

箱变盈利超预期，充电桩利用率提升弹性大

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年报, 全年实现收入 116.3 亿元, 同比+23%, 实现归母净利润 2.7 亿元, 同比+45%; 其中单 Q4 实现收入 47.5 亿元, 同比+24%, 实现归母净利润 1.7 亿元, 同比+66%。
- **22H2 箱变业务盈利超预期, 毛利率升至 26%。** 2022 年, 公司箱变业务实现营业收入 70.9 亿元, 同比+14%。其中, 公司箱变产品向新能源发电行业销售产品 2979 套, 同比+114%, 贡献营收主要增量, 业务未来仍有望充分收益集中式电站建设恢复、配网投资增加。公司 22H2 传统箱变业务实现营业收入 41.8 亿元, 毛利率升至 26%, 较 22H1 升高 5pp, 主要得益于公司坚定推进“集成化”, 通过销售端、技术端创新提高核心竞争力, 使得订单质量持续提升。经测算, 2022 年公司箱变业务贡献利润约 4.7 亿元, 同比+99%, 为公司利润超预期主要原因。
- **亏损进一步收窄, 充电桩利用率提升弹性大。** 2022 年, 公司充电业务实现营业收入 45.7 亿元, 同比+49%, 公司充电桩销售额与充电服务费收入均实现较大幅度增长。公司 22H2 充电业务毛利率升至 21%, 较 22H1 升高超 5pp。充电业务主要子公司特来电实现净利润-2600 万元。在经历 22Q2 出行淡季的背景下, 特来电充电量接近 59 亿度, 同比+40%, 亏损较 2021 年进一步收窄。2023 年, 随着新能源车保有量快速上升, 叠加市内出行回暖, 今年开始充电桩利用率有望显著提升。以现有公司充电数据计算, 利用率每提升 0.1pp, 能带来发电量增加近 1 亿度, 对应毛利润弹性约 4000 万元。
- **需求侧响应调节能力强, 受益未来虚拟电厂等制度落地。** 充电桩作为需求调节最灵活的用电户, 未来可以带来稳定的需求侧响应收益。公司作为公共充电桩运营龙头企业, 为电力大用户, 可以参与电力市场进行电价的套利。预计公司 2025 年/2030 年拥有充电桩容量 2800 万/6000 万千瓦, 用电量 180 亿/440 亿度。若相关补贴政策落地, 公司利润弹性将进一步增大。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2023-2025 年 EPS 分别为 0.35 元、0.71 元、1.12 元, 对应动态 PE 分别为 50 倍、25 倍、16 倍。公司 23 年规划目标积极, 改革动作持续落地, 利空因素出尽, 看好全年加速成长、估值消化, 给予 2024 年 32 倍估值, 对应目标价 22.72 元, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 产业政策风险, 市场竞争风险, 管理风险, 账款减值风险, 出行复苏不及预期风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	11629.64	14805.00	18868.00	22870.00
增长率	23.18%	27.30%	27.44%	21.21%
归属母公司净利润(百万元)	272.20	362.28	738.27	1167.07
增长率	45.43%	33.09%	103.79%	58.08%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.35	0.71	1.12
净资产收益率 ROE	3.44%	5.18%	0.06%	14.04%
PE	67	50	25	16
PB	2.89	2.76	2.51	2.20

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.41
流通 A 股(亿股)	10.28
52 周内股价区间(元)	13.26-19.81
总市值(亿元)	181.81
总资产(亿元)	202.00
每股净资产(元)	5.78

相关研究

1. 特锐德(300001): 盈利能力显著提升, 22Q3 持续高温有望推动充电量超预期增长 (2022-08-31)

盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2023-2025 年，公司新能源发电行业订单维持高速增长，销售额分别 +30%/+20%/+20%，电网行业销售额分别 +20%/+15%/+10%，战略新兴产业销售额分别 +10%/+10%/+10%，综合毛利率维持 22H2 水平。

假设 2：2023-2025 年，公司充电业务实现充电量 90/140/180 亿度，服务费约 0.4 元/Wh；

假设 3：2023-2025 年，公司充电桩销售量逐年增长 +30%，单桩功率、成本维持稳定；

假设 4：2023-2025 年，随着公司充电桩利用率提升，充电业务整体毛利率逐年提升约 1pp，达到 20%/21%/22%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
充电业务	收入	4569	6485	9363	12091
	增速	49%	42%	44%	29%
	毛利率	20%	20%	21%	22%
电力设备	收入	7095	8320	9505	10779
	增速	11%	17%	14%	13%
	毛利率	24%	25%	25%	25%
合计	收入	11630	14805	18868	22870
	增速	23%	27%	27%	21%
	毛利率	22%	23%	23%	23%

数据来源：Wind, 西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 148.1 亿元(+27%)、188.7 亿元(+27%)和 228.7 亿元(+21%)，归母净利润分别为 3.6 亿元(33%)、7.4 亿元(+104%)、11.7 亿元(+58%)，EPS 分别为 0.35 元、0.71 元、1.12 元，对应动态 PE 分别为 50 倍、25 倍、16 倍。

综合考虑业务范围，选取了充电桩及电网行业 4 家上市公司作为估值参考：

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
600212.SH	绿能慧充	45	8.81	-0.13	0.15	0.42	-	-	57.25	20.92	-
300820.SZ	英杰电气	188	130.66	2.36	3.22	4.28	5.68	31.14	40.60	30.50	22.98
301162.SZ	国能日新	65	91.28	0.95	1.42	1.87	2.15	92.81	64.16	48.76	42.42
300693.SZ	盛弘股份	110	53.04	1.09	1.50	2.06	2.99	49.84	35.43	25.75	17.74
平均值								58	49	31	28
300001.SZ	特锐德	182	17.47	0.26	0.35	0.71	1.12	67	50	25	16

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，公司 2024 年估值为 25 倍，行业平均值为 31 倍，显著低于行业平均估值水平。当下公司箱变业务年利润超 4 亿元，未来三年 CAGR 约 15%；持股 78% 的子公司特来电 pre-ipo 估值 136 亿元，各业务均处于估值底部。考虑新能源汽车保有量稳步增长，拉动充电量提升，行业马太效应显著，公司有望充分受益出行复苏，业绩将呈现高质量增长趋势，看好利润端进一步的弹性释放。公司为充电桩行业绝对龙头，同时率先布局虚拟电厂，因此享受一定估值溢价，给予 2024 年 32 倍估值，对应目标价 22.72 元，上调至“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	11629.64	14805.00	18868.00	22870.00	净利润	248.75	392.28	838.27	1337.07
营业成本	9055.65	11428.00	14525.52	17515.23	折旧与摊销	540.11	536.14	536.14	536.14
营业税金及附加	65.60	79.08	102.42	124.29	财务费用	238.40	296.10	377.36	457.40
销售费用	664.52	814.28	1037.74	1257.85	资产减值损失	-213.67	350.00	300.00	200.00
管理费用	1050.95	1406.48	1603.78	1829.60	经营营运资本变动	882.61	3302.60	145.33	149.44
财务费用	238.40	296.10	377.36	457.40	其他	-480.61	-11.10	-276.23	-168.37
资产减值损失	-213.67	350.00	300.00	200.00	经营活动现金流净额	1215.59	4866.02	1920.87	2511.67
投资收益	105.03	0.00	0.00	0.00	资本支出	-356.56	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-15.92	0.00	0.00	0.00	其他	-441.89	1.76	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-798.45	-98.24	-100.00	-100.00
营业利润	274.05	431.07	921.18	1485.63	短期借款	-246.85	-2706.29	0.00	0.00
其他非经营损益	-10.15	0.00	0.00	0.00	长期借款	122.66	0.00	0.00	0.00
利润总额	263.89	431.07	921.18	1485.63	股权融资	27.50	0.00	0.00	0.00
所得税	15.15	38.80	82.91	148.56	支付股利	-20.81	-54.44	-72.46	-147.65
净利润	248.75	392.28	838.27	1337.07	其他	-578.29	-894.28	-377.36	-457.40
少数股东损益	-23.45	30.00	100.00	170.00	筹资活动现金流净额	-695.80	-3655.01	-449.82	-605.05
归属母公司股东净利润	272.20	362.28	738.27	1167.07	现金流量净额	-277.76	1112.77	1371.05	1806.62
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	3025.31	4138.08	5509.13	7315.75	成长能力				
应收和预付款项	8020.07	7341.83	9399.63	11436.48	销售收入增长率	23.18%	27.30%	27.44%	21.21%
存货	1403.75	1142.80	1452.55	1751.52	营业利润增长率	52.65%	57.30%	113.69%	61.28%
其他流动资产	1745.60	666.44	835.62	1002.25	净利润增长率	40.07%	57.70%	113.69%	59.50%
长期股权投资	1578.50	1578.50	1578.50	1578.50	EBITDA 增长率	22.59%	20.02%	45.23%	35.13%
投资性房地产	23.90	23.90	23.90	23.90	获利能力				
固定资产和在建工程	3614.22	3298.45	2982.69	2666.93	毛利率	22.13%	22.81%	23.02%	23.41%
无形资产和开发支出	1052.04	932.80	813.55	694.31	三费率	20.90%	17.00%	16.00%	15.50%
其他非流动资产	1539.82	1538.69	1537.57	1536.44	净利率	2.14%	2.65%	4.44%	5.85%
资产总计	22003.21	20661.49	24133.14	28006.07	ROE	3.44%	5.18%	10.06%	14.04%
短期借款	2706.29	0.00	0.00	0.00	ROA	1.13%	1.90%	3.47%	4.77%
应付和预收款项	7257.69	9389.27	11841.10	14279.47	ROIC	7.05%	13.12%	38.57%	61.21%
长期借款	1433.73	1433.73	1433.73	1433.73	EBITDA/销售收入	9.05%	8.53%	9.72%	10.84%
其他负债	3365.00	2272.31	2526.31	2771.47	营运能力				
负债合计	14762.71	13095.31	15801.14	18484.67	总资产周转率	0.55	0.69	0.84	0.88
股本	1040.71	1040.71	1040.71	1040.71	固定资产周转率	3.74	4.92	7.28	10.51
资本公积	3295.56	3295.56	3295.56	3295.56	应收账款周转率	1.83	2.35	2.80	2.74
留存收益	1947.24	2255.08	2920.89	3940.31	存货周转率	6.76	8.98	11.19	10.93
归属母公司股东权益	6295.67	6591.35	7257.16	8276.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	104.37%	—	—	—
少数股东权益	944.83	974.83	1074.83	1244.83	资本结构				
股东权益合计	7240.50	7566.18	8331.99	9521.40	资产负债率	67.09%	63.38%	65.47%	66.00%
负债和股东权益合计	22003.21	20661.49	24133.14	28006.07	带息债务/总负债	28.04%	10.95%	9.07%	7.76%
					流动比率	1.18	1.29	1.32	1.37
					速动比率	1.07	1.18	1.21	1.26
					股利支付率	7.65%	15.03%	9.81%	12.65%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	1052.57	1263.31	1834.67	2479.16	每股收益	0.26	0.35	0.71	1.12
PE	66.79	50.19	24.63	15.58	每股净资产	6.05	6.33	6.97	7.95
PB	2.89	2.76	2.51	2.20	每股经营现金	1.17	4.68	1.85	2.41
PS	1.56	1.23	0.96	0.79	每股股利	0.02	0.05	0.07	0.14
EV/EBITDA	17.32	10.94	6.79	4.30					
股息率	0.11%	0.30%	0.40%	0.81%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn