

瑞纳智能 (301129.SZ)

延续快速扩张趋势，订单充裕

营收延续较快增势，在手订单充裕。公司 2022H1 实现营收 9598 万元，同增 36%，上半年公司积极克服疫情扰动，实现在手订单快速执行，营收维持较快增势；实现归母净利润 1920 万元，同比大幅增长 128%，主要系收到政府补助 1427 万元，同时现金管理收益约 1100 万元。扣除非经常性损益的归母净利润-218 万元，去年同期为 607 万元，主要系 Q1-Q2 北方在结束采暖季后公司刚开始进入拿单和执行阶段，客观上可确认的收入在历年内占比均较小，同时公司规模快速扩张，刚性成本快速增长，影响上半年经营性业绩。分季度看，Q1/Q2 公司分别实现营收约 3100/6500 万元，同增 46%/32%，分别实现归母净利润约 1100/900 万元，同增 103%/169%。分业务看，智能模块化换热机组/智慧水力平衡装置/供热节能系统工程分别实现营收约 3800/230/2200 万元，同比变化+518%/-66%/+15%，智能模块化换热机组业务延续去年以来较快的扩张态势。截至上半年末，公司在手订单对应收入约 4.9 亿，接近去年全年营收体量，随着下半年继续签单和在手订单持续转化，公司年内盈利有望保持较快增势。

盈利能力基本稳定，原材料采购增多致现金流出增多。2022H1 公司毛利率 49.8%，YoY-7.5 个 pct，预计主要系 1) 上半年营收体量较小，受单体低毛利率项目影响偏大；2) 公司当前处快速扩张阶段，成本前置致毛利率同比有所下降。当前原材料价格已趋于回落，公司成本端压力有所减小，全年毛利率有望保持平稳。期间费用率 62.6%，YoY+1.29 个 pct，其中销售/管理/研发/财务费用率 YoY-1.5/+2.0/+0.7/+0.1 个 pct，上半年由于营收体量小，而公司扩张过程中人员薪资等刚性费用增多，期间费用率整体较高（去年全年期间费用率约 21%），且波动偏大。资产（含信用）减值损失同比基本持平，且规模较小（仅 47 万）。归母净利率 20.0%，YoY+8.1 个 pct。经营活动现金净流出 1.3 亿元，较上年流出扩大约 3300 万元，主要系今年年初原材料价格上涨，且公司今年以来订单明显增多，为锁定原材料成本提前备货所致（上半年末存货 1.46 亿，较去年底增加约 0.3 亿）。

供热节能行业景气度高，行业龙头持续快速成长可期。短期看，我们统计今年已发行完毕的新增专项债中，投入至供热领域的约 280 亿元，较去年全年大幅增长 107%，为供热节能改造贡献重要增量资金，预计下半年随着政府精力转入经济稳增长、项目推进速度进一步提升，短期需求有望加速释放。中长期看，据《“十四五”全国城市基础设施建设规划》，我国目标到 2025 年城市供热管网热损失率要较 2020 年降低 2.5 个 pct（2020 年平均为 20%），拟新建和改造集中供热管网 9.4 万公里（约占 2020 年末城市供热管网总长度 42.6 万公里的 22%）。无论是短期还是中长期，供热节能改造均有望维持高景气，公司作为供热节能领域龙头有望持续受益。

投资建议：我们预计公司 2022-2024 年分别实现归母净利润 2.3/3.2/4.3 亿元，同比增长 36%/36%/35%（2021-2024 年 CAGR 为 36%），EPS 分别为 3.17/4.32/5.83 元，当前股价对应 PE 分别为 21/15/11 倍，维持“买入”评级。

风险提示：政策推动不及预期风险，订单签署与转化不及预期风险，新产品与新区域业务推广不及预期风险等。

财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	416	530	711	954	1,270
增长率 yoy（%）	19.4	27.3	34.2	34.3	33.1
归母净利润（百万元）	130	171	234	318	430
增长率 yoy（%）	34.1	31.6	36.4	36.1	35.1
EPS 最新摊薄（元/股）	1.77	2.33	3.17	4.32	5.83
净资产收益率（%）	32.8	11.5	13.6	15.6	17.4
P/E（倍）	36.9	28.1	20.6	15.1	11.2
P/B（倍）	12.1	3.2	2.8	2.4	1.9

资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2022 年 8 月 17 日收盘价

买入（维持）

股票信息

行业	通用设备
前次评级	买入
8 月 17 日收盘价(元)	65.28
总市值(百万元)	4,856.18
总股本(百万股)	74.39
其中自由流通股(%)	24.76
30 日日均成交量(百万股)	0.66

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

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

相关研究

- 1、《瑞纳智能（301129.SZ）：供热节能改造高景气，龙头放量成长迎机遇》2022-07-11
- 2、《瑞纳智能（301129.SZ）：Q1 营收较快增长，大单落地促盈利加快放量》2022-04-28
- 3、《瑞纳智能（301129.SZ）：营收业绩符合预期，中标大额订单强化盈利增长》2022-04-18

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	498	1618	1650	1827	2199	营业收入	416	530	711	954	1270
现金	189	697	622	664	828	营业成本	181	238	314	419	558
应收票据及应收账款	203	301	345	450	566	营业税金及附加	5	4	7	10	13
其他应收款	2	2	3	4	6	营业费用	29	34	49	66	77
预付账款	7	4	11	9	18	管理费用	36	43	58	76	95
存货	66	115	170	203	283	研发费用	29	36	49	60	76
其他流动资产	30	498	498	498	498	财务费用	0	-2	-11	-8	-6
非流动资产	141	177	441	650	816	资产减值损失	-2	-4	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	22	22	21	30	31
固定资产	61	56	320	530	697	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	5	7	8	8	8	投资净收益	0	0	0	0	0
其他非流动资产	74	113	113	113	112	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	639	1794	2092	2478	3015	营业利润	147	173	265	360	487
流动负债	241	303	367	435	542	营业外收入	3	27	8	9	12
短期借款	0	0	0	0	0	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	101	159	184	274	336	利润总额	150	200	273	369	499
其他流动负债	139	144	182	161	206	所得税	19	28	39	51	69
非流动负债	1	2	2	2	2	净利润	130	171	234	318	430
长期借款	0	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1	2	2	2	2	归属母公司净利润	130	171	234	318	430
负债合计	241	305	368	436	544	EBITDA	153	188	272	394	543
少数股东权益	0	0	0	0	0	EPS (元)	1.77	2.33	3.17	4.32	5.83
股本	55	74	74	74	74	主要财务比率					
资本公积	63	965	965	965	965	会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	279	450	684	1002	1431	成长能力					
归属母公司股东权益	397	1490	1723	2041	2471	营业收入(%)	19.4	27.3	34.2	34.3	33.1
负债和股东权益	639	1794	2092	2478	3015	营业利润(%)	29.9	17.6	53.4	35.7	35.3
						归属于母公司净利润(%)	34.1	31.6	36.4	36.1	35.1
						获利能力					
						毛利率(%)	56.4	55.1	55.8	56.0	56.1
						净利率(%)	31.3	32.3	32.9	33.3	33.8
						ROE(%)	32.8	11.5	13.6	15.6	17.4
						ROIC(%)	31.5	10.3	12.6	14.8	16.6
						偿债能力					
						资产负债率(%)	37.8	17.0	17.6	17.6	18.0
						净负债比率(%)	-47.4	-46.6	-36.0	-32.4	-33.5
						流动比率	2.1	5.3	4.5	4.2	4.1
						速动比率	1.6	4.5	3.7	3.4	3.3
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.4	0.4	0.4	0.5
						应收账款周转率	2.2	2.1	2.2	2.4	2.5
						应付账款周转率	2.1	1.8	1.8	1.8	1.8
						每股指标 (元)					
						每股收益(最新摊薄)	1.77	2.33	3.17	4.32	5.83
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.54	1.13	2.71	3.89	5.31
						每股净资产(最新摊薄)	5.40	20.22	23.39	27.71	33.55
						估值比率					
						P/E	36.9	28.1	20.6	15.1	11.2
						P/B	12.1	3.2	2.8	2.4	1.9
						EV/EBITDA	30.3	19.9	14.0	9.6	6.6

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2022 年 8 月 17 日收盘价

图表 1: 公司主要财务指标

单位: 百万元	2018年	2019年	2020年	2021年	2021上半年	2022上半年	2022一季单季	2021二季单季	2022二季单季
营业收入	207	348	416	530	71	96	31	49	65
营业成本	97	158	181	238	30	48	14	23	34
毛利率	53.00%	54.78%	56.43%	55.07%	57.29%	49.83%	56.18%	52.58%	46.74%
销售费用	20	25	29	34	13	16	9	7	8
管理费用	25	34	36	43	17	25	12	9	13
研发费用	13	20	29	36	14	20	9	7	11
财务费用	4	1	0	-2	-1	-1	-1	-1	0
销售费用率	9.59%	7.22%	6.96%	6.38%	18.65%	17.18%	27.80%	14.37%	12.02%
管理费用率	12.03%	9.83%	8.60%	8.10%	24.13%	26.11%	38.76%	18.64%	19.96%
研发费用率	6.39%	5.69%	7.06%	6.82%	19.86%	20.55%	27.81%	13.85%	17.03%
财务费用率	2.11%	0.41%	0.12%	-0.34%	-1.38%	-1.28%	-2.90%	-1.09%	-0.49%
期间费用率	30.12%	23.15%	22.73%	20.96%	61.27%	62.56%	91.47%	45.77%	48.51%
资产(含信用)减值损失	7	6	10	25	1	0.47	1	0	-1
投资收益	0	0	0	0	0	8	1	0	7
营业外收入	0	0	3	27	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0	0	0	0	0
税前利润	51	113	150	200	8	20	11	3	9
所得税	8	16	19	28	0	1	0	0	0
所得税率	16.05%	14.03%	13.00%	14.19%	-5.75%	2.76%	1.79%	1.91%	3.95%
少数股东损益占比	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
归母净利润	43	97	130	171	8	19	11	3	9
净利率	20.72%	27.87%	31.29%	32.34%	11.94%	20.01%	34.04%	6.44%	13.19%
摊薄EPS (元)	0.5752	1.3049	1.7500	2.3022	0.1133	0.2581	0.1451	0.0573	0.1145
经营性现金流净额	37	89	114	83	-93	-127	-73	-33	-54
收现比	86%	96%	87%	86%	107%	95%	190%	82%	49%
付现比	82%	91%	76%	93%	273%	279%	572%	141%	161%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

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：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层 邮编：100032 传真：010-57671718 邮箱：gsresearch@gszq.com	上海 地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层 邮编：200120 电话：021-38124100 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	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