

分析师: 邹润芳 S0640521040001

研究助理: 孙玉浩 S0640120030010

研究助理: 朱祖跃 S0640121070054

研究助理: 唐保威 S0640121040023

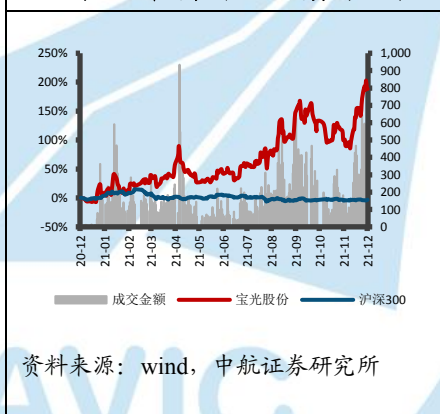
行业分类: 电力设备

2021年12月03日

公司投资评级	买入
当前股价(2021.12.03)	16.48元

基础数据 (2021.12.03)

沪深300指数	4901.02
总股本(亿股)	3.30
流通A股(亿股)	3.30
2021Q3资产负债率	48.56%
2021Q3 ROE(摊薄)	5.57%
PE(TTM)	112
PB(LF)	9.20

公司近一年与沪深300走势对比图


宝光股份前身为陕西宝光电工总厂, 于2002年在上海证券交易所上市。公司实控人为中国西电集团, 持股24.80%, 主营业务为电器器件与配件、电子陶瓷等, 主要产品为真空灭弧室、固封极柱等, 市占率较高。在现有成熟业务基础上, 公司积极布局电网调频业务, 能够有效解决清洁能源并网消纳问题, 未来前景广阔。截止2021Q3, 公司期间实现营业收入8.16亿元, 同比+33.17%, 归母净利润0.33亿元, 同比+7.75%。

公司成熟业务稳健增长。真空灭弧室是真空开关的核心部件, 主要应用于电力的输配电控制系统。公司掌握真空灭弧室从原材料生产到整管封排的全套技术, 是国内生产灭弧室企业中核心零件全部自主加工为数不多的企业之一, 市占率较高。根据2020年报, 直接材料成本占到灭弧室88.03%, 2021年铜材、银等原材料价格大幅上涨, 截止12月3日, 铜与银现货均价分别同比上涨42.58%、13.26%, 整个行业的盈利空间受到不同程度挤压。宝光股份通过精细化管理, 三季度累计毛利率与净利率较2020年下滑5.08/0.95pct, 归母净利润同比+7.75%, 细分龙头地位稳固。随着上游价格企稳回落, 公司盈利能力有望进一步增强。

电力系统的正常运行, 需要频率稳定。电网的频率(50Hz)稳定是电能质量的重要标志之一, 直接关系到电能驱动设备的正常运转, 对冶金、化工、电子业、航空航天等行业有较大影响。装机容量3000MW以上, 允许频率波动范围±0.2Hz, 装机容量3000MW以下, 允许频率波动范围±0.5Hz, 可以看出, 电网频率波动范围窄, 要求严格。

股市有风险 入市须谨慎
请务必阅读正文后的免责条款部分

清洁能源大规模并网，对电网频率扰动大。截止 2021 年 9 月，清洁能源（水电、核电、风电、太阳能）发电装机容量合计 10.1 亿千瓦，占电力总装机容量的比重提升至 44.1%，同比提高约 3%，根据碳达峰行动方案，2030 年风电与太阳能装机容量将达到 12 亿千瓦以上。风电与光伏与传统电力能源不同，其出力具有随机性和间歇性的特点，这样就会使得电网的频率产生波动，造成电能质量下降。随着清洁能源上网的比例不断增加，会对区域电网造成一定的影响，对电网的稳定性造成冲击，使得电网频率产生波动甚至会造成大面积的停电事故。

传统电网调频方式难以胜任清洁能源大规模并网。目前，我国的调频电源主要为火电机组，通过调整机组有功出力，跟踪系统频率变化。但是火电机组响应时滞长、机组爬坡速率低，存在调节延迟、调节偏差和调节反向等现象，并且频繁变换功率运行，会影响机组的运行寿命。同时，水电机组受地理条件的限制，整体可提供的调频容量较为有限。

电化学储能是维持电网频率稳定，解决清洁能源并网消纳的有效途径。电池储能电站因其自身功率吞吐的灵活性，能够很好地支撑新能源并网的调频及调压辅助服务，可在 2s 内完成 AGC 指令，是火电机组响应速度的 60 倍左右，因此储能电站并网逆变器的综合控制策略备受关注，是能够解决清洁能源并网痛点的有效途径。同时，2021 年 10 月 11 日，国家标准《并网电源一次调频技术规定及试验导则》正式发布，并且于 2022 年 5 月 1 日起正式实施，明确接入 35kV 及以上电压等级的储能电站、风电、光伏等并网电源必须满足一次调频的技术指标。新能源电站需具备一次调频能力已成为大势所趋，随着一次调频国标发布，加装储能系统将成为必选项，调频能力将成为新能源场站必备“技能”。

宝光股份电网调频业务由子公司宝光智中运营。宝光智中成立于 2021 年 3 月，由宝光股份（51%）与清华智中能源互联网研究院（49%）组建，资深院士领衔，拥有数十年研发积累成果，以自主研发的储能 EMS 为核心，客户覆盖五大发电集团，提供 1) 火电厂储能调频项目（EMC），目前已有 4 个已投运项目，主要收益方式为参与电网辅助服务取得与电厂方分成后的收益，项目 IRR 不低于 15%，是未来公司创收的主力；2) 新能源+储能的 EPC 工程，设备成套供货；3) 储能新技术产品研发与咨询。其中储能协调控制器与 BMS 的硬件部分由公司自行研发，委托生产厂商进行代工。

火电厂电网调频项目	新能源储能项目
广东平海电厂储能辅助调频工程 (30MW/15MWh)	国电青海 5MW/10MWh 光伏储能项目
广州华润南沙电厂储能辅助调频工程 (9.6MW/4.8MWh)	华电集团综合能源项目
广东韶关电厂储能辅助调频工程 (9MW/4.5MWh)	国家电投集团东北分公司敦润苏莫 150MW 光伏电站 7.5MW/7.5MWh 储能系统
粤电大埔电厂 60 万机组储能辅助调频项目 (18MW/9MWh)	

➤ 投资建议

电网调频是清洁能源大规模并网的必要条件，电化学储能是硬件，只有硬件+软件才是真正的解决方案。我们认为，宝光股份作为老牌央企，技术研发积累充足，子公司宝光智中联合清华研究院力量，已成为解决清洁能源并网消纳的先行者，未来空间广阔。我们预计公司 2021-2023 年的营业收入分别为 9.93 亿元、11.84 亿元和 14.23 亿元，归母净利润分别为 5245 万元、9479 万元、14064 万元，对应 PE 为 104 倍、57 倍、39 倍。

- 风险提示：清洁能源发展不及预期；新业务推进不及预期
- 盈利预测：

单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	933.91	902.08	992.56	1183.72	1423.07
增长率 (%)	9.96%	-3.41%	10.03%	19.26%	20.22%
归属母公司股东净利润	44.17	46.17	52.45	94.79	140.64
增长率 (%)	14.83%	4.52%	13.60%	80.73%	48.37%
每股收益 (EPS) (元)	0.16	0.14	0.16	0.29	0.43

数据来源：WIND，中航证券研究所





利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	902.08	992.56	1183.72	1423.07
营业成本	710.81	821.54	945.68	1101.17
营业税金及附加	7.00	7.70	9.05	10.96
销售费用	24.69	26.30	33.14	39.85
管理费用	78.45	49.43	57.77	76.28
财务费用	3.50	-0.11	-0.18	-0.22
资产减值损失	-2.48	0.00	0.00	0.00
投资收益	-0.28	0.21	0.24	0.67
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	50.50	57.71	102.99	153.01
其他非经营损益	0.10	-0.70	0.16	0.17
利润总额	50.60	57.02	103.15	153.18
所得税	4.43	4.57	8.36	12.54
净利润	46.17	52.45	94.79	140.64
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	46.17	52.45	94.79	140.64
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	164.45	221.83	279.49	358.58
应收和预付款项	211.77	255.21	289.02	350.86
存货	118.95	149.99	172.47	204.83
其他流动资产	170.48	3.88	4.40	5.20
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	191.65	196.88	200.57	202.07
无形资产和开发支出	2.91	7.72	12.52	17.33
其他非流动资产	11.55	24.25	37.43	48.04
资产总计	871.76	859.75	995.91	1186.92
短期借款	50.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	203.65	224.84	264.10	305.41
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	49.87	48.58	50.62	54.18
负债合计	303.52	273.43	314.73	359.59
股本	330.20	330.20	330.20	330.20
资本公积	7.64	7.64	7.64	7.64
留存收益	231.81	277.33	353.29	469.80
归属母公司股东权益	568.24	615.17	691.13	807.64
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	568.24	615.17	691.13	807.64
负债和股东权益合计	871.76	888.59	1005.85	1167.23
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流净额	114.36	178.88	143.58	167.96
投资活动现金流净额	-13.37	-66.09	-67.26	-64.96
筹资活动现金流净额	-42.99	-55.41	-18.65	-23.91
现金流量净额	56.83	57.38	57.66	79.09

数据来源: WIND, 中航证券研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
- 持有：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间
- 卖出：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
- 中性：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
- 减持：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

邹润芳，SAC 执业证书号：S0640521040001，中航证券研究所所长。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者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口头承诺均为无效。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。