

# 永福股份 (300712.SZ)

## 股权激励摊薄业绩，携手巨头备战储能

### 核心观点：

- **股权激励短期拉低业绩，长期影响积极。** 21H1 实现营收 5.70 亿元同比 +24.82%，其中电力工程勘察设计收入 1.32 亿元同比 +18.96%，EPC 工程总承包收入 4.18 亿元同比 +29.20%，归母净利润 0.13 亿元同比 -57.49%；二季度营收 3.68 亿元，同比 +41.41% 环比 +82.20%。报告期内净利润大幅下降系扣除股权激励产生股份支付 0.26 亿元，若不考虑股份支付影响归母净利 0.39 亿元，同比 +28.06%。公司推行股权激励计划，2021-2023 年净利润增长率不低于 70.0%/121.0%/187.3%，折算未来三年净利润不低于 0.86/1.13/1.46 亿元，夯实公司发展信心。公司近期公告定增募集约 6 亿元主要用于 EPC 工程总承包建设项目和研发中心建设项目，包括平潭海上风电项目（2.15 亿元）、沅江风电场项目（3.77 亿元）和宁德时代厂房屋面光伏项目（5.29 亿元），其中宁德时代厂房屋面光伏项目拟由时代永福参与，公司与龙头企业合作持续深化。
- **储能市场拐点将至，新兴产业空间广阔。** 国家发改委明确到 2025 年新型储能装机规模达 30GW 以上，较 2020 年 3.3GW 存在近十倍需求增量，据我们测算 2025 年全球储能需求 315GWh，复合增速 62%，政策出台加速叠加成本下探，储能需求全面扩张，行业景气拐点到来。
- **合作宁德时代发力储能 EPC，共同增强储能市场地位。** 2018 年以来宁德时代加速全产业链布局，从上游材料到中游设计、设备再到下游运营，全面布局储能市场。2021 年 5 月公司与宁德时代合资成立时代永福聚焦新能源产品与整体解决方案，优势互补共同增强储能行业市场地位。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2021-2023 年 EPS 为 0.50/0.94/1.54 元/股，考虑公司与宁德时代合作持续强化储能市场地位，细分储能领域格局持续优化，给予公司 1.7 倍 PEG（G 对应未来三年业绩复合增速），对应合理价值 64.96 元/股，给予“增持”评级。
- **风险提示。** 需求不及预期；行业标准出台不及预期；疫情反复风险。

### 盈利预测：

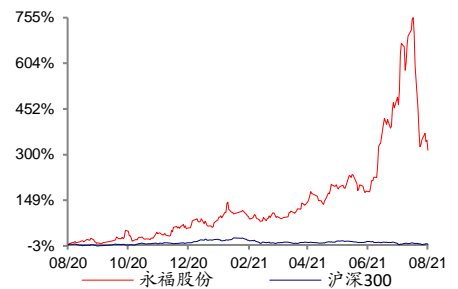
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,440	980	1,796	2,960	4,778
增长率（%）	110.0	-31.9	83.1	64.9	61.4
EBITDA（百万元）	147	118	100	179	273
归母净利润（百万元）	73	51	91	172	281
增长率（%）	-0.5	-30.4	78.0	89.5	63.7
EPS（元/股）	0.40	0.28	0.50	0.94	1.54
市盈率（P/E）	28.91	90.77	116.45	61.44	37.53
ROE（%）	7.4	5.0	8.1	13.4	17.9
EV/EBITDA	15.78	41.13	108.21	60.42	39.11

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

当前价格	57.95 元
合理价值	64.96 元
前次评级	增持
报告日期	2021-08-27

### 相对市场表现



### 分析师：

陈子坤



SAC 执证号：S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

### 分析师：

纪成炜



SAC 执证号：S0260518060001



SFC CE No. BOI548



021-38003594



jjchengwei@gf.com.cn

请注意，陈子坤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

永福股份 (300712.SZ): 勘察 2021-06-03  
设计精耕细作，携手巨头开拓  
储能

### 联系人：

蒋淑霞

jiangshuxia@gf.com.cn

## 一、盈利预测及投资建议

公司盈利预测假设如下：

**(1) 工程总承包 (EPC) 业务：**2020年受海内外疫情影响公司市场开拓与执行受阻，新承接的总承包项目在报告期内尚未释放业绩，营业收入出现下滑，2021年随着疫情好转，前期积压项目工程加速推进，收入确认提速，加之储能新业务放量，2022年后储能业务贡献重要增量，带动业务高速增长。毛利率方面，预计未来随着储能EPC比重增加，总承包业务毛利率缓慢下降。

**(2) 勘察设计业务：**2016-2020年电网新签合同金额CAGR17.87%，永福股份作为民营设计院中资质全面的龙头企业，同时与宁德时代合作提升企业影响力和认可度，预计未来三年营收增速将高于行业均值，该业务毛利率较高，近五年虽小幅下滑但幅度逐渐缩小，预计2021-2023年稳定在50%左右。

**(3) 智慧能源、智能运维等其他业务：**公司数字化业务逐渐起步，附加值高，我们判断数字化业务将维持较高增长速度，毛利率稳定在40%左右。

表1：公司盈利预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>工程总承包 (传统+储能)</b>								
EPC 收入 (百万元)	180.95	305.74	427.38	1191.54	626.87	1271.68	2199.65	3705.21
YOY	54.53%	68.96%	39.79%	178.80%	-47.39%	102.86%	72.97%	68.45%
营业成本 (百万元)	150.24	260.49	366.13	1042.43	535.80	1106.36	1935.69	3297.64
毛利 (百万元)	30.70	45.25	61.25	149.12	91.07	165.32	263.96	407.57
毛利率 (%)	16.97%	14.80%	14.33%	12.51%	14.53%	13.00%	12.00%	11.00%
<b>勘察设计 (含规划咨询)</b>								
营业收入 (百万元)	260.53	254.65	255.57	213.30	279.80	377.73	491.05	613.81
YOY	-3.13%	-2.26%	0.36%	-16.54%	31.18%	35.00%	30.00%	25.00%
营业成本 (百万元)	109.92	112.63	122.19	102.70	137.46	188.87	245.52	306.91
毛利 (百万元)	150.61	142.02	133.38	110.59	142.34	188.87	245.52	306.91
毛利率 (%)	57.81%	55.77%	52.19%	51.85%	50.87%	50.00%	50.00%	50.00%
<b>智慧能源</b>								
营业收入 (百万元)				31.82	59.29	112.65	202.77	344.71
YOY					86.33%	90.00%	80.00%	70.00%
营业成本 (百万元)				21.34	32.82	67.59	121.66	206.83
毛利 (百万元)				10.48	26.48	45.06	81.11	137.88
毛利率 (%)				32.92%	44.66%	40.00%	40.00%	40.00%
<b>智能运维</b>								
营业收入 (百万元)				2.43	13.39	33.48	66.95	113.82
YOY					451.03%	150.00%	100.00%	70.00%
营业成本 (百万元)				1.51	6.03	20.09	40.17	68.29
毛利 (百万元)				0.92	7.36	13.39	26.78	45.53
毛利率 (%)				37.86%	54.98%	40.00%	40.00%	40.00%
主营业务收入 (百万元)	444.71	564.40	685.96	1440.38	980.44	1795.54	2960.42	4777.55

识别风险，发现价值

请务必阅读末页的免责声明

主营业务成本 (百万元)	262.22	375.68	490.39	1168.43	712.27	1382.90	2343.05	3879.66
毛利润 (百万元)	182.49	188.72	195.58	271.94	268.17	412.63	617.37	897.89
毛利率	41.04%	33.44%	28.51%	18.88%	27.35%	22.98%	20.85%	18.79%

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2021年疫情对公司传统业务影响逐步消除, 积压订单进入加速放量期, 同时公司与宁德时代深度合作, 积极开拓储能业务, 预计公司2021-2023年EPS为0.50、0.94、1.54元/股, 考虑公司与宁德时代储能业务协同效应, 细分储能领域格局持续强化, 龙头企业有望率先受益。公司作为民营勘察设计龙头企业, 资质全面有助于构筑储能EPC行业壁垒, 因此选取储能产业链各环节具备技术优势的高成长性企业作为可比公司, 给予公司1.7倍PEG (G对应未来三年业绩复合增速), 对应合理价值64.96元/股, 给予“增持”评级。

表2: 可比公司估值表 (收盘价截至2021年8月26日)

代码	名称	收盘价 (元/股)	EPS (元/股)				PE				PEG
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
300750.SZ	宁德时代	521.00	2.40	4.36	6.69	9.13	146.49	119.59	77.91	57.07	2.13
300274.SZ	阳光电源	150.05	1.34	1.98	2.65	3.30	53.90	75.94	56.55	45.45	2.17
300693.SZ	盛弘股份	48.77	0.78	0.76	1.09	1.54	35.60	64.59	44.69	31.58	1.47
002518.SZ	科士达	38.29	0.52	0.73	0.86	1.03	22.54	52.40	44.31	37.04	2.04
300648.SZ	星云股份	66.18	0.42	0.89	1.72	2.29	105.45	74.73	38.51	28.93	0.92
300376.SZ	易事特	12.52	0.20	0.23	0.29	0.37	40.57	54.43	42.79	34.11	2.35

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算, 盈利预测根据 Wind 一致预测, G 对应未来三年业绩复合增速。

## 二、风险提示

### (一) 需求不及预期

储能需求受政策因素影响较大, 发电侧光伏配储比例或时长下降、电网侧电力辅助服务市场化不及预期、储能行业准入门槛提高、补贴降幅过大等因素均可能导致储能投资积极性下降, 进而导致储能新增装机规模不及预期。

### (二) 行业标准出台不及预期

储能电站大规模应用起步较晚, 目前行业标准匮乏, 不同产品质量可能存在较大差异, 未来如果行业配套政策出台进度不及预期可能带来储能电站事故率高、事故处理流程不清晰等安全性问题。

### (三) 疫情反复风险

公司按照项目完工进度确认收入, 疫情带来的局部封锁可能会导致工程期限延长、原材料进出口受限等问题, 进而导致项目成本提高, 公司海外项目占比较大, 受疫情影响较国内更大。

**资产负债表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>2,028</b>	<b>1,845</b>	<b>2,385</b>	<b>3,403</b>	<b>5,065</b>
货币资金	268	355	459	557	760
应收及预付	850	739	1,158	1,870	2,954
存货	874	148	284	481	797
其他流动资产	36	603	483	495	553
<b>非流动资产</b>	<b>331</b>	<b>344</b>	<b>349</b>	<b>352</b>	<b>353</b>
长期股权投资	31	34	39	44	49
固定资产	230	231	226	220	213
在建工程	1	0	0	0	0
无形资产	26	35	39	42	44
其他长期资产	43	44	45	46	47
<b>资产总计</b>	<b>2,360</b>	<b>2,188</b>	<b>2,734</b>	<b>3,755</b>	<b>5,419</b>
<b>流动负债</b>	<b>1,358</b>	<b>1,145</b>	<b>1,601</b>	<b>2,450</b>	<b>3,832</b>
短期借款	468	591	691	791	891
应付及预收	827	415	738	1,392	2,540
其他流动负债	63	140	172	267	401
<b>非流动负债</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>	<b>4</b>
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	3	4	4	4	4
<b>负债合计</b>	<b>1,361</b>	<b>1,150</b>	<b>1,605</b>	<b>2,454</b>	<b>3,836</b>
股本	182	182	182	182	182
资本公积	465	466	466	466	466
留存收益	342	375	465	637	918
归属母公司股东权益	989	1,023	1,114	1,286	1,567
少数股东权益	10	15	15	15	15
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,360</b>	<b>2,188</b>	<b>2,734</b>	<b>3,755</b>	<b>5,419</b>

**现金流量表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-608</b>	<b>83</b>	<b>32</b>	<b>16</b>	<b>108</b>
净利润	74	48	91	172	281
折旧摊销	15	19	21	23	25
营运资金变动	-741	-20	-86	-176	-181
其它	44	36	6	-2	-18
<b>投资活动现金流</b>	<b>72</b>	<b>-5</b>	<b>-8</b>	<b>3</b>	<b>21</b>
资本支出	-20	-20	-18	-18	-18
投资变动	88	-2	-8	-8	-8
其他	3	17	18	29	47
<b>筹资活动现金流</b>	<b>330</b>	<b>45</b>	<b>81</b>	<b>78</b>	<b>75</b>
银行借款	566	670	100	100	100
股权融资	0	0	0	0	0
其他	-237	-625	-19	-22	-25
<b>现金净增加额</b>	<b>-205</b>	<b>121</b>	<b>104</b>	<b>97</b>	<b>204</b>
期初现金余额	289	84	355	459	557
期末现金余额	84	205	459	557	760

**主要财务比率**

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	110.0%	-31.9%	83.1%	64.9%	61.4%
营业利润增长	-0.2%	-31.3%	82.1%	91.8%	65.7%
归母净利润增长	-0.5%	-30.4%	78.0%	89.5%	63.7%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.9%	27.4%	23.0%	20.9%	18.8%
净利率	5.1%	4.9%	5.0%	5.8%	5.9%
ROE	7.4%	5.0%	8.1%	13.4%	17.9%
ROIC	7.6%	4.9%	3.6%	6.2%	8.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	57.7%	52.5%	58.7%	65.4%	70.8%
净负债比率	136.3%	110.7%	142.1%	188.6%	242.5%
流动比率	1.49	1.61	1.49	1.39	1.32
速动比率	0.82	0.90	0.96	0.93	0.91
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.61	0.45	0.66	0.79	0.88
应收账款周转率	1.76	1.51	1.74	1.78	1.83
存货周转率	1.65	6.63	6.32	6.15	5.99
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	0.40	0.28	0.50	0.94	1.54
每股经营现金流	-3.34	0.46	0.17	0.09	0.59
每股净资产	5.43	5.62	6.12	7.06	8.61
<b>估值比率</b>					
P/E	28.91	90.77	116.45	61.44	37.53
P/B	2.14	4.52	9.47	8.21	6.73
EV/EBITDA	15.78	41.13	108.21	60.42	39.11

**利润表**

单位: 百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>1,440</b>	<b>980</b>	<b>1,796</b>	<b>2,960</b>	<b>4,778</b>
营业成本	1,168	712	1,383	2,343	3,880
营业税金及附加	8	6	11	18	29
销售费用	32	39	72	118	191
管理费用	71	86	180	237	334
研发费用	30	38	72	89	96
财务费用	10	55	16	18	20
资产减值损失	0	-2	-5	-5	-5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	14	18	30	48
<b>营业利润</b>	<b>86</b>	<b>59</b>	<b>108</b>	<b>207</b>	<b>343</b>
营业外收支	1	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	<b>87</b>	<b>59</b>	<b>108</b>	<b>207</b>	<b>343</b>
所得税	13	11	17	35	62
<b>净利润</b>	<b>74</b>	<b>48</b>	<b>91</b>	<b>172</b>	<b>281</b>
少数股东损益	1	-3	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>73</b>	<b>51</b>	<b>91</b>	<b>172</b>	<b>281</b>
EBITDA	147	118	100	179	273
EPS (元)	0.40	0.28	0.50	0.94	1.54

## 广发新能源和电力设备研究小组

- 陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。
- 纪成炜：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 李蒙：资深分析师，毕业于北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋淑霞：研究助理，毕业于香港大学、南京大学，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 曹瑞元：研究助理，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 李航：毕业于中央财经大学，2021年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。