

瑞纳智能 (301129.SZ)

核心受益地方化债的智慧供热领军者

化债背景下各地供热改造资金问题有望大幅缓解，驱动公司释放业绩弹性。公司下游客户主要为各地国有供热公司，在“市场煤、计划热”情况下供热公司普遍亏损，运营长期依赖政府资金。前期在政府资金偏紧情况下，各地供热改造项目减少，公司订单承接及落地实施进度放缓，致营收与利润表现偏弱。11 月初我国通过近年来力度最大化债举措，近期财政部已将 6 万亿元债务限额下达各地，其中部分省份已启动发行工作。化债政策有望快速落地，地方财政有望腾出资金更大力度支持供热等民生基建领域，存量项目有望加快推进、新增项目有望增多，公司作为智慧供热行业领军者后续业绩有望展现较大向上弹性。

我国城市管网改造有望显著发力，其中供热改造实施动力强。10 月 8 日发改委表示我国城市发展已经进入了增量建设和存量更新并重的阶段，城市改造更新的任务将越来越重，其中预计未来五年需要改造的城市燃气、供排水、供热等各类管网总量将近 60 万公里，投资总需求约 4 万亿（年均 8000 亿元，较 19-22 年均约 3700 亿大幅提升）。其中供热设施改造不仅有较高的民生效益，同时有明显的节能经济效益，政府改造意愿更强，有望更快推动落地实施。公司智慧供热产品可综合节能 10%-30%，后续有望重点受益城市管网更新改造政策落地。

新疆战略地位持续凸显，公司新疆业务有望持续增多。新疆是西部大开发核心区域、“一带一路”向西开放桥头堡，战略地位持续突出，未来区内基建投入有望持续加强。公司目前已成功开拓新疆区域业务，并设立新疆瑞纳同创节能科技有限公司（主要经营伊犁州）、乌鲁木齐瑞纳金科节能服务有限公司（主要经营乌鲁木齐），公司后续新疆业务占比有望持续提升。

SiC 需求快速增长，公司积极布局有望打造新增长点。碳化硅（SiC）作为第三代半导体材料，可广泛应用于 5G 通信、新能源汽车、光伏产业、轨道交通等领域，行业需求快速增长。目前 SiC 行业主要由国际巨头主导，国内企业主要通过引进国外先进技术或自主创新快速追赶。公司旗下全资子公司合肥高纳半导体从事第三代半导体 SiC 单晶生长和设备研发、衬底加工、外延生产销售，截至 2024H1 已有 8 英寸电阻炉和电感炉 10 台。当前公司碳化硅晶体研发和量产工作持续推进，同时还进行衬底加工生产线的建设及其研发、验证和小规模量产，后续有望打造新增长点。

投资建议：考虑到今年以来公司订单承接与实施偏慢，后续有望逐步提速，我们调整预测公司 2024-2026 年归母净利润分别为 0.8/1.1/1.4 亿元，同比增长 16%/40%/30%，当前股价对应 PE 为 42/30/23 倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策推进不及预期，新区域业务开拓不及预期，SiC 业务开拓不及预期等。

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	647	432	390	502	630
增长率 yoy（%）	22.3	-33.3	-9.5	28.7	25.4
归母净利润（百万元）	201	67	78	109	142
增长率 yoy（%）	17.4	-66.6	16.4	39.6	30.2
EPS 最新摊薄（元/股）	1.48	0.49	0.57	0.80	1.04
净资产收益率（%）	12.2	4.0	4.5	6.0	7.4
P/E（倍）	16.4	49.1	42.2	30.2	23.2
P/B（倍）	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2024 年 11 月 20 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	通用设备
前次评级	买入
11 月 20 日收盘价（元）	24.25
总市值（百万元）	3,300.00
总股本（百万股）	136.08
其中自由流通股（%）	26.38
30 日日均成交量（百万股）	5.59

股价走势



作者

分析师 何亚轩

执业证书编号：S0680518030004

邮箱：heyaxuan@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

相关研究

- 《瑞纳智能 (301129.SZ)：AI 供热资产管理打造新模式，城市生命线工程贡献新需求》 2023-05-16
- 《瑞纳智能 (301129.SZ)：22 年业绩略超预期，23 年增长有望提速》 2023-04-18
- 《瑞纳智能 (301129.SZ)：疫情影响业绩释放节奏，今年有望明显提速》 2023-01-30

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	1691	1609	1580	1699	1832
现金	370	91	162	190	210
应收票据及应收账款	510	522	556	660	730
其他应收款	2	8	7	9	11
预付账款	13	3	2	3	4
存货	124	130	112	140	172
其他流动资产	672	856	741	698	705
非流动资产	308	428	478	536	586
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	63	276	298	319	335
无形资产	24	42	60	78	96
其他非流动资产	221	110	119	139	155
资产总计	1999	2037	2058	2235	2418
流动负债	345	371	312	408	489
短期借款	0	98	108	118	128
应付票据及应付账款	205	181	119	183	229
其他流动负债	140	92	85	107	132
非流动负债	2	5	7	9	11
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	2	5	7	9	11
负债合计	347	376	318	417	500
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	74	134	137	137	137
资本公积	992	936	960	960	960
留存收益	600	607	663	741	842
归属母公司股东权益	1652	1662	1740	1818	1918
负债和股东权益	1999	2037	2058	2235	2418

现金流量表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	-12	-71	-37	38	90
净利润	201	67	78	109	142
折旧摊销	15	16	42	49	55
财务费用	0	1	3	3	4
投资损失	-24	-22	-20	-20	-20
营运资金变动	-221	-162	-158	-129	-117
其他经营现金流	17	28	18	26	26
投资活动现金流	-275	-240	98	14	-36
资本支出	-123	-121	-106	-106	-106
长期投资	-177	-141	150	100	50
其他投资现金流	24	22	54	20	20
筹资活动现金流	-42	34	9	-24	-34
短期借款	0	98	10	10	10
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	1	60	3	0	0
资本公积增加	27	-56	24	0	0
其他筹资现金流	-69	-68	-27	-34	-44
现金净增加额	-329	-277	71	28	20

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	647	432	390	502	630
营业成本	293	191	172	221	277
营业税金及附加	5	5	4	5	6
营业费用	42	44	40	46	55
管理费用	60	63	53	65	79
研发费用	54	69	59	68	80
财务费用	-2	-1	2	2	2
资产减值损失	-5	-8	-6	-6	-6
其他收益	35	33	30	30	30
公允价值变动收益	1	1	0	0	0
投资净收益	24	22	20	20	20
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	230	83	85	119	155
营业外收入	3	0	0	0	0
营业外支出	0	10	0	0	0
利润总额	234	73	85	119	155
所得税	33	6	7	10	13
净利润	201	67	78	109	142
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	201	67	78	109	142
EBITDA	223	83	130	169	212
EPS (元/股)	1.48	0.49	0.57	0.80	1.04

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	22.3	-33.3	-9.5	28.7	25.4
营业利润(%)	33.2	-63.8	2.3	39.6	30.2
归属母公司净利润(%)	17.4	-66.6	16.4	39.6	30.2
获利能力					
毛利率(%)	54.8	55.7	55.9	55.9	56.1
净利率(%)	31.0	15.6	20.0	21.7	22.6
ROE(%)	12.2	4.0	4.5	6.0	7.4
ROIC(%)	10.8	3.5	4.3	5.7	7.0
偿债能力					
资产负债率(%)	17.4	18.4	15.5	18.7	20.7
净负债比率(%)	-22.2	1.0	-2.3	-3.1	-3.3
流动比率	4.9	4.3	5.1	4.2	3.7
速动比率	3.4	2.7	3.1	2.4	2.1
营运能力					
总资产周转率	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
应收账款周转率	1.6	0.8	0.7	0.8	0.9
应付账款周转率	2.5	1.5	1.7	2.3	2.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	1.48	0.49	0.57	0.80	1.04
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.09	-0.52	-0.27	0.28	0.66
每股净资产(最新摊薄)	12.14	12.21	12.79	13.36	14.10
估值比率					
P/E	16.4	49.1	42.2	30.2	23.2
P/B	2.0	2.0	1.9	1.8	1.7
EV/EBITDA	22.3	43.2	25.2	19.2	15.3

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2024 年 11 月 20 日收盘价

风险提示

政策推进不及预期，新区域业务开拓不及预期，SiC 业务开拓不及预期等。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市东城区永定门西滨河路 8 号院 7 楼中海地产广场东塔 7 层
 邮编：100077
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦东新区南洋泾路 555 号陆家嘴金融街区 22 栋
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com