

苏文电能 (300982.SZ)

电能 EPCO 成长龙头，智能运维极具潜力

EPCO 一站式供用电服务商，持续高质量快速成长。公司在电力设计行业深耕多年，将电力设计成功向后端延伸，当前已成为国内集设计咨询（E）、设备服务（P）、安装建设（C）以及智能运维（O）为一体的大型一站式供用电服务商。公司立足常州，深耕江苏省内市场，逐步向全国扩张。近年来公司财务表现亮眼，2018-2020 年实现营收增长 42%/48%/38%，归母净利润增长 37%/91%/87%，且毛利率、归母净利率、ROE 均显著高于同行，负债率明显低于同行，现金流表现优异，盈利质量较高。

我国电力投资长期稳定增长，新能源与智能化发展潜力巨大。近年来我国全社会发电量、用电量、以及电力投资总规模均保持稳定增长态势，其中配电网建设速度明显高于电网建设整体。国家能源局预计十四五末我国可再生能源发电装机占我国电力总装机的比例将超过 50%（较当前提升约 8 个 pct），未来我国电力投资需求仍较为充足。电力勘察设计行业在总承包模式推动下收入快速增长，近 5 年 CAGR 约 17%，未来随着国内配电网建设持续推进、能源结构加速转变，叠加电力行业市场化程度持续提升，电力总包企业有望获更广阔市场机遇。同时在“双碳”目标下，能够为用户提供安全、经济、绿色服务的智能用电行业也有望迎快速增长。

EPCO 构筑核心优势，优质大客户丰富，云平台夯实运维优势。公司竞争优势主要体现在三方面：**1) EPCO 全产业链服务能力**，该一体化服务能力可明显缩短项目工期、优化方案、降低成本、提升项目质量管控，并保障运维环节安全，以提升客户粘性。**2) 大客户资源丰富**，公司与国家电网、大型工业企业、龙头房企等保持着长期稳定合作，伴随大客户业务多地扩张，持续获取优质订单。**3) 能源互联网平台**，公司打造的“富兰克林”SaaS 平台功能完备、应用广泛，当前已接入近 1300 家工商企业客户，对客户具有较强粘性，助力公司“线上+线下”智能化运维业务加快成长。

未来公司有望通过三方面持续成长：1) 异地扩张：公司异地扩张能力突出，2017-2019 年公司中标市外项目 243/431/455 个，省外项目 45/49/103 个，当前公司持续加大上海基地建设，未来有望以常州为省内基地，上海为全国基地，加快省内省外市场同步开拓。**2) 运维放量：**在“双碳”目标下，工业企业对于节能降耗、智能用电需求持续提升，公司运维业务可持续性较强，随着 EPCO 业务不断开拓，公司在管运营项目有望持续放量，提升中长期盈利可持续性。**3) 平台推广：**公司“电能侠”企业端智能用电服务平台已初具规模，未来公司有望通过与外部电力企业合作、加大渠道建设力度，吸引更多第三方客户使用，加速能源互联网业务开拓。

投资建议：我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.4/4.8/6.7 亿元，同比增长 42%/41%/40%，EPS 分别为 2.41/3.40/4.76 元，2019-2022 年 CAGR 为 41%，当前股价对应 PE 为 17/12/9 倍，考虑到公司 EPCO 模式优势突出，成长性优异，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：电力行业竞争加剧风险，行业政策落地不及预期风险，核心人才流失风险，区域市场开拓风险，新业务开拓风险等。

财务指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	990	1,369	1,937	2,705	3,754
增长率 yoy (%)	48.3	38.2	41.5	39.7	38.8
归母净利润（百万元）	127	237	338	477	668
增长率 yoy (%)	90.9	86.5	42.3	41.1	40.0
EPS 最新摊薄（元/股）	0.91	1.69	2.41	3.40	4.76
净资产收益率 (%)	26.6	33.2	21.7	23.7	25.1
P/E（倍）	45.2	24.2	17.0	12.1	8.6
P/B（倍）	12.0	8.0	3.7	2.9	2.2

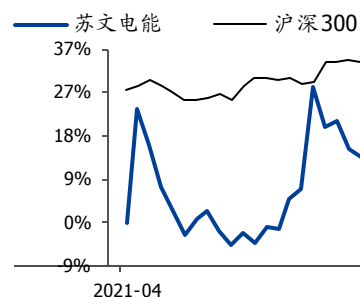
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 5 月 28 日收盘价

买入（首次）

股票信息

行业	装修装饰
5 月 28 日收盘价(元)	41.02
总市值(百万元)	5,755.86
总股本(百万股)	140.32
其中自由流通股(%)	23.71
30 日日均成交量(百万股)	9.65

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

分析师 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

相关研究

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	859	1398	2521	3060	4144	营业收入	990	1369	1937	2705	3754
现金	276	501	1224	1522	1989	营业成本	701	961	1358	1894	2625
应收票据及应收账款	409	707	920	1201	1580	营业税金及附加	5	9	8	12	18
其他应收款	11	18	23	34	45	营业费用	24	32	46	64	84
预付账款	32	22	55	52	96	管理费用	59	50	70	96	131
存货	127	52	201	152	337	研发费用	35	48	67	93	129
其他流动资产	4	98	98	98	98	财务费用	-1	-1	-7	-14	-15
非流动资产	107	121	177	247	323	资产减值损失	0	-1	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	4	23	0	0	0
固定资产	83	79	125	192	265	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	11	14	15	14	14	投资净收益	0	1	0	-1	0
其他非流动资产	13	28	37	41	43	资产处置收益	1	0	0	0	0
资产总计	966	1519	2698	3306	4466	营业利润	149	271	394	559	782
流动负债	465	783	1121	1270	1785	营业外收入	2	6	3	3	4
短期借款	2	2	2	2	2	营业外支出	1	0	0	0	0
应付票据及应付账款	278	444	575	847	1124	利润总额	151	277	396	562	785
其他流动负债	185	337	543	421	659	所得税	23	40	58	85	117
非流动负债	22	20	20	20	20	净利润	127	237	338	477	668
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	22	20	20	20	20	归属母公司净利润	127	237	338	477	668
负债合计	487	803	1141	1291	1805	EBITDA	154	274	384	542	764
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元/股)	0.91	1.69	2.41	3.40	4.76
股本	105	105	140	140	140	主要财务比率					
资本公积	149	149	669	669	669	会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
留存收益	225	462	781	1225	1835	成长能力					
归属母公司股东权益	479	716	1556	2016	2661	营业收入 (%)	48.3	38.2	41.5	39.7	38.8
负债和股东权益	966	1519	2698	3306	4466	营业利润 (%)	92.1	81.6	45.2	42.0	39.8
现金流量表 (百万元)						归属母公司净利润 (%)	90.9	86.5	42.3	41.1	40.0
会计年度	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	获利能力					
经营活动现金流	66	253	284	393	580	毛利率 (%)	29.2	29.8	29.9	30.0	30.1
净利润	127	237	338	477	668	净利率 (%)	12.9	17.3	17.4	17.6	17.8
折旧摊销	12	11	13	21	31	ROE (%)	26.6	33.2	21.7	23.7	25.1
财务费用	-1	-1	-7	-14	-15	ROIC (%)	25.0	31.3	20.3	21.9	23.4
投资损失	0	-1	0	1	0	偿债能力					
营运资金变动	-106	-16	-61	-92	-104	资产负债率 (%)	50.4	52.9	42.3	39.0	40.4
其他经营现金流	34	22	0	0	0	净负债比率 (%)	-57.0	-69.7	-78.5	-75.4	-74.6
投资活动现金流	-8	-20	-70	-91	-107	流动比率	1.8	1.8	2.2	2.4	2.3
资本支出	9	13	57	69	76	速动比率	1.5	1.6	1.9	2.2	2.0
长期投资	0	-8	0	0	0	营运能力					
其他投资现金流	1	-14	-14	-22	-31	总资产周转率	1.2	1.1	0.9	0.9	1.0
筹资活动现金流	-6	2	509	-3	-6	应收账款周转率	3.0	2.5	2.4	2.6	2.7
短期借款	-1	1	0	0	0	应付账款周转率	3.1	2.7	2.7	2.7	2.7
长期借款	0	0	0	0	0	每股指标 (元)					
普通股增加	0	0	35	0	0	每股收益 (最新摊薄)	0.91	1.69	2.41	3.40	4.76
资本公积增加	15	0	520	0	0	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.47	1.80	2.02	2.80	4.13
其他筹资现金流	-19	1	-46	-3	-6	每股净资产 (最新摊薄)	3.41	5.10	11.09	14.36	18.97
现金净增加额	53	235	723	298	466	估值比率					
						P/E	45.2	24.2	17.0	12.1	8.6
						P/B	12.0	8.0	3.7	2.9	2.2
						EV/EBITDA	35.6	19.2	11.8	7.8	4.9

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 5 月 28 日收盘价

内容目录

1. 公司概况：快速成长的 EPCO 一站式供用电服务商	5
1.1. 公司历史沿革及股权结构	5
1.2. 深耕电力市场，依托电力设计优势打造 EPCO 全产业链布局	6
1.3. 营收业绩快速增长，且盈利质量较高	10
2. 行业分析：电力投资长期稳定增长，新能源与智能化潜力巨大	14
2.1. 电力投资稳定增长，清洁能源占比持续提升	14
2.2. “双碳”目标下智能用电需求提升	17
2.3. 竞争格局：区域化特征明显，近年来市场化程度不断提高	18
3. 竞争优势：模式独特、大客户丰富、云平台助力运维发展	20
3.1. 集成模式：具备业内稀缺的 EPCO 一站式专业服务能力	20
3.2. 客户资源：与大客户长期稳定高质量合作	22
3.3. 能源互联网平台：“富兰克林”SaaS 平台强化运维优势	23
4. 未来增长点：全国化市场开拓，智能运维持续放量	24
4.1. 异地扩张：省内及全国化业务持续开拓	24
4.2. 运维放量：运维业务有望加速，提升中长期盈利稳定性	25
4.3. 平台推广：能源互联网平台与第三方合作共拓市场	26
5. 盈利预测、估值与投资建议	27
5.1. 盈利预测	27
5.2. 估值与投资建议	28
6. 风险提示	29

图表目录

图表 1: 公司历史沿革	5
图表 2: 公司股权结构	5
图表 3: 公司历年主营收入业务构成	6
图表 4: 公司历年主营收入区域构成	6
图表 5: 公司设计业务逐步向省外扩张	6
图表 6: 公司 EPCO 一体化业务布局	7
图表 7: 公司电力咨询设计业务服务范围	7
图表 8: 公司电力设计咨询业务部分案例	8
图表 9: 公司电力工程建设业务部分案例	8
图表 10: 公司主要电力设备产品	9
图表 11: 公司智能用电服务业务部分产品	9
图表 12: 公司历次资质变迁图	10
图表 13: 公司历年营收及同比增速	10
图表 14: 公司历年归母净利润及同比增速	10
图表 15: 公司期间费用率与可比公司对比	11
图表 16: 公司各项费用率变动趋势	11
图表 17: 公司毛利率与可比公司对比	11
图表 18: 公司归母净利率与可比公司对比	11
图表 19: 公司分业务毛利率变动趋势	12

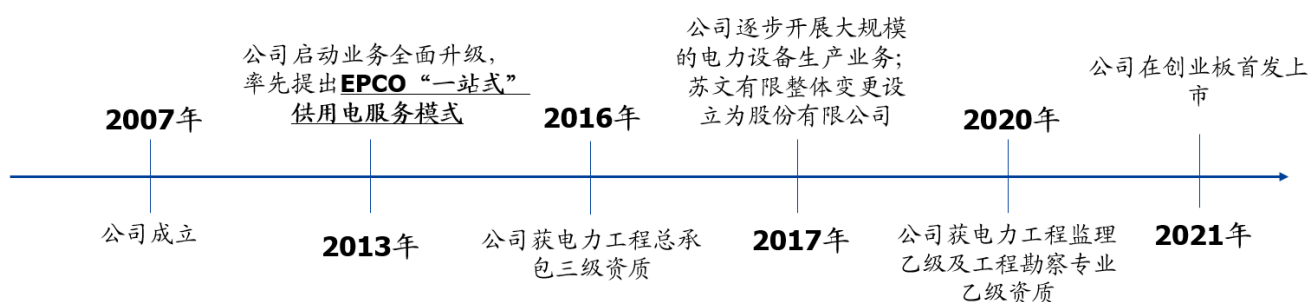
图表 20: 公司 ROE 与可比公司对比.....	12
图表 21: 公司资产负债率与可比公司对比.....	12
图表 22: 公司 ROE 杜邦拆解分析 (金额单位: 亿元)	12
图表 23: 公司有息资产负债率与可比公司对比.....	13
图表 24: 公司经营现金流变动趋势.....	13
图表 25: 全国发电量及增速.....	14
图表 26: 全国用电量及增速.....	14
图表 27: 全国电力基本建设投资.....	15
图表 28: 电网基本建设投资.....	15
图表 29: 电源基本建设投资.....	15
图表 30: GIH 预测中国未来基建各细分领域按照目前趋势投资额与潜在总需求额 (亿美元)	16
图表 31: 光伏装机累计容量.....	16
图表 32: 风电装机累计容量.....	16
图表 33: 电力勘测设计行业营业收入.....	17
图表 34: 电力勘测设计行业新签合同.....	17
图表 35: 智能电网投资估算.....	17
图表 36: 全国电力工程设计行业竞争情况.....	19
图表 37: 江苏省内电力工程及设计企业资质分布.....	19
图表 38: 我国近年来推动 EPC 系列政策.....	20
图表 39: 公司 EPCO 囊括的产业链.....	21
图表 40: 公司承接的部分有代表性的一站式 (EPCO) 服务项目.....	22
图表 41: 公司各业务方向 2019 年前五大客户及占比、毛利率、合作历史情况.....	22
图表 42: 公司各类型客户 2019 年营收占比.....	23
图表 43: 公司“富兰克林云”手机端应用界面.....	24
图表 44: 公司 2017-2019 年常州市外中标项目数.....	24
图表 45: 公司 2017-2019 年江苏省外中标项目数.....	24
图表 46: 公司省外业务拓展地区及近三年累计收入情况.....	25
图表 47: 公司智能用电服务业务营收情况.....	25
图表 48: 公司能源互联网平台企业端供用电信息化运营服务平台业务架构.....	27
图表 49: 公司营收毛利拆分预测表.....	28
图表 50: 可比 A 股公司估值表.....	29

1. 公司概况：快速成长的 EPCO 一站式供用电服务商

1.1. 公司历史沿革及股权结构

公司成立于 2007 年 4 月，早期定位技术性电力设计公司，2013 年公司提出电力“EPCO”全产业链服务理念，后续逐步形成了以电力咨询设计、电力工程建设业务为核心，电力设备供应为支撑，以智能用电服务业务引领未来发展的一站式电力服务业务体系。公司拥有涉及多个细分行业的、较为全面的业务资质，技术人才储备丰富，业务布局立足江苏、面向全国，现已拓展至上海、安徽、浙江、山东、湖南等多个省市，在夯实区域化竞争优势的同时逐步向全国性电力勘察设计服务企业转变。

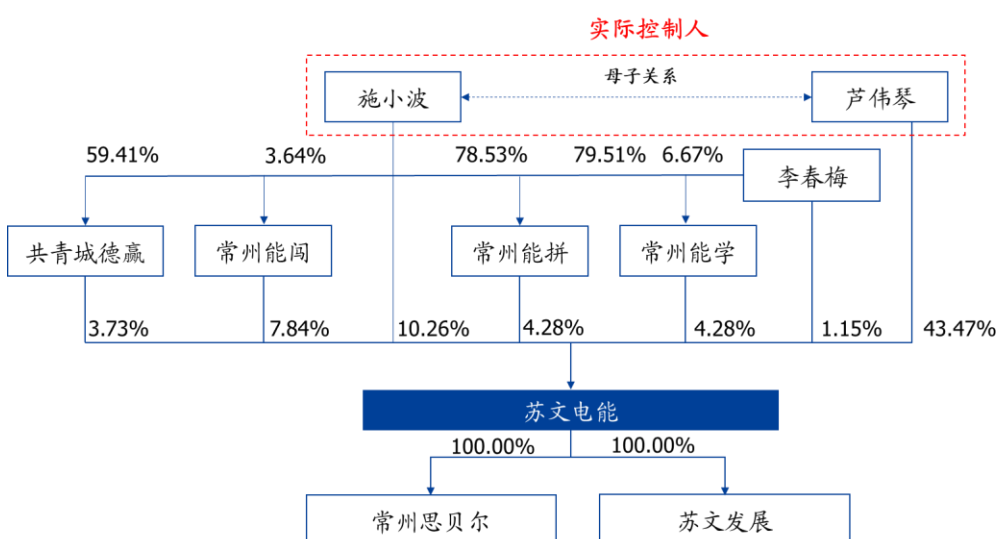
图表 1：公司历史沿革



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

截至 2021 年 4 月 27 日，公司实控人为施小波和芦伟琴形成的一致行动人。第一大股东芦伟琴持有公司 43.47% 的股份，施小波持有 10.26% 股份，两人为母子关系，共同持股 53.73% 公司股份。

图表 2：公司股权结构



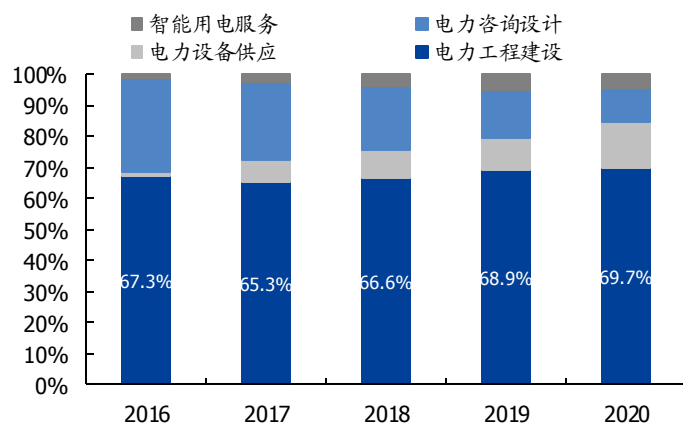
资料来源：公司公告，国盛证券研究所

1.2. 深耕电力市场，依托电力设计优势打造 EPCO 全产业链布局

C 端业务贡献主要收入，P 端及 O 端业务占比持续提升。业务构成上，电力工程建设（C 端）为公司核心收入来源，2020 年占总营收的比例为 69.7%，呈逐年增长态势。电力咨询设计业务（E 端）占比逐年下降，近三年占比分别为 20.8%/15.5%/10.6%，主要系“设计带动施工”的产业链延伸模式下，C 端业务快速发展，成为业务增长重要引擎。随公司 EPCO 业务体系逐步完善，电力设备供应（P 端）及智能用电（O 端）业务规模同样逐步扩张，2020 年占总营收的比例分别为 15.1%/4.5%，相较 2016 年分别提升 13.8/3.5 个 pct。

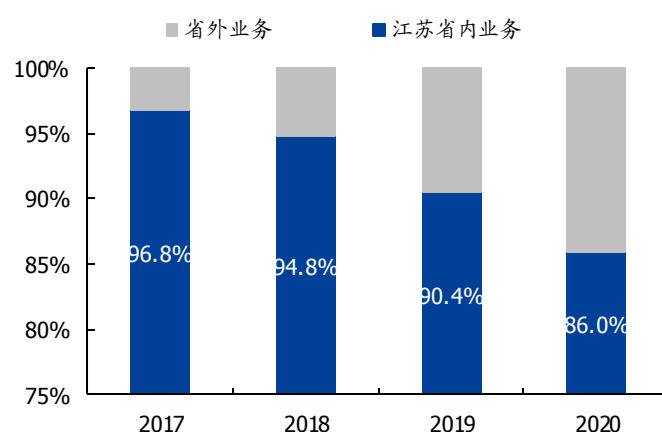
立足江苏省内市场，省外开拓稳步推进。公司自创立以来持续深耕江苏核心市场领域，稳固区域市场地位的同时借助 EPCO 全产业链的差异化竞争优势，不断加大重点市场的开拓力度，逐步将业务区域延伸至上海、安徽、浙江、山东、湖南等多个省市。2017 年-2020H1，江苏省内营收占主营业务收入的比例分别为 96.8%/94.8%/90.4%/86.0%，预计在全国市场持续开拓下未来占比将进一步减小。

图表 3: 公司历年主营收入业务构成



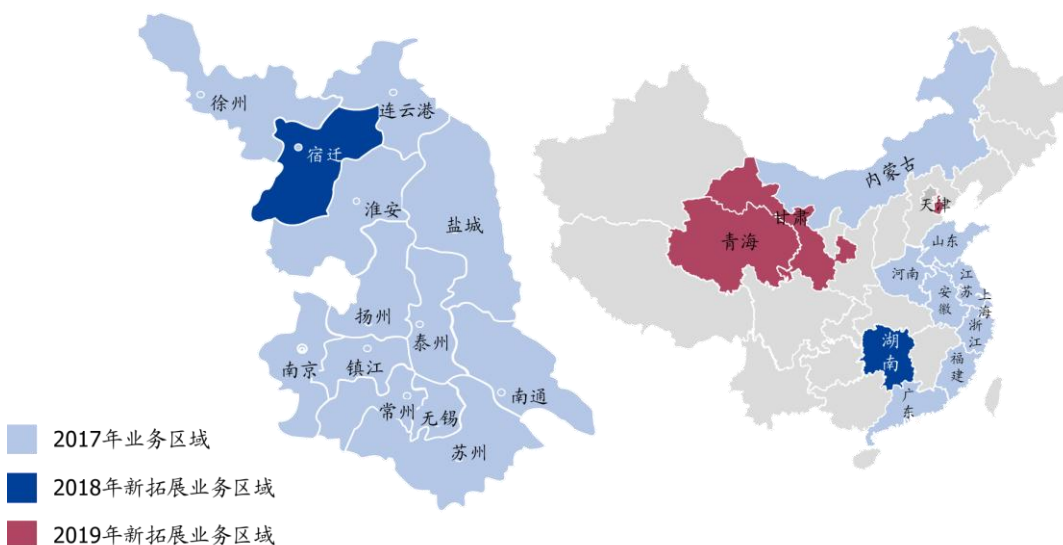
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 4: 公司历年主营收入区域构成



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

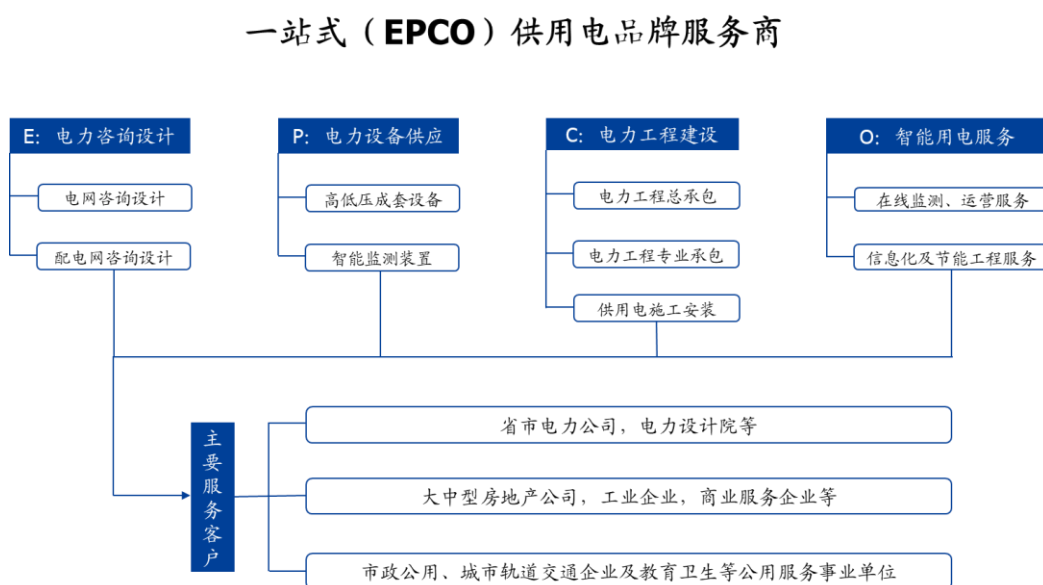
图表 5: 公司设计业务逐步向省外扩张



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

从业务模式看，公司的发展可划分为以下三个阶段：1）初创期（2007-2013 年），公司成立之初主要承接电力咨询设计业务，在多年发展下逐步成为了江苏省内最大的民营电力咨询设计机构，但单一业务链条下公司的发展和盈利空间受到较大限制，因此在 2013 年，公司创始人提出集咨询设计（E）、电力设备服务（P）、安装建设（C）、智能运营维护（O）为一体的“一站式”供用电服务模式。2）探索期（2014-2015 年），在 EPCO 的战略引领下，公司逐步延伸电力咨询设计服务产业链，壮大设计业务的同时开展电力工程建设业务，并开始筹划电力设备供应及智能用电服务，由纯设计企业向一站式供用电提供商转变。3）快速发展期（2016 年-至今），公司 EPCO 全产业链服务模式日趋完善，大型项目承接能力进一步增强，产业链各环节业务快速发展，形成了以“工程建设、咨询设计”为柱，“设备供应、智能用电服务”为梁的 EPCO 一体化业务布局。

图表 6：公司 EPCO 一体化业务布局



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

1) 电力咨询设计：经十余年发展，公司在电力咨询设计方面积累了丰富的设计经验，与省市级电力公司、大型房地产企业、工业企业及新能源发电企业等客户建立了良好的合作关系，具有工程设计电力行业（送电工程、变电工程、新能源发电）专业乙级资质及建筑智能化系统设计专项乙级资质。业务范围涵盖电网及配电网的咨询设计，承接或参与了江苏、上海、安徽、浙江、山东等地多处 220kV 输变电工程或 110kV 输变电工程设计项目，为雅居乐、绿地、融创、绿城、路劲等品牌房企地产项目及中航锂电、星宇股份等国内外大型工业企业的配网工程项目提供了咨询设计服务。

图表 7：公司电力咨询设计业务服务范围

类型	服务内容
电网咨询设计	为 35kV ~ 220kV 国家电网输变电工程建设、变电站增容改造、输电线路维修改造、区域性电网加强以及工业、商业等用户电力工程建设项目提供从项目立项至竣工验收送电的全过程技术服务。
配电网咨询设计	为 20kV 及以下城市及农村配电网工程，房地产开发企业、工业企业、商业服务企业等用户端电力工程以及光伏发电、储能电站、充电站（桩）、微电网在内的电力建设工程提供从项目立项至竣工验收送电的全过程技术服务。

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

图表 8: 公司电力设计咨询业务部分案例



南通东郊220kV输变电工程设计



南京尧化门220kV输变电工程设计



连云港大浦110kV输变电工程设计



申联环保(泰兴)110kV
变电站工程设计



常州地铁1/2号线110kV变电站设计



常州大学西太湖校区配电工程设计

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

2) 电力工程建设: 公司电力工程建设业务主要以 220kV 及以下电压等级工程总承包、110kV 及以下电压等级送变电工程专业承包和供用电施工安装业务构成, 覆盖电力项目管理、电力安装、电力检修、电气试验等多项服务。

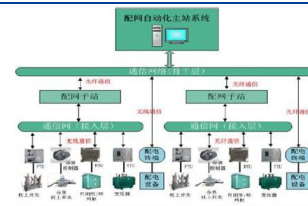
图表 9: 公司电力工程建设业务部分案例



诺贝丽斯(中国)35/20kV
变电站工程



车和进标准厂房10kV变电所工程



配网自动化工程



淮海工学院配电工程施工
和设施安装项目



世茂地产暨阳湖苑配电工程



路劲地产城市印象三期配电工程

资料来源: 招股说明书, 国盛证券研究所

3) 电力设备供应业务: 电力设备供应业务属公司一站式电力服务业务体系的重要支撑环节, 相关设备产品均已通过 3C 强制认证或国家认定检测中心的型式试验。业务范围除设备供应外还涵盖设备升级优化、生命周期管理、用电设备方案优化等。

图表 10: 公司主要电力设备产品

类别	产品外观	产品名称	产品功能	用途
高低压成套设备		中置柜/箱式变电站/开关柜/电缆分接箱/ SVG 动态无功补偿装置	将各式配电、电源及控制电器等元器件进行组装，以柜体形式直接应用于电力系统的配电环节，实现电路通断控制、故障保护、电能分配等功能的集成	广泛应用于民用住宅、商业建筑、综合楼宇、工业设施等配电系统领域
智能监测装置		多功能仪表/通讯管理机	实现对常用电力参数及整个变配电自动化系统现场的信息收集和输出	广泛应用于变电所（站）、调度站以及企业端供用电系统的自动化应用现场，满足电能质量监控、电能计量和管理需求

资料来源：招股说明书，国盛证券研究所

4) 智能用电服务: 公司智能用电服务业务主要服务于工业、商业、公共事业等企业端用电环节。针对企业端用电环节体量大、管理粗放等特点，公司自主研发了企业端供用电信息化运营服务平台，并根据企业个性化需求为客户提供在线监测、节能改造、线下运维等线上和线下相结合的供用电系统综合运营服务。

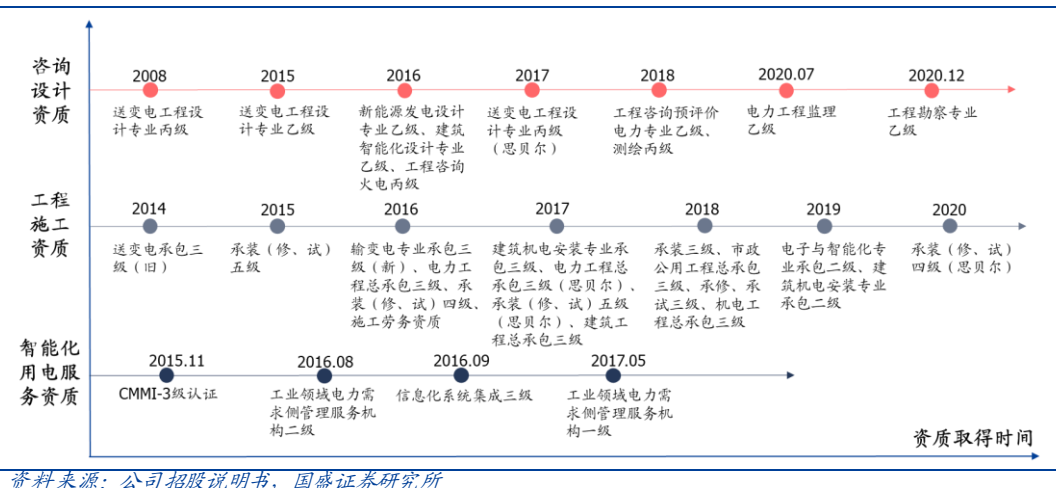
图表 11: 公司智能用电服务业务部分产品

方案类型	具体功能
EIS 系列智能微电网解决方案	提供用电端变电站完整解决方案，为客户提供设计、安装、监控、运维一站式服务，可实现用户端变电站的无人值守。
EMS 系列建筑能耗解决方案	为商业建筑提供完整的电能管理解决方案，运维人员可以通过系统软件提供的信息进行电力运行监控，减少故障停电并优化设备运行，分析电能质量和可靠性，进行快速报警响应，避免严重事故发生，保障供用电系统安全、可靠、高效运行。
ISCS 系列智能社区解决方案	以提高运营效率、节能减排、提高公共安全应急联动为宗旨，构建遵循 ITIL 标准的业务运维管理，也可构建生命周期的资产管理，是楼宇智能化、运维一体化的最佳解决方案。
水电远程预付费管理系统	采用一户一表的方案，代替人工抄表，为商业用户、商场、学生宿舍提供实时用电数据，实现整个商户用电用水的智能化管理。
安全用电监测预警解决方案	统通过物联网技术对电气引发火灾的主要因素进行不间断的数据跟踪与统计分析，实时发现电气线路和用电设备存在的安全隐患，有效防止电气火灾的发生。
售电云管理系统（ECS）	为售电企业提供售电和购电合同管理、负荷预测和实时跟踪、交易分析、结算管理等功能，为售电客户提供用电申报、查询合同和结算结果等功能。

资料来源：公司官网，国盛证券研究所

业务资质持续丰富。在设计领域，公司拥有电力行业专业乙级资质，隶属行业第二梯队，可承担资质范围内电力设计和施工任务，行业第三梯队主要由丙级民营电力涉及企业构成，主从附加值较低的电力勘察设计业务。在其他业务领域，公司具有电力工程施工总承包三级、机电工程施工总承包三级、工业领域电力需求侧管理服务机构（一级）等多项资质，覆盖设计、建设、供应、服务各产业链环节，保障公司一体化供用电服务的开展。

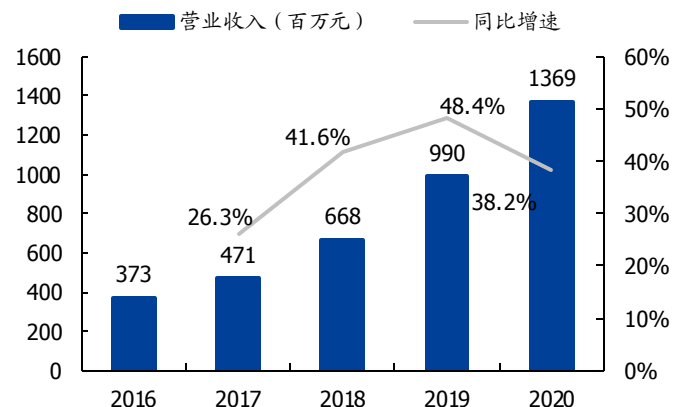
图表 12: 公司历次资质变迁图



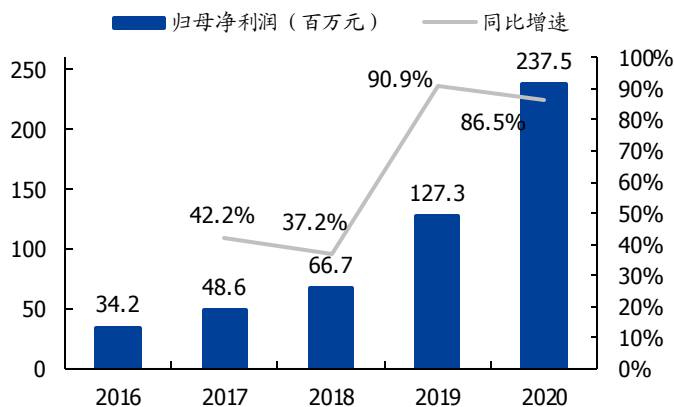
1.3. 营收业绩快速增长，且盈利质量较高

近年来公司营收与业绩均保持较高增速。2016年以来，公司 EPCO 业务体系日趋完善，在保持电力设计业务稳健增长的同时实现电力工程建设、设备供应及智能服务业务的快速增长，带动总营收同比大增。2020 年，公司实现营收 13.69 亿元，同增 38%，其中电力工程建设/电力设备供应/智能用电服务收入分别同增 40%/94%/30%。同时近年来公司业绩增长提速，近三年分别同增 37%/91%/87%。

图表 13: 公司历年营收及同比增速

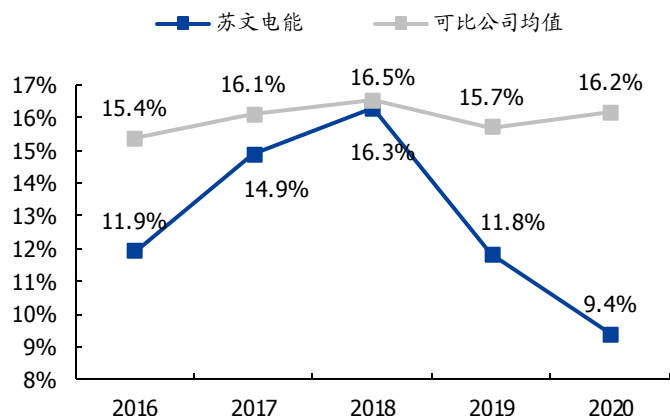


图表 14: 公司历年归母净利润及同比增速



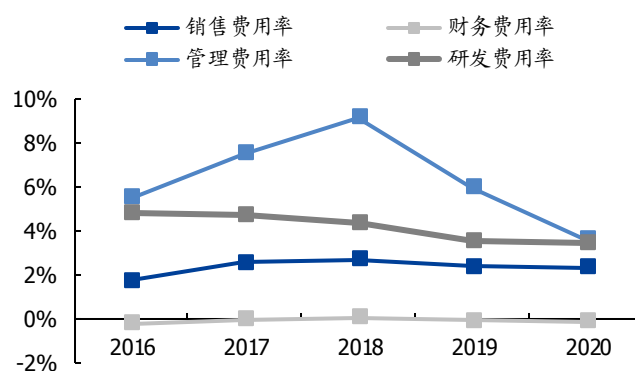
管理费用率下降驱动公司期间费用率持续下降。公司 2016 年以来期间费用率先升后降，主要因管理费用率波动较大。2017-2018 年公司管理费用率明显提升主要系公司 2017 年整体迁入新建的综合办公楼及生产基地后，陆续购置必备的办公设备及家具，导致管理费用中资产折旧及摊销持续增长；而 2019-2020 年公司未进行大额资产购置，资产折旧与摊销费用趋于稳定，管理费用率趋于回落。此外，公司作为民营企业，管理决策链短，相关人员岗位设置较少，在业务规模扩张及精细化管理模式下也使得公司管理费用率趋于下降。

图表 15: 公司期间费用率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

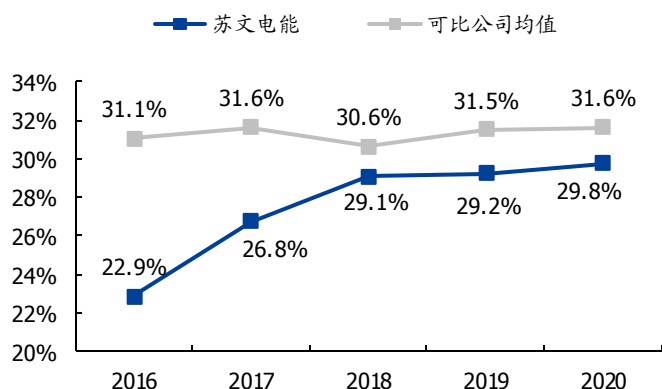
图表 16: 公司各项费用率变动趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

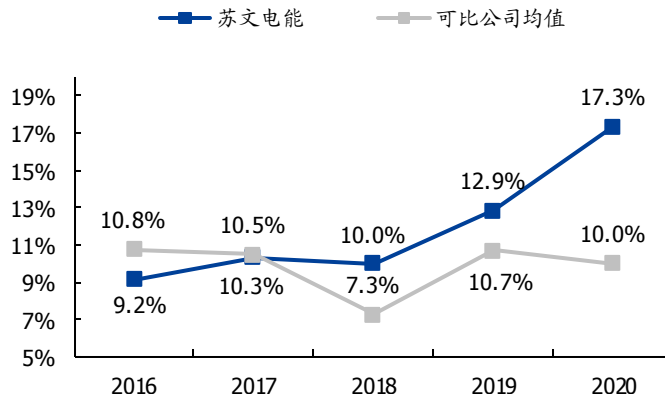
毛利率持续提升, 归母净利率明显高于同业。2016-2020 年, 公司毛利率稳步提升, 由 22.9% 增长至 29.8%, 主要因 EPCO 一体化业务模式下, 综合成本有所降低, 同时电力工程建设的分业务毛利率大幅上升, 带动整体盈利水平提升。未来随项目管理精细化程度提高、设备规模化采购下成本逐步降低, 公司毛利率的增长趋势有望延续。毛利率上升叠加期间费用率下降带动公司归母净利率稳步提升, 自 2018 年起公司净利率水平显著高于可比公司均值。

图表 17: 公司毛利率与可比公司对比



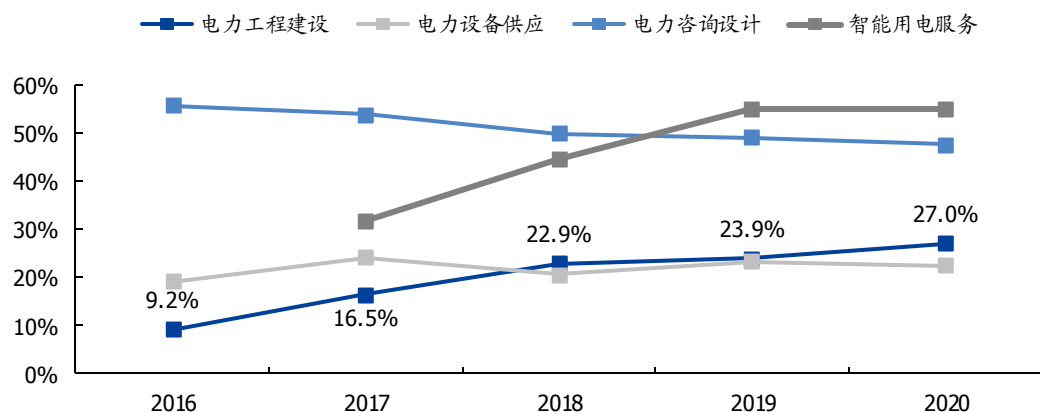
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 18: 公司归母净利率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

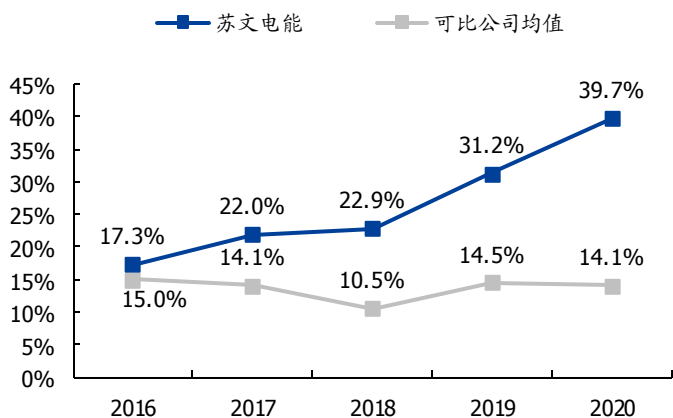
图表 19: 公司分业务毛利率变动趋势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

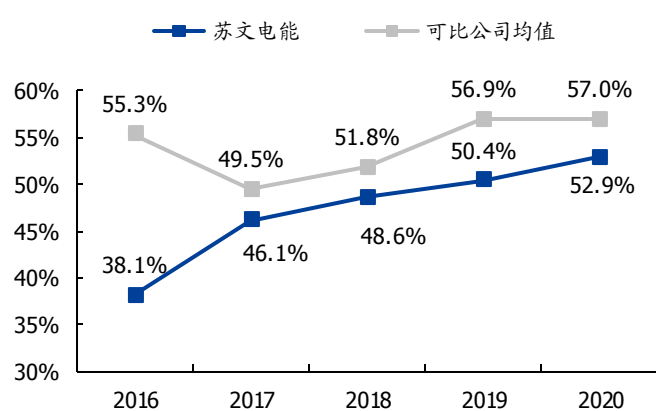
盈利水平提升、权益乘数增加, 带动公司 ROE 持续提升, 且明显高于行业均值。公司净资产收益率自 2016 年以来逐年上升, 由 17.3% 增至 39.7%, 相较 2020 年同业均值高出 25.6 个 pct, 盈利能力显著高于同业。杜邦拆解来看, 公司 ROE 的大幅提升主要系销售净利率提升及权益乘数增加所致。从财务杠杆水平看, 公司资产负债率在近五年内逐年上升, 权益乘数相应增大, 但仍低于可比同行业公司, 且公司有息资产负债率几乎为 0, 公司整体杠杆水平可控。

图表 20: 公司 ROE 与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 21: 公司资产负债率与可比公司对比



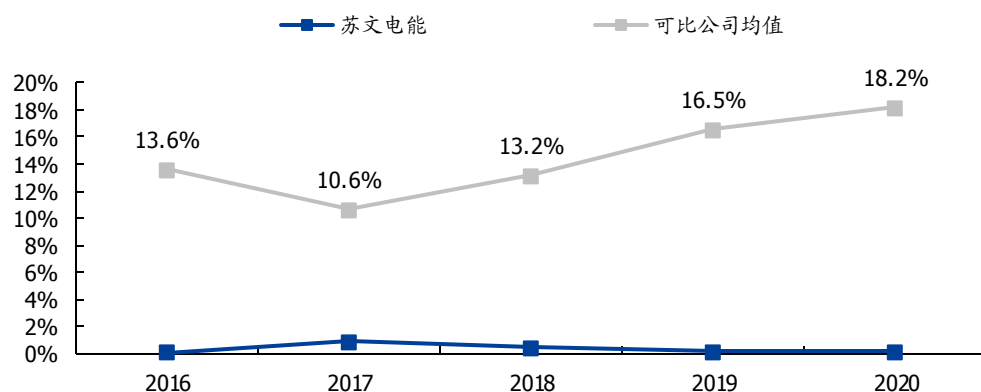
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 公司 ROE 杜邦拆解分析 (金额单位: 亿元)

时间	ROE	杜邦分析拆解			营收	平均总资产	平均股东权益
		销售净利率	总资产周转率	权益乘数			
2016	17.3%	9.15%	1.17	1.62	3.73	-	-
2017	22.0%	10.31%	1.22	1.86	4.71	3.87	2.21
2018	22.9%	9.99%	1.2	1.94	6.68	5.55	2.91
2019	31.2%	12.85%	1.22	2.02	9.9	8.1	4.08
2020	39.7%	17.35%	1.1	2.12	13.69	12.42	5.97

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

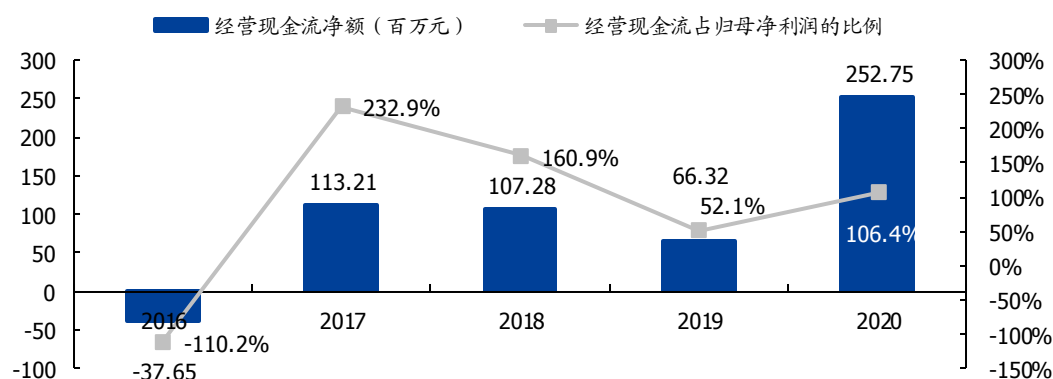
图表 23: 公司有息资产负债率与可比公司对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

现金流改善趋势显著，经营性现金流/归母净利润比率企稳回升。公司经营现金流净额自 2017 年以来持续为正，2018-2019 年现金流有所下滑主要系公司业务规模扩张，应收账款规模有所增加。2020 年公司经营现金流净额为 2.53 亿元，同比大增 281%，净利润现金比率回升至 100% 以上，现金流整体表现优异。

图表 24: 公司经营现金流变动趋势



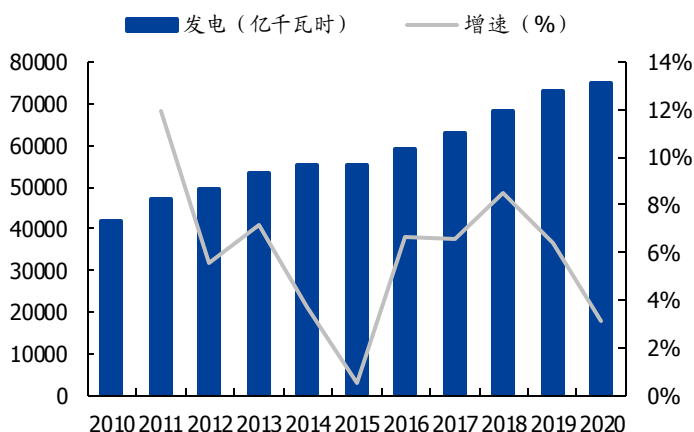
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2. 行业分析：电力投资长期稳定增长，新能源与智能化潜力巨大

2.1. 电力投资稳定增长，清洁能源占比持续提升

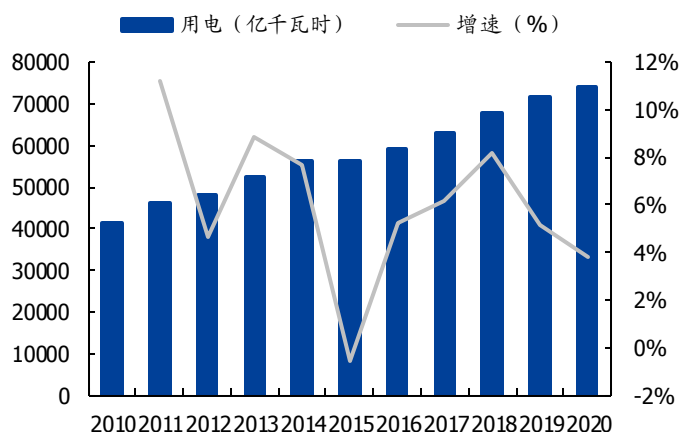
我国经济基本面向好，全国电力供应与需求保持稳定增长。根据国家统计局数据，近年来我国全社会发电和用电量保持稳定增长态势。2010 年全国发电量为 41998.8 亿千瓦时，2020 年为 75110 亿千瓦时，10 年复合增速为 6%。2010 年全国用电量为 41412.6 亿千瓦时，2020 年为 74170.4 亿千瓦时，10 年复合增速为 6%。随着我国经济增长降速及行业结构的调整，预计全社会用电增长已经放缓，但长期稳定增长的趋势没有发生变化。

图表 25: 全国发电量及增速



资料来源：统计局，国盛证券研究所

图表 26: 全国用电量及增速

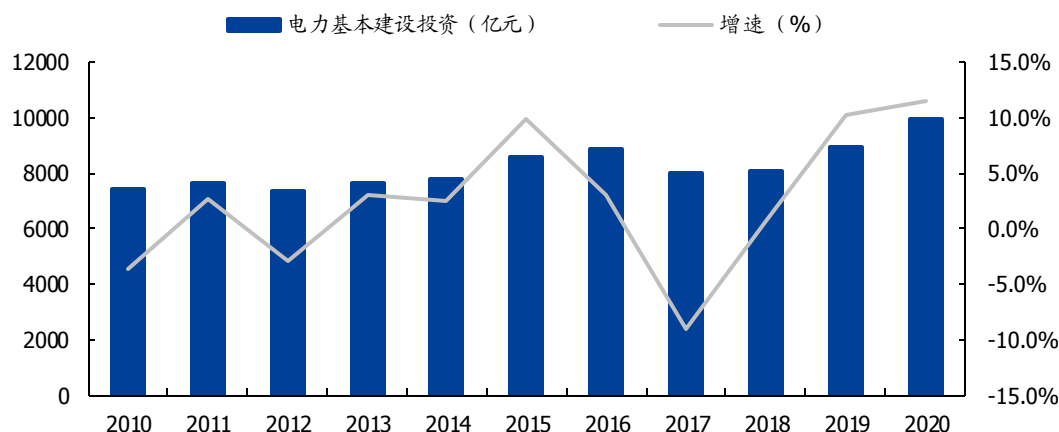


资料来源：统计局，国盛证券研究所

电力投资保持稳定，近两年电源建设投资增速较快，电网建设投资略有下滑。在稳定的用电增长带动下，我国电力投资也保持较稳定的增长。根据国家统计局数据，2020 年我国电力基本建设投资完成额 9943 亿元，同比增长 11.5%，近 10 年复合增速为 3%。其中电源基本建设投资 5244 亿元，同比增长 29%，增速较快。电网基本建设投资为 4699 亿元，同比下滑 3.2%，连续两年出现下滑，主要因特高压等电网建设进度放缓，以及 35 千伏及以下电网投资下滑。预计未来随着“新基建”战略推进，特高压与电力物联网建设有望加快，电网建设投资有望出现反弹。

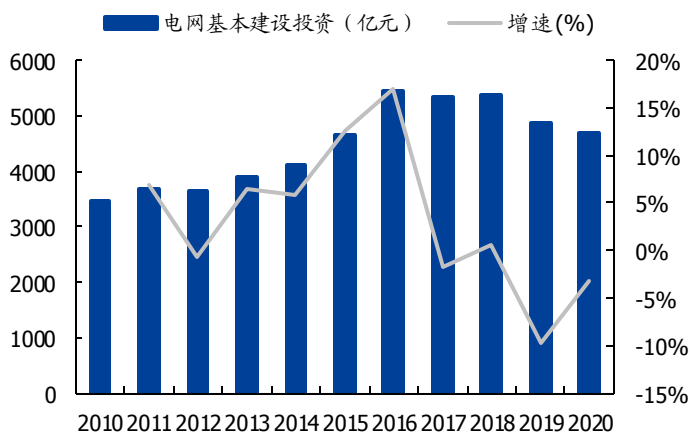
配电网建设是电网建设投资重点方向。配网作为电力系统中与电力用户联系最为紧密的最终环节，在电网中占据重要作用，海外发达国家配网投资一般超过输网投资。我国早期电网投资注重电源及输网方向，配网发展相对滞后，难以保障供电的可靠性，因此配电网建设是电网投资建设的重点方向。国家能源局 2015 年发布《配电网建设改造行动计划（2015—2020 年）》，从 7 大方面对配电网建设改造任务提出目标。《行动计划》明确提出，2015—2020 年，配电网建设改造投资不低于 2 万亿元，其中 2015 年投资不低于 3000 亿元，“十三五”期间累计投资不低于 1.7 万亿元，年均投资为 3400 亿元。据此计算十三五配电网建设占电网投资的比例达三分之二（2015 年配电网建设占比 58%），是电网投资的重点方向，增速高于电网投资整体。

图表 27: 全国电力基本建设投资



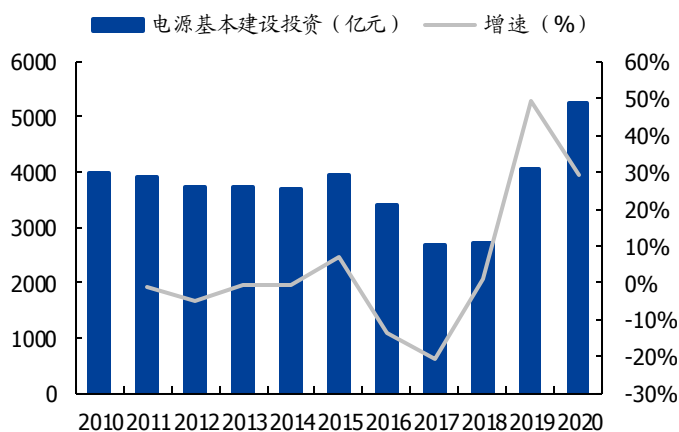
资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

图表 28: 电网基本建设投资



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

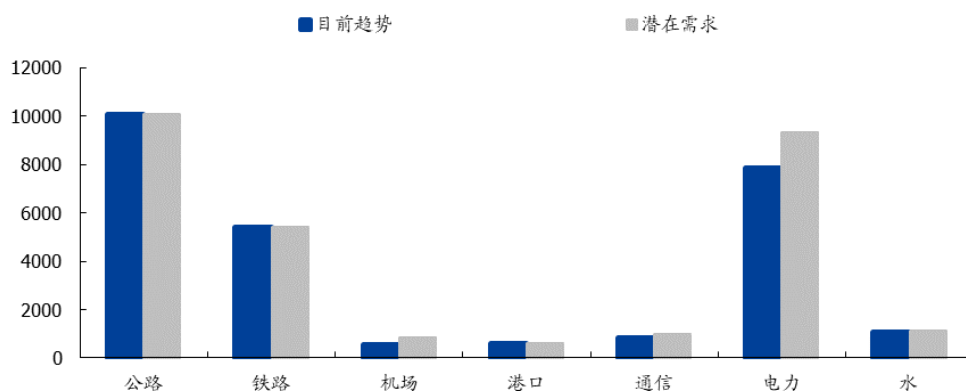
图表 29: 电源基本建设投资



资料来源: 统计局, 国盛证券研究所

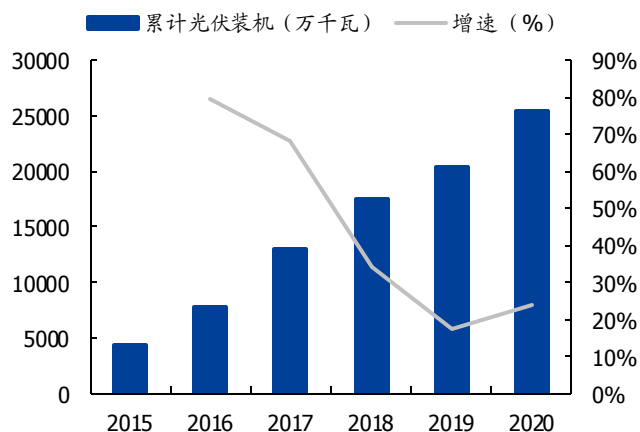
电力行业投资未来仍存在较大空间, 清洁能源发电占比提升带来新机遇。中国经济的持续稳定向好将驱动电力行业未来投资继续保持长期增长。根据 GIH 预测, 按照当前中国投资的强度及趋势预测, 2016-2040 年基建总投资将为 26.5 万亿美元, 存在着 1.9 万亿美元的缺口, 表明整体看中国基建投资强度是不足而非过剩。但具体看各个细分领域, 这些缺口主要集中在电力(缺口 1.45 万亿美元), 说明目前中国电力投资未来仍有很大空间。随着“碳中和”政策的提出, 未来以太阳能和风电为代表的清洁能源在整个电力装机占比将继续提升。“十三五”时期, 全国全口径发电装机容量年均增长 7.6%, 其中非化石能源装机年均增长 13.1%, 占总装机容量比重从 2015 年底的 34.8% 上升至 2020 年底的 44.8%, 提升 10 个百分点。根据国家能源局预计到“十四五”末, 可再生能源发电装机占我国电力总装机的比例将超过 50%, 可再生能源在全社会用电量增量中的占比将达到 2/3 左右。清洁能源发电相关的投资将持续快速增长, 改变现有行业投资结构, 为具备相关技术和实力的公司带来更广阔的机遇。

图表 30: GIH 预测中国未来基建各细分领域按照目前趋势投资额与潜在总需求额 (亿美元)



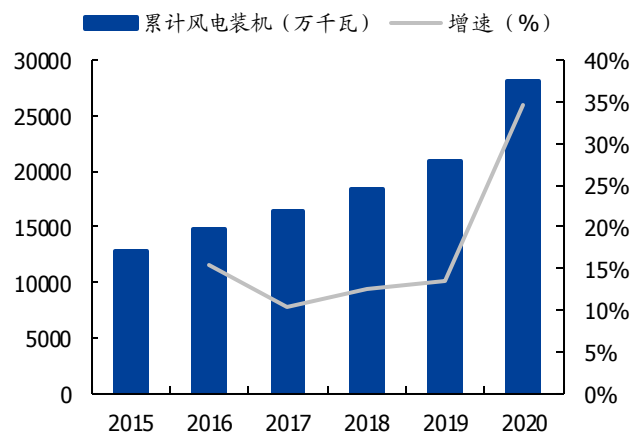
资料来源: GIH, 国盛证券研究所

图表 31: 光伏装机累计容量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

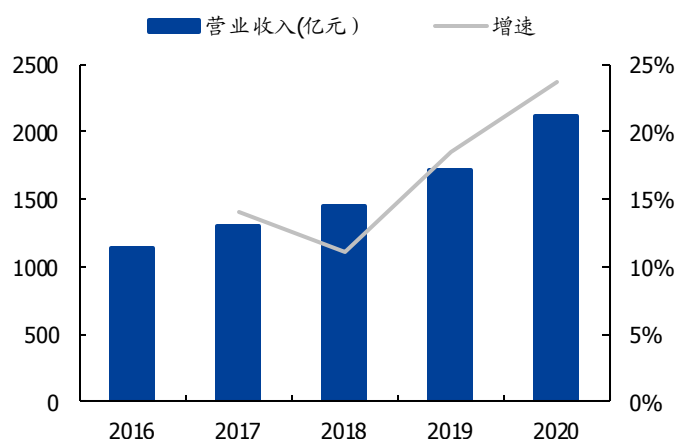
图表 32: 风电装机累计容量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

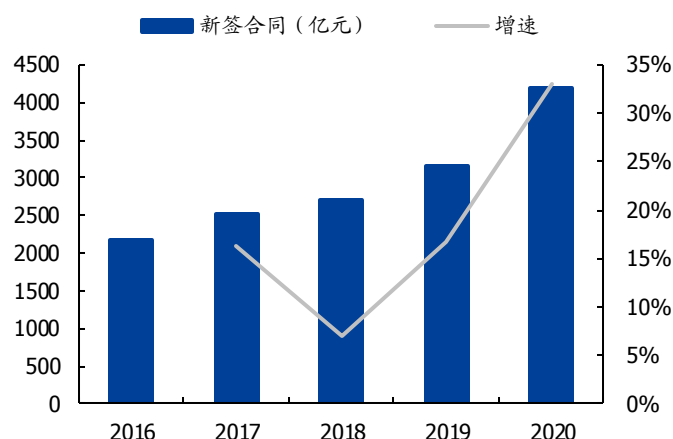
电力勘察设计行业高速发展，新签合同及收入总体保持较快增长。根据电力规划设计协会对会员单位的统计，电力勘测设计行业近年来发展迅速，特别在总承包模式推动下，行业新签订单和实现营业收入均实现加速增长。行业 2016 年实现新签合同 2175 亿元，2020 年实现新签合同 4198 亿元，年复合增长 17.9%；在新签合同的带动下，行业收入自 2016 年的 1139 亿元增长至 2020 年的 2117 亿元，复合增速为 16.8%。未来随着国内配电网建设持续推进、能源结构加速转变，叠加电力行业市场化程度持续提升，电力总包企业有望获更广阔市场机遇。

图表 33: 电力勘测设计行业营业收入



资料来源: 电力规划设计协会, 国盛证券研究所

图表 34: 电力勘测设计行业新签合同



资料来源: 电力规划设计协会, 国盛证券研究所

2.2. “双碳”目标下智能用电需求提升

智能用电服务为用户提供安全、经济、绿色的服务, 符合“双碳”目标下要求。根据公司公告披露, 智能电网建设是以通信信息平台为支撑, 具有信息化、自动化、互动化特征, 旨在实现“电力流、信息流、业务流”高度一体化融合的现代电网。智能用电服务业务主要服务于用电环节(电力需求侧), 是智能电网的重要组成部分。智能用电服务通过构建电网、电力设备与企业用户间的智能双向互动服务平台和相关技术支持系统, 为用户提供安全、经济、绿色、智能化的服务, 推动终端用户用电模式的转变, 提升用电效率, 节省不必要的电力消耗, 提高电能在终端能源消费中的比重。智能用电服务符合“双碳”目标要求, 未来将是电力细分行业中增长最快子行业之一。

智能电网建设是未来电力投资重点方向之一, 将迎来高速增长。国家“十三五”规划纲要中明确提出“加快智能电网建设”, 2019 年 1 月, 国家电网公司 2019 年工作会议提出聚焦建设世界一流能源互联网企业, 打造“枢纽型, 平台型, 共享型”企业, 建设运营好“坚强智能电网, 泛在电力物联网”, 即为“三型两网”发展战略, 智能电网建设进入新阶段。根据中电联资料, 2019 年我国智能电网投资估算约 350 亿元, 2020 年预计约 630 亿元, 同比增长约 80%; 2021 年可达 969 亿元, 同比增长 54%, 增长迅猛。

图表 35: 智能电网投资估算

类别	2019 年	2020 年 E	2021 年 E
电网投资规模(亿元)	4408	4585	4860
智能化占比	8%	14%	20%
智能化投资(亿元)	350	630	969

资料来源: 中电联, 国盛证券研究所

用户用电需求模式变化, 智能运维服务需求不断增加。电力运维服务是指为维护电力系统的安全稳定运行, 保证电能质量, 针对配电设施、用电设施, 进行规划设计、安装调试、运行监测、维护保养、设备检修等专业服务。传统的电力运维服务需要安排人力在配电管理室进行值班, 以保障电力的正常运营, 而只有大型建筑和企业才会安排专业人员进行 24 小时值班, 大量小企业和一般建筑难以安排, 因此无法及时处理突发问题。

此外多数企业一般将电力维护外包给物业电工、外聘电工，因缺乏科学而高效的管理手段，运维成本高、响应速度慢。智能电力运维通过将用户的各种用电设备接入智能管理云平台，借助云计算、大数据等技术实时监控用电情况，及时提醒用电异常。通过“线上监控+线下运维”相结合，在发现问题后线下及时派出专业维修人员，在系统的指引下高效的解决用电问题。智能电力运维服务大大减轻了电力管理人员的压力，可减少人力、物力、财力，更提高了效率，是未来用电模式的新趋势。2017 年，国家发改委、质检总局共同印发了《重点用能单位能耗在线监测系统推广建设工作方案》，要求各省市相关部门编制本地区监测系统建设工作方案，推动重点用能单位能耗在线监测系统建设，加快推进重点用能单位完善能源计量体系、提高能源管理精细化水平，促进物联网与节能工作深度融合。随着政策的有利推动，智能电力技术的不断进步，以及用户需求多样化、专业化，智能电力运维市场将迎来广阔的发展前景。

2.3. 竞争格局：区域化特征明显，近年来市场化程度不断提高

因历史原因，我国电力施工与设计服务区域化特征明显。由于我国是逐步由计划经济转向市场经济，电力行业也经历过国家独家经营阶段，因此我国电力工程施工与设计服务行业形成了明显的条块分割和地区分割的市场格局。在 2011 年以前，各省电网公司下属有各省级电力勘察设计院从事本省的电力勘察设计工作，具有很强的地域性和行业性垄断。2011 年国家推动了电网企业主辅分离改革及电力设计、施工企业一体化重组，剥离了国家电网公司、南方电网公司省级（区域）电网企业所属勘测设计企业、相关施工企业和修造企业等辅业单位，与四家中央电力设计施工企业重组，组建了中国电建和中国能建两家设计施工业务一体化的综合性电力建设集团，至此电力建设行业省间壁垒被初步打破。

近年来市场化程度不断提高，但壁垒消除仍需时间。我国市场经济不断发展，各行业市场化程度都在提高，电力行业随着体制改革的深入，市场化程度也在不断提高，民营企业逐步参与到电力勘察、设计、施工、运维等各个环节中。部分民营电力勘察设计公司经过一段时间的积累，也开始了跨区域经营，凭借着更灵活的机制取得了一定发展成绩，行业的地域性特征呈现出逐渐被减弱的趋势，但是由于历史长期遗留的问题，行业发展的区域性和行业垄断现象依然存在，行业区域壁垒消除仍需要一定时间，目前看我国电力工程施工与设计服务行业仍然存在较为明显的区域性特征。

全国行业参与者众多，竞争较为激烈，大型国有企业占据高资质主体。行业第一梯队主要由拥有电力工程设计综合资质的中国电建、中国能建下属设计院及部分省级电力设计院组成，该类企业全国共有 115 家，其中电力工程设计综合和行业甲级资质 90%以上为大型国企掌握，因此民营企业无法在大型项目中与国有企业竞争，一般在低压、小型项目中发挥自身优势；行业第二梯队为拥有电力工程设计专业甲级和乙级资质企业，全国从业企业数量达 1300 余家，主要为地市级设计院及部分已经具备一定规模实力的民营企业；行业第三梯队为拥有电力工程设计专业丙级资质企业，全国企业数量达 1600 余家，数量众多，在一些技术含量有限的小型项目中竞争较为激烈。

图表 36: 全国电力工程设计行业竞争情况

梯队	数量	资质类型	主要企业
第一梯队	115	电力工程设计综合资质或电力工程设计行业资质	中国电建、中国能建下属设计院及部分省级电力设计院，大型国有企业占比 90%以上
第二梯队	1300	电力工程设计专业甲级和乙级资质企业	地市级设计院及部分已经具备一定规模的民营企业
第三梯队	1600	电力工程设计专业丙级资质	民营企业居多

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

江苏省内第一梯队企业共 5 家，第二梯队中企业总数已达 61 家，高资质国有企业数量较少。江苏省作为电力投资大省，电力服务产业发达，省内电力工程设计专业丙级及以上资质企业共 218 家，占全国该类企业总数比例约为 7%，数量位列全国第三。其中，行业内第一梯队企业共 5 家，而第二梯队中企业总数已达 61 家，第三梯队企业数量更为庞大，行业内众多的企业参与市场竞争，导致行业竞争充分且激烈。具体细分来看，省内第一梯队以及第二梯队中具备送变电甲级资质的企业数量较少，且以国有企业居多，民营企业需要具备较强的送变电综合服务能力才能获得送变电工程专业乙级资质，这类企业在民营企业中相对竞争力较强。

图表 37: 江苏省内电力工程及设计企业资质分布

行业梯队	资质等级	江苏家数	国有企业	民营企业
第一梯队	电力工程设计综合资质	0	0	0
	电力行业甲级	1	1	0
	电力行业乙级	4	2	2
第二梯队	送变电工程专业甲级	4	2	2
	送变电工程专业乙级	57	21	36
第三梯队	送变电工程专业丙级	152	40	112
合计		218	66	152

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

3. 竞争优势：模式独特、大客户丰富、云平台助力运维发展

3.1. 集成模式：具备业内稀缺的 EPCO 一站式专业服务能力

近年来国家大力鼓励工程建设 EPC 模式。工程总承包（EPC）是承包单位对工程设计、采购、施工或者设计、施工等阶段实行总承包的一种施工模式，是未来发展趋势，它不仅可以减少双方磨合成本、提升建造效率与质量，同时可以节省投资，增厚项目利润。

近年来 EPC 持续获政府推广，2016 年 5 月和 2017 年 2 月，住建部和国务院分别发布了《关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》、《关于促进建筑业持续健康发展的意见》，提出要“大力推进工程总承包”，重点强调“政府投资项目和装配式建筑应当积极采用工程总承包模式”；同时 2019 年 11 月发改委发布《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》，指出要“支持设计、制造、施工等领域骨干企业整合资源、延伸链条，发展咨询设计、制造采购、施工安装、系统集成、运维管理等一揽子服务，提供整体解决方案”。

公司 EPCO 模式符合国家鼓励方向。公司多年深耕电力设计业务，积淀深厚；同时在常州已拥有设备组装工厂，通过规模化原材料采购，已具备较为突出的成本优势。在此基础上，公司顺应电力勘察设计行业 EPC 发展趋势，结合自身发展经验，将 EPC 进一步延伸链条至企业端用电环节，布局智能用电服务业务（O 端，Operation），打造出以设计为先导贯通设计、设备、施工、运维的 EPCO 模式。公司 EPCO 模式属于国家大力发展的新业态、新模式，公司也被评定为江苏省首批先进制造业和现代服务业深度融合发展试点单位。

图表 38: 我国近年来推动 EPC 系列政策

时间	政策条例	主要内容
2016 年 5 月	《住房城乡建设部关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》（建市【2016】93 号）	建设单位在选择建设项目组织实施方式时，应当本着质量可靠、效率优先的原则，优先采用工程总承包模式。政府投资项目和装配式建筑应当积极采用工程总承包模式。
2016 年 8 月	《住房城乡建设“十三五”发展规划纲要》	提出大力推行该工程总承包，促进设计、采购、施工等各阶段的深度融合。
2017 年 2 月	《国务院办公厅关于促进建筑业持续健康发展的意见》（国办发【2017】19 号）	加快推行工程总承包。装配式建筑原则上应采用工程总承包模式。政府投资工程应完善建设管理模式，带头推行工程总承包。
2017 年 4 月	《建筑业发展“十三五”规划》	提出“十三五”期间，要发展行业的工程总承包、施工总承包管理能力，培育一批具有先进管理技术和国际竞争力的总承包企业。
2019 年 11 月	《关于推动先进制造业和现代服务业深度融合发展的实施意见》	提升总集成总承包水平。支持设计、制造、施工等领域骨干企业整合资源、延伸链条，发展咨询设计、制造采购、施工安装、系统集成、运维管理等一揽子服务，提供整体解决方案。

资料来源：公开资料整理，国盛证券研究所

完整的产业链条和 EPCO 一站式服务能力构筑核心竞争实力。与普通的单一从事设计或者施工的 EPC 总包企业相比，公司更加完整的 EPCO 业务链条和一站式服务能力是公司核心竞争优势，基于 EPCO 模式，公司可以：

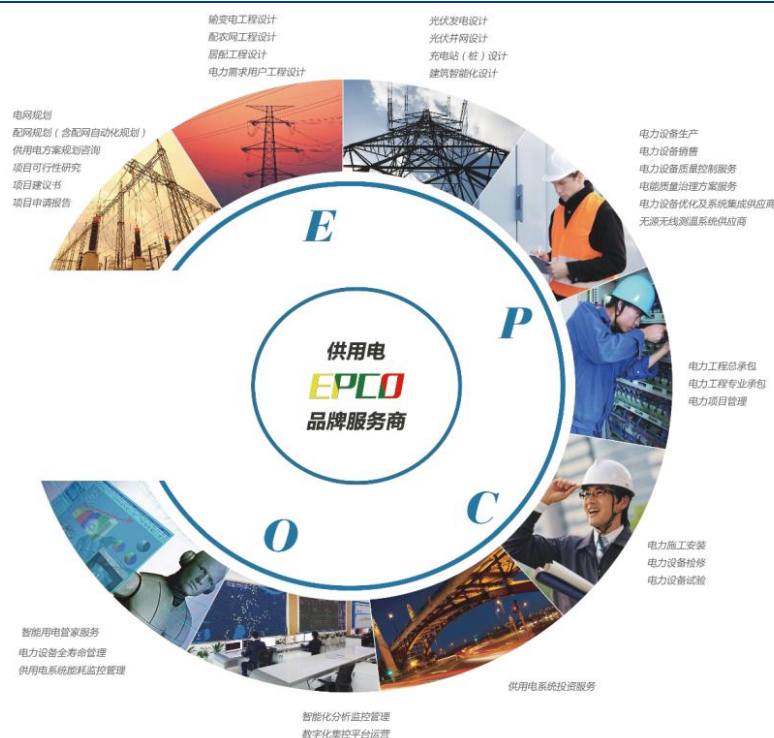
1) 缩短项目工期：设计阶段就可提前安排施工及设备环节的人员、机械、材料、元器件等方面准备工作，交叉进行各阶段工作。

2) 优化方案，降低成本：项目管理人员在设计、工程、设备等部门轮岗培养，在各领域均具备一定专业技能，可在项目精细化管理过程中合理优化方案、降低项目整体成本。

3) 质量管控能力增强：各环节均自己把控，项目质量管控能力强，项目质量风险更加可控。

4) 运维环节保障安全、提升粘性、增强盈利能力：智能用电服务的引入为电力工程项目后期运营维护提供了“线上+线下”的立体化、全方位的技术保障，有利于进一步增强现有客户粘性和满意度，同时也增强了公司电力咨询设计、电力工程建设业务的新客户开发能力。

图表 39: 公司 EPCO 囊括的产业链



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

各类型 EPCO 案例丰富，与区域扩张和下游客户开拓形成正向循环。公司运用 EPCO 模式已积累较多成熟经验，涉及项目领域涵盖银行数据中心、化工、新能源、车企、新材料等。随着公司项目经验持续丰富，有利于公司全国化业务扩张及进一步拓宽下游行业领域。

图表 40: 公司承接的部分有代表性的一站式 (EPCO) 服务项目

序号	项目名	项目亮点
1	江南银行金坛数据中心用户工程总承包和集控运维项目	客户为江苏知名农商行, 公司为其新建三大中心变电所 3 座 (总容量 6500kVA)、灾备数据中心变电所 11 座 (总容量 13000kVA) 及电力监控室 1 座, 采取双路同供接入电源保证数据中心供电持续可靠, ATS10kV 交互系统实现不间断供电, 并提供线上智能预警、线下巡检相结合的运维方式, 持续保障客户用电需求。
2	朗盛化学用户工程总承包和集控运维项目	客户为德国全球领先的特殊化学品供应商, 公司为其常州生产基地提供 35kV 变电站工程总承包及 24 小时集控运维服务, 该项目工程设计荣获江苏省第十六届优秀工程设计三等奖。
3	星源材质用户工程总承包和集控运维项目	客户为 A 股上市公司、中国锂电池隔膜行业领军企业, 公司为其常州生产基地提供从电力工程规划咨询、设计、工程建设和电能管理及 24 小时集控运维为一体的一站式服务。
4	星宇股份智能制造产业园用户工程总承包和集控运维项目	客户为 A 股上市公司、车灯行业龙头企业, 公司为其新建的智能产业园 110kV 变电站提供从电力工程规划咨询、设计、工程建设和电能管理及 24 小时集控运维为一体的一站式服务。
5	新纶科技用户工程总承包和集控运维项目	客户为 A 股上市公司、中国实验室系统工程及设备提供商与行业领导者, 公司为其新建常州生产基地 110kV 变电站提供从电力工程规划咨询、设计、工程建设和电能管理及 24 小时集控运维为一体的一站式服务。
6	博纳新材料用户工程总承包和集控运维项目	客户是一家高性能水性环保添加剂专业供应商, 公司为其 20kV 变电所工程提供从电力工程规划咨询、设计、工程建设和电能管理及 24 小时集控运维为一体的一站式服务。

资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

3.2. 客户资源: 与大客户长期稳定高质量合作

电力设计行业本身存在大客户占比高的特征, 公司与国家电网自 2007 年起即展开长期稳定合作。国内投资建设电力工程的主体主要包括国家电网及其附属企业、发电企业、房地产开发公司、大型工业企业等, 其中国家电网是以投资建设运营电网为核心业务的中央直属企业, 是我国电网建设的主要主体。电力工程建设投资主体较为集中, 导致电力工程施工与设计服务行业内企业的客户集中度普遍较高。公司自 2007 年就开始与国家电网及其附属企业展开长期稳定合作, 且毛利率相对较高, 未来国电有望持续为公司贡献稳定优质订单。

图表 41: 公司各业务方向 2019 年前五大客户及占比、毛利率、合作历史情况

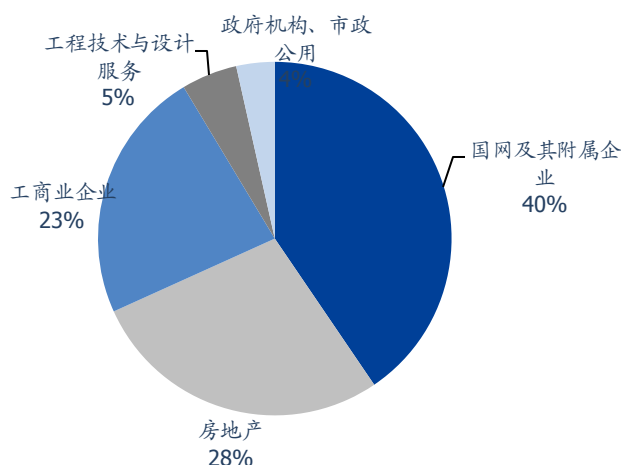
业务方向	2019 年前五大客户	营收占比	毛利率	合作历史
电力咨询设计	国网及其附属企业	62%	50%	2007 年起
	上海电力设计院有限公司	15%	43%	2016 年起
	中国能建	8%	37%	2016 年起
	南京红福置业有限公司	1%	87%	2019 年起
	路劲地产	1%	85%	2013 年起
电力工程建设	国网及其附属企业	33%	31%	2007 年起
	路劲地产	11%	12%	2013 年起
	新城集团	6%	22%	2010 年起
	晶科集团	5%	0%	2019 年起
	星源材质	3%	28%	2018 年起
电力设备供应	国网及其附属企业	58%	27%	2007 年起
	南京恒天领锐汽车有限公司	9%	21%	2018 年起
	新城集团	9%	16%	2010 年起
	诺贝丽斯	6%	14%	2018 年起
	常州卓晟光伏科技有限公司	3%	22%	2017 年起
智能用电服务	国网及其附属企业	41%	48%	2007 年起
	华能江苏能源销售有限责任公司	12%	37%	2018 年起

江苏江南农村商业银行股份有限公司	6%	61%	2017 年起
南京麦赫安网络科技有限公司	3%	56%	2017 年起
晶科集团	3%	100%	2019 年起

资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

工商业、制造业客户资源丰富，大客户扩张带动公司省外业务持续开拓。除国电外，公司业务结构中房地产、工商业、制造业客户占比也较大，随着公司技术体系成熟、业务经验丰富，公司逐步从与大客户区域或子公司对接转变为与总公司层面对接，未来随着公司各类地产、工商业、制造业客户在全国范围扩张，公司有望实现省外业务共同成长。

图表 42：公司各类型客户 2019 年营收占比



资料来源：公司招股说明书，国盛证券研究所

3.3. 能源互联网平台：“富兰克林” SaaS 平台强化运维优势

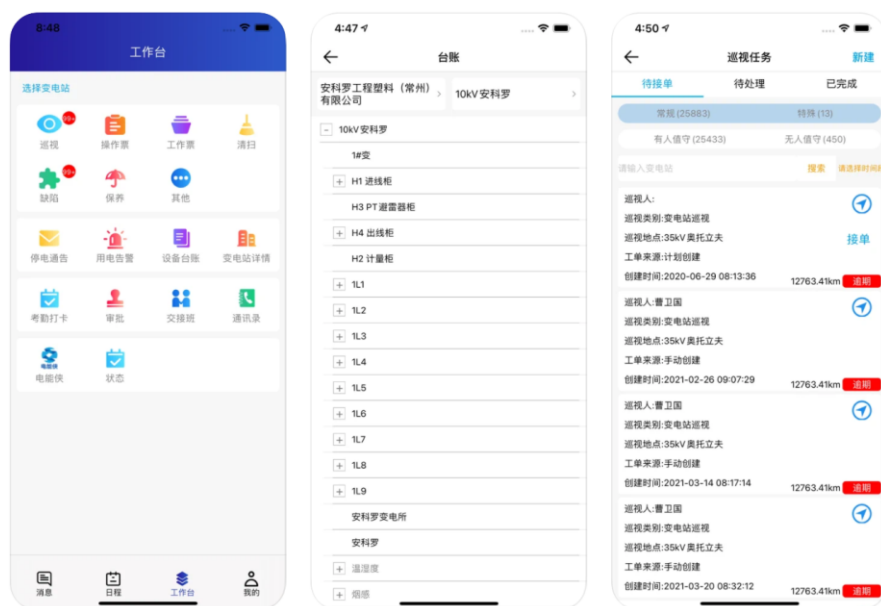
打造能源互联网平台“富兰克林云”，提升运维业务优势。公司已打造出公司能源互联网平台“富兰克林云”，该平台由公司自主研发设计，融合了公司多年电力行业、以及工商企业能源管理的需求以及历史积累的数据，为公司业务延展至运维端提供技术支撑。2019 年，公司成为工信部开展的工业互联网创新发展工程——工业互联网智慧能源网络化应用解决方案供应商；2018 年，公司两款应用于工业企业智能变电站监控及能耗监测的软件系统入选《全国工业领域电力需求侧管理参考产品（技术）目录》。

“富兰克林” SaaS 平台功能完备、应用广泛。该平台通过对客户用能单元的全面感知，对设备的联动控制，对数据的集中监控，进行智能建模与数据分析，为用电健康诊断、故障预警、状态检修、节能管理、运维调度等提供应用支撑；应用场景涵盖分布式新能源发电、储能、微电网、充电桩、购售电、冷热电三联供等领域，满足终端客户对水、电、热、冷、气等多种能源监测分析需求，构建起以电为中心的多元化信息交互的智慧能源监控平台，实现用户用能“可视化、数字化、网络化、专业化”。

依托能源互联网平台，公司对客户产生较强粘性。一方面对于公司而言，可以进一步完善“线上+线下”的立体化智能用电服务模式，提升对终端客户的智能用电服务能力，提高公司盈利水平；另一方面对于客户而言，可提高客户用电效率、有效推进节能减排，帮助客户不断提高经济效益，进而增加客户对公司服务的依存度和满意度。截至 2021 年 3 月，公司富兰克林电力云平台已接入工业企业等各类用户 1272 家，通过有效提升

客户能源管理的质量和效率，该平台对客户产生了较强粘性。

图表 43: 公司“富兰克林云”手机端应用界面



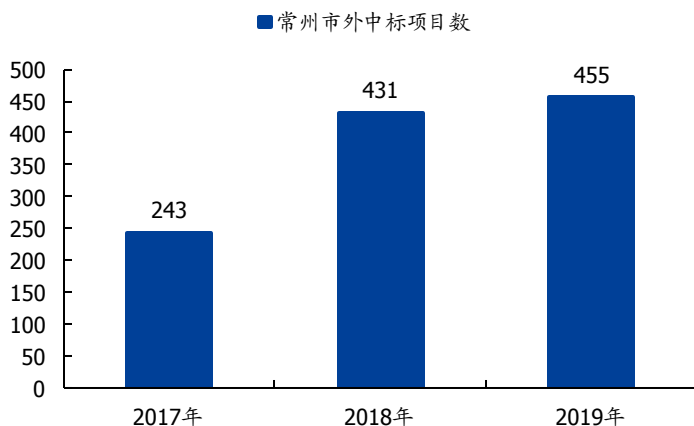
资料来源: 苹果应用商店, 国盛证券研究所

4. 未来增长点: 全国化市场开拓, 智能运维持续放量

4.1. 异地扩张: 省内及全国化业务持续开拓

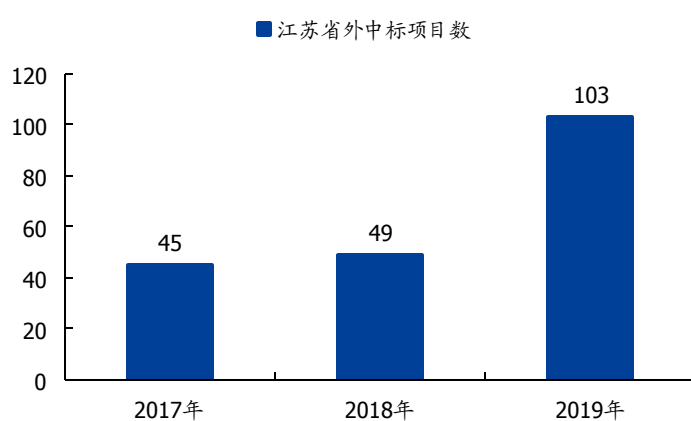
走出常州, 省内及全国业务持续扩张。公司优势设计业务目前已覆盖省内 13 个地级市, 并扩展至上海、安徽、浙江、山东、湖南等多个省市; 工程和设备业务虽然发展时间短, 但是成长速度快, 工程业务已覆盖省内 11 个地级市, 设备已覆盖 8 个地级市; 智能用电业务也处于快速成长阶段。近年来公司常州市外及省外中标项目数量持续攀升, 2017-2019 年市外中标 243/431/455 个, 省外中标 45/49/103 个。未来公司有望以常州为省内基地, 上海为全国基地, 实现省内省外市场同步开拓。

图表 44: 公司 2017-2019 年常州市外中标项目数



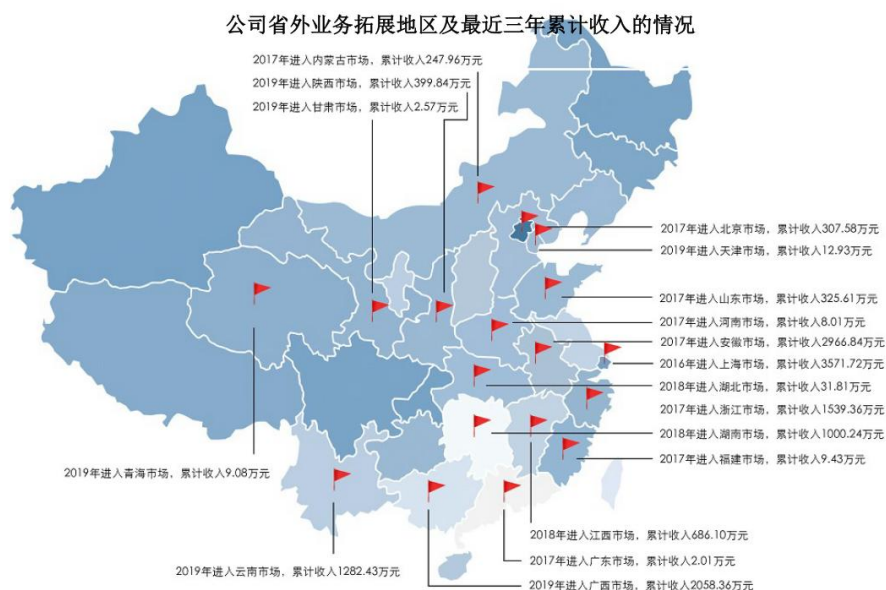
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 45: 公司 2017-2019 年江苏省外中标项目数



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

图表 46: 公司省外业务拓展地区及近三年累计收入情况



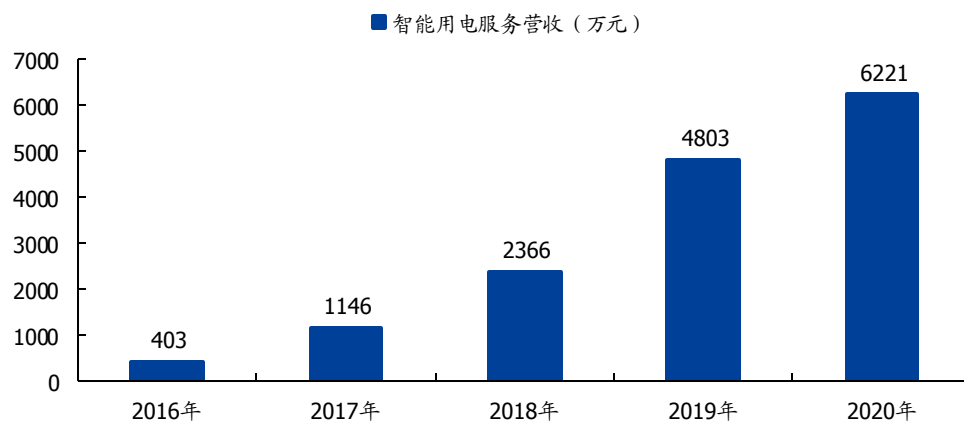
资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

4.2. 运维放量: 运维业务有望加速, 提升中长期盈利稳定性

“双碳”目标下, 公司智能用电业务契合工商企业能源节约需求。今年以来我国对于碳达峰、碳中和政策推动力度空前, 各部委均积极重视, 持续出台各类、各业推广促进措施, 包括电力、钢铁、有色、建材、石化、化工等行业企业均为节能改造重点发力方向。在监管压力持续增强背景下, 工商企业普遍有着碳减排需求, 而公司提供的智能用电服务契合行业趋势, 助力工商企业用电方案更加合理, 通过节约能源实现碳减排, 以满足监管要求。

电力建设项目持续沉淀, 规模化运营后增强业务持续性及客户粘性。依托公司完备的电力一体化服务能力, 公司承建的电力项目往往可以顺利转化为在手运营项目。随着公司 EPCO 业务持续快速开拓, 预计未来公司在管的电力运营项目持续增多, 一方面将使智能运营业务规模效益逐步呈现, 利润率趋于提升; 另一方面由于智能运维业务对客户具有较强粘性, 经营可持续性较强, 有望提升公司中长期盈利稳定性。

图表 47: 公司智能用电服务业务营收情况



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

4.3. 平台推广：能源互联网平台与第三方合作共拓市场

上市募资打造用户端信息化运营服务体系，进一步扩大公司运营服务范围。公司上市募资中拟投入 8911 万元至“苏管家”（现为全国化推广拟改名为“电能侠”）企业端供用电信息化运营服务平台建设项目，该项目以现有的供用电信息化运营服务平台为依托，构建覆盖用户端的变电、配电、用电的信息化运营服务平台。

具体来看，该项目在常州总部建设能源互联网平台集控中心，并在上海、南京两地建设线下运营分中心，在三大运营中心所辐射区域，通过在客户用电端安装智能电力监测终端和通讯终端等设备，将客户接入公司供用电信息化运营服务平台，通过电力监测终端采集客户用电数据，将能源流动的信息数据通过通讯终端、物联网等工具，汇集至供用电信息化运营服务平台，运用大数据处理、云计算等形式，为客户提供在线监测、节能改造、线下运维等线上和线下相结合的供用电系统综合运营服务，促公司服务范围持续延展。

未来能源互联网平台与第三方合作拓展潜力充足。公司能源互联网平台多数客户为前期电力总承包项目服务过的工商企业，但目前已逐步对外部供电方、用电方、服务方开放，构建电力全市场交流、采购平台，提供信息和撮合交易。未来公司有望通过与外部电力企业合作、加大渠道建设力度，吸引更多第三方客户使用，加速能源互联网业务开拓。

图表 48: 公司能源互联网平台企业端供用电信息化运营服务平台业务架构



资料来源: 公司招股说明书, 国盛证券研究所

5. 盈利预测、估值与投资建议

5.1. 盈利预测

营收增速方面, 我们预计: 1) 公司电力工程建设业务将持续开拓, 相关收入将保持较高增长, 预计未来 3 年分别同增 41%/39%/38%; 2) 电力设备供应业务预计将随着 EPC 业务的开拓而同步呈现出较高增速, 预计未来 3 年分别同增 60%/55%/52%; 3) 电力设计业务是公司较为成熟的业务, 后续将伴随着全国配电网建设需求稳健成长, 我们预计未来 3 年分别同增 15%/12%/10%; 4) 智能用电服务业务是公司当前重点发力业务, 快速成长可期, 我们预计未来 3 年分别增长 50%/45%/40%。基于上述假设, 我们预测公司未来 3 年整体营收增长 42%/40%/39%。

毛利率方面，我们预计：1) 电力工程建设业务随着公司经验持续积累而呈现出毛利率逐步上升趋势；2) 电力设备供应业务随着规模扩张，边际成本有望下降，毛利率持续提升；3) 电力咨询设计业务较为稳定，预计毛利率有望在较高的水平；4) 智能用电服务业务随着公司运维模式不断丰富，盈利能力有望提升，预计未来毛利率持续提升。基于上述假设，我们预测公司未来 3 年整体毛利率分别为 **29.9%/30.0%/30.1%**。

图表 49：公司营收毛利拆分预测表

	2018 年	2019 年	2020 年	2021E	2022E	2023E
营业总收入（亿元）	6.68	9.90	13.69	19.37	27.05	37.55
电力工程建设	4.45	6.82	9.54	13.45	18.70	25.80
电力设备供应	0.60	1.06	2.06	3.30	5.11	7.77
电力咨询设计	1.39	1.53	1.46	1.68	1.88	2.07
智能用电服务	0.24	0.48	0.62	0.93	1.35	1.89
其他业务	0.00	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02
同比增速	41.8%	48.2%	38.3%	41.5%	39.7%	38.8%
电力工程建设	44.5%	53.3%	39.9%	41.0%	39.0%	38.0%
电力设备供应	71.4%	76.7%	94.3%	60.0%	55.0%	52.0%
电力咨询设计	18.8%	10.1%	-4.6%	15.0%	12.0%	10.0%
智能用电服务	118.2%	100.0%	29.2%	50.0%	45.0%	40.0%
其他业务			0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
毛利（亿元）	1.94	2.89	4.08	5.79	8.11	11.29
电力工程建设	1.02	1.63	2.57	3.70	5.24	7.35
电力设备供应	0.12	0.25	0.46	0.76	1.20	1.86
电力咨询设计	0.69	0.75	0.69	0.81	0.90	0.99
智能用电服务	0.11	0.26	0.34	0.52	0.76	1.08
其他业务	0.00	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
毛利率	29.1%	29.2%	29.8%	29.9%	30.0%	30.1%
电力工程建设	22.9%	23.9%	27.0%	27.5%	28.0%	28.5%
电力设备供应	20.6%	23.3%	22.5%	23.0%	23.5%	24.0%
电力咨询设计	49.9%	49.1%	47.6%	48.0%	48.0%	48.0%
智能用电服务	44.5%	54.9%	55.2%	56.0%	56.5%	57.0%
其他业务	14.1%	29.8%	33.2%	35.0%	35.0%	35.0%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

5.2. 估值与投资建议

我们预测公司 2020-2022 年归母净利润分别为 3.4/4.8/6.7 亿元，同比增长 42%/41%/40%，EPS 分别为 2.41/3.40/4.76 元，2019-2022 年 CAGR 为 41%，当前股价对应 PE 为 17/12/9 倍，考虑到公司 EPCO 模式优势突出，成长性优异，首次覆盖给予“买入”评级。

图表 50: 可比 A 股公司估值表

股票简称	股价 (元)	EPS (元)				PE				PB
		2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
永福股份	40.98	0.28	0.72	0.94	1.19	146.6	56.8	43.8	34.5	7.18
华设集团	10.35	1.05	1.22	1.40	1.61	9.9	8.5	7.4	6.4	1.68
苏文科	5.56	0.40	0.55	0.66	0.76	13.9	10.1	8.5	7.3	1.08
设计总院	8.64	0.80	0.92	1.03	1.14	10.8	9.4	8.4	7.6	1.51
勘设股份	15.96	2.13	2.39	2.66	2.95	7.5	6.7	6.0	5.4	1.24
长高集团	5.52	0.40	0.51	0.66	0.87	13.8	10.8	8.3	6.3	2.03
特锐德	27.30	0.17	0.42	0.60	0.87	164.2	64.5	45.1	31.3	4.94
平均值						52.4	23.8	18.2	14.1	2.81

资料来源: Wind, 国盛证券研究所, 股价为 2021 年 5 月 28 日收盘价

6. 风险提示

电力行业竞争加剧风险, 行业政策落地不及预期风险, 核心人才流失风险, 区域市场开拓风险, 新业务开拓风险等。

电力行业竞争加剧风险

随着国家电力体制改革, 电力行业市场化程度持续提升, 行业面临较大的发展机遇期, 市场竞争日趋激烈, 可能引起行业平均利润率下滑。

行业政策落地不及预期风险

国家近年来颁布了系列引导和支持电力产业投资建设政策举措, 尤其是对清洁能源领域的支持力度较大, 行业政策环境较好, 但若后续政策落地不及预期, 则会对行业环境产生不利影响。

核心人才流失风险

电力设计行业较为依赖于高素质人才, 公司当前核心人才较为稳定, 但若未来核心人才出现流失, 则容易对公司综合竞争力产生不利影响。

区域市场开拓风险

当前公司立足于江苏常州, 面向全国进行市场开拓, 当前公司仍处于发展期, 攻克行业区域壁垒限制尚需投入更多资源、耗费更多时间, 区域开拓过程中可能会造成短期经营情况波动。

新业务开拓风险

公司是 EPCO 一站式供用电综合服务商, 面向客户不断开发新的服务方式, O 端业务有望重点发力, 但也存开发进度不及预期风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（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。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com