



2015年4月1日
公司研报
评级：未评级
目标价：不适用

股价(港元) 9.03
预期股票回报 NA
预期股息收益率 NA
预期总回报 NA

前期报告评级及目标价 NA
前次报告日期 NA

分析员：陈宜庵
电话：(852) 2147 8819
电邮：markybchen@abci.com.hk

主要数据

52周高/低(港元) 9.44/5.04
发行股数(百万) 952
市值(百万港元) 8,597
3个月日均成交额(百万港元) 10.4
大股东及持股(%)：
星宝投资控股有限公司 53.68
来源：公司、彭博、农银国际证券

FY14 全年收入分布 (%)

智能电表 29.32
智能计量解决方案 59.64
智能配用电系统及解决方案 11.04
合计 100.00
来源：公司、彭博、农银国际证券

股价表现(%)

	绝对回报	相对回报*
1个月	16.07	15.45
3个月	24.72	19.43
6个月	26.29	17.91

*相对恒生指数

来源：公司、彭博、农银国际证券

1年期股价表现(港元)



来源：彭博、农银国际证券

威胜集团公司 (3393 HK)

公司近期业务进展摘要及管理会议纪要

- 威胜集团是中国智能计量、智能配用电与能效管理整体解决方案的领先供应商之一。主营收入源自智能电表(SM)、智能计量业务(AMI)和智能配用电业务(ADO)
- 该集团在AMI和ADO这两项较高毛利的业务方向上进展顺利。受惠于中国整体行业需求增长和公司的技术产品能力提升，这两项产品的销售前景较好，特别是ADO业务仍然存在毛利提升空间和销售增长空间
- 集团国际化业务进程良好，目前已经进入多个海外市场；未来有望继续受惠于“一带一路”之下的基建建设
- 管理层认为目前ADO仍然处于初期发展阶段，整个业务板块的毛利率仍然有提升空间

集团成功实现业务布局的更新。威胜集团是中国智能计量、智能配用电与能效管理整体解决方案的领先供应商之一。过往主营业务为智能计量业务(AMI)，智能配用电业务(ADO)和智能电表(SM)三部分。公司在2014年成功将ADO的收入占比从2013年的4%骤升至2014年的11%，同比增长225%至3.1亿元(人民币，下同)。显示公司向更具技术含量及更符合行业发展前景的领域取得了较大的突破。

海外业务开始逐步放量。公司的海外的业务有两种发展策略，一是通过自身团队和自有渠道进行，这一方面的基础有许多年，公司目前已经进入埃及、印尼、坦桑尼亚、孟加拉等多个市场，特别是在非洲和东南亚地区已经开始“上量”。另一种海外策略是通过西门子等较强势的行业企业进入海外市场，目前已进入巴西、墨西哥等市场，并取得突破。在上述市场，除了提供智能计量产品外，已开展AMI改造计划。近期中国媒体报道称该公司获得坦桑尼亚国家电力公司约1,230万美元的预付费功能智能计量系统合同。

ADO业务毛利仍然有提升空间。公司2014年SM/AMI/ADO的毛利率分别为22%/41%/32%。除ADO业务比2013年提升3个百分点外，SM/AMI分别下滑3个、1个百分点，拖累整体毛利从35.1%下滑至34.24%。管理层认为ADO处于行业偏低水平。一是该业务仍处于发展期，公司需要提升行业客户粘性，因此需要有整体考虑；二是去年刚收购的湖南开关公司的传统订单有负面影响；预计未来ADO业务的毛利会逐步上升至35%水平。此外，随着中国人工成本的上升和对产品服务价格敏感度的降低，未来配电服务方面的运维会有一定的提价空间，客户会愿意接受更高的价格。

盈利能力突出。集团毛利率虽然在2014年下跌至34.2%，但仍高于2012年的32.8%；并且经营利润持续3年改善，反映期成本管控能力较强。集团ROAA从2012年的7.58%升至2013/2014的8.9%/9.31%；同期ROAE也从2012年的12.5%升至2013/2014年的14.67%/15.77%。截止2014年的净借贷/总权益比为12.8%，反映财务状况良好。

业绩表现及估值

财年截止于12月31日	2012A	2013A	2014A
收入(千人民币)	2,452,297	2,412,343	2,811,871
同比变化 (%)	-	(1.63)	16.56
净利润(千人民币)	323,149	401,125	482,439
同比变化 (%)	-	24.13	20.27
摊薄每股盈利(人民币)	0.35	0.43	0.51
同比变化 (%)	-	22.86	18.60
每股净资产(人民币)	2.79	3.08	3.41
同比变化 (%)	-	10.37	10.58
市盈率(倍)	-	-	14.26
市净率(倍)	-	-	2.13
股息,港元	0.18	0.21	0.24
股息收益率 (%)	-	-	2.64
平均净资产回报率 (%)	12.51	14.67	15.77
平均总资产回报率 (%)	7.58	8.91	9.31

来源：彭博、农银国际证券



行业在中国发展前景良好。中国智能电网行业受惠于以下驱动因素：

1、节能减排是中国政府的长期国策，而建立一个稳定、安全以及可以方便接入清洁能源的智能配用电网络，对中国的节能减排至关重要。

2、中国已进入全面建设坚强智能电网阶段，根据国家电网规划，“十二五”末电网智能化预期达到较高水平。2015 年国家电网公司计划投资 4,202 亿元建设电网，投资重心仍然是特高压、配电网与智能化。国家电网将完成 30 个重点城市市区、30 个非重点城市核心区配电网建设改造，重点城市市区配电网自动化覆盖率超过 50%。预计配电网建设在 2015 年将迎来新高潮。

3、根据南方电网公司此前披露的 2013 - 2020 年发展规划，到 2020 年，城市配电网自动化覆盖率要达到 80%，实现包括提升电网节能增效等任务。

4、中国政府倡导的“一带一路”国家发展战略也将带动沿线覆盖区域的基础建设，由于有关区域多为中国西部地区，以及不少发展中国家，电力消费水平低，也欠缺先进的电力计量及配用电设备生产力。预计一带一路政策的实施，有望令中国企业将方便将智能电网产品或服务输入相关的市场。

5、中国启动了新一轮的电改方案，市场普遍认为能鼓励社会资本投资售电业务和增量配电业务，引入新的市场竞争主体，催生电力市场发展的新机遇。

业务风险仍存，应收款账期在未来一段时间或难以大幅削减。公司 2014 年应收账款及票据金额同比增长 49%（2013：25%）；远高于 2014 年收入的同比增幅 16.56（2013：-1.63%）；根据公司财报测算的应收款在外天数从 2013 年的 243 天增至 2014 年的 258 天。管理层解释，目前业务中，由于来自国家电网采购的应收款天数相对偏长，因此对应收款有所影响。虽然 AMI 和非电网业务的账期会较短，但是受到仍处于发展期的 ADO 业务的影响，整体公司的应收款账期并无特别明显的回落。

风险因素： 1) 该行业受宏观经济及政策影响较大；2) 高毛利的新业务或会吸引同业进场，引发竞争；3) 水、气及其他公共事务的智能读表产品和服务的成熟或需要更长时间；4) 应收占款占销售收入比重较大，回款问题若不能有效解决，或有收款风险；5) ADO 业务增长不及预期；6) 人民币持续升值导致成本上涨或海外市场开拓受挫



合并损益表(2012A-2014A)

截止12月31日财年 (千元人民币)	2012A	2013A	2014A
收入	2,452,297	2,412,343	2,811,871
销售成本	(1,647,795)	(1,565,518)	(1,849,184)
毛利	804,502	846,825	962,687
其他收入及收益	77,229	88,333	104,604
销售及分销开支	(207,275)	(207,417)	(205,952)
管理费用	(148,453)	(148,650)	(167,512)
研发费用	(117,559)	(134,031)	(112,216)
融资成本	(54,340)	(32,742)	(28,871)
其他损益	1,229	27,539	(11,191)
除税前溢利/(亏损)	355,333	439,857	541,549
所得税开支	(32,184)	(38,732)	(55,375)
总利润	323,149	401,125	486,174
股东纯利润	323,149	401,125	482,439
非控股权益应占年内溢利	-	-	3,735
EPS (基本), 人民币	0.35	0.43	0.51
EPS (摊薄), 人民币	0.35	0.43	0.51
每股派息, 港元	0.18	0.21	0.24

来源: 公司, 农银国际证券

合并资产负债表 (2012A-2014A)

12月31日 (千元人民币)	2012A	2013A	2014A
物业、厂房及设备	918,335	898,753	1,000,879
预付租赁款项	70,674	60,519	322,807
投资物业	37,125	16,558	16,328
商誉	110,326	238,379	297,919
其他无形资产	190,591	175,004	241,505
其他非流动资产	135,967	230,341	224,163
非流动资产总额	1,463,018	1,619,554	2,103,601
流动资产			
存货	323,271	307,220	334,702
应收账款及其他应收款	1,407,915	1,718,159	2,404,594
应收贷款	330,000	408,200	205,000
银行结余及现金	585,986	552,925	327,434
其他流动资产	155,703	135,157	243,219
流动资产总额	2,802,875	3,121,661	3,514,949
资产总额	4,265,893	4,741,215	5,618,550
流动负债			
应付账款及其他应付款	1,010,241	1,181,853	1,485,745
借贷 — 于一年内到期	548,251	453,204	502,998
其他项目	40,983	45,830	55,798
流动负债总额	1,599,475	1,680,887	2,044,541
非流动负债			
借贷 — 于一年后到期	57,311	173,308	247,641
其他项目	12,430	13,820	20,127
非流动负债总额	69,741	187,128	267,768
负债总额	1,669,216	1,868,015	2,312,309
本公司拥有人应占权益	2,596,277	2,872,800	3,245,509
非控股权益	400	400	60,732
权益总额	2,596,677	2,873,200	3,306,241

来源: 公司, 农银国际证券



现金流量表(2012A-2014A)

截止12月31日财年 (千元人民币)	2012A	2013A	2014A
除税前溢利	355,333	439,857	
调整项目:			
融资成本	54,340	32,742	
应收贷款的利息收入	(28,897)	(37,459)	
物业、厂房及设备折旧	36,183	41,527	
无形资产摊销	64,645	58,214	
确认应收账款减值亏损	-	3,069	
其他调节项目	(20,457)	(48,090)	
营运资金变动前经营现金流量	461,147	489,860	
存货减少	117,470	31,748	
应收账款及其他应收款增加	(41,482)	(256,324)	
应付账款及其他应付款增加	81,301	37,433	
经营产生的现金	618,436	302,717	
已付所得税	(21,908)	(34,850)	
经营活动所得的现金净额	596,528	267,867	
投资活动			
存入已抵押银行存款	(353,944)	(280,188)	
无形资产开支	(45,244)	(43,762)	
收购物业、厂房及设备	(179,586)	(30,134)	
已收利息	47,654	27,561	
来自可供出售投资的已收股息	2,211	5,227	
出售物业、厂房及设备所得款项	8,257	488	
其他投资活动	181,546	153,127	
投资活动所用的现金净额	(339,106)	(167,681)	
融资活动			
偿还借款	(1,090,843)	(838,838)	
已付股息	(113,313)	(133,404)	
已付的借款利息	(62,732)	(32,742)	
新造借款	608,292	868,299	
行使购股权所得款项	182	4,508	
融资活动所用的现金净额	(658,414)	(132,177)	
现金及现金等价物减少净额	(400,992)	(31,991)	
年初的现金及现金等价物	986,908	585,986	
外币汇率变动的影响	70	(1,070)	
年终的现金及现金等价物	585,986	552,925	

截止本报告日，公司尚未披露 2014 年现金流量表细节，有关数据根据公司财报文字陈述列示，仅供参考
来源：公司，农银国际证券

部分财务指标(2012A-2014A)

截止12月31日财年	2012A	2013A	2014A
毛利率, %	32.81	35.10	34.24
经营利润率, %	14.49	18.23	19.26
净利率, %	13.18	16.63	17.16
净资产回报率 ROE, %	7.58	8.91	9.31
总资产回报率 ROA, %	12.51	14.67	15.77
总负债/总资产, %	39.13	39.40	41.15

来源：公司，农银国际证券



权益披露

分析员，陈宜飏，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司，可能会向本报告提及的任何公司收取任何财务权益。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 $<$ 市场回报
卖出	股票投资回报 $<$ 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2010-2014 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/ 180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/ 180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准偏差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体用户的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2015 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183