

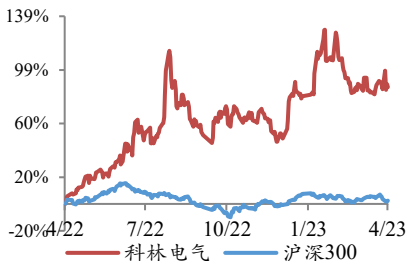
深耕配用电装备领域，加速智慧能源板块布局

投资评级：增持（首次）

报告日期：2023-05-04

收盘价（元）	20.94
近12个月最高/最低（元）	24.03/10.59
总股本（百万股）	162
流通股本（百万股）	162
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	33
流通市值（亿元）	33

公司价格与沪深300走势比较



分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

相关报告

主要观点：

● 立足电气设备领域，形成2+2业务架构

公司成立于2000年，致力构建电力产业发展新业态，为电力行业、公共事业及大型行业客户提供智慧电力系统解决方案，以“配用电装备板块”、“智慧能源板块”为双轮驱动的主业，并打造“电力工程服务板块”、“产业投资及孵化板块”为两个支撑业务板块，形成2+2业务架构。

● 用电需求驱动发电装机容量增长，新型电力系统建设发展加速

2022年全社会用电量累计8.64万亿千瓦时，同比+3.6%，2022年全国发电装机容量约25.6亿千瓦，同比+7.8%，其中非化石能源（水电+风电+太阳能+核电）12.3亿千瓦时，同比+13.7%，占总装机比重上升至48.0%，同比提高2.6pct。政策端，对新型电力系统建设扶持力度加大，公司所处环渤海地区，具有产业聚集优势。

● 聚焦智能电网领域，推动智慧能源发展

公司现有产品基本涵盖了110kV及以下智能电网配电、变电、用电领域一、二次设备及系统，是国内较早开展微机继电保护、综合自动化系统和用电信息采集等产品研产销的企业。2022年公司高低压开关及成套设备实现营收12.33亿元，同比+13.4%，占总营收比重47.0%，贡献主要营收。用电设备实现营收3.75亿元，毛利率38.8%，高于其他业务。变电设备实现营收4.73亿元，同比+97.9%，增速远超其他业务。配电设备产销略有下滑，实现营收2.18亿元，同比+9.6%。公司客户资源丰富，以分布式光伏为主的新能源业务持续落地，出海加速。

● 投资建议

预计2023-2025年公司营业收入分别为34.71、47.33、66.13亿元，归母净利润分别为2.00、2.97、5.36亿元，对应PE分别为16.22、10.91、6.04倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	2623	3471	4733	6613
收入同比（%）	28.6%	32.3%	36.3%	39.7%
归属母公司净利润	114	200	297	536
净利润同比（%）	29.1%	74.7%	48.7%	80.5%
毛利率（%）	23.1%	24.2%	24.2%	24.7%
ROE（%）	8.4%	12.8%	16.0%	22.4%
每股收益（元）	0.71	1.23	1.83	3.31
P/E	22.15	16.22	10.91	6.04
P/B	1.88	2.08	1.74	1.35
EV/EBITDA	14.34	10.88	8.47	5.82

资料来源：iFinD，华安证券研究所

● 风险提示

依赖于电力行业投资的风险；市场竞争加剧的风险；产品及技术持续创新的风险；主要原材料价格波动风险

正文目录

1 公司概况：智慧电力系统解决方案供应商	5
1.1 发展历程	5
1.2 股权结构与管理层	5
1.3 业务架构	6
1.4 业绩表现	7
2 行业概况：新型电力系统建设加速	10
3 主营业务	13
3.1 概况	13
3.2 配用电装备	13
3.2.1 高低压开关及成套设备	13
3.2.2 智能电网用电设备	15
3.2.3 智能电网变电设备	16
3.2.4 智能电网配电设备	17
3.3 智慧能源	18
4 投资建议	21
5 风险提示	21
财务报表与盈利预测	23

图表目录

图表 1 公司发展历程	5
图表 2 公司股权结构 (截止 2023Q1)	5
图表 3 公司管理层介绍	6
图表 4 公司主营业务	6
图表 5 公司 2017-2022 营业收入 (亿元)	7
图表 6 公司 2017-2022 归母净利润 (亿元)	7
图表 7 公司各业务板块收入 (亿元)	7
图表 8 公司各业务板块毛利率情况	7
图表 9 2022 年公司营收地区分布	8
图表 10 公司 2017-2022 分地区毛利率情况	8
图表 11 公司 2017-2022 毛利率和净利率情况 (%)	8
图表 12 公司 2017-2022 期间费用率情况 (%)	8
图表 13 公司各项活动产生的现金流量 (亿元)	9
图表 14 公司近一年中标情况	9
图表 15 2017-2023E 全社会用电量和发电装机容量	10
图表 16 2017-2023E 全国分类型发电装机容量 (亿千瓦)	11
图表 17 2022 年各类型发电装机容量占比情况	11
图表 18 新型电力系统建设相关政策	11
图表 19 环渤海区域智能电网产业发展概况	12
图表 20 公司主营业务	13
图表 21 高低压开关及成套设备产销量 (套)	14
图表 22 高低压开关及成套设备营收和毛利 (亿元)	14
图表 23 公司高低压开关及成套设备产品	14
图表 24 智能电网用电设备产销量 (万台)	15
图表 25 智能电网用电设备营收和毛利 (亿元)	15
图表 26 公司智能电网用电设备产品	15
图表 27 智能电网变电设备细分领域	16
图表 28 智能电网变电设备产销量 (套)	16
图表 29 智能电网变电设备营收和毛利 (亿元)	16
图表 30 公司智能电网变电设备产品	17
图表 31 智能电网配电设备产销量 (万套)	17
图表 32 智能电网变电设备营收和毛利 (亿元)	17
图表 33 公司智能电网配电设备产品	18
图表 34 2022 年累计光伏装机容量 (万千瓦)	18
图表 35 2022 年新增光伏装机容量 (万千瓦)	18
图表 36 2022 年新增分布式光伏装机容量 (万千瓦)	19
图表 37 分布式光伏发电设备营收和毛利 (亿元)	19
图表 38 公司新能源产品	19
图表 39 新能源发电专用华 (美)	20
图表 40 科林电气波黑伊沃维克 84MW 风电箱式变电站项目	20

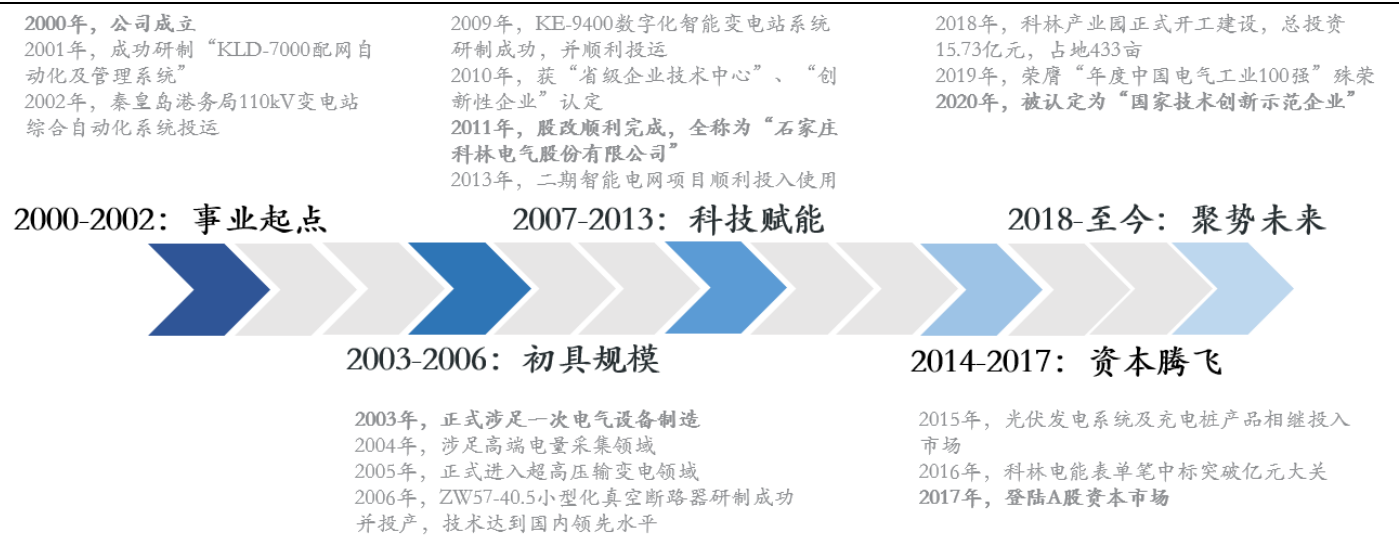
图表 41 公司分业务预测..... 21

1 公司概况：智慧电力系统解决方案供应商

1.1 发展历程

科林电气致力于构建电力产业发展新业态，为电力行业、公共事业及大型行业客户提供智慧电力系统解决方案，公司于 2000 年成立，2017 年公司在 A 股上市。公司以“发展高新技术、造就优秀人才、服务中国电力”为使命，打造以“配用电装备板块”+“智慧能源板块”为主的一体两翼、双轮驱动的双主业。

图表 1 公司发展历程

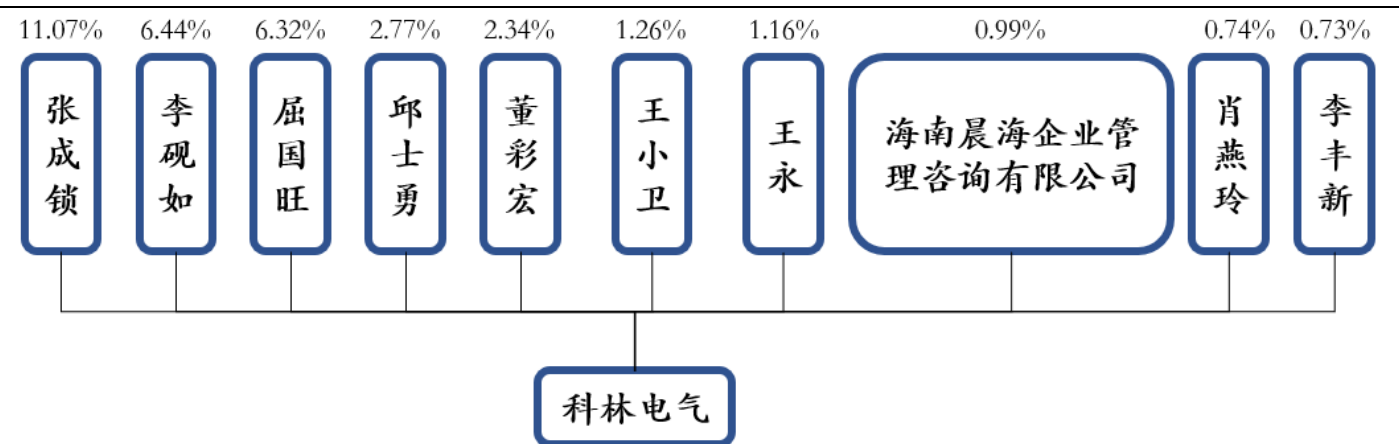


资料来源：公司官网，华安证券研究所

1.2 股权结构与管理层

公司实控人为自然人张成锁。张成锁为公司董事长，同时为第一大股东，持股比例 11.07%。截止 2023Q1，公司总股本为 16221.01 万股，前十大股东持股比例 33.82%，其中大多为公司高管，高管持股有利于公司长远发展。

图表 2 公司股权结构 (截止 2023Q1)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

公司管理层经验丰富。管理层成员在公司任职时间普遍较长，熟知公司各项业务，多名高管为高级工程师，技术实力雄厚，可为公司全面发展提供研发咨询帮助和技术指导。

图表 3 公司管理层介绍

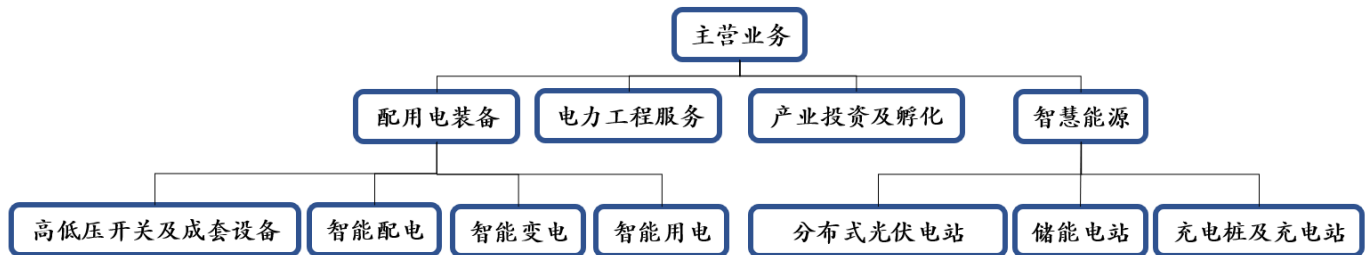
姓名	职位	年龄	学历	介绍
张成锁	董事长	65	本科	现任河北省人大代表和石家庄市人大代表，曾获得“河北省政府质量奖个人奖”、“河北省政府”优秀民营企业家、“河北省政府‘巨人计划’领军人才”等称号
李砚如	副董事长	69	/	2000年2月参与创立科林电气，2014年8月至今，任公司副董事长
邱士勇	监事会主席	54	本科	高级工程师，2000年2月加入公司，2014年8月至今，任公司监事会主席
屈国旺	总经理	54	本科	正高级工程师，曾获“石家庄市第四届科技领军人物”称号，现任河北省电工技术学会第三届理事会理事长，为《电能表用微型电压互感器》行业标准主要起草人之一，获得发明专利8项、实用新型专利8项
宋建玲	副总经理	48	本科	2014年8月至今，任公司副总经理兼董事会秘书，主要负责证券事务部工作，2022年7月起任公司财务总监
王永	副总经理	54	大专	2007年1月加入公司，至2014年8月至今，任公司副总经理
董彩宏	副总经理	57	本科	高级工程师，主要负责财务中心、人力资源部的管理工作，现任石家庄市鹿泉区政协常委
陈贺	副总经理	47	硕士	正高级工程师，主要从事综合自动化、配网自动化的研发工作，其所主持项目曾获河北省科学技术奖6项，市科技进步奖5项

资料来源：iFinD，华安证券研究所

1.3 业务架构

深耕电气设备领域，形成 2+2 业务架构。公司以“配用电装备”、“智慧能源”为双主业：在配用电装备板块，公司是行业内产品线较为齐全的少数企业之一，产品广泛应用于国家电网智能电网配电、变电和用电建设领域，主要产品包括综合自动化系统、配电终端、配电主站软件、智能电能表、高低压预付费、高低压真空断路器、环网柜、成套设备等；在智慧能源板块，公司相关产品和服务设计分布式光伏电站 EPC 及运维、储能设备及储能电站的建设与运营、充电桩及充电站的建设与运维等多个新能源领域。公司以“电力工程服务”和“产业投资及孵化”为两个业务支撑板块：在电力工程服务板块，公司专业从事电力工程和分布式光伏等业务的 EPC 总承包业务，拥有设计、施工及承装电力设施完整资质。

图表 4 公司主营业务

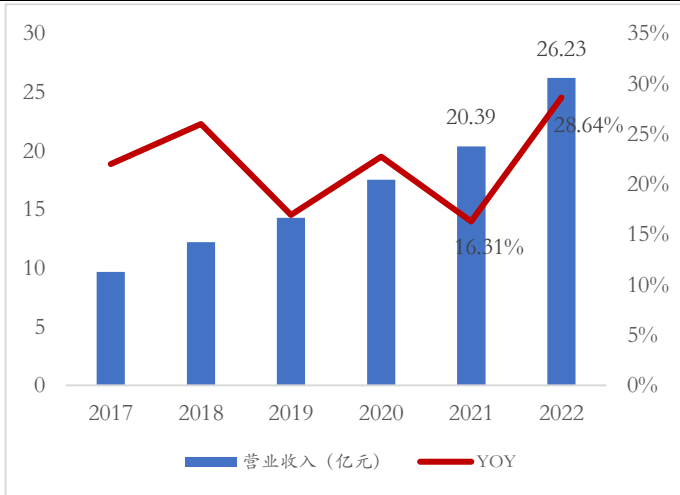


资料来源：公司年报，华安证券研究所

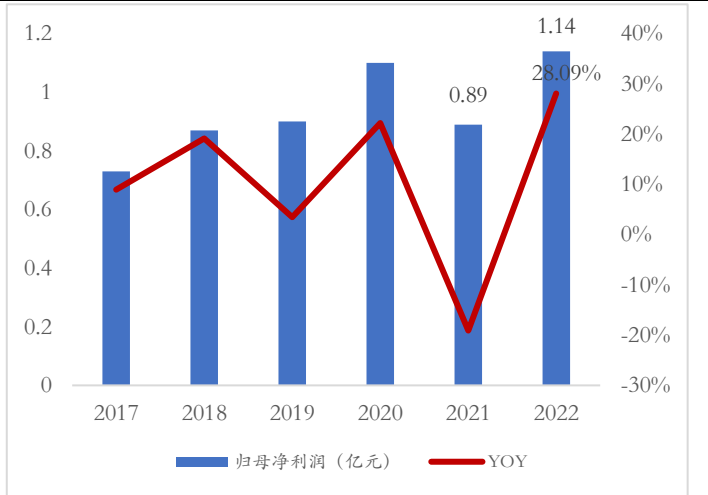
1.4 业绩表现

营收持续增长，盈利实现反弹。2022年，公司实现营业收入26.23亿元，同比+28.6%，主要系公司主营产品业务增长。实现归母净利润1.14亿元，同比+28.1%，主要得益于公司各类产品均实现增长、销售毛利率同比提高和期间费用略有下降所致。

图表 5 公司 2017-2022 营业收入 (亿元)



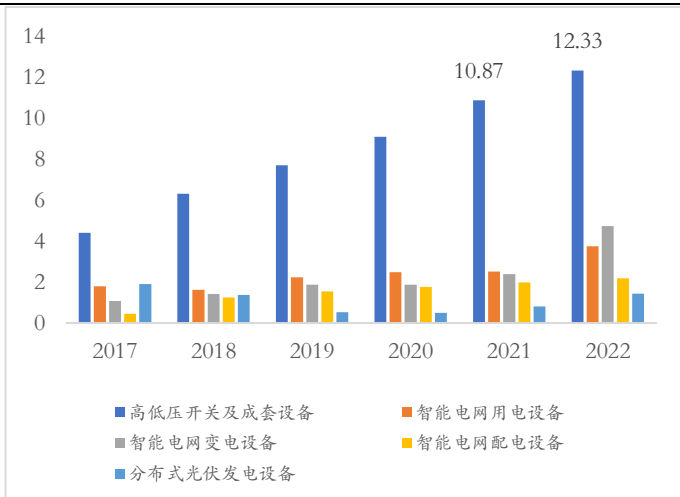
图表 6 公司 2017-2022 归母净利润 (亿元)



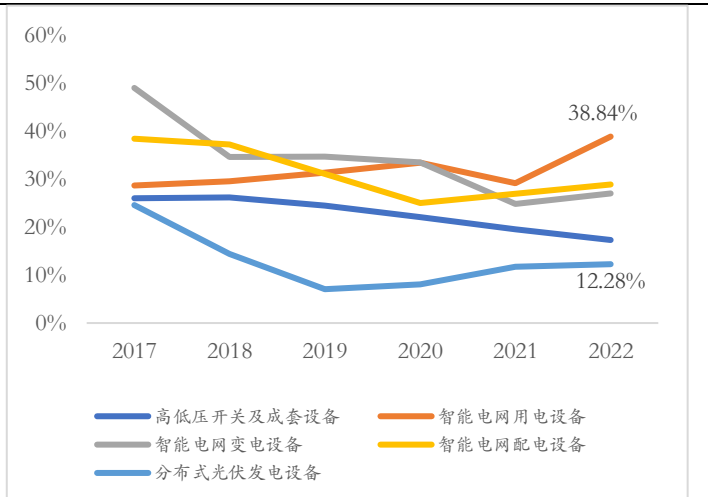
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

配用电装备为基本盘，光伏发电为新增长点。公司配用电装备业务主要包括智能电网用电、变电、配电和高压开关及成套设备，2022年公司各类产品均实现增长，其中智能电网用电设备实现销售收入3.75亿元，同比+49%，变电设备实现销售收入4.73亿元，同比+97%，配电设备2.18亿元，同比+10%，高压开关及成套设备实现销售收入12.33亿元，同比+13%，分布式光伏实现销售收入1.44亿元，同比+78%，增速远高于其他业务。毛利率方面，2022年用电设备毛利率达38.84%，较上年提升9.73pct，盈利能力高于其他业务。

图表 7 公司各业务板块收入 (亿元)



图表 8 公司各业务板块毛利率情况



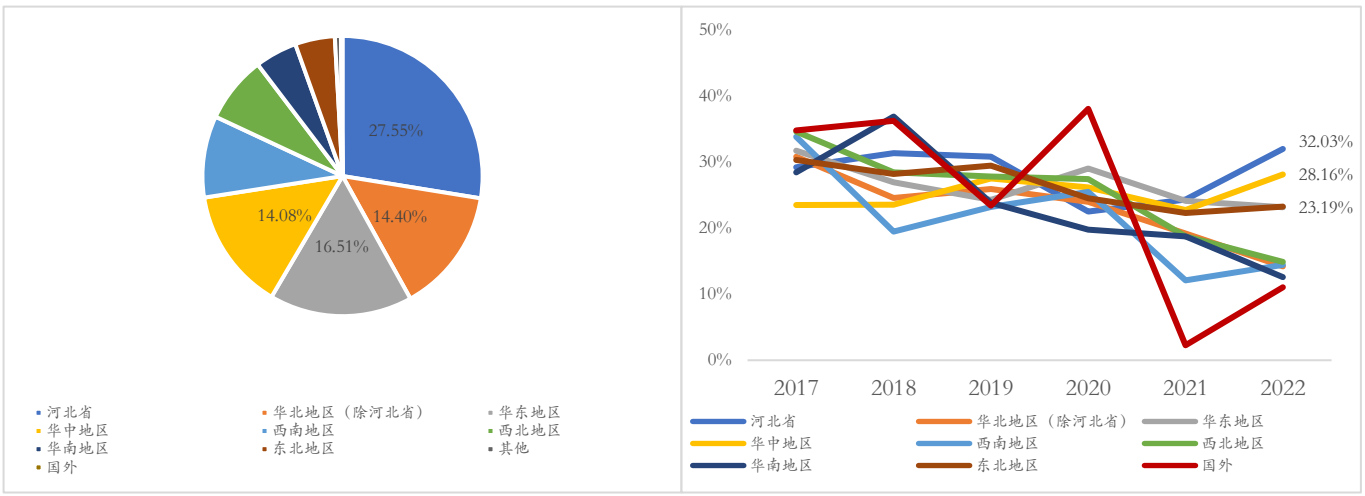
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

深耕华北市场，积极拓展全国市场。公司先后在全国30多个省市建立营销及售后服务中心，目前主要的营收来源是华北地区，2022年华北地区营收占比达41.95%，其

中河北省营收占比 27.55%，毛利率达 32.03%，地区盈利性强。营收占比超过 10% 的地区还有华东地区和华中地区，分别达到营收的 16.51% 和 14.08%，毛利率分别为 23.19% 和 28.16%，高于公司整体毛利率。

图表 9 2022 年公司营收地区分布

图表 10 公司 2017-2022 分地区毛利率情况

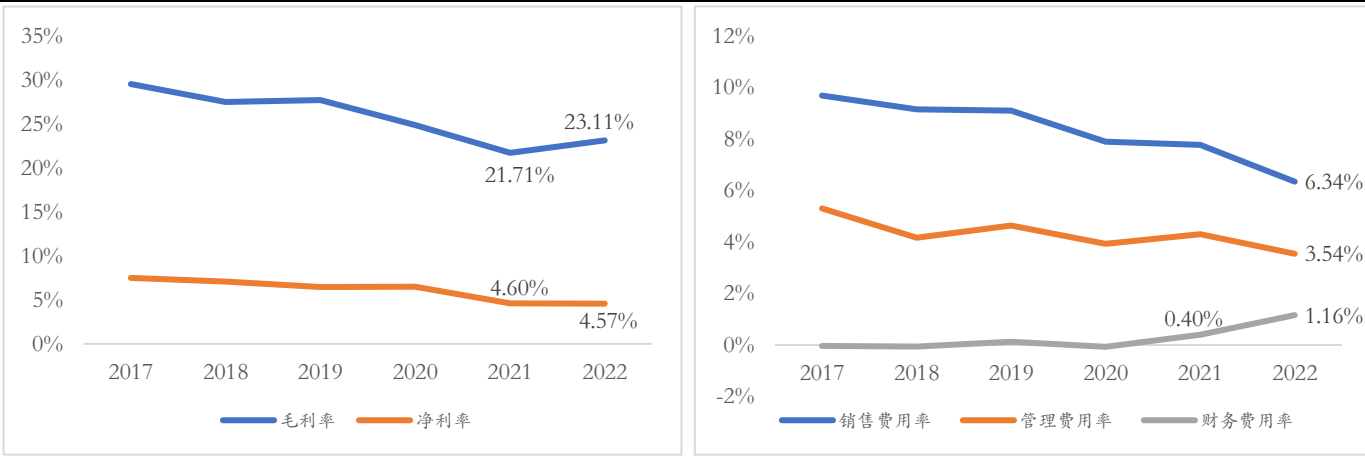


资料来源: iFinD, 华安证券研究所

毛利率出现拐点, 财务费用率小幅上涨。2022 年公司毛利率 23.11%, 较上年提升 1.4pct, 受益于各业务毛利率均有不同程度提高。期间费用中, 财务费用率较上年增加 0.76pct, 主要原因是自有资金产生的利息收入减少以及新增银行借款利息支出增加。

图表 11 公司 2017-2022 毛利率和净利率情况 (%)

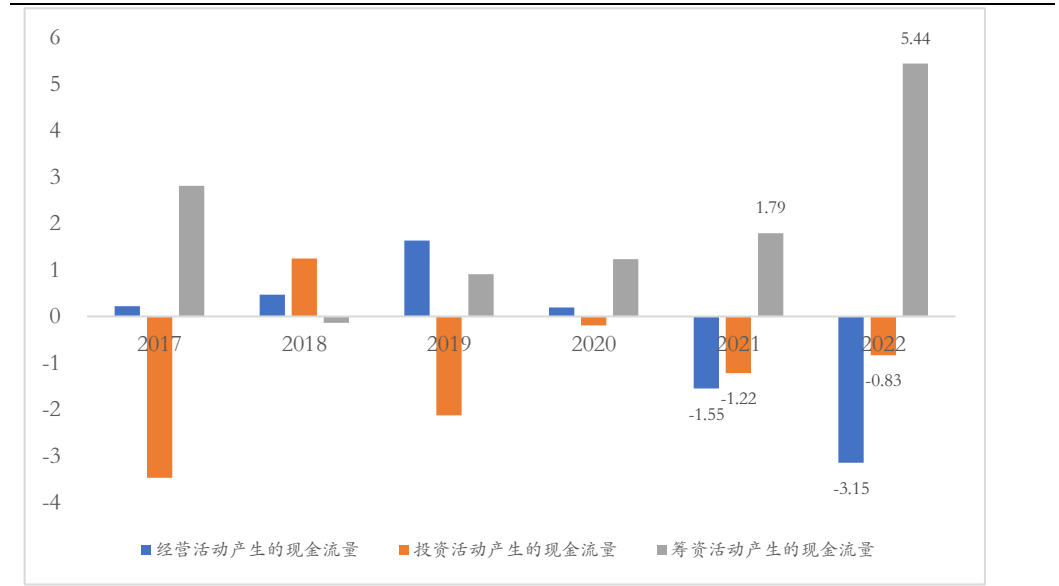
图表 12 公司 2017-2022 期间费用率情况 (%)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

筹资活动产生的现金流量大幅增加。2022 年公司经营活动产生现金流量-3.15 亿元, 较上年减少 1.6 亿元, 主要原因在于公司积极拓展市场、扩大企业规模导致原材料采购支出增加以及职工薪酬增加所致。公司投资活动产生现金流量-0.83 亿元, 较上年增加 0.39 亿元, 主要原因在于公司建设科林电气高端智能电力装备制造基地部分新建厂房增加资金支出所致。公司筹资活动产生现金流量 5.44 亿元, 较上年增加 3.65 亿元, 主要原因在于公司为扩大规模所新增银行借款增加。

图表 13 公司各项活动产生的现金流量 (亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

持续中标, 光伏发电项目超五成。公司近一年已中标 6 个项目, 合计中标金额 13.69 亿元, 光伏发电项目 7.4 亿元。2023 年 1 月 4 日, 确定科林电气为中电国际新能源控股有限公司 2022 年第 126 批招标 126 海南省部分市县 220MW 户用分布式光伏发电项目 EPC 总承包标段的中标人, 中标金额约为 4.22 亿元, 刷新了公司的中标新纪录。

图表 14 公司近一年中标情况

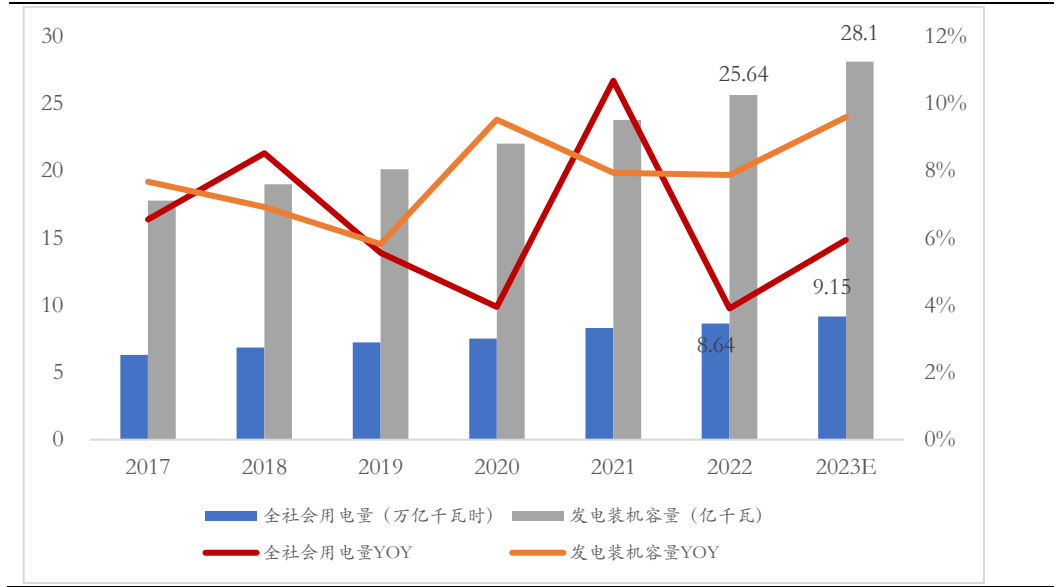
中标日期	招标人	中标金额 (亿元)	中标内容
2022.06.07	国家电网有限公司	1.86	电能表 731000 只, 其中单相智能电能表 670000 只, 三相智能电能表 61000 只
2022.06.22	中国华电集团有限公司	1.75	河北华电石家庄赵县整县分布式光伏发电项目工程 EPC 总承包项目
2022.08.30	中国南方电网有限责任公司	2.45	广东、广西、云南、贵州和海南 5 个省区、6 个品类 (10kV 油浸式变压器、10kV 预装式变电站、10kV SF6 全绝缘断路器柜自动化成套设备、10kV 户外开关箱、常压密封空气绝缘断路器自动化成套柜 (标准 I 型)、10kV 柱上真空短路器自动化成套设备)
2022.10.19	华润电力有限公司	1.43	华润山海关区 38MWp 屋顶分布式光伏发电项目 EPC 总承包工程
2023.01.04	中电国际新能源控股有限公司	4.22	海南省部分市县 220MW 户用分布式光伏发电项目 EPC 总承包标段
2023.02.08	中国南方电网有限责任公司	1.98	云南、深圳、广西、贵州和海南 5 个省市、4 个品类 (10kV 油浸式变压器 (非晶合金型除外)、10kV 预装式变电站 (欧式、紧凑型)、10kV 户外开关箱配置 SF6 全绝缘断路器自动化成套柜、10kV 柱上真空短路器自动化成套设备)

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

2 行业概况：新型电力系统建设加速

用电需求驱动发电装机容量增长。2022 年全社会用电量累计 8.64 万亿千瓦时，同比+3.6%。全国主要发电企业电源工程建设投资完成 7208 亿元，同比+22.8%，全国发电装机容量约 25.6 亿千瓦，同比+7.8%，电网工程建设投资完成 5012 亿元，同比+2%。据中国电力企业联合会，预计 2023 年全国全社会用电量 9.15 万亿千瓦时，同比+5.9%，全国发电装机容量 28.1 亿千瓦左右。

图表 15 2017-2023E 全社会用电量和发电装机容量

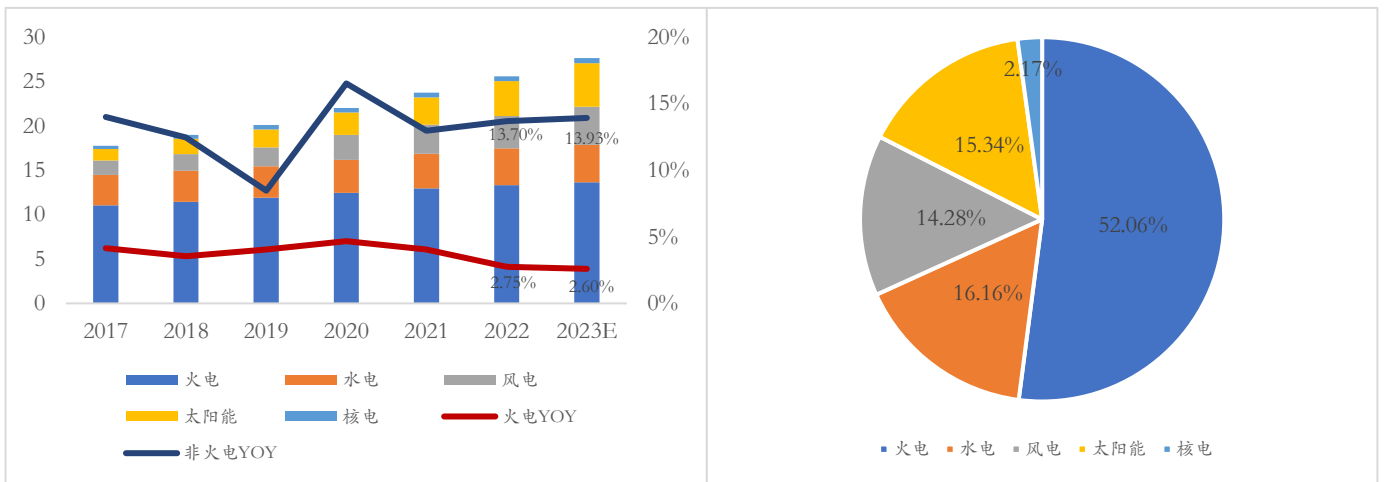


资料来源：iFinD，华安证券研究所

电力延续绿色低碳转型趋势。2022 年全国发电装机容量 25.6 亿千瓦，其中非化石能源（水电+风电+太阳能+核电）发电装机容量 12.3 亿千瓦，同比+13.7%，占总装机比重上升至 48.0%，同比提高 2.6pct。分类型看，水电 4.1 亿千瓦，同比+5.8%；风电 3.65 亿千瓦，同比+11.2%；太阳能 3.9 亿千瓦，同比+28.1%；核电 5553 万千瓦，同比+4.3%。

预计非化石能源发电装机规模再创新高。据中国电力企业联合会，预计 2023 年全年全国新增发电装机规模有望达到 2.5 亿千瓦左右，其中新增非化石能源（水电+风电+太阳能+核电）发电装机 1.8 亿千瓦，装机合计 14.0 亿千瓦。水电 4.2 亿千瓦、风电 4.3 亿千瓦、太阳能 4.9 亿千瓦、核电 0.58 亿千瓦，太阳能发电及风电装机规模均将在 2023 年首次超过水电装机规模。

图表 16 2017-2023E 全国分类型发电装机容量 (亿千瓦) 图表 17 2022 年各类型发电装机容量占比情况



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

政策支持力度加大, 新型电力系统建设发展加速。在构建新型电力系统的历史机遇下, 新能源建设加快, 新能源电站新开工项目数量与新增容量同比均大幅增加, 风光储一体化、源网荷储一体化项目投资建设持续增长。新型电力系统建设对能源产业链产生深远影响, 将加速产业结构和技术大变革, 电力系统乃至整个能源行业将迎来高速发展期。

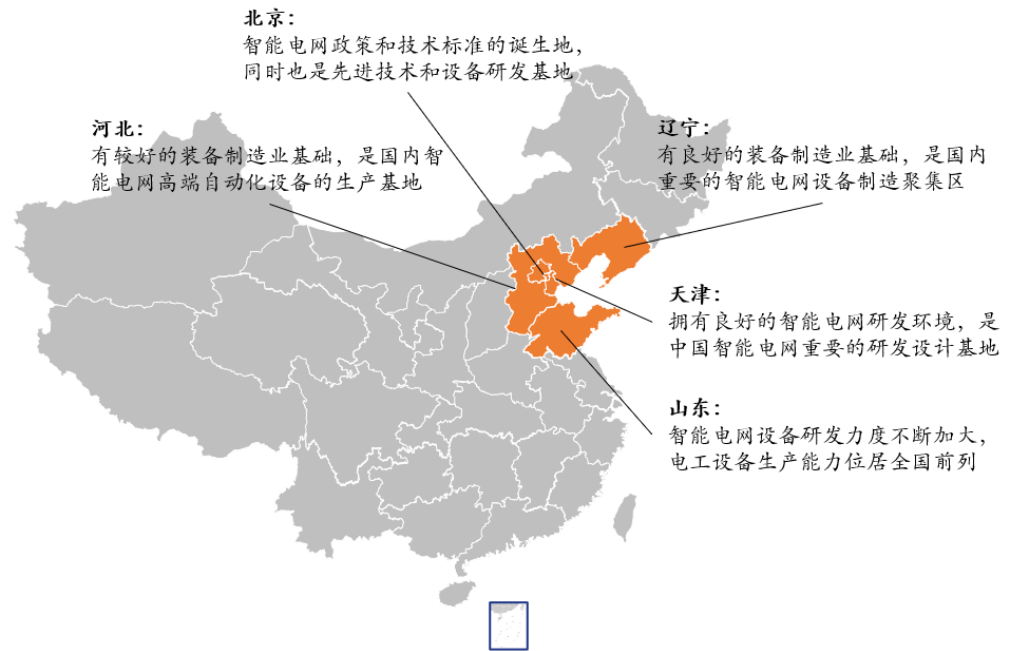
图表 18 新型电力系统建设相关政策

政策	部门	日期	主要内容
发布八项措施稳经济	国家电网	2022.06.02	提出 2022 年电网投资 5000 亿元以上, 加快推进新型电力系统建设
《关于促进新时代新能源高质量发展的实施方案》	发改委、国家能源局	2022.05.14	实现到 2030 年风电、太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上的目标, 加快构建清洁低碳、安全高效的能源体系
《南方电网公司碳达峰行动方案》	南方电网	2022.03.14	到 2025 年, 将推动南方五省区新能源新增装机 1 亿千瓦; 到 2030 年, 推动南方五省区新能源再新增装机 1 亿千瓦, 达到 2.5 亿千瓦
《关于进一步推进电能替代的指导意见》	发改委、国家能源局、工信部等	2022.03.05	“十四五”期间, 进一步拓展电能替代的广度和深度, 努力构建政策体系完善、标准体系完善、市场模式成熟、智能化水平高的电能替代发展新格局。到 2025 年, 电能占终端能源消费比重达到 30% 左右
《关于加快推动新型储能发展的指导意见 (征求意见稿)》	发改委、国家能源局	2021.04.21	到 2025 年, 实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变; 到 2030 年, 实现新型储能全面市场化发展

资料来源: 公司公告, 政府官网, 华安证券研究所

位于环渤海地区, 产业聚集优势明显。我国智能电网产业形成了以环渤海、长三角、中西部和珠三角区域为核心, 面向全国的产业布局现状。公司所处的环渤海地区包括北京、天津、河北、山东和辽宁等省市, 拥有政策和先进科研技术等优势, 不但是我国智能电网重要的政策、技术标准的诞生地, 而且还是我国智能电网产业链中高端设备、先进技术的研发、设计和制造基地, 具有一定的产业聚集优势。

图表 19 环渤海区域智能电网产业发展概况



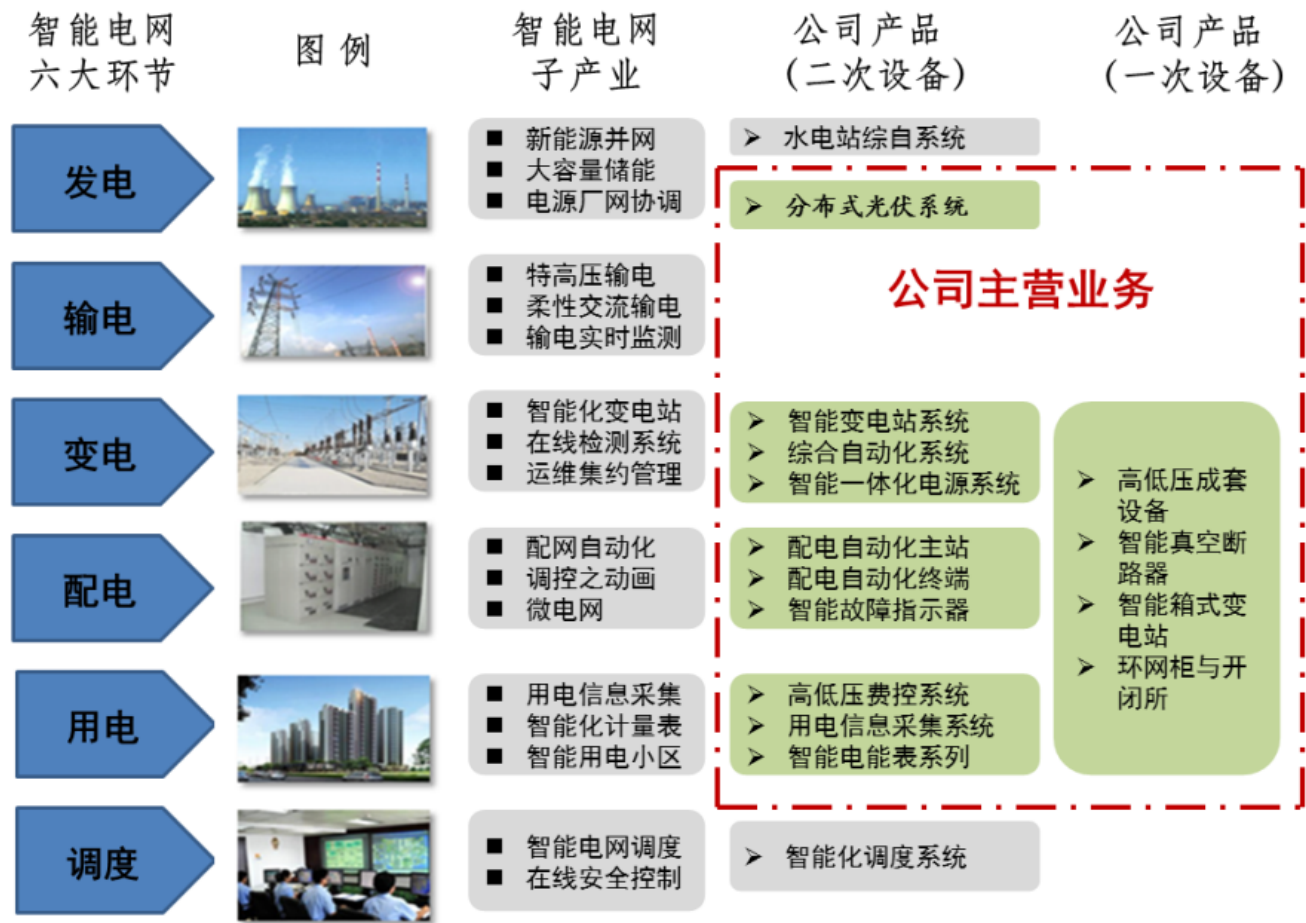
资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

3 主营业务

3.1 概况

聚焦智能电网领域。公司现有产品基本涵盖了 110kV 及以下智能电网配电、变电、用电领域一、二次设备及系统，是国内较早开展微机继电保护、综合自动化系统和用电信息采集等产品研产销的企业。同时公司在新能源领域具备关键核心设备、区域市场资源、行业运作经验等积累，依托新能源，公司深度挖掘输配电设备升级转型需求。

图表 20 公司主营业务



资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

3.2 配用电装备

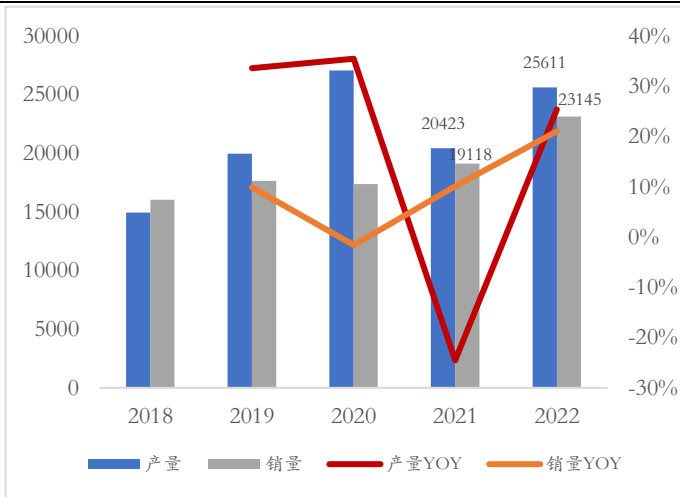
3.2.1 高低压开关及成套设备

智能电网新一代高低压开关及成套设备是公司重点发展方向。根据我国输配电系统的特点，40.5kV 及以下电压等级的高低压开关及成套设备市场呈现“量大面广”的特点，厂家多，市场容量大。从市场竞争态势来看，该领域已分成可靠且附加值高的中高端市场和模式化且技术附加值低的低端市场，大部分 40.5kV 及以下电压等级的电气设备为常规产品，技术含量不高。智能电网建设对高低压开关及成套设备提出新的技术要求，

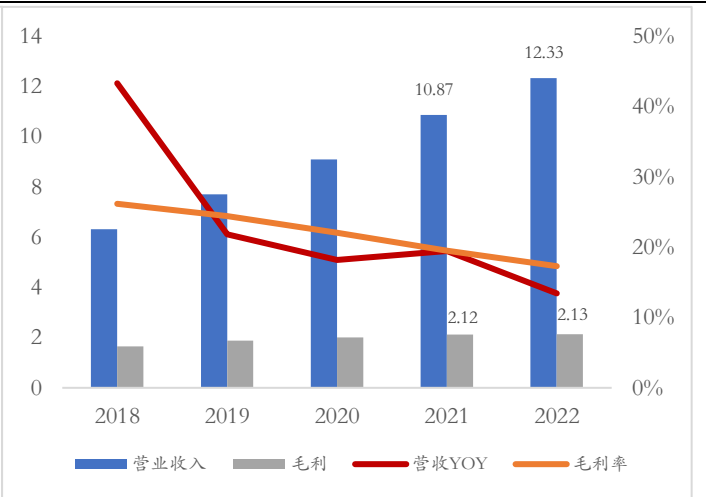
要求设备能够实现智能化、小型化、信息化，使行业内一些具有技术创新能力的生产企业在竞争中处于优势地位，而缺少新产品研发能力、从事简单生产复制的厂家将逐步被淘汰。

高低压开关及成套设备贡献主要营收。2022 年公司高低压开关及成套设备产量 25611 套，同比+25.4%，销量 23145 套，同比+21.1%，主要在于上年未执行完合同 22 年陆续交付。该业务实现营业收入 12.33 亿元，同比+13.4%，占总营收比重 47.0%，毛利 2.13 亿元，毛利率为 17.3%。

图表 21 高低压开关及成套设备产销量 (套)



图表 22 高低压开关及成套设备营收和毛利 (亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

公司高低压开关及成套设备集中在 40.5kV 及以下。公司高低压开关及成套设备包括品牌授权成套开关柜、高低压成套电气、中高压开关设备等，在发电、变电、输电、配电、用电系统中起通断、控制、保护作用。

图表 23 公司高低压开关及成套设备产品



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

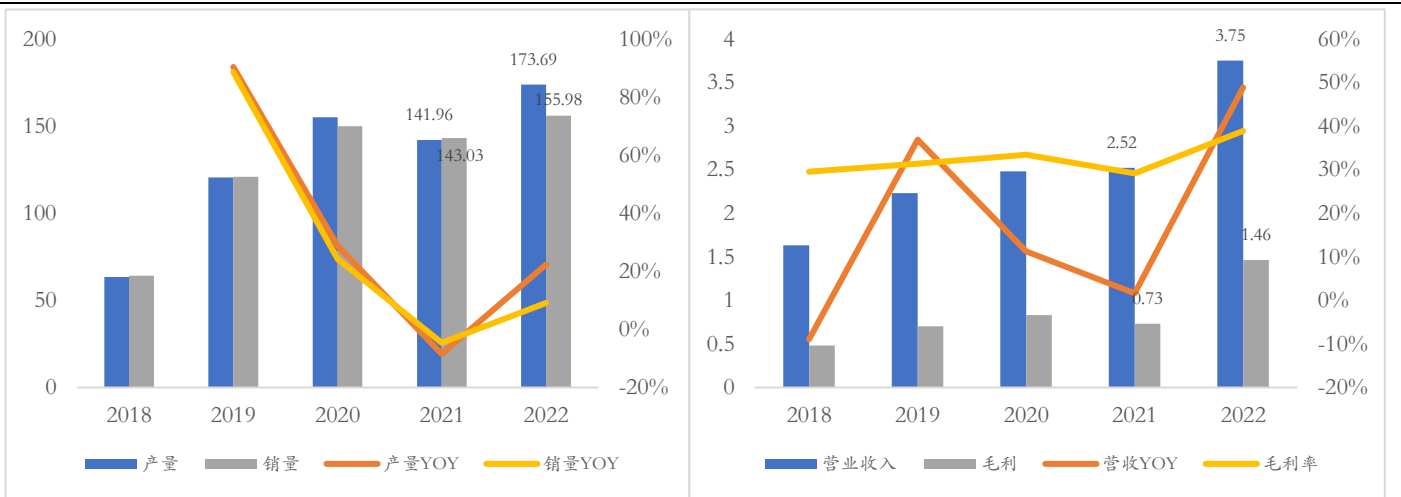
3.2.2 智能电网用电设备

国网统一标准，招标准入门槛提高。2009 年国家电网公司统一了智能电能表、用电信息采集系统等智能电网用电设备的相关标准和规范，并开始对智能电能表实行集中采购。这对投标企业的技术和生产能力提出了较高的资质要求，提高了参与招标的准入门槛。资金实力雄厚、拥有较强的研发能力、具备丰富的综合行业经验和较强营销、售后服务能力的企业将获得更多的市场机会，而部分规模较小、产品单一、研发能力较弱、行业经验不足、市场开拓能力较弱的生产企业将被市场淘汰。

智能电网用电设备毛利率高。2022 年公司智能电网用电设备产量 173.69 万台，同比+22.4%，销量 155.98 万台，同比+9.1%，主要在于 22 年合同执行较稳定。该业务实现营业收入 3.75 亿元，同比+48.8%，占总营收比重 14.3%，毛利 1.46 亿元，毛利率为 38.8%，高于其他业务。

图表 24 智能电网用电设备产销量 (万台)

图表 25 智能电网用电设备营收和毛利 (亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

在智能电网用电设备细分领域，智能电表、预付费控制系统、用电信息采集系统是重要组成部分。公司上述产品应用于智能电网用电环节，实现用电侧电能量计量、负荷数据采集、本地费控和远方控制等。

图表 26 公司智能电网用电设备产品



资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

3.2.3 智能电网变电设备

以 110kV 为界的智能电网变电设备市场呈现不同的竞争态势。在 110kV 以上电压等级的高压市场，市场容量相对较小，进入该领域的资金门槛和资质壁垒较高，主要为外资厂商以及国内大型生产企业所占据；在 110kV 及以下电压等级的中低压市场，市场容量相对较大，客户对产品的性能需求多样化，企业进入的资金门槛和成本相对较低，国内有上百家企业从事变电站综合自动化系统等变电设备的研发和生产。

图表 27 智能电网变电设备细分领域

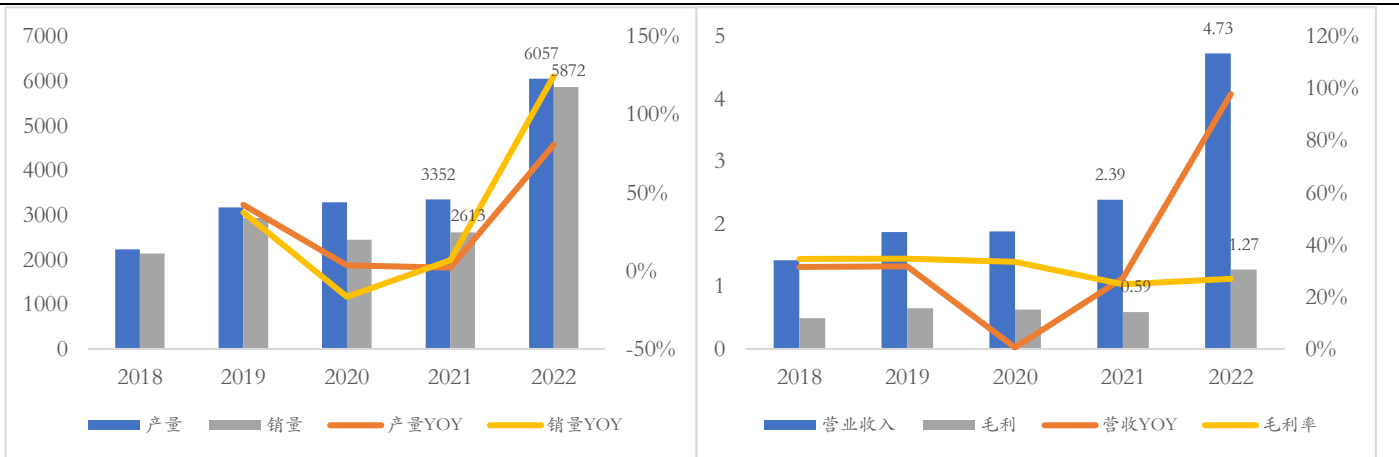
	细分标准	市场容量	资金门槛	资质壁垒	竞争格局
高压市场	110kV 以上	相对较小	较高	较高	为外资厂商以及国内大型生产企业所占据
中低压市场	110kV 及以下	相对较大	较低	较低	国内有上百家企业从事该市场业务

资料来源：公司招股说明书，华安证券研究所

智能电网变电设备业务爆发。2022 年公司智能电网变电设备产量 6057 套，同比+80.7%，销量 5872 套，同比+124.7%，主要在于 22 年业务增长较快，新增合同较多。该业务实现营业收入 4.73 亿元，同比+97.9%，增速远超其他业务，占总营收比重 18.0%，毛利 1.27 亿元，毛利率为 27.0%。

图表 28 智能电网变电设备产销量 (套)

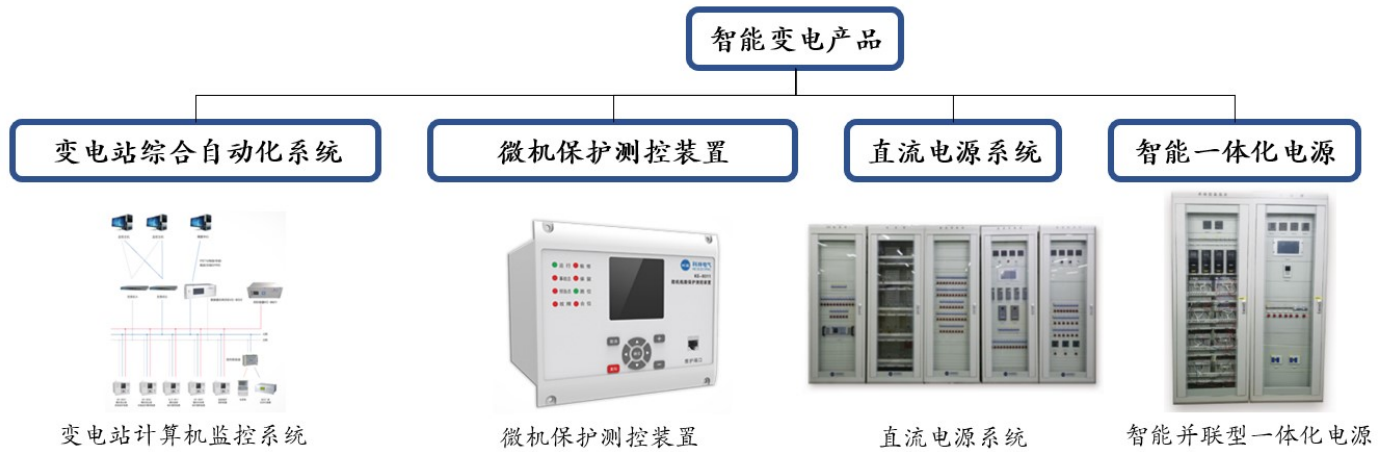
图表 29 智能电网变电设备营收和毛利 (亿元)



资料来源：iFinD，华安证券研究所

公司智能电网变电设备集中在 110kV 及以下。公司智能电网变电设备包括变电站综合自动化系统、微机保护测控装置、直流电源系统和智能一体化电源等，应用于智能电网变电环节，对变电站设备执行监视、控制、调节、保护和协调。

图表 30 公司智能电网变电设备产品



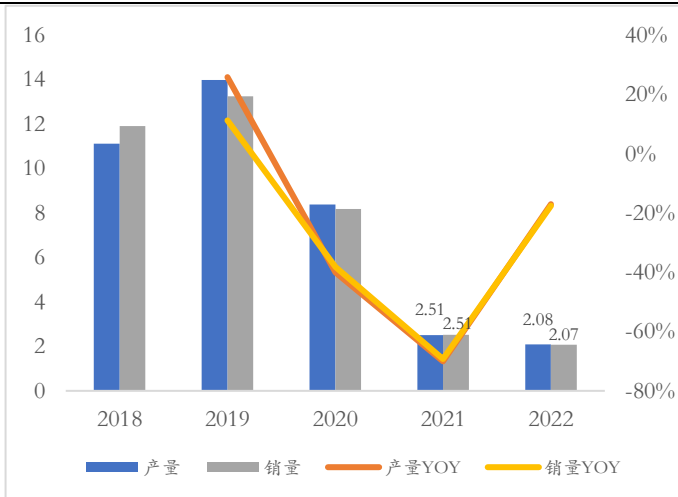
资料来源: iFinD, 华安证券研究所

3.2.4 智能电网配电设备

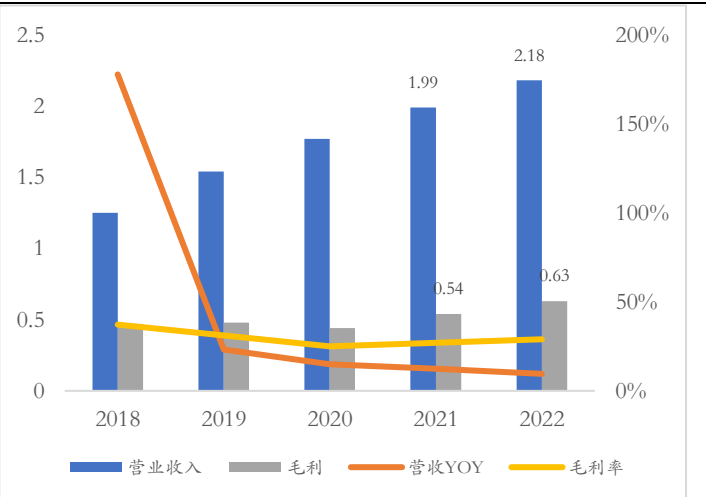
智能电网配电领域的竞争主要集中于配电自动化产品。我国智能电网配电领域建设起步晚、基础较为薄弱,随着智能电网配电领域建设投入的不断增加,配电自动化建设从最开始的5个试点城市不断扩充,逐渐成为输配电及控制设备行业内主要的增量市场之一,市场参与者众多,市场份额相对分散。

智能电网配电设备产销下滑。2022年公司智能电网配电设备产量2.08万套,同比-17.0%,销量2.07万套,同比-17.6%,产销下滑主要原因在于22年故障指示器产品升级。该业务实现营业收入2.18亿元,同比+9.6%,占总营收比重8.3%,毛利0.63亿元,毛利率为28.9%。

图表 31 智能电网配电设备产销量(万套)



图表 32 智能电网变电设备营收和毛利(亿元)



资料来源: iFinD, 华安证券研究所

公司智能电网配电设备主要包括主站和终端。公司智能电网配电设备包括配电自动化主站软件和配电终端等,应用于智能电网配电环节,对配电网进行智能化监控管理,使配电网保持安全可靠、经济高效状态。

图表 33 公司智能电网配电设备产品

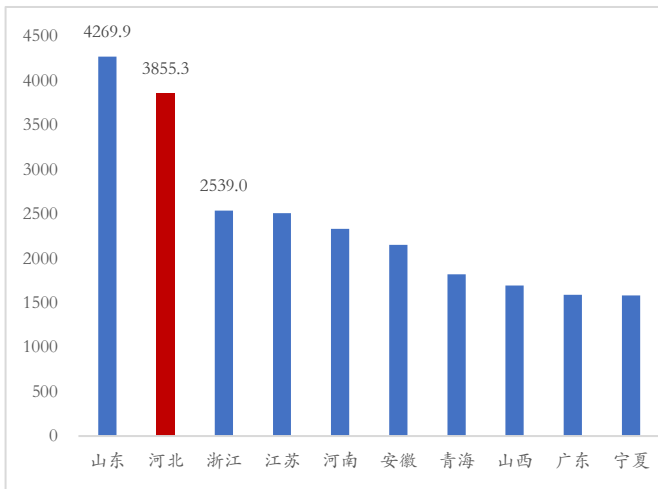


资料来源：公司官网，华安证券研究所

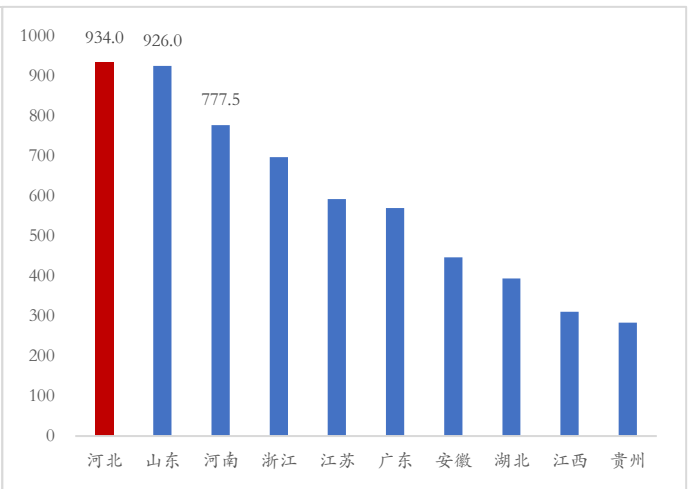
3.3 智慧能源

东部引领全国光伏发电。2022 年全国累计光伏装机容量排名前十的省区中，5 个是东部城市，分别是山东、河北、浙江、江苏和广东，其中河北省以 3855.3 万千瓦的装机容量排名第二。2022 年全国新增光伏装机容量排名前十的省区中，5 个是东部城市，4 个是西部城市，河北省以 934.0 万千瓦的新增装机容量排名第一。

图表 34 2022 年累计光伏装机容量 (万千瓦)



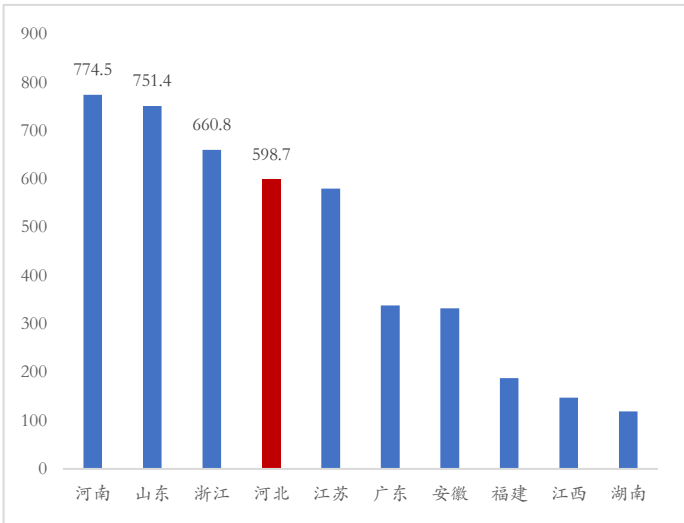
图表 35 2022 年新增光伏装机容量 (万千瓦)



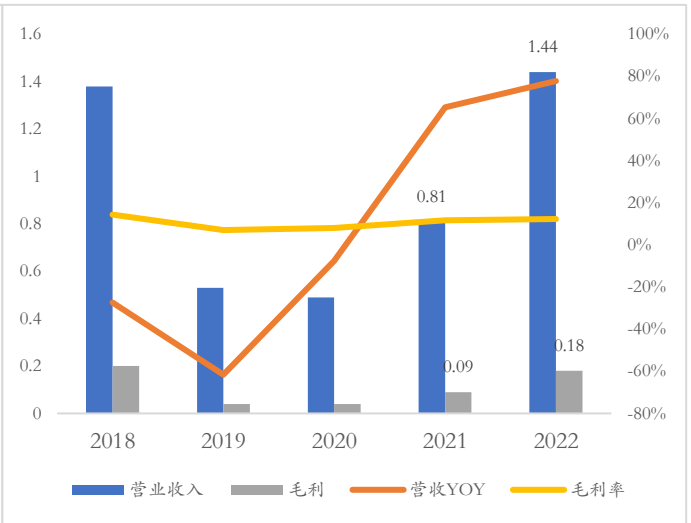
资料来源：能环宝，华安证券研究所

分布式光伏发电设备成新增长点。2022 年新增分布式光伏装机容量排名前十的省区以东中部城市为主，河北省以 598.7 万千瓦排名第四，同比+15.9%。2015 年公司分布式光伏发电产品开始小批量市场推广，2022 年公司分布式光伏设备实现营业收入 1.44 亿元，同比+77.8%，占总营收比重 5.5%，毛利 0.18 亿元，毛利率为 12.3%。

图表 36 2022 年新增分布式光伏装机容量 (万千瓦)



图表 37 分布式光伏发电设备营收和毛利 (亿元)



资料来源: 能环宝, iFinD, 华安证券研究所

主业与新能源业务协同发展。公司深耕输配电设备近二十三年, 在国家电网和南方电网、发电集团、石油石化、钢铁煤炭以及各行各业积累着有近 13200 多家的客户资源。随着公司分布式光伏 EPC 项目、储能电站 EPC 项目 (2022 年完成 4 个项目, 电站规模为 5MWh)、充电站 EPC 项目的持续落地, 公司适用于新能源项目的逆变器、充电桩、预制舱式变电站、新能源智能升压箱、开关柜、变压器, 高低压开关设备、低压开关设备等产品销售被进一步带动。

图表 38 公司新能源产品



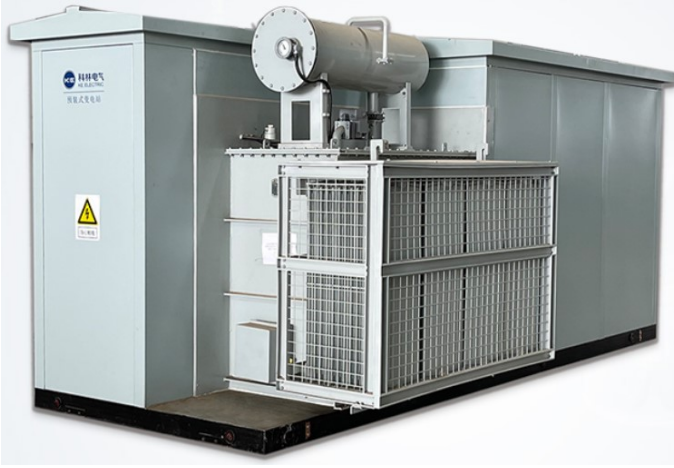
资料来源: 公司官网, 华安证券研究所

新能源出海加速。2022 年公司凭借新能源箱变产品成功参与波黑伊沃维克项目建设, 继罗马尼亚、格鲁吉亚等项目, 在欧洲市场的又一次重要突破。公司箱式变电站产品凭

借优质的质量和性能，顺利通过欧盟 CE 双认证，完全符合欧洲标准，公司技术人员同客户进行深度对接，完成了两批次 20 台 35kV 风电箱变的设备供应任务，得到了欧洲客户的一致好评，科林产品的海外知名度得到了进一步提升。

图表 39 新能源发电专用华（美）式箱变

图表 40 科林电气波黑伊沃维克 84MW 风电箱式变电站项目



资料来源：公司官网，华安证券研究所

4 投资建议

基本假设与营业收入预测

1) 收入方面: 公司主营的高低压开关及成套设备、智能电网变/用/配电设备、分布式光伏发电设备是电力产业重要的配套产品, 其市场需求与电力行业发展关系紧密。电力行业与宏观经济周期密切相关, 随着全国各地需求逐步复苏, 我国经济运行有望总体回升, 预计拉动公司各项业务增长, 总体增速较 2022 年有所突破。

2) 毛利率方面: 随着业务规模不断扩大, 公司原材料采购议价能力上升, 成本效应显现, 将会推动公司主营业务毛利率抬升, 预计公司未来毛利率将有边际提升。

3) 我们预计 2023-2025 年公司营业收入分别为 34.71/47.33/66.13 亿元, 增速有望分别达 32.35%/36.35%/39.74%, 毛利率分别达 24.21%/24.21%/24.70%。

图表 41 公司分业务预测

公司业务分析		2022	2023E	2024E	2025E
高低压开关及成套设备	营业收入 (百万)	1233.25	1541.56	2004.03	2705.44
	YOY (%)	13.46%	25.00%	30.00%	35.00%
	毛利率 (%)	17.30%	17.00%	18.00%	20.00%
智能电网变电设备	营业收入 (百万)	472.63	756.21	1134.31	1588.04
	YOY (%)	97.64%	60.00%	50.00%	40.00%
	毛利率 (%)	26.97%	30.00%	31.00%	33.00%
智能电网用电设备	营业收入 (百万)	374.88	487.34	657.91	921.08
	YOY (%)	48.88%	30.00%	35.00%	40.00%
	毛利率 (%)	38.84%	40.00%	35.00%	30.00%
智能电网配电设备	营业收入 (百万)	218.42	240.26	261.89	282.84
	YOY (%)	10.01%	10.00%	9.00%	8.00%
	毛利率 (%)	28.89%	30.00%	32.50%	35.00%
分布式光伏发电设备	营业收入 (百万)	143.62	258.52	478.25	908.68
	YOY (%)	78.08%	80.00%	85.00%	90.00%
	毛利率 (%)	12.28%	15.00%	16.00%	17.00%
其他	营业收入 (百万)	161.34	166.18	172.83	181.47
	YOY (%)	-2.85%	3.00%	4.00%	5.00%
	毛利率 (%)	20.37%	23.00%	20.00%	17.00%
其他业务	营业收入 (百万)	18.46	20.86	23.36	25.70
	YOY (%)	15.02%	13.00%	12.00%	10.00%
	毛利率 (%)	32.94%	35.00%	30.00%	30.00%
合计	营业收入 (百万)	2622.6	3470.93	4732.59	6613.25
	YOY (%)	28.61%	32.35%	36.35%	39.74%
	毛利率 (%)	23.11%	24.21%	24.21%	24.70%

资料来源: iFinD, 华安证券研究所测算

5 风险提示

(1) 依赖于电力行业投资的风险：公司主营产品是电力产业重要的配套产品，其市场需求与我国电力行业的发展密切相关，故公司经营业绩受我国电网建设投资规模及其它各行业电力投资的影响较大。

(2) 市场竞争加剧的风险：目前我国智能电网、新型电力系统建设正处于快速发展期，随着行业内各企业资金投入的不断加大、技术进步的不断加快以及服务手段的不断加强，市场竞争将更为激烈。如公司不能有效提升自身综合实力，则有可能在未来的市场竞争中处于不利地位，公司经营业绩将受到不利影响。

(3) 产品及技术持续创新的风险：公司所处输配电及控制设备制造行业属技术、人才和资金密集型行业，该领域技术综合性强，产品更新换代快，随着国家智能电网以及以新能源为主体的新型电力系统全面建设的展开，本行业内的产品技术更新速度进一步加快，如果不能合理持续加大新技术新产品投入，或不能够有效的紧跟行业新技术走向，就无法适时开发出符合市场需求的新产品，进而降低公司的竞争力，影响公司未来发展。

(4) 主要原材料价格波动风险：2020-2022 年公司原材料成本占主营业务成本的比重分别为 91.87%、92.96%和 92.51%，原材料占主营业务成本的比重较高。其中，柜体、高低压元件、铜排、芯片、载波模块、开关散件、表壳、太阳能电池板、电池、线路板等是公司生产所需的主要原材料。若上述原材料市场价格发生较大波动且持续维持在高位，将影响公司原材料采购成本，进而对公司产品毛利率和盈利能力产生一定影响。

财务报表与盈利预测

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
流动资产	3608	4469	5785	7941	
现金	706	742	835	1002	
应收账款	1306	1586	2147	2996	
其他应收款	37	49	64	83	
预付账款	54	53	65	90	
存货	1109	1492	2055	3063	
其他流动资产	395	546	620	707	
非流动资产	1068	1120	1187	1255	
长期投资	27	30	31	33	
固定资产	705	810	908	999	
无形资产	175	154	127	105	
其他非流动资产	161	126	121	117	
资产总计	4676	5589	6972	9196	
流动负债	2037	2539	3261	4326	
短期借款	0	0	0	0	
应付账款	841	1132	1508	2088	
其他流动负债	1196	1407	1753	2238	
非流动负债	1254	1454	1804	2404	
长期借款	1142	1342	1692	2292	
其他非流动负债	112	112	112	112	
负债合计	3291	3993	5065	6730	
少数股东权益	25	36	50	72	
股本	162	162	162	162	
资本公积	503	503	503	503	
留存收益	695	895	1192	1728	
归属母公司股东权益	1360	1560	1857	2394	
负债和股东权益	4676	5589	6972	9196	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
经营活动现金流	-315	25	-28	-170	
净利润	120	210	311	559	
折旧摊销	46	81	94	106	
财务费用	39	63	76	100	
投资损失	0	0	0	-1	
营运资金变动	-585	-322	-501	-925	
其他经营现金流	770	526	804	1475	
投资活动现金流	-83	-126	-153	-164	
资本支出	-139	-119	-148	-158	
长期投资	-2	-8	-5	-6	
其他投资现金流	57	0	1	1	
筹资活动现金流	544	137	274	500	
短期借款	0	0	0	0	
长期借款	722	200	350	600	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	-178	-63	-76	-100	
现金净增加额	148	36	93	166	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
营业收入	2623	3471	4733	6613	
营业成本	2017	2631	3587	4980	
营业税金及附加	18	26	35	46	
销售费用	166	260	355	463	
管理费用	93	132	166	198	
财务费用	30	54	67	90	
资产减值损失	-10	0	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	0	0	0	1	
营业利润	127	223	329	593	
营业外收入	6	7	8	9	
营业外支出	1	1	1	1	
利润总额	132	229	336	601	
所得税	12	18	25	42	
净利润	120	210	311	559	
少数股东损益	5	11	14	22	
归属母公司净利润	114	200	297	536	
EBITDA	212	357	489	787	
EPS (元)	0.71	1.23	1.83	3.31	

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	
成长能力					
营业收入	28.6%	32.3%	36.3%	39.7%	
营业利润	34.4%	75.2%	47.8%	79.9%	
归属于母公司净利	29.1%	74.7%	48.7%	80.5%	
获利能力					
毛利率 (%)	23.1%	24.2%	24.2%	24.7%	
净利率 (%)	4.4%	5.8%	6.3%	8.1%	
ROE (%)	8.4%	12.8%	16.0%	22.4%	
ROIC (%)	5.8%	8.5%	10.0%	13.2%	
偿债能力					
资产负债率 (%)	70.4%	71.4%	72.7%	73.2%	
净负债比率 (%)	237.5%	250.2%	265.6%	273.0%	
流动比率	1.77	1.76	1.77	1.84	
速动比率	1.12	1.08	1.06	1.06	
营运能力					
总资产周转率	0.62	0.68	0.75	0.82	
应收账款周转率	2.10	2.40	2.54	2.57	
应付账款周转率	2.59	2.67	2.72	2.77	
每股指标 (元)					
每股收益	0.71	1.23	1.83	3.31	
每股经营现金流薄)	-1.94	0.16	-0.17	-1.05	
每股净资产	8.39	9.62	11.45	14.76	
估值比率					
P/E	22.15	16.22	10.91	6.04	
P/B	1.88	2.08	1.74	1.35	
EV/EBITDA	14.34	10.88	8.47	5.82	

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：尹沿技，华安证券研究总监，研究所所长，TMT 行业首席分析师。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。