

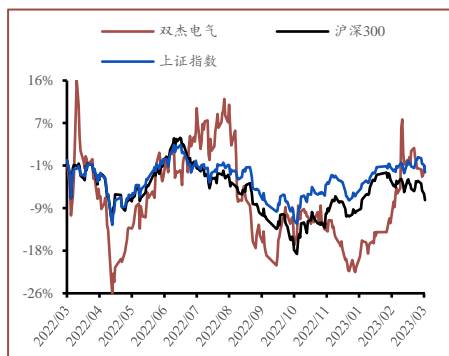
## 投资评级:增持(首次)

### 基本数据

2023-03-10

收盘价(元)	5.41
流通股本(亿股)	5.92
每股净资产(元)	1.79
总股本(亿股)	7.25

### 最近 12 月市场表现



分析师 张一弛

SAC 证书编号: S0160522110002

zhangyc02@ctsec.com

### 相关报告

1. 《战略升级转型中，新业务前景广阔》  
2021-11-01

### 核心观点

- ❖ **事件:** 公司于近日发布向特定对象发行 A 股股票之募集说明书(注册稿), 本次发行数量不超过 0.73 亿股(含本数), 发行价格为人民币 3.68 元/股, 募集资金总额不超过 2.7 亿元(含发行费用), 募集资金将用于偿还有息债务、补充流动资金。
- ❖ **传统电力设备业务逐渐修复。** 公司主营 40.5kV 以下各类配电网设备的研发、制造, 产品线齐全。拳头产品“固体绝缘开关柜”系自主研发, 不使用六氟化硫(SF6)绝缘气体。国家“双碳”政策背景下, 公司固体绝缘系列产品, 对比传统 SF6 气体绝缘开关柜优势明显。公司作为固体绝缘开关柜国内龙头, 南方电网公司 2022 年配网设备第二批框架招标项目, 公司中标 3.2 亿元, 订单有望持续增加。同时, 新投产合肥数字工厂产能爬坡, 提升公司盈利能力。
- ❖ **分布式光伏项目经验丰富, 收入端提升明显。** 公司旗下全资子公司双杰新能从事光伏电站 EPC 总包、投融资和电站后期运营, 已实现分布式光伏装机 1.2GW。公司立足北京, 进一步推广山东、河北、河南等户用市场开发; 另一方面, 以合肥长丰为中心, 协同相关央国企推进整县开发工作, 积极推进合肥周边企业屋面分布式光伏发电项目的落实。对应收入端层面提升明显, 公司 22Q1-3 实现营业收入 14.61 亿元, 同比增长 87.3%。
- ❖ **新能源业务多点布局, 推进转型。** 公司已完成一批分布式储能电站项目建设, 并积极布局新型储能技术的发展方向, 对光热储能技术进行了预研。在产品方面, 公司开发了储能变流升压一体机、储能系统专用箱变、变压器、20/40 尺标准集装箱储能系统、移动储能车等相关设备与配套的解决方案。
- ❖ **投资建议:** 公司传统电力设备业务逐渐修复, 新能源相关业务多点布局, 收入端增长显著。我们预计公司 2022-2024 归母净利润分别为-1.51/0.49/0.88 亿元, 对应 PE 倍数分别为-80/44 倍, 给予“增持”评级。
- ❖ **风险提示:** 产能爬坡不及预期风险; 行业竞争加剧风险; 上游原材料价格大幅波动风险; 下游需求不及预期风险

### 盈利预测:

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1231	1171	1876	2276	2845
收入增长率 (%)	-27.62	-4.88	60.17	21.32	25.00
归母净利润(百万元)	32	-113	-151	49	88
净利润增长率 (%)	105.12	-451.74	-32.81	132.52	79.07
EPS (元/股)	0.06	-0.16	-0.21	0.07	0.12
PE	97.64	—	—	80.17	44.77
ROE (%)	3.76	-8.37	-12.51	3.91	6.54
PB	3.67	3.57	3.26	3.13	2.93

数据来源: wind 数据, 财通证券研究所

**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
<b>营业收入</b>	<b>1231.35</b>	<b>1171.28</b>	<b>1876.00</b>	<b>2276.00</b>	<b>2845.00</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	924.20	973.75	1615.24	1820.80	2247.55	营业收入增长率	-27.6%	-4.9%	60.2%	21.3%	25.0%
营业税费	10.70	8.99	14.45	15.93	19.92	营业利润增长率	102.3%	-803.6%	-13.0%	132.3%	80.6%
销售费用	112.88	129.98	168.84	182.08	227.60	净利润增长率	105.1%	-451.7%	-32.8%	132.5%	79.1%
管理费用	95.07	122.24	168.84	136.56	170.70	EBITDA 增长率	4,172.0%	-188.0%	34.4%	443.0%	24.5%
研发费用	52.93	68.59	108.81	91.04	113.80	EBIT 增长率	168.3%	-379.2%	-41.3%	128.9%	79.3%
财务费用	31.21	13.01	2.09	6.11	4.69	NOPLAT 增长率	-163.9%	-349.4%	43.0%	-128.9%	79.3%
资产减值损失	0.59	-19.35	0.00	0.00	0.00	投资资本增长率	-18.2%	42.6%	-10.9%	3.3%	5.7%
<b>加:公允价值变动收益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.12</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	净资产增长率	-1.7%	62.7%	-12.5%	4.6%	7.9%
投资和汇兑收益	1.21	1.64	2.81	3.41	4.27	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	<b>22.02</b>	<b>-154.95</b>	<b>-175.06</b>	<b>56.48</b>	<b>102.00</b>	毛利率	24.9%	16.9%	13.9%	20.0%	21.0%
加:营业外净收支	-0.21	-2.02	-2.00	1.10	1.10	营业利润率	1.8%	-13.2%	-9.3%	2.5%	3.6%
<b>利润总额</b>	<b>21.81</b>	<b>-156.97</b>	<b>-177.06</b>	<b>57.58</b>	<b>103.10</b>	净利率	1.7%	-11.3%	-8.0%	2.2%	3.1%
减:所得税	1.30	-25.10	-26.56	8.64	15.46	EBITDA/营业收入	7.6%	-7.0%	-2.9%	8.2%	8.1%
<b>净利润</b>	<b>32.22</b>	<b>-113.32</b>	<b>-150.50</b>	<b>48.94</b>	<b>87.63</b>	EBIT/营业收入	3.7%	-11.0%	-9.7%	2.3%	3.3%
<b>资产负债表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>运营效率</b>					
货币资金	284.54	402.63	164.05	235.34	116.29	固定资产周转天数	119	264	157	117	81
交易性金融资产	0.00	0.75	0.75	0.75	0.75	<b>流动营业资本周转天数</b>	<b>43</b>	<b>101</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>124</b>
应收帐款	851.26	801.29	1283.16	1372.18	1946.99	流动资产周转天数	483	606	512	447	498
应收票据	22.08	21.85	34.43	33.85	51.50	应收帐款周转天数	278	254	200	210	210
预付帐款	6.97	44.13	72.69	81.94	101.14	存货周转天数	125	144	142	149	155
存货	294.52	484.12	790.13	717.09	1218.30	总资产周转天数	807	929	705	627	563
其他流动资产	49.96	24.19	24.19	24.19	24.19	投资资本周转天数	345	518	288	245	207
可供出售金融资产						<b>投资回报率</b>					
持有至到期投资						ROE	3.8%	-8.4%	-12.5%	3.9%	6.5%
长期股权投资	5.65	15.69	15.69	15.69	15.69	ROA	1.2%	-3.3%	-3.8%	1.2%	1.8%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	3.7%	-6.5%	-10.4%	2.9%	4.9%
固定资产	399.89	848.51	807.27	731.72	633.19	费用率					
在建工程	320.65	260.82	174.75	117.08	78.45	销售费用率	9.2%	11.1%	9.0%	8.0%	8.0%
无形资产	187.04	191.06	191.06	191.06	191.06	管理费用率	7.7%	10.4%	9.0%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	15.93	9.43	9.43	9.43	9.43	财务费用率	2.5%	1.1%	0.1%	0.3%	0.2%
<b>资产总额</b>	<b>2648.56</b>	<b>3394.80</b>	<b>3956.02</b>	<b>3972.16</b>	<b>4929.44</b>	三费/营业收入	19.4%	22.6%	18.1%	14.3%	14.2%
短期债务	210.73	311.55	311.55	311.55	311.55	<b>偿债能力</b>					
应付帐款	608.83	510.11	835.92	782.57	1215.25	资产负债率	71.9%	64.4%	73.3%	72.1%	75.8%
应付票据	248.90	298.69	508.93	462.17	761.50	负权益比	256.5%	180.9%	273.9%	258.8%	312.6%
其他流动负债	8.59	14.10	14.10	14.10	14.10	流动比率	1.16	1.27	1.16	1.25	1.25
长期借款	97.09	49.23	19.23	19.23	19.23	速动比率	0.90	0.89	0.75	0.85	0.79
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	1.60	-7.37	-17.88	5.57	9.99
<b>负债总额</b>	<b>1905.54</b>	<b>2186.27</b>	<b>2897.99</b>	<b>2865.20</b>	<b>3734.84</b>	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-113.06	-144.74	-144.74	-144.74	-144.74	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	585.72	725.26	725.26	725.26	725.26	分红比率					
留存收益	-20.31	-133.64	-284.14	-235.20	-147.57	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
<b>股东权益</b>	<b>743.02</b>	<b>1208.53</b>	<b>1058.03</b>	<b>1106.96</b>	<b>1194.60</b>	<b>业绩和估值指标</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>
<b>现金流量表(百万元)</b>	<b>2020A</b>	<b>2021A</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	EPS(元)	0.06	-0.16	-0.21	0.07	0.12
净利润	32.22	-113.32	-150.50	48.94	87.63	BVPS(元)	1.46	1.87	1.66	1.73	1.85
加:折旧和摊销	47.81	45.85	127.31	133.21	137.17	PE(X)	97.6	—	—	80.2	44.8
资产减值准备	3.36	27.82	0.00	0.00	0.00	PB(X)	3.7	3.6	3.3	3.1	2.9
公允价值变动损失	0.00	-0.12	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	34.64	18.61	10.15	9.40	9.40	P/S	2.6	4.1	2.1	1.7	1.4
投资收益	-1.21	-1.64	-2.81	-3.41	-4.27	EV/EBITDA	35.0	-59.1	-77.3	22.2	18.3
少数股东损益	-11.71	-18.54	0.00	0.00	0.00	CAGR(%)					
营运资金的变动	61.20	-199.22	-187.38	-112.86	-343.86	PEG	0.9	—	—	0.6	0.6
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>157.68</b>	<b>-272.48</b>	<b>-206.88</b>	<b>67.35</b>	<b>-123.56</b>	ROIC/WACC					
<b>投资活动产生现金流量</b>	<b>-231.11</b>	<b>-398.91</b>	<b>8.44</b>	<b>13.34</b>	<b>13.90</b>	REP					
<b>融资活动产生现金流量</b>	<b>-151.19</b>	<b>743.41</b>	<b>-40.15</b>	<b>-9.40</b>	<b>-9.40</b>						

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。