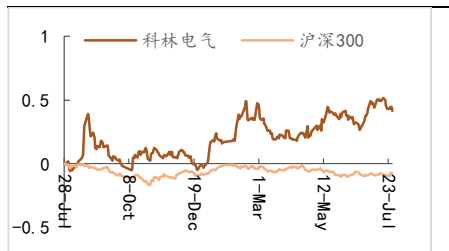


评级： 买入

翟炜
首席分析师
SAC 执证编号：S0110521050002
zhaiwei@sczq.com.cn
电话：13581945259

傅梦欣
研究助理
fumengxin01@sczq.com.cn
电话：18117835985

市场指数走势（最近 1 年）



资料来源：聚源数据

公司基本数据

最新收盘价 (元)	15.93
一年内最高/最低价 (元)	17.50/10.25
市盈率 (当前)	26.06
市净率 (当前)	1.84
总股本 (亿股)	2.27
总市值 (亿元)	36.18

资料来源：聚源数据

相关研究

- 被低估的分布式光伏 EPC 供应商
-
-

核心观点

- **深耕智慧电气设备 20 余年，智能电网+新能源多元发展。**公司成立于 2000 年，成立初期主要服务于电力行业；2010 年起公司成立专业团队进行光伏发电逆变器设备的开发，分布式光伏产品及充电桩于 2015 年相继投入市场；2022 年，公司连续中标多个分布式光伏 EPC 项目。公司现已形成以电气设备为传统基石业务，新能源驱动新发展的格局。
- **新能源为公司增长新动力，分布式光伏 EPC 及充电桩业务表现突出。**公司新能源业务目前主要涉及分布式光伏发电系统、充电桩、储能及微电网等。其中，分布式光伏 EPC 及充电桩业务表现突出：2022 年起，公司已连续中标 3 个分布式光伏 EPC 项目，订单总额达 7.4 亿元，有力保障公司未来业绩高速增长；公司充电桩业务布局较早且产品线齐全，目前已规模化落地，23 年在广大需求推动下，业务有望迎突破。公司软件及整体解决方案能力优秀，自主开发分布式光伏运维管理平台、充电桩系统平台、微电网监控系统、智慧园区平台等多个软件平台，赋能新能源业务发展。
- **传统智慧电气设备业务产品线齐全，电网+非电网行业经验丰富。**作为国内领先的智慧电力系统解决方案提供商，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、高低压开关及成套设备，是行业内产品线较为齐全的少数企业之一。“十四五”以来，电网投资有望不断向配用电侧倾斜，配网投资持续加速，支撑公司持续成长。同时，公司电气设备产品除应用于电力系统外，也广泛应用于铁路、石化、市政建设、钢铁、煤炭等非电网行业。目前，公司电网客户收入占比 3 成左右，非电网客户占据大头，有助于平抑电网投资周期的影响，同时体现出公司产品能力强、行业经验丰富、渠道资源广。
- **业绩增长稳健，估值明显低于可比公司。**公司收入从 13 年的 4.27 亿增长到 22 年的 26.23 亿，复合增速超过 22%。23 年一季度，公司收入增长 64.77%，归母净利润增长 149.65%，为全年高增长打下了良好基础。对标传统电气设备公司、新能源相关业务布局较好的电气设备公司、光伏 EPC 厂商等几类可比公司，公司估值都显著低估。
- **投资建议：**考虑公司传统业务稳健增长且光伏 EPC 等新业务高速增长。我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 37.97、47.24、57.72 亿元；归母净利润分别为 2.10、2.67、3.32 亿元；EPS 分别为 0.93、1.18、1.46 元。给予 2023 年 30 倍 PE，对应目标价 27.77 元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**市场竞争加剧、电网投资不及预期、新能源业务拓展不及预期。

盈利预测

	2022A	2023E	2024E	2025E
营收(亿元)	26.23	37.97	47.24	57.72
营收增速(%)	28.61	44.78	24.42	22.18
净利润(亿元)	1.14	2.10	2.67	3.32
净利润增速(%)	29.13	83.72	27.02	24.29
EPS(元/股)	0.71	0.93	1.18	1.46
PE	24	18	14	11

资料来源: Wind, 首创证券

目录

1 中国智慧电气引领者，智能电网+新能源多元发展	3
1.1 深耕电气设备领域 20 余年，较早布局新能源	3
1.2 智慧电气+新能源，产品线齐全	4
1.3 张成锁先生为实控人，管理团队技术背景深厚	4
1.4 营收稳健增长，新能源业务有望迎拐点	6
2 新能源：公司业务增长新动力	8
2.1 光伏发电：分布式光伏大有可为，公司布局较早，EPC 表现突出	8
新能源大趋势下，分布式光伏空间可期	8
公司业务包括分布式光伏发电产品（逆变器等）、分布式光伏 EPC	10
2.2 充电桩：业务布局完善，有序拓展市场	12
2.3 储能及微电网：技术已备，蓄势待发	15
2.4 软件及整体解决方案能力优秀	16
2.5 立足河北，积极拓展全国市场	17
3 智慧电气：深耕多年，产品线及行业经验丰富	17
3.1 电网加大投入，配变用电等环节前景可观	17
3.2 公司智慧电气业务基石稳固	18
3.3 非电网行业客户丰富，渠道广、抗周期能力强	24
4 盈利预测与估值	25
4.1 盈利预测	25
4.2 估值与投资建议	26
5 风险提示	27

插图目录

图 1 科林电气发展历程	3
图 2 公司五大业务板块	4
图 3 公司股权结构（截止 2023.03.31）及子公司（截止 2022.12.31）	5
图 4 2013-2023Q1 公司营业收入、归母净利润	6
图 5 2018-2023Q1 公司毛利率、净利率	7
图 6 2018-2023Q1 年公司费用率变动情况	7
图 7 2017-2022 年传统电气设备及新能源业务营收、增速	7
图 8 2017-2022 年分业务营收占比	7
图 9 2018-2022 年可比公司研发费用率对比	8
图 10 我国非化石能源消费占一次能源消费总量目标	10
图 11 2017-2022 年中国光伏累计装机容量（GW）	10
图 12 2015-2022 每年新增分布式光伏并网情况	10
图 13 2015-2022 每年累计分布式光伏并网情况	10
图 14 科林电气逆变器产品：60kW、25kW、5kW 光伏并网逆变器	11
图 15 各省分布式光伏整县推进试点区域数量	11
图 16 2021 年底充电桩数量城市分布	13
图 17 2017-2026 年中国新能源充电桩行业市场规模	14
图 18 公司充电桩产品	14
图 19 科林电气武汉大型公交充电站项目	15
图 20 储能 BMS 金字塔式三级架构	15
图 21 科林电气智慧微电网储能集装箱	15
图 22 公司光储充智能微网系统架构图	16
图 23 分布式光伏运维管理平台	17

图 24 微电网监控系统.....	17
图 25 2015-2022 年国家电网及南方电网投资额.....	18
图 26 KLD-9300 变电站计算机监控系统.....	19
图 27 KE-7120-B 三遥配电自动化站所终端 DTU.....	19
图 28 DTZY1277C-Z 型三相本地费控智能电能表.....	19
图 29 MNS/GCS/GCK 抽出式开关柜.....	19
图 30 变电站自动化系统的主要子系统.....	20
图 31 2017-2024 年中国配电自动化市场规模及增速情况.....	21
图 32 用电信息采集系统架构.....	22
图 33 2017 & 2022 年传统电气设备业务（智能电网变配用电、高低压开关及成套设备）营收及增速.....	23
图 34 2017-2022 年智能电网变电设备营收（左轴）及销量（右轴）.....	23
图 35 2017-2022 年智能电网配电设备营收（左轴）及销量（右轴）.....	23
图 36 2017-2022 年智能电网用电设备营收（左轴）及销量（右轴）.....	24
图 37 2017-2022 年高低压开关及成套设备营收（左轴）及销量（右轴）.....	24
图 38 KE-93XX 系列微机保护测控装置（适用于电力系统，及其他非电网行业）.....	25

表格目录

表 1 公司管理团队技术背景深厚（截至 2023. 03. 31）.....	5
表 2 近两年新能源相关政策.....	8
表 3 公司中标分布式光伏 EPC 大单.....	12
表 4 配电自动化系统组成.....	20
表 5 配电自动化行业竞争格局.....	21
表 6 2021-2026 年用电信息采集系统市场规模测算（亿元）.....	22
表 7 2023-2025 年盈利预测.....	26
表 8 可比公司估值比较（PE 法）.....	27

1 中国智慧电气引领者，智能电网+新能源多元发展

1.1 深耕电气设备领域 20 余年，较早布局新能源

老牌电气设备公司发力新能源。公司成立于 2000 年，成立初期主要服务于电力行业；2010 年起公司成立专业团队进行光伏发电逆变器设备的开发；2015 年，光伏发电系统及充电桩产品相继投入市场；2022 年，连续中标多个分布式光伏 EPC 项目。公司发展历程重要节点如下：

2000 年-2015 年：服务电力为事业起点，业务规模逐渐扩大

2000 年：公司成立；

2001 年：成功研制“KLD-7000 配网自动化及管理系统”，获得国家科技创新基金 145 万元；

2003 年：10kv 户外真空断路器研制成功并顺利投产，正式涉足一次电气设备制造；

2004 年：6400 电能量远方终端研制成功，涉足高端电量采集领域；

2005 年：中标西柏坡电厂 5500kv 升压站 RTU 工程，标志着公司正式进入超高压输变电领域；

2009 年：KE-9400 数字化智能变电站系统研制成功，并顺利投运；

2013 年：科林电气二期智能电网项目南区顺利投入使用；

2015 年-2021 年：新能源业务起步，传统业务加速拓展

2015 年：光伏发电系统及充电桩产品相继投入市场；

2016 年：电能表单笔中标突破亿元大关，成功跻身国内领先水平；

2017 年：成功登陆 A 股资本市场；

2019 年：荣膺“2019 年度中国电气工业 100 强”殊荣；

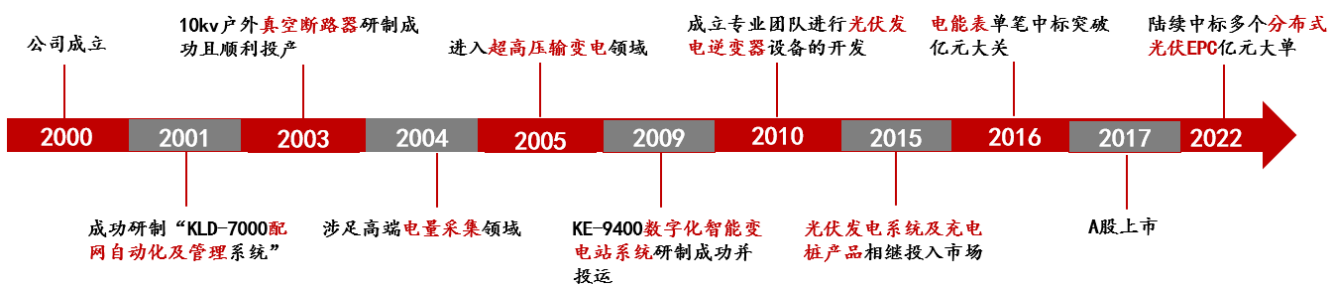
2020 年：被认定为“国家技术创新示范企业”；

2021 年：成功助力北京冬奥、雄安新区等国家工程。

2022 年-至今：分布式光伏 EPC 表现突出，新能源业务迎来新阶段

2022 年：陆续中标多个分布式光伏 EPC 亿元大单。

图 1 科林电气发展历程



资料来源：公司官网，公司公告，首创证券

1.2 智慧电气+新能源，产品线齐全

作为中国智慧电气引领者，公司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，主要业务涉及智能电网、新能源和 EPC 领域。

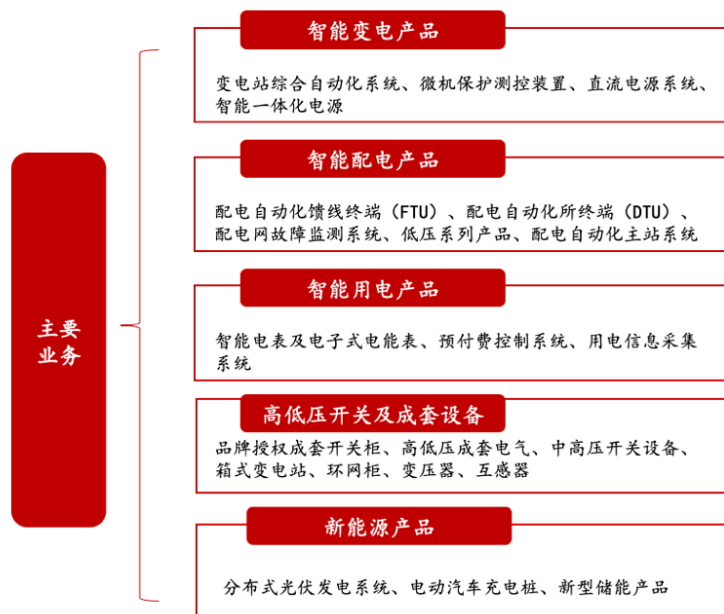
智能电网业务领域：专业从事智能电网配电、变电、用电、高低压开关及成套设备等产品的研发、生产、销售和技术服务。公司是行业内产品线较为齐全的少数企业之一，产品广泛应用于国家电网智能电网配电、变电和用电建设领域。主要产品包括综合自动化系统、配电终端、配电主站软件、智能电能表、高低压预付费、高低压真空断路器、环网柜、成套设备等。

新能源业务领域：光伏发电系统、储能系统、充电桩及微电网系统。围绕“新能源”，开展新能源投资运作、智能运维、储能、核心科技设备及软件、微电网系统、多位一体能源供应等新业态。涉及光伏等多个新能源领域。

EPC 业务领域：专业从事电力工程 EPC 总承包业务，拥有设计、施工及承装（修、试）电力设施完整资质，依托于公司的产品优势，为用户提供一站式交钥匙工程。

公司凭借强劲的整体实力，同世界 500 强企业建立了深层次合作关系，营销网络遍及全球，在欧美、中东、非洲、南美、东南亚等地区深受好评。

图 2 公司五大业务板块



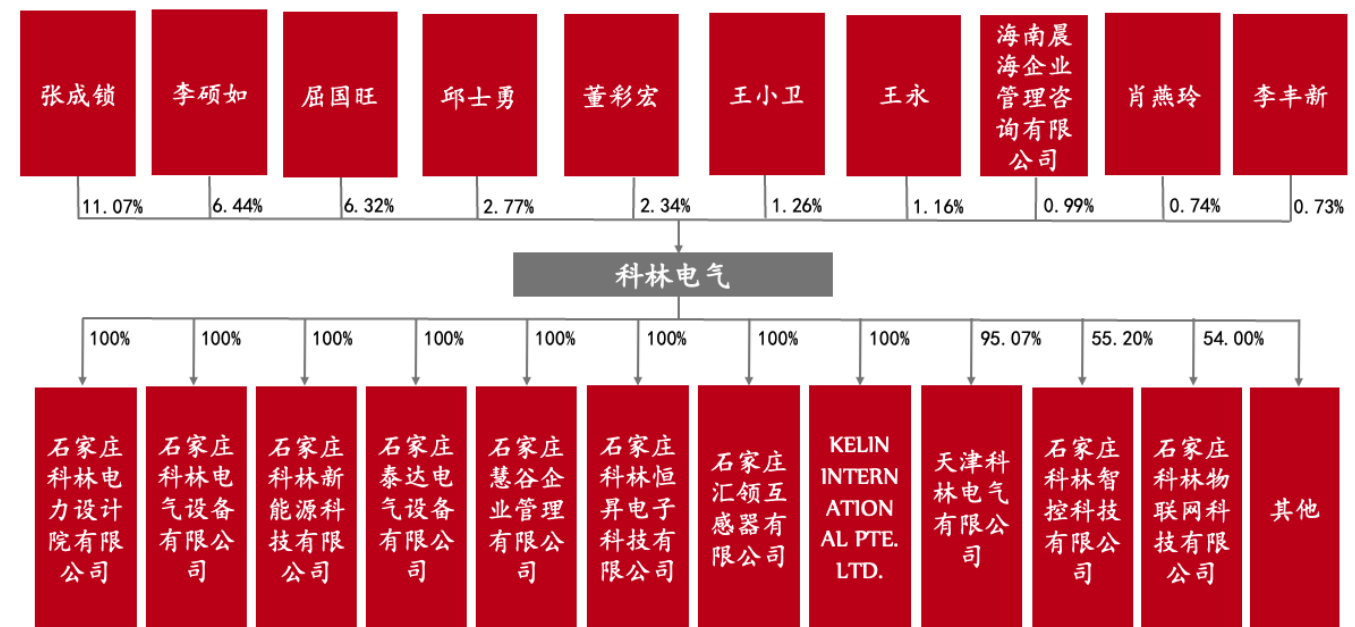
资料来源：公司官网，首创证券

1.3 张成锁先生为实控人，管理团队技术背景深厚

张成锁先生系公司实际控制人。2022 年 4 月 14 日前，张成锁、李砚如、屈国旺、邱士勇和董彩宏为一致行动人，对公司实施共同控制，公司实际控

制人在 2022 年 4 月 14 日后已变更为张成锁先生，其持股比例（根据 2023 年一季报）为 11.07%。公司旗下子公司包括科林电气设备、科林新能源、科林电力设计院等。

图 3 公司股权结构（截止 2023.03.31）及子公司（截止 2022.12.31）



资料来源：公司公告，wind，首创证券

团队技术背景深厚，拥有多年业界经历。公司董事长张成锁先生自 1981 年 7 月至 2000 年 1 月就职于石家庄电业局调度所，主要负责电力调度自动化工作；2000 年组织创立科林电气。公司副董事长李砚如先生自 1989 年 7 月至 2000 年 1 月就职于石家庄电业局调度所，主要负责电力调度自动化工作；2000 年参与创立科林电气。公司董事、总经理曾就职于中国电子科技集团公司第五十四研究所，主要从事电力系统自动化产品的软件、硬件开发工作；2000 年加入科林电气。公司管理团队多拥有技术背景，专业能力优秀。

表 1 公司管理团队技术背景深厚（截至 2023.03.31）

姓名	职务	背景
张成锁	董事长	曾就职于石家庄电业局调度所，主要负责电力调度自动化工作。
李砚如	副董事长	曾就职于石家庄电业局调度所，主要负责电力调度自动化工作。
屈国旺	董事、总经理	曾就职于中国电子科技集团公司第五十四研究所，主要从事电力系统自动化产品的软件、硬件开发工作，曾获得“石家庄市第三届科技领军人物”称号，拥有多项发明专利和实用新型专利。
董彩宏	董事、副总经理、财务总监	曾就职于河北省冶金设计研究院。
张宏亮	独立董事	中国人民大学商学院会计学博士，注册会计师。
邓路	独立董事	财务管理学博士。2010 年至今任北京航空航天大学经济管理学院会计系副教授、博士生导师，2013 年入选财政部全国会计领军(后备)人才。

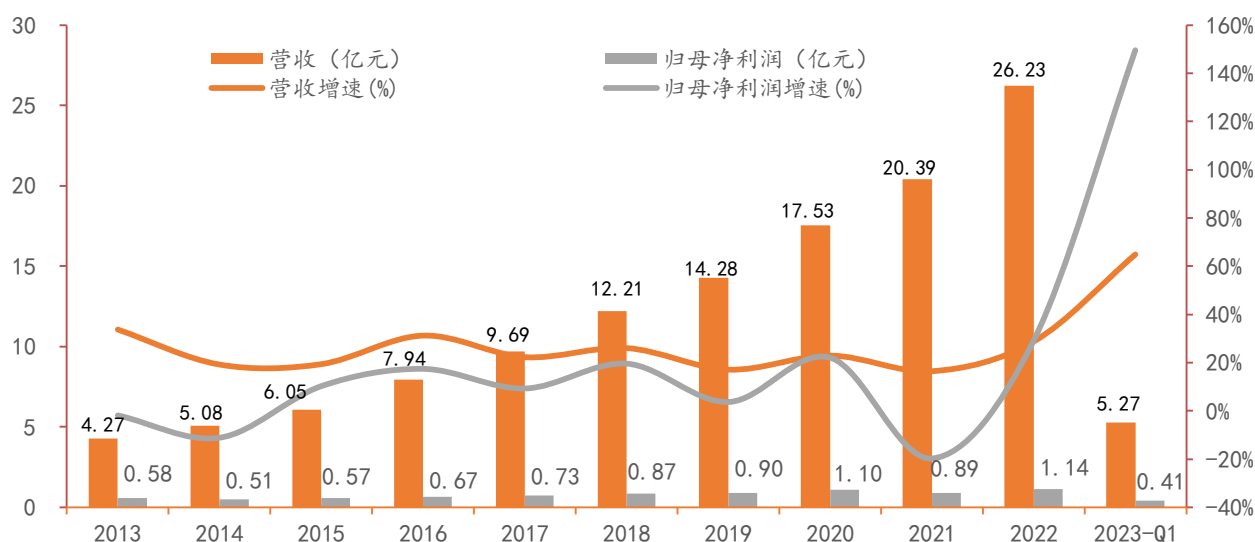
姜齐荣	独立董事	清华大学博士。1997 年至今历任清华大学电机工程与应用电子技术系讲师、副教授、教授。
邱士勇	监事会主席	曾就职于石家庄飞机制造厂。

资料来源：公司公告，首创证券

1.4 营收稳健增长，新能源业务有望迎拐点

营收稳健增长，业绩重回高增速。公司收入从 13 年的 4.27 亿增长到 22 年的 26.23 亿，复合增速超过 22%。23 年一季度，公司收入增长 64.77%，归母净利润增长 149.65%，为全年高增长打下了良好基础。2021 年，公司归母净利润指标承压，主要是受市场竞争加剧，毛利率下降、期间费用增加等影响，2022 年归母净利润重回增长。

图 4 2013-2023Q1 公司营业收入、归母净利润



资料来源：wind，首创证券

毛利率、净利率明显提升。2018-2021 年公司毛利率和净利率总体均有所下降，主要原因系业务结构变化、原材料价格上涨及市场竞争加剧等。2022-2023Q1，公司毛利率和净利率呈回升趋势。2018-2022 年，公司主要费用率呈整体稳中有降的趋势，销售费用率逐年降低。

图 5 2018-2023Q1 公司毛利率、净利率

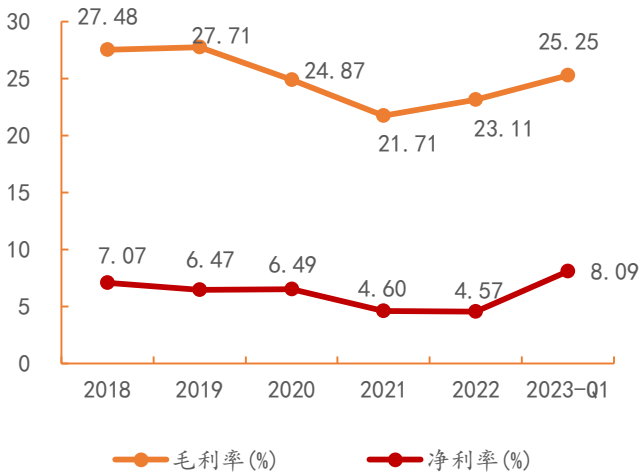
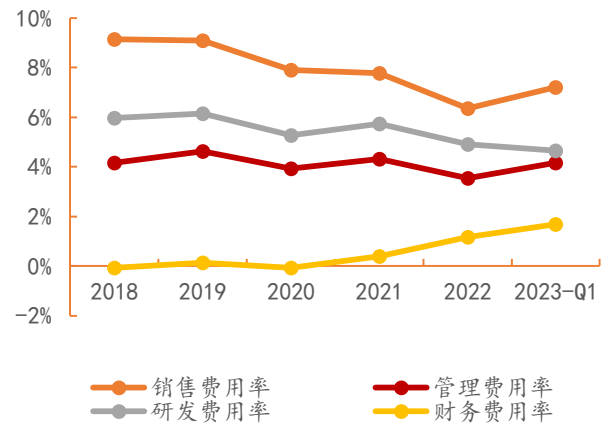


图 6 2018-2023Q1 年公司费用率变动情况



资料来源: wind, 首创证券

资料来源: wind, 首创证券

传统业务稳定增长，新能源业务有望迎拐点。公司传统业务包括高低压开关及成套设备、智能电网用电设备、智能电网变电设备、智能电网配电设备，传统电气设备业务保持较好的增长，营收从 2017 年的 7.73 亿元增长至 2022 年的 22.99 亿元，增速分别为 14.93%、37.37%、25.58%、14.14%、16.66%、29.43%。公司新能源业务早年主要为分布式光伏发电设备，现已逐步拓展至充电桩、储能及微电网等。2018、2019 年，公司分布式光伏发电设备出现大幅下降，主要是受产业政策影响，2021 及 2022 年新能源业务重回增长，2022 年公司中标多个分布式光伏 EPC 亿元大单，预计新能源业务迎来拐点，公司整体业绩可期。

图 7 2017-2022 年传统电气设备及新能源业务营收、增速

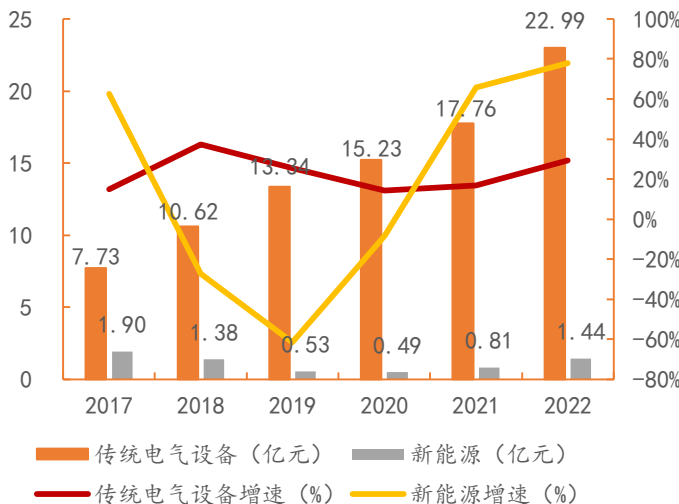
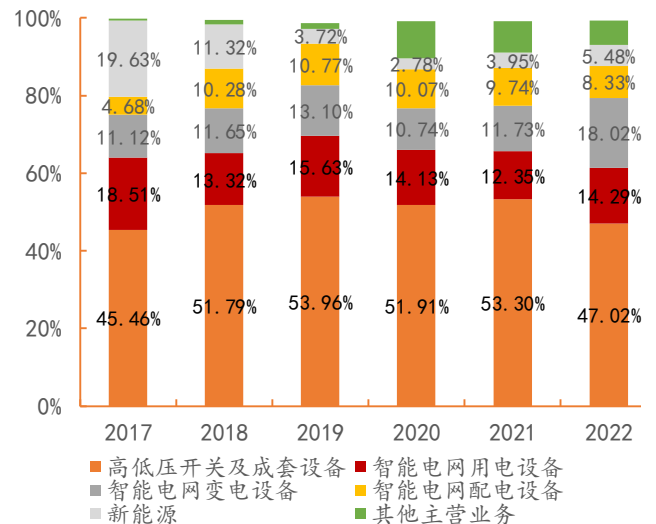


图 8 2017-2022 年分业务营收占比



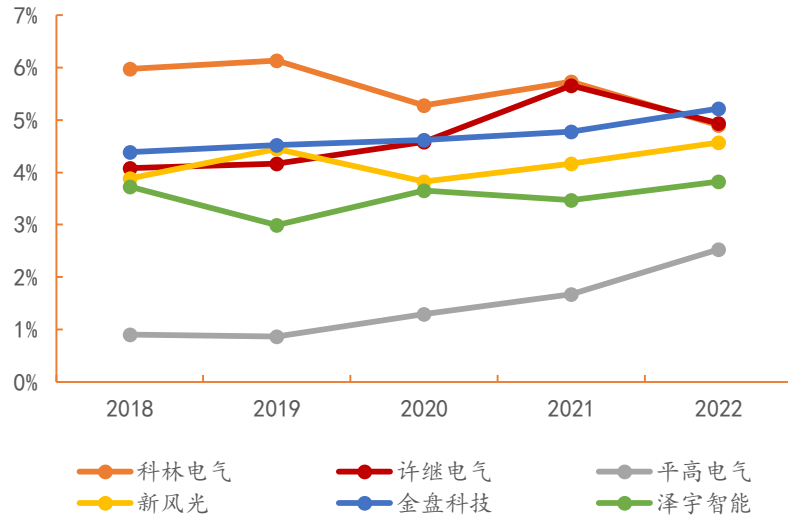
资料来源: wind, 首创证券

资料来源: wind, 首创证券

重视研发投入，研发费用率位居可比公司前列。科林电气以“科技领先，林立百年”为经营理念，坚持“重研发、重团队”的思路，始终保持高出同行的科研投入。2018-2022 年公司研发费用稳步增长，分别为 0.73、0.88、

0.93、1.17 和 1.28 亿元。根据公司业务布局，选取同为传统电气设备公司的许继电气、平高电气、布局新能源的公司新风光、金盘科技以及 EPC 公司泽宇智能作为可比公司，公司多年来研发费用率维持在 5% 以上，位于可比公司前列。

图 9 2018-2022 年可比公司研发费用率对比



资料来源: wind, 首创证券

2 新能源：公司业务增长新动力

2.1 光伏发电：分布式光伏大有可为，公司布局较早，EPC 表现突出

新能源大趋势下，分布式光伏空间可期

双碳目标明确，光伏相关政策陆续出台。2020 年 9 月，习总书记宣布中国力争 2030 年碳达峰，2060 年碳中和的目标。此后，碳达峰、碳中和目标在国家多项重要会议和文件中被反复强调，光伏等新能源相关政策也陆续出台。2021 年 9 月，国家能源局正式发布《关于公布整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点名单的通知》，共计 676 个县（市、区）进入试点名单。2022 年 11 月，电力现货市场纲领性文件——《电力现货市场基本规则（征求意见稿）》发布，提出推动储能、分布式发电等新兴市场主体参与交易等建设方向。

表 2 近两年新能源相关政策

时间	发布单位	政策	内容
2021-03	国务院	《中国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	加快发展非化石能源，坚持集中式和分布式并举，大力提升风电、光伏发电规模，加快发展东中部分布式能源，有序发展海上风电，加快西南水电基地建设，安全稳妥推动沿海核电建设，建设一批多能互补的清洁能源基地，非化石能源占能源消费总量比重提高到 20% 左右。
2021-05	国家能源局	《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》	要落实碳达峰、碳中和目标，以及 2030 年非化石能源占一次能源消费比重达到 25% 左右，风电太阳能发电总装机容量达到 12 亿千瓦以上等任务，发挥地方主导作用，调动投资主体积极性，推动

			风电、光伏发电高质量跃升发展。2021年，全国风电、光伏发电发电量占全社会用电量的比重达到11%左右，后续逐年提高。确保2025年非化石能源消费占一次能源消费的比重达到20%左右。
2021-09	国家能源局	《关于公布整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点名单的通知》	通知明确全国共有676个，全部列为整县(市、区)屋顶分布式光伏开发试点，试点工作要严格落实“自愿不强制、试点不审批、到位不越位、竞争不垄断、工作不停顿”的工作要求。
2021-10	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》	中共中央、国务院积极发展非化石能源。实施可再生能源替代行动，大力发展风能、太阳能、生物质能、海洋能、地热能等，不断提高非化石能源消费比重。坚持集中式与分布式并举，优先推动风能太阳能就地就近开发利用。
2022-01	发改委、国家能源局	《关于加快建设全国统一电力市场体系的指导意见》	到2025年，全国统一电力市场体系初步建成。鼓励分布式光伏、分散式风电等主体与周边用户直接交易，完善微电网、存量小电网、增量配电网与大电网间的交易结算、运行调度等机制，增强就近消纳新能源和安全运行能力。
2022-02	发改委、国家能源局	《“十四五”新型储能发展实施方案》	到2025年，新型储能由商业化初期步入规模化发展阶段、具备大规模商业化应用条件。其中，电化学储能系统成本降低30%以上，在光伏方面：支持高比例可再生能源基地外送。依托存量和“十四五”新增跨省区输电通道，在东北、华北、西北、西南等地区充分发挥大规模新型储能作用。
2022-10	发改委、国家能源局	《关于促进光伏产业链健康发展有关事项的通知》	为扎实推进以沙漠、戈壁、荒漠为重点的大型风电光伏基地建设，纾解光伏产业链上下游产能、价格堵点等，通知：一、多措并举保障多晶硅合理产量；二、创造条件支持多晶硅先进产能按期达产；三、鼓励多晶硅企业合理控制产品价格水平；四、充分保障多晶硅生产企业电力需求；五、鼓励光伏产业制造环节加大绿电消纳；六、完善产业链综合支持措施；七、加强行业监管；八、合理引导行业预期。
2022-11	国家能源局	《电力现货市场基本规则(征求意见稿)》、《电力现货市场监管办法(征求意见稿)》	近期建设：推动储能、分布式发电、负荷聚合商、虚拟电厂和新能源微电网等新兴市场主体参与交易；稳妥有序推动新能源参与电力市场，并与现有新能源保障性政策做好衔接等。远期建设：进一步完善现货市场机制；健全电力辅助服务市场等。

资料来源：政府官网，永福股份招股书，首创证券

新能源发电市场将在未来较长一段时间内处于快速发展阶段。我国在《能源生产和消费革命战略(2016-2030)》中提出了到2030年，非化石能源发电量占全部发电量的比重力争达到50%；同时，我国在2020年12月的气候峰会上承诺，到2030年我国非化石能源占一次能源消费的比重将达到25%左右，风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上。2020年，我国非化石能源消费占一次能源消费的比例为15.9%，考虑到2050年非化石能源消费占能源消费总量50%以上的目标，以及我国到2060年实现“碳中和”的战略目标，新能源发电市场将在未来较长一段时间内处于快速发展阶段。

光伏发电装机容量持续快速增长，2021年即突破3亿千瓦大关。根据国家能源局数据，截至2021年底，我国光伏并网装机容量达到3.06亿千瓦，突破3亿千瓦大关，约相当于13个三峡电站的装机容量，连续7年稳居全球首位。从发展情况看，分布式光伏发展亮点突出，2022全年，光伏新增装机容量87.41GW，其中分布式光伏51.11GW，占比将近六成。

图 10 我国非化石能源消费占一次能源消费总量目标

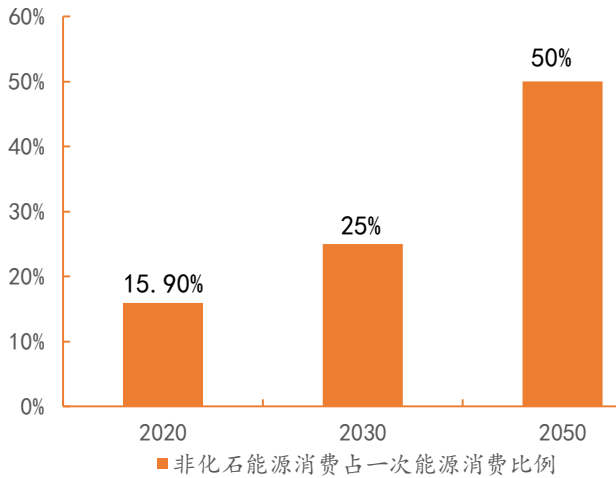


图 11 2017-2022 年中国光伏累计装机容量 (GW)



资料来源：政府网站，国家能源局，中国石油新闻中心，首创证券

资料来源：国家能源局，智研瞻产业研究院，首创证券

分布式光伏装机占比持续增大。分布式光伏特点：1) 光伏电源处于用户侧，自发自用，就近并网，可减少电网供电的依赖，减少线路损耗；2) 充分利用建筑物表面，可减少光伏电站占地面积；3) 运行灵活，适当条件下可以脱离电网独立运行。根据国家能源局数据，2021 年我国分布式光伏新增装机接近翻倍，2022 全年，我国分布式光伏新增装机 51.11GW，占同期新增光伏装机容量的 58.48%。截止 2022 年底，我国分布式光伏累计装机容量占光伏累计容量的比例由 2015 年的 14.03%，逐年提升至 2022 的 40.21%。

图 12 2015-2022 每年新增分布式光伏并网情况



图 13 2015-2022 每年累计分布式光伏并网情况



资料来源：国家能源局，首创证券

资料来源：国家能源局，首创证券

公司业务包括分布式光伏发电产品（逆变器等）、分布式光伏 EPC

提前布局光伏逆变器，现有产品丰富。公司自 2010 年起成立专业团队进行光伏发电逆变器设备的开发，分布式光伏发电产品从 2015 年开始小批量市场推广。分布式光伏发电产品主要由太阳能电池板和逆变器组成，其中太阳能电池板均为外部采购，逆变器均为自主研发生产，经系统组装后完成生产。公司逆变器产品涵盖 60kW、25kW、5kW。

立足河北，积极拓展全国市场。2016 年以来，公司分布式光伏发电设备业务发展速度较快，主要销售区域集中在河北，同时，公司积极拓展业务区

域，相继在山西、山东、河南、浙江等地区中标光伏农村扶贫项目以及工商业用户屋顶项目。

图 14 科林电气逆变器产品：60kW、25kW、5kW 光伏并网逆变器

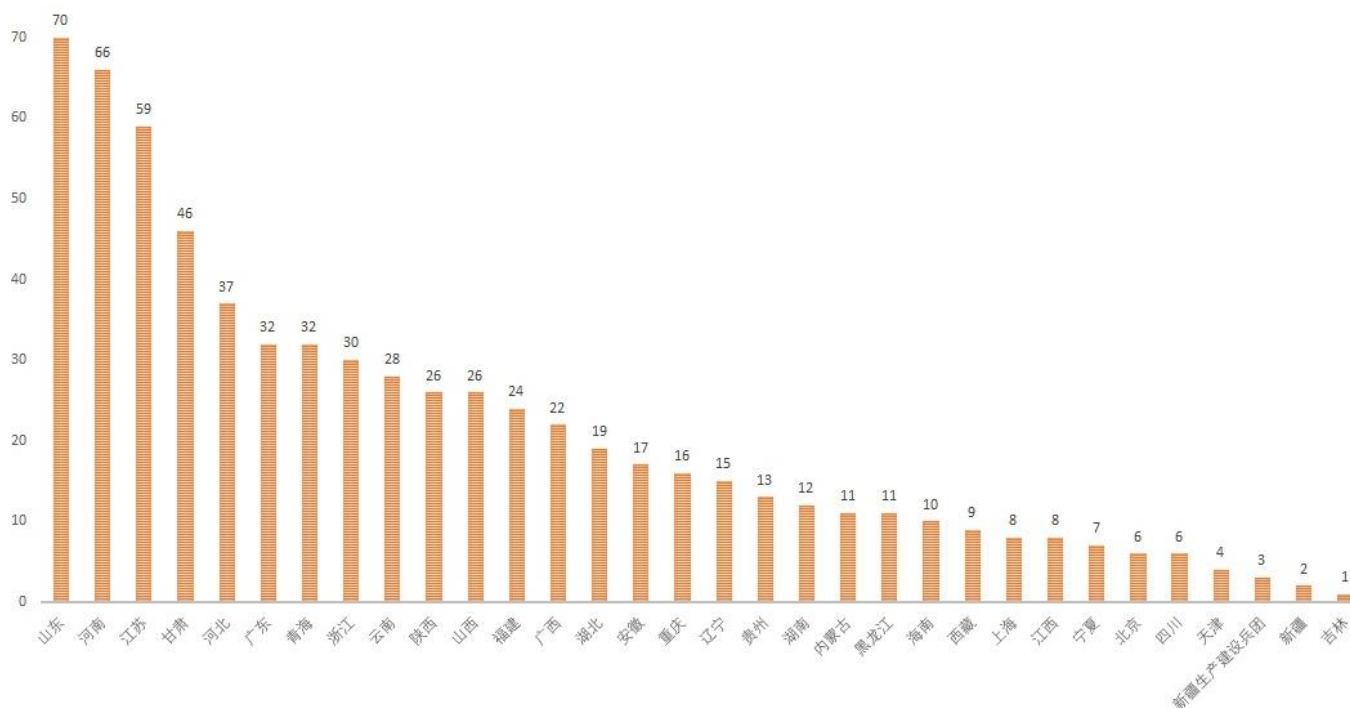


资料来源：公司官网，首创证券

分布式光伏“整县推进”，公司接连中标多个 EPC 项目。

2021 年 6 月，国家能源局发布了《关于整县屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》。在国家“双碳”战略和分布式光伏整县推进政策下，同年 9 月，全国 676 个县市进入整县屋顶分布式光伏开发试点名单，占全国 2835 县市区近 1/4。根据试点名单，河北省参与的试点县（市、区）共 37 个，位居前列。

图 15 各省分布式光伏整县推进试点区域数量



资料来源：国家能源局，首创证券

公司接连中标分布式光伏 EPC 大单，总金额达 8.73 亿元。公司专业从事电力工程 EPC 总承包业务，拥有设计、施工及承装（修、试）电力设施完

整资质。依托产品优势，公司为用户提供全方位、一站式交钥匙工程。自 2022 年 6 月以来，公司已相继中标石家庄赵县整县分布式光伏发电项目工程 EPC、华润山海关区 38MWp 屋顶分布式光伏发电项目 EPC、海南省部分市县 220MW 户用分布式光伏发电项目 EPC、迁安市二期 80 兆瓦屋顶分布式光伏项目 EPC 工程标段二（40 兆瓦农户）标段包 1，四项目中标金额已达 8.73 亿元。

表 3 公司中标分布式光伏 EPC 大单

时间	中标含税金额 (亿元)	招标方	项目
2023/6/30	1.33	华能迁安综合能源有限责任公司	迁安市二期 80 兆瓦屋顶分布式光伏项目 EPC 工程标段二（40 兆瓦农户）标段包 1
2023/1/4	4.22	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
2022/10/25	1.43	华润电力(唐山曹妃)有限公司	华润山海关区 38MWp 屋顶分布式光伏发电项目 EPC 总承包工程
2022/6/23	1.75	中国华电集团有限公司	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

资料来源：公司公告，首创证券

2.2 充电桩：业务布局完善，有序拓展市场

● “新能源汽车下乡”推进二三线城市充电桩配置

发达城市充电桩较多。2021 年国内公共充电桩和共享私桩总数排行前五省(市)分别是广东省(189,036 台)、上海市(110,171 台)、江苏省(104,398 台)、北京市(107,001 台)和浙江省(88,213 台)，发达省市充电桩较多。

二三线城市充电桩有望增加。2022 年 5 月，工信部、农业农村部、商务部、国家能源局联合发布“开展 2022 新能源汽车下乡活动的通知”。通知指出，鼓励各地出台更多新能源汽车下乡支持政策，改善新能源汽车使用环境，推动农村充换电基础设施建设。新能源汽车下乡政策的推行，将进一步刺激下沉市场的增量需求，未来二三线城市充电桩数量有望配套增加。

图 16 2021 年底充电桩数量城市分布



资料来源: EVCIPA, 亿渡数据, 首创证券

● 政策频频加持

2022 年初, 国家发展改革委等十部门印发《关于进一步提升电动汽车充电基础设施服务保障能力的实施意见》, 部署各地多向发力、加快推动, 形成适度超前、布局均衡、智能高效的充电基础设施体系, 确保到“十四五”末, 满足超过 2000 万辆电动汽车充电需求。

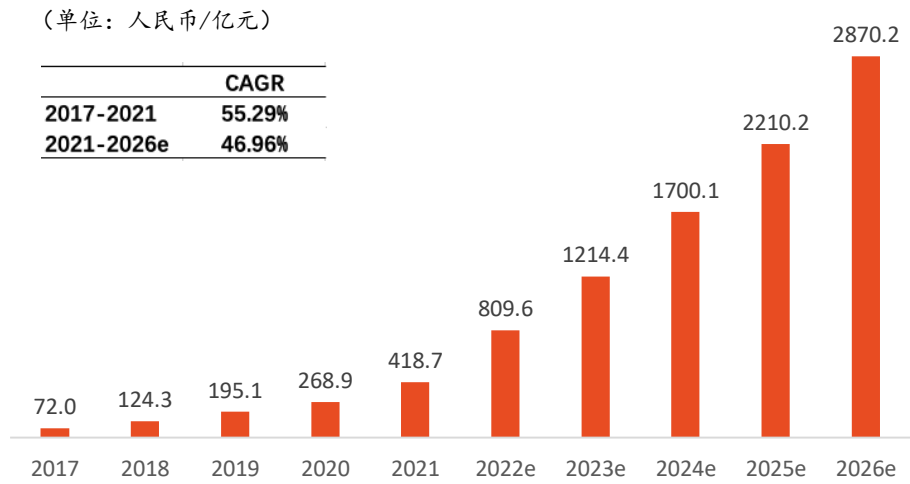
公共领域车辆全面电动化试点启动。今年 2 月, 工信部、交通运输部、财政部等八部门联合印发《关于组织开展公共领域车辆全面电动化先行区试点工作的通知》, 提出在全国范围内启动公共领域车辆全面电动化先行区试点工作, 试点工作期限为 2023 年至 2025 年。

《通知》提出重要目标: (1) 试点领域新增及更新车辆中新能源汽车比例显著提高, 城市公交、出租、环卫、邮政快递、城市物流配送领域力争达 80%; (2) 新增(标准)车桩比力争达到 1:1; (3) 高速公路服务区充电设施车位占比预期不低于小型停车位的 10%。

● 需求叠加政策, 充电桩市场有望加速发展

我国新能源充电桩行业市场规模自 2017 年起高速增长, 根据中国电动汽车充电基础设施促进联盟数据, 2017 年我国充电桩市场规模为 72 亿元, 到 2021 年达到 418.7 亿元, 复合年均增长率高达 55.29%。根据中国电动汽车充电基础设施促进联盟预测, 到 2026 年底, 我国充电桩行业市场规模有望达到 2,870.2 亿元, 五年复合年均增长率将达 46.96%。

图 17 2017-2026 年中国新能源充电桩行业市场规模



资料来源: 中国电动汽车充电基础设施促进联盟, 36 氪研究院, 首创证券

公司多年前即布局充电桩, 目前品类齐全。依托多项自主研发的交直流电源、费控、计量等技术, 公司已提早布局充电桩的相关研发工作。目前, 公司充电桩品类齐全, 涵盖交直流、一体式与分体式等多种类别产品。

公司充电桩业务目前已规模化落地, 23 年在广大需求推动下, 业务有望迎突破。

图 18 公司充电桩产品



资料来源: 公司官网, 首创证券

图 19 科林电气武汉大型公交充电站项目



资料来源：公司官网，首创证券

2.3 储能及微电网：技术已备，蓄势待发

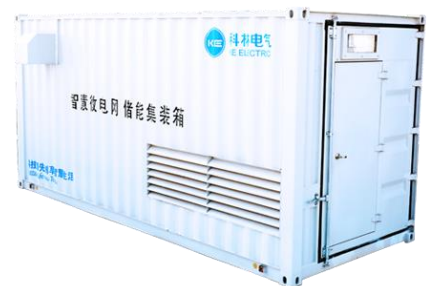
● 储能

公司自主研发储能 BMS、EMS 综合能源管控平台。公司储能 BMS 为金字塔式三级架构，这种架构的最大优势在于每级设备可以独立管理，通过堆叠可以实现最多 4800 节电芯的信息采集。此外，还创新性的增加了可燃气体监测、与消防系统、温控系统联动等保护机制。公司自主研发的 EMS 综合能源管控平台，利用物联网技术构建测控网络，对储能系统各类设备运行、环境状态及人员管理进行综合的信息感知；集成了储能监控、供电监控、计费管理等功能；接收电网调度中心下发的调度指令，并根据当前电池组的状态合理的分配调度指令。

图 20 储能 BMS 金字塔式三级架构



图 21 科林电气智慧微电网储能集装箱



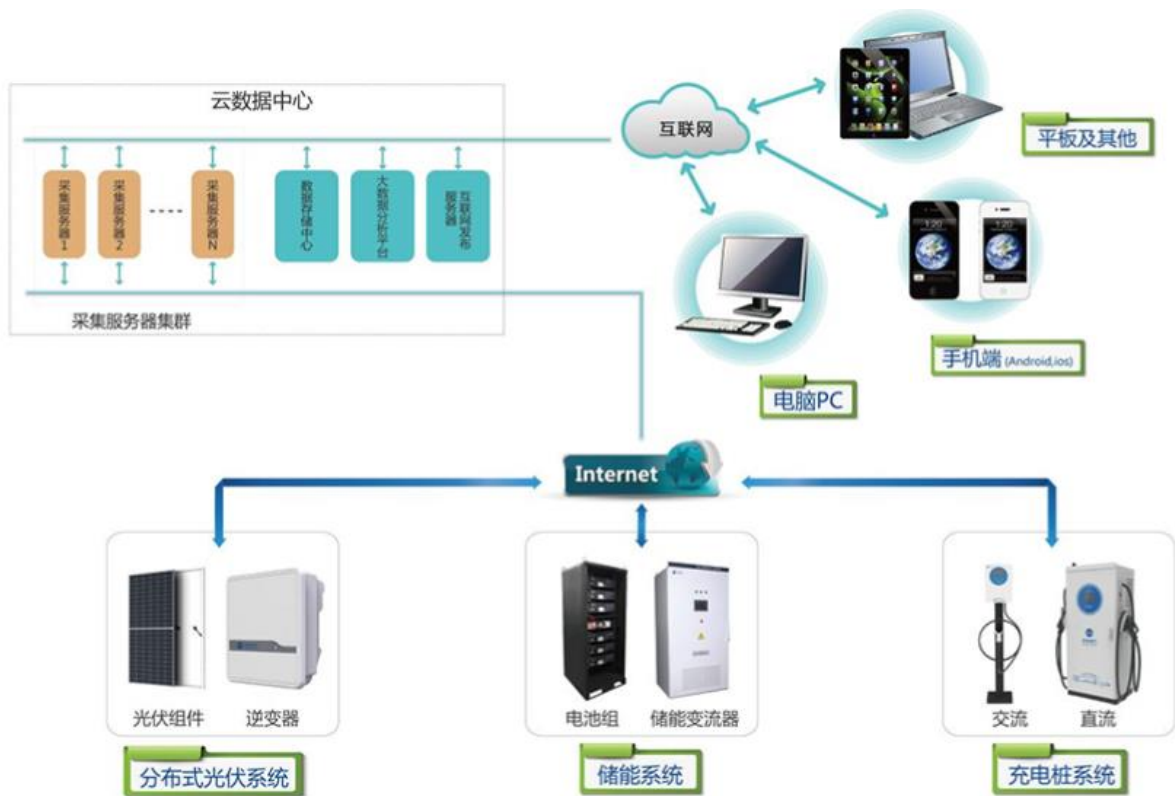
资料来源：公司官网，首创证券

资料来源：公司官网，首创证券

● 微电网

公司光储充智能微网系统由光伏系统、储能系统、充电系统、能量管理等单元组成。光伏发电满足负荷用电及充电需求，多余电量并入公共电网。储能单元与电网调度系统相配合，根据系统负荷的峰谷特性，减少电网负荷的峰谷差，降低电网的供电负担，实现电网的削峰填谷，同时利用峰谷差价，提高电能利用的经济性。充电系统根据不同需求满足各种型号新能源电动汽车不同电压等级的充电服务。

图 22 公司光储充智能微网系统架构图



资料来源：公司官网，首创证券

2.4 软件及整体解决方案能力优秀

自主开发新能源软件平台，赋能业务发展。公司自主开发了新能源各项业务软件平台：1) 分布式光伏运维管理平台目前已接入的光伏电站达 16000 多座，地图上每个绿点均对应一座光伏电站，平台不仅为电站运营者提供支持，还为河北省电力调度提供数据支撑。公司提供技术研发、生产制造、工程施工、售后服务、监控运维，打造一站式全场景解决方案。2) 充电桩系统实时显示充电桩数量、充电量等数据，为充电桩运营提供坚实支撑。3) 微电网监控系统及智慧园区系统监控电压、电流、散热片温度等数据，助力安全生产，展现园区全景及实时动态。

图 23 分布式光伏运维管理平台

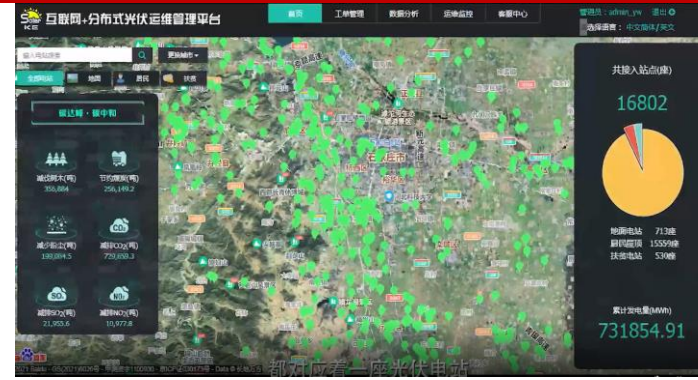


图 24 微电网监控系统



资料来源：公司官网，首创证券

资料来源：公司官网，首创证券

2.5 立足河北，积极拓展全国市场

公司深耕河北市场，具有较强地域优势。河北省是我国电力投资较为密集的省份之一，为公司业务发展提供了广阔的市场空间。公司多产品在河北省保持着较高的市占率，是河北省首家入围国家电网智能电能表集中采购名单的企业。依托地域优势，公司积极拓展全国市场。

积极拓展全国市场。随着公司市场逐渐扩大，传统电气设备业务相继拓展至山西、江西、黑龙江等地，目前已形成全国化战略布局。在新能源业务方面，2016年以来，公司分布式光伏发电设备业务发展速度较快，主要销售区域集中在河北，随着业务区域的拓展，公司相继在山西、山东、河南、浙江等地区中标光伏农村扶贫项目以及工商业用户屋顶项目。

3 智慧电气：深耕多年，产品线及行业经验丰富

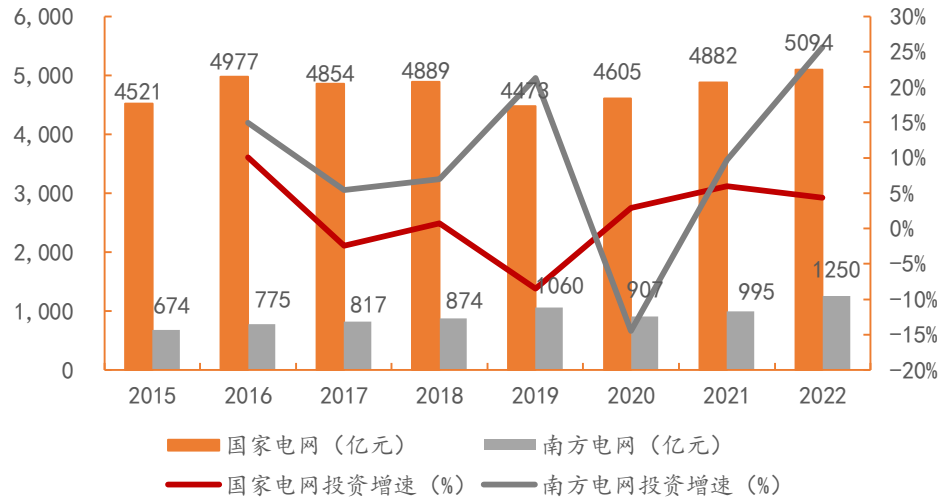
3.1 电网加大投入，配变用电等环节前景可观

- “十四五”期间电网投资规模将进一步提升

国家电网：“十四五”期间计划投入 3500 亿美元（约合 2.23 万亿元），2022 年投资金额为 5094 亿元，创历史新高，预计“十四五”年均投资规模将维持在 5000 亿元以上。新能源发电量占比提升、用电负荷结构变化等因素导致电网结构复杂性大幅提高，电网加速升级改造的需求显著提升。2022 年 12 月 31 日，国家电网董事长在 2022 央视财经论坛上演讲指出，2022 年电网投资额达 5094 亿元，为国家电网年度电网投资计划首次突破 5000 亿元，创历史新高。

南方电网：“十四五”期间规划 6700 亿元，较“十三五”增加 51%。南网发布《“十四五”电网发展规划》，从投资额来看，“十四五”期间南网的电网建设规划投资约 6700 亿元，较“十三五”增加 51%；年均投资额为 1340 亿元，较投资额最高年度的 2019 年同比增加 27%。“十四五”期间，南网将加快数字电网建设和现代化电网进程，推动以新能源为主体的新型电力系统构建。

图 25 2015-2022 年国家电网及南方电网投资额



资料来源：国家电网，南方电网，立鼎产业研究院，首创证券

● 配用电侧前景广阔

“十四五”期间配用电侧投资占比大幅提升。国家电网方面预计未来五年每年将投入超过 700 亿美元，推动电网向能源互联网升级，预计约 30%-50% 将投向配用电侧。历史上，国家电网和南方电网的投资主要集中在输变电侧，用于配用电侧的投资占比仅约 10%-20%，“十四五”期间用于配网侧投资占比大幅提升。

用电侧改革可能成为新型电力系统建设重心。新型电力系统需要同时实现发电侧新能源化、用电侧电气化及电网智能化，三者相辅相成，互相拉动，互相支撑。此前我国新型电力系统建设中，发电侧新能源建设较先普及，风电、光伏等新能源建设持续加速。但随着新能源电力规模不断增大，大规模的新能源电力对电力系统的稳定性产生了一定影响，传统电网已难以支撑新能源发电的需求。在上述背景下，我们认为下一阶段用电侧改革可能会成为电力系统改革的重心，通过推动用电侧市场化、数字化、场景化需求，倒逼智能电网建设，进而满足发电侧新能源化带来的更高更复杂的要求。

3.2 公司智慧电气业务基石稳固

智慧电气（传统电气设备）业务产品线齐全。作为国内领先的智慧电力系统解决方案提供商，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、高低压开关及成套设备，是行业内产品线较为齐全的少数企业之一。

智能电网变电设备：主要包括智能变电站自动化系统、变电站综合自动化系统、直流电源系统等；

智能电网配电设备：主要包括配电终端、站所终端等；

智能电网用电设备：主要包括用电信息采集系统及终端、高低压预付费系统、智能电能表等；

高低压开关及成套设备：主要包括高压真空断路器、高低压成套设备、箱式变电站、变压器、环网柜等。

图 26 KLD-9300 变电站计算机监控系统



资料来源：公司官网，首创证券

图 27 KE-7120-B 三遥配电自动化站所终端 DTU



资料来源：公司官网，首创证券

图 28 DTZY1277C-Z 型三相本地费控智能电能表



资料来源：公司官网，首创证券

图 29 MNS/GCS/GCK 抽出式开关柜



资料来源：公司官网，首创证券

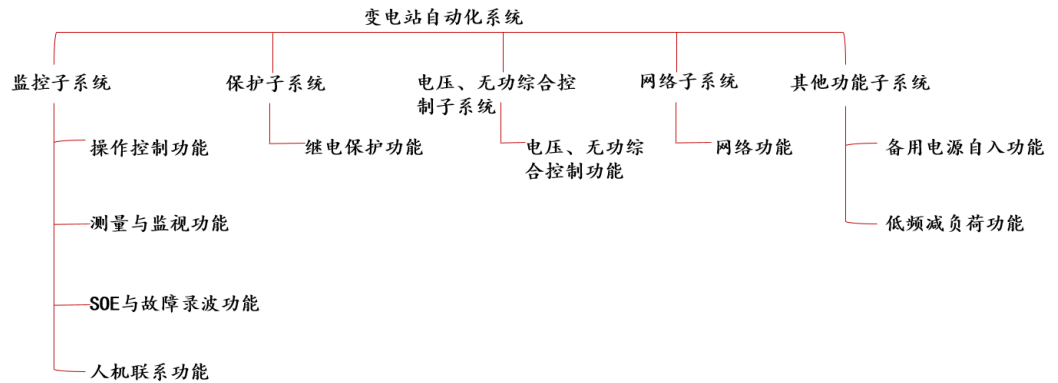
- **智能电网变电设备：**公司业务主要包括智能变电站自动化系统、变电站综合自动化系统、直流电源系统等

变电站综合自动化系统是利用先进的计算机技术、现代电子技术、通信技术和信息处理技术等实现对变电站二次设备(包括继电保护、控制、测量、

信号、故障录波、自动装置及远动装置等)的功能进行重新组合、优化设计,对变电站全部设备的运行情况执行监视、测量、控制和协调的一种综合性的自动化系统。变电站自动化技术实现了计算机的屏幕化以及运行管理和记录统计的自动化,使变电站内的智能设备进行相互连接以及资源共享的实现。与此同时,还优化了现代化高负荷变电站的设计,更提高了输电的稳定性。

国内参与者包括国电南瑞、许继电气等。

图 30 变电站自动化系统的主要子系统



资料来源：前瞻产业研究院，首创证券

● 智能电网配电设备：公司业务主要包括配电终端、站所终端等

配电自动化系统(DAS)是实现配电自动化的核心。从结构上,配电自动化系统由配电主站、子站和终端三层结构构成。配电自动化的终端设备是针对配网智能化设计的智能终端,是实现配电自动化的基础环节,通过对线路数据的分析判断达到故障检测、故障迅速定位从而实现故障区域的快速隔离,最终提高供电可靠性的技术手段;从配电网设备看,终端属于二次设备。

表 4 配电自动化系统组成

系统组成	子系统/分类	描述	功能
配网自动化主站系统	配电 SCADA 主站系统;配电故障诊断恢复和配网应用软件子系统 DAS; 配电管理系统 DNS	各种类型服务对接收到的数据进行存储、计算、分析;对本系统配电故障诊断和恢复功能进行联调测试;获取、储存、检索、分析和显示电力设备的空间定位以及各类型属性资料	接收子站转送的各个终端的电力设备运行数据,然后作统一的存储、计算分析判断电力设备运行状态进行诊断,当出现故障情况时,及时下达故障隔离指令,并在接触故障后下达恢复指令
配网自动化子站系统	配电子站	连接配网终端和子站系统	管理其附近的终端设备,完成数据采集器功能,并将数据转送配电主站通信处理器

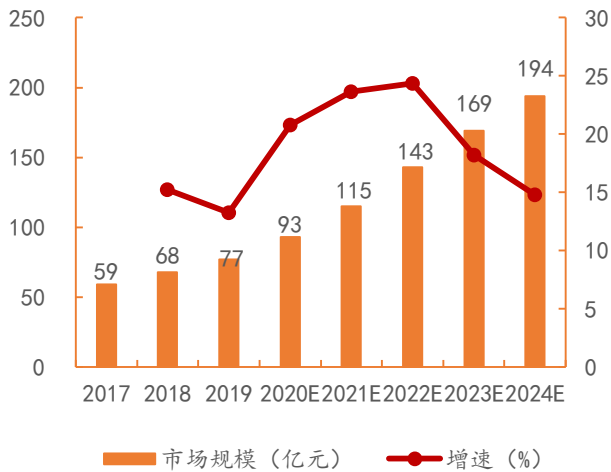
配网自动化终端	馈线终端(FTU)	应用于配电网监控的馈线柱上;应用于	通过对安装点数据的检测、分析达到故障检测、指示、故障迅速定位从而通过分合闸实现故障区域的快速隔离
	站所终端(DTU)	开闭所及环网柜;应用于	
	配变终端(TTU)	用于配电变压器;应用在	
	故障指示器(FLD)	配电线路上、电力电缆及开关柜的进出线上	

资料来源：华经情报网，首创证券

根据华经产业研究院测算：依据国家能源局配网自动化覆盖率的目标，1) 假设主站、子站数量未来 3 年保持 15%速度持续扩张；2) 终端设备馈线终端 (FTU)、配变终端 (TTU) 属于新兴设备，需求有望持续攀升；而故障指示器 (FLD) 属于传统设备，站所终端 (DTU) 渗透率已经较高，设备采购量可能持续下滑；3) 市场竞争充分，假设主站、子站和终端设备价格未来呈小幅下降趋势。综上，预计 2024 年我国配网自动化市场规模达到 194 亿元。

从市场竞争格局来看，主站、子站环节国企主导寡头格局，终端环节格局分散。配网是能源生产、转换、消费的枢纽，是投资加码的关键环节。配网主站系统技术壁垒高，市场集中度较高，参与公司以国资背景为主，以 2017 年为例，CR3 高达 76%，国电南瑞市占率达 43%；配电子站多与主站捆绑，竞争格局相似；配网终端相对来说技术壁垒较低，竞争格局更为分散。根据中标情况测算，2018 年 CR5 仅为 31%。

图 31 2017-2024 年中国配网自动化市场规模及增速情况



资料来源：华经产业研究院，首创证券

表 5 配网自动化行业竞争格局

配网自动化组成	供应商
主站系统供应商	国电南瑞、许继电气、积成电子、四方股份等
通信网络	科大智能、中兴通讯、南瑞集团、许继电气等
子站系统供应商	国电南瑞、许继电气、积成电子、四方股份、科大智能等
终端设备	国电南瑞、东方电子、山东鲁能、科大智能、许继电气等
柱上开关	国电南瑞、许继电气、北京科锐、宏力达等
变压器	置信电气、东方电子、许继电气、平高集团等
环网柜(环网箱)	国电南瑞、许继电气、四方继保、西门子、七星电气、长园电力等

资料来源：华经产业研究院，首创证券

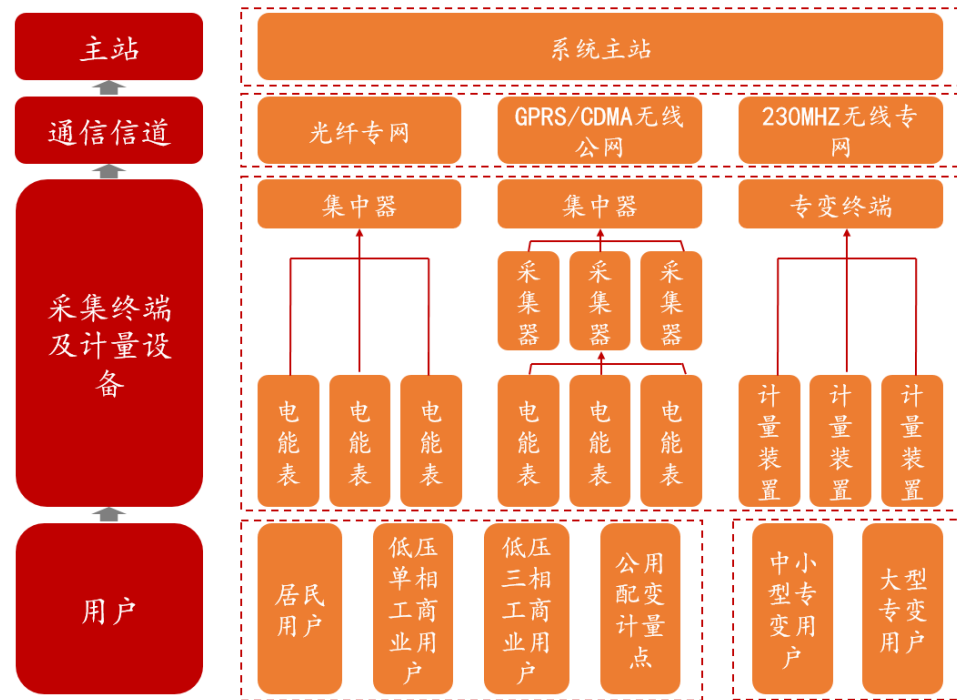
● 智能电网用电设备：公司业务主要包括用电信息采集系统及终端、高低压预付费系统、智能电能表等

用电侧信息采集是实现节能降耗的关键。市场对终端感知设备、信息采集以及配套的数据服务云平台需求较大，主要源于用户节能增效、环保监控的需求和相关政策引导，获取用户侧实时关键数据才能实现节能增效。根据《计量发展规划（2021—2035 年）》，国家电网将重点开展电力计量数字化转型研究，全面建成新一代用电信息采集系统。

用电信息采集系统是通过配网变压器和终端用户的用电数据的采集

和分析，实现用电监控、推行阶梯定价、负荷管理、线损分析，最终达到自动抄表、错峰用电、用电检查（防窃电）、负荷预测和节约用电成本等目的。建立全面的用户用电信息采集系统需要建设系统主站、传输信道、采集设备以及电子式电能表（即智能电表）。国网公司的智能电表和用电信息采集系统已覆盖 99%的用电客户。用电信息采集系统在逻辑上分为主站层、通信信道层、采集设备层三个层次。其中采集设备层即用电信息采集系统的信息底层，负责收集和提供整个系统的原始用电信息。

图 32 用电信息采集系统架构



资料来源：华经产业研究院，首创证券

用户用电信息采集系统主要需要智能电表和用电信息采集管理系统。根据华经产业研究院，随着下游市场需求持续扩大，用户用电信息采集系统市场空间将不断被释放。从市场规模来看，2021-2026 年，智能电表与用电信息采集系统建设将带来总计超过 2000 亿元的市场需求，未来 2-3 年，智能用电市场预计将保持 20%—30%的年均增速。

表 6 2021-2026 年用电信息采集系统市场规模测算（亿元）

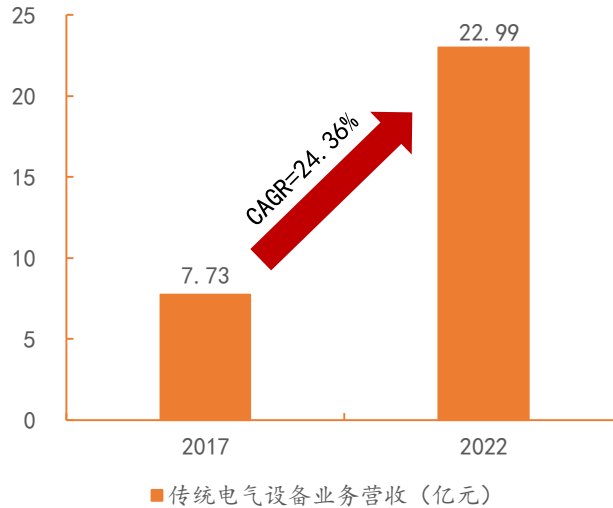
建设主体	用电信息采集系统	智能电表	合计
国家电网	600	1300	1900
南方电网（按国网 20%计算）	120	260	380
合计	720	1560	2280

资料来源：华经产业研究院，首创证券

电气设备业务营收稳健增长。传统电气设备业务为公司的基石业务，营

收稳健增长，2017-2022 年，传统电气设备业务（智能电网变配用电、高低压开关及成套设备）营收规模从 7.73 亿元增长至 22.99 亿元，年复合增长率达 24.36%，为公司整体发展奠定了坚实的基础。

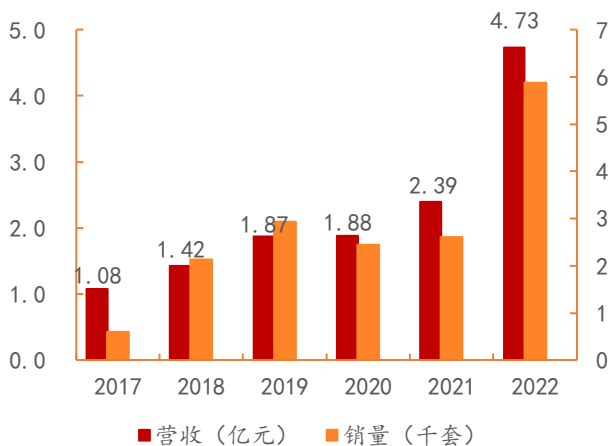
图 33 2017 & 2022 年传统电气设备业务（智能电网变配用电、高低压开关及成套设备）营收及增速



资料来源: wind, 首创证券

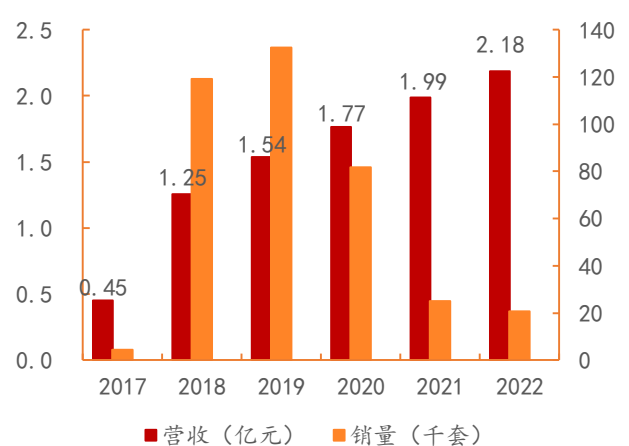
细分来看，智能电网变电设备、智能电网配电设备、高低压开关及成套设备营收均实现逐年增长；智能电网用电设备营收因 2017 年起市场竞争加剧，连续两年营收规模下降，但 2019 年智能电网用电设备业务触底回升，此后逐年稳定增长。

图 34 2017-2022 年智能电网变电设备营收（左轴）及销量（右轴）



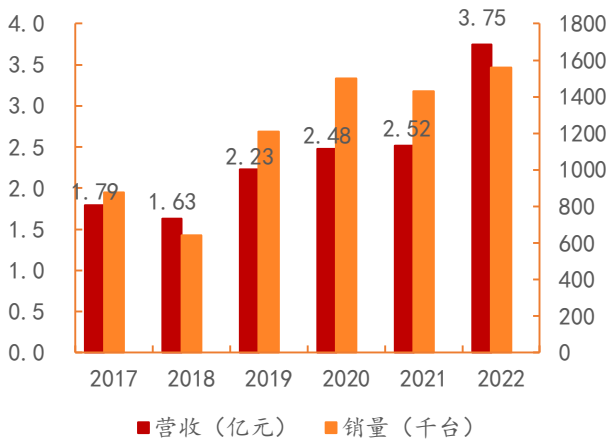
资料来源: wind, 首创证券

图 35 2017-2022 年智能电网配电设备营收（左轴）及销量（右轴）



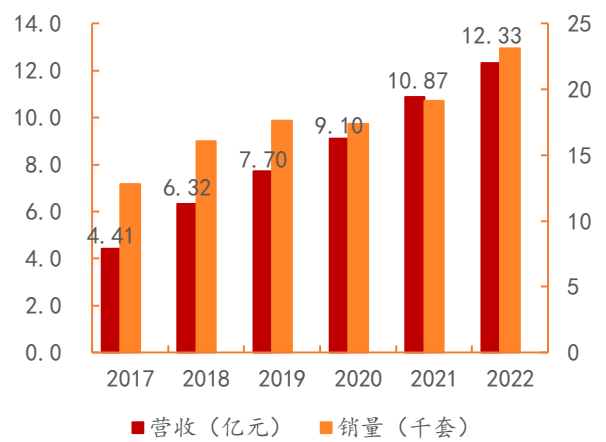
资料来源: wind, 首创证券

图 36 2017-2022 年智能电网用电设备营收（左轴）及销量（右轴）



资料来源: wind, 首创证券

图 37 2017-2022 年高低压开关及成套设备营收（左轴）及销量（右轴）



资料来源: wind, 首创证券

3.3 非电网行业客户丰富，渠道广、抗周期能力强

电网客户收入占比仅 3 成左右。公司电气设备产品除应用于电力系统外，也广泛应用于铁路、石化、市政建设、钢铁、煤炭等非电力行业。目前，公司电网客户收入占比 3 成左右，非电网客户占据大头，有助于平抑电网投资周期的影响，同时体现出公司产品能力强、行业经验丰富、渠道资源广。

KE-93XX 系列微机保护测控装置:适用于电力系统，及其他非电网行业。采用了国产芯片，提高了硬件系统的稳定性、可靠性；增加了灵活、完善的软件设计。适用于电力系统 110kV 及以下变电站、开闭所、配电室，该系列装置完成控制、保护、测量、通信、故障录波、事件记录、打印等功能。广泛应用于电力系统、公共交通、钢铁冶炼、煤矿化工、石油石化、管道输送、水利水电、光伏风能、航天航空等行业。

图 38 KE-93XX 系列微机保护测控装置（适用于电力系统，及其他非电网行业）



资料来源：公司官网，首创证券

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

营业收入基本假设：

1) **传统电气设备业务：**电气设备为公司的基石业务，预计营收保持稳健增长，且由于电网投资向配用侧倾斜，预计公司智能电网配电设备、智能电网用电设备营收增速高于其他业务。

细分来看，预计 2023-2025 年，智能电网变电业务、高低压开关及成套设备营收增速分别为 20%、20%、20%；智能电网用电设备业务增速分别为 25%、30%、30%；智能电网配电业务增速为 30%、35%、35%。

2) **新能源业务：**由于公司 22-23 年公司中标分布式光伏 EPC 项目 7.4 亿元，22 年仅确认极少部分收入，预计大部分将于 23 年确认收入，故预计 23 年新能源营收实现极高速增长。

细分来看，预计 2023-2025 年，分布式光伏业务（含 EPC）营收分别为 6.5、8.0、9.0 亿元；充电桩业务营收分别为 1.3、2.0、2.6 亿元；储能及其他业务营收分别为 0.4、0.8、1.4 亿元。

毛利率假设：

1) **传统电气设备业务：**随着疫情负面影响逐渐消除，预计公司传统电气设备毛利率有所提升。细分来看，预计 2023-2025 年，高低压开关及成套设备毛利率分别为：20%、21%、22%；智能电网用电设备毛利率保持在 39%左右；智能电网变电设备毛利率分别为 27%、28%、28%；智能电网配电设备毛利率维持在 29%左右。

2) 新能源业务: 随着分布式光伏 EPC 占比提高, 预计新能源业务毛利率相较 2022 年略有下降, 假设 2023-2025 年, 新能源业务毛利率均为 12% 左右。

费用率假设:

随着公司业务规模逐渐扩大, 而费用得到有效控制, 预计公司销售费用率及管理费用率将稳中略升, 假设 2023-2025 年销售费用率分别为 6.2%、6.3%、6.3%, 管理费用率分别为 3.5%、3.6%、3.6%。公司始终重视自主研发, 假设 2023-2025 年研发费用率逐步提升, 分别为 5.0%、5.2%、5.4%。

表 7 2023-2025 年盈利预测

	2023E	2024E	2025E
高低压开关及成套设备			
收入 (亿元)	14.80	17.76	21.31
YOY (%)	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	20.00%	21.00%	22.00%
智能电网用电设备			
收入 (亿元)	4.69	6.09	7.92
YOY (%)	25.00%	30.00%	30.00%
毛利率 (%)	39.00%	39.00%	39.00%
智能电网变电设备			
收入 (亿元)	5.67	6.81	8.17
YOY (%)	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	27.00%	28.00%	28.00%
智能电网配电设备			
收入 (亿元)	2.84	3.83	5.17
YOY (%)	30.00%	35.00%	35.00%
毛利率 (%)	29.00%	29.00%	29.00%
新能源			
分布式光伏 (含 EPC)	6.50	8.00	9.00
充电桩	1.30	2.00	2.60
储能及其他	0.40	0.80	1.40
收入 (亿元)	8.20	10.80	13.00
YOY (%)	470.95%	31.71%	20.37%
毛利率 (%)	12.00%	12.00%	12.00%
合计			
收入 (亿元)	37.97	47.24	57.72
YOY (%)	44.78%	24.42%	22.18%
毛利率 (%)	22.34%	22.88%	23.48%

资料来源: wind, 首创证券测算

4.2 估值与投资建议

我们预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 37.97、47.24、57.72 亿元, 归母净利润分别为 2.10、2.67、3.32 亿元, 对应 EPS 分别为 0.93、1.18、1.46 元。根据公司业务布局, 选取传统电气设备公司、布局新能源的公司以及 EPC 公司进行比较。传统电气设备公司: 许继电气和平高电气主要产品覆盖发电、输电、配电、用电等环节, 与公司传统电气设备业务具备可比性。

布局新能源的公司：选取新风光及金盘科技作为可比公司，两者均在新能源业务上有布局，从应用场景上与科林电气有一定相似性。EPC 公司：泽宇智能，与公司 EPC 业务具有可比性。选取以上五家公司作为可比公司，公司估值均低于可比公司平均水平。给予公司 2023 年 30 倍 PE 倍数，对应估值 63.07 亿元，对应目标价 27.77 元。维持“买入”评级。

表 8 可比公司估值比较 (PE 法)

	代码	名称	股价 (元)	EPS			PE		
				2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
传统电力设备公司	000400.SZ	许继电气	23.16	0.97	1.38	1.62	24	17	14
	600312.SH	平高电气	12.22	0.42	0.62	0.80	29	20	15
	688663.SH	新风光	33.85	0.94	1.47	2.05	36	23	17
布局新能源的公司 EPC公司	688676.SH	金盘科技	30.4	0.77	1.19	1.87	40	25	16
	301179.SZ	泽宇智能	33.45	1.30	1.71	2.19	26	20	15
		平均值					31	21	16
	603050.SH	科林电气	16.79	0.93	1.18	1.46	18	14	11

资料来源：Wind，首创证券，注：股价为 2023 年 7 月 14 日收盘价，可比公司 EPS 及 PE 为 2023 年 7 月 14 日 wind 一致预期

5 风险提示

市场竞争加剧的风险。当前，智能电网建设正处于态势变革、加速调整阶段，市场竞争将逐渐加剧，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，经营业绩将受到不利影响。

电网投资不及预期的风险。公司营收中有 3 成左右来自电网客户收入，公司产品市场需求与我国电力行业发展具有一定相关性，若电网投资不及预期，公司产品需求将受到一定影响。

新能源业务拓展不及预期的风险。公司于 2022 年起中标多个分布式光伏 EPC 项目，充电桩业务也逐渐拓展，若这些新能源业务拓展不及预期，公司整体增长将受到一定影响。

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2022	2023E	2024E	2025E		2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	3608.2	4525.5	5570.3	6801.5	经营活动现金流	-314.6	-9.0	24.6	80.6
现金	706.1	490.4	564.8	706.1	净利润	114.4	210.2	267.0	331.9
应收账款	1306.2	1707.4	2124.3	2595.4	折旧摊销	46.0	62.3	80.2	96.8
其它应收款	37.4	54.1	67.4	82.3	财务费用	38.5	63.9	71.6	91.8
预付账款	53.9	78.8	97.3	118.0	投资损失	-0.3	-60.0	-60.0	-60.0
存货	1109.3	1622.3	2004.3	2429.6	营运资金变动	-506.3	-344.3	-395.9	-451.0
其他	239.9	347.4	432.2	528.1	其它	-12.2	49.0	49.2	55.5
非流动资产	1068.0	1200.5	1315.0	1525.6	投资活动现金流	-82.9	-134.8	-134.8	-247.4
长期投资	27.1	27.1	27.1	27.1	资本支出	-141.0	-193.9	-193.9	-306.5
固定资产	705.1	975.8	1227.2	1458.5	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	175.3	150.9	128.1	106.9	其他	58.1	59.1	59.1	59.1
其他	10.5	10.5	10.5	10.5	筹资活动现金流	544.2	-71.9	184.6	308.0
资产总计	4676.2	5725.9	6885.3	8327.1	短期借款	0.0	0.0	287.2	435.5
流动负债	2036.8	2844.0	3754.9	4885.1	长期借款	617.1	-40.4	-10.0	-9.0
短期借款	0.0	0.0	287.2	722.7	其他	2.2	32.4	-21.0	-26.7
应付账款	841.0	1229.8	1519.4	1841.8	现金净增加额	146.7	-215.6	74.4	141.2
其他	90.7	132.7	163.9	198.7	主要财务比率	2022E	2023E	2024E	2025E
非流动负债	1254.0	1244.0	1234.0	1225.0	成长能力				
长期借款	1141.6	1131.6	1121.6	1112.6	营业收入	28.6%	44.8%	24.4%	22.2%
其他	112.4	112.4	112.4	112.4	营业利润	34.4%	88.1%	28.6%	25.4%
负债合计	3290.8	4088.0	4988.9	6110.1	归属母公司净利润	29.1%	83.7%	27.0%	24.3%
少数股东权益	25.1	34.9	47.4	62.8	获利能力				
归属母公司股东权益	1360.3	1603.0	1849.0	2154.2	毛利率	23.1%	22.3%	22.9%	23.5%
负债和股东权益	4676.2	5725.9	6885.3	8327.1	净利率	4.4%	5.5%	5.7%	5.8%
利润表 (百万元)	2022E	2023E	2024E	2025E	ROE	8.4%	13.1%	14.4%	15.4%
营业收入	2622.6	3797.1	4724.2	5771.9	ROIC	5.3%	9.5%	9.9%	10.2%
营业成本	2016.5	2949.0	3643.3	4416.5	偿债能力				
营业税金及附加	18.5	26.8	33.3	40.7	资产负债率	70.4%	71.4%	72.5%	73.4%
营业费用	166.3	235.4	297.6	363.6	净负债比率	25.3%	19.9%	20.6%	22.2%
研发费用	128.4	189.9	245.7	311.7	流动比率	1.77	1.59	1.48	1.39
管理费用	93.0	132.9	170.1	207.8	速动比率	1.23	1.02	0.95	0.89
财务费用	30.5	63.9	71.6	91.8	营运能力				
资产减值损失	-80.1	-20.0	-15.0	-14.0	总资产周转率	0.56	0.66	0.69	0.69
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	1.85	2.24	2.18	2.16
投资净收益	38.0	60.0	60.0	60.0	应付账款周转率	1.55	1.77	1.65	1.63
营业利润	127.2	239.3	307.7	385.8	每股指标(元)				
营业外收入	5.6	5.6	5.6	5.6	每股收益	0.71	0.93	1.18	1.46
营业外支出	0.8	0.8	0.8	0.8	每股经营现金	-1.94	-0.04	0.11	0.35
利润总额	132.1	244.1	312.5	390.6	每股净资产	8.39	7.06	8.14	9.49
所得税	12.3	24.1	33.0	43.2	估值比率				
净利润	119.8	220.0	279.5	347.4	P/E	23.8	18.1	14.3	11.5
少数股东损益	5.3	9.8	12.5	15.5	P/B	2.00	2.38	2.06	1.77
归属母公司净利润	114.4	210.2	267.0	331.9	EV/EBITDA	19.20	10.74	8.54	6.83
EBITDA	204.4	365.5	459.5	574.4					
EPS (元)	0.71	0.93	1.18	1.46					

分析师简介

翟炜，北京大学硕士，曾就职于中科院信工所，方正证券、国金证券等，2021年5月加入首创证券，负责计算机、通信等行业研究。

傅梦欣，新加坡南洋理工大学硕士，西南财经大学双学士，2022年3月加入首创证券，主要覆盖信创、能源 IT、数据要素等领域。

分析师声明

本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者将对报告的内容和观点负责。

免责声明

本报告由首创证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告所在资料的来源及观点的出处皆被首创证券认为可靠，但首创证券不保证其准确性或完整性。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，首创证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告所载的信息、材料或分析工具仅提供给阁下作参考用，不是也不应被视为出售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。该等信息、材料及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，首创证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

首创证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。首创证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。首创证券的自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

在法律许可的情况下，首创证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到首创证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

本报告的版权仅为首创证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准		
投资评级分为股票评级和行业评级	股票投资评级	买入 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	增持	相对沪深 300 指数涨幅 5%-15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅 -5%-5%之间
	减持	相对沪深 300 指数跌幅 5%以上
2. 投资建议的评级标准	行业投资评级	看好 行业超越整体市场表现
报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准	中性	行业与整体市场表现基本持平
	看淡	行业弱于整体市场表现