宏力达（688330.SH）

受益智能化配电趋势，一二次融合引领者加速发展

■国内一二次融合引领者，核心产品竞争力强。公司是国内一二次融合的引领者，主要从事配电网智能设备的研发、生产和销售，以及电力应用软件研发及实施等信息化服务，亦提供 IoT 通信模块、系统集成等产品和服务。根据招股书，公司的核心技术已达到国际先进水平，核心产品智能柱上开关是以物联网和智能化技术对传统柱上开关改造后的结果，采用“一二次全融合”技术，将配网线路的故障研判准确率、故障定位的精确度和故障隔离的有效率等提升到了较高程度，获得国家电网、南瑞集团等行业内知名客户的高度认可。随着配网设备对物联化、智能化、自动化的要求不断提升，公司凭借高性能产品始终保持行业领先地位，核心产品竞争力强。根据招股书，截至 2019 年底，公司核心产品智能柱上开关已累计销售量超 2.8 万套，规模位居行业前列。近年来，公司营业收入和净利润均实现了快速增长，根据公司 2020 年业绩快报显示，2020 年实现营业收入 9.09 亿元，同比增长 28.84%；实现归母净利润 3.20 亿元，同比增长 33.97%。

■受益电力物联网和配电网智能化趋势，“一二次融合”发展空间广阔。从长期来看，电网投资将出现结构性转变：一是配用电端投资的占比会持续上升；二是基于电力物联网建设相关的智能化、信息化领域投资的占比会大幅上升，在此前文章《共享万亿饕鬄盛宴，重塑行业未来发展》中，我们预计未来 5 年电网智能化的投资规模有望超万亿。而在智能电网的建设中，无论是配电网架结构优化、配电设备的升级与智能化还是配电自动化系统建设都将加速促进一二次融合的趋势。根据中能电科院的数据，目前传统一、二次设备的需求已出现疲软态势，“一二次融合”产品逐渐被市场认可，其占整体柱上断路器的比例从 2018 年 35.71%上升至 2019 年的 59.43%。从存量市场来看，依据《高压开关行业年鉴 2019》数据显示，2019 年国内 12kV 真空柱上断路器生产企业全年合计产量超 80 万套，主要为传统柱上开关，“一二次融合”柱上开关未来的市场空间较大。从增量市场来看，根据招股书，截至 2018 年，北京、江苏等 26 个省市实现配电网自动化覆盖率仅约 65%，距离 90%的目标还有较大差距。因此，随着“一二次融合”设备技术逐渐成熟、产品逐渐被认可，其市场渗透率会加速提升，未来市场空间广阔。

■公司技术、产品、客户资源等竞争优势突出。在技术及产品优势方面，区别与传统柱上开关和一二次成套柱上开关，公司的核心产品智

投资评级 **买入-A**

首次评级

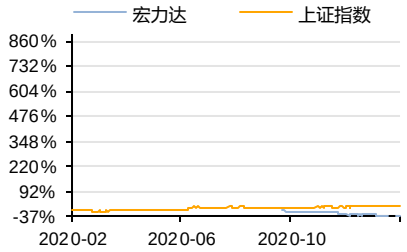
6 个月目标价： 元

股价（2021-02-23） 72.60 元

交易数据

总市值（百万元）	7,260.00
流通市值(百万元)	1,683.99
总股本（百万股）	100.00
流通股本(百万股)	23.20
12 个月价格区间	68.90/108.50 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-9.56	-30.69	-19.63
绝对收益	-8.74	-24.19	

邓永康 分析师
SAC 执业证书编号：S1450517050005
dengyk@essence.com.cn

朱凯 分析师
SAC 执业证书编号：S1450520120001
zhukai1@essence.com.cn

王瀚 分析师
SAC 执业证书编号：S1450521010003
wanghan2@essence.com.cn

郭彦辰 报告联系人
guoyc@essence.com.cn

相关报告

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

能柱上开关成功实现一二次全融合，具有智能化和集成化的特点，短路故障研判准确率达 99%以上，单相接地故障研判准确率达 90%，重合闸准确率接近 100%。经过多年的技术开发和持续的研发投入，公司已经掌握了一批行业内先进的核心技术成果，根据招股说明书中披露，公司已取得专利 97 项，软件著作权 83 项，核心产品性能位于行业前列，并已取得多项认证。除了核心产品之外，公司还开拓故障指示器，布局环网柜等智能配电化产品及配电网信息化服务。客户资源方面，目前公司已与国网浙江省电力有限公司等国家电网下属各级供电公司建立了密切合作关系，并获得南瑞集团、平高集团、国网信产集团等业内知名客户的高度评价。

■**业务聚焦于高附加值产品，募投项目增强市场竞争力。**公司主营业务收入来自于配电网智能设备，2017-2019 年该部分业务收入占主营业务收入比重分别为 64.91%、82.99%和 94.82%，其中智能柱上开关为公司核心产品，由于核心产品具有高技术壁垒和先发优势，公司产品综合毛利率较高，2017-2019 年，公司综合毛利率分别为公司综合毛利率分别为 48.34%、53.32%和 55.90%。此次公司上市，拟将募集资金用于包括上海生产基地及研发中心和总部大楼建设项目、泉州生产基地建设项目，有利于公司进一步扩大配电网智能柱上开关、故障指示器等核心产品产能，将增强公司主营业务相关研发、生产和销售，有利于增强公司市场竞争力，进一步巩固公司在一二次融合领域的领先地位。

■**投资建议：首次覆盖，给予公司买入-A 的投资评级。**我们预计公司 2020 年-2022 年收入分别为 9.09、12.2 和 16.48 亿元；营收增速分别为 28.8%、34.2%、35.1%；归母净利润分别为 3.2、4.2 和 5.8 亿元，增速分别为 34.0%、32.1%、38.1%；首次覆盖，给予公司买入-A 的投资评级。

风险提示：行业政策变化不及预期；募投项目建设不及预期等。

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	414.8	705.1	908.5	1,219.6	1,648.0
净利润	97.5	238.6	319.6	422.2	583.0
每股收益(元)	0.97	2.39	3.20	4.22	5.83
每股净资产(元)	4.24	6.41	8.89	11.85	15.93

盈利和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
市盈率(倍)	74.5	30.4	22.7	17.2	12.5
市净率(倍)	17.1	11.3	8.2	6.1	4.6
净利润率	23.5%	33.8%	35.2%	34.6%	35.4%
净资产收益率	23.0%	37.2%	35.9%	35.6%	36.6%
股息收益率	0.0%	0.0%	1.3%	1.7%	2.4%
ROIC	72.1%	535.2%	115.1%	54.5%	50.2%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	414.8	705.1	908.5	1,219.6	1,648.0
减:营业成本	193.6	311.0	404.4	544.7	738.4
营业税费	10.5	4.6	9.1	12.2	16.5
销售费用	39.7	46.1	39.1	47.2	57.4
管理费用	27.3	40.0	38.9	44.4	51.0
研发费用	30.1	36.7	40.0	52.4	70.9
财务费用	11.2	2.3	19.9	43.2	57.7
资产减值损失	11.8	-8.4	2.0	5.0	5.0
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	1.5	-1.7	1.0	1.0	1.0
营业利润	111.2	277.4	356.3	471.5	652.2
加:营业外净收支	0.7	-0.1	2.9	2.9	2.9
利润总额	111.9	277.3	359.1	474.4	655.1
减:所得税	14.5	38.7	39.5	52.2	72.1
净利润	97.5	238.6	319.6	422.2	583.0

资产负债表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	340.5	365.0	454.3	609.8	824.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	147.8	115.0	339.3	406.1	601.1
应收票据	15.7	15.9	22.2	29.6	41.3
预付帐款	31.1	9.6	47.0	39.8	66.0
存货	184.8	340.8	291.7	573.5	618.4
其他流动资产	47.4	39.1	29.1	38.6	35.6
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	87.7	87.5	87.5	87.5	87.5
固定资产	30.8	33.1	182.5	456.8	579.7
在建工程	0.7	4.3	302.6	281.0	232.4
无形资产	1.4	14.3	12.7	11.2	9.6
其他非流动资产	10.7	15.7	10.2	11.8	12.3
资产总额	898.6	1,040.3	1,779.0	2,545.6	3,107.9
短期债务	60.0	65.1	302.9	472.7	705.4
应付帐款	121.2	119.0	108.1	197.7	216.3
应付票据	17.0	2.2	18.1	18.1	25.8
其他流动负债	271.4	156.5	257.0	357.5	377.3
长期借款	-	53.3	200.3	310.7	186.6
其他非流动负债	5.1	3.6	3.3	4.0	3.6
负债总额	474.7	399.7	889.6	1,360.6	1,514.9
少数股东权益	-	-	-	-	-
股本	43.6	75.0	100.0	100.0	100.0
留存收益	380.2	565.6	789.4	1,085.0	1,493.1
股东权益	423.9	640.6	889.4	1,185.0	1,593.1

财务指标

(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长性					
营业收入增长率	64.3%	70.0%	28.8%	34.2%	35.1%
营业利润增长率	198.3%	149.4%	28.4%	32.3%	38.3%
净利润增长率	202.8%	144.8%	34.0%	32.1%	38.1%
EBITDA 增长率	190.4%	163.7%	52.8%	54.3%	41.3%
EBIT 增长率	205.5%	164.6%	37.5%	36.8%	37.9%
NOPLAT 增长率	204.5%	125.8%	39.1%	36.8%	37.9%
投资资本增长率	-69.6%	546.9%	189.0%	49.8%	24.0%
净资产增长率	30.2%	51.1%	38.8%	33.2%	34.4%
利润率					
毛利率	53.3%	55.9%	55.5%	55.3%	55.2%
营业利润率	26.8%	39.3%	39.2%	38.7%	39.6%
净利润率	23.5%	33.8%	35.2%	34.6%	35.4%
EBITDA/营业收入	25.7%	39.9%	47.3%	54.4%	56.9%
EBIT/营业收入	24.9%	38.8%	41.4%	42.2%	43.1%
运营效率					
固定资产周转天数	17	16	43	94	113
流动营业资本周转天数	68	66	117	127	137
流动资产周转天数	558	422	410	425	424
应收帐款周转天数	137	67	90	110	110
存货周转天数	127	134	125	128	130
总资产周转天数	622	495	559	638	617
投资资本周转天数	84	86	224	310	308
投资回报率					
ROE	23.0%	37.2%	35.9%	35.6%	36.6%
ROA	10.8%	22.9%	18.0%	16.6%	18.8%
ROIC	72.1%	535.2%	115.1%	54.5%	50.2%
费用率					
销售费用率	9.6%	6.5%	4.3%	3.9%	3.5%
管理费用率	6.6%	5.7%	4.3%	3.6%	3.1%
研发费用率	7.2%	5.2%	4.4%	4.3%	4.3%
财务费用率	2.7%	0.3%	2.2%	3.5%	3.5%
四费/营业收入	26.1%	17.8%	15.2%	15.3%	14.4%
偿债能力					
资产负债率	52.8%	38.4%	50.0%	53.5%	48.7%
负债权益比	112.0%	62.4%	100.0%	114.8%	95.1%
流动比率	1.63	2.58	1.73	1.62	1.65
速动比率	1.24	1.59	1.30	1.07	1.18
利息保障倍数	9.21	116.42	18.93	11.92	12.29
分红指标					
DPS(元)	-	-	0.96	1.27	1.75
分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	1.3%	1.7%	2.4%

现金流量表

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	97.5	238.6	319.6	422.2	583.0
加:折旧和摊销	3.7	8.3	53.9	148.8	227.3
资产减值准备	8.9	7.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	3.2	4.4	19.9	43.2	57.7
投资损失	-1.5	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0
少数股东损益	-	-	-	-	-
营运资金的变动	121.8	-283.5	-98.2	-169.0	-229.8
经营活动产生现金流量	217.6	29.7	294.3	444.2	637.3
投资活动产生现金流量	-107.2	-37.3	-499.0	-399.0	-299.0
融资活动产生现金流量	-2.3	31.8	294.0	110.4	-124.0

业绩和估值指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
EPS(元)	0.97	2.39	3.20	4.22	5.83
BVPS(元)	4.24	6.41	8.89	11.85	15.93
PE(X)	74.5	30.4	22.7	17.2	12.5
PB(X)	17.1	11.3	8.2	6.1	4.6
P/FCF	36.1	142.2	46.9	25.6	18.6
P/S	17.5	10.3	8.0	6.0	4.4
EV/EBITDA	-	-	16.8	11.1	7.7
CAGR(%)	63.0%	34.7%	114.9%	63.0%	34.7%
PEG	1.2	0.9	0.2	0.3	0.4
ROIC/WACC	7.0	52.3	11.2	5.3	4.9
REP	-	-	0.8	1.1	0.9

资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

邓永康、朱凯、王瀚声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn
北京联系人	张莹	北京区域销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn
	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn
	刘晓萱	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn
深圳联系人	张秀红	深圳基金组销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
	胡珍	深圳基金组高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	深圳基金组销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	深圳基金组销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	深圳基金组销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn
	黄秋琪	深圳基金组销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn
	喻聪	深圳基金组销售经理	18503038620	yucong@essence.com.cn
	马田田	深圳基金组销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮　编： 200080

北京市

地　址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。