


省外业务开拓顺利，布局光储培育新增长极

 证券研究报告

 投资评级:增持(维持)

核心观点

基本数据

2023-04-24

收盘价(元)	56.77
流通股本(亿股)	0.36
每股净资产(元)	18.29
总股本(亿股)	1.71

最近 12 月市场表现


分析师 毕春晖

SAC 证书编号: S0160522070001

bich@ctsec.com

相关报告

1. 《减值计提拖累 22 年业绩，23Q1 经营重新加速》 2023-04-11

❖ **事件:** 公司公告 2022 年及 2023 一季度报告。公司公告 2022 年全年实现营收 23.57 亿元同增 27.01%；归属母公司净利润 2.56 亿元同降 14.95%；扣非归属母公司净利润 2.29 亿元同降 17.49%。2023Q1 实现营收 5.81 亿元同增 42.79%；归属母公司净利润 0.96 亿元同增 127.64%；扣非归属母公司净利润 0.92 亿元同增 160.94%。

❖ **电力设备业务同比高增，省外业务开拓顺利。**分业务看，公司电力施工及智能用电服务、电力设备供应、电力咨询设计分别实现营业收入 15.51/6.59/1.46 亿元，分别同增 12.33%/99.59%/1.40%，电力施工业务增长相对缓慢或是受物流、区域管控等影响，电力设备业务高增则受益于公司经营设备品类扩张且有效扩张省外业务。智能用电服务方面，公司推出的“电能侠云平台”在传统电力设施运维的基础上引入了云计算、大数据、物联网等新一代数字技术，目前已接入变电站 4300+，光伏站 100+，储能站 30+，共接入电能物联网终端设备 8W+，年均管理用电量超 60 亿度。公司去年底完成增发后，将加速完善 EPC 总包中的设备生产和配套能力，通过增加高低压柜体中核心产品低压电器的研发、生产能力，提升设备侧的盈利能力和未来潜在的设备性能竞争力。分地区看，2022 年省外业务拓展成效显著，省外业务占比达 27.41%同增 20.43pct，江苏省省内、省外分别实现营收 17.11/6.46 亿元，分别同比变动-0.89%/398.95%。

❖ **受减值损失及股票激励费用计提影响，2022 年归属净利率下滑。**公司 2022 年销售毛利率为 26.67%同降 1.95pct，分业务看，电力施工及智能用电服务、电力设备供应分别实现毛利率 27.47%/18.59%分别同降 0.65pct/3.42pct；期间费用率 10.82%同增 1.54pct，其中，公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 2.46%/8.27%/0.08%，同比变动 0.23pct/1.08pct/0.24pct，管理及研发费用率上涨系计提股份支付费用所致，财务费用率上涨系贷款利息增加所致。资产及信用减值损失率 3.99%同增 2.16pct，主要系应收账款账龄延长后按账龄计提信用减值损失增加以及公司针对个别收款存在风险的地产客户也计提了特殊坏账准备所致；归属净利率 10.87%，同降 5.36pct。公司 2022 年经营性活动现金流量净流出 2.19 亿元比去年多流出 2.66 亿元，主要系应收款项未及时收回所致；收现比 69.82%同降 0.95pct；付现比 80.10%同增 7.6pct。

❖ **公司 2023Q1 经营重回正轨，盈利能力及现金流大幅改善。**公司 2023Q1 销售毛利率 28.94%同增 6.01pct，同比 2021Q1 增长 0.57pct，毛利率修复至疫情前水平；期间费用率 9.91%同降 1.33pct，其中公司销售/管理及研发/财务费用率分别为 2.03%/8.09%/-0.21%，同比变动-0.35pct/-0.99pct/0.01pct；资产及信用减值损失率 0.16%同降 1.65pct，主要系转回部分应收账款坏账；归属净利率 16.54%同增 6.17pct，公司盈利情况大幅改善。公司 2023Q1 经营性活动现金流量净流出 2.6 亿元，较上年同期少流出 0.41 亿元；收现比 86.31%同增 6.84pct；付现比 167.70%同增 8.01pct；截至 3 月底公司应收账款及票据、存货+合同资

产、应付账款及票据、预收账款+合同负债规模分别为 15.55/3.86/8.54/2.1 亿元，较 2023 年初同比变动-1.20%/-0.55%/-23.52%/-24.61%。

- ❖ **加速布局新能源领域，光储业务成长性强。** 硅料组件价格下行，2023 预期光伏装机高景气，根据 PVInfoLink，截止 4 月 20 日硅料与 210 单晶组价格较 2022 年高位分别下降 37.62%/13.64%，公司有望从中受益；储能领域，2022 年 31 省市最大峰谷价差均值达 0.7 元/kWh，且有 16 个省市超过均值，为储能商业模式形成提供了良好的环境。自 2022 年以来，公司在光储领域持续取得突破：签订光伏投资项目合同 5 单，容量约 4.43MWP 金额约 1594.44 万元，其中以蒂森克虏伯光伏项目与双奇地板光伏项目为代表，年均发电量分别达 121.51/63.94 万千瓦，减少二氧化碳排放 121.15/59.87 万吨；参与镇江五峰山 24MW/48MWh 储能电站等建设，并承建常州“互联网+”智慧能源主动配电网综合示范工程，配套建设光储充一体的柔性智能充电站，取得丰富的项目经验；近期又与光明电力签署《100MWH 虚拟电厂项目合作框架协议》，计划 2023 年完成 50MWH 分布式用户侧储能并网，2024 年完成 50MWH 装机并网并搭建虚拟电厂，满足东阳市 10 万 KWH 调峰能力。受益于公司新能源相关工程经验的积累以及新客户的开拓，看好公司未来在新能源领域的增长潜力。
- ❖ **投资建议：**我们预测公司 2023-2025 年归属母公司净利润为 4.11/5.32/6.78 亿元，分别同增 60.61%/29.30%/27.39%，EPS 为 2.40/3.10/3.95 元/股，最新收盘价对应 2023-2025 年 PE 分别为 23.66/18.30/14.37 倍，维持“增持”评级。
- ❖ **风险提示：**新产品拓展不及预期风险，原材料价格波动风险。

盈利预测：

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	1856	2357	3171	4130	5247
收入增长率(%)	35.58	27.01	34.53	30.24	27.04
归母净利润(百万元)	301	256	411	532	678
净利润增长率(%)	26.82	-14.95	60.61	29.30	27.39
EPS(元/股)	2.34	1.83	2.40	3.10	3.95
PE	31.45	26.94	23.66	18.30	14.37
ROE(%)	20.68	8.41	11.90	13.33	14.52
PB	7.09	2.77	2.81	2.44	2.09

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	财务指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1855.92	2357.24	3171.11	4129.98	5246.79	成长性					
减:营业成本	1324.82	1728.63	2330.32	3052.90	3896.27	营业收入增长率	35.6%	27.0%	34.5%	30.2%	27.0%
营业税费	2.17	9.78	12.68	16.52	20.99	营业利润增长率	24.1%	-13.4%	62.0%	29.2%	27.3%
销售费用	41.51	58.09	72.94	92.92	115.43	净利润增长率	26.8%	-14.9%	60.6%	29.3%	27.4%
管理费用	68.60	110.37	136.36	173.46	215.12	EBITDA 增长率	22.7%	-10.9%	99.5%	25.2%	23.5%
研发费用	64.86	84.56	110.99	142.48	178.39	EBIT 增长率	22.4%	-13.4%	99.4%	26.2%	24.6%
财务费用	-2.84	1.97	0.00	0.00	0.00	NOPLAT 增长率	22.7%	-12.1%	99.0%	26.2%	24.6%
资产减值损失	-3.42	-4.01	-10.27	-15.27	-20.27	投资资本增长率	103.3%	122.3%	15.7%	16.3%	16.6%
加:公允价值变动收益	1.50	0.00	0.00	0.00	0.00	净资产增长率	103.4%	109.2%	13.5%	15.4%	17.0%
投资和汇兑收益	5.16	10.87	12.56	16.52	20.99	利润率					
营业利润	336.55	291.57	472.25	610.33	777.05	毛利率	28.6%	26.7%	26.5%	26.1%	25.7%
加:营业外净收支	14.18	1.07	-0.02	0.00	0.00	营业利润率	18.1%	12.4%	14.9%	14.8%	14.8%
利润总额	350.72	292.64	472.23	610.33	777.05	净利润率	16.2%	10.8%	13.0%	12.9%	12.9%
减:所得税	49.54	37.54	61.39	79.34	101.02	EBITDA/营业收入	18.6%	13.0%	19.3%	18.6%	18.1%
净利润	301.15	256.14	411.39	531.93	677.64	EBIT/营业收入	17.8%	12.1%	18.0%	17.4%	17.1%
资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	运营效率					
货币资金	559.42	1931.22	2043.49	2396.61	3000.99	固定资产周转天数	18	29	41	39	33
交易性金融资产	271.50	0.00	0.00	0.00	0.00	流动营业资本周转天数	122	99	89	77	66
应收帐款	931.60	1434.31	1686.80	1994.02	2263.30	流动资产周转天数	419	628	517	469	441
应收票据	26.59	140.05	106.59	99.91	133.28	应收帐款周转天数	157	181	180	165	150
预付帐款	44.64	90.86	116.52	152.65	194.81	存货周转天数	17	28	32	28	26
存货	73.72	199.39	204.89	245.00	282.79	总资产周转天数	383	548	579	518	478
其他流动资产	15.43	25.18	25.18	25.18	25.18	投资资本周转天数	287	502	432	386	354
可供出售金融资产						投资回报率					
持有至到期投资						ROE	20.7%	8.4%	11.9%	13.3%	14.5%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.4%	5.4%	7.5%	8.3%	9.0%
投资性房地产	0.00	3.44	-0.67	-4.78	-8.90	ROIC	19.4%	7.7%	13.2%	14.3%	15.3%
固定资产	89.28	186.11	351.91	442.27	479.53	费用率					
在建工程	91.17	149.28	229.28	289.28	289.28	销售费用率	2.2%	2.5%	2.3%	2.3%	2.2%
无形资产	40.26	82.66	108.37	124.09	129.80	管理费用率	3.7%	4.7%	4.3%	4.2%	4.1%
其他非流动资产	45.78	223.27	223.27	223.27	223.27	财务费用率	-0.2%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产总额	2427.01	4748.43	5451.79	6431.08	7500.04	三费/营业收入	5.8%	7.2%	6.6%	6.5%	6.3%
短期债务	0.00	195.96	295.96	375.96	425.96	偿债能力					
应付帐款	504.89	612.09	747.26	863.99	975.92	资产负债率	40.0%	35.8%	36.6%	38.0%	37.8%
应付票据	230.18	504.02	454.00	597.56	701.20	负债权益比	66.7%	55.9%	57.7%	61.3%	60.8%
其他流动负债	30.75	49.13	49.13	49.13	49.13	流动比率	2.25	2.42	2.28	2.19	2.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	速动比率	1.97	2.11	1.98	1.90	1.96
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	利息保障倍数	263.72	106.00	—	—	—
负债总额	971.07	1702.07	1994.58	2442.89	2835.81	分红指标					
少数股东权益	0.03	-0.36	-0.90	-1.84	-3.45	DPS(元)	0.60	0.35	0.00	0.00	0.00
股本	140.32	171.47	171.47	171.47	171.47	分红比率					
留存收益	692.81	864.76	1276.15	1808.08	2485.72	股息收益率	0.8%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	1455.94	3046.37	3457.21	3988.20	4664.23	业绩和估值指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	EPS(元)	2.34	1.83	2.40	3.10	3.95
净利润	301.15	256.14	411.39	531.93	677.64	BVPS(元)	10.38	17.82	20.17	23.27	27.22
加:折旧和摊销	14.65	21.10	42.33	47.76	50.87	PE(X)	31.4	26.9	23.7	18.3	14.4
资产减值准备	33.91	94.11	60.27	70.27	80.27	PB(X)	7.1	2.8	2.8	2.4	2.1
公允价值变动损失	-1.50	0.00	0.00	0.00	0.00	P/FCF					
财务费用	0.35	5.63	0.00	0.00	0.00	P/S	5.6	3.6	3.1	2.4	1.9
投资收益	-5.16	-10.87	-12.56	-16.52	-20.99	EV/EBITDA	28.4	21.8	13.0	10.1	7.6
少数股东损益	0.03	-1.04	-0.54	-0.94	-1.61	CAGR(%)					
营运资金的变动	-290.09	-567.69	-191.17	-165.90	-162.78	PEG	1.2	—	0.4	0.6	0.5
经营活动产生现金流量	46.58	-219.11	309.73	466.60	623.40	ROIC/WACC					
投资活动产生现金流量	-409.61	77.56	-297.46	-193.48	-69.01	REP					
融资活动产生现金流量	420.20	1484.51	100.00	80.00	50.00						

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。