


2023年02月03日  
瑞纳智能(301129.SZ)

ESSENCE

 **公司快报**

证券研究报告

其他专用机械

## 疫情扰动不改快速增长趋势，23年业绩可期

### 目 事件概述

1月31日，瑞纳智能发布《2022年年度业绩预告》，公司预计2022年归母净利润为1.85-2亿元，同比增长8.02%-16.78%；扣非归母净利润1.5-1.65亿元，同比增长5.57%-16.13%。

### 目 受疫情扰动，项目交付验收影响利润增速

瑞纳智能是国内领先的一站式城市智慧供热整体解决方案提供商，切入软硬件结合的智慧供暖整体解决方案市场较早，具备软件、算法和大数据先发优势。公司致力于供热核心产品/设备的智能化研究与应用、全信息计量数据生产与管理、大数据体系构建、智慧化平台服务和AI智能数据应用服务。

根据业绩预告，公司预计2022年归母净利润为1.85-2亿元，同比增长8.02%-16.78%；扣非归母净利润1.5-1.65亿元，同比增长5.57%-16.13%。考虑到公司2022年上半年归母净利润同比增长127.73%，前三季度归母净利润同比增长190.23%，四季度业绩释放节奏有所放缓。主要原因是在2022年9月、10月公司各项目交付旺季之时，由于订单实施主要在小区内，受疫情封闭式管控影响，多地项目的交付及验收工作不及预期。同时2022年度公司根据经营发展的需要储备了一定数量的人才，导致相关费用较2021年度有所增长。

### 目 智慧供热需求+政策共振，23年业绩可期

在持续多年的城镇化进程中，我国每年新增住房面积呈增长趋势，相应的建筑能耗迅速增长，在“双碳”目标下，建筑领域供热节能问题亟待解决。另一方面，我国缺乏供热调控手段，过量供热与供热不足现象频发，能源利用率较低，多方面存在热量损耗。以上两方面的因素驱使热力公司意识到利用信息化、智能化手段节能降耗的重要性，对供热系统实施信息化管理、加强温度自动化控制、完善供热调度系统的智慧供热产业应运而生，成为了供热行业下一步建设改造的核心方向和需求重点。

2020年7月国务院办公厅发布《关于全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，提出工作目标：2020年新开工改造城镇老旧小区3.9万个，涉及居民近700万户；到2022年，基本形成城镇老旧小区改造制度框架、政策体系和工作机制；到“十四五”期末，结合各地实际，力争基本完成2000年底前建成的需改造城镇老旧小区改造任务。我国老旧小区建筑普遍存在节能标准不达标、房屋保温性能差、供热设施效率低等问题，亟需智慧供热予以解决。

2021年10月发布的《中共中央国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》，提出把节约能源资源放在首位，

投资评级 **买入-A**

**首次评级**

6个月目标价 **92.75元**  
股价(2023-02-02) **80.04元**

### 交易数据

总市值(百万元)	5,954.18
流通市值(百万元)	1,474.34
总股本(百万股)	74.39
流通股本(百万股)	18.42
12个月价格区间	45.07/80.04元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	3.5	1.5	33.8
绝对收益	11.5	15.2	25.5

**赵阳** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522040001  
zhaoyang1@essence.com.cn

**杨楠** 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522060001  
yangnan2@essence.com.cn

### 相关报告

实行全面节约战略，持续降低单位产出能源资源消耗和碳排放，提高投入产出效率。智慧供热恰恰是节约供热能量、降低供热能耗的重要手段。

2022 年 1 月，国务院印发《“十四五”节能减排综合工作方案》，明确要求加快既有建筑供热设施设备节能改造，充分挖掘供热潜力；6 月，国务院发布《城市燃气管道等老化更新改造实施方案(2022—2025 年)》，要求加快开展城市供热管道老化更新改造工作，明确 2022 年抓紧启动实施一批老化更新改造项目，2025 年底前基本完成城市燃气管道等老化更新改造任务。

我们认为，随着疫情扰动逐步减弱，以后经济社会发展全面复苏，老旧小区改造、节能减排改造和城市管道老化更新改造等工作必将加速推进，智慧供暖的需求和政策有望迎来共振。业绩预告显示：2022 年公司抓住供热领域存量市场大规模改造和智慧供热产业升级的双重机遇，积极开拓市场，订单量较 2021 年度实现较大幅度的增长。考虑到 2022 年疫情影响下许多订单或将递延实施交付，2023 年公司业绩可期。

#### 投资建议：

瑞纳智能作为国内领先的一站式城市智慧供热整体解决方案提供商，目前已为中国前几大热力和几百家供热企业提供了产品和技术服务，未来。预计公司 2022 年-2024 年实现营业收入 6.21/8.71/11.50 亿元，归母净利润分别为 1.99/2.76/3.66 亿元。首次给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 92.75 元，相当于 2023 年 25 倍的动态市盈率。

**风险提示：**老旧小区改造推进和新增供热面积不及预期，“双碳”政策在供热行业具体落地不及预期，公司新产品软件系统研发不及预期。

(亿元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
主营收入	416.0	529.6	621.3	870.6	1,150.1
净利润	130.2	171.3	198.7	276.0	365.7
每股收益(元)	2.36	2.33	2.67	3.71	4.92
每股净资产(元)	7.19	20.22	22.70	26.41	31.32

盈利和估值	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	0.00	36.42	29.96	21.57	16.28
市净率(倍)	0.00	4.19	3.53	3.03	2.56
净利润率	31.3%	32.3%	32.0%	31.7%	31.8%
净资产收益率	39.2%	18.2%	12.5%	15.1%	17.0%
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
ROIC	37.6%	19.3%	20.8%	39.0%	51.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	416.0	529.6	621.3	870.6	1,150.1	<b>成长性</b>					
减:营业成本	181.3	237.9	263.4	364.4	481.4	营业收入增长率	19.4%	27.3%	17.3%	40.1%	32.1%
营业税费	4.7	4.5	5.3	7.4	9.7	营业利润增长率	29.9%	17.6%	33.9%	38.9%	32.5%
销售费用	28.9	33.8	45.8	55.5	73.4	净利润增长率	34.1%	31.6%	16.0%	38.9%	32.5%
管理费用	65.1	79.0	95.8	123.8	163.6	EBITDA增长率	30.1%	30.4%	9.4%	38.5%	31.8%
财务费用	0.5	-1.8	-11.0	-14.3	-19.4	EBIT增长率	31.5%	31.9%	11.6%	39.3%	32.4%
资产减值损失	-10.4	25.3	23.3	44.5	45.1	NOPLAT增长率	30.4%	14.2%	29.3%	39.3%	32.4%
加:公允价值变动收益	0.0	0.4	0.0	0.0	0.0	投资资本增长率	39.9%	181.3%	-37.1%	-8.0%	11.4%
投资和汇兑收益	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1	净资产增长率	49.3%	274.8%	13.3%	16.3%	18.6%
<b>营业利润</b>	147.1	173.0	231.6	321.6	426.2	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	2.6	26.6	0.0	0.0	0.0	毛利率	56.4%	55.1%	57.6%	58.1%	58.1%
<b>利润总额</b>	149.6	199.6	231.6	321.6	426.2	营业利润率	35.4%	32.7%	37.3%	36.9%	37.1%
减:所得税	19.5	28.3	32.9	45.6	60.5	净利润率	31.3%	32.3%	32.0%	31.7%	31.8%
<b>净利润</b>	130.2	171.3	198.7	276.0	365.7	EBITDA/营业收入	38.1%	39.0%	36.4%	36.0%	35.9%
						EBIT/营业收入	36.0%	37.3%	35.5%	35.3%	35.4%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	固定资产周转天数	53	40	34	24	17
货币资金	189.0	697.1	808.4	1,176.4	1,508.6	流动营业资本周转天数	271	377	316	398	326
交易性金融资产	0.0	373.4	373.4	373.4	373.4	流动资产周转天数	437	1115	1010	1048	923
应收账款	211.6	303.2	300.7	545.5	572.3	应收账款周转天数	168	177	177	177	177
应收票据	2.1	1.9	0.0	0.0	0.0	存货周转天数	131	139	139	139	139
预付账款	7.2	3.8	0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	474	838	1108	935	852
存货	115.3	85.6	192.3	174.8	0.0	投资资本周转天数	349	771	413	271	229
其他流动资产	-27.7	152.5	44.1	228.8	454.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROE	39.2%	18.2%	12.5%	15.1%	17.0%
持有至到期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROA	20.4%	9.5%	10.0%	11.1%	12.7%
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	ROIC	37.6%	19.3%	20.8%	39.0%	51.0%
投资性房地产						<b>费用率</b>					
固定资产	61.3	56.0	60.6	55.7	50.1	销售费用率	7.0%	6.4%	7.4%	6.4%	6.4%
在建工程	6.9	10.7	0.7	0.0	0.0	管理费用率	15.7%	14.9%	15.4%	14.2%	14.2%
无形资产	5.5	7.3	7.0	6.7	6.4	财务费用率	0.1%	-0.3%	-1.8%	-1.6%	-1.7%
其他非流动资产	67.6	102.7	191.7	-79.3	-79.3	三费/营业收入	22.7%	21.0%	21.0%	19.0%	18.9%
<b>资产总额</b>	638.8	1,794.3	1,979.1	2,482.2	2,885.7	<b>偿债能力</b>					
短期债务	0.0	1.9	10.7	15.0	19.8	资产负债率	37.8%	17.0%	14.7%	20.9%	19.3%
应付账款	150.3	221.5	190.1	379.2	372.9	负债权益比	60.7%	20.5%	17.2%	26.4%	23.8%
应付票据	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0	流动比率	2.07	5.34	5.95	4.84	5.25
其他流动负债	90.3	79.7	88.3	122.1	161.3	速动比率	1.79	4.96	5.65	4.47	4.93
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	利息保障倍数	206.77	1536.54	803.33	549.00	536.62
其他非流动负债	0.8	1.6	1.6	1.6	1.6	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	241.4	304.7	290.7	517.9	555.6	DPS(元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股本	55.2	73.7	74.4	74.4	74.4	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
留存收益	342.2	1,416.0	1,614.0	1,890.0	2,255.7						
<b>股东权益</b>	397.4	1,489.7	1,688.4	1,964.4	2,330.1						
						<b>现金流量表</b>					
(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E	<b>业绩和估值指标</b>	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	130.2	171.3	198.7	276.0	365.7	EPS(元)	2.36	2.33	2.67	3.71	4.92
加:折旧和摊销	35.7	8.1	5.6	5.9	5.9	BVPS(元)	7.19	20.22	22.70	26.41	31.32
资产减值准备	-10.4	25.3	23.3	44.5	45.1	PE(X)	0.00	36.42	29.96	21.57	16.28
公允价值变动损失	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0	PB(X)	0.00	4.19	3.53	3.03	2.56
财务费用	0.5	-1.8	-11.0	-14.3	-19.4	P/FCF	123.98	-214.98	29.73	61.36	17.92
投资损失	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	P/S	0.00	11.78	9.58	6.84	5.18
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EV/EBITDA	0.00	30.19	23.62	16.00	11.43
营运资金的变动	-42.4	-119.0	-125.2	37.3	-89.3	CAGR(%)	74.4%	32.8%	23.6%	26.9%	35.7%
<b>经营活动产生现金流量</b>	113.5	83.3	91.4	349.3	307.9	PEG	0.00	1.15	1.87	0.55	0.50
<b>投资活动产生现金流量</b>	-22.9	-491.4	0.1	0.1	0.1	ROIC/WACC	10.16	5.22	5.62	10.55	13.79
<b>融资活动产生现金流量</b>	-25.2	919.6	19.8	18.6	24.2	REP	0.00	1.07	1.35	0.73	0.47

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## 目 公司评级体系 ■■■

收益评级：

买入 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%及以上；

增持 —— 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%（含）至 15%；

中性 —— 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%（含）至 5%；

减持 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%（含）；

卖出 —— 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —— 正常风险，未来 6 个月的投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —— 较高风险，未来 6 个月的投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 目 分析师声明 ■■■

本报告署名分析师声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## 目 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明 ■■■

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

**目 免责声明** ■■■

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

**安信证券研究中心**

深圳市

地 址： 深圳市福田区福田街道福华一路 19 号安信金融大厦 33 楼

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034