

## 业绩稳步提升，新老业务共迎新契机

2022 年 08 月 31 日

► **事件概述：**8 月 30 日，公司发布 2022 年半年度报告。22H1 公司实现营收 23.90 亿元，同比+21.71%；归母净利润为 3.04 亿元，同比+21.27%；单季度来看，22Q2 实现营收 13.21 亿元，同比+14.14%，环比+23.53%；实现归母净利润 1.75 亿元，同比+11.19%，环比+35.74%。整体来看上半年公司经营质量持续提升，预计下半年公司将持续发力，业绩有望稳步增长。

► **精益管理水平提升，费用率大幅降低。**盈利能力方面，公司 22H1 毛利率为 34.59%，同比-3.27Pcts，主要系公司本期完工合同结构变化，叠加国际合同受境外市场因素影响，导致毛利率有所下滑。**费用率方面**，公司持续提升精益化管理水平，22H1 公司期间费用率为 19.18%，同比-4.99Pcts，其中管理/销售费用率分别同比下降 1.03pct/2.52pct，费用管控良好。

► **电网投资改造加速，核心业务板块持续受益。**根据国家电网计划，2022 年电网投资 5000 亿元以上，未来五年累计将有 25000 亿元人民币的投资，进一步发挥电网投资拉动作用。**网内业务方面**，公司作为国内继电保护领军企业，核心业务输变电保护和自动化系统 22H1 营收 10.63 亿元，同比增长 15.11%，占比总营收 44.5%，实现稳定增长，毛利率水平同比增长 0.15%，盈利能力持续提升。在电网投资加速的拉动下，输变电、配用电业务有望持续受益。**产品及技术创新方面**，公司持续跟踪新型电力系统新技术发展动态，上半年研发投入占比 8.39%，技术人员占企业总人数 50%以上，电网智能化改造下，无人值班变电站数量增多提升对集控站系统的需求，公司新一代集控站和远程智能巡视产品已通过国家电网的集中检测，有望为公司带来新的业绩增量。

► **紧抓行业发展周期，新能源业务增长迅速。**公司进入新能源发电领域时间较长，已具备多年新能源场站相关技术积累，可提供场站一体化解决方案及风光储集中调控运维系统。22H1 公司新能源板块收入 5.85 亿元，同比增长+82.08%，占整体收入的 24.48%。公司持续提升自身供应链管理能力和持续扩大重点客户的市场占有率，新签合同额同比增长较高。公司先后中标三峡包头风电基地、三峡山东潍坊昌邑、缅甸邦德 100MW 光伏项目等新能源发电、海上风电、海外光伏项目。此外，截至 21 年底，公司已经在国内外实施了近 100 个储能项目，为进一步开拓新能源市场奠定基础。未来受益新能源装机占比提升，公司新能源相关业务有望持续快速增长。

► **投资建议：**我们预计公司 2022-2024 年营收分别为 52.99、65.82、80.47 亿元，对应增速分别为 23.3%、24.2%、22.3%；归母净利润分别为 6.10、7.43、8.99 亿元，对应增速分别为 35.0%、21.8%、21.1%，以 8 月 30 日收盘价作为基准，对应 2022-2024 年 PE 为 21X、17X、14X。维持“推荐”评级。

► **风险提示：**政策变化风险；原材料价格波动风险。

### 盈利预测与财务指标

| 项目/年度            | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 (百万元)       | 4298  | 5299  | 6582  | 8047  |
| 增长率 (%)          | 11.3  | 23.3  | 24.2  | 22.3  |
| 归属母公司股东净利润 (百万元) | 452   | 610   | 743   | 899   |
| 增长率 (%)          | 31.4  | 35.0  | 21.8  | 21.1  |
| 每股收益 (元)         | 0.56  | 0.75  | 0.91  | 1.11  |
| PE               | 28    | 21    | 17    | 14    |
| PB               | 3.3   | 3.1   | 2.6   | 2.2   |

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2022 年 08 月 30 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

15.67 元


**分析师 邓永康**

执业证书：S0100521100006

电话：021-60876734

邮箱：dengyongkang@mszq.com

**分析师 郭彦辰**

执业证书：S0100522070002

电话：021-60876734

邮箱：guoyanchen@mszq.com

**研究助理 李佳**

执业证书：S0100121110050

电话：021-60876734

邮箱：lijia@mszq.com

### 相关研究

1. 电新行业 2022 中期策略：潮平岸阔，进而有为-2022/07/05

2. 配网智能化深度报告：箭在弦上，暖风已至-2022/05/21

## 公司财务报表数据预测汇总

| 利润表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业总收入     | 4298  | 5299  | 6582  | 8047  |
| 营业成本      | 2750  | 3517  | 4478  | 5531  |
| 营业税金及附加   | 36    | 53    | 66    | 80    |
| 销售费用      | 433   | 450   | 527   | 628   |
| 管理费用      | 212   | 244   | 290   | 338   |
| 研发费用      | 447   | 503   | 592   | 708   |
| EBIT      | 468   | 637   | 768   | 939   |
| 财务费用      | -38   | -82   | -106  | -121  |
| 资产减值损失    | -47   | -11   | -11   | -11   |
| 投资收益      | 2     | 0     | 3     | 4     |
| 营业利润      | 509   | 708   | 866   | 1053  |
| 营业外收支     | 25    | 19    | 19    | 19    |
| 利润总额      | 534   | 727   | 885   | 1072  |
| 所得税       | 81    | 116   | 142   | 171   |
| 净利润       | 452   | 611   | 743   | 900   |
| 归属于母公司净利润 | 452   | 610   | 743   | 899   |
| EBITDA    | 573   | 745   | 880   | 1056  |

| 资产负债表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金        | 2014  | 2389  | 2638  | 3793  |
| 应收账款及票据     | 1076  | 1221  | 1632  | 1855  |
| 预付款项        | 146   | 106   | 134   | 166   |
| 存货          | 1559  | 1909  | 2499  | 2950  |
| 其他流动资产      | 1692  | 1978  | 2388  | 2847  |
| 流动资产合计      | 6487  | 7602  | 9291  | 11611 |
| 长期股权投资      | 23    | 23    | 23    | 23    |
| 固定资产        | 376   | 399   | 403   | 406   |
| 无形资产        | 147   | 137   | 122   | 102   |
| 非流动资产合计     | 884   | 929   | 939   | 947   |
| 资产合计        | 7371  | 8532  | 10231 | 12558 |
| 短期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款及票据     | 1808  | 2452  | 2922  | 3777  |
| 其他流动负债      | 1661  | 1973  | 2459  | 3031  |
| 流动负债合计      | 3468  | 4425  | 5381  | 6808  |
| 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 其他长期负债      | 29    | 29    | 29    | 29    |
| 非流动负债合计     | 29    | 29    | 29    | 29    |
| 负债合计        | 3497  | 4454  | 5410  | 6836  |
| 股本          | 813   | 813   | 813   | 813   |
| 少数股东权益      | 3     | 3     | 4     | 5     |
| 股东权益合计      | 3874  | 4078  | 4821  | 5722  |
| 负债和股东权益合计   | 7371  | 8532  | 10231 | 12558 |

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

| 主要财务指标     | 2021A  | 2022E  | 2023E  | 2024E  |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 (%)   |        |        |        |        |
| 营业收入增长率    | 11.26  | 23.28  | 24.21  | 22.26  |
| EBIT 增长率   | 34.28  | 36.29  | 20.44  | 22.28  |
| 净利润增长率     | 31.38  | 34.97  | 21.77  | 21.11  |
| 盈利能力 (%)   |        |        |        |        |
| 毛利率        | 36.03  | 33.63  | 31.96  | 31.26  |
| 净利率        | 10.51  | 11.51  | 11.28  | 11.18  |
| 总资产收益率 ROA | 6.13   | 7.15   | 7.26   | 7.16   |
| 净资产收益率 ROE | 11.67  | 14.97  | 15.42  | 15.73  |
| 偿债能力       |        |        |        |        |
| 流动比率       | 1.87   | 1.72   | 1.73   | 1.71   |
| 速动比率       | 0.98   | 0.89   | 0.87   | 0.90   |
| 现金比率       | 0.58   | 0.54   | 0.49   | 0.56   |
| 资产负债率 (%)  | 47.44  | 52.20  | 52.88  | 54.44  |
| 经营效率       |        |        |        |        |
| 应收账款周转天数   | 82.93  | 65.00  | 65.00  | 65.00  |
| 存货周转天数     | 172.80 | 178.00 | 178.00 | 178.00 |
| 总资产周转率     | 0.60   | 0.67   | 0.70   | 0.71   |
| 每股指标 (元)   |        |        |        |        |
| 每股收益       | 0.56   | 0.75   | 0.91   | 1.11   |
| 每股净资产      | 4.76   | 5.01   | 5.92   | 7.03   |
| 每股经营现金流    | 0.82   | 1.13   | 0.43   | 1.55   |
| 每股股利       | 0.50   | 0.25   | 0.25   | 0.25   |
| 估值分析       |        |        |        |        |
| PE         | 28     | 21     | 17     | 14     |
| PB         | 3.3    | 3.1    | 2.6    | 2.2    |
| EV/EBITDA  | 18.74  | 13.91  | 11.50  | 8.49   |
| 股息收益率 (%)  | 3.19   | 1.60   | 1.60   | 1.60   |

| 现金流量表 (百万元) | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|
| 净利润         | 452   | 611   | 743   | 900   |
| 折旧和摊销       | 106   | 108   | 113   | 117   |
| 营运资金变动      | 56    | 206   | -495  | 252   |
| 经营活动现金流     | 668   | 917   | 350   | 1257  |
| 资本开支        | -41   | -122  | -101  | -101  |
| 投资          | -19   | -12   | -2    | -4    |
| 投资活动现金流     | -49   | -135  | -101  | -102  |
| 股权募资        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 债务募资        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 筹资活动现金流     | -797  | -407  | 0     | 0     |
| 现金净流量       | -180  | 375   | 249   | 1156  |

## 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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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收到任何形式的补偿。

## 评级说明

| 投资建议评级标准                                                                                                              | 评级   | 说明                  |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------|---------------------|
| 以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。 | 推荐   | 相对基准指数涨幅 15%以上      |
|                                                                                                                       | 谨慎推荐 | 相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间 |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 推荐   | 相对基准指数涨幅 5%以上       |
|                                                                                                                       | 中性   | 相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间  |
|                                                                                                                       | 回避   | 相对基准指数跌幅 5%以上       |

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026