


2023年04月21日
 苏文电能(300982.SZ)

ESSENCE


公司快报

证券研究报告

电力电子及自动化

信用减值拖累 22 年表现，23Q1 业绩增长超预期

事项：公司发布 2022 年年报以及 2023 年一季报，2022 年公司实现营业收入 23.57 亿元，同比增长 27.01%，实现归母净利润 2.56 亿元，同比下滑 14.95%，2023 年 Q1 实现营收 5.81 亿元，同比增长 42.79%，实现归母净利润 0.96 亿元，同比增长 127.64%。

2022 年营收快速增长，全国化布局顺利推进。公司 2022 年实现营业收入 23.57 亿元，同比增长 27.01%，2022Q1、Q2、Q3、Q4 各季度营收增速分别为 22.11%、23.35%、30.39%、42.79%，营收同比增速逐季提升，在去年疫情严重影响下，公司营业收入逐季提升，全年保持快速增长，体现出较强的抗风险能力。在各项业务上，电力设备营收高速增长，营收贡献占比大幅提升，期内实现营收 6.59 亿元，yoy+99.59%，营收占比 27.97%，同比+10.17 个 pct。电力施工及智能用电服务仍为营收主要来源，期内实现营收 15.50 亿元，yoy+12.33%，营收占比 65.79%，同比-8.6 个 pct。2022 年公司省外业务取得突破，省外营收占比由 2021 年的 6.98% 提升至 27.41%，全国化布局顺利推进。

疫情及地产下行导致收款不及预期，信用计提拖累业绩表现，2023Q1 业绩超预期，全年改善值得期待。公司 2022 年实现归母净利润 2.56 亿元，同比-14.95%，主要由于期内信用减值同比增长，计提应收账款、应收票据等坏账准备 0.9 亿元（21 年为 0.30 亿元），拖累全年业绩增表现。2022 年信用减值大幅增长，或由于去年底疫情放开后，全国感染人数激增，项目收款进展不及预期，叠加地产下行，地产类项目计提所致。期内公司毛利率为 26.68%，同比-1.94 个 pct，或因竞争加剧以及业务结构变化。分业务看，电力施工和智能用电服务毛利率为 27.74%，同比-0.65 个 pct，电力设备毛利率为 18.59%，同比-3.42 个 pct，或和产品结构及省外扩张有关。22 年公司管理费用率为 8.27%，同比+1.08 个 pct，主要由于计提股份支付费用后管理费用率同比增长。公司 2022 年净利率为 10.82%，同比-5.41 个 pct。2023Q1 公司营收/归母净利润分别 yoy+42.79%/127.64%，业绩超出预期，高于业绩预告上限值，随疫情影响消除，2023 年项目实施及收款改善确定性提升，助力业绩改善。

新签订单快速增长，全产业链布局完善，新能源+智能用电带来新增量。根据公司公告，公司 2022Q1-Q3 新签合同额实现翻倍增

投资评级	买入-A 维持评级
6 个月目标价	74.25 元
股价 (2023-04-20)	56.37 元

交易数据

总市值(百万元)	9,665.86
流通市值(百万元)	2,004.06
总股本(百万股)	171.47
流通股本(百万股)	35.55
12 个月价格区间	35.35/72.3 元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.6	-9.0	31.7
绝对收益	-8.2	-10.6	32.7

苏多永 分析师

SAC 执业证书编号：S1450517030005

sudy@essence.com.cn

董文静 分析师

SAC 执业证书编号：S1450522030004

dongwj@essence.com.cn

相关报告

 营收/业绩增速逐季修复，订 2022-10-27
 单翻倍增长成长性可期

长，新签合同金额 22.73 亿元，同比增长 100.73%。从新签订单下游客户结构看，工业企业客户占比最高为 54.80%，地产客户和政府类客户占比分别为 24.75%和 20.45%，公司在房地产行业承压背景下，灵活调整战略方向，大力挖掘高景气度下游领域的项目需求，实现客户结构优化，积累了大批优质工商业企业客户，有效拓展业务来源。公司 EPCO 业务模式实现全产业链覆盖，积极布局分布式光伏、储能 EPCO 和充电桩业务，期内交付和承接了众多分布式光伏工程项目，携手瑞浦兰钧在电芯、储能和综合能源业务展开合作，目前在手分布式光伏和储能订单充足，新能源业务快速成长。公司从事智能化用电业务多年，自主开发电力运维平台，为客户提供用电解决方案，在电力需求侧服务领域树立了良好的口碑，形成了一定的市场竞争力，一站式供电服务优势突出，带来长期持续业务增量。

投资建议：公司为用户侧优质电力工程和运维服务商龙头，营收订单高增，客户结构优化，全国布局成效显著，电力设备和新能源业务快速成长，电网智能化板块竞争力突出，有望充分受益新型电力系统建设推进下的电网投资规模扩大、光伏储能需求释放以及电网智能化运维的推进。我们看好公司全产业链拓展战略和未来成长性，预计公司 2023 年-2025 年分别实现营业收入 33.29 亿元、44.94 亿元和 59.42 亿元，分别同比增长 41.2%、35.0%、32.2%，实现归母净利润 4.71 亿元、6.23 亿元和 8.20 亿元，分别同比增长 84.0%、32.2%、31.6%，实现 EPS 分别为 2.75 元、3.63 元、4.78 元，PE 分别为 20.5、15.5 和 11.8 倍。给予 2023 年 27 倍估值，目标价 74.25 元，维持公司“买入-A”投资评级。

风险提示：疫情反复，政策推进不及预期，宏观经济大幅波动，行业竞争加剧，工程进度不及预期，项目回款风险。

(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
主营收入	1,855.9	2,357.2	3,329.1	4,494.2	5,942.0
净利润	301.2	256.1	471.4	623.1	819.8
每股收益(元)	1.76	1.49	2.75	3.63	4.78
每股净资产(元)	8.49	17.77	19.83	22.56	26.14

盈利和估值	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
市盈率(倍)	32.1	37.7	20.5	15.5	11.8
市净率(倍)	6.6	3.2	2.8	2.5	2.2
净利润率	16.2%	10.9%	14.2%	13.9%	13.8%
净资产收益率	20.7%	8.4%	13.9%	16.1%	18.3%
股息收益率	0.9%	0.0%	1.2%	1.6%	2.1%
ROIC	151.7%	46.4%	44.5%	43.6%	45.7%

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)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E		2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,855.9	2,357.2	3,329.1	4,494.2	5,942.0	成长性					
减:营业成本	1,324.8	1,728.6	2,424.7	3,287.4	4,345.6	营业收入增长率	35.6%	27.0%	41.2%	35.0%	32.2%
营业税费	2.2	9.8	15.6	22.5	29.7	营业利润增长率	24.1%	-13.4%	86.0%	32.8%	31.9%
销售费用	41.5	58.1	89.9	116.8	154.5	净利润增长率	26.8%	-14.9%	84.0%	32.2%	31.6%
管理费用	68.6	110.4	143.2	188.8	249.6	EBITDA 增长率	33.6%	5.3%	39.5%	31.3%	31.6%
研发费用	64.9	84.6	126.5	175.3	231.7	EBIT 增长率	34.6%	4.6%	42.0%	32.0%	32.1%
财务费用	-2.8	2.0	-1.5	-6.4	-6.7	NOPLAT 增长率	24.0%	-10.7%	81.1%	31.7%	32.4%
资产减值损失	-3.4	-4.0	-6.0	-4.5	-4.8	投资资本增长率	191.7%	88.7%	34.6%	26.2%	28.1%
加:公允价值变动收益	1.5	-	-	-	-	净资产增长率	103.4%	109.2%	11.6%	13.7%	15.9%
投资和汇兑收益	5.2	10.9	5.5	5.8	7.4						
营业利润	336.5	291.6	542.2	720.1	949.7	利润率					
加:营业外净收支	14.2	1.1	7.1	7.4	5.2	毛利率	28.6%	26.7%	27.2%	26.9%	26.9%
利润总额	350.7	292.6	549.3	727.5	954.9	营业利润率	18.1%	12.4%	16.3%	16.0%	16.0%
减:所得税	49.5	37.5	78.6	105.5	137.0	净利润率	16.2%	10.9%	14.2%	13.9%	13.8%
净利润	301.2	256.1	471.4	623.1	819.8	EBITDA/营业收入	20.3%	16.8%	16.6%	16.1%	16.1%
						EBIT/营业收入	19.6%	16.1%	16.2%	15.9%	15.9%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	16	21	20	14	10
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	流动营业资本周转天数	46	76	90	97	100
货币资金	559.4	1,931.2	1,874.4	1,941.3	2,031.7	流动资产周转天数	342	473	457	390	359
交易性金融资产	271.5	-	-	-	-	应收帐款周转天数	163	187	191	180	186
应收帐款	981.7	1,467.0	2,056.7	2,443.3	3,693.9	存货周转天数	12	21	21	24	22
应收票据	26.6	140.1	4.9	207.4	112.4	总资产周转天数	383	548	523	433	393
预付帐款	44.6	90.9	95.4	157.1	170.0	投资资本周转天数	72	122	132	127	122
存货	73.7	199.4	191.2	398.6	323.4						
其他流动资产	172.7	229.1	166.7	189.5	195.1	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	20.7%	8.4%	13.9%	16.1%	18.3%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.4%	5.4%	9.6%	10.6%	11.5%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	151.7%	46.4%	44.5%	43.6%	45.7%
投资性房地产	-	3.4	3.4	3.4	3.4	费用率					
固定资产	89.3	186.1	177.9	169.6	161.4	销售费用率	2.2%	2.5%	2.7%	2.6%	2.6%
在建工程	91.2	149.3	149.3	149.3	149.3	管理费用率	3.7%	4.7%	4.3%	4.2%	4.2%
无形资产	40.3	82.7	79.0	75.4	71.7	研发费用率	3.5%	3.6%	3.8%	3.9%	3.9%
其他非流动资产	76.0	269.3	123.1	156.1	182.6	财务费用率	-0.2%	0.1%	0.0%	-0.1%	-0.1%
资产总额	2,427.0	4,748.4	4,921.9	5,890.9	7,095.1	四费/营业收入	9.3%	10.8%	10.8%	10.6%	10.6%
短期债务	-	196.0	-	-	-	偿债能力					
应付帐款	506.5	619.1	836.8	939.7	1,456.2	资产负债率	40.0%	35.8%	30.9%	34.4%	36.9%
应付票据	230.2	504.0	244.6	745.4	753.2	负债权益比	66.7%	55.9%	44.8%	52.4%	58.4%
其他流动负债	211.5	361.1	419.5	318.0	385.0	流动比率	2.25	2.42	2.92	2.66	2.52
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	2.17	2.30	2.80	2.47	2.39
其他非流动负债	22.9	21.9	21.7	22.1	21.9	利息保障倍数	-128.29	193.11	-360.82	-111.26	-141.20
负债总额	971.1	1,702.1	1,522.5	2,025.2	2,616.4	分红指标					
少数股东权益	-	-0.4	-1.0	-2.0	-3.9	DPS(元)	0.49	-	0.69	0.91	1.20
股本	140.3	171.5	171.5	171.5	171.5	分红比率	28.0%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
留存收益	1,315.6	2,875.3	3,228.9	3,696.2	4,311.1	股息收益率	0.9%	0.0%	1.2%	1.6%	2.1%
股东权益	1,455.9	3,046.4	3,399.4	3,865.7	4,478.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	1.76	1.49	2.75	3.63	4.78
(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	BVPS(元)	8.49	17.77	19.83	22.56	26.14
净利润	301.2	256.1	471.4	623.1	819.8	PE(X)	32.1	37.7	20.5	15.5	11.8
加:折旧和摊销	12.0	15.5	11.9	11.9	11.9	PB(X)	6.6	3.2	2.8	2.5	2.2
资产减值准备	3.4	4.0	-	-	-	P/FCF	-157.7	-259.5	-114.1	37.7	29.8
公允价值变动损失	-1.5	-	-	-	-	P/S	5.2	4.1	2.9	2.2	1.6
财务费用	0.4	5.6	-1.5	-6.4	-6.7	EV/EBITDA	25.1	16.3	13.9	10.4	7.8
投资收益	-5.2	-10.9	-5.5	-5.8	-7.4	CAGR(%)	27.3%	47.5%	25.6%	27.3%	47.5%
少数股东损益	-	-1.0	-0.6	-1.1	-1.9	PEG	1.2	0.8	0.8	0.6	0.2
营运资金的变动	-550.8	-708.6	-225.3	-411.7	-534.3	ROIC/WACC	14.4	4.4	4.2	4.2	4.4
经营活动产生现金流量	46.6	-219.1	250.3	210.1	281.4	REP	1.2	1.4	1.3	1.0	0.8
投资活动产生现金流量	-409.6	77.6	5.5	5.8	7.4						
融资活动产生现金流量	420.2	1,484.5	-312.7	-148.9	-198.4						

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