

投资评级 优于大市 首次覆盖

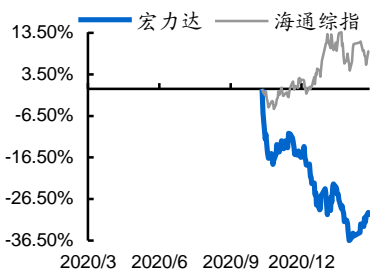
## 聚焦一二次融合电力设备，地域、产品扩张均可期

### 股票数据

|               |              |
|---------------|--------------|
| 03月03日收盘价(元)  | 75.69        |
| 52周股价波动(元)    | 68.08-120.00 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 100/23       |
| 总市值/流通市值(百万元) | 7569/1756    |

### 相关研究

### 市场表现



| 沪深300对比 | 1M  | 2M    | 3M    |
|---------|-----|-------|-------|
| 绝对涨幅(%) | 6.3 | -6.5  | -16.8 |
| 相对涨幅(%) | 6.9 | -11.1 | -24.6 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 房青

Tel: (021) 23219692

Email: fangq@htsec.com

证书: S0850512050003

分析师: 张一弛

Tel: (021) 23219402

Email: zyc9637@htsec.com

证书: S0850516060003

### 投资要点:

● **业务概况: 主营配电网智能设备, 聚焦一二次融合产品。**公司业务板块涵盖配电网智能设备、配电网信息化服务等。**主要产品为一二次融合智能柱上开关、故障指示器等, 同时积极推进配电网智能环网柜等一二次融合产品的开发及量产下线。**

● **业务概况: 智能柱上开关为目前公司核心产品。**2017至2019年, 公司**智能柱上开关**占总收入比重分别为19.30%、63.90%及80.33%, **为目前公司主要收入来源。**2019年, 公司故障指示器、接地故障研判辅助装置占总收入比重分别为11.55%、2.22%。

● **财务分析: 一二次融合设备解决电网运营痛点, 拉动公司业务体量快速增长。**目前, 我国在配电网的维护上存在一系列痛点: 接地故障研判率较低、人机交互程度不高等。由此导致了“故障研判难”以及“作业人员风险大”等问题, **故障的精准、快速、高效处置成为配电网发展的迫切需求。**一二次融合设备凭借其在功能、性能方面的大幅度提升, 已成为配电网未来重要发展方向。

公司聚焦一二次融合设备的业务定位, 拉动了近年收入、归母净利润的持续快速增长: 根据公司2020年度业绩快报, 公司2020年收入和归母净利润分别为9.09亿元和3.20亿元。2017-2020年, 公司收入和归母净利润复合增速分别为53.24%和114.92%。

● **财务分析: 主营业务毛利率持续提升。**2017至2019年, 公司主营业务毛利率由48.38%持续提升至56.04%。**主营业务毛利率提升主要源于: 高毛利率板块收入占比提升:**公司高毛利率的配电网智能设备板块占主营收入比重由2017年的64.91%增长至2019年的94.82%。

● **财务分析: 核心产品毛利率维持较高水平。**公司核心产品智能柱上开关的技术**附加值高**, 近年毛利率保持在较高水平, 2017至2019年分别为55.70%、56.72%、55.44%。

● **产业: 开关品类比较: 一二次融合开关具备人机互连及终端研判能力, 集成化程度显著提高。**

**(1) 一二次融合开关 VS 传统开关: 具备人机互连及终端研判能力。**

一二次融合开关由属于一次设备的开关本体和属于二次设备的控制终端组成, 控制终端对收集的线路运行状态数据进行分析 and 研判。故障发生时, 控制终端根据研判结果向开关本体发送开合闸等动作指令, 实现故障隔离, 同时与后台主站进行双向通信。**一二次融合开关将传统柱上开关以物联网和智**

### 主要财务数据及预测

|             | 2018   | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)   | 415    | 705    | 909   | 1181  | 1521  |
| (+/-)YoY(%) | 64.3%  | 70.0%  | 28.8% | 30.0% | 28.7% |
| 净利润(百万元)    | 97     | 239    | 320   | 418   | 540   |
| (+/-)YoY(%) | 202.8% | 144.8% | 34.0% | 30.7% | 29.3% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 0.97   | 2.39   | 3.20  | 4.18  | 5.40  |
| 毛利率(%)      | 53.3%  | 55.9%  | 56.0% | 55.9% | 55.8% |
| 净资产收益率(%)   | 23.0%  | 37.2%  | 10.1% | 11.5% | 12.4% |

资料来源: 公司年报(2018-2019), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

能化技术进行改造，使其具备了人机互连能力、终端研判能力及深度集成化的特点。

### （2）一二次融合开关 VS 一二次成套开关：集成化程度显著提高。

一二次成套开关是对一二次设备的拼接组合。

公司将自主研发的数只高精度交流传感器、取电模块、真空灭弧室一体化固封在高压开关本体的极柱之内，从工艺上成功实现了多个功能模块的高度集成化，且在故障研判和动作执行的性能参数、终端功耗、安全可靠等方面均具有显著优势。

- **产业：一二次融合开关的需求庞大。**据公司招股书，2018年，全国6-20kV配网线路中共有配电开关447.60万台，其中投运5年以内的占比50.6%，投运5-10年的占比28.2%，投运15-20年占比18.2%，剩余约3%投运20年以上。假若优先替换投运20年以上的开关设备，则将有约13.43万台的更换需求；若替换投运15年以上的开关设备，则将有约94.89万台的更换需求。现有投运5年以上开关设备大多数均为传统开关，无法满足现有自动化、智能化建设的要求，若考虑替换该类传统开关，则所有5年以上的开关设备均需升级换代，将有约221.11万台的更换需求。
- **公司：份额：市占率居行业前十。**目前，公司的客户主要为国家电网及其下属公司。2019年，全国传统柱上开关产量为80.83万台/套，公司智能柱上开关产量2.25万套，占比2.79%，居行业前十。若仅考虑智能柱上开关，公司产品的市占率会更高。
- **公司：技术：持续推进产品升级迭代，产品具高准确率。**2015年，公司成功研发第一代“一二次融合”智能柱上开关，2016年升级研发“一二次深度融合”智能柱上开关，此后不断升级迭代，至2019年已实现“一二次全融合”智能柱上开关的研发和试用，将短路故障及单相接地故障的研判准确率分别从当前配网实际运维工作中的90%及60%提高至99%以上及90%，成为当前配电网设施中物联化、智能化的代表性设备。
- **公司：成长空间**

#### （1）浙江省：目前公司主力市场，未来仍可期。

2019年，公司在浙江省的收入占主营业务收入的92.58%。浙江省经济发展水平较高，对于供电稳定性要求较高，国网浙江对于配电网的稳定性维护压力较大，倾向于购买智能化、物联化水平更高的设备，对于公司的智能柱上开关采购量较大。同时，公司较早就在国网浙江进行试挂试点。

截至2019年底，浙江省配电网线路中已安装29237套智能柱上开关，占总可安装套数的9.13%，故在浙江省智能柱上开关对传统柱上开关的替代方面，2020年起仍有29.10万套的替代空间。据公司招股书援引，据EPTC发布的《配电网设备调研报告》显示，一二次融合成套断路器采购均价为3.2万元/套，以此测算，2020年起浙江省智能柱上开关对传统柱上开关进行替代的市场规模约90亿元。若考虑到未来的新建线路，空间还会更大。

#### （2）浙江省外拓展持续落地。

除浙江以外，公司亦在其他省份积极布局。自2016年以来，公司智能柱上开关已在江苏、福建、冀北、四川、陕西、河南、山东等国家电网下属供电公司投入使用。2020年有较多智能柱上开关产品在山东、河南、陕西投入运行。

#### （3）智能环网柜丰富公司一二次融合产品版图

公司现有主要产品智能柱上开关主要应用于架空线路。公司同时也在推进应用于电缆线路上的智能环网柜，运用公司在智能柱上开关上积累的核心技术和优势，解决常规环网柜和一二次成套环网柜存在的问题，实现电缆线路的单相接地故障的快速准确的就地隔离。

公司智能环网柜样机已下线并通过型式试验，实现操作机构全密封，环网柜操作自动化。公司募投项目拟建设上海生产基地，达产后预计新增一二次融合环网柜0.5万套/年的产能，进一步扩大该业务体量。

我们认为，“智能柱上开关+智能环网柜”使公司产品同时覆盖架空线路和电缆线路，丰富一二次融合产品版图。

- **业务预测假设条件。**

关键假设：

### (1) 配电网智能设备-智能柱上开关

收入: 故障的精准、快速、高效处置为配电网发展的迫切需求, 一二次融合智能柱上开关凭借其在功能、性能方面的大幅度提升, 已成为配电网未来重要发展方向, 我们认为该业务收入将快速增长。2019年, 该业务收入同比增 113.72%。预计 2020-2022 年, 该业务收入同比增 32.30%、35.00%、32.50%。

毛利率: 2020 年, 公司智能柱上开关保持了较高的毛利率水平, 该产品技术附加值高, 我们认为, 该产品毛利率将稳定在较高水平, 预计 2020-2022 年, 该业务毛利率分别为 55.5%、55.5%、55.5%。

### (2) 配电网智能设备-故障指示器

收入: 2019 年该业务收入同比增 18.42%。故障指示器为传统二次设备, 我们预计, 该业务未来将逐步呈现平稳增长, 预计 2020-2022 年, 该业务收入同比增 15.00%、1.50%、1.50%。

毛利率: 2019 年, 公司该产品毛利率 69.41%, 我们预计该产品毛利率将基本维持稳定, 预计 2020-2022 年, 该业务毛利率分别为 69.4%、69.4%、69.4%。

### (3) 配电网智能设备合计

基于对配电网智能设备板块中主要业务的预测, 配电网智能设备整体板块: 我们预计 2020-2022 年, 收入同比增 30.09%、31.09%、29.59%。我们预计 2020-2022 年, 毛利率分别为 57.57%、57.20%、56.91%。

### (4) 配电网信息化服务合计

该板块为公司辅助业务, 我们预计收入将平稳增长, 配电网信息化服务板块: 我们预计 2020-2022 年, 板块收入增长 5.00%、5.00%、5.00%。我们预计 2020-2022 年, 板块毛利率基本稳定, 为 34.18%、34.18%、34.18%。

### (5) 整体预计

基于上述各板块的假设, 我们预计, 2020-2022 年, 公司整体收入同比增速分别为 28.84%、30.00%、28.74%。毛利率分别为 56.01%、55.91%、55.82%。

**表 1 公司分产品收入和毛利率预测 (万元)**

|                           | 2018     | 2019     | 2020E    | 2021E     | 2022E     |
|---------------------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| <b>配电网智能设备-智能柱上开关</b>     |          |          |          |           |           |
| 收入                        | 26504.93 | 56646.00 | 74942.66 | 101172.59 | 134053.68 |
| YoY                       | 444.10%  | 113.72%  | 32.30%   | 35.00%    | 32.50%    |
| 成本                        | 11471.33 | 25241.46 | 33349.48 | 45021.80  | 59653.89  |
| 毛利                        | 15033.60 | 31404.54 | 41593.18 | 56150.79  | 74399.79  |
| 毛利率(%)                    | 56.72    | 55.44    | 55.5     | 55.5      | 55.5      |
| <b>配电网智能设备-故障指示器</b>      |          |          |          |           |           |
| 收入                        | 6879.21  | 8146.11  | 9368.03  | 9508.55   | 9651.18   |
| YoY                       | -24.94%  | 18.42%   | 15.00%   | 1.50%     | 1.50%     |
| 成本                        | 2581.77  | 2491.90  | 2866.62  | 2909.62   | 2953.26   |
| 毛利                        | 4297.44  | 5654.21  | 6501.41  | 6598.93   | 6697.92   |
| 毛利率(%)                    | 62.47    | 69.41    | 69.4     | 69.4      | 69.4      |
| <b>配电网智能设备-接地故障研判辅助装置</b> |          |          |          |           |           |
| 收入                        | 724.09   | 1567.65  | 2042.87  | 2553.58   | 3064.30   |
| YoY                       | -47.50%  | 116.50%  | 30.31%   | 25.00%    | 20.00%    |
| 成本                        | 159.81   | 336.73   | 439.22   | 549.02    | 658.82    |
| 毛利                        | 564.28   | 1230.92  | 1603.65  | 2004.56   | 2405.48   |
| 毛利率(%)                    | 77.93    | 78.52    | 78.5     | 78.5      | 78.5      |
| <b>配电网智能设备-其他设备及运维服务</b>  |          |          |          |           |           |
| 收入                        | 311.16   | 117.12   | 122.98   | 129.12    | 135.58    |
| YoY                       | -67.27%  | -62.36%  | 5%       | 5%        | 5%        |
| 成本                        | 190.46   | 33.77    | 35.42    | 37.19     | 39.05     |
| 毛利                        | 120.70   | 83.35    | 87.56    | 91.94     | 96.53     |

|                      |          |          |          |           |           |
|----------------------|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 毛利率(%)               | 38.79    | 71.17    | 71.2     | 71.2      | 71.2      |
| <b>配电网智能设备-合计</b>    |          |          |          |           |           |
| 收入                   | 34419.39 | 66476.88 | 86476.53 | 113363.84 | 146904.74 |
| YoY                  | 110.30%  | 93.14%   | 30.09%   | 31.09%    | 29.59%    |
| 成本                   | 14403.37 | 28103.85 | 36690.73 | 48517.63  | 63305.02  |
| 毛利                   | 20016.02 | 38373.03 | 49785.80 | 64846.22  | 83599.72  |
| 毛利率(%)               | 58.15    | 57.72    | 57.57    | 57.20     | 56.91     |
| <b>配电网信息化服务-软件开发</b> |          |          |          |           |           |
| 收入                   | 1217.96  | 817.55   | 858.43   | 901.35    | 946.42    |
| YoY                  | -65.01%  | -32.88%  | 5.00%    | 5.00%     | 5.00%     |
| 成本                   | 758.42   | 480.80   | 515.06   | 540.81    | 567.85    |
| 毛利                   | 459.54   | 336.75   | 343.37   | 360.54    | 378.57    |
| 毛利率(%)               | 37.73    | 41.19    | 40       | 40        | 40        |
| <b>配电网信息化服务-实施服务</b> |          |          |          |           |           |
| 收入                   | 2218.37  | 467.04   | 490.39   | 514.91    | 540.66    |
| YoY                  | -8.56%   | -78.95%  | 5.00%    | 5.00%     | 5.00%     |
| 成本                   | 1772.48  | 346.87   | 372.70   | 391.33    | 410.90    |
| 毛利                   | 445.89   | 120.17   | 117.69   | 123.58    | 129.76    |
| 毛利率(%)               | 20.10    | 25.73    | 24       | 24        | 24        |
| <b>配电网信息化服务-合计</b>   |          |          |          |           |           |
| 收入                   | 3436.33  | 1284.59  | 1348.82  | 1416.26   | 1487.07   |
| YoY                  | -41.82%  | -62.62%  | 5.00%    | 5.00%     | 5.00%     |
| 成本                   | 2530.90  | 827.67   | 887.75   | 932.14    | 978.75    |
| 毛利                   | 905.43   | 456.92   | 461.07   | 484.12    | 508.32    |
| 毛利率(%)               | 26.35    | 35.57    | 34.18    | 34.18     | 34.18     |
| <b>其他</b>            |          |          |          |           |           |
| 收入                   | 3621.92  | 2751.49  | 3026.64  | 3329.30   | 3662.23   |
| YoY                  | 21.82%   | -24.03%  | 10.00%   | 10.00%    | 10.00%    |
| 成本                   | 2426.82  | 2167.62  | 2391.04  | 2630.15   | 2893.16   |
| 毛利                   | 1195.10  | 583.87   | 635.59   | 699.15    | 769.07    |
| 毛利率(%)               | 33.00    | 21.22    | 21       | 21        | 21        |
| <b>合计</b>            |          |          |          |           |           |
| 收入                   | 41477.64 | 70512.96 | 90851.99 | 118109.41 | 152054.04 |
| YoY                  | 64.29%   | 70.00%   | 28.84%   | 30.00%    | 28.74%    |
| 成本                   | 19361.09 | 31099.14 | 39969.53 | 52079.92  | 67176.93  |
| 毛利                   | 22116.55 | 39413.82 | 50882.45 | 66029.49  | 84877.11  |
| 毛利率(%)               | 53.32    | 55.90    | 56.01    | 55.91     | 55.82     |

资料来源：公司招股说明书，公司 2020 年业绩快报，海通证券研究所

**表 2 公司盈利预测 (百万元)**

|                    | 2018  | 2019  | 2020E | 2021E | 2022E |
|--------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>营业总收入 (百万元)</b> | 415   | 705   | 909   | 1181  | 1521  |
| 同比增长 (%)           | 64.3% | 70.0% | 28.8% | 30.0% | 28.7% |
| <b>营业总成本 (百万元)</b> |       |       |       |       |       |
| 营业成本 (百万元)         | 194   | 311   | 400   | 521   | 672   |
| 毛利率 (%)            | 53.3% | 55.9% | 56.0% | 55.9% | 55.8% |
| 营业税金及附加 (百万元)      | 10    | 5     | 6     | 8     | 10    |
| 营业税金及附加/营业收入 (%)   | 2.5%  | 0.6%  | 0.7%  | 0.7%  | 0.7%  |
| 销售费用 (百万元)         | 40    | 46    | 59    | 77    | 99    |
| 销售费用率 (%)          | 9.6%  | 6.5%  | 6.5%  | 6.5%  | 6.5%  |
| 管理费用 (百万元)         | 27    | 40    | 50    | 65    | 84    |
| 管理费用率 (%)          | 6.6%  | 5.7%  | 5.5%  | 5.5%  | 5.5%  |
| 财务费用 (百万元)         | 11    | 2     | 6     | -6    | -4    |
| 财务费用率 (%)          | 2.7%  | 0.3%  | 0.7%  | -0.5% | -0.3% |
| 资产减值损失 (百万元)       | 12    | 8     | -32   | -32   | -32   |
| 投资收益 (百万元)         | 1     | -2    | 2     | 2     | 3     |

|                            |             |             |             |             |             |
|----------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业利润 (百万元)                 | 111         | 277         | 365         | 480         | 622         |
| 同比增长 (%)                   | 198.3%      | 149.4%      | 31.7%       | 31.3%       | 29.6%       |
| 营业外收入 (百万元)                | 1           | 0           | 6           | 5           | 5           |
| 营业外支出 (百万元)                | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 利润总额 (百万元)                 | 112         | 277         | 370         | 484         | 626         |
| 同比增长 (%)                   | 196.8%      | 147.7%      | 33.6%       | 30.7%       | 29.3%       |
| 所得税费用 (百万元)                | 14          | 39          | 51          | 66          | 86          |
| 有效所得税率 (%)                 | 12.9%       | 14.0%       | 13.7%       | 13.7%       | 13.7%       |
| 净利润 (百万元)                  | 97          | 239         | 320         | 418         | 540         |
| 少数股东损益 (百万元)               | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| <b>归属于母公司所有者的净利润 (百万元)</b> | <b>97</b>   | <b>239</b>  | <b>320</b>  | <b>418</b>  | <b>540</b>  |
| 同比增长 (%)                   | 202.8%      | 144.8%      | 34.0%       | 30.7%       | 29.3%       |
| 净利润率 (%)                   | 23.5%       | 33.8%       | 35.2%       | 35.4%       | 35.5%       |
| <b>摊薄每股收益 (元)</b>          | <b>0.97</b> | <b>2.39</b> | <b>3.20</b> | <b>4.18</b> | <b>5.40</b> |

资料来源: 公司招股说明书, 公司 2020 年业绩快报, 海通证券研究所

- 盈利预测及投资建议。**我们预计, 2020-2022 年, 公司归属母公司净利润分别为 3.20 亿元、4.18 亿元、5.4 亿元。对应每股收益分别为 3.20 元、4.18 元、5.40 元。(1) PE 估值: 基于同业估值水平, 以及公司自身的成长性, 智能柱上开关在浙江省外拓展的持续落地, 智能环网柜布局对业务版图的扩充。给予 2021 年 25-30XPE, 对应合理估值区间 104.5 元-125.4 元。(2) PS 估值: 基于同业估值水平, 以及公司自身的成长性, 智能柱上开关在浙江省外拓展的持续落地, 智能环网柜布局对业务版图的扩充。给予 2021 年 7-9XPS, 公司 2021 年每股收入为 11.81 元, 对应合理估值区间 82.67 元-106.29 元。(3) 结合 PE 估值、PS 估值两种方法, 给予公司合理估值区间 104.5 元-106.29 元。首次覆盖, 给予“优于大市”评级。

表 3 同业估值水平 (PE)

|                | 收盘价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | EPS (元/股) |       |       | PE (X)       |              |              |
|----------------|------------|-------------|-----------|-------|-------|--------------|--------------|--------------|
|                |            |             | 2020E     | 2021E | 2022E | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
| 688100.SH 威胜信息 | 23.05      | 115.25      | 0.56      | 0.71  | 0.93  | 41.16        | 32.35        | 24.85        |
| 688080.SH 映翰通  | 41.07      | 21.53       | 0.80      | 1.15  | 1.39  | 51.34        | 35.74        | 29.56        |
| 603666.SH 亿嘉和  | 90.90      | 126.02      | 2.72      | 3.68  | 5.02  | 33.37        | 24.68        | 18.09        |
| <b>行业平均</b>    |            |             |           |       |       | <b>41.96</b> | <b>30.93</b> | <b>24.17</b> |

资料来源: WIND 一致预期, 威胜信息、映翰通 2020 年业绩快报, 海通证券研究所

注: 2020 年 EPS: 亿嘉和为 WIND 一致预期, 威胜信息、映翰通为 2020 年业绩快报数据

表 4 同业估值水平 (PS)

|                | 收盘价<br>(元) | 总市值<br>(亿元) | 营业收入 (亿元) |       |       | PS (X)      |             |             |
|----------------|------------|-------------|-----------|-------|-------|-------------|-------------|-------------|
|                |            |             | 2020E     | 2021E | 2022E | 2020E       | 2021E       | 2022E       |
| 688100.SH 威胜信息 | 23.05      | 115.25      | 14.49     | 19.14 | 24.34 | 7.95        | 6.02        | 4.73        |
| 688080.SH 映翰通  | 41.07      | 21.53       | 3.10      | 4.34  | 5.55  | 6.94        | 4.96        | 3.88        |
| 603666.SH 亿嘉和  | 90.90      | 126.02      | 11.05     | 14.96 | 19.84 | 11.40       | 8.43        | 6.35        |
| <b>行业平均</b>    |            |             |           |       |       | <b>8.76</b> | <b>6.47</b> | <b>4.99</b> |

资料来源: WIND 一致预期, 威胜信息、映翰通 2020 年业绩快报, 海通证券研究所

注: 2020 年营业收入: 亿嘉和为 WIND 一致预期, 威胜信息、映翰通为 2020 年业绩快报数据

- 风险提示。**电网对智能柱上开关的推广进度低于预期, 公司智能环网柜业务拓展进度低于预期。

## 财务报表分析和预测

| 主要财务指标             | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        | 利润表 (百万元)          | 2019        | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>每股指标 (元)</b>    |             |              |              |              | <b>营业总收入</b>       | <b>705</b>  | <b>909</b>   | <b>1181</b>  | <b>1521</b>  |
| 每股收益               | 2.39        | 3.20         | 4.18         | 5.40         | 营业成本               | 311         | 400          | 521          | 672          |
| 每股净资产              | 6.41        | 31.69        | 36.49        | 43.45        | 毛利率%               | 55.9%       | 56.0%        | 55.9%        | 55.8%        |
| 每股经营现金流            | 0.30        | 2.84         | 3.40         | 4.66         | 营业税金及附加            | 5           | 6            | 8            | 10           |
| 每股股利               | 0.00        | 0.00         | 0.00         | 0.00         | 营业税金率%             | 0.6%        | 0.7%         | 0.7%         | 0.7%         |
| <b>价值评估 (倍)</b>    |             |              |              |              | 营业费用               | 46          | 59           | 77           | 99           |
| P/E                | 31.72       | 23.68        | 18.11        | 14.01        | 营业费用率%             | 6.5%        | 6.5%         | 6.5%         | 6.5%         |
| P/B                | 11.81       | 2.39         | 2.07         | 1.74         | 管理费用               | 40          | 50           | 65           | 84           |
| P/S                | 8.05        | 8.33         | 6.41         | 4.98         | 管理费用率%             | 5.7%        | 5.5%         | 5.5%         | 5.5%         |
| EV/EBITDA          | -0.90       | 15.16        | 11.93        | 9.30         | EBIT               | 267         | 347          | 449          | 577          |
| 股息率%               | <b>0.0%</b> | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | <b>0.0%</b>  | 财务费用               | 2           | 6            | -6           | -4           |
| <b>盈利能力指标 (%)</b>  |             |              |              |              | 财务费用率%             | 0.3%        | 0.7%         | -0.5%        | -0.3%        |
| 毛利率                | 55.9%       | 56.0%        | 55.9%        | 55.8%        | 资产减值损失             | -8          | -32          | -32          | -32          |
| 净利润率               | 33.8%       | 35.2%        | 35.4%        | 35.5%        | 投资收益               | -2          | 2            | 2            | 3            |
| 净资产收益率             | 37.2%       | 10.1%        | 11.5%        | 12.4%        | <b>营业利润</b>        | <b>277</b>  | <b>365</b>   | <b>480</b>   | <b>622</b>   |
| 资产回报率              | 22.9%       | 9.0%         | 10.1%        | 10.8%        | 营业外收支              | 0           | 5            | 5            | 5            |
| 投资回报率              | 30.2%       | 9.3%         | 10.5%        | 11.3%        | <b>利润总额</b>        | <b>277</b>  | <b>370</b>   | <b>484</b>   | <b>626</b>   |
| <b>盈利增长 (%)</b>    |             |              |              |              | EBITDA             | 275         | 356          | 459          | 612          |
| 营业收入增长率            | 70.0%       | 28.8%        | 30.0%        | 28.7%        | 所得税                | 39          | 51           | 66           | 86           |
| EBIT 增长率           | 134.6%      | 30.0%        | 29.7%        | 28.5%        | 有效所得税率%            | 14.0%       | 13.7%        | 13.7%        | 13.7%        |
| 净利润增长率             | 144.8%      | 34.0%        | 30.7%        | 29.3%        | 少数股东损益             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>偿债能力指标</b>      |             |              |              |              | <b>归属母公司所有者净利润</b> | <b>239</b>  | <b>320</b>   | <b>418</b>   | <b>540</b>   |
| 资产负债率              | 38.4%       | 11.3%        | 12.2%        | 12.8%        |                    |             |              |              |              |
| 流动比率               | 2.58        | 9.69         | 7.69         | 6.01         | <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| 速动比率               | 1.56        | 8.40         | 6.40         | 4.71         | 货币资金               | 365         | 2751         | 2670         | 2456         |
| 现金比率               | 1.06        | 7.87         | 5.88         | 4.20         | 应收账款及应收票据          | 129         | 166          | 216          | 278          |
| <b>经营效率指标</b>      |             |              |              |              | 存货                 | 341         | 438          | 571          | 736          |
| 应收帐款周转天数           | 58.47       | 58.50        | 58.50        | 58.50        | 其它流动资产             | 51          | 32           | 37           | 42           |
| 存货周转天数             | 400.04      | 400.00       | 400.00       | 400.00       | 流动资产合计             | 885         | 3387         | 3493         | 3512         |
| 总资产周转率             | 0.68        | 0.25         | 0.28         | 0.31         | 长期股权投资             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产周转率            | 21.27       | 25.77        | 4.05         | 1.98         | 固定资产               | 33          | 35           | 292          | 766          |
|                    |             |              |              |              | 在建工程               | 4           | 8            | 208          | 518          |
|                    |             |              |              |              | 无形资产               | 14          | 39           | 61           | 83           |
|                    |             |              |              |              | 非流动资产合计            | 155         | 184          | 662          | 1468         |
| <b>现金流量表 (百万元)</b> | <b>2019</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>资产总计</b>        | <b>1040</b> | <b>3571</b>  | <b>4155</b>  | <b>4980</b>  |
| 净利润                | 239         | 320          | 418          | 540          | 短期借款               | 65          | 0            | 0            | 0            |
| 少数股东损益             | 0           | 0            | 0            | 0            | 应付票据及应付账款          | 121         | 156          | 203          | 262          |
| 非现金支出              | 26          | 40           | 41           | 66           | 预收账款               | 100         | 128          | 167          | 214          |
| 非经营收益              | -1          | -1           | -5           | -6           | 其它流动负债             | 57          | 65           | 84           | 108          |
| 营运资金变动             | -234        | -75          | -114         | -134         | 流动负债合计             | 343         | 350          | 454          | 585          |
| <b>经营活动现金流</b>     | <b>30</b>   | <b>284</b>   | <b>340</b>   | <b>466</b>   | 长期借款               | 53          | 49           | 48           | 47           |
| 资产                 | -83         | -32          | -420         | -680         | 其它长期负债             | 4           | 4            | 4            | 4            |
| 投资                 | 45          | 3            | 0            | 0            | 非流动负债合计            | 57          | 53           | 52           | 51           |
| 其他                 | 1           | 1            | 2            | 3            | <b>负债总计</b>        | <b>400</b>  | <b>402</b>   | <b>506</b>   | <b>635</b>   |
| <b>投资活动现金流</b>     | <b>-37</b>  | <b>-28</b>   | <b>-418</b>  | <b>-677</b>  | 实收资本               | 75          | 100          | 100          | 100          |
| 债权募资               | 144         | -69          | -1           | -1           | 归属于母公司所有者权益        | 641         | 3169         | 3649         | 4345         |
| 股权募资               | 0           | 25           | 0            | 0            | 少数股东权益             | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 其他                 | -112        | 2175         | -2           | -2           | <b>负债和所有者权益合计</b>  | <b>1040</b> | <b>3571</b>  | <b>4155</b>  | <b>4980</b>  |
| <b>融资活动现金流</b>     | <b>32</b>   | <b>2130</b>  | <b>-3</b>    | <b>-3</b>    |                    |             |              |              |              |
| <b>现金净流量</b>       | <b>24</b>   | <b>2386</b>  | <b>-81</b>   | <b>-214</b>  |                    |             |              |              |              |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 03 月 03 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2019), 海通证券研究所

## 信息披露

### 分析师声明

房青 电力设备及新能源行业  
张一弛 电力设备及新能源行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 上海电气,良信股份,卧龙电驱,许继电气,八方股份,信捷电气,炬华科技,正泰电器,汇川技术,雷赛智能,科士达,东方电气,国电南瑞,宏发股份,麦格米特

### 投资评级说明

|  | 类别     | 评级   | 说明                             |
|--|--------|------|--------------------------------|
| <b>1. 投资评级的比较和评级标准:</b><br>以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后 6 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; | 股票投资评级 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;           |
|  |        | 中性   | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;     |
|  |        | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;         |
|  |        | 无评级  | 对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。   |
| <b>2. 市场基准指数的比较标准:</b><br>A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。               | 行业投资评级 | 优于大市 | 预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;      |
|  |        | 中性   | 预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间; |
|  |        | 弱于大市 | 预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。      |

### 法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

## 海通证券股份有限公司研究所

路颖 所长  
(021)23219403 luying@htsec.com

高道德 副所长  
(021)63411586 gaodd@htsec.com

邓勇 副所长  
(021)23219404 dengyong@htsec.com

荀玉根 副所长  
(021)23219658 xyg6052@htsec.com

涂力磊 所长助理  
(021)23219747 tll5535@htsec.com

余文心 所长助理  
(0755)82780398 ywx9461@htsec.com

### 宏观经济研究团队

宋潇(021)23154483 sx11788@htsec.com  
梁中华(021)23219820 lzh13508@htsec.com  
联系人  
应稼娟(021)23219394 yjx12725@htsec.com  
侯欢(021)23154658 hh13288@htsec.com

### 金融工程研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
冯佳睿(021)23219732 fengjr@htsec.com  
郑雅斌(021)23219395 zhengyb@htsec.com  
罗蕾(021)23219984 ll9773@htsec.com  
余浩淼(021)23219883 yhm9591@htsec.com  
袁林青(021)23212230 ylq9619@htsec.com  
姚石(021)23219443 ys10481@htsec.com  
张振岗(021)23154386 zzg11641@htsec.com  
颜伟(021)23219914 yw10384@htsec.com  
联系人  
孙丁茜(021)23212067 sdq13207@htsec.com  
张耿宇(021)23212231 zgy13303@htsec.com

### 金融产品研究团队

高道德(021)63411586 gaodd@htsec.com  
倪韵婷(021)23219419 niyt@htsec.com  
唐洋运(021)23219004 tangyy@htsec.com  
皮灵(021)23154168 pl10382@htsec.com  
徐燕红(021)23219326 xyh10763@htsec.com  
谈鑫(021)23219686 tx10771@htsec.com  
庄梓恺(021)23219370 zzk11560@htsec.com  
周一洋(021)23219774 zyy10866@htsec.com  
联系人  
谭实宏(021)23219445 tsh12355@htsec.com  
吴其右(021)23154167 wqy12576@htsec.com  
黄雨薇(021)23219645 hyw13116@htsec.com  
张弛(021)23219773 zc13338@htsec.com  
邵飞(021)23219819 sf13370@htsec.com

### 固定收益研究团队

周霞(021)23219807 zx6701@htsec.com  
姜珊珊(021)23154121 jps10296@htsec.com  
联系人  
王巧喆(021)23154142 wqz12709@htsec.com  
张紫睿(021)23154484 z zr13186@htsec.com  
孙丽萍(021)23154124 slp13219@htsec.com

### 策略研究团队

荀玉根(021)23219658 xyg6052@htsec.com  
高上(021)23154132 gs10373@htsec.com  
李影(021)23154117 ly11082@htsec.com  
张向伟(021)23154141 zxw10402@htsec.com  
李姝醒 lsx11330@htsec.com  
曾知(021)23219810 zz9612@htsec.com  
郑子勋(021)23219733 zzx12149@htsec.com  
刘溢(021)23219748 ly12337@htsec.com  
周旭辉 zxh12382@htsec.com  
联系人  
吴信坤 021-23154147 wxk12750@htsec.com

### 中小市值团队

钮宇鸣(021)23219420 ymniu@htsec.com  
孔维娜(021)23219223 kongwn@htsec.com  
潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com  
相美(021)23219945 xj11211@htsec.com  
联系人  
王园沁 02123154123 wyq12745@htsec.com

### 政策研究团队

李明亮(021)23219434 lml@htsec.com  
吴一萍(021)23219387 wuyiping@htsec.com  
朱蕾(021)23219946 zl8316@htsec.com  
周洪荣(021)23219953 zhr8381@htsec.com  
王旭(021)23219396 wx5937@htsec.com

### 石油化工行业

邓勇(021)23219404 dengyong@htsec.com  
朱军军(021)23154143 zjj10419@htsec.com  
胡歆(021)23154505 hx11853@htsec.com  
张璇(021)23219411 zx12361@htsec.com

### 医药行业

余文心(0755)82780398 ywx9461@htsec.com  
郑琴(021)23219808 zq6670@htsec.com  
贺文斌(010)68067998 hwb10850@htsec.com  
范国钦 02123154384 fgq12116@htsec.com  
联系人  
梁广楷(010)56760096 lgk12371@htsec.com  
孟陆 86 10 56760096 ml13172@htsec.com  
周航(021)23219671 zh13348@htsec.com  
朱赵明(021)23154120 zzm12569@htsec.com  
彭婷(010)68067998 ppt3606@htsec.com

### 汽车行业

王猛(021)23154017 wm10860@htsec.com  
杜威(0755)82900463 dw11213@htsec.com  
曹雅倩(021)23154145 cyq12265@htsec.com  
联系人  
房乔华 021-23219807 fqh12888@htsec.com  
郑蕾 23963569 zl12742@htsec.com

### 公用事业

吴杰(021)23154113 wj10521@htsec.com  
戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com  
傅逸帆(021)23154398 fuf11758@htsec.com  
张磊(021)23212001 zll10996@htsec.com  
于鸿光(021)23219646 yhg13617@htsec.com

### 批发和零售贸易行业

李宏科(021)23154125 lhk11523@htsec.com  
高瑜(021)23219415 gy12362@htsec.com  
汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com

### 互联网及传媒

郝艳辉(010)58067906 hyh11052@htsec.com  
毛云聪(010)58067907 myc11153@htsec.com  
陈星光(021)23219104 cxg11774@htsec.com  
孙小雯(021)23154120 sxw10268@htsec.com

### 有色金属行业

施毅(021)23219480 sy8486@htsec.com  
陈晓航(021)23154392 cxh11840@htsec.com  
甘嘉尧(021)23154394 gjy11909@htsec.com  
联系人  
郑景毅 zjy12711@htsec.com

### 房地产行业

涂力磊(021)23219747 tll5535@htsec.com  
谢盐(021)23219436 xiey@htsec.com  
金晶(021)23154128 jj10777@htsec.com  
杨凡(010)58067828 yf11127@htsec.com



|   |   |  |
|---|---|--|
| <b>电子行业</b><br>周旭辉 zhx12382@htsec.com<br>联系人<br>肖隽翀 021-23154139 xjc12802@htsec.com   | <b>煤炭行业</b><br>李 焱(010)58067998 lm10779@htsec.com<br>戴元灿(021)23154146 dyc10422@htsec.com<br>吴 杰(021)23154113 wj10521@htsec.com<br>王 涛(021)23219760 wt12363@htsec.com  | <b>电力设备及新能源行业</b><br>张一弛(021)23219402 zyc9637@htsec.com<br>房 青(021)23219692 fangq@htsec.com<br>曾 彪(021)23154148 zb10242@htsec.com<br>徐柏乔(021)23219171 x bq6583@htsec.com       |
| <b>基础化工行业</b><br>刘 威(0755)82764281 lw10053@htsec.com<br>刘海荣(021)23154130 lhr10342@htsec.com<br>张翠翠(021)23214397 zcc11726@htsec.com<br>孙维容(021)23219431 swr12178@htsec.com<br>李 智(021)23219392 lz11785@htsec.com | <b>计算机行业</b><br>郑宏达(021)23219392 zhd10834@htsec.com<br>杨 林(021)23154174 yl11036@htsec.com<br>于成龙(021)23154174 ycl12224@htsec.com<br>黄竞晶(021)23154131 hjj10361@htsec.com<br>洪 琳(021)23154137 hl11570@htsec.com<br>联系人<br>杨 蒙(0755)23617756 ym13254@htsec.com | <b>通信行业</b><br>朱劲松(010)50949926 zjs10213@htsec.com<br>余伟民(010)50949926 ywm11574@htsec.com<br>张峰青(021)23219383 zzq11650@htsec.com<br>联系人<br>杨彤昕 010-56760095 ytx12741@htsec.com |
| <b>非银行金融行业</b><br>孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com<br>何 婷(021)23219634 ht10515@htsec.com<br>李芳洲(021)23154127 lfz11585@htsec.com<br>联系人<br>任广博(010)56760090 rgb12695@htsec.com                                  | <b>交通运输行业</b><br>虞 楠(021)23219382 yun@htsec.com<br>罗月江(010)56760091 lyj12399@htsec.com<br>李 轩(021)23154652 lx12671@htsec.com<br>陈 宇(021)23219442 cy13115@htsec.com  | <b>纺织服装行业</b><br>梁 希(021)23219407 lx11040@htsec.com<br>盛 开(021)23154510 sk11787@htsec.com  |
| <b>建筑建材行业</b><br>冯晨阳(021)23212081 fcy10886@htsec.com<br>潘莹练(021)23154122 pyl10297@htsec.com<br>申 浩(021)23154114 sh12219@htsec.com<br>颜慧菁 yhj12866@htsec.com   | <b>机械行业</b><br>余炜超(021)23219816 swc11480@htsec.com<br>周 丹 zd12213@htsec.com<br>吉 晟(021)23154653 js12801@htsec.com<br>赵玥炜(021)23219814 zyw13208@htsec.com<br>联系人<br>赵靖博 zjb13572@htsec.com   | <b>钢铁行业</b><br>刘彦奇(021)23219391 liuyq@htsec.com<br>周慧琳(021)23154399 zh111756@htsec.com   |
| <b>建筑工程行业</b><br>张欣劼 zxj12156@htsec.com<br>李富华(021)23154134 lf12225@htsec.com   | <b>农林牧渔行业</b><br>丁 频(021)23219405 dingpin@htsec.com<br>陈 阳(021)23212041 cy10867@htsec.com<br>联系人<br>孟亚琦(021)23154396 myq12354@htsec.com   | <b>食品饮料行业</b><br>闻宏伟(010)58067941 whw9587@htsec.com<br>颜慧菁 yhj12866@htsec.com<br>张宇轩(021)23154172 zyx11631@htsec.com<br>程碧升(021)23154171 cbs10969@htsec.com                    |
| <b>军工行业</b><br>张恒昶 zhx10170@htsec.com<br>张高艳 0755-82900489 zgy13106@htsec.com<br>联系人<br>刘砚菲 021-2321-4129 lyf13079@htsec.com  | <b>银行行业</b><br>孙 婷(010)50949926 st9998@htsec.com<br>解巍巍 xww12276@htsec.com<br>林加力(021)23154395 lj12245@htsec.com<br>联系人<br>董栋梁(021)23219356 ddl13026@htsec.com  | <b>社会服务行业</b><br>汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com<br>许樱之(755)82900465 xyz11630@htsec.com<br>联系人<br>毛弘毅(021)23219583 mhy13205@htsec.com  |
| <b>家电行业</b><br>陈子仪(021)23219244 chenzy@htsec.com<br>李 阳(021)23154382 ly11194@htsec.com<br>朱默辰(021)23154383 zmc11316@htsec.com<br>刘 璐(021)23214390 ll11838@htsec.com   | <b>造纸轻工行业</b><br>汪立亭(021)23219399 wanglt@htsec.com<br>赵 洋(021)23154126 zy10340@htsec.com<br>联系人<br>柳文韬(021)23219389 lwt13065@htsec.com  |  |

## 研究所销售团队

|   |   |  |
|---|---|--|
| <b>深广地区销售团队</b><br>蔡铁清(0755)82775962 ctq5979@htsec.com<br>伏财勇(0755)23607963 fcy7498@htsec.com<br>辜丽娟(0755)83253022 gulj@htsec.com<br>刘晶晶(0755)83255933 liujj4900@htsec.com<br>饶 伟(0755)82775282 rw10588@htsec.com<br>欧阳梦楚(0755)23617160 oymc11039@htsec.com<br>巩柏含 gbh11537@htsec.com<br>滕雪竹 txz13189@htsec.com | <b>上海地区销售团队</b><br>胡雪梅(021)23219385 huxm@htsec.com<br>朱 健(021)23219592 zhuj@htsec.com<br>李唯佳(021)23219384 liwj@htsec.com<br>黄 毓(021)23219410 huangyu@htsec.com<br>漆冠男(021)23219281 qgn10768@htsec.com<br>胡宇欣(021)23154192 hyx10493@htsec.com<br>黄 诚(021)23219397 hc10482@htsec.com<br>毛文英(021)23219373 mwy10474@htsec.com<br>马晓男 mxn11376@htsec.com<br>杨祎昕(021)23212268 yyx10310@htsec.com<br>张思宇 zsy11797@htsec.com<br>王朝领 wcl11854@htsec.com<br>邵亚杰 23214650 syj12493@htsec.com<br>李 寅 021-23219691 ly12488@htsec.com<br>董晓梅 dxm10457@htsec.com | <b>北京地区销售团队</b><br>殷怡琦(010)58067988 yyq9989@htsec.com<br>郭 楠 010-5806 7936 gn12384@htsec.com<br>张丽莹(010)58067931 zlx11191@htsec.com<br>杨羽莎(010)58067977 yys10962@htsec.com<br>郭金珏(010)58067851 gjy12727@htsec.com<br>张钧博 zjb13446@htsec.com<br>高 瑞 gr13547@htsec.com |
|---|---|--|

海通证券股份有限公司研究所  
地址：上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 9 楼  
电话：(021) 23219000  
传真：(021) 23219392  
网址：www.htsec.com