

2021年09月26日

恒实科技 (300513.SZ)

虚拟电厂领导者，综合能源业务领域蓄势待发

■**能源物联网领导者，民营通信设计龙头。**公司是国内领先的综合能源服务、通信设计及物联应用解决方案供应商，成立初期为北京电网企业提供信息化技术服务，后逐渐将业务拓展至全国，主要服务国家电网、南方电网及其子公司；2008年公司通过并购民营通信规划设计龙头辽宁邮电进入通信行业，进一步拓宽经营领域。公司依托在电力、通信的雄厚积累，全面投身综合能源服务、智慧物联应用和通信规划设计三大业务方向，为电网、运营商、交通、金融等行业客户提供智能化综合解决方案。

■**碳中和碳达峰叠加能耗双控，虚拟电厂成长性无虞。**虚拟电厂是一种将分布式发电、需求侧响应和储能资源统一协调控制，响应电网调度指令的物联网技术，其提供的新能源电力与传统能源和储能装置集成的模式，能够在智能协同调控和决策支持下对大电网呈现出稳定的电力输出特性，为新能源电力的安全高效利用开辟了新路径。近期，各级政府层面能耗“双控”政策不断加码，电力短缺情况逐渐突出，叠加国家层面的“双碳”战略，在推动经济绿色低碳转型的同时，也对能源行业带来了新的变革机遇。这一背景下，公司以虚拟电厂为核心的综合能源服务业务有望快速发展。公司全面参与了冀北虚拟电厂项目运营流程，积累了宝贵的经验，在这一领域拥有了较大的先发优势，未来随着市场需求的爆发有望实现跨越式发展。

■**投资建议：**公司旗下辽宁邮电作为民营通信规划设计院龙头，仍将作为公司的压舱石业务；另外，短期能耗“双控”叠加长期“双碳”政策推动了以虚拟电厂为首的综合能源服务市场景气度的高涨，公司作为虚拟电厂领域的先行者和产业链的重要参与者，未来发展前景较为广阔。我们预计公司2021年至2023年收入分别为16.72亿元(+18.02%)、18.74亿元(+12.08%)、21.66亿元(+15.59%)；净利润分别为1.77亿元(+65.38%)、1.92亿元(+8.20%)、2.27亿元(+18.58%)。我们给予公司2022年PE30X，对应市值57.46亿元，对应目标价18.32元，给予“买入-A”投资评级。

■**风险提示：**产品和技术开发的风险，商誉减值的风险，营业收入季节性波动的风险，虚拟电厂行业发展不及预期

摘要(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	1,403.6	1,417.0	1,672.3	1,874.2	2,166.4
净利润	159.8	107.0	177.0	191.5	227.1
每股收益(元)	0.51	0.34	0.56	0.61	0.72
每股净资产(元)	7.87	8.12	8.57	9.06	9.64

公司分析

证券研究报告

行业应用软件

投资评级 **买入-A**

首次评级

6个月目标价: **18.32元**
 股价(2021-09-24) **12.23元**

交易数据

总市值(百万元)	3,836.48
流通市值(百万元)	2,952.69
总股本(百万股)	313.69
流通股本(百万股)	241.43
12个月价格区间	8.38/16.73元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	11.89	23.29	-15.47
绝对收益	11.89	23.29	-15.47

马天谕

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521030001
 maty@essence.com.cn

刘浩天

报告联系人

liuht1@essence.com.cn

相关报告

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	24.0	35.8	21.7	20.0	16.9
市净率(倍)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
净利润率	11.4%	7.6%	10.6%	10.2%	10.5%
净资产收益率	6.5%	4.2%	6.6%	6.7%	7.5%
股息收益率	0.9%	0.6%	0.9%	1.0%	1.2%
ROIC	9.4%	5.9%	8.0%	6.2%	9.8%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

内容目录

1. 能源物联网领导者，民营通信设计龙头	5
1.1. 立足北京走向全国，并购辽宁邮电拓宽主业.....	5
1.2. 电力、通信双轮驱动，业绩稳步增长.....	5
2. 业务资质领先、技术实力雄厚，通信设计构筑业绩基石	7
2.1. 民营通信规划设计院龙头，资质优势为主要技术壁垒.....	7
2.2. 盈利能力卓越，提供稳定业绩贡献.....	8
3. 综合能源服务空间广阔，虚拟电厂大有可为	9
3.1. 虚拟电厂是未来智能电网的核心环节.....	9
3.1.1. 灵活削峰填谷，有效调度电力资源.....	9
3.1.2. 政策、产业、行业多因素共振，虚拟电厂恰逢其时.....	9
3.2. 虚拟电厂资源整合商，发力综合能源蓝海市场.....	10
3.2.1. 集聚合、投资、运营于一身，位于产业链核心位置.....	10
3.2.2. 冀北虚拟电厂市场化交易具备示范作用.....	11
3.3. 边际变化：能耗“双控”背景下电力短缺，能源整合商迎来重大发展机遇.....	13
4. 投资建议	15
4.1. 相对估值.....	15
5. 风险提示	15

图表目录

图 1：公司发展历程.....	5
图 2：公司主营业务.....	5
图 3：2018-2021H1 公司营业收入及同比增速.....	6
图 4：2018-2021H1 公司归母净利润及同比增速.....	6
图 5：公司分行业营业收入情况（亿元）.....	6
图 6：公司分行业营收占比情况.....	6
图 7：辽宁邮电主营业务.....	7
图 8：2018-2021H1 辽宁邮电营业收入及同比增速.....	8
图 9：2018-2021H1 辽宁邮电净利润及同比增速.....	8
图 10：虚拟电厂运作模式.....	9
图 11：虚拟电厂发展的政策背景.....	10
图 12：公司在虚拟电厂市场扮演角色.....	10
图 13：综合能源服务产业链上下游整合提升整体议价权.....	11
图 14：冀北虚拟电厂示范工程架构图.....	12
图 15：冀北虚拟电厂市场化交易流程.....	12
图 16：2011-2021 年上半年中国用电量情况.....	13
表 1：辽宁邮电拥有的部分专业资质.....	7
表 2：近期部分能耗“双控”政策梳理.....	13
表 3：可比上市公司估值.....	15

1. 能源物联网领导者，民营通信设计龙头

1.1. 立足北京走向全国，并购辽宁邮电拓宽主业

北京恒泰实达科技股份有限公司成立于2000年，成立初期为本地电网企业提供信息化技术服务，2005年承接公司首个应急指挥项目（北京电力），2007年承接首个电力以外行业项目（北京市交通专项应急指挥系统），2008年公司在多省设立办事处、2009年电力应急指挥系统基本覆盖国家电网市场、2010年成功开拓南方电网市场，实现业务范围从北京走向全国。公司于2016年在深交所挂牌上市，2018年通过收购民营通信设计院辽宁邮电，进一步拓宽经营领域。根据公司公告，目前公司已经成为国内领先的智慧能源及智能物联应用解决方案供应商、民营通信规划设计院龙头企业。公司依托在电力、通信的雄厚积累，全面投身综合能源服务、智慧物联应用和通信规划设计三大业务方向，为电网、运营商、交通、金融等行业客户提供智能化综合解决方案。

图1：公司发展历程



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

1.2. 电力、通信双轮驱动，业绩稳步增长

公司坚持双轮驱动的发展模式，在行业上聚焦通信和能源，主要为三大运营商及两大电网客户提供通信设计方案及物联网平台产品。公司主营业务主要分为综合能源服务、通信设计业务和智慧物联应用业务三类。

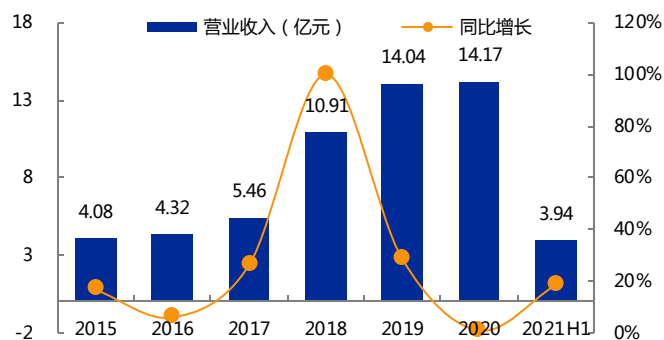
图2：公司主营业务



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

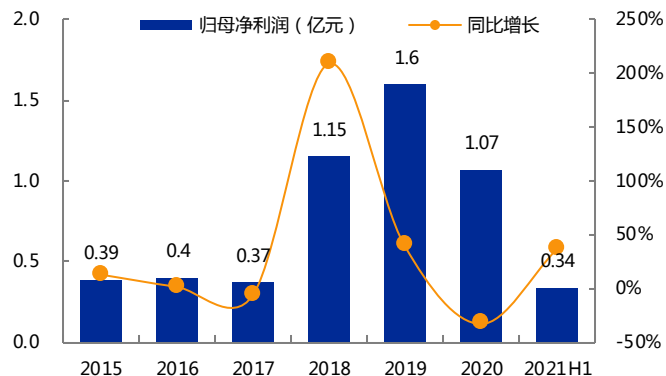
上市以来营收稳步增长，并购辽宁邮电后业绩突飞猛进。2015-2020年，公司营业收入CAGR达到28.27%，归母净利润CAGR为22.37%，表现出较强的成长性；2018年公司并购辽宁邮电，当年营收10.91亿，同比增长99.97%，公司发展进入快车道。

图 3：2018-2021H1 公司营业收入及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

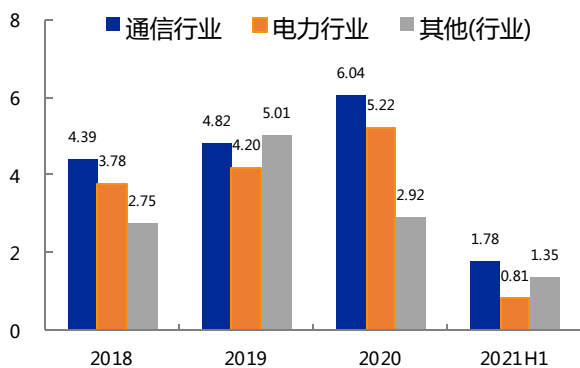
图 4：2018-2021H1 公司归母净利润及同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

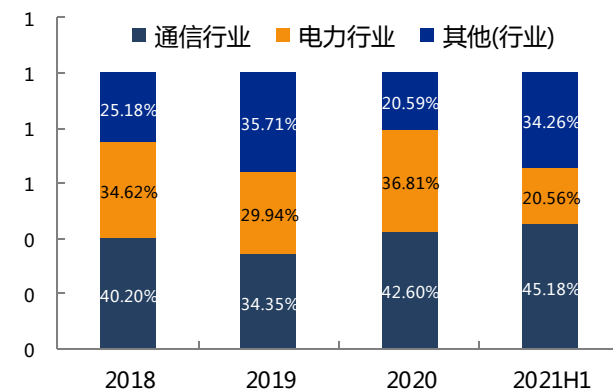
疫情影响逐渐消散，三大业务齐头并进。受疫情影响，2020 年公司实现营收 14.17 亿元，同比增长 0.96%，归母净利润 1.07 亿元，同比下降 33.04%。2021 年疫情影响减弱实现营业收入 3.94 亿元，同比增长 18.48%；归属于上市公司股东净利润 1.07 亿元，同比增长 36.35%。同时在国家“双碳”战略和数字化转型升级加速的背景下，公司积极主动适应经济发展新常态，进一步聚焦主业，为政企客户提供各类智能化综合解决方案。2021 上半年，公司通信行业（通信设计业务）、电力行业（综合能源业务）和其他行业（智慧物联应用业务）分别实现收入 1.78 亿元、0.81 亿元和 1.35 亿元，占总营收比例分别为 45.18%、20.56%和 34.26%。

图 5：公司分行业营业收入情况（亿元）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：公司分行业营收占比情况



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2. 业务资质领先、技术实力雄厚，通信设计构筑业绩基石

2.1. 民营通信规划设计院龙头，资质优势为主要技术壁垒

辽宁邮电前身为辽宁省邮电规划设计院，成立于1986年，于2018年完成重大资产重组成功并入恒实科技，成为公司未来可持续发展的压舱石。辽宁邮电是国家通信行业首批甲级勘察设计单位，主要面向国内通信运营商、政府、行业大客户及大中型企业用户提供通信网络、信息系统、电力、建筑等的专业技术咨询服务，可提供集网络规划、项目建议书、可行性研究报告、工程设计、实施方案、项目后评估、课题研究为一体的全过程技术服务，综合实力持续位居全国同行业前列。公司总部位于沈阳，在辽宁省其他13个地市均设有办事处；业务覆盖北京、天津、广东、山东、江苏、福建、湖北、海南、贵州、新疆、内蒙、四川、山西、吉林、青海、河北等多个省，项目驻点国内160多个城市。

图7：辽宁邮电主营业务



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

规划设计技术领先，设计资质卓越。辽宁邮电拥有全国领先的通信规划设计能力，在技术、人才、管理等方面具有独特的优势。公司在全国通信传输专业，具备技术领先地位，曾完成各类工程设计项目万余项、工程可行性研究和网络规划咨询项目近千项，国家和省重点工程设计、规划、可行性研究项目500余项。经过多年积累，公司通信（含移动网、数据网、传输网、接入网等）板块具有完备的业务资质，主要包括：通信工程设计、信息通信咨询、通信信息系统集成、建筑智能化系统工程设计、工程勘察（工程测量）等甲级资质和建筑设计、电力行业（送、变电）设计、电力（含火电、水电、核电、新能源）咨询、涉密信息系统集成等乙级资质等。根据公司公告，辽宁邮电规划设计院与中移设计院比肩，其资质在非运营商下属设计院中处于领先地位。由于5G时代面临的规划设计工程复杂程度更高、体量更为庞大，服务需求方对设计院的资质将有更高要求，辽宁邮电的资质优势将形成一定技术壁垒，在业务份额获取中取得优势。

表1：辽宁邮电拥有的部分专业资质

专业资质名	专业资质名
工程设计电子通信广电行业（通信工程）甲级	电子与智能化工程专业承包一级
工程设计建筑智能化系统设计专项甲级	辽宁省安全技术防范设施设计施工资质--级
工程勘察专业类工程测量甲级	通信网络安全服务能力-安全设计与集成-级
工程咨询单位资信甲级	工程设计电力行业(送电工程)乙级
信息通信网络系统集成企业服务能力甲级	工程设计电力行业(变电工程)乙级
信用等级证书 AAA 级	工程设计建筑行业(建筑工程)乙级

企业信用等级证书 AAA 级	工程咨询单位资信(电力专业)乙级
信息安全管理证书	工程咨询单位资信(建筑专业)乙级
信息安全服务资质认证-信息系统安全集成二级	质量管理体系认证证书
信息安全服务资质认证-信息安全风险评估二级	环境管理体系认证证书
ITSS 信息技术服务运行维护标准符合性证书三级	高新技术企业证书
企业行业信用等级-增值服务、系统集成、设计咨询领域 AAA 级	CMMI 资质证书三级

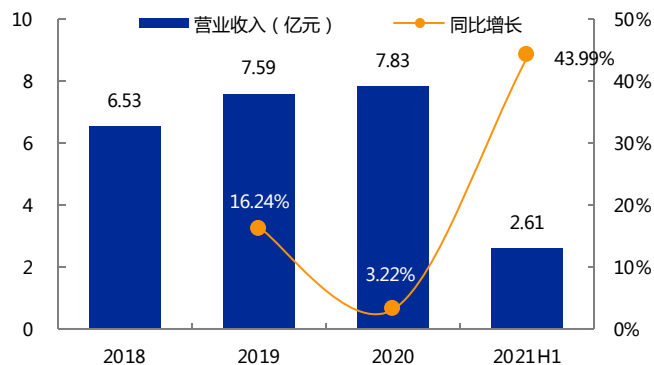
数据来源：公司公告，安信证券研究中心

2.2. 盈利能力卓越，提供稳定业绩贡献

根据公司公告，在全国近 300 家通信行业设计咨询单位中，辽宁邮电盈利能力前八，人均盈利能力前五。在全国通信行业民营设计咨询企业中列第一，在全国通信行业设计咨询企业中，电力市场开拓据首位，系统集成市场开拓据前五。

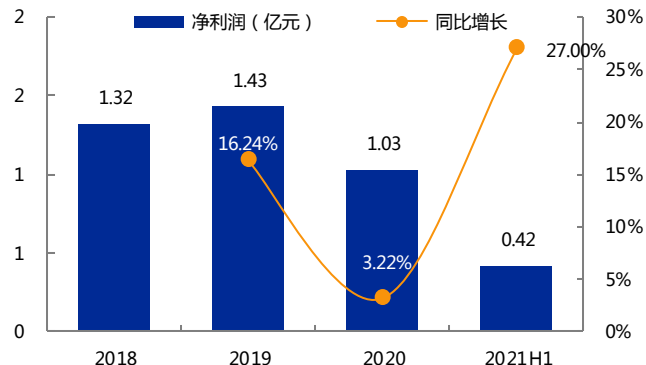
辽宁邮电自被公司收购完成后收入持续稳健增长，为公司提供了稳定的业绩贡献，2020 年辽宁邮电实现营收 7.83 亿元，同比增长 3.22%，高于公司整体 0.96% 的营收增长率。未来辽宁邮电将成为公司业务发展蓝图中重要的业绩基石，为公司新战略的推进贡献稳健的现金流及利润支撑。

图 8：2018-2021H1 辽宁邮电营业收入及同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 9：2018-2021H1 辽宁邮电净利润及同比增速



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3. 综合能源服务空间广阔，虚拟电厂大有可为

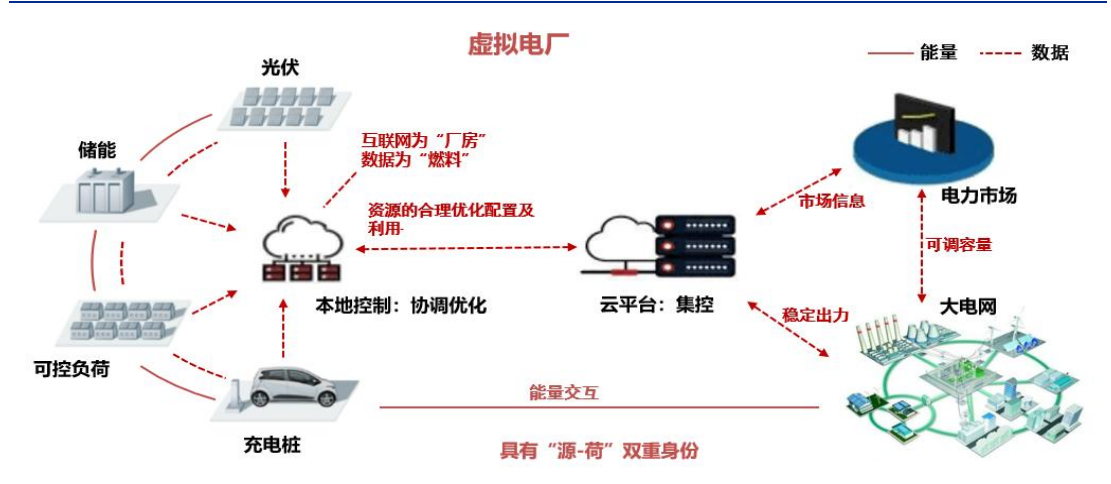
3.1. 虚拟电厂是未来智能电网的核心环节

3.1.1. 灵活削峰填谷，有效调度电力资源

在新能源供能占比日益提升的未来，电网的备用将变得更稀缺，电网运行的安全稳定受到严峻挑战；同时终端电化导致供需矛盾转化为峰谷矛盾、波动性矛盾和时间性矛盾。上述矛盾迫使电力行业必须在电源的有序调度优化、通道的时空转化、负荷侧的有序响应上相出对策，虚拟电厂应运而生。

虚拟电厂（Virtual Power Plant, 简称 VPP）是一种将分布式发电、需求侧响应和储能资源统一协调控制，响应电网调度指令的物联网技术。具体而言，虚拟电厂通过先进信息通信技术和软件系统，实现分布式电源、储能系统、可控复合、电动汽车等 DER 的聚合和协调优化，以作为一个特殊电厂参与电力市场和电网运行，对外可等效成一个可控的电源管理系统。这个系统对外既可以作为“正电厂”向系统供电，也可以作为“负电厂”消纳系统的电力，起到灵活的削峰填谷等作用。从某种意义上讲，虚拟发电厂可以看作是一种先进的区域性电能集中管理模式，为配电网和输电网提供管理和辅助服务。

图 10: 虚拟电厂运作模式



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

虚拟电厂是一种新型电力系统，可对大规模新能源电力进行高效利用。以风能和太阳能为代表的新能源具有显著的间歇性和强随机波动性，以此为一次能源的发电方式不仅会将这些特性继承下来，还会随时空范围的变化产生规律性改变。因此，若将单一形式的多台新能源发电机组规模化地接入大电网，将产生较严重的系统稳定性问题，这将是制约新能源电力大规模开发利用的瓶颈。虚拟发电厂提供的新能源电力与传统能源和储能装置集成的模式，能够在智能协同调控和决策支持下对大电网呈现出稳定的电力输出特性，为新能源电力的安全高效利用开辟了新路径。

3.1.2. 政策、产业、行业多因素共振，虚拟电厂恰逢其时

政策端：碳中和碳达峰推动能源消费方式变革。我国“十四五”时期经济社会发展以推动高质量发展为主题，以深化供给侧结构性改革为主线，以改革创新为根本动力，其中对碳中和、碳达峰工作进行了明确规划。2020 年经济工作会上指出：“做好碳达峰、碳中和工作；我国二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，力争 2060 年前实现碳中和；要抓紧制定 2030 年前碳排放达峰行动方案，支持有条件的地方率先达峰；要加快调整优化产业结构、能源结构，推动煤炭消费尽早达峰，大力发展新能源，加快建设全国用能权、碳排放权交易市场，完善能

源消费双控制度；要继续打好污染防治攻坚战，实现减污降碳协同效应；要开展大规模国土绿化行动，提升生态系统碳汇能力。”这一重要宣示为我国应对气候变化、绿色低碳发展提供了方向指引、擘画了宏伟蓝图。开启了中国“双碳”形势下倒逼时间的绿色发展的进程。2021年是“十四五”开局之年，以虚拟电厂为首的综合能源服务有望加速发展。

图 11：虚拟电厂发展的政策背景



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

产业端：虚拟电厂已具备实际商用条件。电力市场改革不断深入，现货市场有序开展。在2019-2020年，公司就积极参与了冀北虚拟电厂试点项目建设，并作为能源聚合商试水冀北虚拟电厂电力交易市场。能源结构调整进入深水区，出现了结构性缺电的矛盾。2020年12月内蒙古、湖南、江西和浙江部分地区启动有序用电，近期全国诸多省市也出现了电力紧张、限产限电的情况，未来由于大量新能源装机带来的能源结构革命还会不时触发有序用电。民生工程用电需求增长迅速。气候的变化带来供热需求激增，传统的“北方供热、南方供冷”的格局正在逐渐被打破，而“碳达峰”的压力促使以燃煤为主的集中供热方式正在快速退出市场，“煤改电”需求增长迅速。

行业端：储能成本不断下降，储能技术日臻完善。储能技术逐渐朝多样化发展，压缩空气储能、储氢技术、固碳制氨技术不断问世；而组件及控制技术日渐成熟，使得成本快速下降，根据公司公告，2020年国产电芯成本下降到700元/kWh，锂电池电网储能投资边际价格接近0.5元（锂电生命周期）；固体蓄热综合投资成本降至100元/m²以下；相变蓄热综合投资也降至80元/m²以下。这就为虚拟电厂的发展奠定了经济基础，虚拟电厂能带来的利益随着成本的下降不断提升。

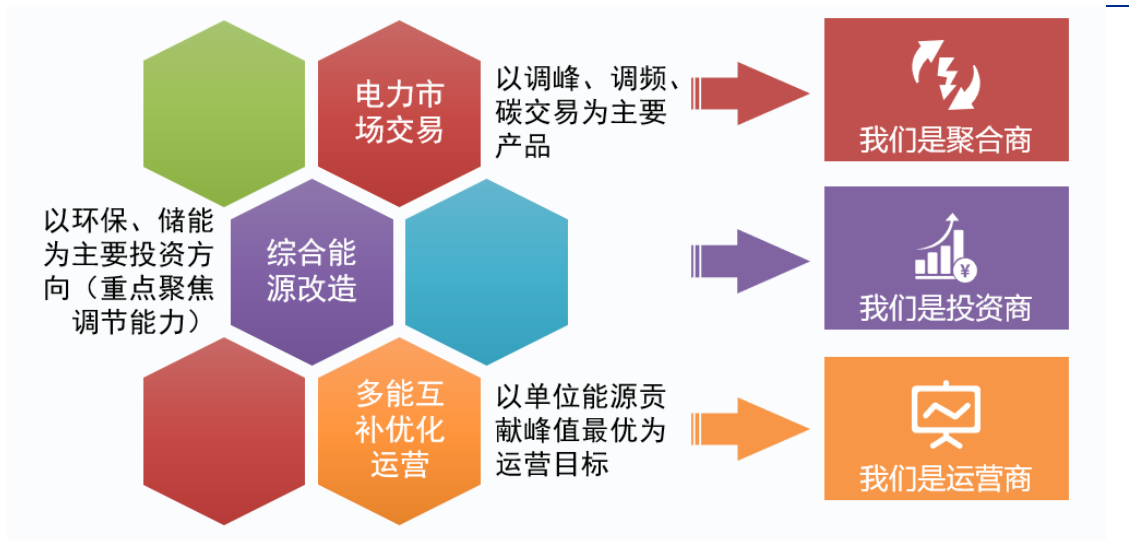
3.2. 虚拟电厂资源整合商，发力综合能源蓝海市场

3.2.1. 集聚合、投资、运营于一身，位于产业链核心位置

公司在虚拟电厂这一综合能源服务的蓝海市场扮演能源聚合商、能源投资商、能源运营商三个角色。

- 1) 作为能源聚合商：虚拟电厂市场化交易是公司进入综合能源业务领域的敲门砖。参加以虚拟电厂为代表的辅助服务市场，以调峰、调频、碳交易为主要产品，通过购售电交易获取稳定的收入来源。
- 2) 作为能源投资商：综合能源改造是业务的压舱石。重点聚焦调节能力，以环保、储能为主要投资方向，投资兴建多能互补基础设施扩大未来收益空间
- 3) 作为能源运营商：综合能源运营是业务的现金流。通过提高电网调节能力、对用户提升供电效率为目标的多能互补优化进行运营，将单位能源贡献峰值最优作为运营目标来获取持续稳定增长的长期收入。

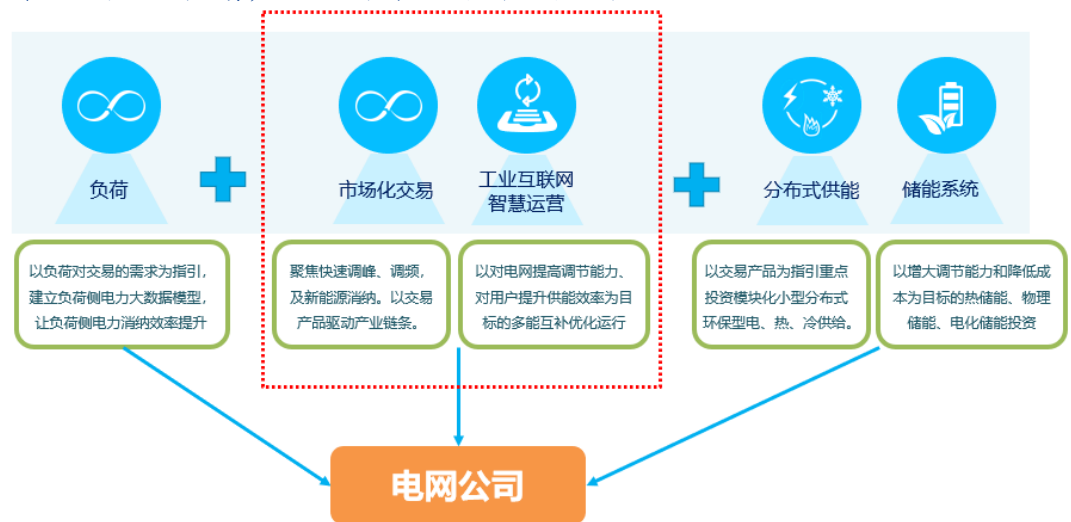
图 12：公司在虚拟电厂市场扮演角色



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司处于产业链核心位置。以公司为首的能源聚合商，具备了打通电网公司、负荷侧用户、电源供应商之间的数据信息的通道及能源互济能力，并且以新型电商的商业模式和能源交易产品的开发和多能互补生态的建设聚合平台，通过持续的营销聚合形成综合能源的供给能力和调节能力，形成价值的最大化。从整体来看，随着综合能源服务产业链上下游整合的逐步推进，行业整体议价权也在不断提升。

图 13：综合能源服务产业链上下游整合提升整体议价权



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

3.2.2. 冀北虚拟电厂市场化交易具备示范作用

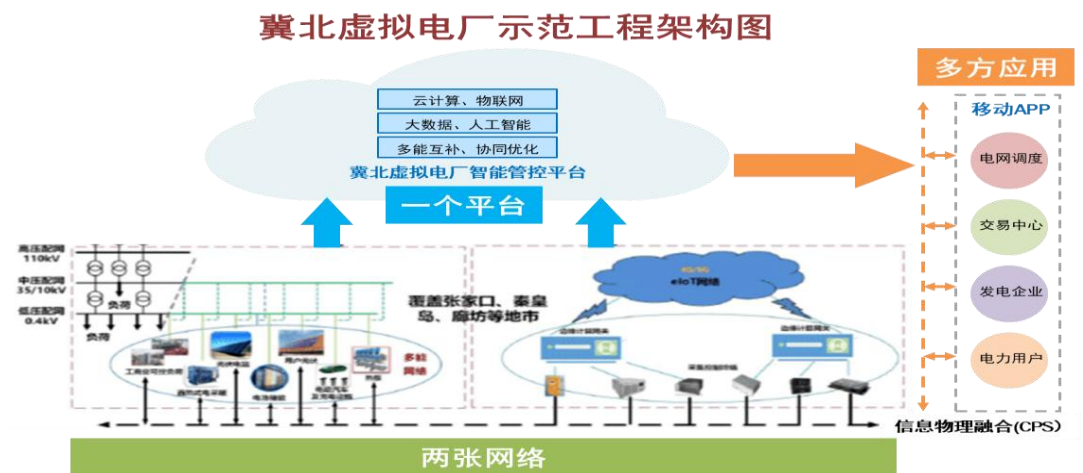
冀北虚拟电厂市场化交易是华北电网现货辅助服务市场的子市场，其通过“1个平台+2张网络+多方应用”模式进行架构：

1个平台：冀北虚拟电厂智能管控平台，可实现设备数据和互动信息的计算、存储，集成能源运行管理、交易、服务功能，整合优化各类可调资源与电力系统实时交互。

2张网络：包括以冀北智能配电网为核心的多能流网络与以“云管边端”架构为核心的电力物联网，发挥电能在冷/热/气等多能源汇集传输和转换利用中的枢纽作用。

多方应用：包括电网调度、电力交易、发电企业、电力用户等

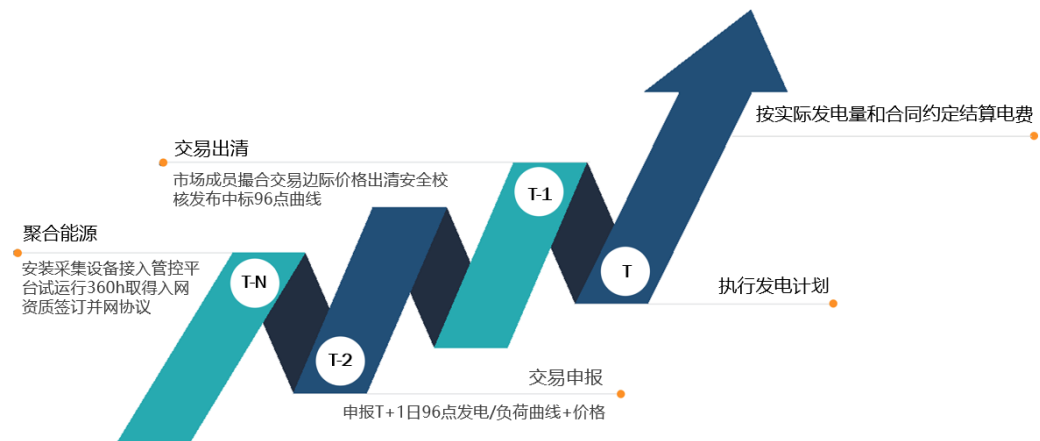
图 14：冀北虚拟电厂示范工程架构图



2019年12月冀北虚拟电厂市场化交易试运行，持续时间5个月，聚合商有冀北综合能源服务公司、国网电动汽车、特来电。市场化交易的主要流程如下：

- 1) T-N：聚合能源，安装采集设备接入管控平台，试运行360h，取得入网资质签订并网协议。
- 2) T-2：进行交易申报，申报T+1日96点发电/负荷曲线+价格。
- 3) T-1：完成交易出清，市场成员撮合交易边际价格出清，进行安全校核，发布中标96点曲线。
- 4) T：执行发电计划。
- 5) T+N：按实际发电量和合同约定结算电费。

图 15：冀北虚拟电厂市场化交易流程



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

冀北虚拟电厂具备显著的经济和环境效益。根据证券日报，2020年，冀北电网夏季空调负荷达600万千瓦，10%的空调负荷通过虚拟电厂进行实时响应，相当于少建一座60万千瓦的传统电厂。此外，“煤改电”最大负荷达200万千瓦，蓄热式电采暖负荷通过虚拟电厂进行实时响应，预计可增发清洁能源7.2亿千瓦，可减排63.65万吨二氧化碳。

冀北虚拟电厂技术及模式领先，推广良好的推广应用价值。2020年10月27日，“面向能源互联网的虚拟电厂聚合调控与共享运营关键技术及应用”通过中国电机工程学会技术鉴定。鉴定会上，鉴定委员会一致认为，冀北虚拟电厂项目实现了虚拟电厂聚合调控与共享运营关键技术及工程应用的原始创新，填补了我国虚拟电厂系统理论、平台开发、商业应用的空白，

建立了国际上虚拟电厂商业化运营的新模式、新技术、新标准，整体技术达到国际领先水平，推广应用前景广阔。同时冀北电力交易中心积极推动工程建设成果向国际标准转化，将冀北虚拟电厂写入国际标准用例，形成 IEC 虚拟电厂国际标准委员会流转稿（CD），得到了德国、美国、澳大利亚、日本等国行业专家一致认可。我们认为，公司全面参与了冀北虚拟电厂项目运营流程，积累了宝贵的经验，并在这一领域拥有了较大的先发优势，未来有望随着市场需求的爆发进入增长快车道。

3.3. 边际变化：能耗“双控”背景下电力短缺，能源整合商迎来重大发展机遇

2021年9月16日，发改委正式印发《完善能源消费强度和总量双控制度方案》，“双控”政策进入新的实施阶段，整体力度进一步提升。2021年上半年“双控”目标完成情况出炉后，各地加快了步伐推进能耗“双控”举措，近期，浙江、江苏、云南等多地能耗“双控”政策趋严，纺织、钢铁等行业企业出现限产停产现象，与此同时，今年以来“双碳”政策也得到了重点关注，被有关部门密集调研论证。“双控”叠加“双碳”，在推动经济绿色低碳转型的同时，也对能源行业尤其是电力行业带来了新的变革机遇。

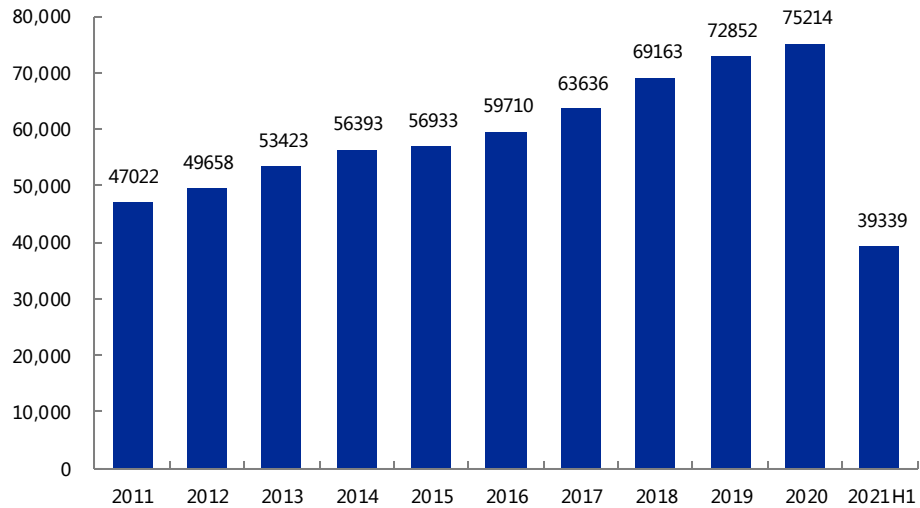
表 2：近期部分能耗“双控”政策梳理

发布主体	能耗双控政策文件/具体措施
国家发改委	《完善能源消费强度和总量双控制度方案》
云南	《云南省节能工作领导小组办公室关于坚决做好能耗双控有关工作的通知》
江苏	《关于江苏省开展 2021 年综合能耗 5 万吨以上企业专项节能监察行动的通知》
内蒙古	《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保障措施(征求意见稿)》
陕西榆林	《关于确保完成 2021 年能耗双控目标任务的通知》
宁夏	对全区 63 家重点用能企业和 76 个“两高”项目开展专项节能监察工作
广西	《关于召开加强能耗双控工作部署会议的通知》
青海	《青海省 2021 年能耗“双控”工作实施方案》
广东	《广东省 2021 年能耗双控工作方案》
福建	9 月 19 日，省工信厅召开全省遏制“两高”项目盲目发展和能耗双控工作视频会
新疆	8 月 17 日，自治区能耗“双控”工作会议召开

数据来源：安信证券研究中心整理

能耗的政策调控与生产生活实际需求存在矛盾，部分省市电力供应紧张。随着我国经济发展，尤其后疫情时代正常生产生活的逐渐复苏，能源消费总量创下新高，根据中国电力联合会数据，2020 年中国用电量为 75214 亿千瓦时，2021 年上半年中国用电量为 39339 亿千瓦时，同比增长 16.2%。在这一背景下，部分地区能耗控制形势较为紧张。国家发改委 8 月曾印发《2021 年上半年各地区能耗双控目标完成情况晴雨表》，在能耗强度降低方面，青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、陕西、江苏 9 个省（区）上半年能耗强度不降反升，被列入红色一级预警；在能源消费总量控制方面，青海、宁夏、广西、广东、福建、云南、江苏、湖北 8 个省（区）被列入红色一级预警。

图 16：2011-2021 年上半年中国用电量情况



资料来源：中国电力联合会，安信证券研究中心

国家发改委同时指出，对能耗强度不降反升的地区，将暂停“两高”项目节能审查的地区名单报送国家发展改革委，并督促各地采取有力措施，完成全年能耗双控目标。面对目前严峻的国内能耗双控形势，各地或持续加码推出相关政策呼应总体要求。对电力等能源行业而言，在能源使用总量有要求的情况下，解决思路主要集中在：（1）增大可再生型、环保型能源的使用；（2）提高能源利用效率。此次发改委《完善能源消费强度和总量双控制度方案》也给予能源消费总量目标更多灵活空间，鼓励地方增加可再生能源消费，并有望推进用能权市场交易的发展。在这种情况下，作为能够最大程度地平抑新能源电力的强随机波动性、提高资源合理利用率的虚拟电厂无疑会得到更多的关注，以公司为代表的能源整合商也将核心受益。

4. 投资建议

公司旗下辽宁邮电作为民营通信规划设计院龙头，仍将作为公司的压舱石业务；另外，短期能耗“双控”叠加长期“双碳”政策推动了以虚拟电厂为首的综合能源服务市场景气度的高涨，公司作为虚拟电厂领域的先行者和产业链的重要参与者，未来发展前景较为广阔。

4.1. 相对估值

我们预计公司 2021 年至 2023 年收入分别为 16.72 亿元(+18.02%)、18.74 亿元(+12.08%)、21.66 亿元(+15.59%)；净利润分别为 1.77 亿元(+65.38%)、1.92 亿元(+8.20%)、2.27 亿元(+18.58%)。我们选取国电南瑞、易事特和国网信通作为公司可比公司，可比公司 22 年平均 PE 为 28 倍。考虑到公司民营通信设计龙头的市场地位以及在虚拟电厂市场的广阔前景，我们给予公司 2022 年 PE30X，对应市值 57.46 亿元，对应目标价 18.32 元，给予“买入-A”投资评级。

表 3：可比上市公司估值

股票代码	公司名称	现价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600406.SH	国电南瑞	34.55	1.05	1.07	1.25	32	28	24
300376.SZ	易事特	9.85	0.20	0.23	0.29	43	34	27
600131.SH	国网信通	15.67	0.51	0.54	0.66	29	24	20
	平均	-	-	-	-	35	28	23
300513.SZ	恒实科技	14.17	0.56	0.61	0.72	22	20	17

资料来源：Wind，安信证券研究中心注：国电南瑞、易事特和国网信通数据来自 Wind 一致预期；现价为 2021 年 9 月 24 日收盘价

5. 风险提示

1、产品和技术开发的风险

公司所处软件与信息技术服务业，各项业务竞争日趋激烈且技术更新换代快，同时受到宏观经济环境变化的影响。通信设计业务受通信技术更新换代及运营商电信业投资规模调整等因素的影响，通信行业景气度可能出现阶段性回落，通信网络技术服务业务规模可能随之出现阶段性放缓甚至下降。

2、营业收入季节性波动的风险

公司的客户主要为通信运营商、电网下属企业等大型行业客户。主营业务收入的分布受到客户内部投资审批决策、管理流程及惯例的影响，具有较强的季节性，因此公司经营业绩受客户季节性因素的影响呈现一定的季节性波动。

3、商誉减值的风险

公司于 2018 年收购辽宁邮电属于非同一控制下的企业合并，收购完成后，在公司的合并资产负债表中形成大额商誉。根据《企业会计准则》规定，商誉不作摊销处理，但须每年末进行减值测试。

4、虚拟电厂行业发展不及预期

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	1,403.6	1,417.0	1,672.3	1,874.2	2,166.4	成长性					
减:营业成本	972.7	1,011.8	1,141.9	1,275.7	1,456.6	营业收入增长率	28.7%	1.0%	18.0%	12.1%	15.6%
营业税费	5.1	8.7	8.5	9.6	11.0	营业利润增长率	38.9%	-31.7%	63.3%	8.9%	19.2%
销售费用	77.7	81.7	94.2	105.5	122.0	净利润增长率	39.6%	-33.0%	65.4%	8.2%	18.6%
管理费用	80.1	79.3	100.3	112.5	130.0	EBITDA 增长率	61.2%	-29.0%	64.5%	8.5%	15.0%
研发费用	53.2	62.3	83.6	103.1	130.0	EBIT 增长率	60.7%	-34.6%	64.4%	10.2%	17.8%
财务费用	19.8	30.0	18.3	22.7	23.7	NOPLAT 增长率	49.9%	-22.3%	41.5%	10.2%	17.8%
资产减值损失	11.8	38.1	22.1	24.0	28.1	投资资本增长率	23.6%	3.9%	41.9%	-25.5%	40.6%
加:公允价值变动收益	-	1.1	-	-	-	净资产增长率	9.4%	1.0%	6.1%	6.3%	7.0%
投资和汇兑收益	4.7	-0.5	1.5	1.9	1.0						
营业利润	183.6	125.5	204.8	223.1	266.1	利润率					
加:营业外净收支	0.1	0.8	-0.2	0.2	0.3	毛利率	30.7%	28.6%	31.7%	31.9%	32.8%
利润总额	183.8	126.3	204.6	223.4	266.3	营业利润率	13.1%	8.9%	12.2%	11.9%	12.3%
减:所得税	11.5	6.0	12.5	13.6	16.2	净利润率	11.4%	7.6%	10.6%	10.2%	10.5%
净利润	159.8	107.0	177.0	191.5	227.1	EBITDA/营业收入	16.5%	11.6%	16.2%	15.6%	15.6%
						EBIT/营业收入	14.8%	9.6%	13.3%	13.1%	13.4%
						运营效率					
资产负债表						固定资本周转天数	59	86	68	55	42
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	流动资产资本周转天数	216	252	334	322	302
货币资金	312.3	358.8	167.2	190.3	216.6	流动资产周转天数	454	482	538	508	469
交易性金融资产	-	16.1	5.4	7.2	9.6	应收账款周转天数	268	197	228	231	219
应收账款	1,118.5	436.2	1,684.2	724.9	1,911.3	存货周转天数	75	88	70	76	75
应收票据	23.5	20.7	118.3	54.9	70.0	总资产周转天数	880	950	940	856	761
预付账款	55.2	23.3	101.5	33.7	108.5	投资资本周转天数	585	653	682	623	554
存货	388.9	302.0	348.2	440.4	467.8						
其他流动资产	26.2	712.0	707.1	709.3	705.8	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	6.5%	4.2%	6.6%	6.7%	7.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	4.6%	3.2%	3.9%	5.3%	4.8%
长期股权投资	2.6	62.7	62.7	62.7	62.7	ROIC	9.4%	5.9%	8.0%	6.2%	9.8%
投资性房地产	2.7	2.4	2.4	2.4	2.4	费用率					
固定资产	345.5	333.8	301.1	267.7	233.7	销售费用率	5.5%	5.8%	5.6%	5.6%	5.6%
在建工程	16.9	6.9	4.8	3.4	2.4	管理费用率	5.7%	5.6%	6.0%	6.0%	6.0%
无形资产	81.9	124.6	112.1	99.7	87.2	研发费用率	3.8%	4.4%	5.0%	5.5%	6.0%
其他非流动资产	1,346.0	1,358.8	1,357.9	1,345.1	1,337.8	财务费用率	1.4%	2.1%	1.1%	1.2%	1.1%
资产总额	3,720.4	3,758.3	4,972.9	3,941.5	5,215.6	四费/营业收入	16.4%	17.9%	17.7%	18.3%	18.7%
短期债务	191.6	380.9	869.5	127.6	722.3	偿债能力					
应付账款	313.9	283.5	510.4	477.4	480.3	资产负债率	31.4%	31.4%	45.0%	26.3%	40.4%
应付票据	122.3	61.9	105.0	103.3	135.4	负债权益比	45.8%	45.8%	81.8%	35.6%	67.7%
其他流动负债	265.9	265.2	301.8	233.4	334.5	流动比率	2.15	1.89	1.75	2.29	2.09
长期借款	154.0	102.0	377.9	-	347.6	速动比率	1.72	1.58	1.56	1.83	1.81
其他非流动负债	120.9	86.9	73.6	93.8	84.8	利息保障倍数	10.47	4.52	12.20	10.82	12.24
负债总额	1,168.6	1,180.3	2,238.2	1,035.4	2,104.8	分红指标					
少数股东权益	81.6	31.5	46.6	64.9	87.8	DPS(元)	0.11	0.07	0.11	0.12	0.14
股本	313.7	313.7	313.7	313.7	313.7	分红比率	21.6%	20.5%	20.0%	20.0%	20.0%
留存收益	2,156.5	2,232.7	2,374.3	2,527.6	2,709.2	股息收益率	0.9%	0.6%	0.9%	1.0%	1.2%
股东权益	2,551.8	2,577.9	2,734.7	2,906.1	3,110.8						
						业绩和估值指标					
现金流量表						2019	2020	2021E	2022E	2023E	
净利润	172.2	120.3	177.0	191.5	227.1	EPS(元)	0.51	0.34	0.56	0.61	0.72
加:折旧和摊销	26.7	35.3	47.2	47.4	47.5	BVPS(元)	7.87	8.12	8.57	9.06	9.64
资产减值准备	24.7	30.7	-	-	-	PE(X)	24.0	35.8	21.7	20.0	16.9
公允价值变动损失	-	-1.1	-	-	-	PB(X)	1.6	1.5	1.4	1.4	1.3
财务费用	17.8	31.9	18.3	22.7	23.7	P/FCF	-109.9	28.0	-21.7	111.9	95.1
投资损失	-4.7	0.5	-1.5	-1.9	-1.0	P/S	2.7	2.7	2.3	2.0	1.8
少数股东损益	12.4	13.2	15.1	18.2	23.0	EV/EBITDA	18.6	23.2	18.0	12.8	14.0
营运资金的变动	-50.4	-769.2	-1,143.5	911.1	-1,164.8	CAGR(%)	13.1%	36.3%	16.6%	6.8%	27.6%
经营活动产生现金流量	62.8	113.6	-887.3	1,189.0	-844.6	PEG	1.8	1.0	1.3	3.0	0.6
投资活动产生现金流量	-384.1	-136.9	6.1	-2.1	2.1	ROIC/WACC	1.1	0.7	0.9	0.7	1.1
融资活动产生现金流量	294.7	102.5	689.7	-1,163.9	868.9	REP	1.6	2.2	1.5	1.9	1.1

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

马天诣声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	潘艳	上海区域销售负责人	18930060852	panyan@essence.com.cn	
	侯海霞	上海区域销售总监	13391113930	houhx@essence.com.cn	
	朱贤	上海区域销售总监	13901836709	zhuxian@essence.com.cn	
	李栋	上海区域高级销售副总监	13917882257	lidong1@essence.com.cn	
	刘恭懿	上海区域销售副总监	13916816630	liugy@essence.com.cn	
	钟玲	上海区域销售副总监	15900782242	zhongling@essence.com.cn	
	苏梦	上海区域销售经理	13162829753	sumeng@essence.com.cn	
	秦紫涵	上海区域销售经理	15801869965	qinzh1@essence.com.cn	
	陈盈怡	上海区域销售经理	13817674050	chenyy6@essence.com.cn	
	徐逸岑	上海区域销售经理	18019221980	xuyc@essence.com.cn	
	北京联系人	赵丽萍	北京区域公募基金销售负责人	15901273188	zhaolp@essence.com.cn
张莹		北京区域社保保险销售负责人	13901255777	zhangying1@essence.com.cn	
北京联系人	张杨	北京区域销售副总监	15801879050	zhangyang4@essence.com.cn	
	温鹏	北京区域销售副总监	13811978042	wenpeng@essence.com.cn	
	刘晓莹	北京区域销售副总监	18511841987	liuxx1@essence.com.cn	
	王帅	北京区域销售经理	13581778515	wangshuai1@essence.com.cn	
	侯宇彤	北京区域销售经理	18210869281	houyt1@essence.com.cn	
	游倬源	北京区域销售经理	010-83321501	youzy1@essence.com.cn	
	深圳联系人	张秀红	深圳区域销售负责人	0755-82798036	zhangxh1@essence.com.cn
		胡珍	深圳区域高级销售副总监	13631620111	huzhen@essence.com.cn
		范洪群	深圳区域销售副总监	18926033448	fanhq@essence.com.cn
		马田田	深圳区域销售经理	18318054097	matt@essence.com.cn
聂欣		深圳区域销售经理	13540211209	niexin1@essence.com.cn	
杨萍		深圳区域销售经理	0755-82544825	yangping1@essence.com.cn	
黄秋琪		深圳区域销售经理	13699750501	huangqq@essence.com.cn	
喻聪		深圳区域销售经理	0755-88914832	yucong@essence.com.cn	
广州联系人	毛云开	广州区域销售负责人	13560176423	maoyk@essence.com.cn	
	赵晓燕	广州区域销售经理	15521251382	zhaoxy@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034