

苏文电能 (300982.SZ)

受益户侧储能加快发展，中长期成长动力充足

今年户用光伏建设规模有望增长 60%，促用户侧储能需求释放。根据北极星太阳能光伏网信息，上周发改委已明确 2021 年纳入当年中央财政补贴规模的新建户用分布式光伏项目全发电量补贴标准按照 0.03 元/千瓦时执行，同时上个月国家能源局发布的《关于 2021 年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》中明确提出，2021 年户用光伏发电项目国家财政补贴预算额度为 5 亿元。我们按照年利用小时为 1000 小时计算，则 2021 年户用光伏装机规模=5 亿元 ÷ 0.03 元/千瓦时 ÷ 1000 小时=16.67GW，较 2020 年户用光伏装机规模高约 60%，超市场预期。此外，上周住建部发布的《关于加强县城绿色低碳建设的意见》中也明确提出要提升新建厂房、公共建筑等屋顶光伏比例和实施光伏建筑一体化，推广分散式风电、分布式光伏、智能光伏等清洁能源应用，我国户用光伏有望持续快速建设。而由于户用光伏系统的发电和负载用电时间、功率往往并不同步，往往需要建立“光伏+储能”系统以实现平滑光伏输出曲线、提高光伏自发自用率、断电保护等功能，才能更好地发挥光伏实用价值，因此在户用光伏高速增长下，我国户侧储能需求亦有望快速提升。

储能迎成长风口，户侧储能具备多驱动因素。今年 4 月国家发改委、能源局发布《关于加快推动新型储能发展的指导意见（征求意见稿）》，提出到 2025 年，实现新型储能从商业化初期向规模化发展转变，新型储能（当前以电化学储能为主）装机规模达到 30GW 以上；到 2030 年，实现新型储能全面市场化发展的主要目标，储能行业有望中长期保持高景气发展态势。从电力系统角度看，储能的应用场景分为发电侧、电网侧和用户侧三大场景，其中**用户侧**具备多驱动因素：1）光伏、风能发电自用时需安装储能设备以平抑电流波动和提升使用时长；2）在实施峰谷电价的区域中（典型的如北京、长三角、珠三角）通过低电价时充电储能，高电价时放电，实现峰谷电价套利，降低用电成本；3）在用电低谷时储能，高峰负荷时放电，从而削减负荷尖峰而降低申报的最大需量，减少电容电费；4）发生停电故障时，储能设备可以临时供电，确保供电可靠性，发挥电力智能运维价值。

户侧储能进一步打开配电网建设与运营空间。户侧储能主要以电化学储能为主，根据中国能源研究会《储能产业研究白皮书 2021》，截至 2020 年我国电化学累计装机量约 3.3GW，距离 2025 年 30GW 装机目标有接近 10 倍成长空间，年复合增速达 56%。在此目标基础上，我们假设：1）储能系统单位投资额从当前的 2 元/WH 到 2025 年逐步下降至 1.5 元/WH；2）储能系统平均放电时长为 4 小时；3）用户侧储能占电化学储能的 46.5%（CNESA 截至 2018 年统计数据）。由此可测算出 2020 年用户侧储能投资规模约 58 亿元，2025 年有望达 303 亿元，5 年复合增速达 39%，并有望占我国每年配电网建设规模的 10%，进一步打开我国配电网建设与运营空间。

苏文电能为民营配网 EPCO 龙头，有望受益户储加快发展。公司为民营配网建设 EPCO 龙头，近年来集中受益配售电民营化改革红利，未来亦有望显著受益户侧储能行业加快发展：**1）技术储备方面**，公司已积累较强的户储建设及运营技术实力，包括微电网、变压模块、预制舱等储能相关发明专利，同时公司能源互联网平台富兰克林云应用场景中已涵盖分布式新能源发电、储能等业务。**2）订单来源方面**，公司工商业客户资源丰富，可在前期设计与方案沟通环节推荐客户采用分布式光伏发电、峰谷电价套利等用电方式，并安装储能系统，逐步开拓储能业务。**3）对外合作方面**，根据上证报信息，公司已与大型光伏制造商品科科技建立战略合作，随着“光伏+储能”模式快速发展，公司在分布式光伏领域集成落地能力与渠道价值凸显，未来有望与大型光伏企业合作“光伏+储能”市场广阔空间。

投资建议：我们预测公司 2021-2023 年归母净利润分别为 3.4/4.8/6.7 亿元，同比增长 42%/41%/40%，EPS 分别为 2.41/3.40/4.76 元，2020-2023 年 CAGR 为 41%，当前股价对应 PE 为 21/15/11 倍，考虑到公司市场空间广阔、核心优势突出，未来将持续快速成长、运维属性不断强化，维持“买入”评级。

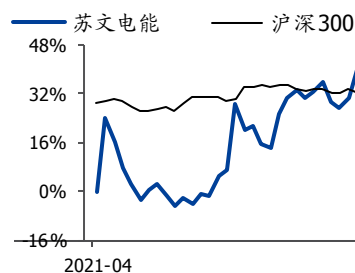
风险提示：户储推动不及预期风险，电力行业竞争加剧风险，行业政策落地不及预期风险，核心人才流失风险，新区域及新业务开拓风险等。

买入（维持）

股票信息

| | |
|---------------|----------|
| 行业 | 装修装饰 |
| 前次评级 | 买入 |
| 6月11日收盘价(元) | 50.40 |
| 总市值(百万元) | 7,072.04 |
| 总股本(百万股) | 140.32 |
| 其中自由流通股(%) | 23.71 |
| 30日日均成交量(百万股) | 8.78 |

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 夏天

执业证书编号：S0680518010001

邮箱：xiatian@gszq.com

分析师 程龙戈

执业证书编号：S0680518010003

邮箱：chenglongge@gszq.com

分析师 廖文强

执业证书编号：S0680519070003

邮箱：liaowenqiang@gszq.com

相关研究

1、《苏文电能（300982.SZ）：电能 EPCO 成长龙头，智能运维极具潜力》2021-05-30

| 财务指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入（百万元） | 990 | 1,369 | 1,937 | 2,705 | 3,754 |
| 增长率 yoy（%） | 48.3 | 38.2 | 41.5 | 39.7 | 38.8 |
| 归母净利润（百万元） | 127 | 237 | 338 | 477 | 668 |
| 增长率 yoy（%） | 90.9 | 86.5 | 42.3 | 41.1 | 40.0 |
| EPS 最新摊薄（元/股） | 0.91 | 1.69 | 2.41 | 3.40 | 4.76 |
| 净资产收益率（%） | 26.6 | 33.2 | 21.7 | 23.7 | 25.1 |
| P/E（倍） | 55.6 | 29.8 | 20.9 | 14.8 | 10.6 |
| P/B（倍） | 14.8 | 9.9 | 4.5 | 3.5 | 2.7 |

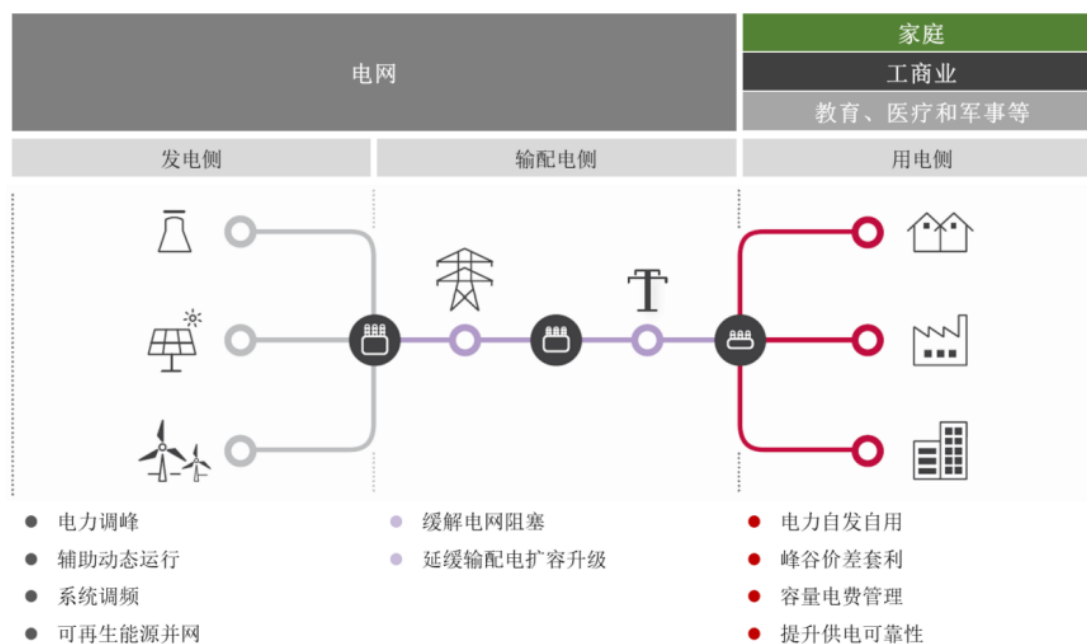
资料来源：Wind，国盛证券研究所 注：股价为 2021 年 6 月 11 日收盘价

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 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产 | 859 | 1398 | 2521 | 3060 | 4144 | 营业收入 | 990 | 1369 | 1937 | 2705 | 3754 |
| 现金 | 276 | 501 | 1224 | 1522 | 1989 | 营业成本 | 701 | 961 | 1358 | 1894 | 2625 |
| 应收票据及应收账款 | 409 | 707 | 920 | 1201 | 1580 | 营业税金及附加 | 5 | 9 | 8 | 12 | 18 |
| 其他应收款 | 11 | 18 | 23 | 34 | 45 | 营业费用 | 24 | 32 | 46 | 64 | 84 |
| 预付账款 | 32 | 22 | 55 | 52 | 96 | 管理费用 | 59 | 50 | 70 | 96 | 131 |
| 存货 | 127 | 52 | 201 | 152 | 337 | 研发费用 | 35 | 48 | 67 | 93 | 129 |
| 其他流动资产 | 4 | 98 | 98 | 98 | 98 | 财务费用 | -1 | -1 | -7 | -14 | -15 |
| 非流动资产 | 107 | 121 | 177 | 247 | 323 | 资产减值损失 | 0 | -1 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收益 | 4 | 23 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 83 | 79 | 125 | 192 | 265 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 无形资产 | 11 | 14 | 15 | 14 | 14 | 投资净收益 | 0 | 1 | 0 | -1 | 0 |
| 其他非流动资产 | 13 | 28 | 37 | 41 | 43 | 资产处置收益 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 966 | 1519 | 2698 | 3306 | 4466 | 营业利润 | 149 | 271 | 394 | 559 | 782 |
| 流动负债 | 465 | 783 | 1121 | 1270 | 1785 | 营业外收入 | 2 | 6 | 3 | 3 | 4 |
| 短期借款 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 | 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 应付票据及应付账款 | 278 | 444 | 575 | 847 | 1124 | 利润总额 | 151 | 277 | 396 | 562 | 785 |
| 其他流动负债 | 185 | 337 | 543 | 421 | 659 | 所得税 | 23 | 40 | 58 | 85 | 117 |
| 非流动负债 | 22 | 20 | 20 | 20 | 20 | 净利润 | 127 | 237 | 338 | 477 | 668 |
| 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 | 22 | 20 | 20 | 20 | 20 | 归属母公司净利润 | 127 | 237 | 338 | 477 | 668 |
| 负债合计 | 487 | 803 | 1141 | 1291 | 1805 | EBITDA | 154 | 274 | 384 | 542 | 764 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | EPS (元) | 0.91 | 1.69 | 2.41 | 3.40 | 4.76 |
| 股本 | 105 | 105 | 140 | 140 | 140 | 主要财务比率 | | | | | |
| 资本公积 | 149 | 149 | 669 | 669 | 669 | 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 留存收益 | 225 | 462 | 781 | 1225 | 1835 | 成长能力 | | | | | |
| 归属母公司股东权益 | 479 | 716 | 1556 | 2016 | 2661 | 营业收入(%) | 48.3 | 38.2 | 41.5 | 39.7 | 38.8 |
| 负债和股东权益 | 966 | 1519 | 2698 | 3306 | 4466 | 营业利润(%) | 92.1 | 81.6 | 45.2 | 42.0 | 39.8 |
| 现金流量表 (百万元) | | | | | | 归属于母公司净利润(%) | 90.9 | 86.5 | 42.3 | 41.1 | 40.0 |
| 会计年度 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 获利能力 | | | | | |
| 经营活动现金流 | 66 | 253 | 284 | 393 | 580 | 毛利率(%) | 29.2 | 29.8 | 29.9 | 30.0 | 30.1 |
| 净利润 | 127 | 237 | 338 | 477 | 668 | 净利率(%) | 12.9 | 17.3 | 17.4 | 17.6 | 17.8 |
| 折旧摊销 | 12 | 11 | 13 | 21 | 31 | ROE(%) | 26.6 | 33.2 | 21.7 | 23.7 | 25.1 |
| 财务费用 | -1 | -1 | -7 | -14 | -15 | ROIC(%) | 25.0 | 31.3 | 20.3 | 21.9 | 23.4 |
| 投资损失 | 0 | -1 | 0 | 1 | 0 | 偿债能力 | | | | | |
| 营运资金变动 | -106 | -16 | -61 | -92 | -104 | 资产负债率(%) | 50.4 | 52.9 | 42.3 | 39.0 | 40.4 |
| 其他经营现金流 | 34 | 22 | 0 | 0 | 0 | 净负债比率(%) | -57.0 | -69.7 | -78.5 | -75.4 | -74.6 |
| 投资活动现金流 | -8 | -20 | -70 | -91 | -107 | 流动比率 | 1.8 | 1.8 | 2.2 | 2.4 | 2.3 |
| 资本支出 | 9 | 13 | 57 | 69 | 76 | 速动比率 | 1.5 | 1.6 | 1.9 | 2.2 | 2.0 |
| 长期投资 | 0 | -8 | 0 | 0 | 0 | 营运能力 | | | | | |
| 其他投资现金流 | 1 | -14 | -14 | -22 | -31 | 总资产周转率 | 1.2 | 1.1 | 0.9 | 0.9 | 1.0 |
| 筹资活动现金流 | -6 | 2 | 509 | -3 | -6 | 应收账款周转率 | 3.0 | 2.5 | 2.4 | 2.6 | 2.7 |
| 短期借款 | -1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 3.1 | 2.7 | 2.7 | 2.7 | 2.7 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 35 | 0 | 0 | 每股收益(最新摊薄) | 0.91 | 1.69 | 2.41 | 3.40 | 4.76 |
| 资本公积增加 | 15 | 0 | 520 | 0 | 0 | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.47 | 1.80 | 2.02 | 2.80 | 4.13 |
| 其他筹资现金流 | -19 | 1 | -46 | -3 | -6 | 每股净资产(最新摊薄) | 3.41 | 5.10 | 11.09 | 14.36 | 18.97 |
| 现金净增加额 | 53 | 235 | 723 | 298 | 466 | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 55.6 | 29.8 | 20.9 | 14.8 | 10.6 |
| | | | | | | P/B | 14.8 | 9.9 | 4.5 | 3.5 | 2.7 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 44.1 | 24.0 | 15.2 | 10.2 | 6.7 |

资料来源: Wind, 国盛证券研究所 注: 股价为 2021 年 6 月 11 日收盘价

图表 1: 电力系统储能应用场景



资料来源: 派能科技招股说明书, 国盛证券研究所

图表 2: 用户侧储能应用方向

| 主要用途 | 具体说明 |
|---------|---|
| 电力自发自用 | 对于安装光伏的家庭和工商业用户, 考虑到光伏在白天发电, 而用户一般在夜间负荷较高, 通过配置储能可以更好地利用光伏电力, 提高自发自用水平, 降低用电成本。 |
| 峰谷价差套利 | 在实施峰谷电价的电力市场中, 通过低电价时给储能系统充电, 高电价时储能系统放电, 实现峰谷电价差套利, 降低用电成本。 |
| 容量费用管理 | 工业用户可以利用储能系统在用电低谷时储能, 在高峰负荷时放电, 从而降低整体负荷, 达到降低容量电费的目的。 |
| 提升供电可靠性 | 发生停电故障时, 储能能够将储备的能量供应给终端用户, 避免了故障修复过程中的电能中断, 以保证供电可靠性。 |

资料来源: 派能科技招股说明书, 国盛证券研究所

图表 3: 我国用户侧储能市场规模测算

| 年份 | 电化学储能累计装机量(MW) | 同比增速 | 当年新增电化学储能装机量(MW) | 储能系统投资成本(元/WH) | 4小时放电情况下当年电化学储能投资规模(亿元) | 当年用户侧电化学储能投资规模(亿元) |
|----------|----------------|------|------------------|----------------|-------------------------|--------------------|
| 2019年 | 1709.6 | 61% | 649.0 | 2.00 | 51.9 | 24.1 |
| 2020年 | 3269.2 | 91% | 1559.6 | 2.00 | 124.8 | 58.0 |
| 2021E | 5100.0 | 56% | 1830.8 | 1.90 | 139.1 | 64.7 |
| 2022E | 7955.9 | 56% | 2856.0 | 1.80 | 205.6 | 95.6 |
| 2023E | 12411.2 | 56% | 4455.3 | 1.70 | 303.0 | 140.9 |
| 2024E | 19361.5 | 56% | 6950.3 | 1.60 | 444.8 | 206.8 |
| 2025E | 30204.0 | 56% | 10842.5 | 1.50 | 650.5 | 302.5 |
| 未来5年CAGR | 56% | | 47% | | 39% | 39% |

资料来源: 《储能产业研究白皮书 2021》, 《关于加快推动新型储能发展的指导意见(征求意见稿)》, 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所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

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：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层

邮编：200120

电话：021-38934111

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