宏力达(688330)

公司研究/深度报告

一二次融合先锋，小而美的春笋

—宏力达深度研究报告

深度研究报告/电力设备与新能源行业　　2021 年 3 月 15 日

报告摘要：

- **“一二次融合”技术领先，业绩加速成长**

公司主营产品主要为智能柱上开关、故障指示器等配电网智能设备。智能柱上开关采用了“一二次融合技术”，是公司的核心产品。公司管理团队专业背景深厚，公司以技术见长，管理团队持股较高，下设三个员工持股平台，核心人员激励机制健全。2020 公司归母净利润约 3.20 亿元，同比增长 33.97%，近三年归母净利润年均复合增速 115%。

- **“一二次融合”将提升智能柱上开关渗透率，公司市占率将快速增长**

智能电网建设提速，推动电网投资向配电网环节倾斜，一二次融合设备大势所趋，近年来一二次融合成套柱上断路器招标占比持续提升。根据我们的测算，全国 6-20kV 配网配电开关年均增量空间约 77 万台，公司 2019 年智能柱上开关产量 2.25 万套，份额较低。传统柱上开关技术难度不高行业分散，但智能柱上开关壁垒较高，随着智能柱上开关渗透率提升，将带动行业市场份额向头部集中，公司有望抢占先机，市占率快速增长。

- **公司竞争优势显著，立足浙江基本盘逐步开拓全国市场**

公司研发的“一二次融合”智能柱上开关具有明显的代际领先优势，先发优势叠加技术壁垒构筑公司宽阔护城河。公司采用轻资产运营模式，只负责组织生产和装配核心部件，外包低附加值环节，产能释放弹性较大。公司立足浙江市场基本盘，逐步辐射全国，2020 年在江苏、山东、河南、陕西等市场实现突破，有望带动公司业绩持续向上。

- **战略布局智能环网柜，有望成为新的业务支柱**

公司持续深化利用一二次融合领域技术优势，正开发的配电网智能环网柜，相比传统环网柜将优化自动化操作能力。目前公司的研发样机已下线并通过型式试验，我们预计今年将逐步投入市场，公司上市募投项目也将新增一二次融合环网柜 0.5 万套/年的产能。环网柜价值量较柱上开关更高，我们预计智能环网柜有望成为公司未来又一业务支柱。

- **投资建议**

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.20、4.15、5.55 亿元，同比增长 34%、30%、34%，EPS 为 3.20、4.15、5.55 元，对应 2020-2022 年 24、18、14 倍 PE。参考高低压设备(申万)指数 2021 年 32 倍 PE，考虑到公司的成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

- **风险提示**

电网投资低于预期；智能柱上开关替换速度不及预期；浙江省以外市场开拓速度低于预期；市场竞争加剧导致价格下降幅度超出预期；募投项目建设进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	705	909	1,229	1,663
增长率（%）	70%	29%	35%	35%
归属母公司股东净利润（百万元）	239	320	415	555
增长率（%）	145%	34%	30%	34%
每股收益（元）	3.18	3.20	4.15	5.55
PE（现价）	24	24	18	14
PB	8.9	7.7	5.4	3.9

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推　荐　　首次评级

当前价格：　75.70

交易数据	2021-03-12
近 12 个月最高/最低(元)	108.5/68.9
总股本（百万股）	100.00
流通股本（百万股）	23.20
流通股比例（%）	23%
总市值（亿元）	75.70
流通市值（亿元）	17.56

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：WIND，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号：　S0100520080001

电话：　021-60876734

邮箱：　yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证号：　S0100120120042

电话：　021-60876734

邮箱：　dingya@mszq.com

相关研究

目录

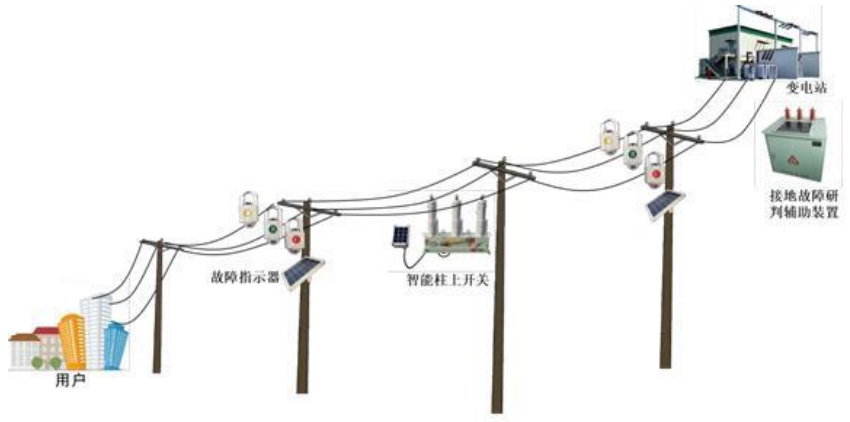
1 “一二次融合”技术领先，业绩加速成长 3
1.1 智能柱上开关领先企业，管理团队专业背景深厚 3
1.2 业绩持续高增，净利率有望维持高位 4
2 智能柱上开关渗透率持续提升，公司市占率将快速增长 7
2.1 电网投资有望向配电网倾斜，配电开关年均增量空间约 77 万台 7
2.1.1 电网投资有望企稳回暖，投资比例向配电侧倾斜 7
2.1.2 一二次融合设备大势所趋，低压配电开关年均增量空间约 77 万台 8
2.2 行业壁垒随一二次融合持续提升，公司份额将快速增长 9
3 立足浙江走向全国，智能环网柜有望成为新的支柱 11
3.1“一二次融合”智能柱上开关具有明显的代际领先优势 11
3.2 先发优势叠加技术壁垒构筑公司宽阔护城河 12
3.2.1 先发优势显著，形成故障数据库和研判模型的核心资产 12
3.3.2 研发实力雄厚，构筑一体化结构的技术壁垒 13
3.3 轻资产运营，立足浙江基本盘逐步开拓全国市场 15
3.4 产能快速扩张，布局智能环网柜有望成为新的业务支柱 16
4 盈利预测与投资建议 18
4.1 盈利预测 18
4.2 相对估值 19
4.3 绝对估值 19
4.4 投资建议 21
5 风险提示 22
插图目录 24
表格目录 24

1 “一二次融合”技术领先，业绩加速成长

1.1 智能柱上开关领先企业，管理团队专业背景深厚

一二次融合技术领先，智能柱上开关龙头企业。宏力达于 2011 年 12 月成立，并于 2020 年在上交所科创板上市。公司为专业的物联化、智能化电网产品及解决方案提供商，主营产品主要为智能柱上开关、故障指示器等配电网智能设备。其中，智能柱上开关采用了“一二次融合技术”，具有配电线路的故障监测、保护、控制、线损测量等功能，是公司的核心产品和主要收入来源。公司自 2015 年研发出第一代智能柱上开关，2016 年投入市场，目前已完成五次迭代升级，产品技术达到国际先进水平，受到行业内知名客户认可。

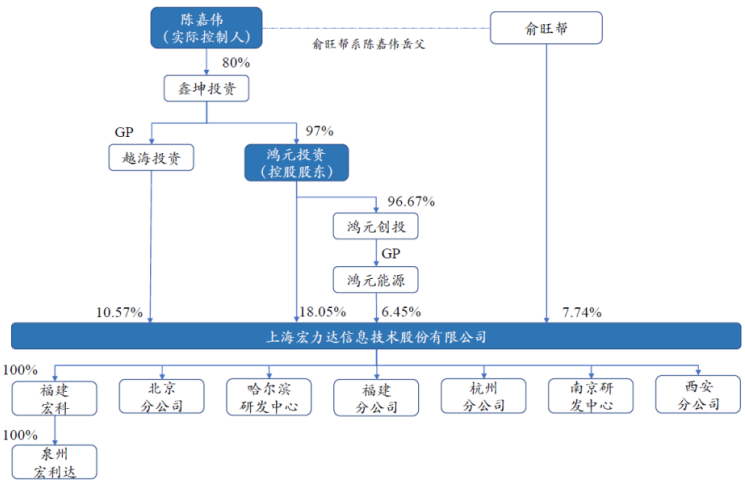
图1：配电网智能设备与配网线路安装示意图



资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

陈嘉伟为实际控制人，公司股权结构相对集中稳定。陈嘉伟及其一致行动人合计持有公司 42.81%的股份，为公司实际控制人。其中，陈嘉伟通过鸿元投资、越海投资、鸿元能源间接持有公司 35.07%的股份；其一致行动人俞旺帮直接持有公司 7.74%的股份，股权结构相对集中稳定。公司下设 2 家子公司及 6 家分公司（含研发中心），其中福建宏科为公司的主要生产基地。

图2：公司股权结构图



资料来源：宏力达公告，民生证券研究院

管理团队专业背景深厚，整体较为年轻朝气十足。公司为技术驱动型公司，拥有良好的工程师文化。管理团队具备较好的学历背景，专业背景深厚，在电气设备领域有较深积累。公司以技术见长，总经理及两位副总均为核心技术人员。公司管理团队平均年龄 45 岁，整体朝气十足。

表1：公司管理层简介

姓名	职务	年龄	简介	持有股权比例
冷春田	董事、总经理、核心技术人员	46	东华大学控制工程专业硕士研究生，计算机及应用高级工程师。1999 年 9 月至 2012 年 5 月，担任黑龙江傲立信息产业有限公司总经理；2012 年 5 月至今，任上海宏力达信息技术股份有限公司董事、总经理。	4.12%
唐捷	董事、副总经理、核心技术人员	55	清华大学电子信息专业硕士研究生，高级信息系统项目管理师。1991 年 3 月至 1991 年 8 月，任北京科理高技术集团工程师；1991 年 9 月至 1993 年 4 月，任福建胜达技术有限公司技术部经理；1993 年 5 月至 2000 年 4 月，任福建精诚电子有限公司副总经理；2000 年 5 月至 2012 年 12 月，任福建优普科技有限公司技术总监；2013 年 1 月起，任上海宏力达信息技术股份有限公司副总经理，2015 年 11 月至今，担任上海宏力达信息技术股份有限公司董事。	2.75%
赖安定	副总经理、核心技术人员	48	软件工程专业硕士研究生，高级电气工程师。1993 年进入电力行业，1995 年至 1998 年，就任于泉州电校电气设备厂，1999 年起任泉州电校电气设备厂副厂长；2001 年 6 月至 2003 年 5 月，任泉州亿力电气技术设备有公司限公司总经理；2003 年 10 月至 2015 年 4 月，任泉州科力电气有限公司总经理；2015 年 5 月至今，任福建省宏科电力科技有限公司总经理，自 2016 年 1 月至今，任上海宏力达信息技术股份有限公司副总经理。	9.17%
袁敏捷	副总经理	46	会计学专业硕士研究生，中级会计师。2000 年 4 月至 2007 年 3 月，担任亚商企业咨询股份有限公司项目经理，2007 年 3 月至 2015 年 5 月，担任上海亚商投资顾问有限公司副总裁，2015 年 6 月至 2020 年 1 月，担任上海元薄投资有限公司副总裁，2020 年 1 月至今，担任上海宏力达信息技术股份有限公司副总经理。	
张占	财务总监	38	财务管理专业学士学位，中级会计师。2006 年 7 月至 2008 年 10 月，任上海保隆汽车科技股份有限公司成本会计；2008 年 10 月至 2010 年 1 月，任上海悦月劳务派遣有限公司财务经理；2010 年 2 月至 2012 年 12 月，任鸿元控股集团有限公司财务副经理；2013 年 1 月至今，任上海宏力达信息技术股份有限公司财务总监。	0.05%
沈骁琥	董事会秘书	35	金融学专业学士学位。2008 年 7 月至 2010 年 8 月，任上海新世纪资信评估投资服务有限公司信用分析师；2010 年 9 月至 2014 年 7 月，任上海亚商投资顾问有限公司投资经理；2014 年 8 月至 2015 年 3 月，任上海豫园旅游商城股份董秘办高级经理；2015 年 4 月至 2016 年 2 月，任上海纺织（集团）有限公司投资并购经理；2016 年 5 月至今，任上海宏力达信息技术股份有限公司董事会秘书。	0.03%

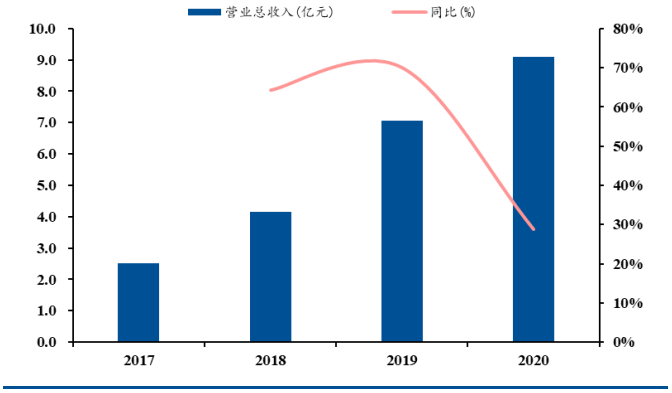
资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

公司下设 3 个员工持股平台，激励机制较为完善。公司设立越海投资（控制 10.57%股份）、鸿元能源（控制 6.45%股份）和鹰智能源（控制 1.22%股份）共 3 个员工持股平台。公司管理团队持股比例较高，核心技术人员均得到充分股权激励，体现公司较为完善的激励和分配机制。

1.2 业绩持续高增，净利率有望维持高位

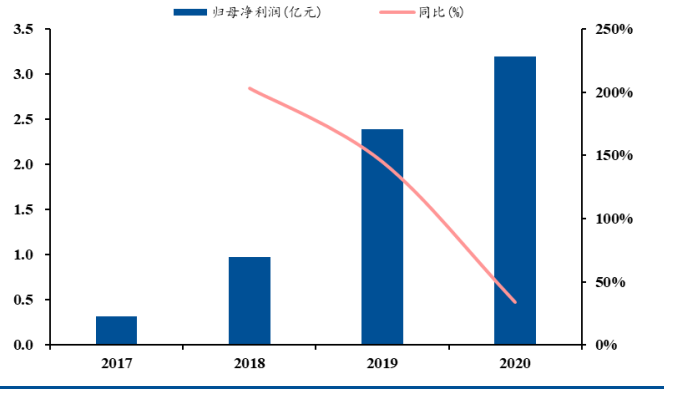
智能柱上开关业务驱动公司业绩持续高增。2020 年实现营收 9.09 亿元，同比增长 28.84%，近三年营收年均复合增速约 53.24%；归母净利润 3.20 亿元，同比增长 33.97%，近三年归母净利年均复合增速 114.92%。智能柱上开关是驱动公司业绩增长的主要驱动力，2019 年智能柱上开关收入约 5.66 亿元，同比增长 113.72%；2018-2019 年收入年均复合增速约 241.01%；收入占比由 2017 年的 19%大幅提升至 2019 年的 80%。

图3：公司 2017-2020 营业总收入及增速



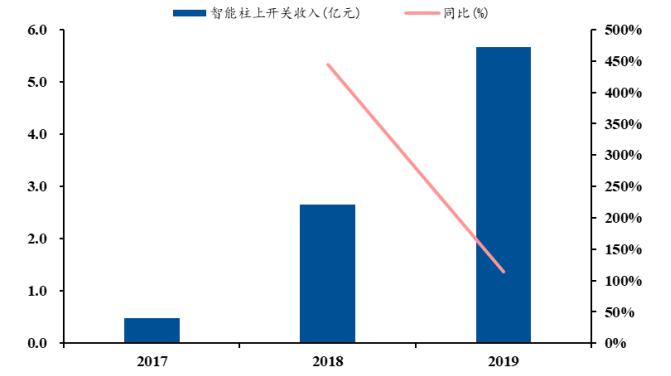
资料来源：宏力达公告，民生证券研究院

图4：公司 2017-2020 归母净利润及增速



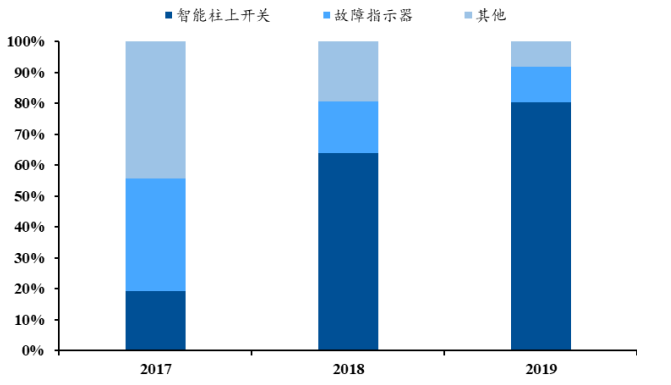
资料来源：宏力达公告，民生证券研究院

图5：公司 2017-2019 智能柱上开关收入及增速



资料来源：宏力达公告，民生证券研究院

图6：公司 2017-2019 营业总收入构成



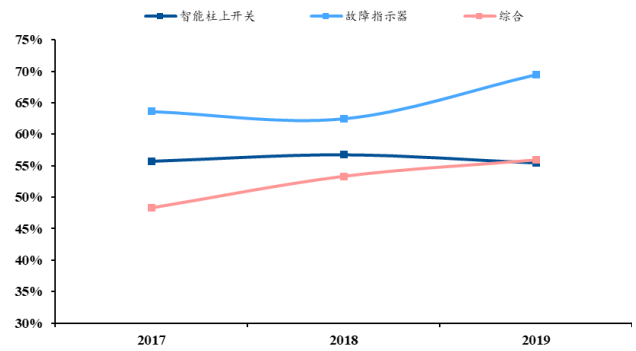
资料来源：宏力达公告，民生证券研究院

公司综合毛利率持续提升，智能开关毛利率较为稳定。公司综合毛利率由 2017 年的 48.34%持续提升至 2019 年的 55.90%，主要原因是配电网信息化服务等低毛利率业务的收入占比持续下降，同时通过不断提高项目承接要求带动配电网信息化服务业务的毛利率持续改善。公司智能柱上开关毛利率相对较为稳定，基本维持在 55%-57%。由于公司智能柱上开关产品技术附加值高，市场竞争较小，叠加规模效应成本持续下降，未来几年内有望维持在较高水平。

公司期间费用率持续下降，预计未来维持稳定。公司期间费用率由 2017 年的 32.26%持续下降至 2019 年的 17.75%。分项来看，销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率均呈现明显下降趋势，主要由于公司业务快速发展，规模效应逐步显现。长远来看，公司费用管控稳健，随着公司成功上市，收入规模持续快速增加，期间费用率有望保持稳中有降。

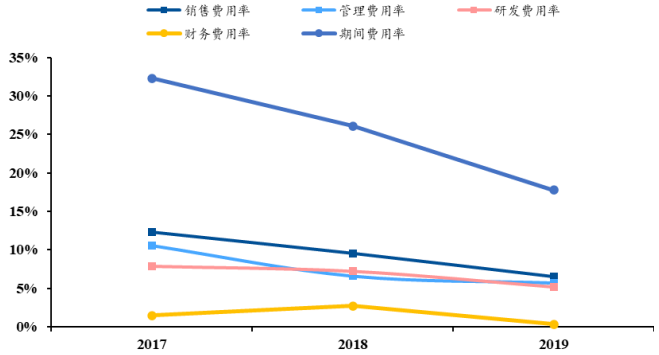
公司净利率持续提升，有望维持在较高水平。公司净利率由 2017 年的 12.75%持续提升至 2019 年的 33.84%。根据 2020 年业绩快报，公司净利率约为 35.18%，未来有望保持在较高水平。

图7：公司 2017-2019 毛利率



资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

图8：公司 2017-2019 期间费用率



资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

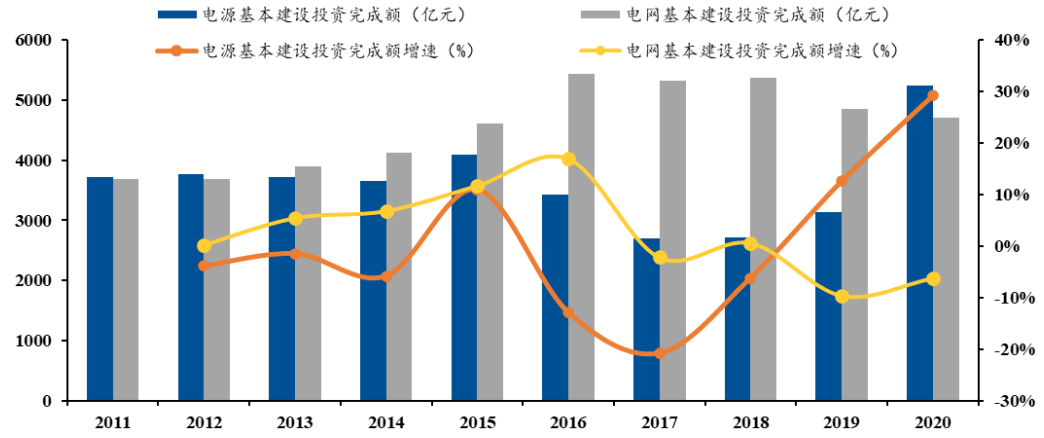
2 智能柱上开关渗透率持续提升，公司市占率将快速增长

2.1 电网投资有望向配电网倾斜，配电开关年均增量空间约 77 万台

2.1.1 电网投资有望企稳回暖，投资比例向配电侧倾斜

2020 年电网投资额近 8 年来首次低于电源投资，预计有望企稳回升。我国电网基本建设投资完成额自 2016 年达到顶峰后持续下滑，而电源基本建设投资完成额近两年快速攀升。截至 2020 年末，电源基本建设投资完成额在过去 8 年里首次重新超越电网基本建设投资完成额。近些年电网投资下降的主要原因：一是由于我国一般工商业电价自 2018 年起已连续下降三年，电网企业盈利能力受损；二是电源投资额前几年的持续低迷打击电网投资信心；三是由于特高压等电网项目审批速度放缓。但长期来看，我国用电量仍将保持 3%-4%增速，且随着风光等可再生能源需求旺盛带动电源投资持续高增，预计电网投资有望企稳回升。

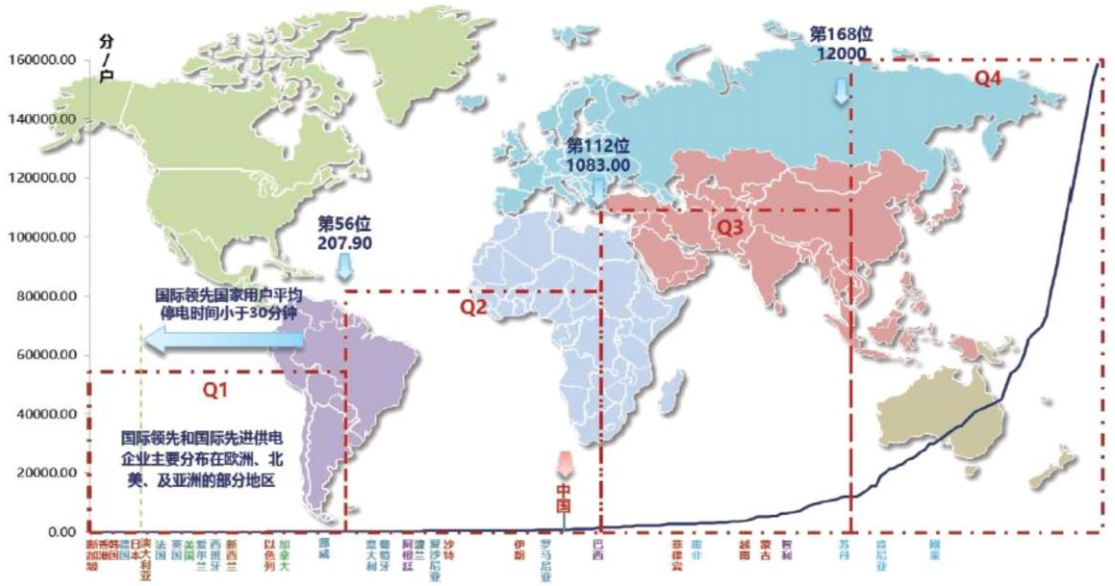
图9: 2011-2020 我国电源及电网投资完成额及增速



资料来源：国家能源局，民生证券研究院

能源结构转型推动电网投资向配电网环节倾斜。我国电网投资一直存在“重输电、轻配网”的情况，导致配网自动化水平不足。随着新能源发电并网比例持续提升，以及电动车充电站的持续增多，其随机性、波动性和间歇性的特征会影响电力系统的运行特性。能够兼容新能源并网，实现负荷侧交互，支持多元化电源灵活接入的智能配电网成为未来电网发展的重要方向。近年来，“数字电网”“坚强智能电网”“泛在电力物联网”“能源互联网”等新概念层出不穷。从配电网建设来看，根据中电联，全国配电网投资占总投资比重一直保持 40%以上的较高水平，且呈现稳中有升趋势；在电网投资总额持续下降的情形下，2018、2019 年全国配电网投资同比分别增长 7.8%、6.4%。此外，我国配电网自动化覆盖率和线损率提升还尚存空间，供电可靠性与发达国家相比仍存在较大差距。因此，未来配电网投资有望保持稳中有升的趋势。

图10： 我国与世界部分国家（地区）供电可靠性对比

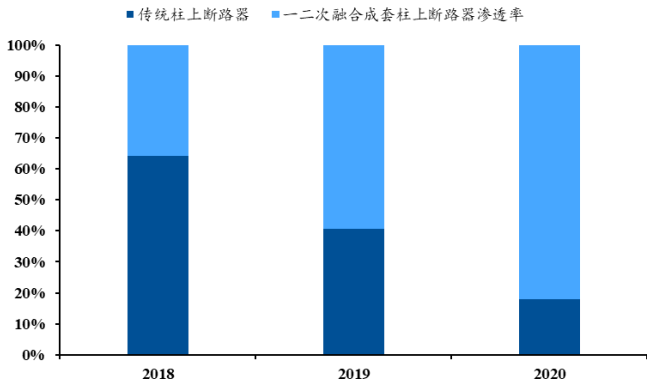


资料来源：国家能源局，民生证券研究院

2.1.2 一二次融合设备大势所趋，低压配电开关年均增量空间约 77 万台

近年来一二次融合成套柱上断路器招标占比持续提升。智能电网建设对配电智能设备提出更高要求，需要不断提升设备一体化、智能化水平，并采用先进物联网、现代传感和信息通信等技术，实现配电网的实时在线监测，从而提高预警能力和可靠性水平。为解决配电网规模化建设改造中增量设备配电自动化覆盖以及一二次设备不匹配的问题，同时实现线损同期管理目标，不断提高线损管理精益化水平，国家电网公司于 2016 年提出配电设备一二次融合技术方案，并按两个阶段推进：第一阶段为配电设备的一二次成套阶段，主要工作为将常规电磁式互感器（零序电压除外）与一次本体设备组合，并采用标准化航空插头与终端设备进行测量、计量、控制信息交互，实现一二次成套设备招标采购与检测；第二阶段为配电设备的一二次融合阶段，主要工作为将一次本体设备、高精度传感器与二次终端设备融合，实现“可靠性、小型化、平台化、通用性、经济性”目标。智能柱上开关一般可分为智能柱上断路器和智能柱上负荷开关，其中智能柱上断路器占主导份额。根据中能国研（北京）电力科学研究院（EPTC），国网配网设备协议库存招标中，一二次融合成套柱上断路器在整体柱上断路器中的占比由 2018 年的约 35.71%提升至 2020 年的约 82.11%。

图11： 2018-2020 国网配网协议库存招标一二次融合成套柱上断路器渗透率



资料来源：EPTC，民生证券研究院

全国 6-20kV 配网配电开关年均增量空间约 77 万台。根据《高压开关行业年鉴 2018》，2018 年全国 6-20kV 配网线路中共有配电开关 447.60 万台，其中投运年限在 5 年以内、5-10 年、15-20 年、20 年以上的占比分别为 50.6%、28.2%、18.2%、3.0%，我们假设更换比例分别为 80%、55%、15%、1%，则对应的更换需求约 10.74、44.80、18.93、2.26 万台，合计约 77 万台。

表2: 全国 6-20kV 配网线路配电开关年均需求测算

投运年限	20 年以上	15-20 年	5-10 年	5 年以内
占比	3%	18.20%	28.20%	50.60%
对应数量（万台）	13.43	81.46	126.22	226.49
更换比例	80%	55%	15%	1%
更换需求（万台）	10.74	44.80	18.93	2.26
合计需求（万台）		77		

资料来源：《高压开关行业年鉴 2018》，民生证券研究院整理

2.2 行业壁垒随一二次融合持续提升，公司份额将快速增长

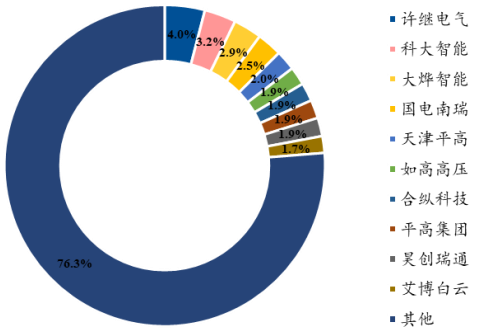
传统柱上开关技术难度不高，行业壁垒将随一二次融合程度加深而持续提升。传统柱上开关制造工艺已相对成熟，技术壁垒不高，市场开发能力差别是企业竞争的核心要素。根据《高压开关行业年鉴 2019》，全行业产量在 1 万台以上的企业数量为 27 家。由于市场空间容量有限且传统柱上开关竞争较为激烈，海外电力设备巨头基本没有介入柱上开关市场。目前市场上只有极少数公司具备开发完全融合的智能柱上开关的能力，随着一二次融合柱上开关的融合程度逐渐加深，产品的技术壁垒逐渐加强。

传统柱上开关行业格局分散，企业间差异较小，一二次融合将带动行业市场份额向头部集中。（1）由于市场上公开的权威的整理数据不多，参考电网观察公众号统计的国网配网物资协议库存中标数据，2018 年柱上开关及成套（包括断路器及成套和负荷开关及成套）招标包数 594 个，招标金额约 39.98 亿元，共 181 家企业中标。其中，许继电气中标 24 个包，占比约 4.04%，名列第一位；科大智能、江苏大烨分列二、三位，中标包数分别为 19、17 个，占比分别约 3.20%、2.86%。在国网的配网物资协议库存招标中前 10 名份额约为 23.74%，可见柱上开关行业格局较为分散。

（2）根据《高压开关行业年鉴 2019》发布的传统柱上开关数据，2019 年传统柱上开关产量合计 80.83 万台/套，行业前十大公司的产量合计约 33.38 万台/套，占比约 41.30%。我们预计随着一二次融合不断深化，带动智能柱上开关的渗透率提升，行业格局将向头部集中。

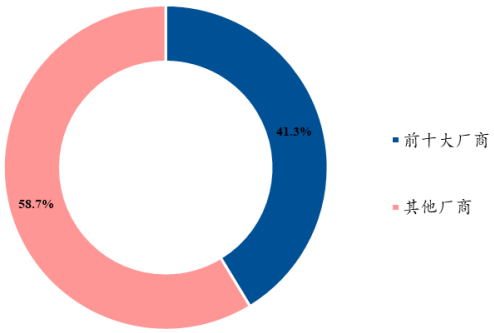
公司 2019 年柱上开关整体市场份额 2.79%，智能柱上开关快速渗透，市占率将持续提升。2019 年宏力达智能柱上开关产量约 2.25 万套，占柱上开关行业整体份额约 2.79%，位列行业前 10，如果仅考虑一二次融合成套产品，则宏力达产品的市场占有率将远高于前述占比。宏力达暂时在国网配网物资协议库存招标的占比不高，主要原因是公司此前主要集中于浙江市场，通过招标获取的订单收入占比较低，中标供货、非竞争性谈判，以及非电网系统获取的订单售收入占比均较高。我们预计随着公司的区域拓展快速推进，在柱上开关市场的份额将持续提升。

图12：　2018 年柱上开关及成套市场格局



资料来源：电网观察，民生证券研究院

图13：　2019 年传统柱上开关市场格局



资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

表3：公司不同订单获取方式的智能电网设备收入

类别	2019 年度		2018 年度		2017 年度	
	金额（亿元）	比例	金额（亿元）	比例	金额（亿元）	比例
电网系统	5.74	86.28%	2.46	71.39%	1.34	81.92%
招标	1.13	17.03%	1.14	33.13%	0.32	19.59%
竞争性谈判	1.07	16.13%	0.97	28.30%	0.35	21.53%
中标供货	3.51	52.76%	0.25	7.27%	0.49	29.78%
其他	0.02	0.36%	0.09	2.70%	0.18	11.02%
非电网系统	0.91	13.72%	0.98	28.61%	0.30	18.08%
商务谈判	0.91	13.72%	0.98	28.61%	0.30	18.08%
合计	6.65	100.00%	3.44	100.00%	1.64	100.00%

资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

3 立足浙江走向全国，智能环网柜有望成为新的支柱

3.1 “一二次融合”智能柱上开关具有明显的代际领先优势

现阶段市场主流产品仍为“一二次成套”的柱上开关。现阶段市场上主流技术路线仍为一二次成套的柱上开关产品，即在传统柱上开关的基础上，增加电压/电流互感器、电源 PT、控制终端等功能模块/部件，并通过预制接口和线缆连接，基本实现一二次的功能融合，但仍然存在体积大、重量重、安装不便，以及接口和线缆较多造成设备自身故障率较高等问题。

图14：　市场传统“ 一二次成套柱上开关”



资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

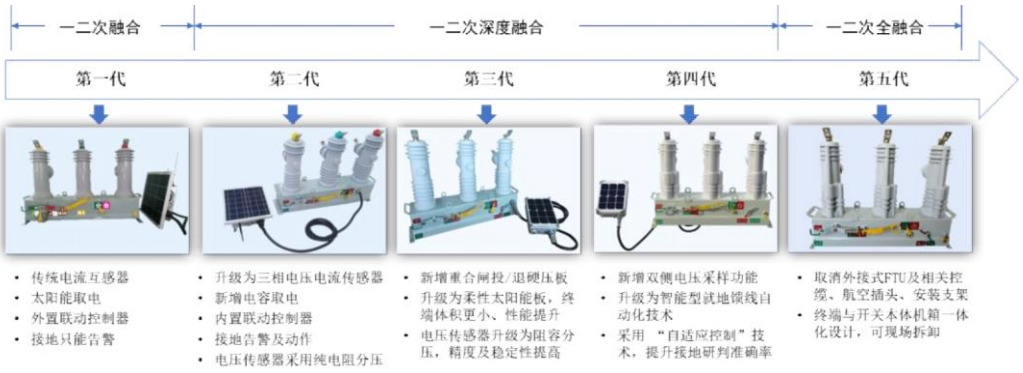
图15：　公司第五代“二次融合智能柱上开关”



资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

公司研发的“一二次融合”智能柱上开关产品具有明显的代际领先优势。2015 年，公司创新性将传感器、取电模块、真空灭弧室一体化固封在环氧树脂材料之中形成极柱，实现多个功能模块的高度集成化，成功研发第一代“一二次融合”智能柱上开关。经过多次升级迭代，公司于 2019 年成功研发出第五代“一二次全融合”的智能柱上开关，取消外接式 FTU，实现控制终端与开关本体的完全融合，在结构及重量、机械寿命、可靠性、性能参数以及智能化水平等方面均具有明显代际领先优势。

图16：　公司智能柱上开关的迭代路径



资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

表4：公司“一二次融合开关”与市场传统“一二次成套开关”对比

类别	市场传统“一二次成套开关”	公司“一二次融合智能开关”
故障隔离整组动作	高于 70ms，动作一致性差	低于 45ms，动作一致性好
短路故障分级配合	少数实现 300ms 的配网线路短路故障分级配合，大多数只用于线路拉负荷和末端短路保护	实现 70-100ms 的配网线路短路故障分级配合，自动把故障点隔离在最小区段
单相接地故障研判	单相接地故障研判准确率仅 60%左右。故障发生时，停电范围大，故障查找时间长	实现近 90%单相接地故障的故障点最小区段自动研判并隔离（无需选线装置配合，实现非故障区域不停电）
结构和重量	结构松散，重量约 150kg	结构紧凑，重量约 97kg
机械寿命	≥7000 次	≥20000 次
使用寿命	＞20 年	＞20 年
电压、电流采集方式	PT 易产生铁磁谐振、二次侧短路产生过电流的问题；CT 动态范围小、有磁饱和以及二次输出不能开路的问题	采用电压传感器替代 PT；采用电流传感器替代 CT，解决了传统电压、电流采集方式带来的多种弊端
取电方式	电磁式取电 PT，易被雷击损坏、电压二次侧短路产生过电流以及铁磁谐振等安全问题	采用开关极柱内置取电传感器和太阳能取电方式，替代电磁式取电 PT，解决了传统取电方式带来的多种弊端
一二次设备接口	接口和电缆繁多，接口不匹配，可靠性差	只需一条航插电缆，可靠性高
操作机构	操作机构防腐性差，采用普通钢镀彩锌，盐雾试验 70 小时，受环境影响严重	操作机构防腐性高，采用合金钢表面镀锌镍合金处理，盐雾试验超过 500 小时
终端功耗与防护	整机功耗 30W 左右，需要散热，寿命和可靠性取决于外部环境	整机（含通信模块，线损测量模块）低于 1.2W，完全密封，防护等级 IP67，芯片及电子元器件与外部空气隔绝
智能化水平	短路故障的保护定值目前主要靠现场设置，少部分远程主站下发。转供电时需及时进行保护定值整定	具有自适应控制功能，可跟踪线路的多种参数，自适应校验和优化故障判据以及保护定值；内置多套保护定值，转供电时能自动切换相应的保护定值，无需人工调

资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

3.2 先发优势叠加技术壁垒构筑公司宽阔护城河

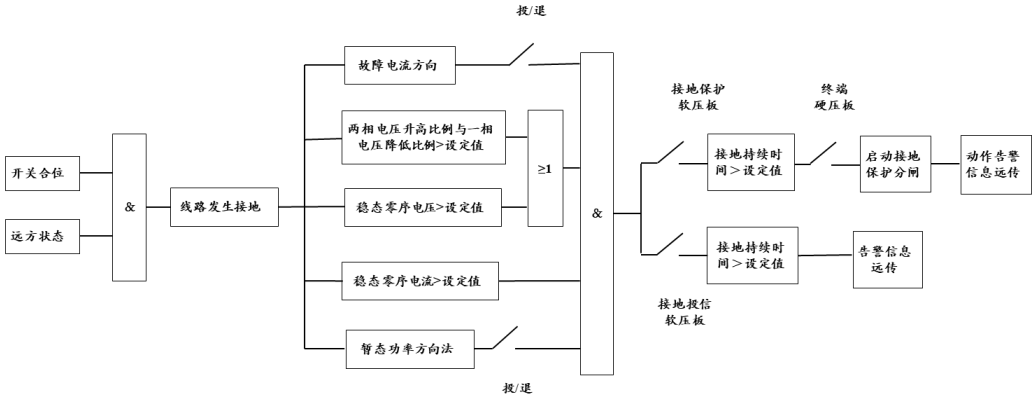
3.2.1 先发优势显著，形成故障数据库和研判模型的核心资产

公司以故障指示器和智能开关为依托，建立短路及单相接地故障数据库。2015 年，子公司福建宏科收购泉州科力的资产和技术，切入故障指示器领域。故障指示器需实时监测配网线路三相负荷电流、故障电流、对地电场及接地基准等数据，自主识别并研判故障后形成告警信息，并将故障信息上传至电力公司主站数据库。公司长期跟踪故障指示器、智能柱上开关的运行状态，建立了包含不同类型的短路及单相接地故障的数据库。

采用大数据技术，自主研发配网故障研判模型，准确率达到市场领先水平。在依托故障数据库的基础上，采用大数据技术，自主研发配网故障研判的“暂态零序功率方向”、“零序电流”、“零序电压幅值”、“故障持续时间”、“故障电流方向”等研判算法和模型，实时监测如三相电压、电流、有功功率、无功功率、电能量、频率、电网谐波等各类电网运行参数。当识别到故障特征信号时，研判算法进行实时在线故障诊断，并作出相应的开关动作决策。此外，公司在第五代智能柱上开关的模型算法中加入自适应控制技术，可自动根据线路运行的工况对模型的参数进行校验、优化和调整，无需人工进行设定值的计算和定期校验。故障数据库的质量和研判算法的先进性是影响故障诊断准确率的关键因素，公司智能柱上开关的短路故障定位准确率达 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%，达到市场领先水平。

图17：　智能柱上开关接地故障综合研判工作原理



资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

3.3.2 研发实力雄厚，构筑一体化结构的技术壁垒

二次设备电磁抗干扰和寿命匹配是一体化结构的主要技术难点。公司研发的“一二次”融合智能柱上开关将交流传感器、取电模块和真空灭弧室一体化固封极柱，大大减小了体积和重量，提升了可靠性，但同时带来了两个技术难点：一是二次设备电磁干扰问题，由于一二次设备深度融合，大大增加了切断干扰信号耦合途径的难度，增加了对二次回路造成电磁干扰的风险，从而影响信号采样的精确度，以及输出回路的可靠性，甚至造成开关设备误动；二是寿命匹配问题，一般情形下传感器、微型控制器等仪控部件的寿命远小于电气或机械设备，而一体化结构使得一二次设备部件具备相同的生命周期，且后期难以拆卸更换或维护，因此需要大大提高交流传感器的可靠性和使用寿命。

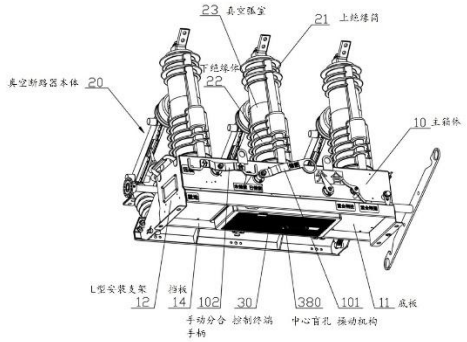
公司研发实力雄厚，一二次融合产品达到国际先进及领先水平。针对上述技术难点，（1）公司自主研发微型智能交流传感器，与传统互感器相比，测量范围和测量精度更高，可覆盖测量与保护量程，且小信号输出可直接通过 A/D 转换接入二次设备，并适应强电磁干扰、高低温快速变化、高盐雾等恶劣条件下的工业环境。（2）小信号输出接入 A/D 转换设备，实现采集信号就地数字化，极大地缩短输出模拟量传输距离，减小干扰造成的影响。（3）取电方式由传统电磁式 PT 取电调整为高压电容取电，避免了电磁式 PT 取电二次侧短路产生过电流以及电磁谐振等安全问题。（4）在电源电路、微控制器电路上采用低功耗电路设计，同时将 CPU 实时调度方法与主流的节能技术手段相结合，进行系统级的低功耗优化，从而进一步降低功耗，控制发热并延长设备寿命。2019 年 4 月，中国电力企业联合会组织召开“一二次融合 12kV 支柱式智能真空断路器 HLD-ZW32-12JG/630-20”产品鉴定会，鉴定委员会一致认为，公司产品综合性能达到国际先进水平，其中超低功耗控制终端、集交流传感器/电容取电/真空灭弧室一体化固封极柱达到国际领先水平。

表5：公司一二次融合核心技术

技术类别	技术特点	主要技术指标
一二次融合技术	首次将电压传感器、电流传感器、电容取电模块和真空灭弧室用环氧树脂一体化浇注在开关极柱里，实现了基于灭弧、电压电流信号采集、取电于一体的极柱集成技术，结构更加紧凑、体积更小、重量更轻、更加安全可靠。有效解决了传统电磁式 PT 取电铁磁谐振和易被雷击导致的高故障率，电压二次侧短路产生过电流的安全问题。有效解决了电流互感器易饱和存在二次侧短路开路产生过电压等安全问题。	电流传感器精度：保护 5P10 级、测量 0.5S 级； 电压传感器精度：相电压 0.5 级； 总有功电量测量精度：0.5S 级； 总有功功率/无功功率：1 级；
电压传感器技术	与电压传统互感器相比有更高的测量范围和准确度，可覆盖测量与保护量程。小信号输出无须二次转换，可直接通过 A/D 转换接入二次设备，并能适用于强电磁干扰、高低温快速变化、高盐雾等恶劣条件下的工业环境。	额定一次电压：10kV/√3； 额定二次电压：3.25V/√3； 精度等级：0.5 级； 环境温度：﹣70℃～+90℃； 工频耐压：42kV/min； 局部放电：14.4kV≤10pC
电流传感器技术	采用低功率线圈原理（LPCT），具备频响范围宽、测量范围大、线性度好、抗干扰能力强，在系统故障状态下可使保护装置可靠动作。小信号输出无须二次转换，可直接通过 A/D 转换接入二次设备，并能适用于强电磁干扰、高低温快速变化、高盐雾等恶劣条件下的工业环境。	额定一次电流：600A； 额定二次输出：1V； 精度等级：0.5S 级； 环境温度：﹣70℃～+90℃； 工频耐压：42kV/min； 局部放电：14.4kV≤10pC
高压电容取电技术	高压电容取电主要由高压电容、取能线圈、整流滤波电路、电压调整电路、稳压输出电路等部分组成，解决传统电磁式 PT 取电故障率较高，以及二次侧短路产生过电流以及铁磁谐振等安全问题。	额定输入电压：10kV/√3； 额定输出电压：6V； 额定输出功率：1.5W； 环境温度：﹣70℃～+90℃； 工频耐压：42kV/min； 局部放电：14.4kV≤10pC

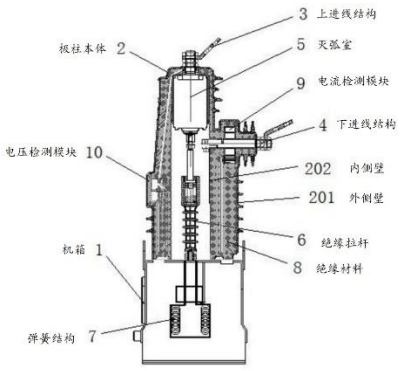
资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

图18：公司智能柱上开关总体结构图



资料来源：宏力达实用新型专利，民生证券研究院

图19：公司智能柱上开关极柱结构图



资料来源：宏力达实用新型专利，民生证券研究院

毛利率领先行业，高盈利能力验证公司竞争优势。目前同行业的上市公司以传统开关类厂商为主，其产品普遍毛利率较低，一般在 25%-30%之间。公司的智能柱上开关毛利率约为 56%，远远高于其他同行业上市公司的开关类产品，公司产品附加值较高，市场竞争较小，良好的盈利水平验证公司竞争优势。

表6：同行业上市公司毛利率

公司名称	产品类型	2017 年度	2018 年度	2019 年度
大烨智能	中压开关设备	32.33%	27.56%	29.45%
	配电自动化终端	32.62%	29.41%	30.45%
	综合毛利率	30.11%	26.28%	26.41%

科林电气	高低压开关及成套设备	25.99%	26.17%	24.44%
	综合毛利率	29.53%	27.48%	27.71%
北京科锐	开关类产品	23.87%	25.18%	25.42%
	综合毛利率	25.32%	24.56%	24.30%
双杰电气	柱上开关	28.62%	28.72%	23.71%
	综合毛利率	28.42%	26.69%	24.08%
宏力达	**智能柱上开关**	**55.70%**	**56.72%**	**55.44%**
	配电网智能设备	**61.40%**	**58.16%**	**57.72%**
	综合毛利率	**48.34%**	**53.32%**	**55.90%**

资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

3.3 轻资产运营，立足浙江基本盘逐步开拓全国市场

掌握核心生产环节，外包低附加值环节，轻资产运营。公司智能柱上开关产品包括开关本体、控制终端和配套软件三部分。公司采用轻资产运营模式，牢牢掌握核心生产环节，并将低附加值生产环节外包，以最大化利用有限资源。对于开关本体，公司只负责组织生产和装配核心部件——传感器，并与德普乐深度绑定，将传感器交由德普乐装配、加工成开关本体。控制终端和配套软件均由公司自主研发和生产，最终对开关本体和控制终端联合调试，成套智能柱上开关。

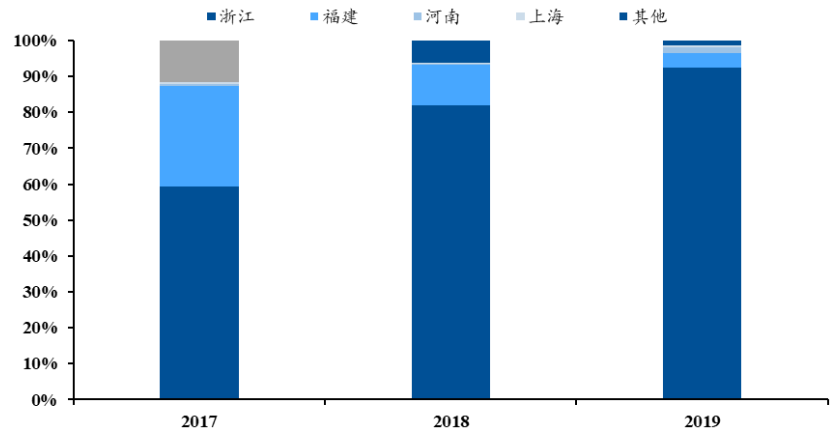
表7：公司智能柱上开关核心生产环节

部件	核心环节	主体	说明
开关本体	传感器加工	公司	由发行人自行采购零配件加工、装配为传感器
	开关本体装配	德普乐	发行人将传感器交付合作厂商（德普乐）后，由德普乐自行采购其他零配件，将零配件（包括传感器）装配为开关本体
控制终端	PCB 板装配	公司	公司自行采购元器件，然后交由外协供应商进行贴片和插件后完成
	烧写程序	公司	公司自行组织
	测试	公司	
	组装	公司	
	联合调试	公司	
配套软件	研发	公司	公司自行组织

资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

立足浙江市场基本盘，逐步辐射全国。浙江省经济发展水平较高，对配电自动化水平及可靠性要求也较高，叠加公司较早在国网浙江采取试挂试点、技术合作的方式进行推广，智能开关产品迅速形成突破。此后，公司将销售、生产以及售后维护的主要资源集中投放在国网浙江，做稳基本盘市场，2019 年公司在浙江区域销售柱上智能开关 2.92 万套，实现销售收入 6.49 亿元，占全国收入比重约 92.58%。根据公司招股说明书的测算，在公司智能柱上开关已经覆盖的线路上，平均每条主线安装量为 1.64 套，支线安装量为 1.24 套，考虑浙江省主线总量约 2.30 万条，支线总量约 22.85 万条，线路可安装量约 32 万套，对应增量安装空间约 29 万套。另一方面，在产品经过市场成功验证的情形下，公司加快全国推广速度。2020 年，公司在江苏、山东、河南、陕西等市场实现突破，有较多产品投入运行，有望带动公司业绩持续向上。

图20：　公司国内销售收入分区域比重



资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

表8：浙江省配电网现有智能柱上开关安装情况

序号	地市	智能柱上开关安装总数（套）	安装在主线开关统计情况			安装在支线开关统计情况		
			主线安装数量（套）	对应主线数量（条）	主线安装密度（套/条）	支线安装数量（套）	对应支线数量（条）	支线安装密度（套/条）
1	杭州	3,360	1,147	675	1.7	2,213	1,885	1.17
2	湖州	2,120	656	434	1.51	1,464	1,204	1.22
3	嘉兴	2,248	616	347	1.78	1,632	1,197	1.36
4	金华	3,816	874	594	1.47	2,942	2,510	1.17
5	丽水	2,248	521	295	1.77	1,727	1,365	1.27
6	宁波	2,802	931	626	1.49	1,871	1,483	1.26
7	衢州	2,527	978	469	2.09	1,549	1,175	1.32
8	绍兴	2,988	930	613	1.52	2,058	1,636	1.26
9	台州	2,849	1,105	693	1.59	1,744	1,437	1.21
10	温州	3,265	1,387	901	1.54	1,878	1,563	1.2
11	舟山	1,014	408	184	2.22	606	467	1.3
总计/平均		29,237	9,553	5,831	1.64	19,684	15,922	1.24

资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

表9：浙江省智能柱上开关增量安装空间

项目	平均安装密度（套/条）	全省线路总量（条）	线路可安装量（套）	现有安装量（套）	剩余未来安装量（套）
主线	1.64	22977	37643	9553	28090
支线	1.24	228535	282532	19684	262848
合计	-	251512	320175	29237	290938

资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

3.4 产能快速扩张，布局智能环网柜有望成为新的业务支柱

募投 12 亿扩大生产规模，进一步巩固“一二次融合”领域市场领先地位。公司于 2020 年 10 月 15 日在上交所科创板上市，发行 2500 万股募集资金总额 22.06 亿元，扣除发行费用（不含增值税）后将用于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、补充流动资金。其中，上海生产基地建设子项目完全达产以后，将新增智能柱上开关 1.3 万套/年、一二

次融合环网柜 0.5 万套/年的产能；泉州生产基地建设项目达产后将搬迁现有福建宏科现有年产故障指示器 2 万套、配电网智能柱上开关 2 万套产能，并同时新增年产配电网智能柱上开关 1 万套、控制终端 2 万套、线路运行状态分析装置 2 万套产能。募投项目有利于扩大公司产能，进一步提升公司竞争力，巩固“一二次融合”领域市场领先地位。

表10： 公司募集资金用途

序号	项目名称	投资总额（亿元）	拟投入募集资金（亿元）
1	上海生产基地及研发中心和总部大楼建设项目	5.55	5.55
2	泉州生产基地建设项目	3.41	3.41
3	补充流动资金	3.04	3.04
	合计	12.00	12.00

资料来源：宏力达招股说明书，民生证券研究院

配电网智能环网柜、20kV 一二次融合开关研发顺利，有望为公司带来新的盈利增长点。（1）公司正在开发的“配电网智能环网柜”，相当于电缆线路中的“一二次融合开关”，相比传统环网柜，可实现操作机构全密封、所有参数液晶显示、分合闸等操作电动机构代替手动机构，大大提升自动化操作能力。目前研发样机已下线并通过型式试验，预计今年可逐步投入市场。（2）市场上 20kV 开关为传统自动化模式开关，尚未有交流传感器、内置取电等一二次融合方案的产品，公司正在研发的具备智能型馈线及线损测量的 20kV 一二次融合智能开关产品，目前研发样机已下线并通过型式试验，有望弥补国内市场空白。配电网智能环网柜、20kV 一二次融合开关市场潜力较大，价值量显著高于智能柱上开关，有望成为公司新的业务支柱。

4 盈利预测与投资建议

4.1 盈利预测

智能柱上开关：考虑公司的智能柱上开关产品附加值较高，市场竞争较小，同时在深耕浙江市场的同时加快全国推广，已在江苏、福建、山东、河南、陕西等市场实现一定突破，预计 2020-2022 年智能柱上开关销量分别达 2.2、3.2、4.6 万套，单价分别为 3.45、3.35、3.25 万元/套，营收分别为 7.60、10.72、14.95 亿元，毛利率分别为 53.31%、53.35%、53.20%。

故障指示器：考虑到配电网设备处于一二次融合的趋势中，故障指示器的功能已经不能完全满足配电网智能化的发展要求，预计 2020-2022 年故障指示器销量保持在 2.7 万台，单价保持在 3300 元/台，营收保持在 8910 万元，毛利率分别为 69.67%、70.27%、70.87%。

其他产品收入详见下表。

表11：　公司各项业务预测

		2019	2020E	2021E	2022E
智能柱上开关					
收入（百万元）		566.46	759.74	1071.92	1494.66
	YoY	113.72%	34.12%	41.09%	39.44%
成本（百万元）		252.44	354.69	500.10	699.53
	YoY	120.08%	40.51%	41.00%	39.88%
毛利（百万元）		314.02	405.05	571.82	795.13
毛利率		55.44%	53.31%	53.35%	53.20%
故障指示器					
收入（百万元）		81.46	89.10	89.10	89.10
	YoY	18.42%	9.38%	0.00%	0.00%
成本（百万元）		24.92	27.03	26.49	25.96
	YoY	-3.47%	8.45%	-2.00%	-2.00%
毛利（百万元）		56.54	62.07	62.61	63.14
毛利率		69.41%	69.67%	70.27%	70.87%
其他配电网智能设备					
收入（百万元）		16.85	21.90	28.47	37.01
	YoY	62.74%	30.00%	30.00%	30.00%
成本（百万元）		3.70	6.57	8.54	11.10
	YoY	5.76%	77.37%	30.00%	30.00%
毛利（百万元）		13.14	15.33	19.93	25.91
毛利率		78.01%	70.00%	70.00%	70.00%
配电网信息化服务					
收入（百万元）		12.85	13.49	14.16	14.87
	YoY	-62.62%	5.00%	5.00%	5.00%
成本（百万元）		8.28	8.77	9.21	9.67
	YoY	-67.30%	5.92%	5.00%	5.00%
毛利（百万元）		4.57	4.72	4.96	5.20
毛利率		35.57%	35.00%	35.00%	35.00%

其他板块					
收入（百万元）		23.44	24.61	25.84	27.13
	YoY	-35.21%	5.00%	5.00%	5.00%
成本（百万元）		18.87	19.69	20.67	21.70
	YoY	-22.16%	4.30%	5.00%	5.00%
毛利（百万元）		4.56	4.92	5.17	5.43
毛利率		19.46%	20.00%	20.00%	20.00%

合计					
收入（百万元）		701.05	908.83	1229.49	1662.77
	YoY	69.04%	29.64%	35.28%	35.24%
成本（百万元）		308.21	416.74	565.00	767.96
	YoY	59.22%	35.21%	35.58%	35.92%
毛利（百万元）		392.84	492.09	664.49	894.81
毛利率		56.04%	54.15%	54.05%	53.81%

资料来源：WIND，民生证券研究院整理

4.2 相对估值

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.20、4.15、5.55 亿元，同比增长 34%、30%、34%，EPS 为 3.20、4.15、5.55 元，对应 2020-2022 年 24、18、14 倍 PE。由于同行业上市公司大烨智能、科林电气、北京科锐、双杰电气等没有 WIND 一致预期，参考亿嘉和 2021 年 23 倍 PE，以及高低压设备(申万)指数 2021 年 32 倍 PE，公司目前 2021 年 18 倍 PE 估值水平显著低于可比公司以及行业平均的估值水平。

表12：　同行业可比上市公司估值

代码	公司简称	总市值	收盘价	EPS				PE			
		3 月 12 日	3 月 12 日	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300670.SZ	大烨智能	25.71	8.14	0.11	-	-	-	76	-	-	-
603050.SH	科林电气	19.53	12.04	0.56	-	-	-	22	-	-	-
002350.SZ	北京科锐	30.48	5.62	0.15	-	-	-	37	-	-	-
300444.SZ	双杰电气	35.54	4.90	-0.87	-	-	-	-6	-	-	-
603666.SH	亿嘉和	115.21	83.10	1.85	2.72	3.68	5.02	45	31	23	17
平均值								45	31	23	17
801734.SI	高低压设备(申万)	-	-	-	-	-	-	42	35	32	27

资料来源：Wind，民生证券研究院整理

4.3 绝对估值

核心假设：

（1）无风险利率 Rf 为 3.10%。以近一年（2020.03-2021.02）期国债平均收益率为基准，设定为 3.10%。

（2）市场收益率 Rm 为 11.78%。以近十五年（截至 2021/03/02）沪深 300 指数年化收益率为基准，设定为 11.78%。

（3）β 系数为 1.15。以同行业上市公司（大烨智能、科林电气、北京科锐、双杰电气、亿嘉和）近两年 Beta 值的平均数为基准，设定为 1.15。

（4）股权成本 Ke 为 13.08%。根据 CAPM 公式，股权成本为 13.08%。

（5）债权成本 Kd 为 4.75%。以最新中长期贷款（3-5 年）基准利率为基准，设定为 4.75%。

（7）资产负债率 Wd 为 40%，WACC 为 9.46%。2019 年公司资产负债率为 38.42%，同时参考同行业上市公司（大烨智能、科林电气、北京科锐、双杰电气、亿嘉和）近三年资产负债率平均数为 41.13%，假设长期合理资产负债率水平为 40%，可计算 WACC 为 9.46%。

（8）税率为 Tc 为 15%。公司为高新技术企业，所得税率为 15%，假设长期合理税率为 15%。

（9）永续期增长率 g 为 3%。根据国家能源局发布《关于征求 2021 年可再生能源电力消纳责任权重和 2022-2030 年预期目标建议的函》，2030 年全社会用电量为 11 万亿千瓦时，2021 年为 8 万亿千瓦时，测算全社会用电量年均增速约为 3.60%。在该标准上适当下浮将永续增长率设定为 3%。

估值结论：估值过程分为显性、半显性和隐性三个阶段，其中显性阶段（2020-2022 年）基于公司相关信息，制定完整的三大报表，预测营收收入分别为 9.09、12.29、16.63 亿元；半显性阶段（2023-2029 年）向永续增长阶段过渡，营收增速逐步下滑；隐性阶段（2030 年及以后）进入永续增长期，永续增长率为 3%。我们对计算得到的公司价值做双因素敏感性分析，在 WACC 为 9.26%-9.66%、长期增长率为 2.5%-3.5%范围内，公司的合理市值区间为 104.26-125.42 亿，对应股价 104.26-125.42 元。

表13：　宏力达 DCF 模型

	单位	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E
营业收入	百万元	908.83	1229.49	1662.77	2133.57	2697.85	3335.22	4130.64	4923.95	5638.17	6077.79
YoY	%		35%	35%	28%	26%	24%	24%	19%	15%	8%
EBIT	百万元	348.95	474.53	649.55	886.27	1,130.21	1,322.59	1,558.35	1,714.58	1,690.62	1,820.41
YoY	%		36%	37%	36%	28%	17%	18%	10%	-1%	8%
所得税税率	%	14.0%	14.0%	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
息前税后利润(NOPLAT)	百万元	300.10	408.10	558.61	753.33	960.68	1,124.20	1,324.60	1,457.39	1,437.03	1,547.35
加：折旧与摊销	百万元	12.09	50.23	102.09	138.34	174.30	207.26	234.22	258.18	282.15	306.12
减：营运资金的净变动	百万元	64.96	51.44	-53.31	-830.53	521.99	-963.23	431.24	-1,042.82	303.92	-433.72
减：资本性投资	百万元	-302.00	-468.00	-328.00	-325.00	-310.00	-270.00	-220.00	-220.00	-220.00	-220.00
加：递延税项变动	百万元	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
加：资产损失准备	百万元	-3.87	-12.44	-16.13	-4.23	16.98	-41.05	10.71	-46.47	2.81	-19.62
公司自由现金流量 FCFF		**71.28**	**29.33**	**263.26**	**-268.09**	**1363.95**	**57.17**	**1780.77**	**406.28**	**1805.91**	**1180.13**
折现因子		0.91	0.83	0.76	0.70	0.64	0.58	0.53	0.49	0.44	0.40
自由现金流现值	百万元	65.12	24.47	200.71	-186.72	867.84	33.23	945.59	197.08	800.29	477.76
自由现金流现值和	百万元	3425.37									

终值现值	百万元	7612.56
非核心资产	百万元	452.47
付息债务	百万元	118.37
少数股东权益	百万元	0
股权价值	百万元	11372.03
股票价格	元/股	113.72

资料来源：Wind，民生证券研究院整理

表14：　宏力达 WACC 估值敏感性分析表（单位：元/股）

WACC	永续增长率						
	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%	4.50%
10.46%	84.82	88.00	91.57	95.62	100.26	105.61	111.86
10.26%	87.29	90.67	94.49	98.83	103.82	109.60	116.38
10.06%	89.88	93.49	97.57	102.23	107.60	113.85	121.23
9.86%	92.61	96.45	100.82	105.83	111.62	118.40	126.45
9.66%	95.47	99.58	104.26	109.65	115.91	123.28	132.08
9.46%	98.48	102.88	107.91	**113.72**	120.50	128.53	138.17
9.26%	101.66	106.37	111.78	118.06	125.42	134.18	144.78
9.06%	105.01	110.07	115.90	122.68	130.69	140.28	151.98
8.86%	108.55	113.99	120.28	127.64	136.37	146.90	159.84
8.66%	112.30	118.15	124.95	132.95	142.50	154.09	168.48
8.46%	116.27	122.58	129.94	138.66	149.13	161.94	177.99

资料来源：民生证券研究院整理

4.4 投资建议

预计公司 2020-2022 年实现营收 9.09、12.29、16.63 亿元，同比增长 29%、35%、35%；归母净利润分别为 3.20、4.15、5.55 亿元，同比增长 34%、30%、34%，EPS 为 3.20、4.15、5.55 元，对应 2020-2022 年 24、18、14 倍 PE。参考高低压设备(申万)指数 2021 年 32 倍 PE，考虑到公司的成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

5 风险提示

电网投资低于预期；智能柱上开关替换速度不及预期；浙江省以外市场开拓速度低于预期；市场竞争加剧导致价格下降幅度超出预期；募投项目建设进度不及预期。

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	705	909	1,229	1,663
营业成本	311	417	565	768
营业税金及附加	5	6	8	11
销售费用	46	45	59	76
管理费用	40	55	68	83
研发费用	37	37	55	75
EBIT	267	349	475	650
财务费用	2	6	11	23
资产减值损失	(8)	(4)	(12)	(16)
投资收益	(2)	0	0	0
营业利润	277	370	481	644
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	277	372	483	646
所得税	39	52	68	90
净利润	239	320	415	555
归属于母公司净利润	239	320	415	555
EBITDA	275	361	525	752

资产负债表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	365	359	496	1008
应收账款及票据	129	182	246	333
预付款项	10	21	28	38
存货	341	300	309	446
其他流动资产	37	123	223	352
流动资产合计	885	1036	1384	2278
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	33	79	415	598
无形资产	14	13	13	12
非流动资产合计	155	444	862	1088
资产合计	1040	1480	2246	3366
短期借款	65	65	265	615
应付账款及票据	121	167	226	307
其他流动负债	8	8	8	8
流动负债合计	343	415	736	1251
长期借款	53	73	103	153
其他长期负债	4	6	6	6
非流动负债合计	57	80	110	160
负债合计	400	495	846	1410
股本	75	100	100	100
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	641	986	1401	1956
负债和股东权益合计	1040	1480	2246	3366

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	70.0%	28.9%	35.3%	35.2%
EBIT 增长率	134.6%	30.8%	36.0%	36.9%
净利润增长率	144.8%	34.2%	29.6%	33.8%
盈利能力				
毛利率	55.9%	54.1%	54.0%	53.8%
净利润率	33.8%	35.2%	33.8%	33.4%
总资产收益率 ROA	22.9%	21.6%	18.5%	16.5%
净资产收益率 ROE	37.2%	32.5%	29.6%	28.4%
偿债能力				
流动比率	2.6	2.5	1.9	1.8
速动比率	1.6	1.8	1.5	1.5
现金比率	1.1	0.9	0.7	0.8
资产负债率	0.4	0.3	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	64.9	65.0	73.0	68.0
存货周转天数	304.2	270.0	180.0	160.0
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.6
每股指标（元）				
每股收益	3.2	3.2	4.1	5.6
每股净资产	8.5	9.9	14.0	19.6
每股经营现金流	0.1	3.7	4.7	5.7
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	23.8	23.6	18.2	13.6
PB	8.9	7.7	5.4	3.9
EV/EBITDA	23.5	18.5	12.8	8.9
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表（百万元）	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	239	320	415	555
折旧和摊销	5	(1)	22	74
营运资金变动	(234)	42	26	(79)
经营活动现金流	9	365	473	573
资本开支	83	300	466	326
投资	45	0	0	0
投资活动现金流	(37)	(385)	(566)	(455)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	58	23	30	13
筹资活动现金流	32	16	218	337
现金净流量	4	(4)	125	456

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 配电网智能设备与配网线路安装示意图 3
图 2: 公司股权结构图 3
图 3: 公司 2017-2020 营业总收入及增速 5
图 4: 公司 2017-2020 归母净利润及增速 5
图 5: 公司 2017-2019 智能柱上开关收入及增速 5
图 6: 公司 2017-2019 营业总收入构成 5
图 7: 公司 2017-2019 毛利率 6
图 8: 公司 2017-2019 期间费用率 6
图 9: 2011-2020 我国电源及电网投资完成额及增速 7
图 10: 我国与世界部分国家（地区）供电可靠性对比 8
图 11: 2018-2020 国网配网协议库存招标一二次融合成套柱上断路器渗透率 9
图 12: 2018 年柱上开关及成套市场格局 10
图 13: 2019 年传统柱上开关市场格局 10
图 14: 市场传统“ 一二次成套柱上开关” 11
图 15: 公司第五代“二次融合智能柱上开关” 11
图 16: 公司智能柱上开关的迭代路径 11
图 17: 智能柱上开关接地故障综合研判工作原理 13
图 18: 公司智能柱上开关总体结构图 14
图 19: 公司智能柱上开关极柱结构图 14
图 20: 公司国内销售收入分区域比重 16

表格目录

表 1: 公司管理层简介 4
表 2: 全国 6-20kV 配网线路配电开关年均需求测算 9
表 3: 公司不同订单获取方式的智能电网设备收入 10
表 4: 公司“一二次融合开关”与市场传统“一二次成套开关”对比 12
表 5: 公司一二次融合核心技术 14
表 6: 同行业上市公司毛利率 14
表 7: 公司智能柱上开关核心生产环节 15
表 8: 浙江省配电网现有智能柱上开关安装情况 16
表 9: 浙江省智能柱上开关增量安装空间 16
表 10: 公司募集资金用途 17
表 11: 公司各项业务预测 18
表 12: 同行业可比上市公司估值 19
表 13: 宏力达 DCF 模型 20
表 14: 宏力达 WACC 估值敏感性分析表（单位：元/股） 21

分析师与研究助理简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。
丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

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或相当的专业胜任能力，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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%～15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%～5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。