

智能电表新周期降临，公司业绩进入高速增长

■ 证券研究报告

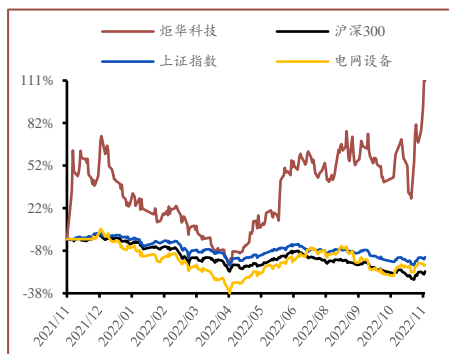
★ 投资评级:增持(首次)

基本数据

2022-11-11

收盘价(元)	18.21
流通股本(亿股)	4.36
每股净资产(元)	5.69
总股本(亿股)	5.04

最近 12 月市场表现



分析师 余炜超

SAC 证书编号: S0160522080002

shewc@ctsec.com

相关报告

核心观点

- ❖ **智能电表新周期来临，2023-2024 年进入快速放量期：**2009 年颁布的智能电网计划带动智能电表安装量迅速上升，2014-2015 年智能电表安装量达到高点，单相表招标量分别达到 8568、8090 万只。尽管当前国家电网从节约资源角度出发，提倡以“电能表状态评价及更换”替代“电能表到期轮换”，但是根据各省的替换比例来看，我们预计 8 年替换周期节点下各省平均替换比例为 75%以上，但受疫情以及缺芯影响，智能电表替换延缓，预计 2022-2024 年国网招标的单相电表数量分别为 5632、9528、8933 万只，2023 年较 2022 年增幅达到 69.18%。
- ❖ **新标准下炬华科技智能电表招标价格不断提升：**2020 年国家电网在采购标准中对于电能表颁布了新的技术标准，其中智能电能表新标准作为向 IR46 靠拢的过渡产品，带来招标价格稳定上涨。随着新标准电表招标比例提升，炬华科技在最近的批次中均价也有所反应，A 级/单相均价从 2020-1 批的 146.9 元上涨 59.36%至最新的 2022-1 批的 234.1 元，B 级/三相均价从 2020-1 批的 402.4 元上涨 50.2%至最新的 2022-1 批的 604.4 元。
- ❖ **充电桩新业务成长空间巨大：**2020 年子公司正华电子为炬华智慧产业园建设运营的充电桩已完成检定并全部取得合格证书，成为杭州市首个完成充电桩强制检定工作的充电站。充电桩作为当下解决新能源汽车里程焦虑的方法之一，是新基建建设中的重点建设对象。随着居民收入水平提升及道路交通环境改善，千人汽车保有量预计在 2030 年可以达到 300 辆左右，此时新能源车保有量渗透率若达到 20%，则有 8600 万辆左右，而根据《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020 年）》要求车桩比达到 1:1 来看，充电桩设施仍存在巨大的缺口。我们认为公司充电桩新业务或成为公司未来长期巨大看点。
- ❖ **投资评级：**智能电表更换周期来临，叠加新标准物联表单价提升，预计公司 2022-2024 年营收分别为 15.98/23.07/29.07 亿元，归母净利润分别为 4.58/6.14/7.31 亿元，对应估值分别 20.07/14.96/12.57，首次覆盖，给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**国网招标数量不及预期、物联表普及速度不及预期，行业竞争加剧格局恶化风险。

盈利预测：

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1097	1210	1598	2307	2907
收入增长率 (%)	22.93	10.32	32.02	44.38	26.03
归母净利润(百万元)	293	318	458	614	731
净利润增长率 (%)	20.74	8.36	43.99	34.18	19.03
EPS (元/股)	0.58	0.63	0.91	1.22	1.45
PE	15.36	19.59	20.07	14.96	12.57
ROE (%)	12.24	12.05	15.15	16.90	16.75
PB	1.88	2.36	3.04	2.53	2.10

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

内容目录

1	智能电表行业先锋，多年发展积累扎实基础.....	4
1.1	多业务齐头并进，智能电表主要核心.....	4
1.2	股权结构稳定，团队研发能力强劲.....	5
1.3	招标增长，业绩显著上升.....	6
2	多重因素，推动智能电表新周期.....	8
2.1	发展历程：各周期驱动因素不同，今周期不同以往.....	8
2.1.1	政策引导电表全面安装，疫情扰动推延招标节奏.....	8
2.1.2	新标准颁布，物联智能电能表开启替代之路.....	10
2.2	发展趋势：智能电表亟待升级，构建电力系统重要基石.....	13
2.2.1	双碳目标驱动智能电表需求增长.....	13
2.2.2	泛在电力物联网建设对智能电表提出更高要求.....	15
3	电表业务景气上行，其他业务有望协同发力.....	16
3.1	电表景气向上，业绩步入高速增长时期.....	16
3.2	其他业务成长空间大.....	19
4	盈利预测与投资建议.....	21
5	风险提示.....	22

图表目录

图 1.	公司发展历程.....	4
图 2.	2021 公司各业务占比.....	5
图 3.	公司股权架构图.....	5
图 4.	公司营业收入及增速.....	7
图 5.	公司归母净利润及增速.....	7
图 6.	公司整体毛利率和归母净利率.....	7
图 7.	公司分业务毛利率.....	7
图 8.	2017-2022Q3 三费占营收比重 (%)	8
图 9.	公司存货/应收账款周转天数 (天)	8
图 10.	公司研发人员 (人) 和研发支出占比 (%)	8
图 11.	公司专利分布.....	8

图 12. 电表发展历程.....	9
图 13. 双芯智能电表设计.....	11
图 14. 物联表招标数量（万只）及占比.....	12
图 15. 2019 年各行业碳排放量占比（%）.....	13
图 16. 光伏发电新增并网容量（万千瓦）.....	14
图 17. 国内新能源汽车销量（万辆）.....	15
图 18. 泛在电力物联网技术架构.....	15
图 19. 公司每批次中标均价（元）.....	17
图 20. 国网单相智能表招标数量(2010-2022)（万只）.....	18
图 21. 国网三相智能表招标数量(2010-2022)（万只）.....	18
图 22. 公司电表业务中标金额（万元）.....	19
图 23. 纳宇电气智慧能效管理解决方案.....	20
表 1. 公司管理层简介.....	6
表 2. 股权激励条件.....	6
表 3. 电能表相关政策.....	10
表 4. ICE 标准和 IR46 标准对比.....	11
表 5. 新出台技术规范参数对比.....	12
表 6. 2013 年和 2021 年招标对比.....	18
表 7. 分业务测算.....	21
表 8. 可比公司估值表.....	22

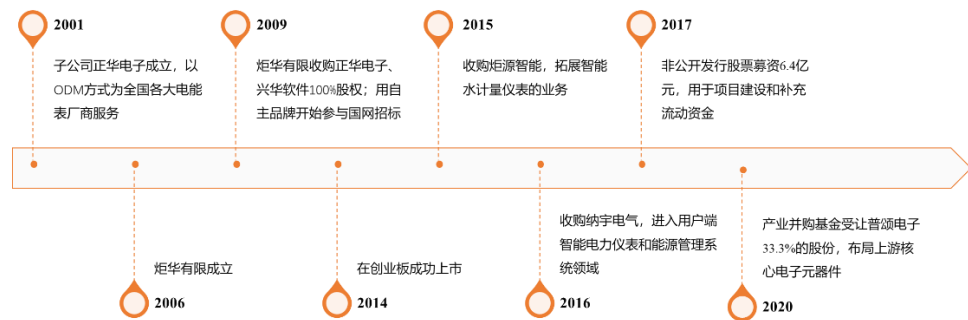
1 智能电表行业先锋，多年发展积累扎实基础

炬华科技是一家专业从事能源物联网设备研发、生产、销售与服务的高新技术企业。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、物联网智能水表、智能配用电产品及系统、智能充电设备、物联网传感器及配件等物联网产品和综合能源服务解决方案。公司主要服务于国家电网、南方电网及各省网公司等国内电力用户和非电力用户，目前是国家电网和南方电网主要供应商之一。

1.1 多业务齐头并进，智能电表主要核心

公司 ODM 起家，后自研品牌开启全面布局之路。炬华有限成立于 2006 年，后在 2009 年收购正华电子，利用其先前代工积累的技术优势，加强自主品牌建设。2009 年下半年，国家电网对于电能表的采购模式开始由各省网独立进行过渡为集中规模采购模式，炬华科技抓住机遇，参与国网的招投标，此后中标份额及金额逐年增加，2011 年成为用电信息采集系统产品专变终端、集中器、采集器均中标的单位之一，后续通过并购等手段开始进入智能水表、能源管理系统等领域，通过收购劳克莱斯 (LOGAREX Smart Metering, s.r.o.) 积极开拓海外市场，完善各市场布局。

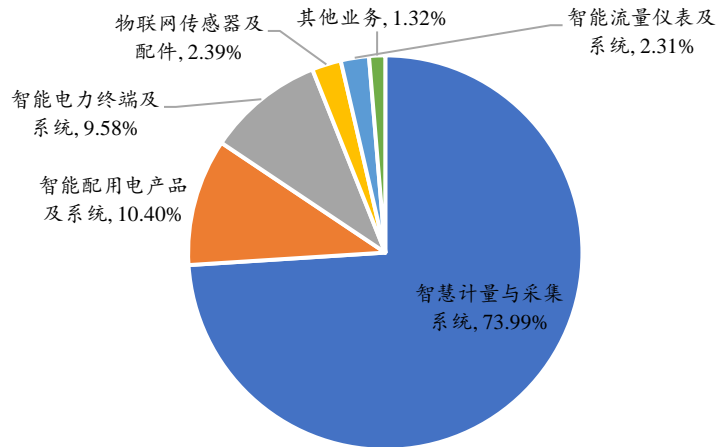
图1.公司发展历程



数据来源：公司公告，财通证券研究所

智慧计量为主要业务，配用电业务占比上升至 10.4%。2021 年，炬华科技智慧计量与采集系统项目营收占比从 2020 年的 80.9% 下降至 2021 年的 74.0%，其业务主要包括智能电能表（单相表、三相表）和采集设备（采集器、集中器、专变），而智能配用电产品及系统却从 2020 年的 5.3% 增长至 2021 年 10.4%，该部分产品主要是谐波治理、智能电气、电动汽车充电桩及系统，有望成为公司未来潜在发力点。智能电力终端及系统、物联网传感器及配件、智能流量仪表及系统几项业务占比保持稳定。

图2.2021 公司各业务占比

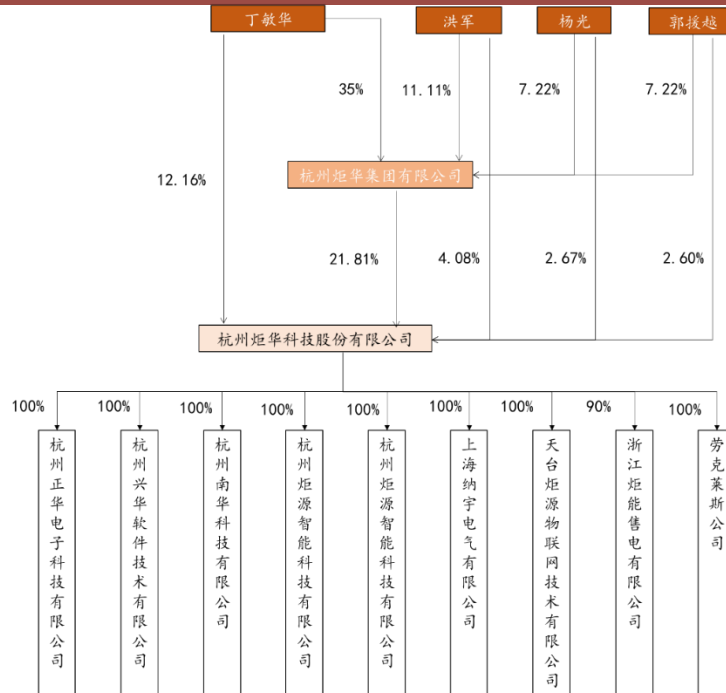


数据来源: Wind, 财通证券研究所

1.2 股权结构稳定, 团队研发能力强劲

团队技术背景强硬, 领头人为业内专家。丁敏华为公司实控人, 共持有公司 34.47% 的股份, 1987 年毕业于浙江大学测试计量技术及仪器专业, 于 1990 年获得工程硕士并加入中国磁记录设备公司, 曾任公司总工程师, 从事研发 30 余年, 是电能计量业内知名技术专家之一, 曾参与多项标准起草和制定工作, 且高管团队均有扎实的技术背景或从业经历。

图3.公司股权架构图



数据来源: 企查查, 财通证券研究所 (截至 2022.11.09)

表1.公司管理层简介

姓名	职位	简介
丁敏华	董事长	1987年7月毕业于浙江大学测试计量技术及仪器专业，1990年12月浙江大学研究生毕业，工学硕士，2008年浙江大学高级工商管理总裁研修班结业。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。
郭援越	副董事长、财务总监	1987年7月毕业于浙江大学测试计量技术及仪器专业，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设备有限公司副总经理。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，现任公司副董事长、财务总监。
杨光	董事、总经理	1991年毕业于浙江大学无线电专业，学士学位，2008年浙江大学高级工商管理总裁研修班结业。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、总经理，公司技术研究院副院长。
王溅	董事、副总经理	2008年毕业于中国计量大学，后在当年加入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。

数据来源：Wind，财通证券研究所

开展股权激励，绑定核心员工利益。公司于2022年6月6日实施限制性股票激励计划，此次计划包括中层管理人员，核心技术、业务骨干人员和其他骨干人员共250人，总计900万股，实施条件为2022、2023年收入增长率不低于15%、30%或净利润增长率15%、30%，为公司后续增长铺垫信心，激发员工动力。

表2.股权激励条件

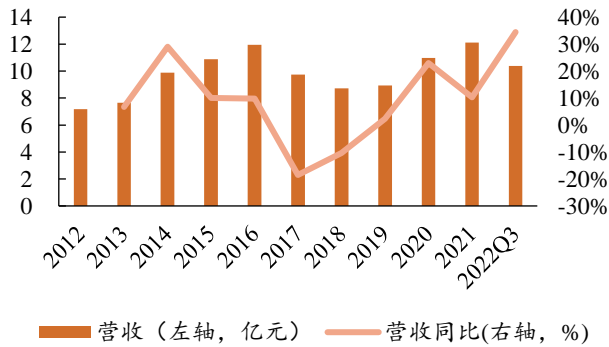
归属期	对应考核年度	首次授予		对应考核年度	预留授予	
		年度收入（单位：亿元）相对于2021年增长	年度净利润（单位：亿元）相对于2021年增长		年度收入（单位：亿元）相对于2021年增长	年度净利润（单位：亿元）相对于2021年增长
第一个归属期	2022	13.9(YOY15%)	3.7(YOY15%)	2023	15.7(YOY30%)	4.1(YOY30%)
第二个归属期	2023	15.7(YOY30%)	4.1(YOY30%)	2024	17.5(YOY45%)	4.6(YOY45%)

数据来源：公司公告，财通证券研究所 备注：年度收入和年度净利润满足其一即可

1.3 招标增长，业绩显著上升

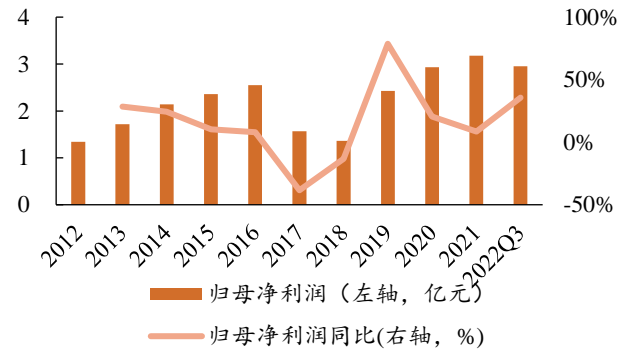
营收受电网投资影响，2022年出现拐点。公司自2009年上市以来至2021年，营收CAGR15.05%，净利润CAGR为21.74%，整体表现优异。最近几年公司业绩随着电网的招标节奏出现波动，后续随着电网投资的回暖和电能表新周期的降临，22年前三季度实现营收/利润为10.37/2.95亿元，同比+34.45%/35.54%，出现经营拐点。公司在上半年收到国网2022年新增第三批采购、2022年第三十批采购中标通知，总金额分别为1亿元、4.88亿元，以及南网2022年计量产品第一批框架招标项目中标通知，总金额分别为1.07亿元，共计6.95亿元，较去年同期增长106.90%。我们预计将逐步确认收入，带来业绩增长。

图4.公司营业收入及增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

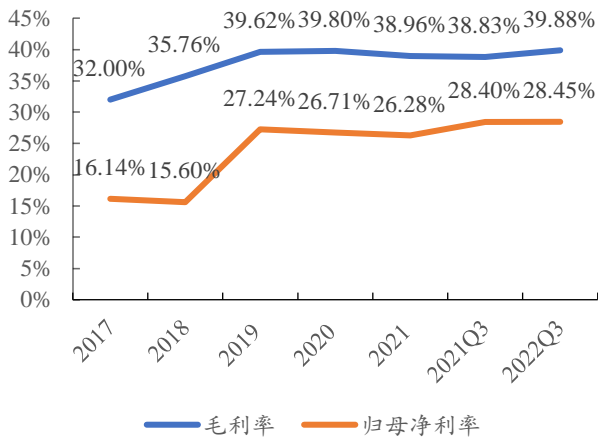
图5.公司归母净利润及增速



数据来源：Wind，财通证券研究所

整体毛利率保持稳定,主营产品毛利持续提升。近年公司毛利率维持在35%以上,2022年前三季度公司毛利率为39.88%,同比上升1.05pct;归母净利率为28.45%,同比上升0.05pct;主要系原材料价格上涨和供应链影响,推升了公司营业成本。分业务板块来看,公司最主要的智慧计量与采集系统业务毛利率稳中有升,受益于物联表单价上涨带来的招标均价的上行,2021年提升至40%,同时公司智能电力终端及系统业务毛利率高达60%以上。

图6.公司整体毛利率和归母净利率



数据来源：Wind，财通证券研究所

图7.公司分业务毛利率



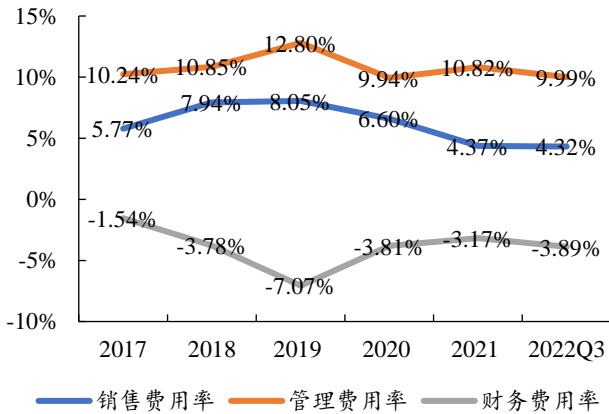
数据来源：Wind，财通证券研究所

三费管控能力强,净利率持续向好。公司2022前三季度销售/管理/财务费用率分别为4.32/9.99/-3.89%,同比+0.4/+0.39/-0.11pct,管理费用稍有上升主要系计提了限制性股票费用摊销所致。我们预计未来随着物联表的放量以及智能电力终端及系统占比的提升,以及成本端的下降,公司净利率有望进一步上行。

存货周转较为稳定,应收账款表现优异。公司近几年存货周转天数上较为稳定,2021年出现上涨,主因系公司加大了原材料采购和产品生产,整体库存上涨了约65%,一方面为完成现有的订单的交付,另一方面为应对未来持续增长的智能电

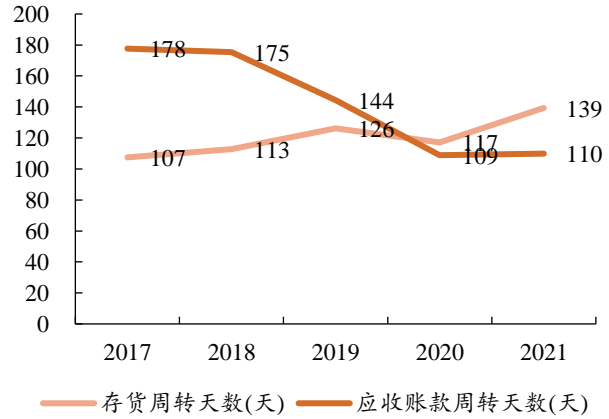
表需求，整体处于良性发展水平。应收账款周转天数稳中有降，应收账款数额保持稳定，回款管理能力有所加强。

图8.2017-2022Q3 三费占营收比重 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

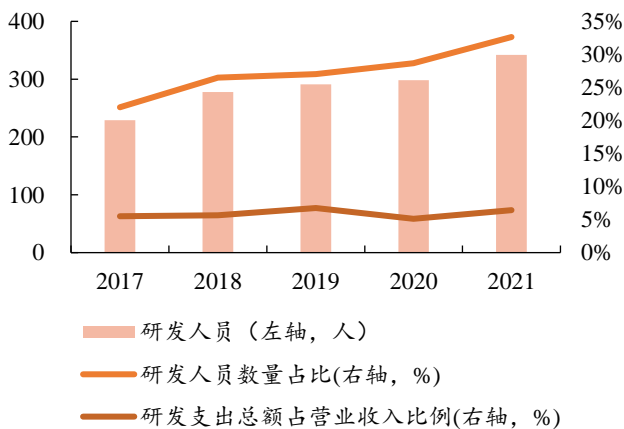
图9.公司存货/应收账款周转天数 (天)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

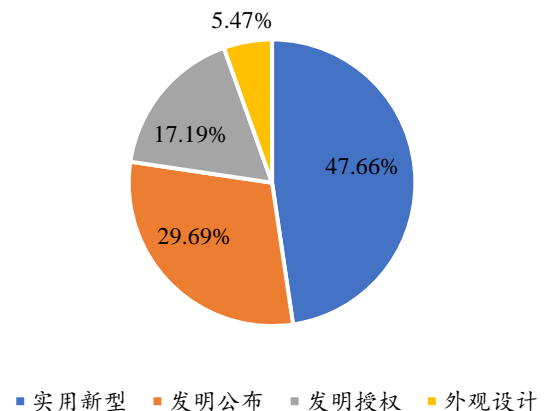
研发投入加码, 把握电力发展新机遇。公司研发支出持续保持在6%左右的水平, 累计拥有128项专利, 其中实用新型专利占比47.7%, 包括带采集功能的智能电能表、单相本地费控智能电能表等, 以及公司自主研发的多项软件著作权。未来随着双碳目标的推进以及电力物联网的建设, 企业的技术能力将成为发展的关键因素。公司从2021年开始加大研发力度, 研发人员数量增加44人, 研发人员占总员工比例为32.6%, 研发费用同比增长38.5%至0.78亿元。

图10.公司研发人员 (人) 和研发支出占比 (%)



数据来源: Wind, 财通证券研究所

图11.公司专利分布



数据来源: 企查查, 财通证券研究所 (截至2022.10.31)

2 多重因素, 推动智能电表新周期

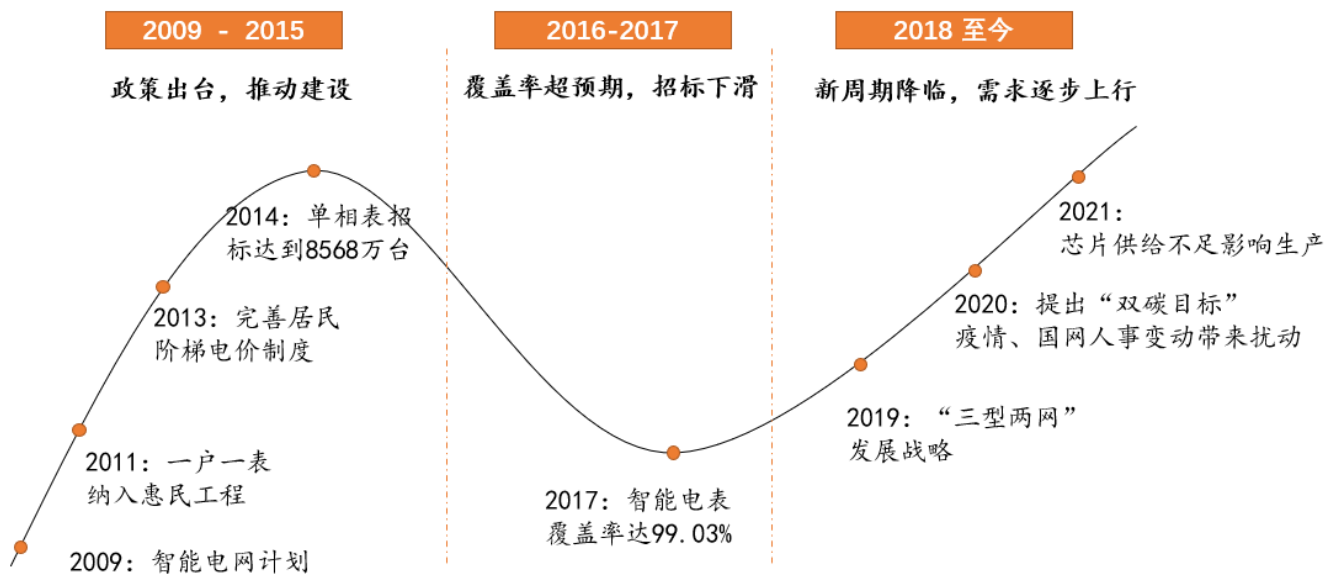
2.1 发展历程: 各周期驱动因素不同, 今周期不同以往

2.1.1 政策引导电表全面安装, 疫情扰动推延招标节奏

智能电表功能齐全，满足未来电网发展需求。普通电能表是用于测量、记录、显示电路消耗电能的仪表器械，智能电表则是在此基础上增添了双向计量、阶梯电价、分时电价、峰谷电价、防窃电、信息储存和处理等功能，能够更好的满足企业、机构进行用电分析、费控管理、负荷管理等工作，提升企业的用电效率和节能减排，是实现电网信息化、自动化、互动化的重要基础，有效增强电力系统的稳定性。其中三相智能表相较于单相智能表更为精密且价格更高，使用场景通常为大型工厂、商场等高负荷场所，国内目前仍以居民楼为主，所以在智能表方面仍主要采购单相智能表。

该行业发展主要受到相关政策的驱动，通过对过去政策的出台和电表的渗透率复盘，可以将过去的历程划分为三个阶段：

图12.电表发展历程



数据来源：国家电网，政府官网，财通证券研究所

（一）第一阶段（2009-2015年）：政策出台，推动建设

2009年5月21日，国家电网颁布智能电网计划，将2009-2020年分为规划试点、全面建设、引领提升三个阶段，推进坚强智能电网的建设。后续在2011年开展居民用电服务质量监管专项行动，将一户一表纳入惠民工程，2013年国家发改委出台的关于完善居民阶梯电价制度的通知中，明确在2017年年底需要完成全国95%以上一户一表的安装，新建小区供电要按照一户一表的标准建造供电设施。所以在第一阶段的采购中，智能电表招标数量和金额逐年上升，单相表于2014年达到最高值8568万台。

（二）第二阶段（2016-2017年）：覆盖率超预期，招标下滑

过去几年的快速扩张已经几乎实现智能电表的全面覆盖，招标量开始下行，行业景气度下降，在 2017 年国家电网智能电表覆盖率一度达 99.03%。

（三）第三阶段（2018 至今）：新周期降临，需求逐步上行

根据国家对计量器具实施检定的有关规定，电能表需要到期轮换，检定周期一般不超过 8 年。2019 年，国家电网公司提出“三型两网”发展战略，即打造“枢纽型，平台型，共享型”企业和建设运营好“坚强智能电网，泛在电力物联网”，当年智能电表的招标量约为 7380 万只，同比增长 39.80%。而 2020 年因疫情导致进程被打断，智能电表招标量不及预期，同比下滑 35.2%。2021 年也受到多重因素影响，疫情影响部分芯片企业的正常开工，美国的制裁打乱了全球芯片生产企业的节奏，同时经济复苏带来下游需求的增长，芯片供需不匹配导致智能电表缺芯影响了整体的交付节奏，预计这部分需求将延后到 2023-2024 年。

表3.电能表相关政策

时间	政策	主要内容
2022/5	关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见	推行县城运行一网统管，促进市政公用设施及建筑等物联网应用、智能化改造，部署智能电表和智能水表等感知终端。
2019/12	产业结构调整指导目录（2019 年本）	智能电网用智能电表（具有发送和接收信号、自诊断、数据处理功能）为鼓励类产品。
2017/6	工业和信息化部办公厅关于全面推进移动物联网（NB-IoT）建设发展的通知	推广 NB-IoT 在公共服务领域的应用，推进智慧城市建设。以水、电、气表智能计量、公共停车管理、环保监测等领域为切入点，结合智慧城市建设，加快发展 NB-IoT 在城市公共服务和公共管理中的应用，助力公共服务能力不断提升。
2015/8	关于加快配电网建设改造的指导意见	加快配电网改造步伐，落实一户一表，保障住宅小区用电客户的合法权益；以智能电表为载体，建设智能计量系统，打造智能服务平台，全面支撑用户信息互动、分布式电源接入、电动汽车充放电、港口岸电、电采暖等业务，鼓励用户参与电网削峰填谷，实现与电网协调互动。
2015/7	配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）	加快智能电表推广应用，全面建设用电信息采集系统，推进用户用电信息的自动采集。探索应用多元化、网络化、双向实时计量技术和用电信息采集技术，全面支撑用户信息互动、分布式电源及多元化负荷接入等业务，为实现智能双向互动服务提供信息基础。2020 年，智能电表覆盖率达到 90%。
2013/12	关于完善居民阶梯电价制度的通知	加大居民用电“一户一表”改造力度，在 2017 年底前完成全国 95% 以上存量居民合表用户改造，做到抄表到户。新建居民小区供电设施要按照“一户一表”的标准进行建设。
2013/2	关于进一步加强通信业节能减排工作的指导意见	加快电表改造和分表计量工作，准确耗电计量，有效防止用电“跑冒滴漏”。
2013/1	能源发展“十二五”规划	积极推进微电网、智能用电小区、智能楼宇建设和智能电表应用。“十二五”时期，建成若干个智能电网示范区，力争关键技术创新和装备研发走在世界前列。
2012/10	《国家计量检定规程——电子式交流电能表》(JJG596-2012)	0.2S 级、0.5S 级有功电能表，其检定周期一般不超过 6 年；1 级、2 级有功电能表和 2 级、3 级无功电能表，其检定周期一般不超过 8 年。

数据来源：各政府部门官网，财通证券研究所

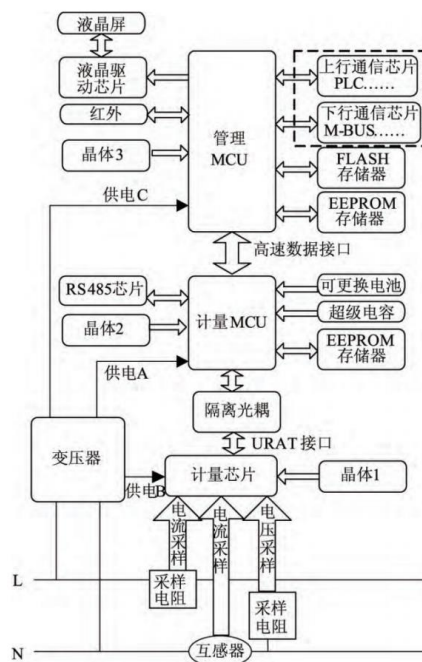
2.1.2 新标准颁布，物联智能电能表开启替代之路

智能电表是电力系统信息化的基础设备之一。智能电表是数据采集的基本设备之一，它能够在计量基础上提供多种信息化服务，帮助实现社会整体效益的提升。首先是用户端，能够给使用者提供详细、准确、及时的能耗信息和费用信息，简化账务处理流程，帮助用户调整用电习惯，实现节能减排；对于发电端，能够获

取到细致的用电数据，其中的负载和网损信息可以帮助减少电力设备过负载和电能质量恶化的情况发生，也可以通过大数据运算预测各区域的用电时间分布，开展电力调配及负载管理工作，提升用电系统的整体运营质量。随着能源结构中风光分布式发电能源激增、交通设备电气化、配套充电桩加速建设、储能需求激增等事情的发展，对于电网的安全和稳定提出了更高的要求，智能电表也面临着升级之路。

IR46 标准对电表提出更高要求。国家电网现有智能电表技术标准为 2013 年依据 IEC 标准而制定，国际法制计量组织在 2012 年发布了电能表国际建议《有功电能表》，简称 IR46 标准。IR46 相比较 IEC 而言更能符合未来的发展趋势，因为其双 MCU 的设置，一个 MCU 为计量芯，负责计量、脉冲、电量数据储存和计时等，关键计量功能不会发生太大改变，主要需要维持稳定可靠，而另一个 MCU 为管理芯，专门负责显示、浮空管理、对外通信、事件管理等功能，两部分独立运作，互不干扰，管理芯可单独升级，适配新增功能，迎合发展需求。同时在计量误差要求、功率因素、环境适应性、谐波影响、负载平衡等具体方面也更加细致，对电能表提出了更高的要求。

图13.双芯智能电表设计



数据来源：《符合 IR46 标准的电能表设计研究》-陈淘，财通证券研究所

表4.IEC 标准和 IR46 标准对比

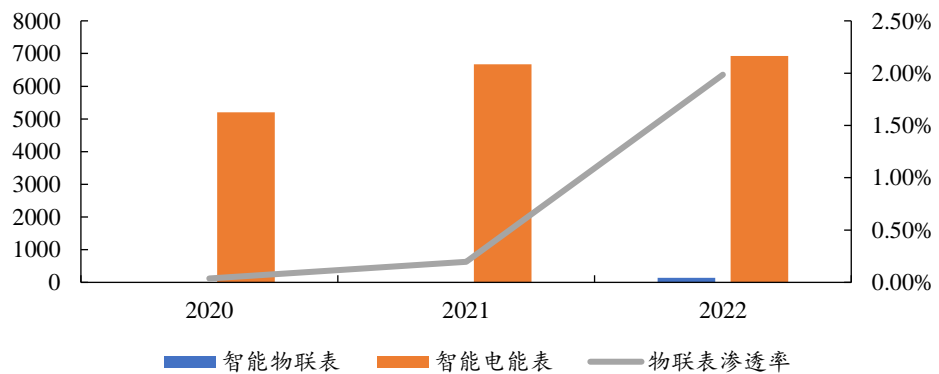
类别	IEC 标准	IR46 标准
编订角度	制造生产	保护消费者利益及立法
功率因数	四个级别仪表的表 $\cos\phi$ 的工作范围均为 0.5L-1-0.8C。	A 和 B 级仪表 $\cos\phi$ 的工作范围为 0.5L-1-0.8C，C 和 D 级仪表 $\cos\phi$ 的工作范围为 0.5L-1-0.5C。

温度和防水	温度下限值有-40℃、-25℃、-10℃，高温上限值为45℃、55℃、70℃，且户外极限值要求高于户内。	下限值为-55℃、-40℃、-25℃、-10℃、5℃，上限值为30℃、40℃、55℃、70℃、85℃，场所不影响极限值。
谐波	对5次谐波进行影响量试验	对谐波试验规定更详细，基波与3、5、7、11、13次谐波、电流幅度、电流相位角、电压幅度和电压相位角均作出了定量要求
负载平衡	带平衡负载和带不平衡负载的百分数误差要求，但没有对二者百分数误差之差的要求	应允许从完全平衡条件改变到仅有一个电流线路有电流，并在强制试验点验证误差偏移是否达到要求
计量防护	-	电能表计量部分的软件和硬件均不受仪表其他部分的影响
设计思路	单个MCU+专用电能计量芯片	两个MCU，一个计量芯，另一个为管理芯

数据来源：《IR46标准下智能电能表初探》-陈洵，财通证券研究所

高标准电表推行带动渗透率提升。2020年国家电网在采购标准中对于电能表颁布了新的技术标准，其中智能电能表新标准作为向IR46靠拢的过渡产品，在产品寿命、显示内容、负荷开关等各个方面都做出了优化调整，而最终目的都是为了实现智能物联电能表的普及，它完全遵照IR46标准并采用模块化设计。国网开启小规模试点，2020年、2021年和2022年分别试点招标智能物联表1.95万只、13.05万只和137.51万只，规模较小但是发展迅速，2022的渗透率仅为2.0%。未来几年内，随着更高端的智能物联电能表的普及，相关企业将受益于这个进程。

图14.物联表招标数量（万只）及占比



数据来源：国家电网，财通证券研究所

表5.新出台技术规范参数对比

	智能电能表（2013版本）	智能电能表（2020版）	智能物联电能表（2020版）
设计原则	ICE原则	向IR46标准靠拢	完全遵照IR46标准
可靠性要求	产品的设计和元器件选用应保证整表使用寿命大于等于10年	产品的设计和元器件选用应保证整表使用寿命大于等于16年	
通信协议	645	698	698
功耗		通信状态下，有功功率不大于3W	A型拓展模组平均有功功耗增量不超过2W，B型不超过0.75W
其他		提供的每一到货批次电能表，各负载点（按照JJG596要求单相8个负载点，三相12个负载点）检定误差应随机分布，正负误差比例趋近于1:1	新产品在应用于差异性的特征区域时，宜提供基于极端环境下的现场运行验证试验报告

支持内置或外置负荷开关、三相有功分 B、C、D 等级 支持内置或外置负荷开关、三相有功分 B、C、D 等级

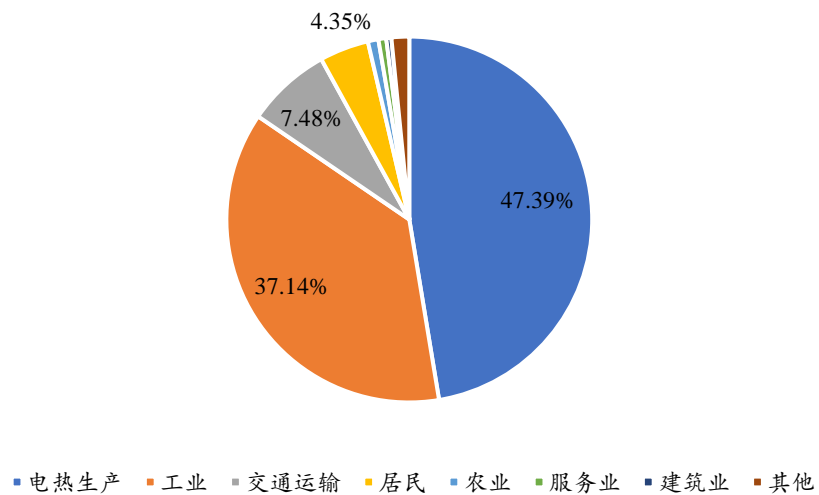
数据来源：国家电网，财通证券研究所

2.2 发展趋势：智能电表亟待升级，构建电力系统重要基石

2.2.1 双碳目标驱动智能电表需求增长

双碳目标任务重大，能源转型迫在眉睫。根据 CEADs 统计的碳排放数据，按照产业结构划分，中国在电、热生产方面排放最多的二氧化碳，占比达到 47.39%，工业、交通运输位列其后，排放量分别占比 37.14%和 7.48%。为此，中国提出 2030 年前实现碳达峰、2060 年前实现碳中和的目标，重点从能源结构重塑、产业结构重构、优化生态环境等路径展开，致力于实现高质量可持续发展。

图 15.2019 年各行业碳排放量占比 (%)



数据来源：CEADs，财通证券研究所

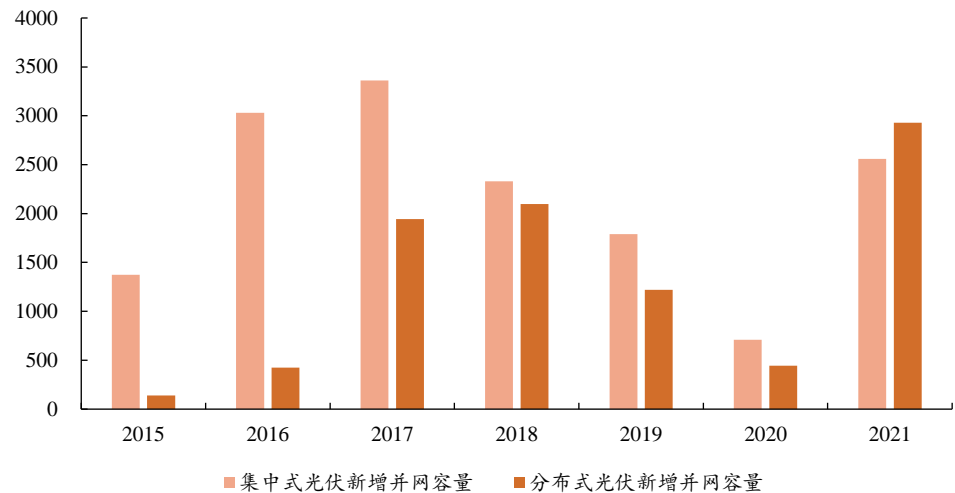
1) 主要措施一：优化能源结构

清洁能源占比提升。2021 年 3 月 15 日，中央财经委员会第九次会议提出要“实施可再生能源替代行动，深化电力体制改革，构建以新能源为主体的新型电力系统”，预计在新型电力系统建成后，我国电能在终端用能的比重达到 70%以上，非化石能源发电量占总发电量的比重达到 95%以上，其中以光伏、风电为主，水电、核电、氢能、生物质、地热、海洋能等为辅。但是另一方面，这些清洁能源占比的提升也给电力系统带来了几方面的问题：a) 新能源大规模并网增加电力系统整体的消纳成本；b) 依赖于自然环境导致的波动性对电力系统的安全稳定产生冲击；c) 易产生谐波、三相电压/电流不平衡、输出功率随机性导致电压不稳定影响电能质量。所以优化能源结构与电力系统升级适配两者之间相辅相成。

分布式光伏带来智能电表增量。在减碳的顶层设计下，各地政府积极推动分布式光伏建设，我国在 2021 年新增光伏发电并网装机容量约 5300 万千瓦，其中分布

式光伏新增约 2900 万千瓦，第一次超过集中式光伏发电。随着分布式光伏装机量的增长，用户不仅仅可以满足自身的用电需求，也可将剩余电能出售给电网获得收入，但此时需要安装关口计量电表和并网电能表，前者用于计算用户上、下网的电量，后者用于计量光伏发电量以计算相应的补贴收入。

图16.光伏发电新增并网容量（万千瓦）



数据来源：Wind，财通证券研究所

2) 主要措施二：节能减排降碳

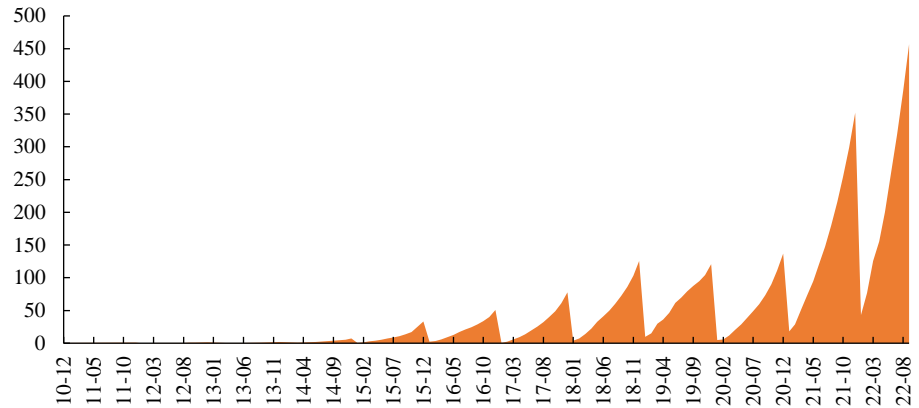
智能电表有助于工业节能减排。我国工业领域用能企业数量多，其消费量占全社会能源消费总量的 65%左右，所以通过产业架构优化、提升能源效率，可以有效实现节能减排降碳。十四五规划中提出要能源资源配置更加合理、利用效率大幅提高，国务院发布《2030 年前碳达峰行动方案》，提出提高节能管理信息化水平，完善重点用能单位能耗在线监测系统，这些都对工业企业继续挖潜节能提效的措施提出更高要求。智能电表的推广使用有助于企业获取详细用电信息，在此基础上构建能源管理系统合理控制能源使用。

3) 主要措施三：交运设备电气化

交运设备电气化增大电网压力。当前中国新能源汽车正处于快速放量阶段，主要是产业政策引导支持下叠加技术更新换代带来的体验提升，推动交运设备从单纯的交通工具转变为移动智能终端。《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》中指出到 2035 年要实现纯电动车成为主流，公共领域用车全面电动化，我国交运设备的电气化将保持着稳步上升的态势。而大规模电气化设备将带来大规模无序充电负荷接入电网，从而带来了电压波动、网损增大等问题，而智能电表在解决这些问题上面就扮演着重要的角色。它可以安装在充电桩上控制充电负荷实现有

序充电策略，同时双向计量的功能支撑 V2G 技术的落地，获取用户销售的电能量并计算实时收益，从而将交运设备转变为分布式储能单元。

图17.国内新能源汽车销量（万辆）



数据来源：Wind，财通证券研究所

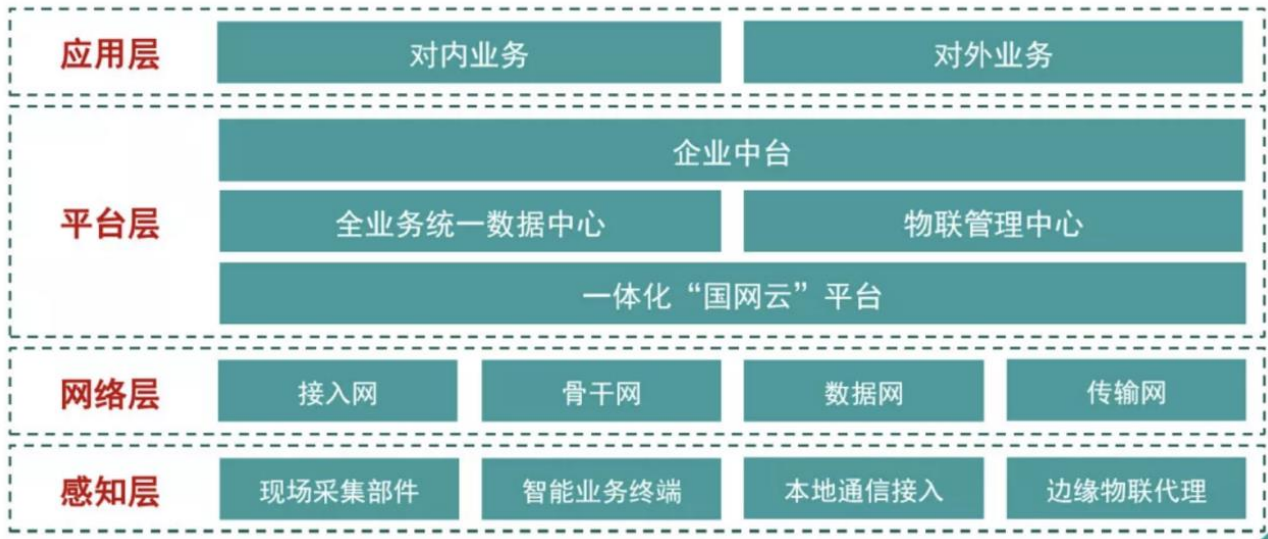
2.2.2 泛在电力物联网建设对智能电表提出更高要求

泛在电力物联网是应对变化与承接未来的必然选择。泛在电力物联网是指充分应用移动互联、人工智能等现代信息技术和先进通信技术，实现电力系统各个环节万物互联、人机交互。最近几年开始强调泛在电力物联网的建设，主要是因为新能源发电占比越来越高，波动性增加，对于电网的调峰能力提出更高要求，也对电网的安全运行构成了挑战。同时，用电用户和相关设备的连接产生海量的数据，能够为全行业和市场主体创造价值，也为进一步升级的智能家居、智慧城市等未来趋势打下基础。

两步走战略建成泛在电力物联网。国网计划到 2021 年初步建成泛在电力物联网，基本实现业务协同和数据贯通，初步实现统一物联管理，能源互联网生态初具规模。到 2024 年建成泛在电力物联网，全面实现业务协同、全流程数据贯通和统一物联管理，实现对电网业务与新兴业务的全面支撑。

感知层作为重要根基，智能电表充分受益。泛在电力物联网技术架构包括感知层、网络层、平台层、应用层 4 个层次，其中感知层主要包括电表、互感器、集中器等电力采集类设备，也包括各类终端和非电传感类，主要用于获取物体的状态和响应上层指令。我们认为感知层作为建设泛在电力物联网的基础设施和关键信息来源，其发展优先性或略高于其他几个板块。

图18.泛在电力物联网技术架构



数据来源：国家电网，财通证券研究所

泛在电力物联网对智能电表提出更高要求。智能电表作为参与发电、用电环节信息采集的终端设备，在将来的智能用电中扮演的角色愈发重要，需要采集的频次增加，采集内容丰富，对于电表的质量和功能提出了更高的要求。所以我们预计，未来两年随着智能化信息化要求的提升，智能电表更新换代带来的采购金额将快速增长。

3 电表业务景气上行，其他业务有望协同发力

3.1 电表景气向上，业绩步入高速增长时期

和国网合作时间长，关系稳定。公司自 2009 年国网开始集中采购时就进入了中标名单，合作关系一直延续至今，并在招标的各项物资中均占有一定比例。我们预计公司在合作过程中将持续按照国网意见及时调整产品形态和功能，更好的适应采购标准，叠加其多年的招投标经验能够保持稳定的合作关系。

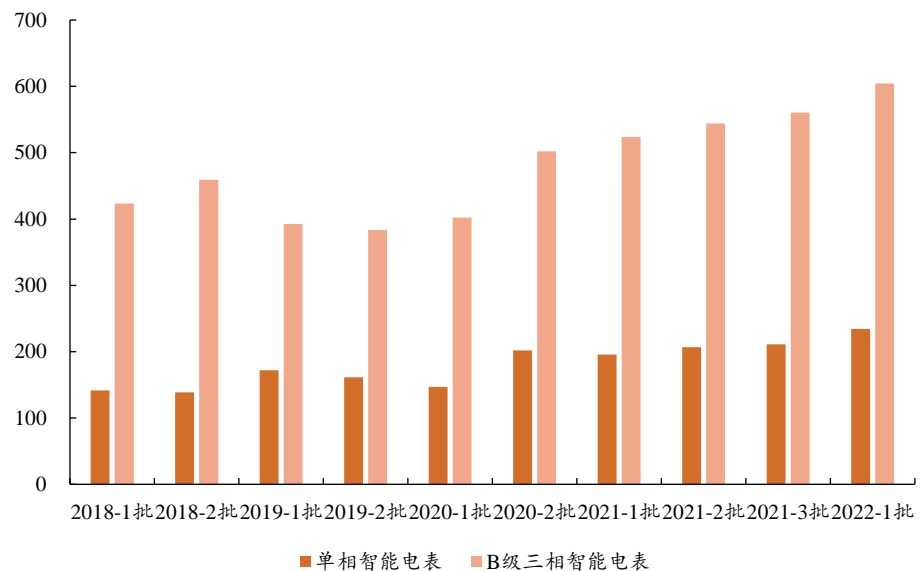
招标企业数量稳定，公司份额稳中有增。在历年的国网智能表招标中，中标企业数量保持稳定，2022 年仍有 67 家企业中标，但公司在最近的几次招标中，份额稳中有升，在 2022 年第一批次中 A 级单相、三相占比分别为 3.1%，4.7%，主要因为物联表在技术方面提出更高要求，而头部企业具有更强的科研投入和能力，未来对于头部几家企业的需求将有所增长。但是从竞品的表现情况来看，份额依然相对分散，保持良性竞争有利于技术进步和价格有序增长。我们预计未来几年公司份额仍将保持在 3%-4% 之间。

物联表仍处于过渡阶段，即将迎来量价齐升。双芯智能物联表的价格相较于之前的智能表上涨幅度较大，目前 A 级单相 430 元，B 级三相 780 元。国网从 2020 年第二批次开启了小规模智能物联表的试点招标，此后逐年份额增长，2020 年、

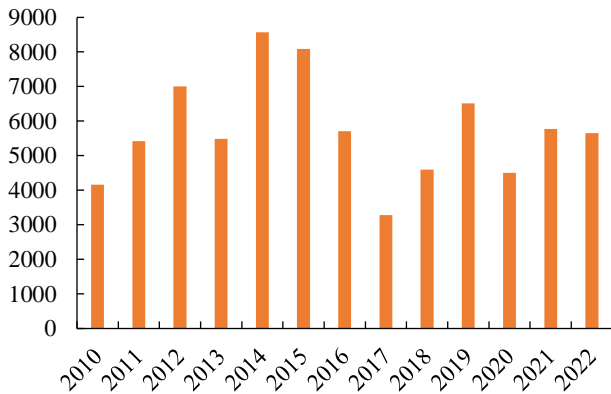
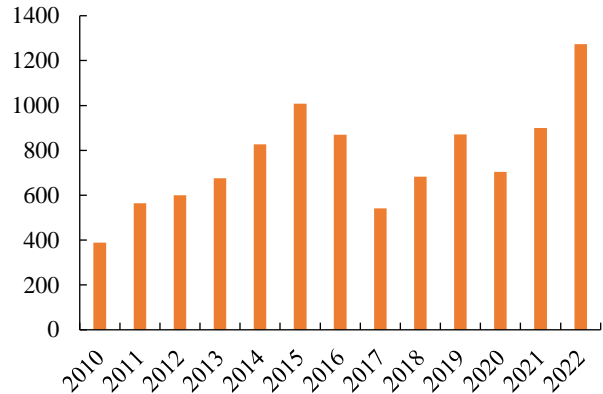
2021 年和 2022 年上半年，国家电网分别招标 1.95 万只、13.05 万只和 79.74 万只。目前仍处于前期过渡期，后面几年招标数量将大幅攀升。

物联表占比提升，推升公司盈利能力。在国网 2022 年第一批次电能表采购中，单相、三相物联智能电表分别招标 58.3、85.3 万只，炬华科技分别中标 7.6、7.8 万只，位列第一梯队。随着物联表的招标比例提升，炬华科技在最近的批次中均价也有所反应，A 级/单相均价从 2018-1 批的 141.7 元上涨 65.2%至最新的 2022-1 批的 234.1 元，B 级/三相均价从 2018-1 批的 423.3 元上涨 42.8%至最新的 2022-1 批的 604.4 元，推升了公司营收。公司公告显示能源需求侧物联网信息平台生产建设项目在今年将开始运行生产，Q2 在建工程中有 3.1 亿元转为固定资产，预计产能提升可以达到 2.5 倍，可用于满足未来可能增长的需求。

图19.公司每批次中标均价（元）



数据来源：国家电网，公司公告，财通证券研究所

图20.国网单相智能表招标数量(2010-2022) (万只)

图21.国网三相智能表招标数量(2010-2022) (万只)


数据来源：钜泉科技招股书，国家电网，财通证券研究所

数据来源：钜泉科技招股书，国家电网，财通证券研究所

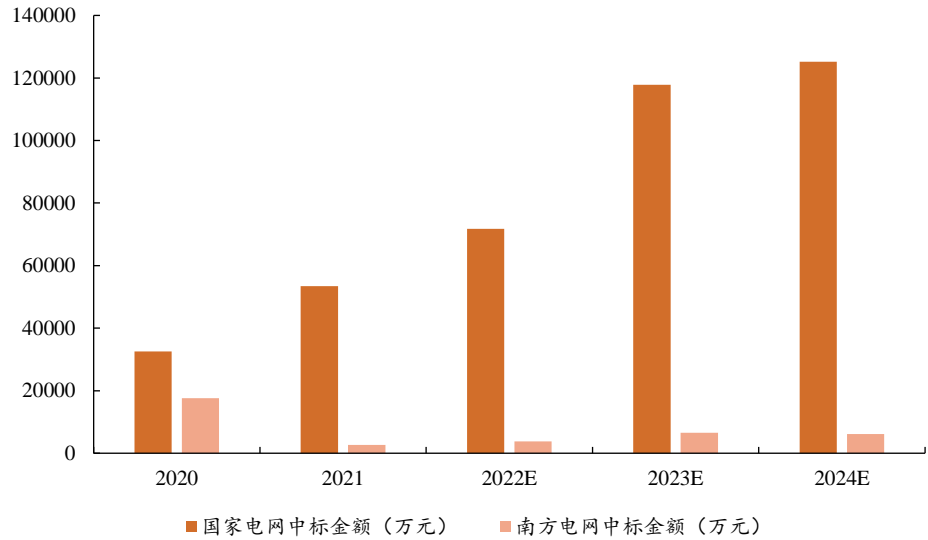
状态评价实施减缓更替节奏，但不改需求释放本质。国家电网从节约资源角度出发，提倡以“电能表状态评价及更换”替代“电能表到期轮换”，各地政府从2020年开始积极响应并开展试点。根据各省份2013年和2021年的招标数量对比来看，主要省份招标在70%以上，我们预计到达8年周期后单相智能电表的更新比例为75%，三相智能电表由于使用环境更为恶劣，频率也更高，及时更换有利于企业发展，所以此处我们假设更换比例为100%。未来在智能电表升级换新的趋势下，剩余部分需求也将在后续几年中释放出来。

表6.2013年和2021年招标对比

省份	2013 招标 (千万台)	2021 招标 (千万台)	更换比例
山东	1.27	0.93	73.64%
江苏	0.77	0.68	88.66%
安徽	0.56	0.26	45.73%
浙江	0.50	0.33	66.19%
福建	0.46	0.49	106.68%
河南	0.31	0.22	72.09%
总计	3.86	2.92	75.49%

数据来源：国家电网，北极星电力网，财通证券研究所

经测算，预计2024年智能电表将为企业带来12.78亿元收入。国内大约有近5亿户居民，按照8年的轮换周期预估每年需要替换的数量为6000万只，加上每年新增住户以及潜在的分布式光伏带来的约1000万只增量，每年大概有7000万只单相电表的需求。但是考虑到前期招标安装的节奏波动、状态评价的实施以及疫情扰动带来的需求延期，所以未来2年会迎来一个快速上升期，我们预测2023-2024年国网招标的单相电表数量分别为9773.38、9092.27万只。三相电能表部分，根据历史数据，我们此处预计2023、2024年招标数量分别为1308.31、1169.14万只。同时每年由于物联表占比的提升，平均价格逐年提升，经测算得到下图。

图22.公司电表业务中标金额（万元）


数据来源：钜泉科技招股书，国家电网，财通证券研究所测算

海外市场表现亮眼。海外如欧美市场智能电网建设水平已经处于世界前列，投资规模较大，而其他发展中国家也有巨大的潜在市场空间等待挖掘，根据 Transparency Market Research 的预测，到 2031 年底全球智能电表市场规模将达到 155.1 亿美元。作为公司在捷克收购的劳克莱斯公司，承担着拓展海外智能电表技术和市场的功能。劳克莱斯成立于 2001 年，本身作为捷克共和国电气和电子协会（EIA）的一员，拥有坚实的技术基础，成为了德国 EON 等前几大电力公司的主要供应商和战略合作伙伴。公司面向欧洲市场研发的欧标单、三相充电桩已经通过 CE 认证，面向美国市场的美标交流充电桩也通过 ETL 认证，其中 12kW 美标交流充电桩已经开始发货，未来将持续拓展海外市场。

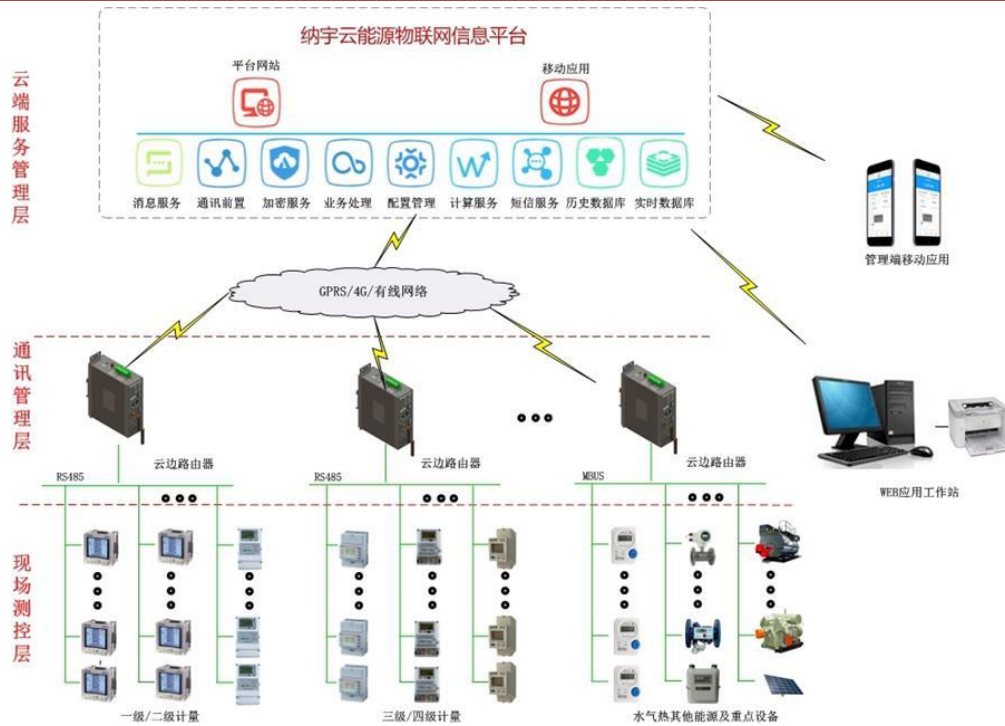
3.2 其他业务成长空间大

提前布局，享行业发展机遇。公司子公司纳宇电气成立于 1993 年，拥有三十多项专利及能源综合管理服务云平台等软件著作权，业务涵盖了智慧能效管理、智慧配电监控和运维、智慧安全用电、智慧充电营运、电能质量分析和治理等泛在物联网产品及解决方案。并于 2021 年在上海市莘庄工业区投资 1.3 亿元用于建设智能电气及能源物联网研发检测中心项目，提前把握能源物联网发展趋势。

物联网云平台是公司重点打造方向。“智慧用能综合监测物联网云平台”是在双碳和能效双控目标下重点打造的系统平台，其主要包括八大功能模块：智能采集（水、电、气、热）、能耗管理、电力监控与运维、电气火灾监控、电力能效监测、电动汽车充电运营、数字孪生智慧运维。公司借助物联网云平台协同发展，加速推进物联网技术在各业务中的应用，实现整体业务快速发展。在构建新型电力系统和碳中和趋势下，物联网板块业务发展前景广阔。

合作项目众多，实力强劲认可度高。纳宇电气曾参与到上海中心大厦的能源管理方案中，在当年实现22%的节能率，为企业减少了上亿元的运营成本。后又通过自研的电力监控系统NY7000D，参与到冬奥会场馆中的电力设备的分布式监控与管理，为实现100%“绿电”提供了保障。此外，服务对象还包括轨道交通，移动通信，高校，医院等多个领域，在业内拥有良好的口碑和广泛的信赖。

图23.纳宇电气智慧能效管理解决方案



数据来源：公司官网，财通证券研究所

智能水表行业分散，潜在发展机会大。相比于电力市场，智能水表下游的客户较为分散，面向4000多家自来水厂，缺乏统一的技术路线和标准，通常在满足标准的基础上实行最低价成交方式，在2020年CR5仍低于35%，所以行业发展取决于公司的品质保障和成本控制。公司从21年开始，加大在智能水表市场上的招投标业务，多次因为报价略高于竞争对手错失机会，但整体来看中标数量逐年增长，且最新中标单价也达到400元左右，我们预计该部分业务在今年将出现较大增长。

充电桩趁新能源东风，市场空间大。充电桩建设随着新能源车渗透率的进一步提升，正成为当下解决里程焦虑的方法之一，也是新基建中的重点建设对象。随着收入水平提升及道路交通环境改善，千人汽车保有量预计在2030年可以达到300辆左右，此时新能源车保有量渗透率若达到20%，则有8600万辆左右，而根据《电动汽车充电基础设施发展指南（2015-2020年）》要求车桩比达到1:1来看，充电桩设施仍存在巨大的缺口。2020年子公司正华电子为炬华智慧产业园建设运营的充电桩已完成检定并全部取得合格证书，成为杭州市首个完成充电桩强制检

定工作的充电站。随着欧美政府逐步加大充电桩业务投入，公司率先通过欧美体系认证，未来将成为潜在激增长点。

4 盈利预测与投资建议

关键假设：

智能计量及采集系统：智能电表随着使用年限的增加，将迎来新的一波替换周期，叠加受疫情压制延后释放的需求，未来几年将有望实现招标数量的快速上升。同时 IR46 新标的出台，物联表的渗透率正不断提升，带动整体单价的提升。随着未来价格增加和原材料成本的稳中有降，我们预测，2022/2023/2024 年智能计量及采集系统分别为 11.85/17.85/22.46 亿元，分别同比上升 32.25%/50.63%/25.83%，毛利率分别为 40.00%/40.00%/40.00%。

智能电力终端及系统：随着工商业企业对于达成双碳目标，实现节能减排、降本增效的需求增加，将会使得电力监控设备需求增加，公司作为该领域的长期耕耘者，成功范例众多，预计未来将有更多的企事业采用公司产品。我们预测公司 2022/2023/2024 年智能电力终端及系统业务营收分别为 1.45/1.74/2.09 亿元，同比分别上升 25.00%/20.00%/20.11%，毛利率稳定在 60%左右。

表7.分业务测算

业务板块		2020	2021	2022E	2023E	2024E
智慧计量与采集系统	营业收入	8.87	8.96	11.85	17.85	22.46
	成本	5.48	5.37	7.11	10.71	13.48
	毛利	3.39	3.59	4.74	7.14	8.98
	毛利率	38.24%	40.07%	40%	40%	40%
智能电力终端及系统	营业收入	0.94	1.16	1.45	1.74	2.09
	成本	0.35	0.43	0.58	0.70	0.84
	毛利	0.59	0.73	0.87	1.04	1.25
	毛利率	63%	62.56%	60.12%	60.00%	60.00%
其他收入	营业收入	1.16	1.98	2.68	3.48	4.52
	成本	0.78	1.58	1.82	2.44	3.26
	毛利	0.38	0.40	0.86	1.04	1.27
	毛利率	32.88%	20.14%	32.00%	30.00%	28.00%
合计	营业收入	10.97	12.10	15.98	23.07	29.07
	成本	6.60	7.39	9.51	13.84	17.57
	毛利	4.37	4.71	6.47	9.23	11.50
	毛利率	39.80%	38.96%	40.49%	40.00%	39.57%

数据来源：Wind，财通证券研究所 备注：2020 年公司智能电力终端及系统毛利率为预估

盈利预测及估值：我们预计公司 2022-2024 年营收为 15.98/23.07/29.07 亿元，同比 32.04%/44.38%/26.03%，归母净利润 4.58/6.14/7.31 亿元，同比

43.99%/34.18%/19.03%，对应 EPS 为 0.91/1.22/1.45 元/股。可比公司平均 PE 为 22.64/17.18/13.51 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表8.可比公司估值表

代码	公司	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元/股)			PE		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
601567.SH	三星医疗	13.64	192.05	0.65	0.83	1.05	20.88	16.35	13.05
688100.SH	威胜信息	23.84	120.00	1.23	1.45	1.77	28.09	20.97	16.02
601222.SH	林洋能源	8.14	167.70	0.43	0.58	0.71	18.96	14.22	11.46
	平均						22.64	17.18	13.51
300360.SZ	炬华科技	18.21	91.85	0.91	1.22	1.45	20.07	14.96	12.57

数据来源：Wind，财通证券研究所 备注：可比公司盈利预测来自 wind 一致预期

5 风险提示

- (1) 国网招标数量不及预期，受外部因素导致招标进展继续后延，这将使得公司业绩快速提升时间也延后。
- (2) 物联表普及速度不及预期，导致整体招标价格缓慢上涨。公司的核心逻辑在于新标推行的高价值物联表渗透率持续上升带动公司业绩增长，但是如果物联表的普及速度较慢有可能出现公司业绩不及预期的风险。
- (3) 行业竞争加剧，格局恶化风险。虽然公司目前市占率保持稳定，但是现有竞争者仍较多，不排除他们通过竞争策略抢占市场，导致公司整体盈利能力受到影响。

公司财务报表及指标预测

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1096.98	1210.21	1597.73	2306.80	2907.36	成长性					
减:营业成本	667.12	738.65	956.24	1391.05	1766.01	营业收入增长率	22.9%	10.3%	32.0%	44.4%	26.0%
营业税费	6.24	8.82	12.62	17.99	22.39	营业利润增长率	26.1%	7.1%	44.3%	34.3%	19.0%
销售费用	65.60	52.86	76.69	108.42	133.74	净利润增长率	20.7%	8.4%	44.0%	34.2%	19.0%
管理费用	52.80	53.14	83.08	117.65	146.82	EBITDA 增长率	50.8%	9.1%	45.7%	35.4%	19.6%
研发费用	56.20	77.86	79.89	126.87	174.44	EBIT 增长率	54.6%	8.2%	51.4%	36.5%	20.0%
财务费用	-41.85	-38.39	-41.29	-52.26	-66.94	NOPLAT 增长率	53.0%	9.2%	50.8%	36.5%	20.0%
资产减值损失	0.22	-4.70	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	10.6%	10.8%	14.7%	20.5%	20.3%
加:公允价值变动收益	27.17	18.88	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	10.6%	10.7%	14.7%	20.5%	20.3%
投资和汇兑收益	4.93	18.78	47.93	57.67	58.15	利润率					
营业利润	348.83	373.74	539.15	723.95	861.73	毛利率	39.2%	39.0%	40.2%	39.7%	39.3%
加:营业外净收支	-0.04	-0.28	0.40	0.00	0.00	营业利润率	31.8%	30.9%	33.7%	31.4%	29.6%
利润总额	348.79	373.46	539.55	723.95	861.73	净利润率	27.5%	26.9%	29.4%	27.3%	25.8%
减:所得税	47.02	47.44	70.14	94.11	112.03	EBITDA/营业收入	27.1%	26.8%	29.5%	27.7%	26.3%
净利润	293.33	317.85	457.67	614.09	730.97	EBIT/营业收入	25.0%	24.6%	28.2%	26.6%	25.3%
资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	运营效率					
货币资金	1493.98	1376.46	1742.15	2231.19	2849.27	固定资产周转天数	33	33	34	27	23
交易性金融资产	118.00	0.72	0.72	0.72	0.72	流动营业资本周转天数	105	97	85	85	87
应收账款	322.25	417.34	550.18	795.46	1013.57	流动资产周转天数	767	703	662	616	623
应收票据	22.31	15.61	24.33	34.62	42.91	应收帐款周转天数	109	110	109	105	112
预付帐款	36.80	14.29	19.12	27.82	35.32	存货周转天数	116	139	140	123	130
存货	215.94	356.12	387.63	562.92	712.53	总资产周转天数	920	930	810	679	664
其他流动资产	2.38	62.86	72.86	92.86	122.86	投资资本周转天数	804	807	701	586	559
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	12.2%	12.0%	15.2%	16.9%	16.7%
长期股权投资	5.95	7.11	7.11	7.11	7.11	ROA	10.0%	9.6%	11.8%	12.7%	12.4%
投资性房地产	3.31	2.27	2.27	2.27	2.27	ROIC	9.8%	9.7%	12.7%	14.4%	14.4%
固定资产	100.39	110.01	147.52	170.07	180.65	费用率					
在建工程	132.81	297.99	238.39	190.71	152.57	销售费用率	6.0%	4.4%	4.8%	4.7%	4.6%
无形资产	56.19	53.88	53.88	53.88	53.88	管理费用率	4.8%	4.4%	5.2%	5.1%	5.1%
其他非流动资产	0.97	49.38	49.38	49.38	49.38	财务费用率	-3.8%	-3.2%	-2.6%	-2.3%	-2.3%
资产总额	2928.40	3322.21	3869.27	4838.08	5879.76	三费/营业收入	7.0%	5.6%	7.4%	7.5%	7.3%
短期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	偿债能力					
应付帐款	280.34	382.81	493.75	704.10	895.12	资产负债率	17.5%	19.5%	20.7%	23.6%	24.4%
应付票据	107.94	104.39	134.67	197.64	243.86	权益权益比	21.2%	24.3%	26.1%	30.9%	32.2%
其他流动负债	3.58	6.40	7.40	9.40	11.40	流动比率	4.65	3.68	3.69	3.46	3.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	4.00	2.91	3.00	2.77	2.81
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	5936.34	1362.78	—	—	—
负债总额	512.32	648.56	801.87	1140.84	1432.81	分红指标					
少数股东权益	19.79	35.62	47.35	63.10	81.84	DPS(元)	0.15	0.15	0.00	0.00	0.00
股本	504.39	504.39	504.39	504.39	504.39	分红比率					
留存收益	1561.44	1803.63	2185.65	2799.74	3530.71	股息收益率	1.7%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	2416.07	2673.65	3067.40	3697.24	4446.95	业绩和估值指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	EPS(元)	0.58	0.63	0.91	1.22	1.45
净利润	293.33	317.85	457.67	614.09	730.97	BVPS(元)	4.75	5.23	5.99	7.21	8.65
加:折旧和摊销	22.23	26.68	22.09	25.13	27.56	PE(X)	15.4	19.6	20.1	15.0	12.6
资产减值准备	1.48	12.54	0.00	0.00	0.00	PB(X)	1.9	2.4	3.0	2.5	2.1
公允价值变动损失	-27.17	-18.88	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	-40.59	-33.52	0.00	0.00	0.00	P/S	4.1	5.1	5.7	4.0	3.2
投资收益	-4.93	-18.78	-47.93	-57.67	-58.15	EV/EBITDA	10.1	15.0	15.8	10.9	8.3
少数股东损益	8.44	8.17	11.74	15.75	18.74	CAGR(%)					
营运资金的变动	-79.74	-109.28	-50.14	-165.93	-159.19	PEG	0.7	2.3	0.5	0.4	0.7
经营活动产生现金流量	173.70	186.38	393.02	431.37	559.93	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-21.56	-63.79	48.33	57.67	58.15	REP					
融资活动产生现金流量	-70.89	-72.47	-75.66	0.00	0.00						

资料来源: wind 数据, 财通证券研究所

信息披露

● 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

● 资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

● 公司评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%；

增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间；

中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%；

无评级：由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

● 行业评级

看好：相对表现优于同期相关证券市场代表性指数；

中性：相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平；

看淡：相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数。

● 免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。