

东方电子 (000682.SZ) 智能电网“小巨人”，进入加速成长期

2021年12月26日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

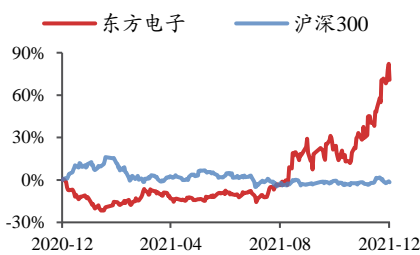
陈宝健（分析师）

chenbaojian@kysec.cn

证书编号：S0790520080001

日期	2021/12/24
当前股价(元)	9.09
一年最高最低(元)	9.76/4.12
总市值(亿元)	121.87
流通市值(亿元)	121.86
总股本(亿股)	13.41
流通股本(亿股)	13.41
近3个月换手率(%)	212.11

股价走势图



数据来源：聚源

● 智能电网高景气，“小巨人”乘风而起

公司为智能电网小巨人，在配网、调度、智能电表领域份额居于行业前列。我们认为公司有望受益“双碳”背景下的智能电网高景气，我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为3.37、4.11、5.06亿元，EPS分别为0.25、0.31、0.38元/股，对应当前股价PE分别为36.2、29.7、24.1倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

● “双碳”驱动电网投资维持高位，看好配网、调度建设机遇

“双碳”催生电网投资高景气。据《国家电网2020年社会责任报告》，国家电网2021年电网投资预计4730亿元，较2020年的4605亿元保持高位向上。据《南方电网“十四五”电网发展规划》，南方电网十四五期间电网投资约6700亿元，较十三五期间4400亿元电网投资总额增长超50%。配电网作为新能源消纳的支撑平台，有望成为电力系统建设核心。国家电网在《构建以新能源为主体的新型电力系统行动方案（2021-2030）》中计划，十四五配电网建设投资超1.2万亿元，占电网建设总投资超60%。南方电网十四五规划提出，配网领域投资3200亿元，占电网总投资比重约50%。2021年8月，南方电网颁发首部网级配网调度运行操作管理规程，为行业建设提供规范，有望加速配网调度自动化业务落地。

● 公司产品布局广泛，市场份额领先

公司深入布局智能电网全产业链条，领先优势明显。调度领域，公司在地区级调度中心市场份额领先，在南方电网系统处于领先地位；配电环节，公司是国家电网七大配电主站供应商之一，产品遍布全国多个配电自动化主站；用电环节，公司产品已在多个省市级计量系统应用，充电桩涵盖肇庆、珠海等多个城市。

● 业绩进入快速增长通道，长期空间可期

子公司威思顿2021年在国家电网电能表项目的中标金额、中标包数、覆盖省份均创历史新高。公司在南方电网调度自动化主站系统功能开发项目中标11个包，金额合计约5210.22万元，在南方电网已有主站厂商中取得最高中标额。我们认为，公司在手订单饱满，长期有望乘智能电网建设东风，进入业绩高增长通道。

● **风险提示：**智能电网投资落地不及预期风险、公司技术研发不及预期风险

财务摘要和估值指标

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,419	3,719	4,478	5,399	6,520
YOY(%)	12.4	8.8	20.4	20.6	20.8
归母净利润(百万元)	247	278	337	411	506
YOY(%)	44.4	12.6	21.0	22.1	23.2
毛利率(%)	34.8	34.4	34.7	35.1	35.4
净利率(%)	7.2	7.5	7.5	7.6	7.8
ROE(%)	7.9	8.3	9.2	10.1	11.1
EPS(摊薄/元)	0.18	0.21	0.25	0.31	0.38
P/E(倍)	49.3	43.8	36.2	29.7	24.1
P/B(倍)	3.7	3.5	3.2	2.9	2.6

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 进击的智能电网“小巨人”	3
2、 行业：电网投资高景气，配网建设乘风起	5
2.1、 “双碳”目标催生电力消费需求，电网投资有望持续景气	5
2.2、 配网成电网建设核心环节，调度自动化、充电桩蓄势待发	6
3、 公司：产品布局广泛，有望加速放量	9
3.1、 深耕行业多年，产品力、技术力行业领先	9
3.2、 在手订单饱满，长期空间可期	12
4、 盈利预测与投资建议	13
4.1、 核心假设	13
4.2、 盈利预测与估值分析	13
5、 风险提示	13
附：财务预测摘要	14

图表目录

图 1： 公司调度系统广泛应用于广东及南方电网主站系统	3
图 2： 佛山市 2018 年供电可靠率全国第一，彰显公司配网管理系统技术先进性	4
图 3： 2021 年前三季度公司收入增速提振	4
图 4： 2016 年以来公司盈利能力持续改善	4
图 5： 公司 2020 年收入增长主要系电网自动化和智能电表（亿元）	5
图 6： 2011 年以来全社会用电量总体增长（亿千瓦时）	5
图 7： “双碳”目标要求电力占能源消费比重显著提升	5
图 8： 国家电网预计 2021 年电网投资超 4700 亿元	6
图 9： 南方电网预计十四五电网总投资超 6700 亿元	6
图 10： 智能电网产业链涉及发电、变电、输电、配电及用电五大环节	6
图 11： 用电及配电为智能电网投资主要环节	7
图 12： 配电物联网接入设备多样，建设较为复杂	7
图 13： 2016 年以来中国充电桩保有量快速增长	8
图 14： 预计 2030 年充电桩行业有望形成万亿级市场	9
图 15： 公司旗下威思顿“10kV 高压电能表”入选全国制造业单项冠军产品	11
图 16： 公司充电桩覆盖广东省多市	11
图 17： 2021 年威思顿中标金额大幅提升	12
图 18： 威思顿中标包数逐年增长	12
图 19： 威思顿中标省份显著增加	12
表 1： 用户用电信息采集系统有望形成千亿市场（亿元）	8
表 2： 公司在智能电网全产业链各环节均有成熟解决方案	9
表 3： 公司在智能电网领域具备自主知识产权	10
表 4： 公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平	13

1、进击的智能电网“小巨人”

公司为全产业链布局的智能电网“小巨人”。公司于20世纪80年代初进入电力自动化领域。历经四十年沉淀，公司产品体系覆盖智能电网“发输变配用”全环节，培育出调度自动化、变电站保护及综合自动化、变电站智能辅助监控系统、配电自动化、配电一二次融合、网络安全装置、虚拟电厂、电能表及计量系统等全面解决方案，在电力行业“源-网-荷-储”等环节形成完整的产业链布局，在调度、配电、智能电表领域市占率居于行业前列。

公司调度、配电等核心产品市场份额居于行业前列。公司深耕电力自动化领域多年，调度自动化市场占有率居于行业前列，调度自动化系统覆盖国内多个网省级、地区级、县级调度主站，尤其在地调层级优势突出，在南方电网主站系统份额领先。公司是全国最早进入配电领域的厂商，为国家电网七大配电主站供应商之一，配电终端全国集招份额名列前茅。

调度领域，公司在广东及南方电网主站系统处于领先地位。公司调度系统E8000已有27套在广东现场运行，为广州、珠海、佛山、中山等11个地级市提供主、备调控及配网运行技术支持服务。2020年，珠海、中山在全国326个地市级行政区域供电可靠性排名前两位，佛山、广州位列前十，彰显公司调度解决方案的技术先进性、稳定性。

图1：公司调度系统广泛应用于广东及南方电网主站系统



资料来源：公司官网

配网领域，公司配网系统技术先进，业务指标居于行业前列。公司参与研发实施的佛山调度系统及佛山配网运行管理系统，在配网自愈的容错性、闭锁逻辑等方面经过多次技术验证，能够保证自愈动作逻辑的可靠性与正确性，大幅度提高供电可靠性。根据《2018年全国电力可靠性年度报告》，2018年在全国52个主要城市的供电可靠性排名中，佛山以用户全口径年平均停电时间2.31小时/户、平均停电频率0.54次/户、供电可靠率99.97%的成绩居于全国榜首。公司配电网解决方案综合实力持续得到验证。

图2: 佛山市 2018 年供电可靠率全国第一, 彰显公司配网管理系统技术先进性

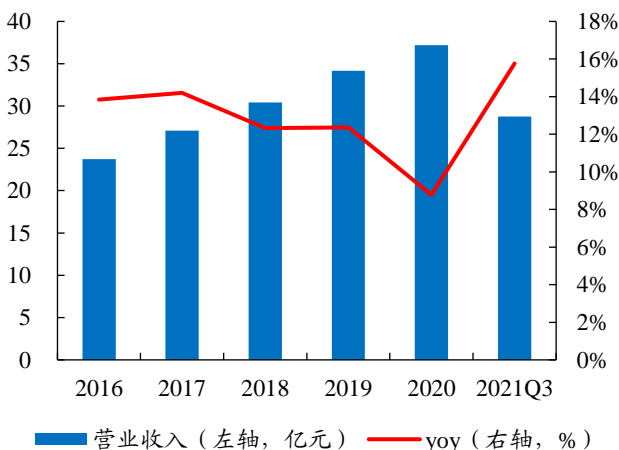
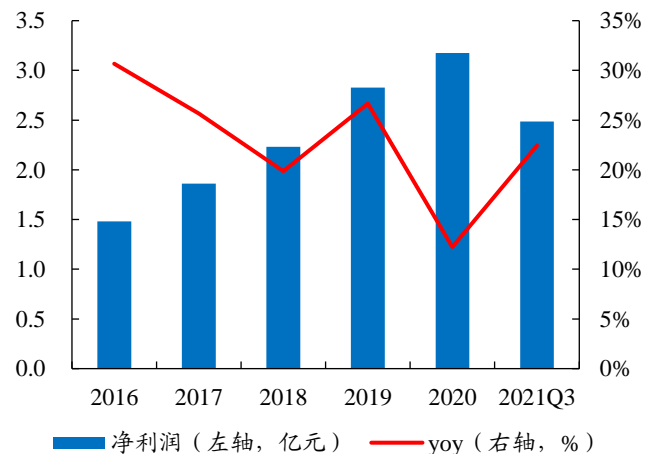
2018 年主要城市供电系统配网业务指标

城市	售电量 (亿千瓦时)	供电可靠率 (%)	故障平均停电持续时间 (小时/次)	馈线平均供电长度 (千米)	馈线平均负载率 (%)	馈线电缆化率 (%)	配网环网率 (%)	配网自动化线路覆盖率 (%)	带电作业次数 (次/百千米)
佛山	647.1	99.9737	7.03	6.66	18.20	62.19	98.20	99.40	38
厦门	258.6	99.9665	3.24	3.37	34.60	66.36	94.26	100.00	34.36
深圳	862.4	99.9662	8.32	4.56	27.00	83.60	99.64	91.10	50.35
上海	1314.3	99.9653	2.82	4.25	23.40	65.91	100.00	80.08	11
北京	1037.0	99.9638	2.99	4.89	26.74	53.73	100.00	100.00	8.03
广州	830.8	99.9614	3.70	6.29	41.70	76.31	97.55	94.00	33
东莞	798.9	99.9571	5.88	6.38	35.33	78.06	92.25	83.48	40.6
武汉	497.5	99.9498	2.38	8.69	42.13	51.20	84.68	63.84	114
南京	528.4	99.9497	4.70	7.62	38.50	57.65	99.82	100.00	18.31
扬州	227.0	99.9329	3.24	11.69	29.36	2.93	99.04	100.00	31.42

资料来源:《2018 年全国电力可靠性年度报告》

2021 年前三季度公司收入显著提速。2016-2020 年, 公司收入平稳增长, 营业收入从 2016 年的 23.72 亿元增至 2020 年的 37.19 亿元, CAGR 达 11.90%。2021 年前三季度受益于“双碳”建设催生的智能电网高景气, 公司收入增速显著提振, 2021 年前三季度公司实现营业收入 28.74 亿元, 同比增长 15.76%, 高于过去五年复合增速。

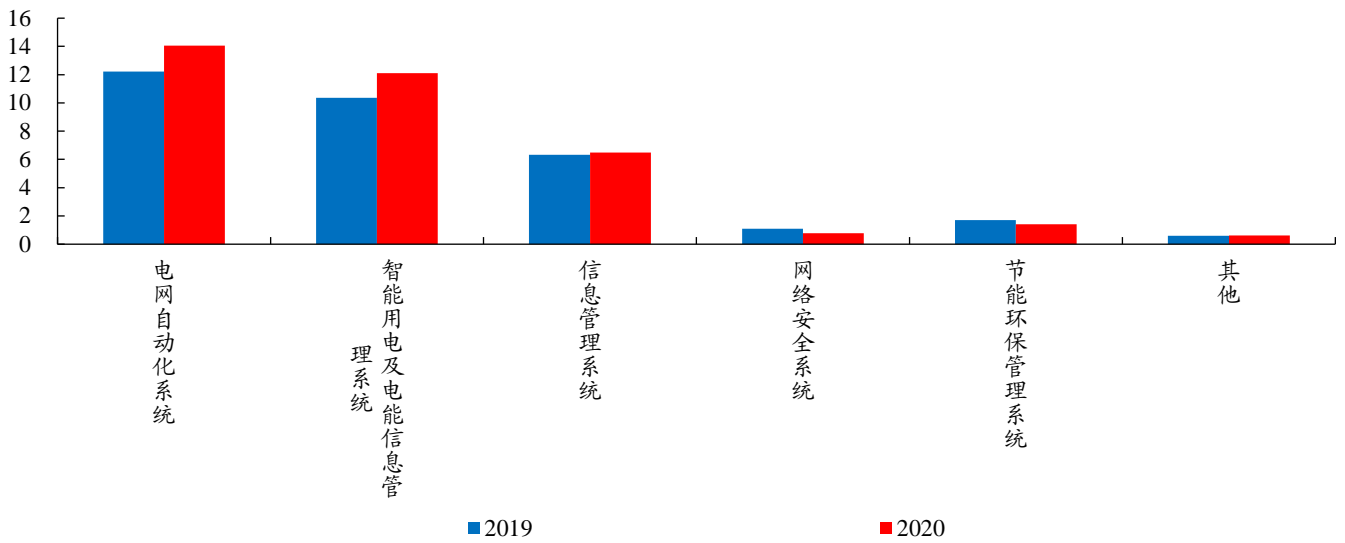
2016 年以来盈利能力持续改善。2016-2020 年, 公司净利润从 2016 年的 1.48 亿元增至 2020 年的 3.17 亿元, CAGR 为 20.97%。过去五年公司利润增速显著高于收入增速, 盈利能力逐年改善。

图3: 2021 年前三季度公司收入增速提振

图4: 2016 年以来公司盈利能力持续改善


数据来源: Wind、开源证券研究所

数据来源: Wind、开源证券研究所

公司 2020 年收入增长主要系电网自动化和智能电表业务。公司收入受电网自动化、智能用电及电能信息管理系统（智能电表）双轮驱动, 2020 年两大业务收入分别为 14.05、12.10 亿元, 分别同比增长 14.94%、16.65%。其中子公司威思顿电气主营智能用电及电能信息管理系统业务, 是目前国内品种齐全、技术先进、功能完善的能源计量系列产品生产厂家之一, 未来有望持续受益“双碳”高景气。

图5: 公司 2020 年收入增长主要系电网自动化和智能电表 (亿元)


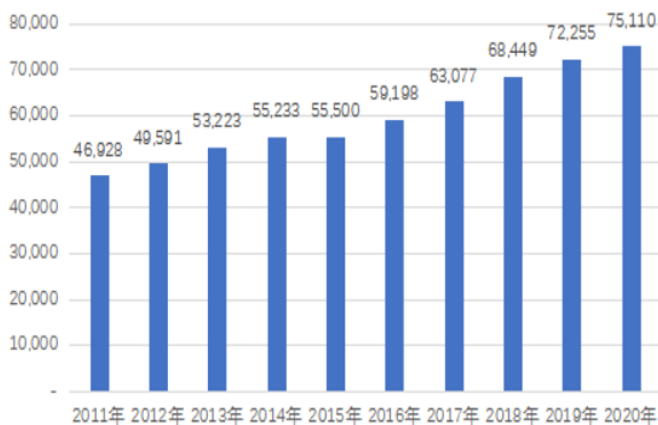
数据来源: 公司 2020 年报、开源证券研究所

2、行业: 电网投资高景气, 配网建设乘风起

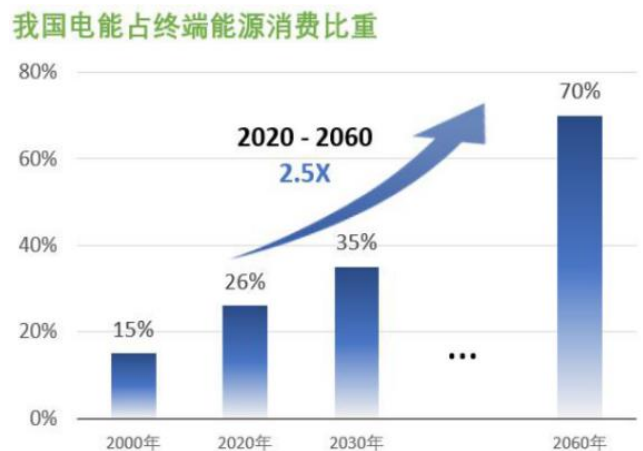
2.1、“双碳”目标催生电力消费需求, 电网投资有望持续景气

“双碳”目标催生电力消费需求高增长。据国家统计局, 宏观经济平稳增长的背景下, 我国电力消费规模逐年增长, 全社会用电量由 2011 年的 4.69 万亿千瓦时增长至 2020 的 7.51 万亿千瓦时。

据《中国 2060 年前碳中和研究报告》, 电能是一种清洁、高效、零排放的能源, 产生的经济价值相当于等当量煤炭的 17.3 倍、石油的 3.2 倍。推动电能替代、提高电气化水平是降低能源消费总量和碳排放量的关键。2020 年我国电能占终端能源消费比重达到 26%, 要实现碳达峰、碳中和目标, 2030、2060 年电能占终端能源消费占比需要分别达到 35%、70%。

图6: 2011 年以来全社会用电量总体增长 (亿千瓦时)


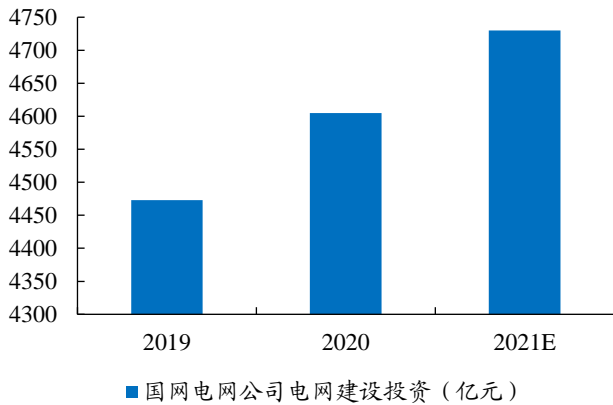
资料来源: 国家能源局

图7: “双碳”目标要求电力占能源消费比重显著提升


资料来源: 《中国 2060 年前碳中和研究报告》

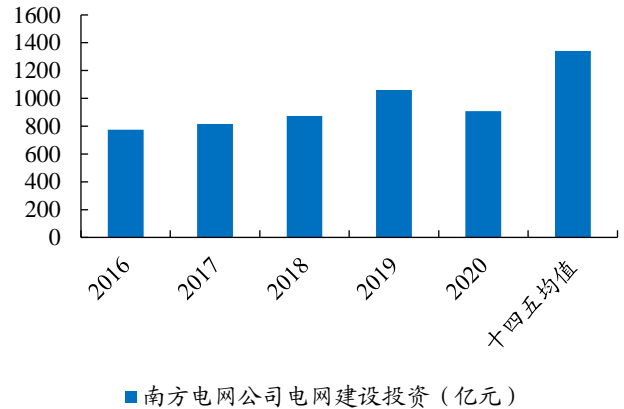
用电需求拉动电网投资高景气。根据《南方电网“十四五”电网发展规划》，南方电网“十四五”规划电网投资约6700亿元，较十三五期间4400亿元电网投资总额增长超50%，资金投向包括加快数字电网建设和现代化电网进程，推动以新能源为主体的新型电力系统构建等。根据《国家电网2020年社会责任报告》，国家电网2021年电网投资预计4730亿元，较2020年的4605亿元保持高位向上。我们认为“双碳”目标催生电力消费需求，进而拉动电网投资持续景气，产业链龙头有望确定受益。

图8：国家电网预计2021年电网投资超4700亿元



数据来源：国家电网、开源证券研究所

图9：南方电网预计十四五电网总投资超6700亿元

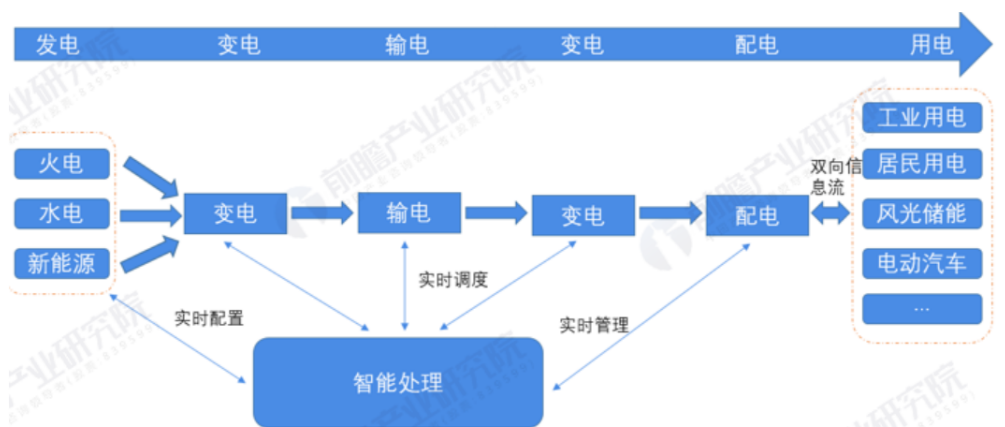


数据来源：南方电网、开源证券研究所

2.2、配网成电网建设核心环节，调度自动化、充电桩蓄势待发

智能电网产业链涉及发电、变电、输电、配电及用电五大环节。电源侧为发电环节，包括可再生能源发电与不可再生能源发电，国内发电环节主要由五大电厂建设。电网涵盖中游的智能变电、智能输电、智能配电和下游用电环节，主要由国家电网、南方电网承建。

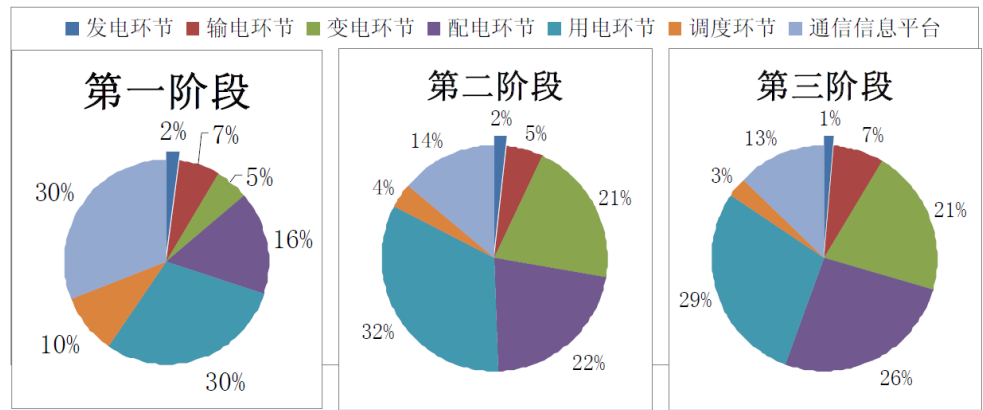
图10：智能电网产业链涉及发电、变电、输电、配电及用电五大环节



资料来源：前瞻产业研究院

用电环节为目前智能电网投资主要环节，配电侧占比有望提升。据《国家电网智能化规划总报告》，用电环节占智能化投资的占比最高，主要因用电信息采集等项目建设投资规模较大。其次是配电环节、变电环节，主要由于配电自动化、智能变电站新建和改造等项目的建设。

图11: 用电及配电为智能电网投资主要环节



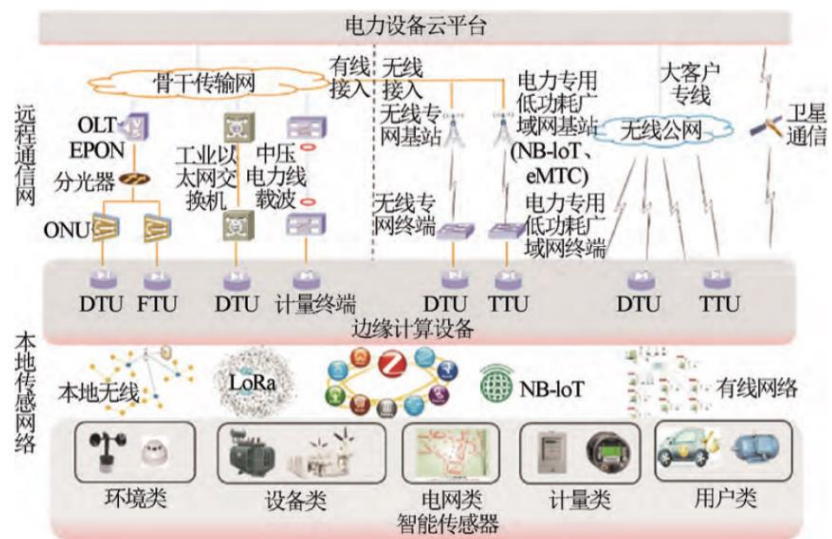
资料来源:《国家电网智能化规划总报告》

配电环节有望成为十四五电网建设核心环节。2021 中央经济工作会议提出，要增加新能源消纳能力。配电网为可再生能源消纳的支撑平台、多元海量信息数据平台、多方市场主体的交易平台，在以“碳中和”、“碳达峰”国家战略性减碳目标为牵引的能源革命大背景下，配电网有望逐渐成为电力系统的核心。

万亿级配网投资十四五期间有望落地，打开公司成长空间。国家电网在《构建以新能源为主体的新型电力系统行动方案（2021-2030）》中计划，十四五期间配电网建设投资超过 1.2 万亿，占电网建设总投资超 60%。南方电网十四五规划提出，在配网领域投资 3200 亿元，占电网总投资比重约 50%。

配网建设门槛有望提升，行业龙头充分受益。根据《输配电设备泛在电力物联网建设思路与发展趋势》，配电业务接入数据种类、网络复杂度和应用多样性等方面均比输变电设备复杂。我们认为，配电网建设空间可期，且技术复杂度提升有望优化行业格局，公司作为配电建设龙头，对配电 know-how 理解深刻，有望乘“双碳”东风进入业绩上升通道。

图12: 配电物联网接入设备多样，建设较为复杂



资料来源:《输配电设备泛在电力物联网建设思路与发展趋势》

调度操规落地，调度自动化建设浪潮有望开启。2021年8月，南方电网颁发首部网级配网调度运行操作管理规程。此前，配网操作存在安全隐患较多、效率低及安全职责界面不清晰等问题，配网调度运行操作管理亟待规范。我们认为，此次落地的操作规程将与2020年发布的调度规程形成配套，进一步完善配网调度运行管理体系，有望开启配网调度自动化建设浪潮。

用电环节看用电信息采集系统和充电桩两大蓝海市场。未来用电环节的重点方向是构建智能化双向互动体系，实现电网与用户的双向互动，满足用户多样化需求，提高用电效率，有望形成用电信息采集和充电桩建设两大蓝海市场。

用电信息采集系统十四五期间有望形成千亿级市场。用户用电信息采集系统是通过配电变压器和终端用户的用电数据的采集和分析，实现用电监控、推行阶梯定价、负荷管理、线损分析，最终达到自动抄表、错峰用电、用电检查（防窃电）、负荷预测和节约用电成本等目的，主要需要智能电表和用电信息采集管理系统。根据前瞻产业研究院，智能电表与用电信息采集系统建设2021-2026年将带来总计超过2000亿元的市场需求。

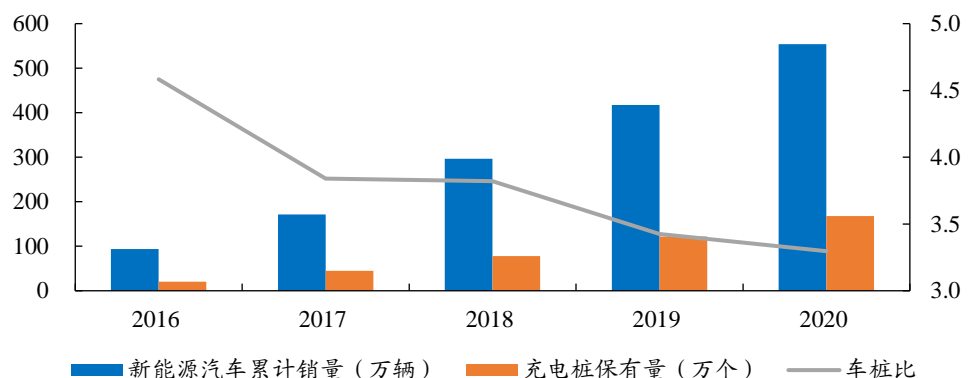
表1：用户用电信息采集系统有望形成千亿市场（亿元）

	用电信息采集系统	智能电表	合计
国家电网	600	1300	1900
南方电网	120	260	380
合计	720	1560	2180

数据来源：前瞻产业研究院、开源证券研究所

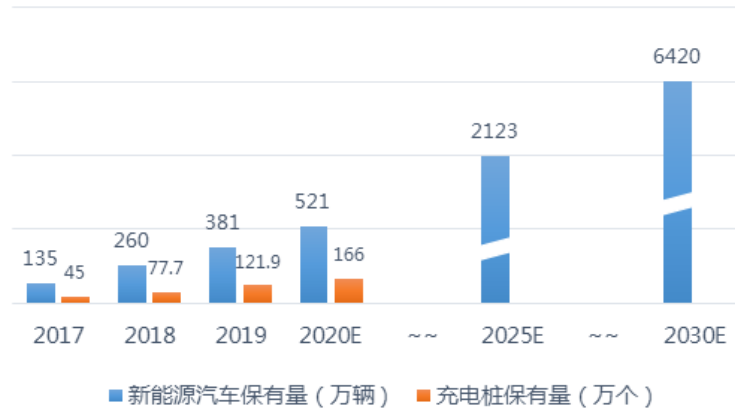
新能源汽车渗透率提升，催生充电桩万亿市场需求。在政策支持和市场需求双重作用下，我国电动汽车充电设施网络建设显著提速，据中国电动汽车充电基础设施促进联盟，2016年以来中国充电桩保有量快速增长，2016-2020年充电桩CAGR高达69.43%。截至2020年底，新能源汽车累计销量554.1万辆，全国充电桩保有量达到168.1万个，车桩比从2016年的4.6:1下降至2020年的3.3:1。

图13：2016年以来中国充电桩保有量快速增长



数据来源：中汽协、中国电动汽车充电基础设施促进联盟、赛迪顾问、开源证券研究所

新能源销量提升，叠加1:1车桩比目标，催生充电桩万亿级市场。据工信部《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》，2025年新能源汽车销量占新车销量比重目标达到25%。赛迪顾问预计到2030年，我国新能源汽车保有量将达到6420万辆，根据车桩比1:1的建设目标，未来10年，我国充电桩建设仍然存在约6300万的缺口，预计将形成10253亿的充电桩基础设施建设市场。

图14: 预计 2030 年充电桩行业有望形成万亿级市场


资料来源: 赛迪顾问

3、公司：产品布局广泛，有望加速放量

3.1、深耕行业多年，产品力、技术力行业领先

沉淀四十载，深入布局智能电网全产业链。发电环节，公司已具备新能源 EPC 总包能力；调度领域，公司在地区级调度中心市占率领先；变电环节，公司 1982 年研制出国内第一台微机电力运动设备，目前已有数百套系统在全国 110kv-500kv 变电站稳定运行；配电环节，公司是全国最早进入配电领域的厂商，国家电网七大配电站主站供应商之一，产品遍布全国多个配电自动化主站；用电环节，公司产品已在多个省市级计量系统应用，充电桩涵盖肇庆、珠海等多个城市。

表2: 公司在智能电网全产业链各环节均有成熟解决方案

环节	解决方案
发电	公司基于在电力行业系统集成方面的优势，为发电厂提供信息化、自动化、网络安全、监控自动化等系统解决方案。在新能源发电领域，可提供光伏电站智能运营管理解决方案、风电场智能运营管理解决方案
调度	面向国家电网、南方电网、各省级调度中心、地区级调度中心，根据客户需求灵活配置，为智能电网一体化运行和调度控制提供全面系统解决方案
输电	满足输电线路综合在线监测、智能变电站状态监测、高压电缆及通道在线监测等多种数据监测于一体，实现全景展示全局控制、数据共享互连互通、深度挖掘智能分析、实时监控主动报警、同景感知智慧运营
变电	公司 1982 年研制出国内第一台微机电力运动设备，成功进入变电站自动化领域，目前已有数百套系统在全国 110kv-500kv 变电站稳定运行
配电	配用电物联网 : 通过云化主站、智能化终端、数字化传感器等重构中低压配用电自动化系统，对海量数据进行分析、学习、计算，实现系统自动决策和执行，全面提升配网设备互联、互通、互操作水平 配电云主站 : 采用分布式、并行化、容器化、微服务、弹性计算、消息总线等先进技术，重构配电站主站平台，实现“逻辑上统一，物理上分布”，使系统具有弹性无限扩展能力，从根本上解决主站系统接入信息量的动态递增、计算能力不足等问题 一二次融合 : 通过提供先进的整体解决方案，助力国家电网、南网电网一二次融合成套业务的推进
用电	智能用电信息采集系统解决方案 : 包括用电信息采集主站系统、各类计量终端（厂站终端、负控终端、集中器、采集器等）及其它附属设备；实现对配电变压器和终端用户的用电数据的采集和分析，及用电监控、阶梯定价、负荷管理、线损分析等功能，适用于涵盖配变、专变及低压集抄为一体的综合电能管理；实现远程抄表、计量监察、用电异常分析、电压监测、线损分析、负荷预测、负荷管理等功能，为管理人员提供市场决策分析的需求侧分析手段，更好地为用电管理现代化服务 电动汽车充换电设施及管理系统 : 提供电动汽车充换电设施、电动汽车充换电站运营管理系统、充电桩系列产品

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

公司在智能电网领域具备领先技术。公司有数十年为电力市场提供解决方案的经验，拥有涵盖发电、输电、变电、配电、用电各环节的电力自动化产品及系统解决方案。在电力调度、变电站保护监控、配电、智能电表等方面具有完全自主的知识产权，产品、方案具备国际先进、国内领先的水平。

表3: 公司在智能电网领域具备自主知识产权

专利号	专利名称
ZL202020256127.0	一种高效散热的一二次融合配电终端电源
ZL202020352640.X	一种配电终端的瞬压闭锁模块
ZL202020476326.2	紧凑式的配电终端蓝牙模块
2020SR1007064	海颐配网运行智能诊断系统 v1.0
2020SR1667043	配用电生产经营管理一体化平台 v1.0
CN202020535284.5	智能化一二次融合柱上断路器
ZL201810772747.7	基于链路转接的智能变电站维护方法
ZL201810171122.5	变电站 110KV 出线开关分闸类型的识别方法
ZL201810597458.8	智能变电站 SCD 文件的分布式解析配置方法
2020SR1007297	东方威思顿一二次融合传动功能检测装置软件
2020SR0895485	东方威思顿新国标电能表检定装置软件
2020SR0895425	东方威思顿综合能源计量营销系统
2020SR0869028	东方威思顿低压分支线路监测单元软件
2020SR0869021	东方威思顿环保监测模块软件
2020SR0788054	东方威思顿基于 IR46 单相远程费控电能表软件
2020SR0788063	东方威思顿基于 IR46 单相电子式费控电能表软件
2020SR0787665	东方威思顿基于 IR46 三相智能电能表软件
2020SR0787684	东方威思顿基于 IR46 三相本地费控电能表软件
2020SR0787643	东方威思顿基于 IR46 三相电子式多功能电能表软件
2020SR0787835	东方威思顿基于 IR46 单相本地费控电能表软件
2020SR0787870	东方威思顿 DTSD178 智能电能表 DLMS (Android 版) 软件
2020SR0787657	东方威思顿基于操作系统的高压预付费软件
2020SR0787863	东方威思顿 DF6219 通信接口转换器软件
2020SR0787785	东方威思顿 DTSD178 智能电能表 DLMS (Windows 版) 软件
2020SR0787650	东方威思顿基于 IR46 三相电子式关口计量电能表软件
2020SR0787671	东方威思顿基于 IR46 三相费控电能表软件
2020SR0787678	东方威思顿基于 IR46 三相电子式费控电能表软件
2020SR0787636	东方威思顿感知终端软件
2020SR0745419	东方威思顿远程预付费系统

资料来源：公司 2020 年报、开源证券研究所

公司调度自动化系统覆盖国内多个主站，尤其在地调层级优势突出。公司深耕行业多年，承建北京电网公司调控中心综合数据平台、广州供电局智能电网运行控制系统、天津电力公司地调备调系统、佛山供电局调配一体化主站系统、贵阳供电局调配一体化主站系统、南昌电网调度控制系统、烟台供电局主备一体化智能电网调度控制等多个标杆项目。

公司是全国最早进入配电领域的厂商，为国家电网七大配电主站供应商之一。公司配电终端全国集招份额名列前茅。配电云主站领域，公司中标多个省级、市级项

目。一二次融合领域，公司已累计应用一二次融合成套柱上断路器 10000 余套，一二次融合成套环网箱 1000 余套，配套合作分布式 DTU5000 余台、集中式 DTU2000 余台。

威思顿智能电表入选全国单项冠军产品，彰显领先产品力。公司旗下威思顿公司“10kV 高压电能表”成功入选工信部第六批制造业单项冠军产品名单，彰显生产技术工艺和产品市场占有率均位居国内前列。我们认为，公司在配网、调度、智能电表领域技术积淀深厚，有望在智能电网建设浪潮中进一步提升市占率。

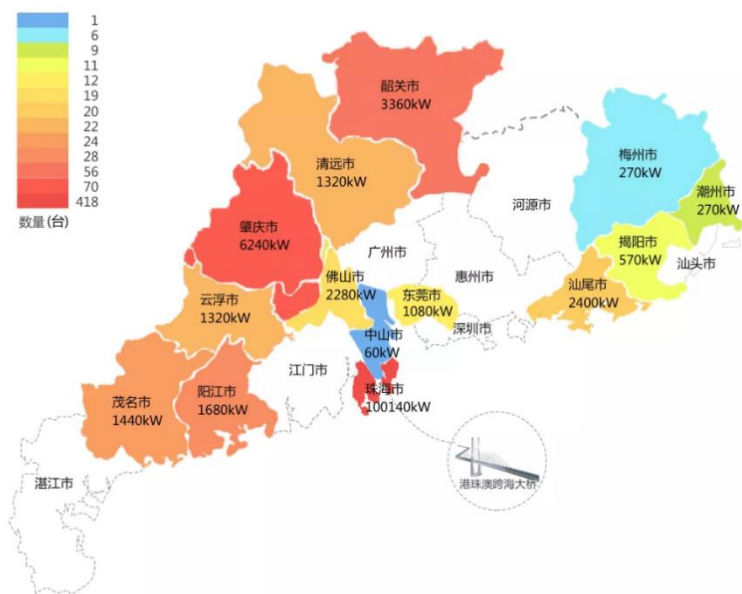
图15: 公司旗下威思顿“10kV 高压电能表”入选全国制造业单项冠军产品

55英寸液晶面板	TCL华星光电技术有限公司
北斗高精度卫星导航接收机	广州南方卫星导航仪器有限公司
10kV高压电子式电能表	烟台东方威思顿电气有限公司
高压电源测试系统	艾德克斯电子(南京)有限公司
塑机控制系统	宁波弘讯科技股份有限公司
数字卫星接收机	泉州天地星电子有限公司

资料来源：公司公众号

公司先发布局充电桩领域。2018 年公司参与港珠澳大桥人工岛充电站项目，投送 15 台 360 千瓦公交专用充电桩、6 台 180 千瓦公交公共两用充电桩、60 台 60 千瓦公共充电桩，充分考虑港珠澳三地充电标准，能够满足不同充电标准车辆的快速充电需求。之后公司充电桩陆续落地肇庆、珠海等城市，充电桩检测设备覆盖山东等多省。我们认为公司先发优势显著，有望享受充电桩建设红利。

图16: 公司充电桩覆盖广东省多市

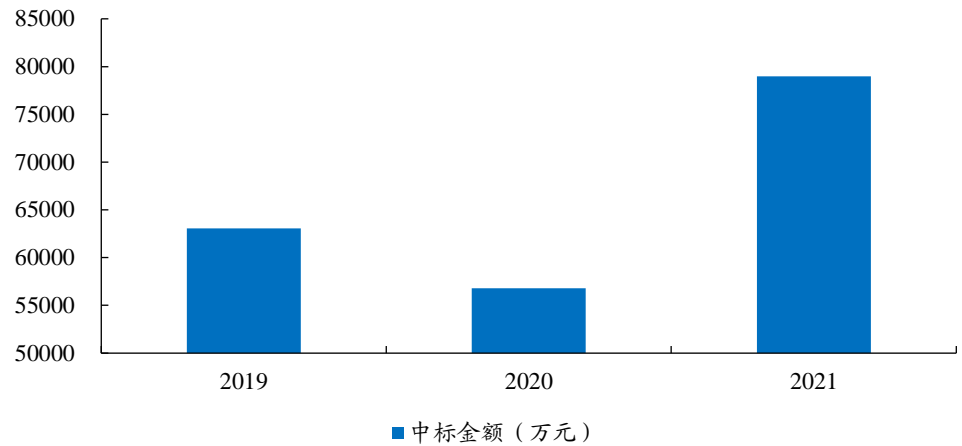


资料来源：公司公众号

3.2、在手订单饱满，长期空间可期

公司在手订单饱满。公司旗下威思顿公司2021年连续中标国家电网电能表项目，两批次合计中标金额约7.9亿元，市场份额连续6年位列三甲。特别是国家电网首次集中招标的两种新产品，整合了原台区智能融合终端和能源控制器两种产品的新规范台区智能融合终端，针对水淹灾害提出的IP68高防护等级电能表，威思顿均实现中标。此外，公司在南方电网调度自动化主站系统功能开发项目中，中标11个包，合计金额约5210.22万元，在南方电网已有主站厂商中取得最高中标额。

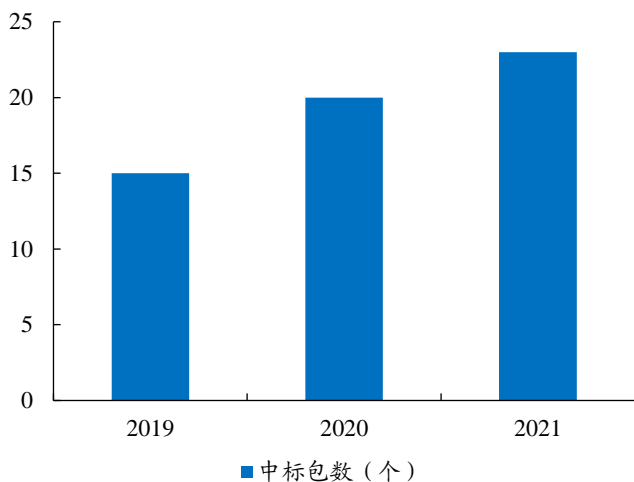
图17：2021年威思顿中标金额大幅提升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

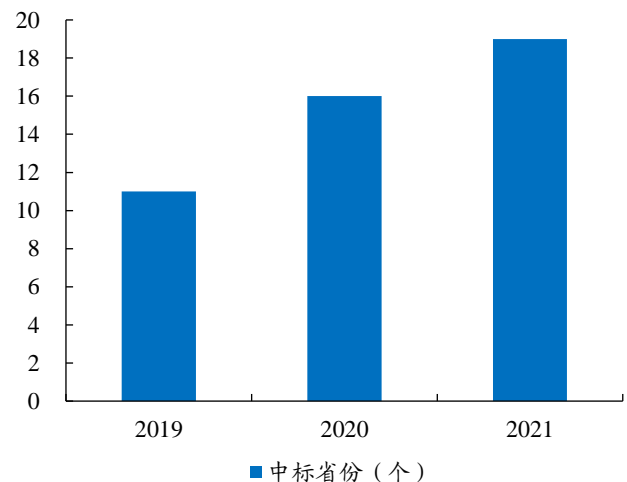
威思顿公司市场份额显著提升。据国家电网电子商务平台，威思顿在两批营销项目电能表（含用电信息采集）采购项目的中标包数、覆盖省份创历史新高。我们认为，公司在手订单饱满，一方面验证智能电网行业高景气，同时体现公司在产品和技术上的领先优势，市场份额显著提升。长期来看，我们认为公司有望乘“双碳”背景下的智能电网建设东风，产品力、技术力持续打磨，市场份额持续提升，业绩进入快速增长通道。

图18：威思顿中标包数逐年增长



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图19：威思顿中标省份显著增加



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

4.1、核心假设

核心假设 1: “双碳”驱动智能电网行业高景气，公司先发优势显著，产品力、技术力突出，有望深度受益，进入业绩高增长通道。

核心假设 2: 收入较高增长带动毛利率稳中有升。

核心假设 3: 收入增长摊薄销售费用、管理费用；公司持续高研发投入，研发费用率保持稳定，保证核心竞争力。

4.2、盈利预测与估值分析

公司为智能电网小巨人，在配网、调度、智能电表领域份额居于行业前列。我们认为公司有望受益“双碳”背景下的智能电网高景气，我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.37、4.11、5.06 亿元，EPS 分别为 0.25、0.31、0.38 元/股。

我们选取国电南瑞、朗新科技、威胜信息、恒华科技、云涌科技等电力信息化龙头作为可比公司。公司对应当前股价 PE 分别为 36.2、29.7、24.1 倍，公司估值低于行业可比公司均值，首次覆盖，给予“买入”评级。

表4: 公司 PE 估值低于行业可比公司平均水平

证券代码	公司简称	市值 (亿元)				归母净利润 (亿元)			PE		
		2021/12/24	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
600406.SH	国电南瑞	2478.8	59.7	70.3	80.9	41.5	35.3	30.6			
300682.SZ	朗新科技	391.2	8.5	10.8	13.7	46.0	36.2	28.5			
688100.SH	威胜信息	177.7	3.6	4.6	5.7	49.2	38.9	31.0			
300365.SZ	恒华科技	67.2	1.4	2.9	4.1	47.3	23.4	16.4			
688060.SH	云涌科技	45.1	0.8	1.4	2.2	57.4	32.2	20.9			
	平均值	632.0	14.8	18.0	21.3	48.3	33.2	25.5			
000682.SZ	东方电子	121.9	3.4	4.1	5.1	36.2	29.7	24.1			

数据来源: Wind、开源证券研究所 (朗新科技、威胜信息、云涌科技盈利预测来自开源证券研究所; 国电南瑞、恒华科技来自 Wind 一致预测)

5、风险提示

智能电网投资落地不及预期风险、公司技术研发不及预期风险

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	5282	5741	7055	6272	8239
现金	1998	2072	3469	2021	3898
应收票据及应收账款	1300	1123	2459	1264	2571
其他应收款	66	57	110	80	156
预付账款	133	130	145	198	218
存货	1405	1747	342	2163	846
其他流动资产	380	613	530	546	550
非流动资产	979	1158	1182	1283	1405
长期投资	48	52	60	69	77
固定资产	595	592	666	751	853
无形资产	116	133	127	124	118
其他非流动资产	221	381	329	339	357
资产总计	6261	6898	8237	7555	9644
流动负债	2605	2965	3931	2807	4333
短期借款	118	85	0	0	0
应付票据及应付账款	1122	1058	1866	1322	1798
其他流动负债	1365	1823	2065	1485	2534
非流动负债	99	131	120	118	115
长期借款	0	16	13	10	6
其他非流动负债	99	115	107	108	109
负债合计	2704	3097	4050	2925	4448
少数股东权益	297	326	374	432	504
股本	1341	1341	1341	1341	1341
资本公积	1199	1199	1199	1199	1199
留存收益	728	943	1288	1733	2266
归属母公司股东权益	3260	3476	3812	4198	4691
负债和股东权益	6261	6898	8237	7555	9644

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	508	320	1565	-1254	2095
净利润	283	317	385	469	578
折旧摊销	66	70	100	121	134
财务费用	-31	-24	-47	-39	-38
投资损失	-14	-16	-15	-15	-15
营运资金变动	161	-91	1136	-1789	1436
其他经营现金流	43	64	5	-1	-1
投资活动现金流	-87	-217	-115	-206	-240
资本支出	82	151	69	83	109
长期投资	-12	-77	-8	-9	-9
其他投资现金流	-17	-143	-54	-132	-140
筹资活动现金流	-21	-45	-53	12	23
短期借款	-15	-33	-85	0	0
长期借款	0	16	-3	-3	-3
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-6	-28	35	15	26
现金净增加额	403	49	1397	-1448	1877

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3419	3719	4478	5399	6520
营业成本	2227	2440	2924	3507	4213
营业税金及附加	33	38	46	56	67
营业费用	430	452	551	653	769
管理费用	254	239	289	346	412
研发费用	260	320	385	462	554
财务费用	-31	-24	-47	-39	-38
资产减值损失	-2	-15	-10	-17	-18
其他收益	67	108	87	97	92
公允价值变动收益	-0	1	0	1	0
投资净收益	14	16	15	15	15
资产处置收益	-0	-0	-0	-0	-0
营业利润	315	343	422	511	632
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	3	2	2	2	2
利润总额	315	344	422	512	633
所得税	32	26	38	43	55
净利润	283	317	385	469	578
少数股东损益	36	39	48	58	72
归母净利润	247	278	337	411	506
EBITDA	328	358	442	551	679
EPS(元)	0.18	0.21	0.25	0.31	0.38

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入(%)	12.4	8.8	20.4	20.6	20.8
营业利润(%)	24.0	9.1	22.9	21.2	23.7
归属于母公司净利润(%)	44.4	12.6	21.0	22.1	23.2
获利能力					
毛利率(%)	34.8	34.4	34.7	35.1	35.4
净利率(%)	7.2	7.5	7.5	7.6	7.8
ROE(%)	7.9	8.3	9.2	10.1	11.1
ROIC(%)	6.9	7.3	8.1	9.3	10.5
偿债能力					
资产负债率(%)	43.2	44.9	49.2	38.7	46.1
净负债比率(%)	-51.9	-50.5	-81.5	-42.5	-74.1
流动比率	2.0	1.9	1.8	2.2	1.9
速动比率	1.4	1.2	1.6	1.3	1.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.7	0.8
应收账款周转率	2.6	3.1	2.5	2.9	3.4
应付账款周转率	2.4	2.2	2.0	2.2	2.7
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.18	0.21	0.25	0.31	0.38
每股经营现金流(最新摊薄)	0.38	0.24	1.17	-0.94	1.56
每股净资产(最新摊薄)	2.43	2.59	2.84	3.13	3.50
估值比率					
P/E	49.3	43.8	36.2	29.7	24.1
P/B	3.7	3.5	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA	32.0	28.9	20.1	18.9	12.7

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn