

苏文电能 (300982)

证券研究报告
2021年07月03日

电力 EPCO 民营龙头，兼具短期弹性与长期成长

电力 EPCO 龙头有望持续高成长，首次覆盖，给予“买入”评级

公司以电力设计院起家，目前已成长为江苏省能够实现电力工程 EPCO 一站式服务的民营电力工程+运维龙头，并逐步向江苏省外进行业务拓展。我们认为公司 EPC 服务模式在用户侧变配电工程中具备显著优势，未来有望不断提升自身市占率；而分布式光伏大力推广也有望进一步带动储能、配网升级、电力智能运维等市场放量，闭环服务能力有望使公司工程和运维业务相互导流，共同实现高速增长。上市后公司资金实力提升，工程端扩张有望提速，同时实现对 O 端客户的快速积累。我们认为公司有望持续高成长，21-23 年业绩复合增速有望超 33%，首次覆盖，给予“买入”评级。

电力 EPC 竞争优势明显，未来有望持续高增长

公司工程端业务集中于中低压配电网和建筑用户红线内变配电工程，2017 年以来后者收入占比均超过 86%。红线内变配电工程主要与建筑类固定资产投资相关，我们测算 2019 年地产+工业变配电工程全国市场空间超 5800 亿元，2019 年公司在常州/江苏/全国市占率 9.6%/1.0%/0.16%，提升空间大。公司 EPC 业务打通全产业链，能够实现设备自供，我们认为在交付成本、周期和服务广度上均具备明显优势，未来有望通过省内外市场共同发力不断提升市占率，饱满订单有望带动公司工程收入持续高增长。相比土建 EPC，电力 EPC 具有高利润率和短交期/高周转的特性，有望使公司快速扩张中保持良好财务质量。

O 端业务空间大，分布式光伏等能源升级有望加速公司新业务增长

公司 O 端业务主要包括电力智能维护、售电和电力设施智能化，依托于自建电力运维信息化平台，公司能够实现主动预警维护和电费节约，17-20 年收入 CAGR+98%。我们预计 2024 年全国电力运维市场规模有望达到近千亿元，20-27 年 CAGR+17%，后续公司有望通过 EPC 快速增长与软件赋能实现 O 端客户放量。分布式光伏受政策推动，我们认为后续有望提速推广，公司在光伏和储能等领域拥有多项技术和专利储备，未来有望受益由分布式光伏推广带来的电网改造、增量配网和运维市场机会。

EPC 与 O 相得益彰，首次覆盖，给予“买入”评级

我们认为公司通过 EPCO 打造的闭环服务模式具备领先性，短期内业务增量或仍主要来自工程端，O 端有望使公司具备较好的中长期成长性及投资回报率。我们预计公司 21-23 年 EPS2.25/2.95/3.84 元，CAGR+31.4%。当前可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE 均值为 49.12 倍，给予 2021 年 31 倍 PE，对应 PEG 为 1 左右，对应目标价 69.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：电力行业市场化不及预期或竞争超预期，市场开拓速度不及预期或成本超预期，大客户回款不及预期，业务导入不及预期或客户流失率超预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	990.43	1,368.82	1,901.96	2,525.84	3,317.23
增长率(%)	48.35	38.21	38.95	32.80	31.33
EBITDA(百万元)	213.20	329.24	409.64	543.52	706.31
净利润(百万元)	127.30	237.46	316.13	414.12	539.30
增长率(%)	90.91	86.53	33.13	31.00	30.23
EPS(元/股)	0.91	1.69	2.25	2.95	3.84
市盈率(P/E)	61.67	33.06	24.83	18.96	14.56
市净率(P/B)	16.39	10.97	5.31	4.27	3.44
市销率(P/S)	7.93	5.74	4.13	3.11	2.37
EV/EBITDA	-	-	16.81	12.13	9.08

资料来源: wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	建筑装饰/基础设施建设
6 个月评级	买入 (首次评级)
当前价格	58.92 元
目标价格	69.75 元

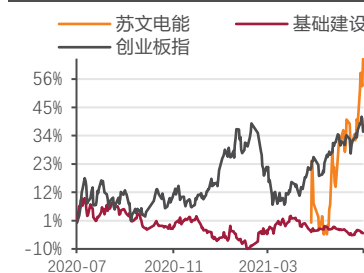
基本数据

A 股总股本(百万股)	140.32
流通 A 股股本(百万股)	33.27
A 股总市值(百万元)	8,267.55
流通 A 股市值(百万元)	1,960.35
每股净资产(元)	7.37
资产负债率(%)	47.01
一年内最高/最低(元)	61.38/33.45

作者

鲍荣富	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520120003 baorongfu@tfzq.com	
王涛	分析师
SAC 执业证书编号: S1110521010001 wangtaoa@tfzq.com	
郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520030001 guolili@tfzq.com	
杨阳	分析师
SAC 执业证书编号: S1110520050001 yangyanga@tfzq.com	
朱晓辰	联系人
zhuxiaochen@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

内容目录

1. 苏文电能：EPCO 一站式电能服务商.....	5
1.1. 设计业务为基，打造电力工程整体解决方案.....	5
1.2. EPC+O，两大类业务共促快速增长.....	7
2. EPC 与 O 相得益彰，二者均有望实现快速增长.....	11
2.1. 变配电工程有望提升市占率，分布式光伏或带来增量配电网业务.....	11
2.1.1. 行业分层：国企主导红线外输电网，变配电端民企竞争.....	11
2.1.2. 配网建设：市场空间有望平稳增长，有望边际受益于分布式光伏发展.....	14
2.1.3. 用户侧变配电工程：房地产与工业业主是用电侧配电工程主要需求方.....	17
2.1.4. 公司业务：电力工程收入快速增长，居配业务成发展重点.....	19
2.1.5. 公司战略：区域内外共同拓展，核心优势助推市占率提升.....	21
2.2. 主动运维降本增效，公司解决方案精准卡位.....	22
2.2.1. 需求端：主动托管运维成为行业趋势，智能电网建设要求逐步提升.....	22
2.2.2. 供给侧：行业集中度低，公司卡位智能用电服务.....	25
2.2.3. 公司运维业务：智能用电收入快速增长，募投项目继续加码.....	26
3. 高周转商业模式良好，控费能力优秀.....	28
3.1. 盈利能力处于行业优秀水平.....	28
3.2. 利润率优势主要来自于控费能力，工程业务毛利率高于土建可比公司.....	29
3.3. 流动资产高周转，收付现情况相对稳定.....	31
4. 盈利预测与估值.....	31
风险提示.....	33

图表目录

图 1：历史沿革.....	5
图 2：公司股权结构（截至 2021 年 6 月 4 日）.....	5
图 3：公司业务范围.....	6
图 4：苏文电能营业收入及净利润.....	7
图 5：苏文电能利润率.....	7
图 6：公司分业务营收及同比增速.....	8
图 7：公司分业务毛利率.....	8
图 8：公司电力咨询设计业务营收.....	8
图 9：公司电力咨询设计部分案例.....	8
图 10：电力设备供应收入（万元）.....	9
图 11：公司电力工程建设分类营收占电力工程建设营收比例.....	10
图 12：公司 2020H1 电力工程建设数量及均价.....	10
图 13：智能用电服务逻辑.....	10

图 14: 公司智能用电服务营收细分 (万元)	11
图 15: 2020H1, 公司智能用电服务细分占比	11
图 16: 电力行业示意图	11
图 17: 配网端示意图	12
图 18: 变电所系统式主接线图	12
图 19: 用户供电电压等级及变电器容量	12
图 20: 电源与电网基本建设投资完成额	14
图 21: 电源基本建设投资完成额细分	14
图 22: 配网完成额及占比	15
图 23: 电网与国网投资额	15
图 24: 传统&分布式光伏电力模式	17
图 25: 常州市工业及房地产开发投资完成额	18
图 26: 行业划分收入占比	19
图 27: 苏文电能地域收入占比	21
图 28: 苏文电能省外地域收入	21
图 29: 苏文电能规划发展	21
图 30: 常州区域外营收 (万元)	22
图 31: 公司业务模式	22
图 32: 自维与托管运维对比	23
图 33: 自维与托管运维费用 (万元)	23
图 34: 中国电力运维托管行业市场规模及预测	24
图 35: 电力运维托管用户及渗透率	24
图 36: 电力运维托管用户年均费用	24
图 37: 苏文电能运维软件	25
图 38: 苏文电能解决方案	25
图 39: 苏文电能运维系统	25
图 40: 设备周期管理界面	25
图 41: 智能用电服务收入情况	26
图 42: 公司智能用电服务毛利率	26
图 43: 2019 年智能用电服务各类客户收入 (单位: 万元)	27
图 44: 2019 年智能用电服务各类客户收入占比	27
图 45: 苏管家平台业务架构	28
图 46: 可比公司平均 ROE (%)	29
图 47: 可比公司净利率 (%)	29
图 48: 可比公司资产负债率 (%)	29
图 49: 可比公司总资产周转率 (次)	29
图 50: 可比公司毛利率 (%)	30
图 51: 可比公司管理费用率 (%)	30
图 52: 可比公司销售费用率 (%)	30
图 53: 财务费用率 (%)	30
图 54: 苏文电能研发费用	30

图 55: 可比公司流动资产周转率 (次)	31
图 56: 可比公司收现比 (%)	31
图 57: 可比公司付现比 (%)	31
表 1: 江苏省电力勘察设计企业相关资质等级	6
表 2: 公司目前资质等级及远景展望	7
表 3: 电力咨询设计业务具体服务内容	8
表 4: 公司主要电力设备	9
表 5: 电力勘察设计行业竞争格局	13
表 6: 施工图阶段容量	13
表 7: 220kV 及以下各类企业占比	13
表 8: 主辅分离改革政策及影响梳理	14
表 9: 十四五规划和十三五规划对比	16
表 10: 乐观情况下 BIPV 市场空间预测	16
表 11: 保守情况下 BIPV 市场空间预测	16
表 12: 苏文电能光伏及储能相关技术储备	17
表 13: 公司收入 (除智能运维) 按照红线内外划分	18
表 14: 苏文电能市占率测算	18
表 15: 电力工程新签合同	19
表 16: 公司来自于国网及附属企业的电力工程业务收入 (万元)	19
表 17: 2019 年公司营收穿透前后按客户划分	20
表 18: 苏文电能房地产客户明细	20
表 19: 《国家电网公司能源互联网规划》主要内容	23
表 20: 智能用电服务项目数量	27
表 21: 公司分项业务收入及毛利率预测表	32
表 22: 公司核心费用指标预测表	32
表 23: 可比公司估值表	33

1. 苏文电能：EPCO 一站式电能服务商

1.1. 设计业务为基，打造电力工程整体解决方案

公司以设计院起家，逐步成长为 EPCO 服务商。公司成立于 2007 年，在 2013 年前，主营业务为承接大型电力设计院的外包工作。随着资质和经验的不断积累，公司于 2013 年提出 EPCO 一站式电能服务，以电力咨询设计业务为基础，开展电力工程建设业务。2014 年，公司成功完成首个 EPCO 项目(朗盛 35kV 变电站总包及 24 小时集控运维业务工程)。2016 年开始，公司进入快速发展时期，以 EPC 为代表的电力工程建设业务逐步放量，同时带动电力设备供应业务和智能用电服务的发展。2017 年，公司变更为股份制，并于 2021 年在创业板首发上市。

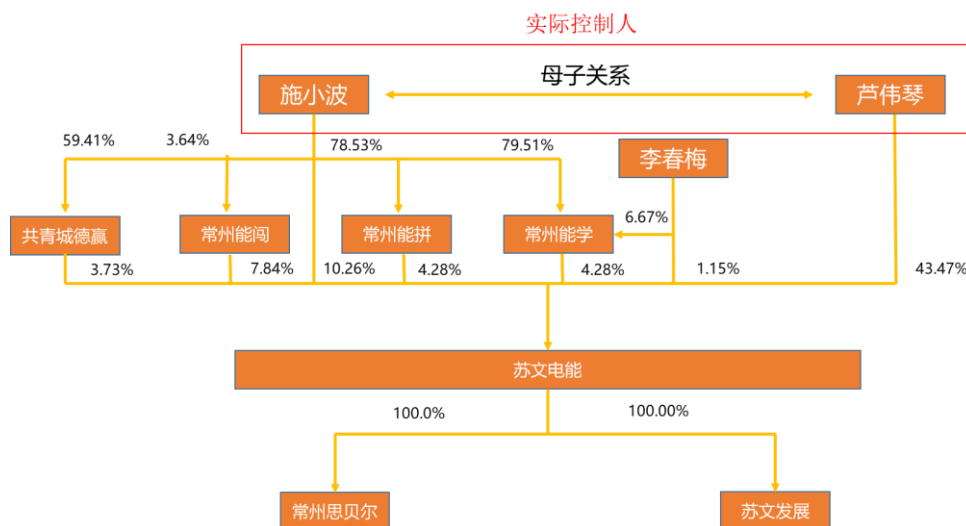
图 1：历史沿革



资料来源：公司官网，中国金融信息网，黑马智库公众号，招股说明书，天风证券研究所

实际控制人共持股 62.98%，股权相对集中。截至 2021 年 6 月 4 日，公司实际控制人为施小波和芦伟琴，两人系母子关系，合计持有公司 62.98% 的股份。其中，芦伟琴持有公司 43.47% 的股份；施小波直接持有公司 10.26% 的股份，并通过常州能闯、常州能拼、常州能学和共青城德赢间接持有公司 9.25% 的股份，共持有公司 19.51% 的股份。

图 2：公司股权结构（截至 2021 年 6 月 4 日）

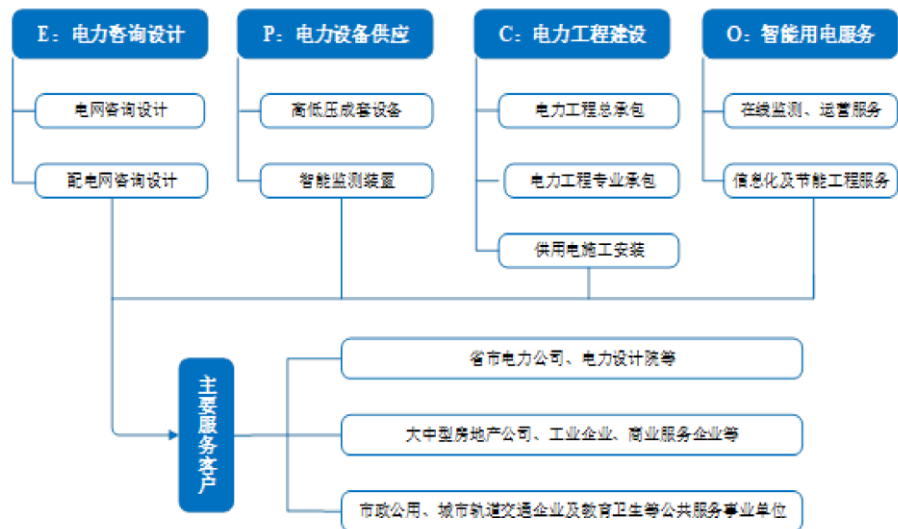


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司能够提供电力工程整体解决方案。公司以电力咨询设计业务为先导，涵盖电力咨询设计 (E)、电力设备供应 (P)、电力工程建设 (C) 和智能用电服务 (O)。EPCO 供用电服务模式提供电力工程施工与设计服务领域整体解决方案，属于国家大力培育和发展的新业态、

新模式。公司以传统工程咨询主业，配合自身设备供应能力，共同带动电力 EPC 业务快速增长，而 EPC 业务快速增长所积累的客户，也有望为后续 O 端业务的增长创造基础。

图 3：公司业务范围



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

电力勘察设计民营企业中，公司资质具备竞争优势。按照行业资质等级分类来看，江苏省内第一梯队及第二梯队中具备送变电工程专业甲级资质的企业数量较少且国有企业居多；民营电力勘察设计企业多集中在第二梯队的送变电工程专业乙级资质企业和第三梯队企业之中，其中具有送变电工程专业乙级资质的民营企业需要具备较强技术实力和服务能力，属于江苏省电力勘察设计民营企业中具备较强综合竞争实力的优势企业。2015 年公司成功获得送变电工程专业乙级资质，进入行业第二梯队。

表 1：江苏省电力勘察设计企业相关资质等级

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

备注：66 家国有企业中有 42 家为国网附属企业，其他 24 家国有企业也非主要从事电力工程施工与设计服务业务或 220kV 及以下的送变电工程设计和施工业务，因此与苏文电能在全国及附属企业业务承接中不存在直接竞争关系

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司各电力行业细分资质齐全。工程设计中公司具有电力行业送变电工程专业乙级，建筑智能化系统设计专项乙级资质，工程咨询具有电力专业乙级资质。公司还具有建筑企业各类工程总承包三级资质和建筑机电安装工程专业承包二级资质。并计划通过三年时间将工程设计和咨询类资质提升至专业甲级；各类工程总承包分别提升一至二级。

表 2: 公司目前资质等级及远景展望

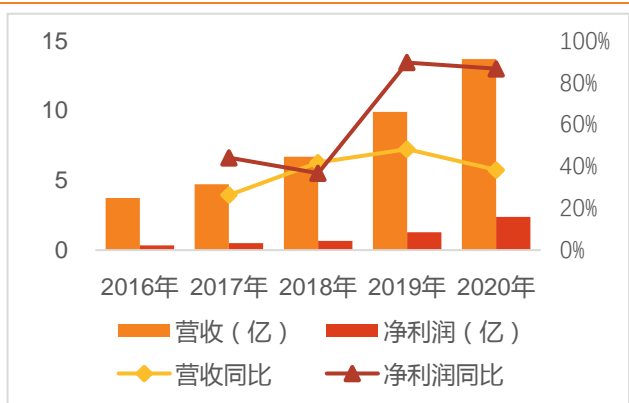
类别	目前许可类别和资质等级	三年内目标等级
工程设计 资质	电力行业送变电工程专业乙级	专业甲级
	建筑智能化系统设计专项乙级	专项甲级
工程咨询 资质	电力专业乙级（含火电、水电、核电、新能源）资信评价	专业甲级
	电力工程施工总承包三级	二级
建筑企业 资质	输变电工程专业承包三级	二级
	建筑工程施工总承包三级	二级
	市政公用工程施工总承包三级	二级
	机电工程施工总承包三级	一级
	建筑机电安装工程专业承包二级	一级

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

1.2. EPC+O，两大类业务共促快速成长

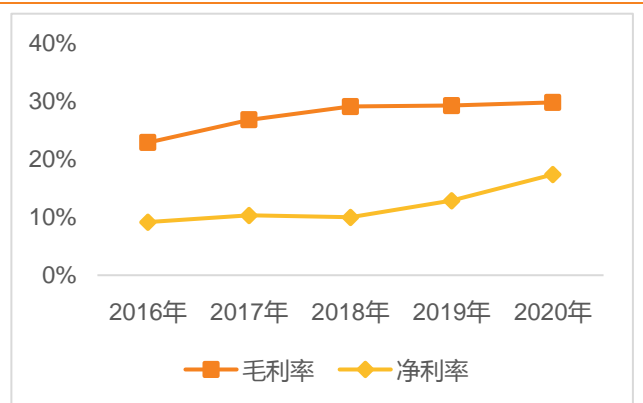
2016-2020 年，EPC 业务带动公司收入利润快速扩张。苏文电能 2020 年实现营业收入/净利润 13.69 亿/2.37 亿，同比增长 38.28%/86.61%。2016 年-2020 年，公司的营业收入增长迅速，CAGR+38.4%，主要系电力工程施工与设备销售业务收入快速增长所致。16-10 年公司归母净利 CAGR+62.5%，收入快速增长情况下，利润率逐步提升对利润增速也产生了明显的积极效应。利润率方面，2020 年公司毛利率/净利率 29.77%/17.35%，同比增长 0.55/4.49pct。公司净利率逐年上升，一方面毛利率总体呈现上升的趋势，另一方面公司费用管控效果也不断提升。

图 4：苏文电能营业收入及净利润



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 5：苏文电能利润率



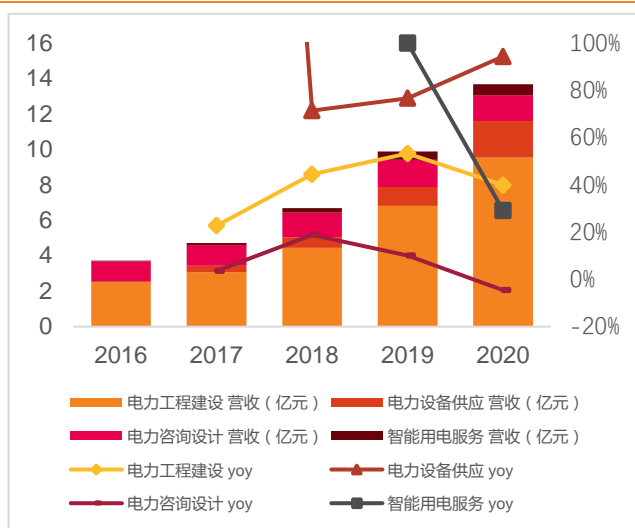
资料来源：Wind，天风证券研究所

公司主营业务分为工程与运维两大块，即 EPC+O。设计、施工和设备供应共同构成了公司电力工程的 EPC 业务，而智能用电服务则对应 O 端业务。2016-2020 年公司主营业务收入快速提升，电力建设和设备供应取得快速增长，体现了公司通过设计为 EPC 业务引流的功效，而设计业务发展则相对平稳。O 端业务在 17-19 年的收入增速均超过 100%，但总体体量较小，2020 年其收入占比未超过 5%。短期来看，我们预计工程相关业务或仍是公司的主要增长来源，在工程端业务快速增长带动下，O 端业务也有望较快扩张。

18-20 年公司工程建设和设备供应毛利率均稳中有升，其中工程毛利率从 23%提升至 27%，设备业务毛利率从 20.6%提升至 22.5%。16-20 年公司设计业务毛利率呈下降趋势，我们判断一方面可能与市场竞争加剧相关，一方面可能也与公司主要将设计业务作为引流方式，并不

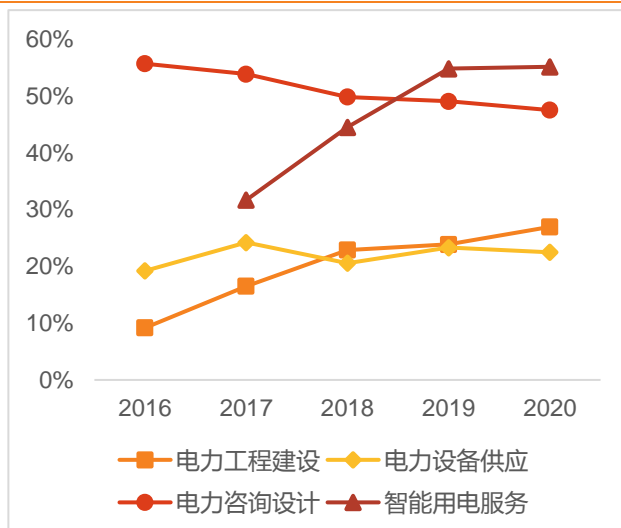
追求高利润率相关。17-20 年公司运维业务毛利率持续上行，2020 年已达到 55%，我们认为从运维业务的商业模式看，在运维第一年需一次性投入的成本相对较多，而后续需增加的边际成本相对较少，但每年的收费基本固定，因此随着成熟项目的逐渐增多，运维业务的毛利率也呈现上升趋势。

图 6：公司分业务营收及同比增速



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 7：公司分业务毛利率



资料来源：Wind，天风证券研究所

电力咨询设计业务 (E) 是公司的核心业务之一。公司可为国家电网 220kV 及以下输变电工程，城市及农村配电网工程，工业、商业等多类型企业用户电力建设工程提供工程咨询、设计全过程技术服务。2017 年-2020 年 H1 配电网咨询设计是公司电力咨询业务收入的主要来源，占比均在 70%以上。配电网业务是指电压等级在 35kV 以下的设计项目，该类项目具有设计周期短、规模小、频次高的特点。2020 年 1-6 月，公司配电网/电网设计占比分别为 74.74%/25.26%，与 2019 年基本一致，我们判断后续公司设计及工程业务仍将集中于配电网环节。

表 3：电力咨询设计业务具体服务内容

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、变电站扩容改造、输电线路维修改造、区域性电网加强以及工业、商业等用户电力建设工程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：招股说明书，天风证券研究所

图 8：公司电力咨询设计业务营收

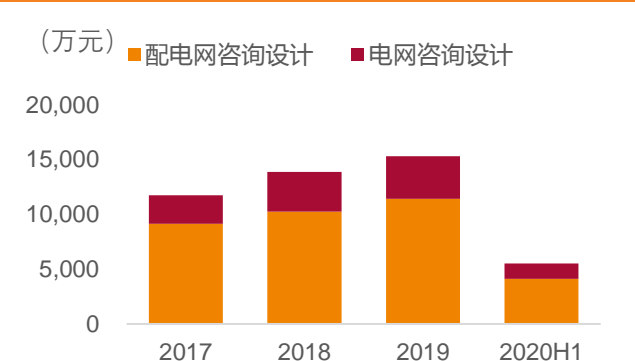


图 9：公司电力咨询设计部分案例





注：2020H1 为最新详细数据，以下各图表中截至 2020H1 的均为此情况

资料来源：招股说明书，公司官网，天风证券研究所

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

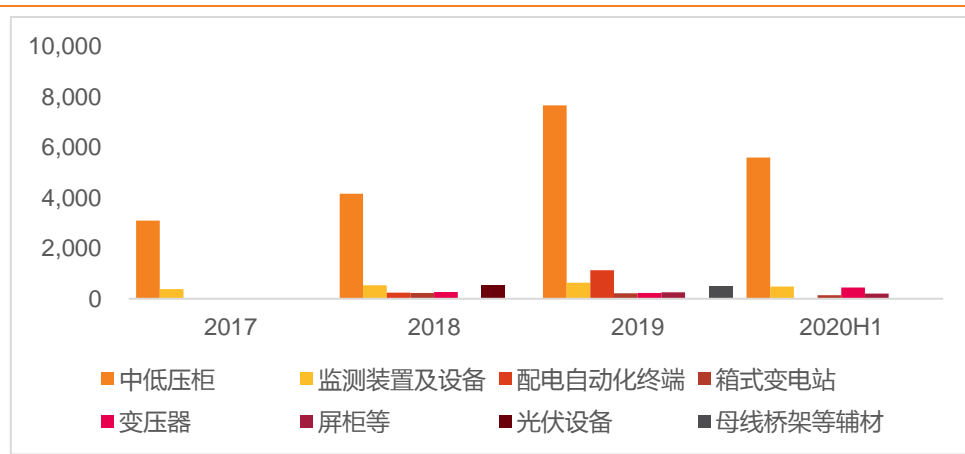
电力设备供应业务 (P) 自 2017 年起步，近些年保持收入高增长态势。公司主要电力设备为中低压柜，营收占电力设备供应收入比例一直在 69%以上。电力设备生产以定制化产品为主，配合自身 EPC 工程项目，提升自身工程项目的设备供应速度和服务响应速度。相比单一设备销售企业，公司设计、工程等其他业务给设备销售增加了渠道。设备业务于 2017 年开始大规模开展，为尽快拓展市场，公司定价相对较低，2017-2020H1 公司设备业务毛利率整体低于特锐德及长高集团 3-11 个百分点。

表 4：公司主要电力设备

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	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/通讯管理器	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	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，天风证券研究所

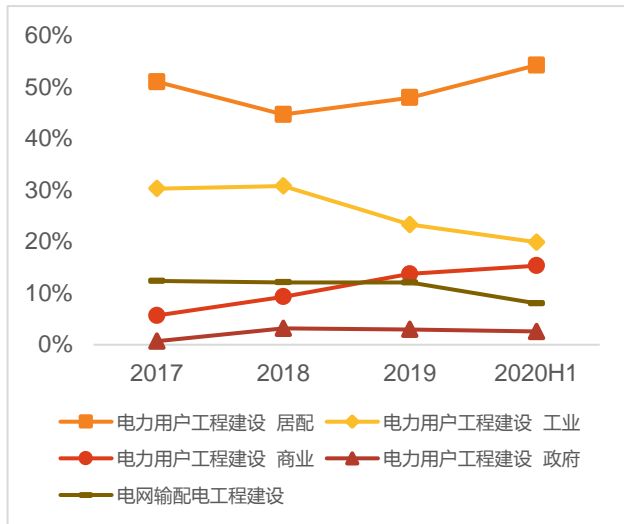
图 10：电力设备供应收入 (万元)



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

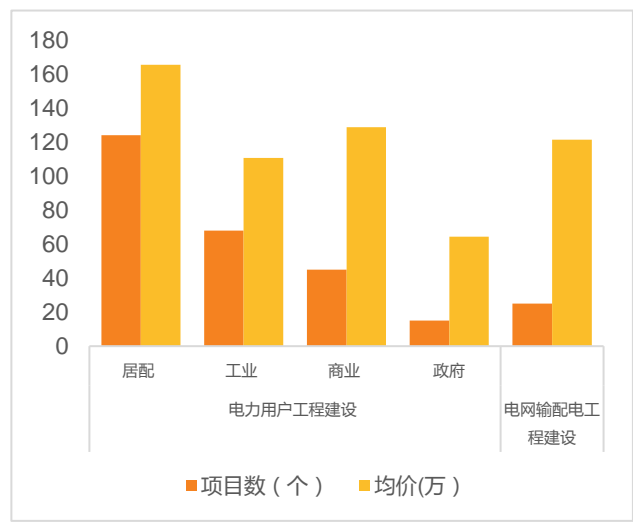
电力工程建设 (C) 作为公司的另一项核心业务，近年来在电力咨询设计业务的延伸带动下取得了快速成长。电力工程建设业务主要由 220kV 及以下电压等级工程总承包、110kV 及以下电压等级送变电工程专业承包和供用电施工安装业务构成。按照工程性质，业务可分为红线内 (红线，又称建筑控制线，是用户用地的边界线) 和红线外工程，其中电网输配电工程是在红线外进行的输配电架空线路、输配电电缆线路、供电土建管沟、用户接入等工程项目；电力用户工程是在红线内进行的变电所设备安装工程、配电设施土建、变电所的低压出线电缆工程等。2017 年-2020 年 H1，公司居配工程项目承揽较多，收入占比较高。2020 年公司电力工程下游主要由住宅和工商业组成，占比分别达到了 54.22%和 35.21%，输电工程占比很低。

图 11：公司电力工程建设分类营收占电力工程建设营收比例



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 12：公司 2020H1 电力工程建设数量及均价



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

公司智能用电服务（O）主要服务于工业、商业、公共事业等企业端用电环节。公司 O 端品类较多，但主要由电力运维、售电服务和电力设施智能化三部分业务组成。其中电力运维业务核心逻辑是利用电能采集设备和通讯设备，将客户端用电设备接入智能用电服务平台，对用电数据进行实时采集和监测，实现用电的在线管理。同时，结合公司线下的专业运维队伍和设备供应能力，能够有效降低客户用电管理成本，延长电气设备的使用寿命。

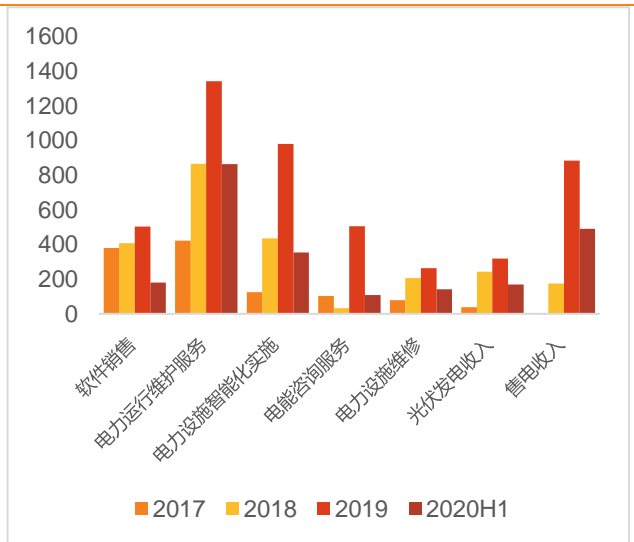
图 13：智能用电服务逻辑



资料来源：电能侠公众号，天风证券研究所

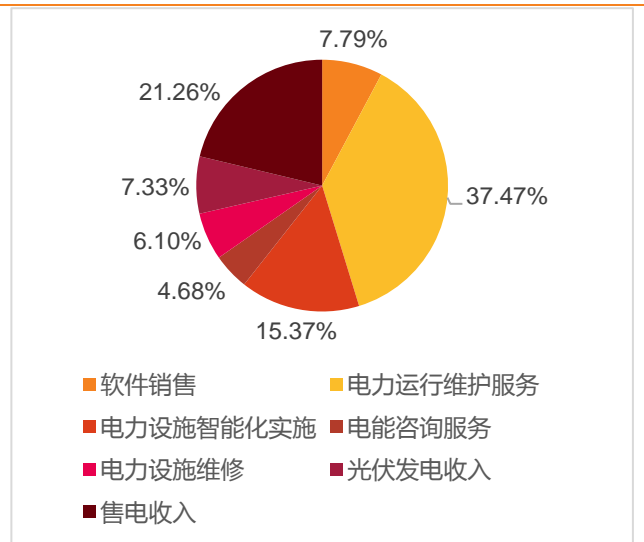
2020 年 H1，公司电力运行维护服务，售电服务和电力设施智能化实施分别收入 864.01 万元，490.36 万元和 354.41 万元，占比分别为 37.47%，21.26%和 15.37%。电力设施智能化实施属于“变电所升级”，为客户电力设施加装仪器实现设施的数据化和可传输化。该业务属于客户委托的一次性服务业务。售电业务为发电公司、电力用户提供交易撮合和代理购售电业务提供居间代理服务，2020 年 6 月末，公司售电业务签约用户 427 户，售电业务量为 12.51 亿千瓦时。

图 14：公司智能用电服务营收细分（万元）



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

图 15：2020H1，公司智能用电服务细分占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

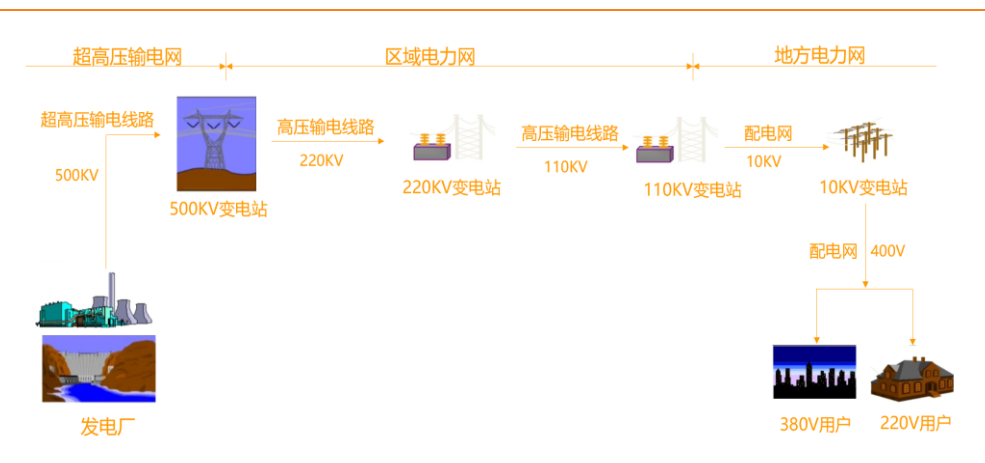
2. EPC 与 O 相得益彰，二者均有望实现快速增长

2.1. 变配电工程有望提升市占率，分布式光伏或带来增量配电网业务

2.1.1. 行业分层：国企主导红线外输电网，变配电端民企竞争

电力行业产业链主要包含发电端，输电端和配电端。发电端主要对应各类电源类投资，如水电、火电、核电、光伏等电站的投资建设；输电端主要通过高压电路将发电端的电力运送到配电端。配电端主要功能是承接配电、售电及用电。输电网和配电网统称为电网端。由于发电端和用电侧通常距离较远，输电线路较长，所需要电压较高，以降低线路损耗，故输电网一般采用 110 kV 以上电压输送电力。配电网主要包含高压配电网（35—110kV/220kV），中压配电网（6—20kV），负责将电能输送至用电客户的变电站处（红线外），我们认为中高压配电网主要投资方为国有电网企业及少部分社会资本，对应电网投资。低压配电网（220/380V）主要是向居民区、工商业企业、市政单位等各类用户分配电能，主要为建筑红线内的变配电工程，与建筑工程中的电气投资相关度高。

图 16：电力行业示意图



资料来源：易筑电气公众号，天风证券研究所

配电端主要是输送电（线缆）和变压（变电站）两个过程。输送电方面，经输电网传送的电能经变压后输送给各类业主。根据电压等级划分，工业用电等级自 110kV-220V 不等，某些超大型企业进户电压高达 110kV，内部再通过变电设备转化为不同电压等级供不同设备使用。以大型煤矿为例，通风机/采煤机/井内照明的电压等级可为 10kV /3.3kV/127V，由于电

力系统较为复杂，内部往往设置多个变压器；居民生活用电进户电压通常为 220V 或 380V。以业主层面划分，变配电端业主通常为工商业用户，房地产用户及政府等，其变配电工程通常是以招标投标形式聘请专业电力咨询设计企业提供服务，而不是由电网直接投资。

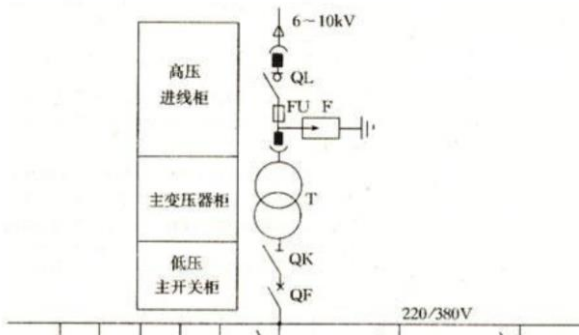
图 17：配网端示意图



资料来源：电工之家，天风证券研究所

变电站方面，主要将高压电变压为低压电，构成主要是高压进线柜、主变压器柜和低压开关柜。按照建筑电气常用数据规范，380V-110kV 均需要使用变压器，且随着电压升高变压器容量增加。以居配工程为例，同一小区变电站一般会配置多台低压开关柜（出线柜），每台出线柜都会对应各自供电区域，由于各自供电区域内对应电力用户数量不同、电力负荷大小也就存在差异，因此设备以定制化为主。

图 18：变电所系统式主接线图



资料来源：电工技术之家，天风证券研究所

图 19：用户供电电压等级及变电器容量

供电电压等级 (kV)	用电设备容量	受电变压器总容量
0.22	10kW及以下单相设备	—
0.38	100kW及以下	50kVA及一下
10	—	100~8000kVA
20	—	200~16000kVA
35	—	5~40MVA
66	—	15~40MVA
110	—	20MVA~100MVA

资料来源：中国建筑设计研究院、中国标准设计研究院、悉地（北京）国际设计顾问《19DX101-1 电气常用数据》，天风证券研究所

全国电力勘察设计行业参与主体众多，市场竞争较为充分。电力勘察设计行业位于电力投资行业的上游。我国电力勘察设计行业主要以电力咨询设计和工程总承包业务为主要收入来源，包括输电网、配电网供用电工程建设的勘察、咨询、设计和工程总承包等细分业务类型。行业主要划分为三个梯队，其中，第一梯队主要拥有电力工程设计综合资质或电力工程设计行业资质，此类资质 90%以上为大型国企掌握。第二梯队为拥有电力工程设计专业甲级和乙级资质企业，可承担资质范围内电力设计和施工任务，属于已经具备一定规模和竞争实力的电力勘察设计企业。第三梯队为仅拥有电力工程设计专业丙级资质的企业，主要从事附加值较低的电力勘察设计业务。

表 5：电力勘察设计行业竞争格局

梯队	数量（家）	主要企业	资质类型	经营范围
第一梯队	115	中国电建、中国能建 下属设计院及部分 省级电力设计院	电力工程设计综合资质 电力工程设计行业资质	全部 21 个行业可承担建设工程设计 业务、工程总承包业务以及项目管理 和相关的技术服务，承接业务的规模 不受限制。 承担电力行业各种等级建设工程项 目的勘察设计和 EPC 工程总承包任 务。全国范围内开展业务，设计产品 范围为大机组、超高压（即高端产 品），在高端市场上竞争。
第二梯队	约 1300	地市级设计院及部 分民营设计企业	电力工程设计专业甲级 电力工程设计专业乙级	担本专业建设工程项目主体工程及 其配套工程的设计业务，其规模不受 限制。 承担本专业中、小型建设工程项目 的主体工程及其配套工程的设计业务。 承担本专业小型建设项目的设计业 务，主要从事附加值较低的电力勘察 设计业务，在中低端市场竞争。这些 企业一般规模较小、资质范围较窄、 等级较低、地域性较强，通常在固定 地域从事相对单一的业务。
第三梯队	约 1600	主要是民营企业	电力工程设计专业丙级	

资料来源：招股说明书，住建部，前瞻经济学人，锐观网，天风证券研究所

按照电压划分，国企主要集中在 220kV 以上领域，220kV 以下（特别是 20kV 以下配电网）是民企主要竞争区域。设计施工图阶段是建设工程设计阶段最后一步，对于工程建设有指导意义，我们尝试通过施工图阶段变电和送电容量数据来分析各类市场的竞争格局。根据中国电力规划设计协会数据，2020 年，变/送电工程施工图中 220kV 及以下占比 44.2%/57.5%，故按照供电电压划分，220kV 及以下施工图占比约为 50%。而在 220kV 以下设计市场的参与主体中，区域设计院仅占 2%，大部分为省级设计院和其他类别设计院。我们认为省级院或主要参与 35KV-220KV 领域的业务，而在难度相对较低的 35KV 以下工程中，民营类设计院的机制、营销能力和成本控制能力或有一定优势。

表 6：施工图阶段容量

	总计	220kV 以上	220kV 及以下	220kV 及以下占比
变电(MVA)	226219	126210	100009	44%
送电(km)	32642	13860	18782	58%

资料来源：中国电力规划设计协会，天风证券研究所

表 7：220kV 及以下各类企业占比

	总计	区域设计院	省级设计院	供电及其他设计院
变电(MVA)	100009	1522	56387	42100
变电占比	100%	2%	56%	42%
送电(km)	18782	440	12389	5953
送电占比	100%	2%	66%	32%

资料来源：中国电力规划设计协会，天风证券研究所

市场化加强有望使民企拥有更好的市场环境。2002 年开始，国家开始电力改革，国务院颁布《电力体制改革方案》，主辅分离成为电网既定改革方向。随着国家电力体制改革的推进，电力行业市场化程度不断加深，电力咨询设计、电力工程总承包业务中民营企业逐渐显现出一定的竞争力，特别是在 220kV 及以下电压等级的输变电业务上市场份额持续增加。我们

认为电力行业市场化程度的提升，有利于激励机制相对充分，决策效率更高，成本管控能力更强的民营企业发挥自身优势。

表 8：主辅分离改革政策及影响梳理

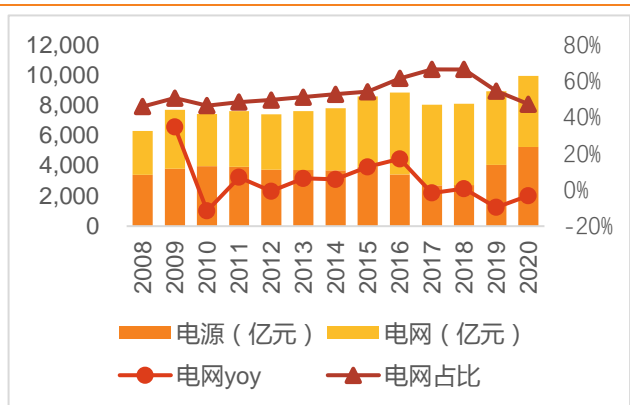
时间	政策	影响
2002 年	《电力体制改革方案》	主辅分离成为电网既定改革方向
2011 年	《电网企业主辅分离改革及电力设计、施工企业一体化重组方案》	中国电建，中国能建重组成立
2015 年	《中共中央国务院关于进一步深化电力体制改革的若干意见》	2019 年国家电网要求下属集体企业退出售电业务

资料来源：北极星电力网，国家能源局，中国建筑材料联合会，天风证券研究所

2.1.2. 配网建设：市场空间有望平稳增长，有望边际受益于分布式光伏发展

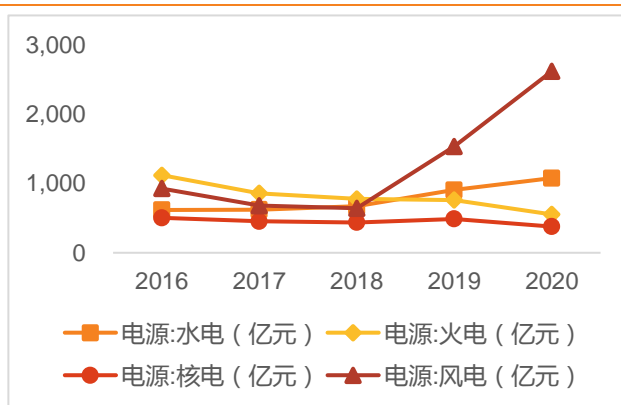
电源基本建设投资指发电端投资，电网基本建设投资指输配电端投资。2020 年，电源/电网基本建设投资额 5244/4699 亿元，同比+29.2%/-3.2%。2015-2016 年受国家配电网建设改造行动计划及新一轮农村电网改造升级等政策引导，电网基本建设投资加快。2019-2020 年受“2018 年底前核准的陆上风电项目，2020 年底前仍未完成并网的，国家将不再补贴”影响导致的风电抢装潮，2019/2020 年风电基本建设投资完成额同比增长 139.1%/70.6%，至 1535/2618 亿，带动电源投资较快增长。

图 20：电源与电网基本建设投资完成额



资料来源：Wind，天风证券研究所

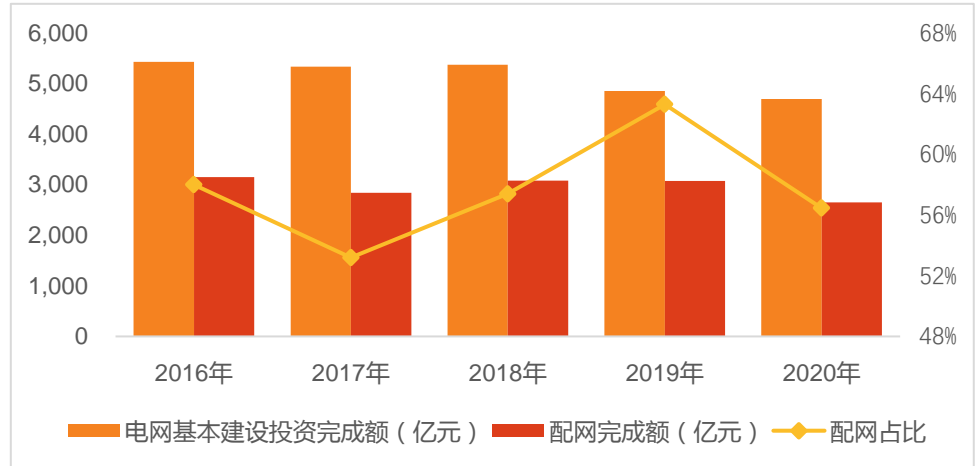
图 21：电源基本建设投资完成额细分



资料来源：Wind，天风证券研究所

配网建设在电网建设中一直保持过半的比例。16-20 年电网建设中，配网建设的投资额占比均在 53%以上，2020 年配网基本建设投资完成额约为 2653 亿元，占比 56.5%，较 2019 年下滑 6.8 个百分点，下滑的主要原因是电力企业提前一年完成国家新一轮农网升级改造任务，致 35kV 以下的电网投资较 2019 年下滑 20.2%。

图 22：配网完成额及占比

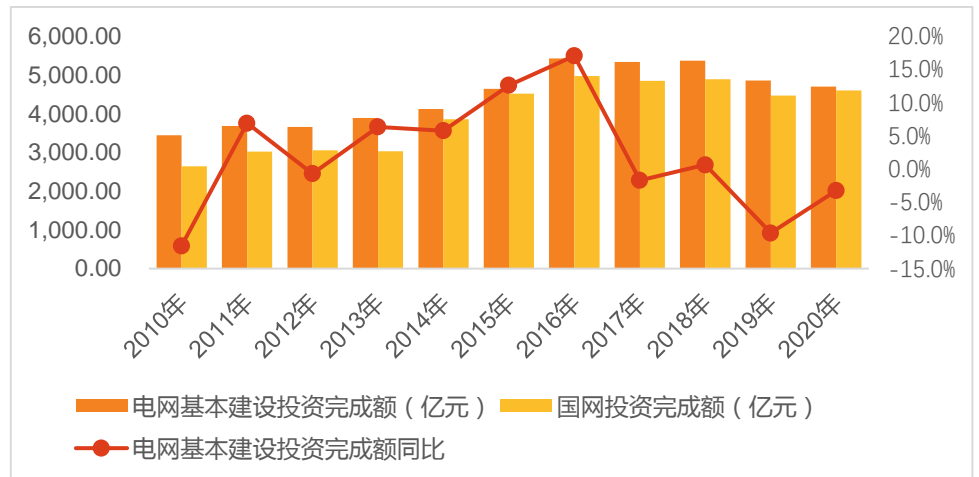


注：2020 年数据以 2020 年 35kV 以下比例及假设 2020 年 110kV 投资完成额与 2019 年一致计算

资料来源：中国电力企业联合会，Wind，天风证券研究所

政策对电网基本建设投资起指导作用，且国网是电网建设投资的重要主体。政策层面，2016 年，国家配电网建设改造行动计划及新一轮农村电网改造升级等政策颁布，同年电网基本建设完成额同比增长 17.1% 至 5431 亿元。2019 年，农村电网改造基本结束，电网基本建设完成额同比下滑 9.6% 至 4856 亿。从数据来看，国网的电网投资完成额占电网基本建设投资一直维持在 75% 以上，且变动方向与电网基本建设投资额基本一致。国网对于其电网投资预算有前瞻规划数据及展望，且占电网基本建设投资额比重较大，有参考意义。国网预计 2021 年完成电网投资 4730 亿元，同比增长 2.7%；“十四五”期间电网及相关产业投资将超过 6 万亿元规模。

图 23：电网与国网投资额



资料来源：Wind，国家电网社会责任报告，天风证券研究所

十四五规划中，电力行业规划开始发力配网端。十三五规划，国家主要推进风电光伏与水电建设。十四五规划相较于十三五，配网端有望成为主要发力点。规划提出加快发展东中部分布式能源，加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，加强源网荷储衔接，提升清洁能源消纳和存储能力等多项配网端举措。

表 9：十四五规划和十三五规划对比

规划	内容
十四五规划	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。推动煤炭生产向资源富集地区集中，合理控制煤电建设规模和发展节奏，推进以电代煤。提高特高压输电通道利用率。加快电网基础设施智能化改造和智能微电网建设，提高电力系统互补互济和智能调节能力，加强源网荷储衔接，提升清洁能源消纳和存储能力，提升向边远地区输配电能力，推进煤电灵活性改造，加快抽水蓄能电站建设和新型储能技术规模化应用。
十三五规划	统筹水电开发与生态保护，坚持生态优先，以重要流域龙头水电站建设为重点，科学开发西南水电资源。继续推进风电、光伏发电发展，积极支持光热发电。以沿海核电带为重点，安全建设自主核电示范工程和项目。加快发展生物质能、地热能，积极开发沿海潮汐能资源。完善风能、太阳能、生物质能发电扶持政策。

资料来源：中国政府网，天风证券研究所

分布式光伏受政策催化或加速成长。6月20日国家能源局发布《关于报送整县（市、区）屋顶分布式光伏开发试点方案的通知》，指出开展整县（市、区）推进屋顶分布式光伏建设，党政机关、学校/医院/村委会公共建筑、工商业厂房、农村居民屋顶总面积可安装光伏发电比例不低于 50%、40%、30%、20%，我们认为该政策有望推动存量与新建建筑加装分布式光伏市场加速扩容。参考我们 BIPV 相关报告，根据中国 BIPV 联盟的预测，至 2025 年 BIPV 在工业厂房新建屋顶分布式光伏项目中的渗透率有望达到 100%，即使保守假设工商业新增装机容量中 50%来自于工业建筑，2025 年工业建筑带来的 BIPV 市场也有望达到 16.88-20.63GW，20-25 年 CAGR88%-96%。

表 10：乐观情况下 BIPV 市场空间预测

BIPV 占工商业分布的比例	30%	50%	100%
BIPV 装机量 (GW)	12.38	20.63	41.25
20-25CAGR	77.12%	96.17%	125.34%
5 元/w 时 2025 年市场空间 (亿元)	618.75	1031.25	2062.50
2.5 元/w 时 2025 年市场空间 (亿元)	309.38	515.63	1031.25

资料来源：CPIA、天风证券研究所

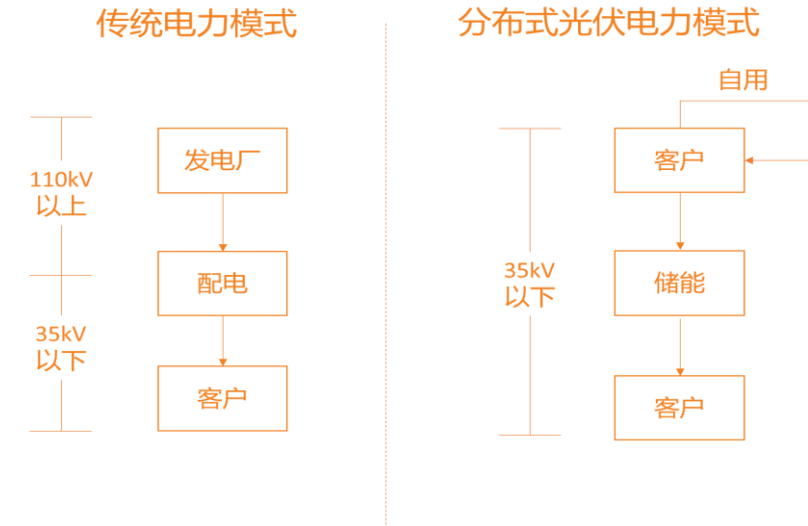
表 11：保守情况下 BIPV 市场空间预测

BIPV 占工商业分布的比例	30%	50%	100%
BIPV 装机量 (GW)	10.13	16.88	33.75
20-25CAGR	70.15%	88.45%	116.47%
5 元/w 时 2025 年市场空间 (亿元)	506.25	843.75	1687.5
2.5 元/w 时 2025 年市场空间 (亿元)	253.13	421.88	843.75

资料来源：CPIA、天风证券研究所

分布式光伏对配电网提出新的适应性要求，配电网建设市场有望边际收益。据北极星太阳能光伏网，随着越来越多的分布式电源接入到配电网中，电力网路的结构和控制方式可能发生很大改变，提前对配电网的结构进行升级换代和优化显得尤为重要。另外，大量分布式光伏电源接入到配电网中后，用户侧可以主动参与能量管理和运营，使传统配电网运营费用模型不再适用。我们认为若分布式光伏未来得到广泛推广，对现有配电网的改造升级以及新建更加适应分布式能源的增量配电网有望为电网配电网建设带来增量市场。

图 24：传统&分布式光伏电力模式



资料来源：天风证券研究所

公司有望受益由分布式光伏推广带来的电网改造、增量配网和运维市场机会。第一，公司可以提供配电网络的一体化建造服务，包括投建、维护、改造配电网络；第二，公司已通过运维业务开展用电规划、节能增效、用电设备运维等业务；第三，公司已布局分布式光伏领域，据不完全统计，公司储备光伏及储能相关专利 10 项，计算机软件著作权 1 项及在研项目 1 项。公司参与多项光伏相关领域工程建设，例如 2017 年江苏国清新能源“常州地区 6 个分布式光伏电站”项目，2019 年晶科集团“广西那坡 15MW 光伏发电”和“云南宣威 27.568MW 光伏发电”项目。

表 12：苏文电能光伏及储能相关技术储备

类别	名称	专利号/著作权号/简介	有效期
专利	一种带有超级电容的光伏充电桩	ZL201620753280.8	2016.07.16-2026.07.15
专利	一种光伏电站直流汇流箱	ZL201721096691.5	2017.08.29-2027.08.28
专利	一种分布式光伏电站交流侧具有单向控制功能的低压电路	ZL201721096695.3	2017.08.29-2027.08.28
专利	一种改善光伏电站功率因素的电气主接线结构	ZL201820858655.6	2018.06.05-2028.06.04
专利	一种马鞍板屋面用新型光伏支架	ZL201920384558.2	2019.03.26-2029.03.25
专利	一种建筑一体化光伏车棚	ZL201920416685.6	2019.03.29-2029.03.28
专利	智慧光伏发电装置	ZL201922460190.6	2019.12.30-2029.12.29
专利	一种具有可平抑功率波动的储能系统的微电网	ZL201510116670.4	2015.03.17-2035.03.16
专利	一种户内紧凑型储能变压模块	ZL201920416114.2	2019.03.29-2029.03.28
专利	一种节能、均温型储能预制舱	ZL201920416716.8	2019.03.29-2029.03.28
计算机软件著作权	光伏电站监控系统[简称：EIS2100]V1.0.0	2016SR234699	2015.11.01-2065.11.01
在研项目	屋顶光伏安装技术的开发和应用	一种可在马鞍板屋面安装的新型支架方案利用新型材料设备,可以有效地杜绝屋面漏雨发生的隐患。	测试阶段

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.1.3. 用户侧变配电工程：房地产与工业业主是用电侧配电工程主要需求方

苏文电能的电力咨询设计，工程建设和设备供应业务与用户侧变配电工程相关性较高。由于工业及房地产业主电力建设业务主要集中在红线内，且根据红线内外口径划分公司收入（除智能运维），公司红线内收入占比一直维持在 85%以上，我们认为红线内市场，即用户

侧配电工程是公司主要业务范围。

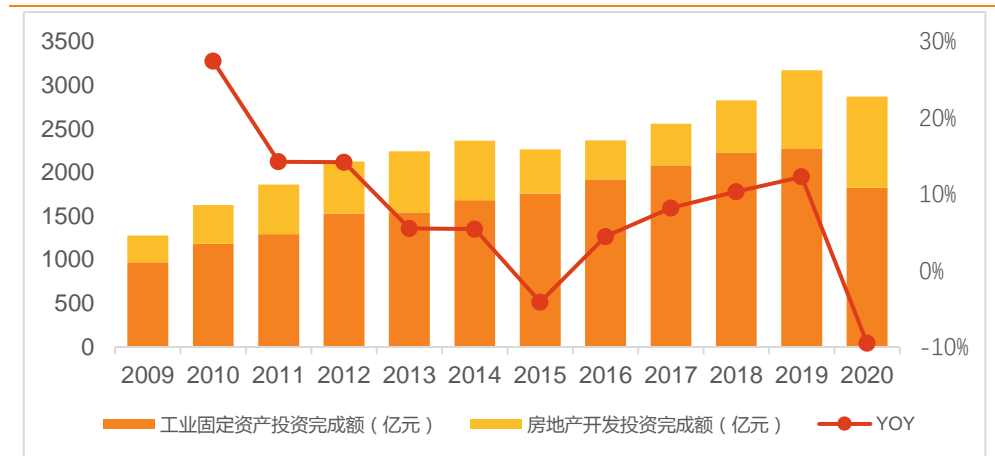
表 13: 公司收入 (除智能运维) 按照红线内外划分

	红线内 (万元)	红线外 (万元)	红线内占比
重归类后包含	配电网咨询设计, 电力用户 工程建设, 设备供应收入	电网咨询设计, 电网输配 电工程建设	
2017	39,590.53	6,413	86.1%
2018	55,366.93	9,009	86.0%
2019	82,057.66	12,128	87.1%
2020H1	45,785.50	4,423	91.2%

资料来源: 招股说明书, 天风证券研究所

公司用户侧配电工程业主主要涵盖房地产和工商业客户。以房地产业主为例, 在电力配套设施建设过程中, 开发商需负责红线外电源点至红线内变电所建设和电力接入、变电所至居民电表之间的全部电力配套设施的投资建设。项目建设流程首先由开发商向供电公司提出用电申请, 将规划设计方案交由供电公司审查通过后开始项目建设, 建设完成后, 由供电公司最终验收并办理资产移交。一般来说, 房地产与工业配电工程建设约占其固定资产投资约 10% 以下, 我们保守估计为 2%。据此估算 2019 年常州市用电侧配电工程的市场规模为 63.4 亿元, 2020 年因疫情原因有所下滑至 57.37 亿元。若考虑除房地产和工业外的其他客户, 如商业、政府和其他公共建筑业主, 我们预计市场空间会略高于上述测算值。

图 25: 常州市工业及房地产开发投资完成额



资料来源: Wind, 天风证券研究所

江苏市场方面, 公司占有率有较大提升空间。据上述逻辑同理测算, 2019 年常州/江苏/全国房地产及工业用户侧配电工程市场规模为 63/830/5905 亿元, 公司在常州/江苏/全国本领域收入 (咨询设计, 工程建设和设备供应) 为 6.12/8.58/9.42 亿元, 市占率 9.6%/1.0%/0.16%, 考虑到测算口径的问题, 我们预计公司的实际市占率会低于测算值, 后续公司无论是区域还是全国市占率均仍有很大提升空间。

表 14: 苏文电能市占率测算

	常州	江苏	全国
工业及房地产开发投资完成额 (亿元)	3170	41477	295264
用户侧配电工程市场规模 (亿元)	63	830	5905
公司本领域收入 (亿元)	6.12	8.58	9.42
配网市占率	9.6%	1.0%	0.16%

注: 仅全国收入可重分类出用户侧, 为便于统一, 上述收入均包含红线外, 实际用户侧配电工程收入更低

资料来源: Wind, 天风证券研究所

2.1.4. 公司业务：电力工程收入快速增长，居配业务成发展重点

电力工程是公司主要收入来源，电力工程建设合同自 2017 年 137 个增长到 2019 年 321 个。公司 19 年电力工程新签合同 11.5 亿元，同比增速达 74%，新签项目个数达 321 个，同比增长 21%，单体项目平均金额从 250 万元，提升至 357 万元。2020 年上半年，公司新签合同已达到 2019 年全年的 62%。我们认为公司订单高增长为工程业务收入高增长奠定良好基础。

表 15：电力工程新签合同

	2017 年度			2018 年度			2019 年度			2020 年 1-6 月		
	个数	金额 (万元)	占比	个数	金额 (万元)	占比	个数	金额 (万元)	占比	个数	金额 (万元)	占比
200 万元以下	100	3,764	7%	198	8,831	13%	223	11,464	10%	90	3,852	5%
200-500 万元	18	6,223	12%	31	9,985	15%	39	12,258	11%	22	7,566	11%
500 万元以上	19	41,234	81%	36	47,303	72%	59	90,902	79%	31	59,548	84%
合计	137	51,222	100%	265	66,120	100%	321	114,624	100%	143	70,966	100%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

居配业务占比自 2019 年开始提升，主要系电力主辅分离改革后，公司参与建设国网及其附属企业的居配工程项目增加所致。以往房地产企业把居配工程发包给供电公司后，由供电公司全权统筹工程招投标，2019 年 2 月，《国网江苏省电力有限公司新建居住区供配电设施管理办法》颁布，房地产企业作为业主方，可以在国网附属企业的供应商名录中推荐参与竞标的电力工程供应商，从而在业主方与电力服务商之间建立起联系。在常州市国网居配项目招投标中，公司被多家房地产企业推荐为其项目的竞标方，从而参与招投标与中标项目增加，导致 2019 年后居配收入大幅增长。

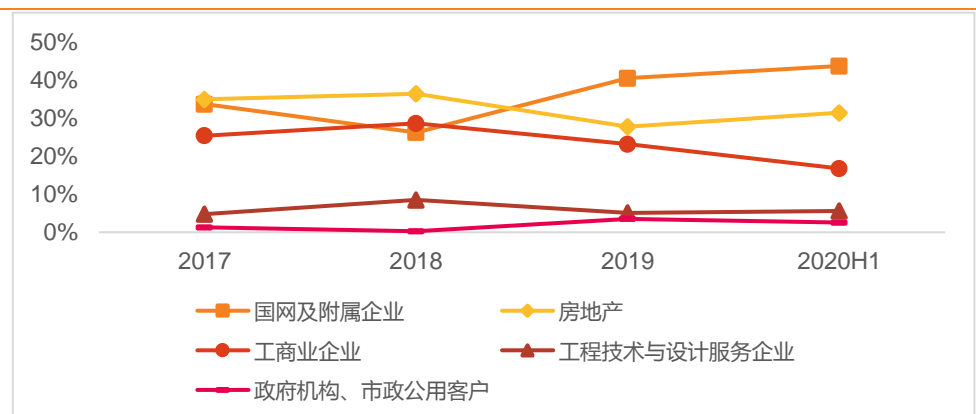
表 16：公司来自于国网及附属企业的电力工程业务收入（万元）

	2018	2019	收入变动率
电网输配电工程	3,073.11	5,976.93	94.5%
工业用户工程	82.92	336.31	305.6%
居配工程	2,820.62	15,762.50	458.8%
商业用户工程	128.86	383.63	197.7%
政府用户工程	9.21	37.33	305.3%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

客户结构稳定，穿透后房地产为第一大下游。2017 年-2020H1，公司前三大下游（国网、地产和工商业）收入合计占比均超 90% 以上，客户结构比较稳定。由于部分房地产等领域的电网项目需要经过国网统一招投标，故公司将其划分为国网及附属企业收入。穿透来看，2019 年，公司第一大下游为地产，占比 43.66%，第二为国网及附属企业，占比 23.81%。

图 26：行业划分收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

表 17：2019 年公司营收穿透前后按客户划分

	穿透前 (万元)	穿透后 (万元)	穿透前占比	穿透后占比
国网及附属企业	40,104.53	23,584.76	40.49%	23.81%
房地产	27,482.39	43,244.89	27.75%	43.66%
工商业企业	22,917.67	23,637.61	23.14%	23.87%
工程技术与设计服务企业	5,061.99	5,061.99	5.11%	5.11%
政府机构、市政公用客户	3,476.31	3,513.64	3.51%	3.55%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

房地产客户合作良好，具备可持续发展潜力。公司已与路劲、新城、融创、绿地等多家品牌房地产企业建立了良好的合作关系，房地产客户数量由 2017 年的 95 家增至 2019 年的 141 家。2017-2020H1，公司合作的房地产客户中进入全国房企企业 100 强的客户数量分别为 10 家、14 家、16 家和 14 家，对应收入分别为 1.10 亿元、1.32 亿元、1.81 亿元和 0.88 亿元，占房地产客户收入的比例分别为 66.64%、54.48%、65.82%和 53.54%。公司与路劲地产在常州、苏州地区合作多单项目，形成了良好稳定的合作关系，最近三年公司对路劲地产的销售收入均在 5000 万以上且收入规模呈上升趋势。

表 18：苏文电能房地产客户明细

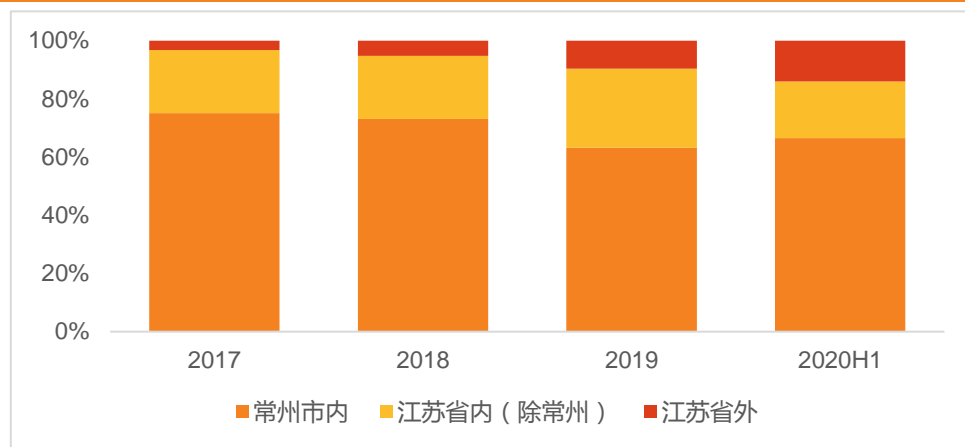
客户名称	开始合作时间	合作建立项目	合作区域	合作项目数	2017-2020H1 累计	
					收入(万元)	占房地产收入比例
路劲地产	2013 年	御城 6 期居配设计	常州、苏州	多单	22,438.83	26.49%
新城集团	2010 年	新城首府 S04 地块用户变设计	常州、南京、苏州、淮安、泰安等	多单	9,380.07	11.07%
常州绿城置业有限公司 (融创地产)	2017 年	玉兰广场 A 地块供配电工程	常州	多单	9,369.99	11.06%
九洲集团	2011 年	九洲新世界临时箱变设计	常州	多单	4,043.39	4.77%
江苏上弘置业有限公司	2017 年	溧阳华府晶园电力工程	常州	一单	3,746.22	4.42%
中景地产	2017 年	新建 500KVA 箱变临时基建工程	常州	多单	2,507.04	2.96%
江苏恒联置业有限公司	2017 年	玉山花园二期	常州	一单	2,291.88	2.71%
绿地集团	2011 年	绿地外滩一号 2*1000KVA 用户变设计	常州	多单	2,157.10	2.55%
雅居乐地产	2013 年	常州雅居乐 1000KVA 临时箱变设计	无锡、常州、苏州等	多单	2,041.09	2.41%
保利地产	2012 年	保利常州 10KV 临时箱变设计	南京、常州	多单	1,970.93	2.33%

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

2.1.5. 公司战略：区域内外共同拓展，核心优势助推市占率提升

深耕常州，辐射江苏。2017年-2020年H1，苏文电能来自江苏省内市场的收入占比均保持85%以上，其中常州作为公司的注册地及主要业务地，占比均保持在60%以上。公司发展从常州起步、向江苏其他地区辐射发展、再向省外市场开拓，常州区域的收入占比逐步下降。

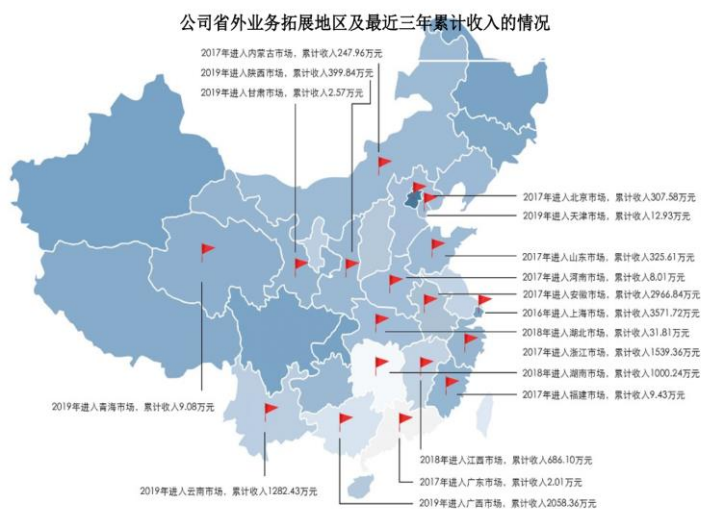
图 27：苏文电能地域收入占比



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

深耕江苏区域市场的同时，不断加大国内重点省市市场的开拓力度，业务区域已覆盖上海、安徽、浙江、山东、湖南等多个省市。2017-2020H1 省外收入占比为 3.23%/5.20%/9.56%/14.01%。规划上，公司未来将常州定位面向江苏的总部，并作为电力设备制造基地，上海在建全国运营总部，并计划在南京、天津等地建立集控中心。

图 28：苏文电能省外地域收入



资料来源：招股说明书，天风证券研究所

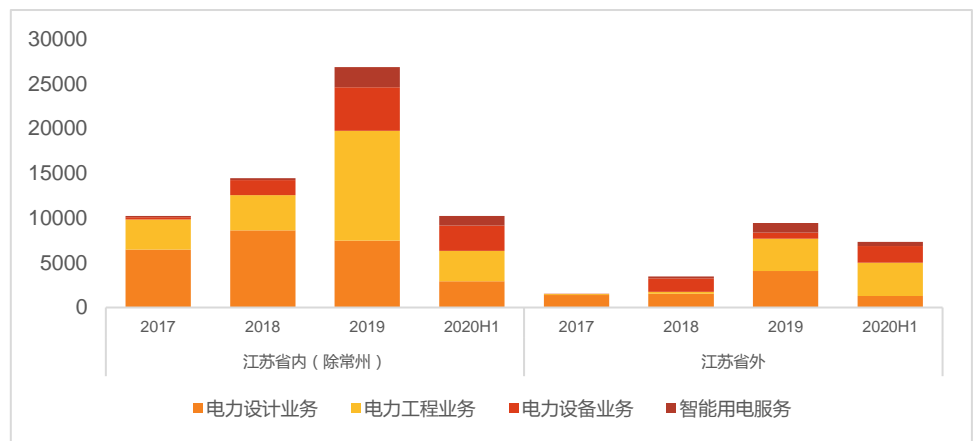
图 29：苏文电能规划发展



资料来源：电能侠公众号，天风证券研究所

公司核心优势明显，未来市占率有望持续提升。我们认为，公司相比同类企业有四点优势：第一，公司从设计起步，是专业的民营设计院。由于设计行业是最初环节，能精准把握用户需求，故公司向下游工程建设，运维延伸，模式顺畅。新市场开拓模式上，通过常州区域外营收占比可以看出，公司设计先行导入，通过设计获得更多项目信息、积累客户资源，进而带动施工等其他业务跨区域发展。

图 30：常州区域外营收（万元）

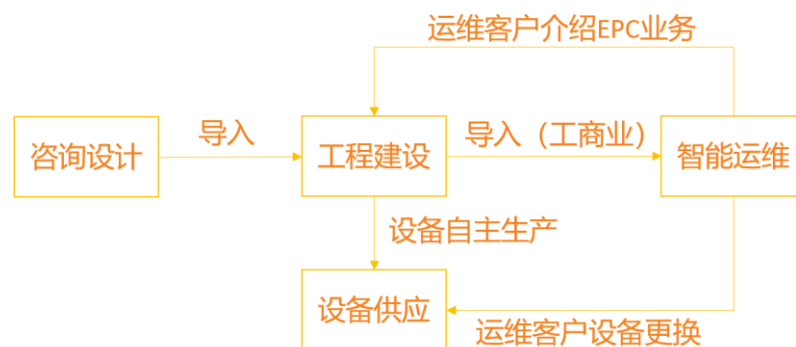


资料来源：招股说明书，天风证券研究所

第二，公司工程建设周期短，交付速度快。公司涉足上游设备制造业，例如自主完成低压柜制造，我们认为省去外购的繁琐流程，缩短工期。在工程交付速度方面的优势为客户提供粘性提供了有效保障。

第三，商业模式优秀，多项业务互相成为获客来源。公司业务能够形成完整闭环。在 EPC 订单获得途径上，公司既可以通过咨询先行导入，也可以通过 O 端客户转化。在设备供应订单获得途径上，公司既可通过单独投标，也可利用自身工程建设和运维渠道。

图 31：公司业务模式



资料来源：公司招股说明书，天风证券研究所

第四，设计施工一体化是行业趋势，相比单纯设计院，公司 EPC 模式具有显著优势。目前来看，设计院上市公司仍然以设计咨询作为主要业务，苏文电能已将 EPC 作为主要业务来源，具有先发优势。EPC 是行业趋势，主要有以下三点原因：第一，趋势层面，行业内总承包合同占比呈现逐年上升趋势；第二，政策层面，2016 年住建部发布《关于进一步推进工程总承包发展的若干意见》大力推进工程总承包；第三，实施层面，工程总承包中质量责任主体明确，能够实现全过程的质量控制，有效克服设计、采购、施工相互制约的矛盾。

2.2. 主动运维降本增效，公司解决方案精准卡位

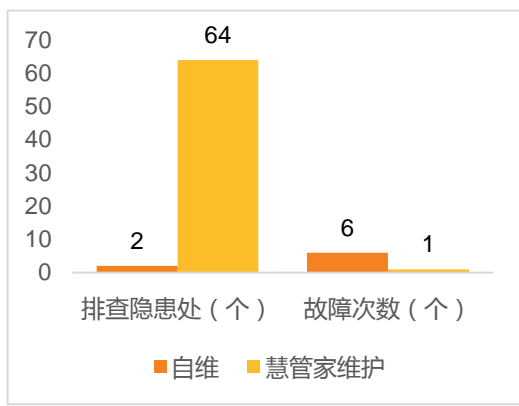
2.2.1. 需求端：主动托管运维成为行业趋势，智能电网建设要求逐步提升

企业端用户存在运维需求。电力配网主要分为居民和企业两类，其中居民端配电标准化程度较高，单个客户价值量低且电力整体解决方案方面需求较小。企业用户由于其需求具有差异化，通常在配电设计时就需要单独定制，并在后续运维方面有一定的需求。传统的用户端电力设备运维还主要停留在物业电工、外聘电工管理阶段，因缺乏科学而高效的管理手段，

存在以下问题：第一，标准化程度低。缺少服务水平的度量体系和管理手段，且服务数据未能统一，数据价值不能充分利用；第二，成本高。电力运维人员通常需要成立小组，轮流值班巡检，但职能单一、人力利用效率较低，不具有规模效应；第三，模式滞后。目前电力运维模式还是以被动抢修为主，主动运维理念不强。

托管运维作为主动运维，不仅解决了上述企业传统电力运维的不足，还可节约用电成本。智能用电服务将用户端电力设备接入智能用电服务平台，对设备运行情况进行实时在线监测和数据采集，并将采集到的数据进行评估，判断其是否处于正常状态，电力设备若处于异常状态，平台会及时做出报警提示，线下专业运维队伍将迅速进行处理，从而有效减少了维修停电时间，节省了电力日常运行维护成本，大大提高了供用电的可靠性和安全性。根据创客能源相关数据，某公司自维与托管运维的排查隐患处为 2 个和 64 个，故障次数为 6 个和 1 个，托管运维通过标准化流程操作，主动排查隐患，能够降低设备故障次数。自维用电成本为 404.7 万元，而通过第三方公司运维的用电成本为 301.9 万元，约节省成本 25.4%。其中主要节省基础电费，人员成本和电度电费，分别节约 12.0%，6.7%和 5.1%。

图 32：自维与托管运维对比



资料来源：创客能源，天风证券研究所

图 33：自维与托管运维费用 (万元)

项目	自维	慧管家维护	节约费用	节约费用占自维比例
人员成本	37.8	10.8	27	6.7%
基础电费	99.8	51.1	49	12.0%
电度电费	261.1	240.5	21	5.1%
力率电费	4.5	-2.7	7	1.8%
抢(维)修费用	1.5	0.2	1	0.3%
线路改建	0	2	-2	-0.5%
合计	404.7	301.9	103	25.4%

注：电度电费按 0.5 元/度约算

资料来源：创客能源，天风证券研究所

智能电网建设要求逐步提升，带动智能用电服务需求扩张。国家“十三五”规划纲要中明确提出“加快智能电网建设，提高电网与发电侧、需求侧交互响应能力”。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。

为落实“三型两网”战略，2019-2024 年期间，国家电网公司将重点完成建设“泛在电力物联网”，将电力用户及其设备，电网企业及其设备，发电企业及其设备等连接起来，以电网为枢纽，发挥平台和共享作用，为全行业 and 更多市场主体发展创造更大机遇。

2021 年 4 月 26 日，在第四届数字中国建设峰会能源互联网分论坛上，国家电网公司发展部主任冯凯先生发布了《国家电网公司能源互联网规划》，规划目标，到 2025 年基本建成，2035 年全面建成具有中国特色国际领先的能源互联网，电能占终端消费比重 30%，跨省输入能够达到 3 亿千瓦。智能电网建设要求的不断提高带动了智能用电服务需求的提升。

表 19：《国家电网公司能源互联网规划》主要内容

项目	主要内容
规划思路	一是坚强网架为平台，促进多能互补，多元互动，确保能源安全供应。二是通过电网数字化转型，全面提升处理、应用安全等能力，推动智能电网向智慧电网升级。三是推动传统价值向新兴价值的拓展升级，构建完整的能源互联网生态圈。
规划目标	到 2025 年基本建成，2035 年全面建成具有中国特色国际领先的能源互联网，电能占终端消费比重 30%，跨省输入能够达到 3 亿千瓦。
规划重点	一是绿色发展，通过源网荷储一体化、多能互补等措施，加快新能源从新增装机主体发展为总装机主体，超过煤电成为第一大电源，推动新型电力系统构建和能源系统绿色转型，积极服务国家“双碳”目标； 二是安全保障。通过建设坚强骨干网架、弹性灵活配电网、平台云网融合等，构建能源互联网安全防御体系，提高“双

高”“双峰”背景下电网抗扰动能力和自愈能力，提升信息安全态势感知能力和智能化、动态化网络安全防护水平，实现更高水平的电力安全保障；

三是智慧赋能。全面提升信息采集、传输、处理、应用等能力，推动传统电网基础设施和新型数字化基础设施融合促进电网调度运行智能化和运营管理智慧化，实现以数字化转型为主线的智慧赋能。

规划成效 落实“碳达峰、碳中和”的目标要求；突出新型电力系统的发展重点；推动电网向能源互联网升级

资料来源：北极星电力网、天风证券研究所

电力运维托管行业规模有望在 2024 年达到近千亿级别。运维业务托管是行业发展的大趋势，核心是通过经验丰富的团队和成熟的技术为各类电站提供全面而系统的服务。国家节能政策的扶持及引导使众多企业进入电力运维托管市场，促进行业的快速发展。根据智研咨询，2014 年我国电力运维托管行业市场规模 93.6 亿元，2020 年增至 483.7 亿元，2014-2020 年 CAGR+31.49%，预计到 2024 年，我国电力运维托管行业市场规模近千亿，2027 年达到 1452 亿元，2020-2027 年 CAGR+17.00%。

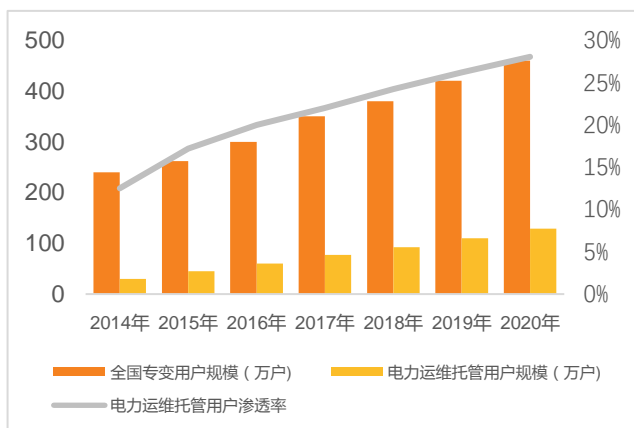
图 34：中国电力运维托管行业市场规模及预测



资料来源：智研咨询，天风证券研究所

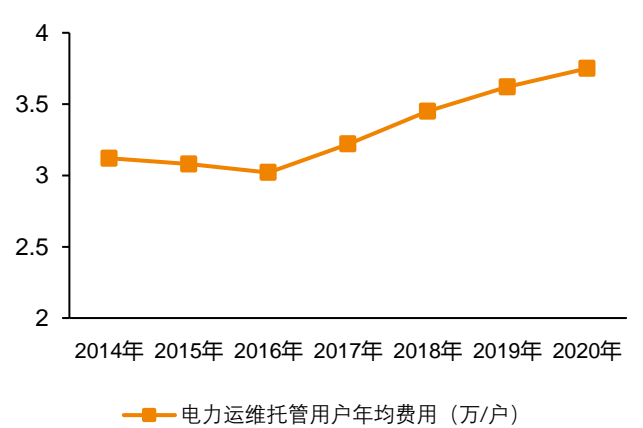
随着我国电站建设规模不断扩大，电力运维托管的市场需求强劲。目前全国工商业专变用户在 460 万户左右，对于专变用户，其企业内部的配电设施由企业自己负责运维。2020 年，国内电力运维托管用户规模约 129 万户，渗透率约 28.04%，年均用户费用约 3.75 万元/户，较 2014 年上涨 0.63 万元/户。

图 35：电力运维托管用户及渗透率



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

图 36：电力运维托管用户年均费用



资料来源：产业信息网，天风证券研究所

2.2.2. 供给侧：行业集中度低，公司卡位智能用电服务

目前我国电力运维托管企业集中度低，龙头企业市场占有率较低，行业竞争激烈。我国电力运维托管技术服务市场参与者分为以下四大类型：第一，国有大型发电集团：比如华电运营公司；第二，国有企业的调试试验所、安装公司：在其业务不饱满的情况下开始尝试运行业务分包；第三，国有电站的三产公司：如山东大唐电力运行检修运营公司等，主要从事海外项目的运行，维护业务，大部分是其老客户的延续；第四，私营企业为主的小型运营承包公司。我国电力运维托管市场发展至今，仍处在市场发展期，行业内企业众多，但缺少具有一定市场影响力的领导企业。

公司已完成智能用电服务的卡位布局。一般工程公司在“交钥匙”后直接退出，而公司针对企业端用电环节体量大、管理粗放等特点，自主研发运维平台服务于工业、商业、公共事业等企业端用电环节。截至 2020 年 8 月 31 日，公司已接入工业企业等各类用户 1216 家。电能侠为用户端 APP，富兰克林云作为运维底层平台，两款软件客户数统一。运维端由六大系统组成，分别是运维云、能耗云、售电云、光储云、碳交易云和设备供应云。运营模式为“线上+线下”。线上进行的是分析、诊断、预警、处理、优化，线下主要解决巡视、抢修、巡检、节能改造。根据客户需求，个性化定制运维系统，并结合电力设备供应，提供不同解决方案。公司智能用电业务发展迅速，先后承接了朗盛化学智能用电在线监测、中航锂电(江苏)有限公司电力运维、江南农村商业银行电力运维、常州金坛博源智能电力运维中心建设和无锡广盈区域能源中心建设等项目。

图 37：苏文电能运维软件



资料来源：电能侠公众号，天风证券研究所

图 38：苏文电能解决方案



资料来源：公司官网，天风证券研究所

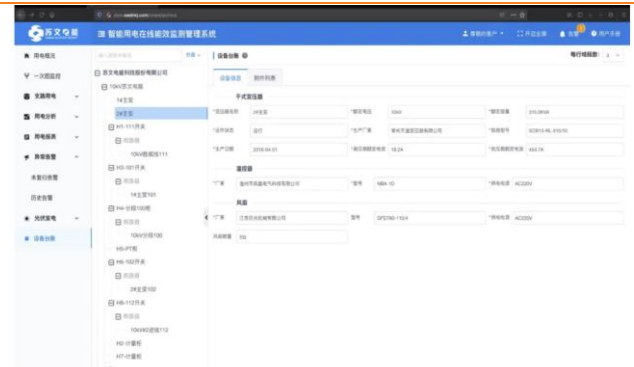
公司运维服务具有三点优点。第一，安全运行。电力设备系统环境变量，设备状况和运行状态能做到 24 小时的线上监测和线下周期巡检；第二，能效管理。依托服务系统，能够精细化分析能效情况，形成能效管理报告，帮助企业实现能效精细化管理，结合创客能源数据，我们估计可以节约 20%的用电成本；第三，提供设备的全周期服务。设备的使用寿命有限，需定期维护和更换。例如低压柜及运维设备等，公司运维服务能跟踪分析设备状况及寿命周期等因素，确保用电设备安全运行。

图 39：苏文电能运维系统



资料来源：电能侠公众号，天风证券研究所

图 40：设备周期管理界面

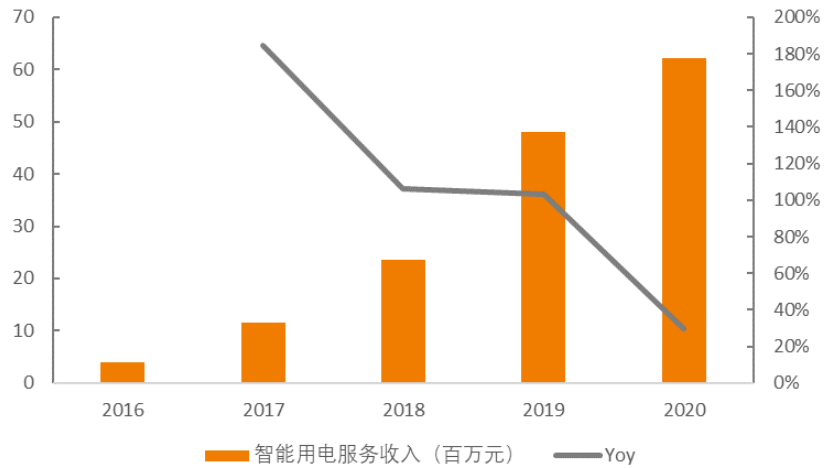


资料来源：电能侠公众号，天风证券研究所

2.2.3. 公司运维业务：智能用电收入快速增长，募投项目继续加码

公司智能用电服务收入近年快速增长，2016 年智能用电服务收入仅 403 万元，2020 年此类收入规模已经达到 6221 万元，CAGR+98%，驱动智能用电服务收入的主要原因为：公司智能监测相关软件销售收入持续增长；随着公司电力运维客户服务数量增加，相关服务收入持续上升；公司承接的电力设施智能化实施项目有所增加；公司逐步投资建设光伏电站售电和在客户与发电公司之间进行售电服务的相关业务，从而导致相关收入逐步增加。

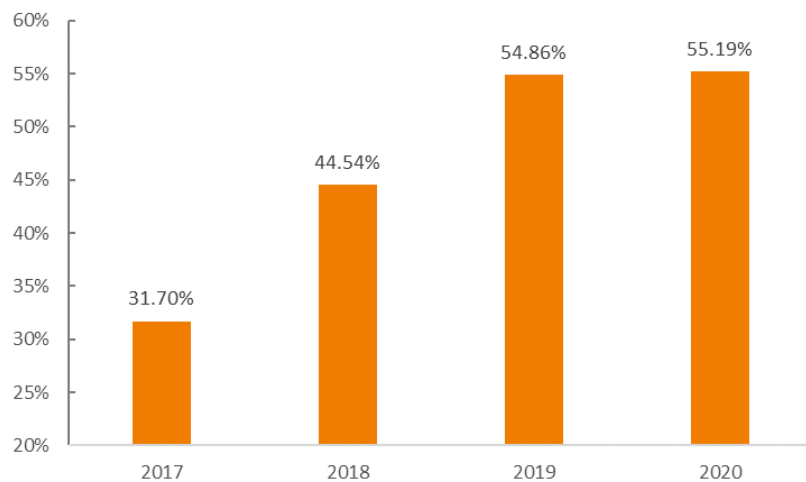
图 41：智能用电服务收入情况



资料来源：Wind、天风证券研究所

智能用电服务毛利率高达 55%，未来有望带动综合毛利率上行。随着智能用电服务业务收入规模的扩大，此部分毛利率呈现出明显的提升趋势，2017 年此部分毛利率仅为 31.7%，2020 年毛利率达到 55.2%，明显高于公司的综合毛利率 29.77%，若未来运维业务占公司营收比重提升，则其有望带动公司毛利率上行。

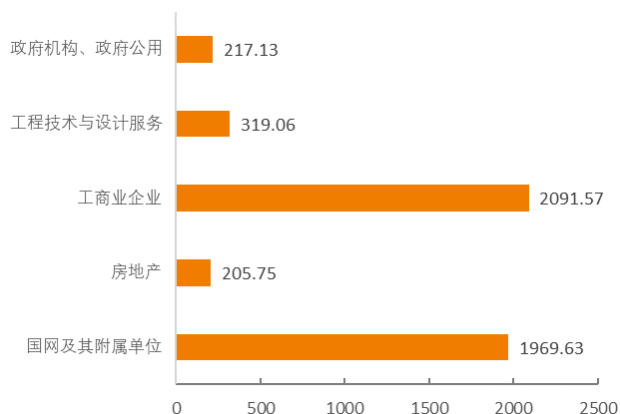
图 42：公司智能用电服务毛利率



资料来源：Wind、天风证券研究所

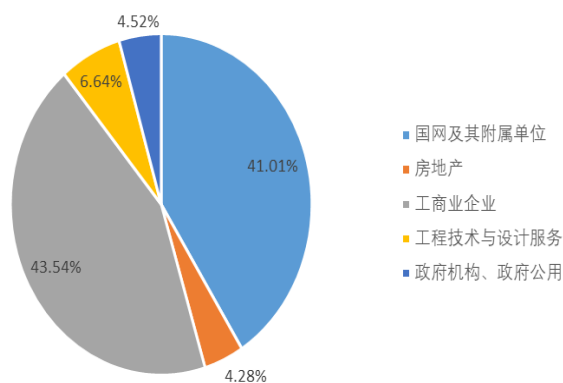
从客户结构上看，智能用电服务的主要客户以国网及其附属单位和工商业企业为主，2019 年这两类客户的收入规模分别为 1969.63 和 2091.57 万元，分别占比达 41.0%和 43.5%，二者合计接近 85%，其他客户的收入贡献相对较小。

图 43：2019 年智能用电服务各类客户收入（单位：万元）



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

图 44：2019 年智能用电服务各类客户收入占比



资料来源：招股说明书、天风证券研究所

电力运行维护服务项目数量提升明显，EPC 快速发展有望为运维业务增长奠定良好基础。公司电力运行维护服务取代传统电工角色，为客户变电站及电力设备运行提供监测及日常运维服务，目前公司电力运行维护服务主要覆盖常州和无锡地区，实施项目自 2017 年的 24 个增至 2020 年 1-6 月的 74 个，推动了该项业务收入逐年上涨；未来公司还将着力开发南京、南通和上海等区域。能够提供 EPCO 一站式服务是公司重要核心竞争力，我们认为 EPC 业务使得公司更早也更深入的了解了客户的用电需求，相比单纯从事电力运维的竞争对手而言，公司能够第一时间为客户打造具有针对性的运维方案，明显提升运维客户的转化效率。公司 EPC 业务的快速扩张有望为运维业务积累庞大的客户基数。

表 20：智能用电服务项目数量

智能化项目	2020 年 1-6 月		2019 年		2018 年		2017 年	
	项目个数	收入金额 (万元)	项目个数	收入金额 (万元)	项目个数	收入金额 (万元)	项目个数	收入金额 (万元)
电力运行维护服务	74	864.01	64	1343.1	32	865.71	24	422.01
电力实施智能化	17	354.41	37	981.29	7	435.81	2	125.47

资料来源：招股说明书、天风证券研究所

募投项目继续加码智能用电服务，“赋能”方式有望提升公司扩张边界。“苏管家”（已更名电能侠）企业端供用电信息化运营服务平台建设项目是公司本次上市募投项目之一，项目投资金额达到 8912 万元。募投项目的实施，公司将进一步完善“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；另外通过智能化的手段，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，有望带动公司智能用电服务收入继续实现快速增长。

图 45：苏管家平台业务架构



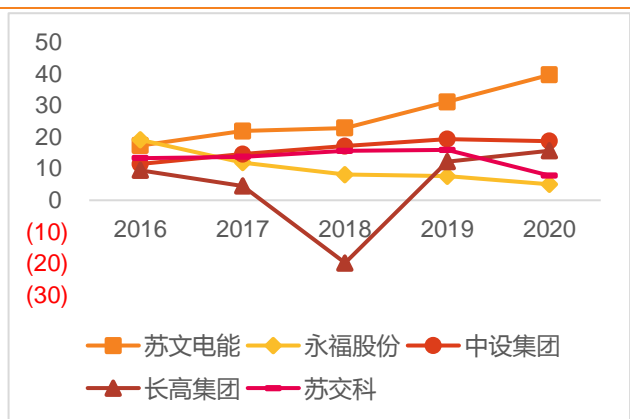
资料来源：招股说明书、天风证券研究所

3. 高周转商业模式良好，控费能力优秀

3.1. 盈利能力处于行业优秀水平

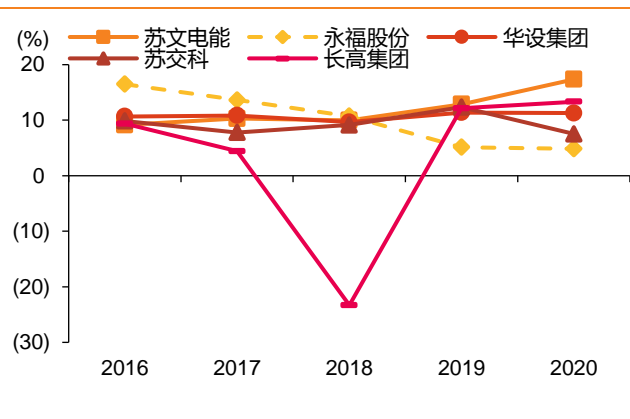
公司 ROE 处于行业领先水平,且 16-20 年持续提升。公司上市之前保持了较高的 ROE 水平,与上市可比公司相比处于领先水平,即使以 2020 年归母净利润和 IPO 完成后的净资产作为计算基础,2020 年公司摊薄 ROE 仍达到 18.65%,仍处于可比公司前列。纵向看,公司 16-20 年 ROE 的上行主要来自于净利率和资产负债率的上行,此阶段公司资产周转率相对稳定,2020 年公司资产周转率有所下行。纵向比,公司较高的 ROE 主要来自于明显较高的资产周转率,我们认为这可能与电力工程相对较短的工期相关。

图 46: 可比公司平均 ROE (%)



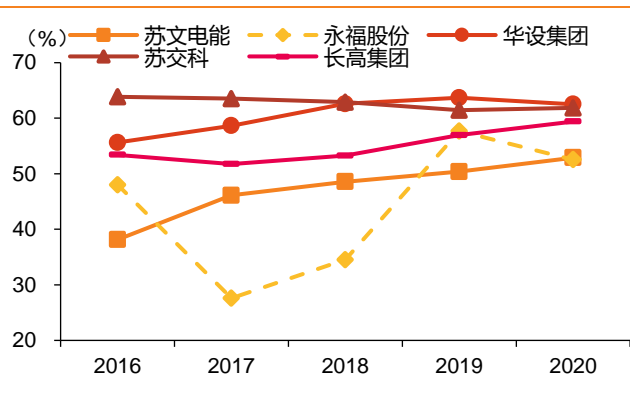
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 47: 可比公司净利率 (%)



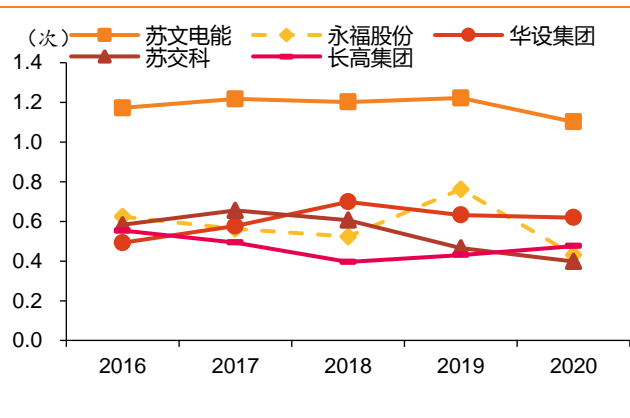
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 48: 可比公司资产负债率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 49: 可比公司总资产周转率 (次)



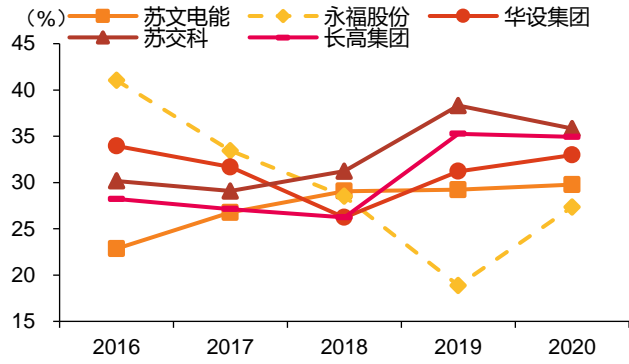
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.2. 利润率优势主要来自于控费能力, 工程业务毛利率高于土建可比公司

公司净利润在 16-20 年持续提升, 纵向看, 2018 年前公司净利率上升动力主要来自于毛利率的上升, 而 2018 年后, 毛利率上行和管理/销售费用率的下行共同使得净利率加速上行, 而毛利率的上行主要得益于公司工程类和运维类业务毛利率和的上行。横向来看, 公司综合毛利率处于可比公司中等偏下水平, 我们认为这主要因为公司工程业务的占比较高, 但公司工程业务的毛利率显著高于苏交科/华设集团等土木交通类公司的同类业务。

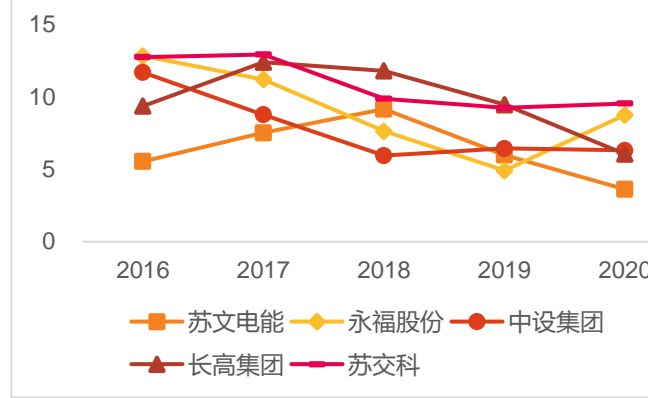
2018 年公司确认 2039 万元管理费用, 导致当年的管理费用率较高, 但在其他年份, 公司管理费用率均处于可比公司中的低位, 控费能力优秀, 18 年后管理费用持续下行。2018 年后公司的销售费用率也稳中有降, 我们认为体现了公司收入放量后费用端的规模效应。财务费用方面, 公司基本无有息负债, 导致财务费用率保持在 0%左右。2020 年, 公司短期借款仅为 235.01 万元且无长期有息负债, 符合新上市公司和设计行业公司的常规情况。

图 50: 可比公司毛利率 (%)



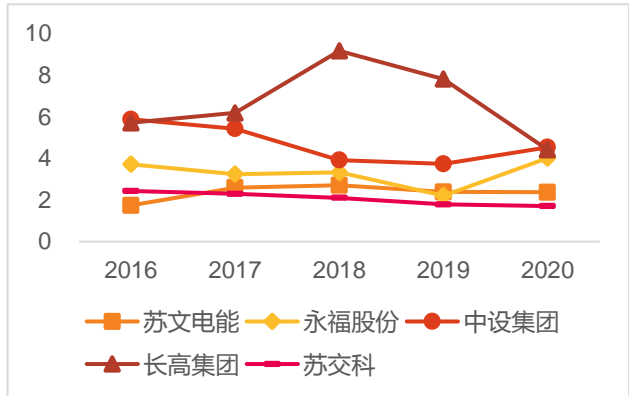
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 51: 可比公司管理费用率 (%)



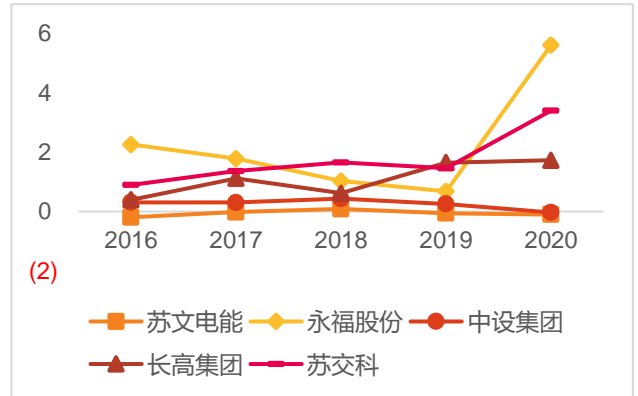
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 52: 可比公司销售费用率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

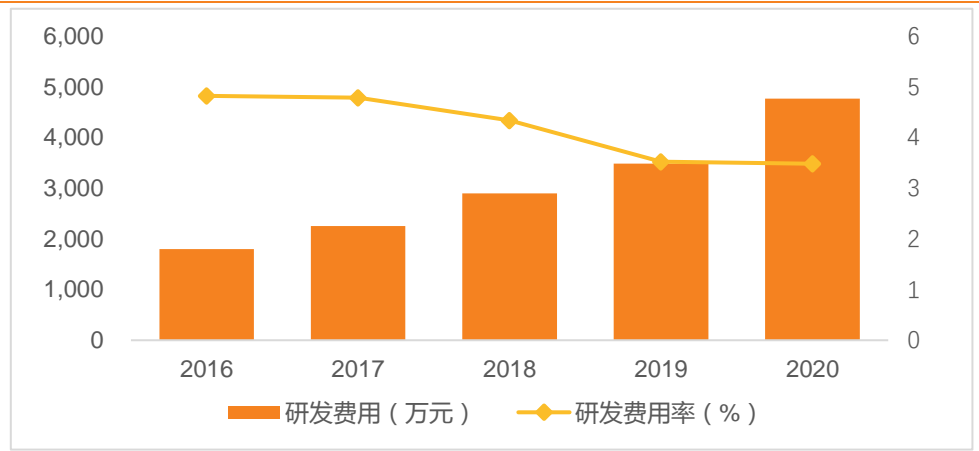
图 53: 财务费用率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

2020 年, 公司研发费用为 4766.76 万元, 同比增长 36.73%, 研发费用率为 3.48%, 同比降低 0.04pct, 研发费用连续 5 年增长率均在 20% 以上, 且 2020 年为 5 年内最大值。研发费用率降低的主要原因是工程业务营收增速较快, 拉大分母端数值所致。

图 54: 苏文电能研发费用



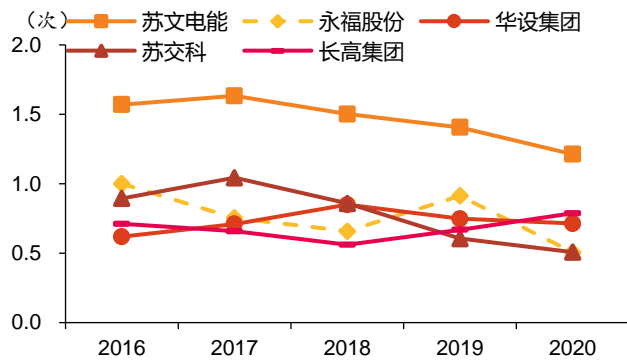
资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 流动资产高周转，收付现情况相对稳定

公司总资产周转率在可比公司中优势明显，主要源于公司明显更高的流动资产周转率。我们认为从项目周期的角度看，变配电工程周期明显短于土建 EPC 项目，其短平快的特征可能使公司积累存量项目应收款的速度较慢，但随着公司业务规模不断扩大，我们认为公司流动资产周转率有进一步下行的可能。

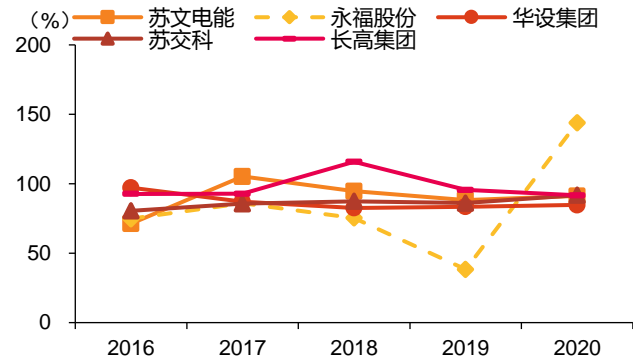
现金流方面，公司 20FY 经营净现金 2.53 亿元，同比大幅改善，主要系收现比提升和付现比下降共同导致。收款方面，公司收现比总体处于行业平均水平，16-20 年有所波动，我们预计公司后续工程收现比有望相对稳定，而收款情况较好的运维业务若收入占比提升，对公司整体现金流有望产生积极影响。付现比角度，公司 16-20 年基本维持在 80%左右，在可比公司中处于较高水平。

图 55: 可比公司流动资产周转率 (次)



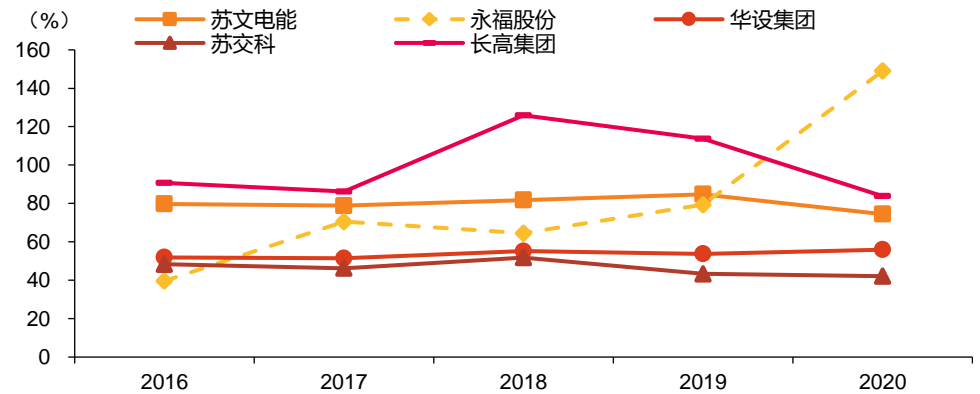
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 56: 可比公司收现比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 57: 可比公司付现比 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

4. 盈利预测与估值

结合上文分析，我们对公司盈利预测做出如下核心假设：

1) **电力工程建设**：电力工程建设是公司当前的核心业务，我们认为 20-22 年公司在手订单饱满，后续在资金实力进一步增强，及常州以外市场进一步开拓的情况下，公司营收有望延续较高增长，但竞争增多情况下预计毛利率小幅下行。预计 21-23 年电力工程建设业务收入增速 35%/32%/30%，毛利率 26.5%/26.4%/26.3%。

2) 电力设备供应: 公司电力工程建设及运维业务均为公司电力设备业务的渠道, 过往在工程和运维业务快速增长情况下, 设备业务亦取得较快的收入增长。我们认为随着公司设备业务能力的进一步增强, 以及工程和运维引流的不完善, 公司工程及运维业务中自供设备的渗透率有望呈上升趋势, 设备业务收入增速有望快于工程业务增速, 预计 21-23 年设备业务收入增速 65%/40%/40%, 假设毛利率维持在 23%左右的稳定水平。

3) 电力咨询设计: 公司设计业务主要为工程业务导流, 并非公司最核心的发展重点, 但在全国化开拓以及分布式光伏渗透率提升带来的配电网更新改造中, 我们预计公司设计业务仍有望受益于行业景气及自身业务扩张, 预计 21-23 年电力咨询设计业务收入增速 20%/15%/12%, 考虑到行业竞争情况, 假设毛利率 47.3%/47.1%/47.0%, 逐年有所下降。

4) 智能用电服务: 我们认为公司智能用电业务依托于总承包和智能运维平台的引流, 未来有望实现快速增长, 预计 21-23 年营收增速 60%/50%/45%。考虑到过往存量项目进入稳定运营期, 其有望进入高毛利阶段, 而业务规模的逐步扩大也有望使公司运维业务在单位区域内的规模效应有所提升, 我们预计公司智能用电业务毛利率逐年上升, 预计 21-23 年为 56.0%/56.5%/57.0%。

表 21: 公司分项业务收入及毛利率预测表

		2019	2020	2021E	2022E	2023E
电力工程建设	营收 (亿元)	6.82	9.54	12.88	17.00	22.10
	yoy	53.26%	39.88%	35.00%	32.00%	30.00%
	毛利率	23.88%	26.97%	26.50%	26.40%	26.30%
电力设备供应	营收 (亿元)	1.06	2.06	3.40	4.76	6.66
	yoy	76.67%	94.34%	65.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	23.33%	22.51%	23.00%	23.00%	23.00%
电力咨询设计	营收 (亿元)	1.53	1.46	1.75	2.01	2.26
	yoy	10.07%	-4.58%	20.00%	15.00%	12.00%
	毛利率	49.10%	47.55%	47.30%	47.10%	47.00%
智能用电服务	营收 (亿元)	0.48	0.62	0.99	1.49	2.16
	yoy	100.00%	29.17%	60.00%	50.00%	45.00%
	毛利率	54.86%	55.19%	56.00%	56.50%	57.00%
其他收入	营收 (亿元)	0.01	0.01	0.00	0.00	0.00
	yoy		0.00%			
	毛利率	29.79%	33.15%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

5) 费用端: 公司过往已经体现出较好的费用端规模效应, 我们预计随着公司营收持续快速增长, 公司费用端仍能体现一定的规模效应, 21-23 年管理费用率和销售费用率仍有一定下行空间, 公司在 21 年募集资金后, 我们预计在手资金充裕, 账面的较多现金盈余有望使公司财务费用为负。公司重视研发投入, 我们预计公司未来研发费用占营收的比重稳定在 3.5%。

表 22: 公司核心费用指标预测表

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	2.39%	2.37%	2.35%	2.33%	2.30%
管理费用率	5.99%	3.62%	3.50%	3.40%	3.30%
研发费用率	3.52%	3.48%	3.50%	3.50%	3.50%
财务费用率	-0.06%	-0.10%	-1.58%	-1.11%	-0.78%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

根据上述假设, 我们预计公司 21-23 年归母净利润 3.16/4.14/5.39 亿元, 对应 EPS2.25/2.95/3.84 元, 21-23 年 CAGR+31.4%。当前可比公司 2021 年 Wind 一致预期 PE 均值为 49.12 倍, 但总体来看可比公司间估值差距较大。我们认为公司 EPCO 模式形成了业务

闭环，后续成长持续性较强，给予 2021 年 31 倍 PE，对应 PEG 接近 1，对应目标价 69.75 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 23：可比公司估值表

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	当前价格 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
300712.SZ	永福股份	80.07	43.97	0.28	0.64	0.93	1.38	157.25	68.44	47.45	31.84
002452.SZ	长高集团	28.59	5.35	0.40	0.51	0.66	0.87	13.42	10.47	8.08	6.15
300001.SZ	特锐德	298.27	28.66	0.17	0.42	0.60	0.86	172.36	68.45	48.01	33.14
	平均								49.12	34.52	23.71
300982.SZ	苏文电能	77.27	55.07	1.69	2.25	2.95	3.84	32.54	24.44	18.66	14.33

注：数据截至 20210701 收盘，除苏文电能外，其余公司 21-23 年预测 EPS 为 Wind 一致预测。

资料来源：Wind，天风证券研究所

风险提示

电力行业市场化不及预期或竞争超预期：国家仍在大力推进电网主辅分离+增量配网改革，市场化程度仍在进一步加深。由于电力改革涉及多个方面，且历史包袱较多，市场化程度不及预期从而影响公司业绩释放。而如若改革速度超预期，市场规模迅速扩大，新进入者增多引起竞争超预期，行业整体利润率水平或被影响。

市场开拓速度不及预期或成本超预期：公司立足常州，全国布局。电力行业区域壁垒较高，市场拓展及订单量可能不及预期。市场发展及渠道下沉也需要投入大量成本，而前期收入确认较少，从而影响公司利润表现。

大客户回款情况不及预期：国网和房地产相关业务仍然是公司主要收入来源，若地方政府支出压力增大，或项目受不可抗力出现公司拖延，对公司资金流造成影响；若房地产行业发展不及预期，房地产开工数不佳，居配工程会随之下滑，若部分房地产企业出现资金问题，公司营收或转为坏账。

业务导入不及预期或客户流失率超预期：○ 端作为公司优质利润贡献和获客来源，主要通过 EPC 导流而来，若业务导入不及预期，客户数放量不明显，市占率无法提升。而新进入者争抢市场份额，又会增加客户流失率，影响业绩表现。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	276.09	501.39	950.98	1,239.33	1,415.47
应收票据及应收账款	408.86	707.22	846.04	936.08	1,404.41
预付账款	32.26	21.54	84.41	40.63	119.98
存货	127.06	52.06	272.88	159.53	409.49
其他	14.80	116.24	57.64	74.55	100.64
流动资产合计	859.07	1,398.46	2,211.94	2,450.13	3,449.99
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	82.69	78.70	245.56	403.43	476.29
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	11.22	14.20	11.79	9.37	6.96
其他	12.70	27.80	15.63	18.52	20.64
非流动资产合计	106.61	120.70	272.98	431.32	503.89
资产总计	965.69	1,519.16	2,484.92	2,881.45	3,953.88
短期借款	1.52	2.35	3.48	0.00	0.00
应付票据及应付账款	277.59	444.02	503.83	751.45	941.48
其他	185.43	336.75	478.91	271.39	709.25
流动负债合计	464.54	783.13	986.22	1,022.84	1,650.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	22.11	20.27	20.93	21.10	20.77
非流动负债合计	22.11	20.27	20.93	21.10	20.77
负债合计	486.66	803.39	1,007.15	1,043.94	1,671.50
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股本	105.24	105.24	140.32	140.32	140.32
资本公积	148.71	148.71	590.63	590.63	590.63
留存收益	373.79	610.53	1,337.45	1,697.18	2,142.06
其他	(148.71)	(148.71)	(590.63)	(590.63)	(590.63)
股东权益合计	479.03	715.76	1,477.77	1,837.50	2,282.38
负债和股东权益总计	965.69	1,519.16	2,484.92	2,881.45	3,953.88
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	127.30	237.46	316.13	414.12	539.30
折旧摊销	11.64	11.29	15.55	24.55	29.55
财务费用	0.11	0.38	(30.00)	(28.00)	(26.00)
投资损失	0.00	(0.58)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	(104.07)	168.42	(149.10)	87.55	(198.29)
其它	31.33	(164.23)	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流	66.32	252.75	152.58	498.22	344.56
资本支出	5.97	11.96	179.34	179.83	100.34
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(14.10)	(31.74)	(359.34)	(359.83)	(200.34)
投资活动现金流	(8.13)	(19.78)	(180.00)	(180.00)	(100.00)
债权融资	1.52	2.35	3.48	0.00	0.00
股权融资	15.37	1.38	507.01	28.00	26.00
其他	(22.50)	(1.65)	(33.48)	(57.86)	(94.42)
筹资活动现金流	(5.61)	2.07	477.01	(29.86)	(68.42)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	52.58	235.05	449.58	288.35	176.14

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	990.43	1,368.82	1,901.96	2,525.84	3,317.23
营业成本	700.96	961.26	1,344.14	1,788.71	2,353.85
营业税金及附加	4.66	8.60	11.98	15.91	20.90
营业费用	23.63	32.46	44.70	58.85	76.30
管理费用	59.30	49.52	66.57	85.88	109.47
研发费用	34.86	47.67	66.57	88.40	116.10
财务费用	(0.56)	(1.38)	(30.00)	(28.00)	(26.00)
资产减值损失	(0.35)	(0.54)	(26.09)	(30.89)	(36.15)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.58	0.00	0.00	0.00
其他	18.61	(0.43)	52.18	59.77	68.29
营业利润	149.31	271.09	371.92	487.20	634.47
营业外收入	2.19	6.31	0.00	0.00	0.00
营业外支出	0.76	0.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	150.74	277.16	371.92	487.20	634.47
所得税	23.44	39.69	55.79	73.08	95.17
净利润	127.30	237.46	316.13	414.12	539.30
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润	127.30	237.46	316.13	414.12	539.30
每股收益(元)	0.91	1.69	2.25	2.95	3.84
主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	48.35%	38.21%	38.95%	32.80%	31.33%
营业利润	92.11%	81.56%	37.19%	31.00%	30.23%
归属于母公司净利润	90.91%	86.53%	33.13%	31.00%	30.23%
获利能力					
毛利率	29.23%	29.77%	29.33%	29.18%	29.04%
净利率	12.85%	17.35%	16.62%	16.40%	16.26%
ROE	26.58%	33.18%	21.39%	22.54%	23.63%
ROIC	112.71%	120.51%	153.84%	75.84%	89.23%
偿债能力					
资产负债率	50.39%	52.88%	40.53%	36.23%	42.27%
净负债率	-57.32%	-69.72%	-64.12%	-67.45%	-62.02%
流动比率	1.85	1.79	2.24	2.40	2.09
速动比率	1.58	1.72	1.97	2.24	1.84
营运能力					
应收账款周转率	3.05	2.45	2.45	2.83	2.83
存货周转率	10.65	15.28	11.71	11.68	11.66
总资产周转率	1.22	1.10	0.95	0.94	0.97
每股指标(元)					
每股收益	0.91	1.69	2.25	2.95	3.84
每股经营现金流	0.47	1.80	1.09	3.55	2.46
每股净资产	3.41	5.10	10.53	13.10	16.27
估值比率					
市盈率	61.67	33.06	24.83	18.96	14.56
市净率	16.39	10.97	5.31	4.27	3.44
EV/EBITDA	0.00	0.00	16.81	12.13	9.08
EV/EBIT	0.00	0.00	17.48	12.70	9.48

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估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，天风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。天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com