

恒实科技 (300513)

公司研究/点评报告

股权激励授予落地，虚拟电厂前景广阔

点评报告/通信

2021 年 10 月 18 日

一、事件概述

2021 年 10 月 12 日，公司发布关于向激励对象授予限制性股票的公告，公司面向 426 名激励对象授予限制性股票 2996.5 万股（授予价格 9.00 元/股）。

二、分析与判断

➤ 股权激励绑定核心技术骨干，重视人才队伍建设

本次股权激励的激励对象总人数为 426 人，覆盖超 20% 员工，激励范围较广。其中董事、高级管理人员 3 人，获授 130 万股，占此次授予比例 4.34%；核心及骨干成员共 423 人，获授 2866.5 万股，占此次授予比例 95.66%。公司重视人才队伍建设，通过股权激励绑定高管和核心技术骨干，保证了经营团队的稳定性，有利于上下一心共谋发展。

➤ 业绩考核目标彰显公司发展信心

本次激励计划的归属考核年度为 2021-2022 年，两个归属期具体业绩目标为：1) 2021 年营收相比 2020 年增长 10%，或 2021 年净利润相比 2020 年增长 15%；2) 第二个归属期目标是，2022 年营收相比 2020 年增长 20%，或 2022 年净利润相比 2020 年增长 30%。我们认为考核目标考虑了行业发展规律较为合理，也反映了公司对未来业绩的信心。

➤ 电力市场化改革逐渐落地，虚拟电厂聚合商核心受益

10 月 12 日，国家发改委印发了《国家发展改革委关于进一步深化燃煤发电上网电价市场化改革的通知》（发改价格〔2021〕1439 号），电价浮动范围调升至 20%。根据江苏电力交易中心数据，10 月 15 日电改实施首日电价上浮 19.94%。公司是虚拟电厂聚合商和电网平台建设方，深度参与国网冀北虚拟电厂等项目建设，同时聚合客户侧可控负荷参与电力市场交易，获取调峰辅助服务费用并与客户分成。《中国电力行业年度发展报告 2021》预计，2025 年我国非化石能源发电装机占比达 52%，对电力系统调峰能力需求进一步增加，叠加电力市场化交易逐渐放开，虚拟电厂聚合商迎来发展良机。

三、投资建议

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 1.52/1.85/3.42 亿元，对应 PE 倍数 25x/20x/11x，选取国电南瑞、易事特、国网信通为可比公司，21 年平均 PE 估值为 41X（wind 一致预期）。股权激励覆盖面较广，有利于充分激发核心骨干积极性；伴随电力市场化交易逐渐推行，虚拟电厂资源聚合商价值凸显，同时此类业务毛利率较高，随着明后年逐渐放量将显著提升公司盈利能力。首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

营业收入季节性波动的风险；虚拟电厂行业发展不及预期

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	1,417	1,585	1,778	2,065
增长率（%）	1.0%	11.8%	12.2%	16.2%
归属母公司股东净利润（百万元）	107	152	185	342
增长率（%）	-33.0%	42.2%	21.8%	84.2%
每股收益（元）	0.34	0.49	0.59	1.09
PE（现价）	34.91	24.55	20.15	10.94
PB	1.47	1.40	1.33	1.21

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

首次评级

当前价格： 11.91 元

交易数据

2021-10-15

近 12 个月最高/最低(元)	16.73/8.38
总股本（百万股）	314
流通股本（百万股）	245
流通股比例（%）	78.14
总市值（亿元）	37
流通市值（亿元）	29

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：马天诣

执业证号： S0100521100003

电话： 021-80508466

邮箱： matianyi@mszq.com

研究助理：于一铭

执业证号： S0100121090001

电话： 021-80508468

邮箱： yuyiming@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,417	1,585	1,778	2,065
营业成本	1,012	1,139	1,251	1,298
营业税金及附加	9	8	9	11
销售费用	82	95	116	145
管理费用	79	92	102	118
研发费用	62	79	89	103
EBIT	184	171	211	390
财务费用	30	14	20	22
资产减值损失	-38	6	10	13
投资收益	-0	2	2	2
营业利润	125	177	216	399
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	126	177	216	399
所得税	6	10	12	22
净利润	120	167	204	377
归属于母公司净利润	107	152	185	342
EBITDA	219	287	350	549
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	359	264	296	344
应收账款及票据	434	907	925	1,037
预付款项	23	53	51	51
存货	302	372	412	419
其他流动资产	751	460	580	706
流动资产合计	1,869	2,056	2,264	2,557
长期股权投资	63	93	128	166
固定资产	334	343	320	269
无形资产	79	96	110	124
非流动资产合计	1,889	2,134	2,250	2,356
资产合计	3,758	4,190	4,514	4,913
短期借款	381	517	640	693
应付账款及票据	336	419	459	469
其他流动负债	275	350	345	371
流动负债合计	991	1,287	1,444	1,534
长期借款	102	102	102	102
其他长期负债	87	87	87	87
非流动负债合计	189	189	189	189
负债合计	1,180	1,475	1,632	1,723
股本	314	314	314	314
少数股东权益	32	46	65	101
股东权益合计	2,578	2,714	2,882	3,190
负债和股东权益合计	3,758	4,190	4,514	4,913

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	1.0	11.8	12.2	16.2
EBIT 增长率	-13.2	-7.2	23.7	84.8
净利润增长率	-33.0	42.2	21.8	84.2
盈利能力				
毛利率	28.6	28.1	29.6	37.1
净利润率	8.5	10.5	11.5	18.3
总资产收益率 ROA	2.8	3.6	4.1	7.0
净资产收益率 ROE	4.2	5.7	6.6	11.1
偿债能力				
流动比率	1.89	1.60	1.57	1.67
速动比率	0.88	0.97	0.90	0.96
现金比率	0.36	0.21	0.21	0.22
资产负债率	31.4	35.2	36.2	35.1
经营效率				
应收账款周转天数	106.38	200.59	183.06	176.12
存货周转天数	108.96	119.04	120.16	117.92
总资产周转率	0.38	0.38	0.39	0.42
每股指标 (元)				
每股收益	0.34	0.49	0.59	1.09
每股净资产	8.12	8.51	8.98	9.85
每股经营现金流	0.36	0.56	0.70	1.09
每股股利	0.07	0.10	0.12	0.22
估值分析				
PE	34.91	24.55	20.15	10.94
PB	1.47	1.40	1.33	1.21
EV/EBITDA	18.10	14.60	12.25	7.81
股息收益率	0.6	0.8	1.0	1.8
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	120	167	204	377
折旧和摊销	35	117	139	159
营运资金变动	-89	-123	-141	-209
经营活动现金流	114	175	218	343
资本开支	-65	-325	-210	-214
投资	-15	-30	-35	-37
投资活动现金流	-137	-353	-243	-249
股权募资	22	0	0	0
债务募资	112	137	122	54
筹资活动现金流	103	83	57	-46
现金净流量	79	-95	32	48

分析师与研究助理简介

马天诣，民生证券研究院通信行业首席分析师；北京大学数学系硕士，证券从业7年，曾任职于安信证券/国泰君安证券/中关村科技园区管委会/北京股权交易中心；2018-2020年财经国际最佳top3通信分析师。研究领域：前瞻研究改变人类工作/生活/通信方式的伟大科技企业，重点研究符合中国制造业发展方向的硬科技企业。

于一铭，民生证券研究院通信行业研究员；香港中文大学会计学硕士，上海财经大学财务管理学士，曾任职于信达证券、华为技术有限公司，2021年加入民生证券，重点覆盖主设备、运营商、华为产业链、工业互联网等领域。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。