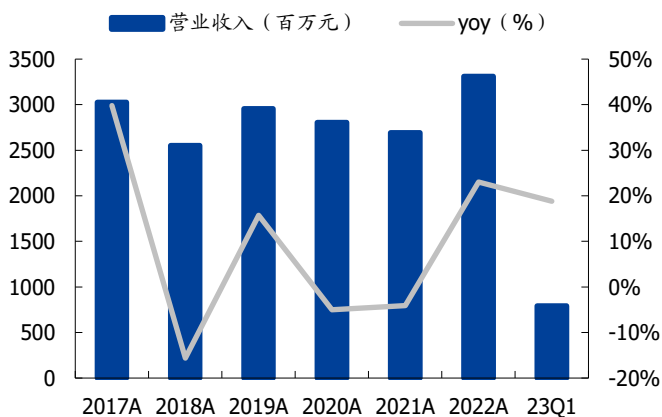


资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

1.4 财务情况: 海外收入占比过半, 期间费率持续优化

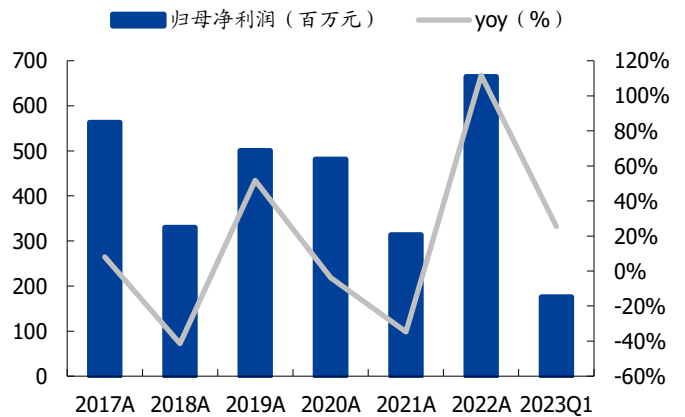
公司增长稳健, 2017-2022 营收、业绩 CAGR 分别为 1.81%/3.37%。其中 2018 年公司增速下滑 (营收、业绩同比-15.62%/-41.38%), 主要系国网招标金额下滑; 2020-2021 年, 全球疫情扰动公司经营表现, 但 21Q4 起随着海外疫情形势缓和, 公司业绩逐季回暖。2022 年, 公司收入端和业绩端均恢复并超过疫情前水平, 营收、业绩 33.10/6.64 亿元, 同增 22.99%/111.71%。2023Q1 延续业绩增长势头, 实现营收 7.93 亿元, 同增 18.84%; 实现归母净利润 1.76 亿元, 同增 25.38%。

图表 4: 2017 年-23Q1 公司营收 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 2017 年-23Q1 公司归母净利润 (百万元)

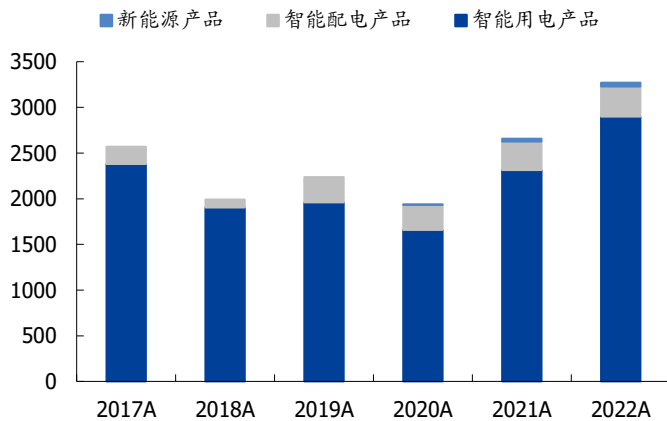


资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

智能用电业务独占鳌头, 新能源业务稳步提升。智能用电业务是公司主要收入来源, 2022 年营业收入 29.01 亿元, 占总营收比例达 87.61%, 盈利能力亦最为领先, 2022 年毛利率 38.70%。随着国网、南网智能电表招标持续推进, 以及亚非拉及东电网智能化升级, 公司智能用电业务有望稳步增长。智能配电业务为公司第二大业务, 2022 年营业收入 3.27 亿元, 占总营收比例为 9.99%, 毛利率达 34.89%。新能源业务为公司增长最快的业务, 营收由 2020 年的 634.47 万元增长至 2022 年 4244.73 万元。依托海外

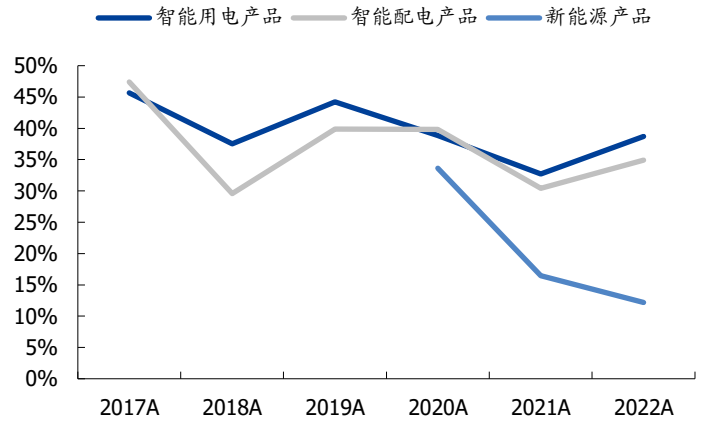
渠道优势，2023年5月公司与通威签署500MW组件供应框架协议，将在2023年携手拓展南非新能源市场，有望实现新能源业务放量。

图表6: 公司分产品营业收入(百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

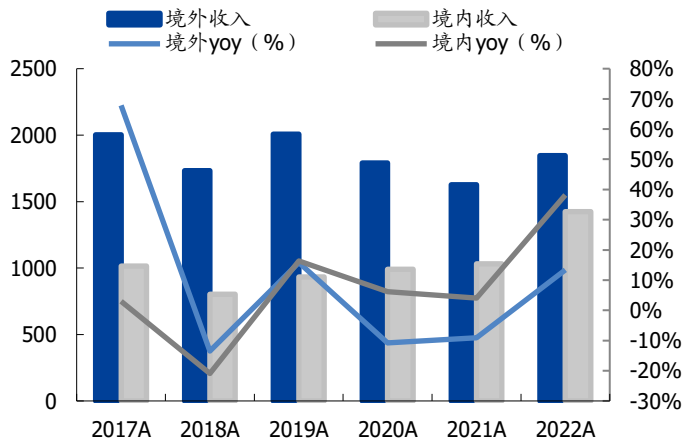
图表7: 公司分产品毛利率(%)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

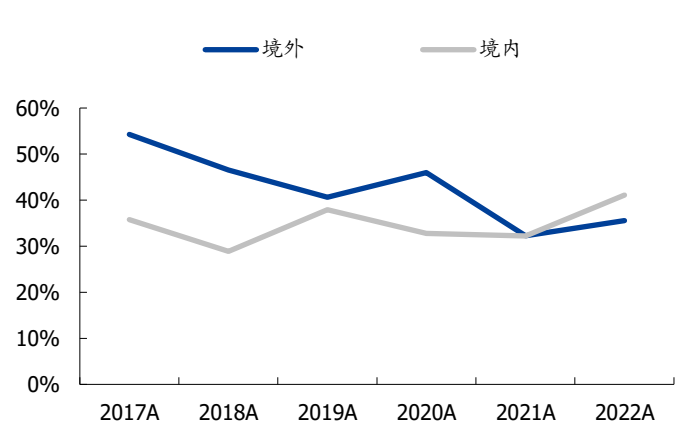
公司境外收入高于境内，2022年实现收入18.45亿元，同比13.40%，占比公司总营收56.43%。拆分来看，公司拉美、非洲、亚洲区域收入占比海外超98%，2022年拉美、欧洲、非洲和亚洲营业收入达7.72/0.22/3.91/6.59亿元，同比增长16.96%/174.48%/-12.87%/28.52%，其中拉美地区疫后修复较快，非洲规模有望在今年实现较大回升。国内市场方面，公司业务主要为国、南网配用电业务，2022年公司南网中标1.39亿元，同期公司国网中标7.65亿元，国、南网合计实现收入9.04亿元。

图表8: 公司分地区营业收入(百万元)



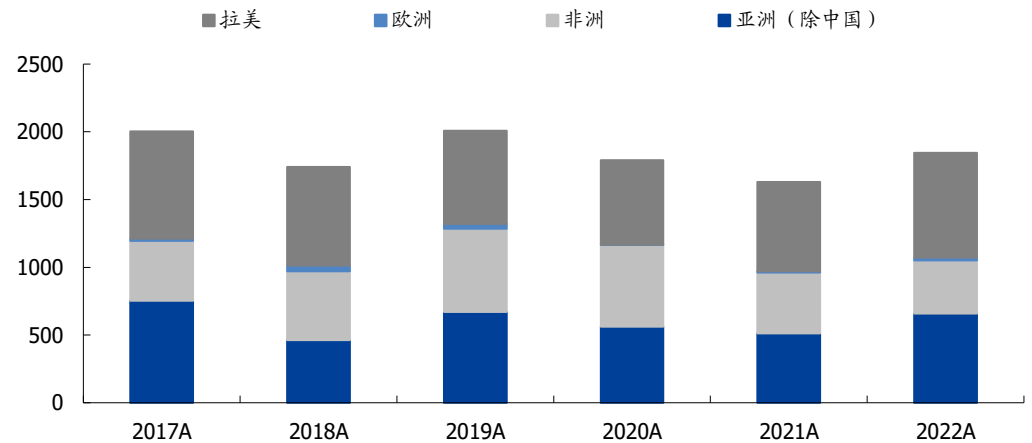
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表9: 公司分地区毛利率(%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

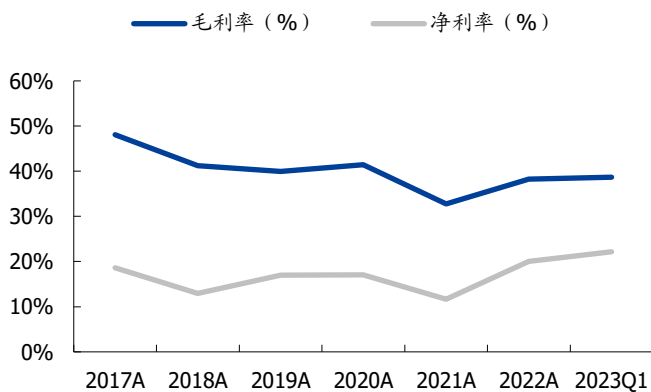
图表 10: 海外分地区营业收入 (百万元)



资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

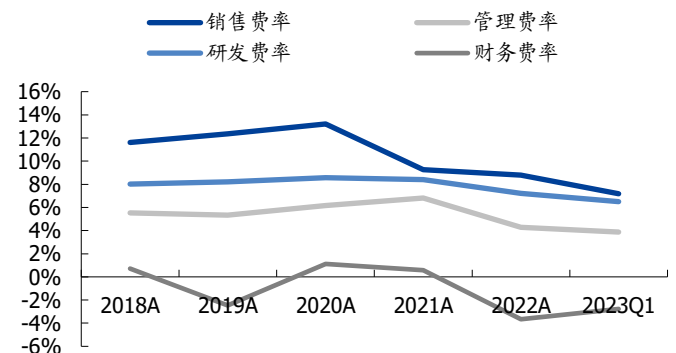
公司毛利率水平大多稳定在 38% 以上, 净利率变动趋势与毛利率趋同, 大多稳定在 15% 以上水平。2021 年公司毛利率同比下滑至 32.76% (-8.7pct) 主要系原材料成本、海运成本上升及汇兑损失较大。疫情期间, 公司持续优化内部管理运营实现提效控费, 销售、管理费率均实现明显下降。一方面公司及时调整海外布局, 推进数字化营销工具, 另一方面公司通过产品平台化、物料通用化等手段, 优化产品结构, 提升公司整体运营效率。2021 年公司净利率 11.65% (-5.4pct), 小于毛利率降幅。目前, 公司受益于内部管理运营的优化, 期间费率整体较以往保持在较低水平, 2021-23Q1 期间费率从 25.05% 降至 14.78%。2022 年人民币大幅贬值叠加产品销售结构优化, 公司实现毛利率 38.23%, 同比提升 5.47pct, 净利率 20.06%, 同比提升 8.4pct, 23Q1 两项盈利能力指标进一步提升至 38.64%/22.17%。

图表 11: 公司毛利率、净利率水平 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 12: 公司期间费率 (%)



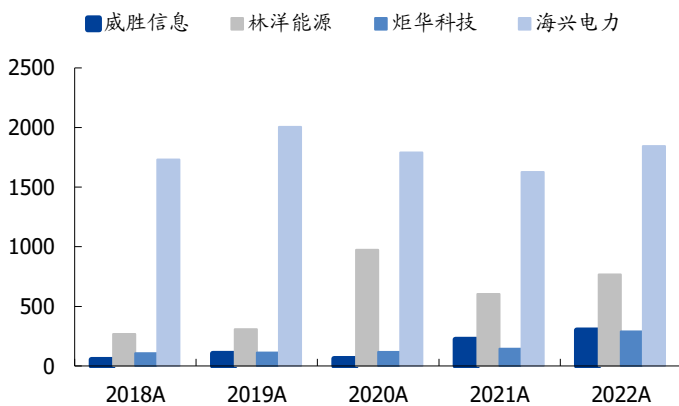
资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

2. 过往禀赋：海外渠道优势明显，研发实力领先行业

2.1 海外渠道优势：海兴电力为海外电表规模最大，盈利能力最高的中国公司

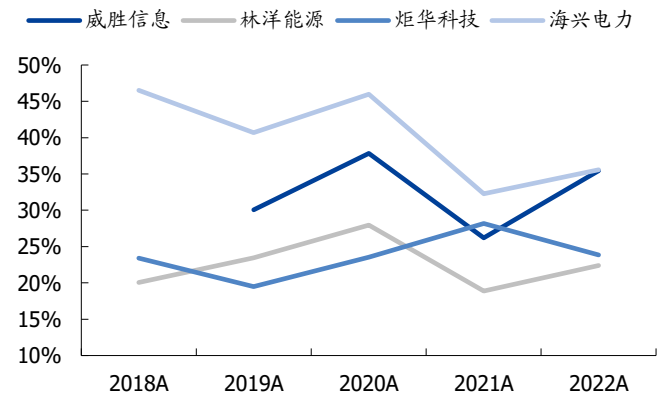
拓展海外市场超 30 年，公司海外渠道壁垒深厚。公司在 1992 年成立之初即开展机械表出口业务，海外渠道壁垒深厚。目前公司业务已覆盖 46 个“一带一路”国家，为用户提供智能配用电整体解决方案、工程和本地化服务。2022 年，公司智能用电产品在巴西市场占有率保持排名第一，在印尼实现首次市场份额排名第一，在欧洲市场中标金额创历史新高。相较于行业其他电表公司，公司海外收入规模最大且毛利率水平最高。2022 年，公司实现海外市场收入 18.45 亿元，同比增长 13.40%。同期海外毛利率水平为 35.57%，同比提升 3.3pct。

图表 13: 相较于同行公司，海兴电力海外收入规模最大（百万元）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 相较于同行公司，海兴电力海外毛利率水平最高（%）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

公司海外渠道具备先发优势，早期通过与收购当地工厂股权等形式快速切入海外市场。公司海外销售以直销为主，客户多为当地电表公司（To G），如巴西最重要的电力集团之一--巴西米纳斯州配电公司等。2022 年公司直销收入 32.70 亿元，同增 23.02%，占总营收比重 98.79%。以公司海外优势市场巴西和南非为例，巴西市场对于国外企业的业务和资质壁垒较高，一方面电表进口税率高达 60%，同时规定仅本国生产企业可参与电表招标，且产品需通过 INMETRO 认证。2010 年，公司通过收购当地工厂股权的形式进入巴西市场，与巴西一家具备 INMETRO 资质的表计生产企业巴西 FAE 设立合资公司巴西 ELETTRA，双方各持股 50%。南非市场方面，公司通过与拥有较强当地市场资源的南非 PTY 公司合作快速切入南非市场，股权结构为 50%:50%。公司长期服务于海外市场电力客户，已形成领先的一体化系统解决方案、系统运营能力及定制化能力。

图表 15: 海兴电力全球化布局一览

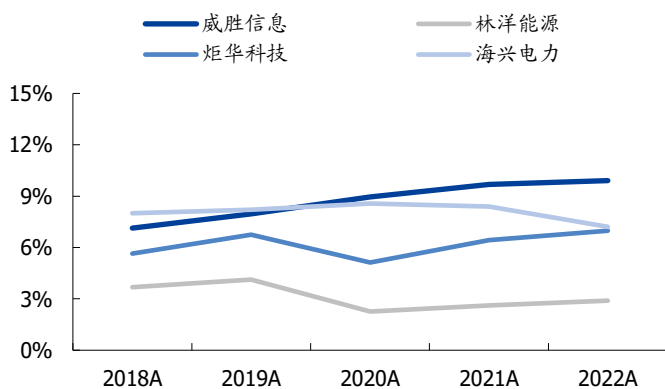


资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

2.2 技术研发优势: 公司研发费率超 7%, 为全球 Wi-Sun 技术联盟唯一进入董事会的中国企业

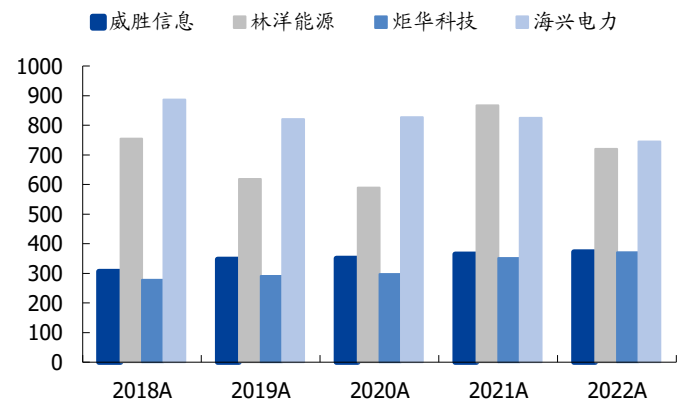
公司技术实力领先, 研发费率超 7%。公司于 2020 年加入 Wi-SUN (全球广泛部署的工业网状网络标准) 联盟董事会, 为 Wi-SUN、STS 预付费标准等技术联盟唯一进入董事会的中国企业。软件开发方面, 海兴电力全资子公司海兴泽科专注软件开发、实施和运营运维服务, 目前公司具有国际软件成熟度模型最高级别 CMMI-5 级认证, 是行业内极少数可面向全球市场提供高质量软件集成服务的企业。配网产品方面, 公司重合器产品已成功通过巴西、哥伦比亚等市场产品认证, 实现客户端挂网运行。公司研发费率大多保持在 7% 以上, 2022 年公司研发投入 2.39 亿元, 研发费率达 7.21%; 研发人员数量看, 2022 年公司研发人员 745 名, 占总员工比例 32.31%, 其中海兴泽科(软件研发)人数约 170 人, 公司研发人员数量行业领先。

图表 16: 公司研发费率大多保持在 7% 以上, 为行业较高水平 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

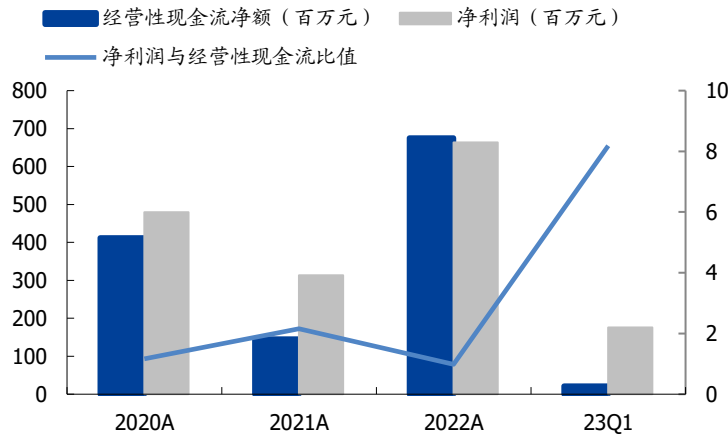
图表 17: 公司 2022 年研发人员 745 名, 占比总员工 32% (名; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

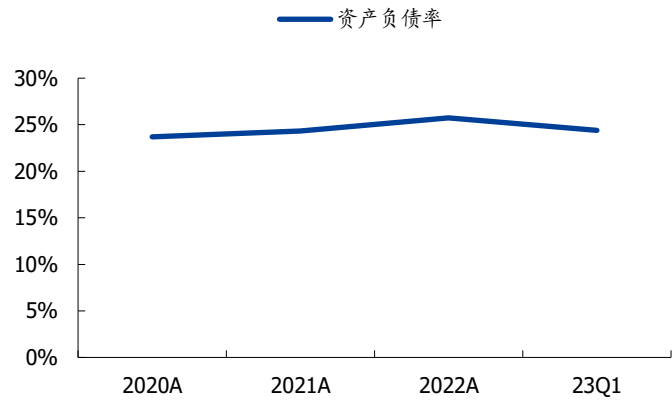
公司经营质量优，现金流水平佳+负债水平低。公司海外客户主要为当地头部电网公司，如巴西最重要的电力集团之一--巴西米纳斯州配电公司等先款后货，因此公司经营指标较佳。2022年，公司经营性现金流约6.75亿元，同期净利润为6.64亿元，两项指标较为接近。公司资产负债水平低，2022年约25.7%，处于较优水平。

图表 18: 公司经营质量较优，净利润大多高于经营性现金流（百万元）



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 19: 公司资产负债率保持在 30% 以下的较低水平 (%)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.短中期逻辑：海外受益于疫后复苏叠加新能源业务放量，国内配用电稳健增长

3.1 海外：有望受益于疫后复苏+新能源业务放量

3.1.1 海外电表业务：收入及盈利能力均有望受益于疫后复苏

智能用电产品主要包括智能电表和用电信息采集终端产品。智能电表是智能电网数据采集的主要设备，承担着原始电能数据采集、计量和传输等任务。公司智能电表包括单相智能电表和三相智能电表，单相智能电表主要用于居民用户，三相智能电表主要用于工商业用户。用电信息采集终端产品主要包括集中器、专变终端等，负责对智能电表的数据进行采集、处理、存储与传输，并可对智能电表进行控制和检测，是连接智能电网感知设备与主站系统的重要载体，其与智能电表存在配套关系。与智能电表一致，用电信息采集终端主要通过各国电力公司统一招标的形式进行采购。

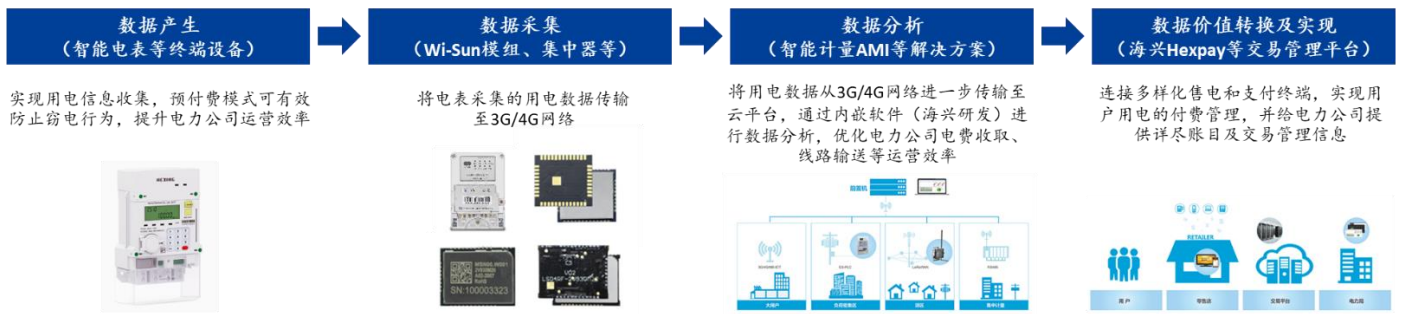
图表 20：智能电表与普通电表对比

项目	普通电表	智能电表
功能	仅包括基本的单向电能计量功能。	除了具备电能量的计量功能以外，还具有双向多种费率计量、用户端控制、多种数据传输模式的双向数据通信、防窃电、事件记录、负荷记录、故障自检和主动上报等智能化的功能；最新一代的智能电表还可以实现功能的远程升级。
计量准确度、灵敏度和量程抄表、费控和维护方式	使用感应式计量，准确度低、灵敏度低，量程窄。 人工抄表、人工催费、人工定期巡检。	使用电子式计量，准确度高、灵敏度高，量程宽。 自动抄表、自动费控、故障自动上报+远程诊断。
产品功耗	高，使用感应式计量，电能表自身功耗较高。	低，使用电子式计量和低功耗芯片技术，自身功耗较低。
应用领域	多用于传统居民和小型工业用电领域，已逐步被智能电表淘汰。	广泛用于发电、变电、配电和用电等各种需要电能计量和监测的应用领域，双向计量功能可支持新能源接入。
生产自动化程度	低，需要手工硬件校表，生产工艺繁琐，自动化程度低。	高，使用 SMT 贴片和自动化软件校表技术等现代工艺设计，适合自动化生产流水线。

资料来源：煜邦电力招股书，国盛证券研究所

公司具备全套用电解决方案提供能力，目前已成功应用于南非、中东等区域客户。公司能够提供全套配用电数据服务生态系统，包括数据的产生（电表和终端）、数据的采集（通信和采集系统）、数据分析（高级分析应用系统）、数据整合（多系统的数据集成）、数据价值转换（计费系统）、数据价值实现（缴费平台）、配网调度控制（SCADA/DMS）的完整系统解决方案和相关产品。目前，公司已经向南非电力公司、加纳某电力公司等客户销售用电数据解决方案，并提供电力营收系统的运维服务。

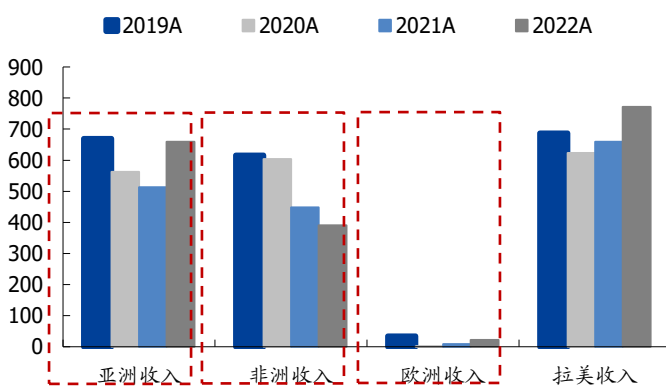
图表 21: 公司具备全套用电解决方案提供能力



资料来源: 公司公告, 公司官网, 淘宝, 国盛证券研究所

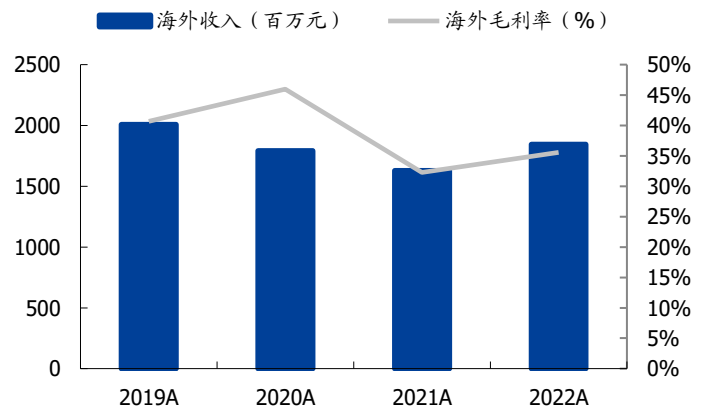
2022 年公司收入历史新高但海外未恢复至疫情前水平, 预计 2023 年公司仍受益于疫后复苏。随着全球疫情形势缓和, 公司自 21Q4 起业绩逐季恢复。2022 年公司实现收入 33.10 亿元, 同增 22.99%, 已恢复至疫情前水平 (对比 2019 年 29.54 亿元) 且突破历史新高, 但分地区看, 海外收入较疫情前仍有差距。2022 年公司实现海外市场收入 18.45 亿元, 同比增长 13.40%。拆分来看, 亚洲、非洲、拉美、欧洲地区收入为 6.59/3.91/7.72/0.22 亿元, 其中非洲 2022 年修复速度较慢, 亚洲、欧洲亦未恢复至疫情前水平。盈利能力角度, 2022 年公司受原材料成本高位叠加货币汇率影响, 海外地区毛利率 35.57%, 较 2019 年 40.66% 毛利率水平仍有较大修复空间。随着供应链情况企稳, 叠加海外 AMI 智能电表持续交付, 有望结构性提升公司毛利率水平, 我们预计今年海外地区收入及毛利率有望继续复苏。保守测算来看, 假设 2023 年非洲、亚洲地区收入修复至 2019 年水平, 对应收增增量 (同比 2022 年) 约 2.47 亿元。

图表 22: 公司分地区收入一览 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所*注: 亚洲收入不包括中国地区

图表 23: 公司 2022 年海外收入及毛利率均未恢复至疫情前 (百万元; %)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.1.2 新能源业务：基于公司优势海外渠道，南非新能源业务有望快速起量

公司新能源渠道业务主要产品：户储由利沃得供应（公司对其持股比例约 20%），光伏组件由通威供应。公司新能源产品包括逆变器、工商业储能、充电桩、Solarkits 等系列产品以及分布式微电网、光储充、综合能源管理等系统集成解决方案。其中，新能源产品主要由参股子公司利沃得研发生产，海兴电力主要负责产品及系统方案的最终销售及运维。海兴电力通过子公司宁波恒力达于 2020 年初收购杭州利沃得股份，目前持股比例约 20%。业务模式看，利沃得为公司新能源产品主要供应商，海兴电力通过关联交易购买利沃得产品后，再将新能源产品通过渠道业务销售至海外市场。

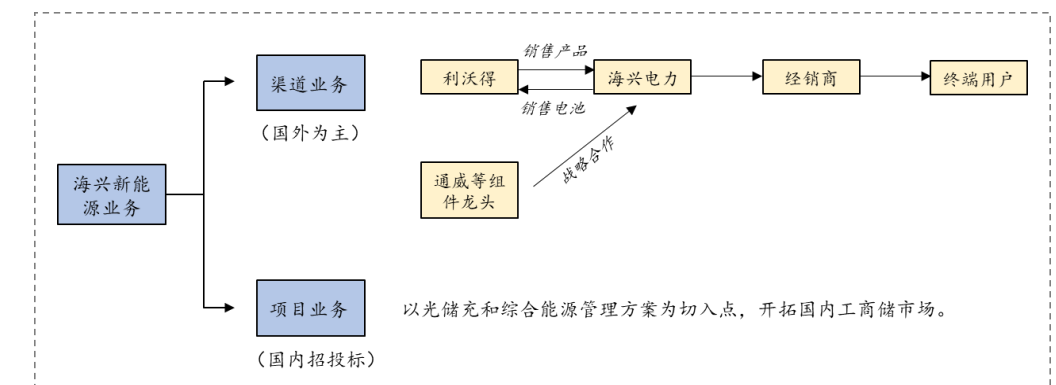
图表 24：利沃得产品矩阵一览



资料来源：利沃得官网，国盛证券研究所

公司新能源业务分为渠道业务和项目业务两种模式，渠道业务有望依赖于海外渠道优势加速拓展。销售模式来看，公司新能源业务分为渠道业务和项目业务两种模式。一方面，公司通过自建海外本地化销售渠道，向分销商和安装商提供新能源成套产品和售后服务。2022 年末公司与通威签署 30MW 高效组件供应合作协议，2023 年 5 月公司与通威进一步签署 500MW 框架协议，共同拓展南非新能源市场。另一方面，国内市场公司通过参与项目招投标等模式，以光储充和综合能源管理解决方案为切入点，立足浙江、江苏、广东以及海南四个基地，开拓国内工商业新能源用户侧市场。2022 年，国内工商业分布式光伏新增装机达 26GW，同增 236.7%，预计随着各省峰谷电价差拉大，国内工商业储能有望持续高速增长。

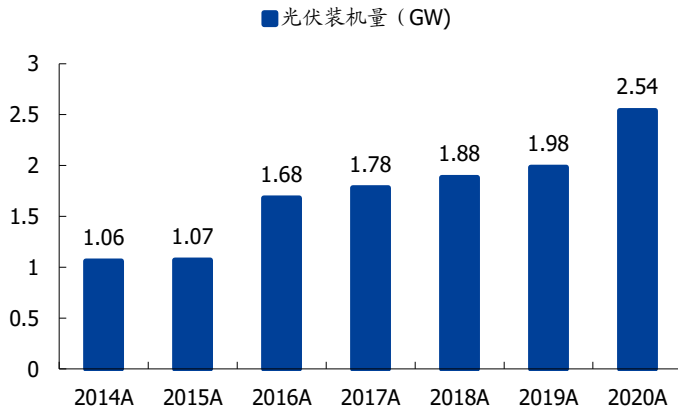
图表 25：公司新能源业务分为渠道业务和项目业务两种模式



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

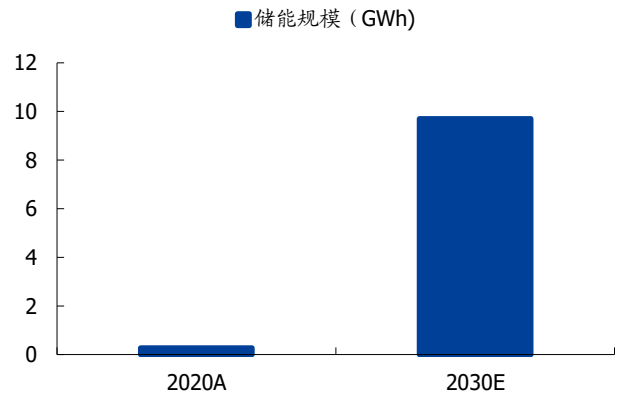
燃煤电厂关停叠加限电频发，非洲储能需求具备高弹性。据 CACE 可再生能源专委会援引 IRP 2019（综合资源计划），南非计划停用 11.5GW 老旧燃煤电厂。巨大用电缺口下，全球光伏显示南非 2022 年全年共计停电超过 1900 小时，约合 80 天。每日经济新闻报导，南非于 2023 年 1 月重启了 6 级限电措施，即全国将平均每天停电 10 小时。考虑到非洲光照资源充足，近年来光伏装机量不断增长。我们判断燃煤发电厂关停&限电频发趋势下，非洲储能有望高速增长。据世界银行，2020 年南非储能市场约 270MWh，至 2030 年市场规模有望增长至 9.7GWh，CAGR 达 43.0%。发展空间广阔。其中，离网储能和户储预计为主要需求形态。目前公司在南非已培育出优秀的本地化新能源销售团队，有望凭借其海外渠道优势快速打开南非新能源市场。

图表 26: 南非光照资源充足，光伏装机量不断增长 (GW)



资料来源: mordorintelligence, 南非能源局 (DOE), 国盛证券研究所

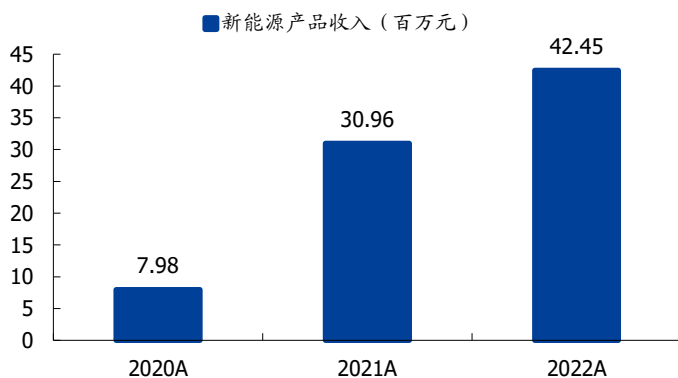
图表 27: 据世界银行, 2030 年南非储能市场有望增长至 9.7GWh



资料来源: 南非每日商报, 世界银行, 高工锂电, 国盛证券研究所

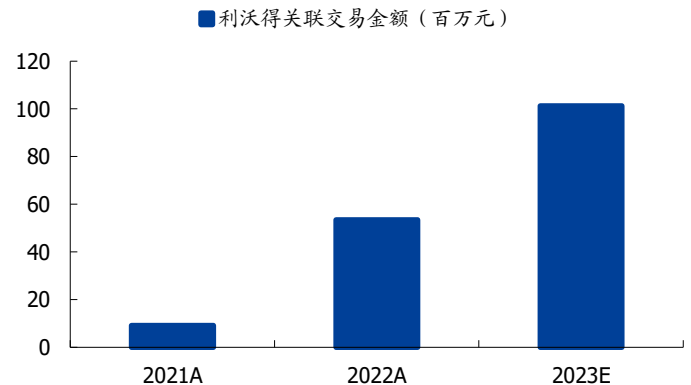
公司新能源业务预计将于今年快速起量。2022 年，公司新能源业务实现 4244.73 万元，同增 37.13%，主要为光储柴一体化移动能源站系统方案等项目收入。据公司公告，公司预计 2023 年利沃得关联交易金额达 1.01 亿元，进入快速增长期。未来随着公司新能源销售渠道不断拓展，行业战略合作增加，新能源收入有望加倍增长。

图表 28: 公司新能源产品收入有望步入快速增长期 (百万元)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表 29: 公司预计 2023 年利沃得关联交易金额达 1.01 亿元

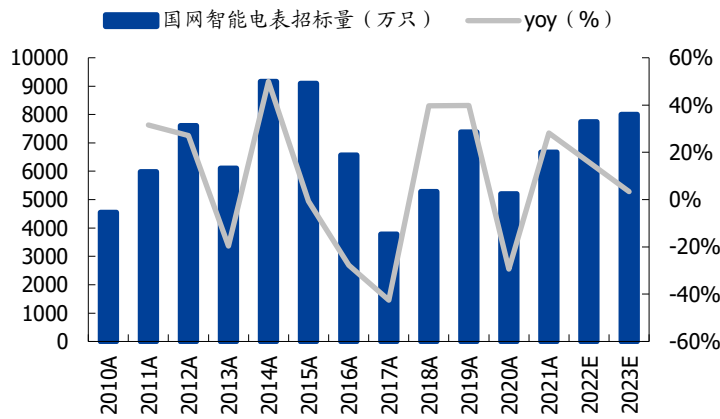


资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.2 国内：迎来新一轮电表轮换周期，国内电表业务预计稳健增长

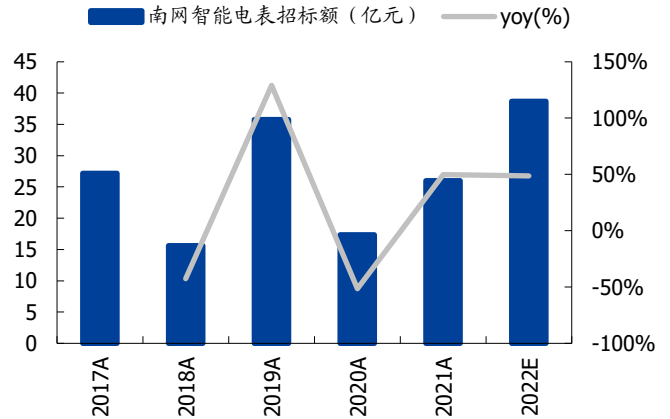
智能电表处于轮换阶段，国网招标稳步提升。国家电网于 2009 年出台智能电网规划，开启智能电表集中招标采购，2014-2015 年智能电表招标采购数量达到顶峰后智能电表首轮改造基本完成。据《中华人民共和国国家计量检定规程》规定，智能电表检定周期一般不超过 8 年，国内迎来智能电表存量更新替换需求。据智研咨询，预计 2023 年电表招标数量同增 3.4%至 8000 万只；预计 2022 年南方电网智能电表招标额 31.76 亿元，同增 22.20%。

图表 30：国网智能电表招标数量及增长率（万只；%）



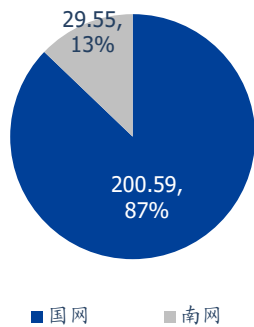
资料来源：煜邦电力招股书，国盛证券研究所

图表 31：南网智能电表招标额及增长率（亿元；%）



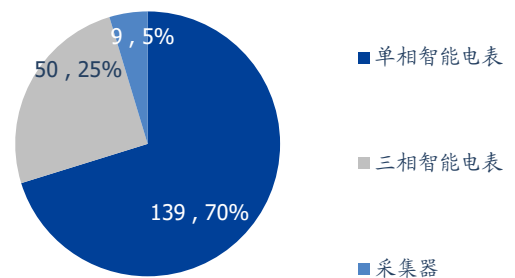
资料来源：国家电网，智研资讯，国盛证券研究所

图表 32：2021 年国网、南网招标总金额及占比（亿元；%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

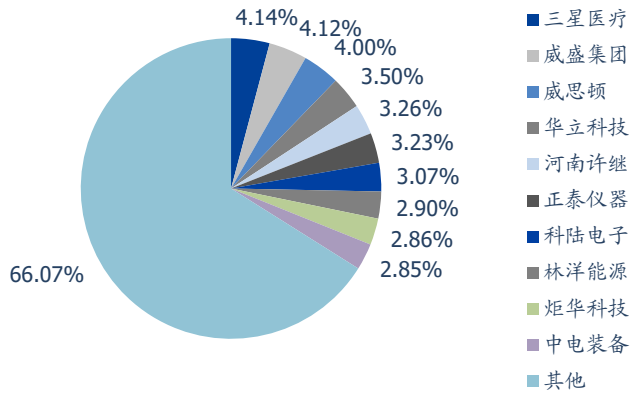
图表 33：2022 年海兴电力国网电表中标结构（万只；%）



资料来源：公司公告，国盛证券研究所

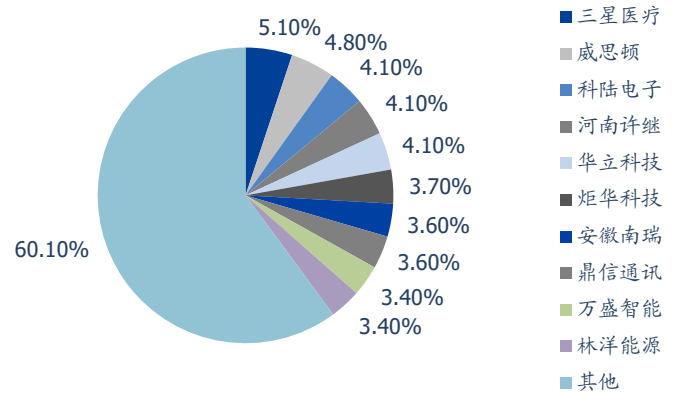
IR46 新标准实施后，国网电表招标份额头部集中，公司在南网份额仍有提升空间。国内电表市场充分竞争，份额较为分散，但近年来国网集中度有所提升。公司是国网、南方电网智能表产品的主要供应商之一。据北极星输配电网公众号，前瞻产业研究院和智研咨询数据，随着 IR46 新标准实行，2019-2022 年国网智能电表招标 CR5 份额合计从 19.02%提升至 22.2%。头部企业具备技术、品牌等优势，产品质量稳定、精度高且具备规模优势，预计后续国网招标格局有望进一步向头部集中。

图表 34: 2019 年第一批国网智能电表招标公司中标金额占比 (%)



资料来源: 北极星输配电网公众号, 前瞻产业研究院, 国盛证券研究所

图表 35: 2022 年第一批国网智能电表招标公司中标金额占比 (%)



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

测算 2025 年国内智能电表市场空间近 400 亿元。若至 2025 年, 公司市占率保持每年 0.015pct 提升, 则海兴电力国内用电产品 (电表) 收入有望每年保持 10%-15% CAGR 增长。具体测算依据如下:

- 国内智能电表市场需求主要来自国、南网招标, 其中国网招标占据市场主导地位, 2021 年占比 87%。招标内容来看, 主要包括单相智能电表 (居民端)、三相智能电表 (工商业端) 和采集器。
- 假设 2010-2022 年国网招标的智能电表数量为国网存量电表数量, 考虑到电表实际更换周期或长于政策建议周期, 假设实际电表更换周期为 10 年左右。
- 假设 2022 年各类产品价格价格为海兴中标价格, 由此推导各类产品招标数量。假设 2023-2025 年, 单相、三相智能电表价格每年同比增长 2%, 采集器价格不变。
- 假设 2022 年海兴电力国内电表市占率为公司当年国、南网中标金额与同期国、南网总电表招标金额比值, 假设 2023-2025 年海兴电力市占率每年提升 0.015pct。
- 假设海兴电表 ODM 业务后续占比提升, 与国网、南网招标收入共同贡献海兴国内电表收入增长。

图表 36: 国内智能电表规模及海兴国内电表收入测算

	2022A	2023E	2024E	2025E
单相智能电表（居民端）				
新增（万只）	5426	5887	6401	6909
价格（元/只）	214	218	222	227
招标金额（亿元）	116	128	142	157
三相智能电表（工商业）				
新增（万只）	1273	1288	1359	1397
价格（元/只）	567	579	590	602
招标金额（亿元）	72	75	80	84
采集器				
新增（万只）	326	354	385	415
价格（元/只）	2017	2017	2017	2017
招标金额（亿元）	59	71	78	84
国网智能电表新增招标（万只）	7025	7530	8145	8721
yoy		7.2%	8.2%	7.1%
国网智能电表新增招标（亿元）	247	274	300	325
假设国网占比国内总招标数比例（%）	87%	86%	85%	85%
国内智能电表新增招标（万只）	8075	8755	9582	10260
国内智能电表新增招标（亿元）	284	319	353	382
假设海兴电力市占率（%）	3.19%	3.20%	3.22%	3.23%
对应海兴国内电表中标规模（万只）	257	280	308	332
对应海兴国内电表中标规模（亿元）	9.0	10.2	11.4	12.3
假设海兴电表招标规模占比国内电表收入（%）	86%	84%	81%	78%
对应海兴国内电表收入（亿元）	10.5	12.2	14.0	15.8
yoy		15.6%	15.4%	12.8%

资料来源：仪商网，公司公告，国盛证券研究所

注：海兴国内电表收入仅为用电业务收入，不包含国内配电业务收入

4.长期逻辑：用电系统方案&配网业务放量，结构性优化整体盈利能力及商业模式

用电：系统集成比例提升，结构性优化海外盈利能力及盈利模式。盈利角度，系统解决方案技术壁垒较高且客户粘性强，产品价值量和盈利水平均较高。财报显示，公司系统解决方案毛利率水平高达 50%，高于电表类智能用电产品（35%-40%毛利率水平），方案类收入占比增加预计结构性提升公司整体盈利水平；商业模式角度，系统解决方案在销售给客户后仍能产生定期运维服务收入，盈利模式较销售电表产品的一次性收入模式更优。近年来，公司系统解决方案收入占比不断提升，2018-2020 年，方案类收入规模达 3.93/5.26/7.22 亿元，CAGR 达 35.63%，2020 年营收占比达 28.8%。

图表 37: 智能用电产品及解决方案业务收入拆分 (百万元; %)

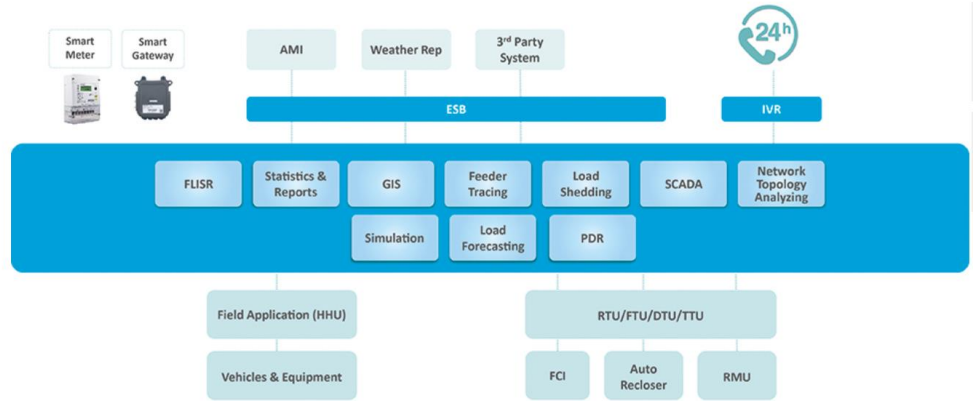
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
智能用电产品&系统收入	2992.52	2444.11	2660.43	2508.09
yoy	65%	-18%	9%	-6%
毛利率%	48.59%	41.35%	39.79%	41.44%
其中：用电产品收入	2572.26	1902.44	1958.85	1658.19
yoy	46%	-26%	3%	-15%
毛利率%	46.00%	37.51%	44.21%	38.84%
其中：系统方案收入	339.07	392.51	526.36	722.07
yoy	55%	16%	34%	37%
毛利率%	61.57%	44.41%	35.79%	55.09%

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

配电：智能配网是智能电网的关键环节之一，直接连接电力系统和终端用户，实现电能的传输和分配。智能配网系统由主站、通信系统、自动化监控终端设备三部分构成，实现对配电网运行的远程管理。公司配电产品包括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。2021 年公司在配网自动化方面持续深耕，系列核心产品一二次融合柱上断路器/环网柜（箱）、配电终端 FTU/DTU/TTU 等产品，在国家电网多省市连续中标，产品份额持续提升。

公司配网业务聚焦重合器设备研发销售，有望凭借产品高性价比及海外渠道优势实现业务拓展。公司于 2015 年成立配网事业部，海外战略为对标欧美企业。公司专注重合器（配网自动化设备），以及以该智能设备为核心的馈线自动化系统研发，并以此为突破口，建立公司在国际配网领域的客户口碑和竞争力。目前，公司重合器产品已成功通过巴西、哥伦比亚等市场的产品认证，实现客户端挂网运行。各国市场来看，欧美等发达国家配电网建设较早，现阶段配网需求以存量改造、更新为主；拉美、非洲大多数国家仍处于智能电网建设初期，对配用电解决方案和产品需求较高。目前海外配网产品技术标准和产品供应以欧美制造商为主，如 ABB、施耐德、西门子、GE、伊顿等企业，公司有望凭借产品（重合器）高性价比优势及海外渠道优势进行业务拓展。

图表 38: 公司配电产品解决方案一览



资料来源: 公司官网, 国盛证券研究所

配网产品价值量高, 收入占比提升后有望结构性优化公司盈利能力。随着全球范围内主要国家智能电网建设的实施, 各国政策和资金投入的加大, 智能配网市场未来将迅速增长。其中, 发达国家以原有的配网设备更新换代需求为主, 发展中国家以新建智能配网系统需求为主。根据 Navigant Research 预计, 预计到 2023 年这一数字将突破 240 亿美元, 预计 CAGR 为 33.4%。

5. 盈利预测及投资建议

5.1 盈利预测

1、智能用电产品及系统：

- **收入：**2020-2021 年全球疫情影响公司海外业务经营，21Q4 起公司业绩逐季改善。我们预计 2023 年海外业务修复或超越疫情前（2019 年）水平，国内随着南网持续突破，国网招标情况稳健，预计维持中高个位数收入增长。预计 2023-2025 年公司智能用电产品及系统收入有望达 35.62/43.09/52.45 亿元，同增 23%/21%/22%。
- **毛利率：**预计海外地区毛利率修复带动智能用电产品及系统业务毛利率结构性提升，预计 2023-2025 年业务毛利率分别为 39.5%/40%/40%。

2、智能配电产品及系统：

- **收入：**目前公司配电业务主要来自国内市场，目前公司重合器产品已通过巴西等海外地区认证，有望凭借性价比优势及公司海外渠道优势实现销售，后续随着公司在欧美市场布局完成，收入有望加速增长。预计 2023-2025 年配电业务收入有望达到 3.53/3.96/4.66 亿元，同增 8%/12%/18%。
- **毛利率：**随着海外地区收入占比提升，预计将结构性提升公司业务毛利率，预计 2023-2025 年公司配电业务毛利率为 35%/36%/37%。

3、新能源业务：

- **收入：**公司已完成南非地区新能源销售团队组建，公司公告显示 2023 年利沃得关联交易金额预计金额达 1.01 亿元，远超 2022 年关联交易实际值。此外，2022 年底公司与行业龙头通威签订组件战略合作协议，共同拓展南非市场，预计 2023 年起公司新能源收入快速增长，预计 2023-2025 年新能源业务收入 2.12/4.88/7.96 亿元，同增 400%/130%/63%。
- **毛利率：**随着新能源业务起量，公司规模效应有望强化，预计公司新能源业务毛利率有望持续提升，预计 2023-2025 年新能源业务毛利率 15%/16%/17%。

图表 39: 海兴电力盈利预测一览 (单位: 百万元; %)

单位: 百万元; %	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	2,691.08	3,309.72	4,172.96	5,245.94	6,567.27
yoy	-4%	23%	26.1%	25.7%	25.2%
毛利率%	32.76%	38.23%	38.09%	37.65%	37.17%
1、智能用电产品&系统	2312.03	2900.64	3561.97	4309.11	5245.12
yoy	-8%	25%	23%	21%	22%
毛利率%	32.71%	38.70%	39.50%	40.00%	40.00%
2、智能配电产品及系统	315.07	326.74	352.88	395.93	465.80
yoy	15%	4%	8%	12%	18%
毛利率%	30.42%	34.89%	35.00%	36.00%	37.00%
3、新能源产品	30.96	42.45	212.24	488.14	795.68
yoy	288%	37%	400%	130%	63%
毛利率%	16.47%	12.19%	15.00%	16.00%	17.00%
其中: 利沃得关联交易-实际值	9.12	53.52	-	-	-
yoy		486.78%	-	-	-
关联交易-预测值	20.00	85.00	101.20		
4.其他业务	33.03	39.89	45.88	52.76	60.67
yoy	34%	21%	15%	15%	15%
毛利率%	74.24%	58.87%	58.87%	58.87%	58.87%

资料来源: 公司公告, Wind, 国盛证券研究所

业绩预测：销售费率方面，公司 2023 年预计加大新能源渠道业务销售投入，我们预计公司 2023 年销售费率同比有所增长，后续费率逐步下降；**管理费**率方面，预计随着公司营收规模扩张，公司管理费用稳定，费率端持续小幅下降；**研发费率**方面，公司技术水平领先，研发端始终保持较高投入，预计 2023-2025 年研发费率稳定在 7% 左右。

图表 40: 海兴电力期间费率预测一览 (%)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
销售费率 (%)	9.25%	8.78%	9.00%	8.60%	8.20%
管理费 (%)	6.81%	4.29%	4.10%	4.00%	3.90%
研发费率 (%)	8.40%	7.21%	7.00%	6.90%	6.70%

资料来源：公司公告，Wind，国盛证券研究所

预计公司 2023-2025 年实现收入 41.73/52.46/65.67 亿元，同增 26.1%/25.7%/25.2%，同期毛利率水平为 38.09%/37.65%/37.17%。预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 8.34/10.44/13.07 亿元，同增 25.5%/25.3%/25.2%。

5.2 投资建议

考虑到 2023 年公司新能源业务快速起量后营收占比仍低，我们聚焦公司电表业务，选取相对估值法对公司做出投资建议。同比公司看，我们选取同样是电表领域的龙头厂商威胜信息、林洋能源、炬华科技作为参考，行业 2023 年 PE 均值约 19.0 倍。以 6 月 12 日市值为基准，我们预计 2023 年归母净利润约 8.34 亿元，对应其 PE 估值为 14.0 倍，低于行业平均 PE 估值。考虑到海兴电力为电表出口规模最大中国公司，且海外盈利能力较高。我们认为公司智能配用电业务合理 PE 估值为 20 倍，略高于行业平均 PE 估值。

首次覆盖给予“买入”评级。综合来看，我们预计公司 2023-2025 年实现归母净利润 8.34/10.44/13.07 亿元，同增 25.5%/25.3%/25.2%，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 41: 电表业务板块同比公司 PE 估值情况 (截至 2023 年 6 月 12 日)

公司名称	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
威胜信息	50.42	28.85	27.91	21.56	17.03
林洋能源	26.86	20.67	13.78	10.08	8.20
炬华科技	19.58	15.55	15.35	11.97	9.52
行业平均	32.29	21.69	19.01	14.54	11.58
*海兴电力	37.3	17.6	14.0	11.2	8.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：威胜信息、林洋能源、炬华科技 PE 估值取自 Wind 一致预期，海兴电力 PE 估值为 2023 年 6 月 8 日股价除以对应年份归母净利润 (2023-2025 年为国盛电新预测值)

风险提示

国内外电表招标不及预期。若国内外电表招标情况不及预期，则公司国内外电表收入或面临下降风险。

新能源产品需求疲软。公司目前已搭建南非本地化新能源业务销售团队，若新能源产品需求疲软导致销售不及预期，或影响公司收入水平和业绩表现。

预测偏差和估值风险。预测值基于多种假设进行分析，可能存在误差，同时当市场环境发生变化，市场对于公司的定价和估值可能发生变化，从而产生估值风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
	行业评级	减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
增持		相对同期基准指数涨幅在10%以上	
中性		相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间	
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com