

储能业务放量在即，乘数字化东风扶摇直上

投资要点

- **事件:** 2022年,公司实现营收47.5亿元,同比增长43.7%;实现归母净利润2.8亿元,同比增长20.7%;扣非归母净利润2.3亿元,同比增长16.2%。其中四季度公司实现营收15.6亿元,同比增长53.5%;实现归母净利润1.2亿元,同比增长71.6%;扣非归母净利润0.7亿元,同比增长27.4%。
- **主营业务发展态势向好,盈利有望逐步改善。**收入端:2022年,公司实现多业务齐头并进,新能源/新型基础设施/工业企业电气配套收入分别增长49.9%/113.2%/122.2%。利润端:受上游硅钢价格上涨影响,2022年公司毛利率为20.3%,同比下降3.2pp;净利率为6%,同比下降1.2pp,但拐点初显:22Q3毛利率环比+1.4pp,22Q4环比+2pp。我们认为,公司受益产能释放后的规模效应以及高毛利的数字化业务占比提升,公司盈利能力有望逐步恢复向上。费用端:公司费用率管控优异,2022年销售/管理/财务费用率分别为3.4%/10.1%/-0.1%,分别同比下降0.1/0.3/1.2pp。
- **行业高景气提振公司发展。**干式变压器:2023年国家将持续推进电网投资建设,干式变压器需求向高效能发展,公司未来市场占有率将进一步提升。且风电中“干变+箱变上置”相比于传统的“油变+箱变下置”,可节省线缆和损耗成本,渗透率有望逐步提升。储能:受益风光并网数量的增长、电力技术的转型升级,储能市场化趋势日益显著,公司利用技术同源发展储能,打造第二增长曲线。数字化:在“十四五”规划下,企业数字化转型进入快速增长阶段,2022年公司实现首单数字化工厂整体解决方案交付验收,取得0到1突破,打开增长空间。
- **干变龙头发力储能+数字化,订单饱满支撑业绩稳增,研发持续加大彰显雄心。**2022年是公司储能业务及数字化解决方案的首年,期间储能业务收入0.7亿元,数字化业务1.4亿元。3月,公司获得山西、湖南共3.4亿储能订单,超2022年全年储能订单总额,呈高速增长态势。此外,公司坚持数字赋能,产能持续扩大,乘数字化转型之势有望迎快速发展。2022年公司研发投入2.5亿元,研发费用率为5.2%,同比增长0.4pp,高研发投入稳固产品竞争优势。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司2023-2025年营收分别为68.6亿元、97.5亿元、143.5亿元,未来三年归母净利润增速分别为91.2%/48.7%/51.2%。公司加速进行数字化转型升级、积极拓展储能业务市场,业绩有望稳定增长,维持“持有”评级。
- **风险提示:** 新能源装机不及预期的风险;原材料价格上涨风险;汇率波动影响公司海外业务营收的风险;储能及数字化业务建设及产能释放不及预期的风险。

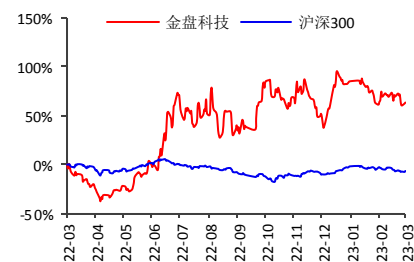
指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	4745.60	6864.21	9746.31	14346.82
增长率	43.69%	44.64%	41.99%	47.20%
归属母公司净利润(百万元)	283.28	541.68	805.70	1217.83
增长率	20.74%	91.22%	48.74%	51.15%
每股收益EPS(元)	0.66	1.27	1.89	2.85
净资产收益率ROE	9.86%	16.97%	10.71%	24.62%
PE	55	29	19	13
PB	5.44	4.90	4.02	3.16

数据来源:Wind,西南证券

西南证券研究发展中心

分析师:韩晨
执业证号:S1250520100002
电话:021-58351923
邮箱:hch@swsc.com.cn
联系人:李昂
电话:021-58351923
邮箱:liang@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:Wind

基础数据

总股本(亿股)	4.27
流通A股(亿股)	1.92
52周内股价区间(元)	13.5-45.3
总市值(亿元)	156.29
总资产(亿元)	74.67
每股净资产(元)	6.36

相关研究

1. 金盘科技(688676.SH):业绩稳步增长,数字化业务取得新进展(2022-10-28)
2. 金盘科技(688676):干变龙头拥抱储能,产能释放打开增长空间(2022-09-06)

盈利预测

关键假设：

假设 1：继 2020 年 10 月年产干式变压器 800 万 kVA 的海口数字化工厂建成投入运营后，2022 年 7 月年产 1400 万 kVA 干式变压器的桂林干式变压器生产线数字化技改项目投产，且预计未来年产干式变压器系列产品 2000 万 kVA 的武汉干式变压器数字化工厂将投产。根据公司公告，考虑到部分产能将逐步置换原有产能，假设 2023-2025 年公司变压器业务板块中的干式变压器销量增速分别为 19.4%/15.5%/30%，销售平均单价维持不变。

假设 2：2022 年 7 月，年产能为 1.2GWh 的桂林储能数字化工厂投产；年产能为 2.7GWh 的武汉储能数字化工厂预计于 2023 年开始释放产能。假设 2023-2025 年储能业务销量分别为 0.8/1.8/3.4GWh，单价维持不变，因此 2023-2025 年公司储能业务营收预计有较大提升。

假设 3：公司大力拓展数字化业务，2022 年实现首单数字化工厂解决方案交付。2022 年公司数字化订单约 3 亿元，当年交付约 1.3 亿元，结合 2023 年公司数字化业务新签订单节奏，中性假设 2023-2025 年公司数字化业务收入为 3/5/8 亿元。

假设 4：2022 年受上游大宗材料价格上涨影响，公司毛利率小幅下滑。2023-2025 年有望受益宏观环境向好及公司规模效应+技术降本等优势，毛利率趋稳向上。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
变压器系列	收入	3268.1	3788.4	4379.8	5664
	增速	32.3%	15.9%	15.6%	29.3%
	毛利率	21.7%	20.0%	21.0%	21.5%
成套系列	收入	1107.7	1450.8	1908.0	2509.0
	增速	59.3%	31.0%	31.5%	31.5%
	毛利率	16.9%	16.8%	16.8%	17.6%
安装工程	收入	87.2	113.4	147.4	191.6
	增速	57.4%	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%
光伏电站业务	收入	43.9	57.1	74.2	96.5
	增速	-	30.0%	30.0%	30.0%
	毛利率	17.5%	17.5%	17.5%	17.5%
储能	收入	64.0	1125.0	2700.0	5040.0
	增速	-	1657.3%	140.0%	86.7%
	毛利率	13.4%	13.5%	13.5%	13.5%
数字化解决方案	收入	136.00	300.00	500.00	800.00
	增速	-	120.6%	66.7%	60.0%
	毛利率	22.5%	22.5%	22.5%	22.5%
其他	收入	23.6	29.6	36.9	46.2

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
	增速	30.0%	25.0%	25.0%	25%
	毛利率	25.4%	25.4%	25.4%	25.4%
合计	收入	4745.6	6864.2	9746.3	14346.8
	增速	45.4%	44.6%	42.0%	47.2%
	毛利率	20.3%	21.6%	22.0%	22.2%

数据来源：Wind, 西南证券整理

相对估值

综合公司业务范围，我们选取电网及储能设备行业主流公司许继电气、阳光电源、科华数据进行估值比较，较为合理。

表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A/E	23E	24E	25E	22A/E	23E	24E	25E
000400.SZ	许继电气	245	24.30	0.86	1.07	1.45	-	28.26	22.71	16.76	-
300274.SZ	阳光电源	1509	101.57	2.19	3.84	5.11	-	46.38	26.45	19.88	-
002335.SZ	科华数据	204	44.20	1.06	1.43	1.81	--	41.70	30.91	24.42	-
平均值								38.78	26.69	22.15	-
688676.SH	金盘科技	156	36.60	0.66	1.27	1.89	2.85	55.45	28.82	19.37	12.84

数据来源：Wind, 西南证券整理

从 PE 角度看，2023 年公司估值为 28.8 倍，行业可比公司估值为 26.7 倍，公司作为国内干式变压器龙头存在一定溢价，较为合理。公司变压器业务维持稳定增长，同时发力储能+数字化，多元化布局提升公司规模，增强竞争实力。考虑到公司干式变压器龙头地位，以及新基地产能释放，维持“持有”评级。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4745.60	6864.21	9746.31	14346.82	净利润	283.28	541.68	805.70	1217.83
营业成本	3782.77	5381.10	7603.18	11157.73	折旧与摊销	94.23	87.93	87.93	87.93
营业税金及附加	16.14	37.75	51.66	76.04	财务费用	-5.22	34.32	48.73	71.73
销售费用	159.15	226.52	321.63	473.45	资产减值损失	-12.99	0.00	0.00	0.00
管理费用	230.89	686.42	974.63	1434.68	经营营运资本变动	-463.10	-1452.63	-1269.81	-2000.01
财务费用	-5.22	34.32	48.73	71.73	其他	-0.40	108.23	92.08	194.57
资产减值损失	-12.99	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-104.20	-680.47	-235.36	-427.94
投资收益	-2.21	5.00	5.00	5.00	资本支出	-481.82	-100.00	-100.00	-100.00
公允价值变动损益	-17.73	-5.21	-6.71	-8.04	其他	-612.17	-0.21	-1.71	-3.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1093.98	-100.21	-101.71	-103.04
营业利润	258.05	497.89	744.77	1130.15	短期借款	125.52	1191.08	782.35	1223.91
其他非经营损益	6.87	8.68	8.70	8.75	长期借款	-70.48	0.00	0.00	0.00
利润总额	264.92	506.57	753.48	1138.89	股权融资	48.08	0.00	0.00	0.00
所得税	-18.36	-35.11	-52.22	-78.94	支付股利	-85.14	-56.66	-108.34	-161.14
净利润	283.28	541.68	805.70	1217.83	其他	912.14	-250.93	-48.73	-71.73
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	930.12	883.50	625.28	991.03
归属母公司股东净利润	283.28	541.68	805.70	1217.83	现金流量净额	-249.14	102.82	288.21	460.05
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	583.60	686.42	974.63	1434.68	成长能力				
应收和预付款项	2344.49	3315.65	4694.26	6940.43	销售收入增长率	43.69%	44.64%	41.99%	47.20%
存货	1732.82	2474.00	3520.36	5158.51	营业利润增长率	4.28%	92.95%	49.59%	51.74%
其他流动资产	986.92	1061.19	1221.02	1476.16	净利润增长率	20.32%	91.22%	48.74%	51.15%
长期股权投资	62.75	62.75	62.75	62.75	EBITDA 增长率	-3.75%	78.68%	42.13%	46.33%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1294.54	1328.61	1362.68	1396.75	毛利率	20.29%	21.61%	21.99%	22.23%
无形资产和开发支出	168.92	146.96	124.99	103.03	三费率	8.11%	13.80%	13.80%	13.80%
其他非流动资产	293.08	293.04	293.00	292.96	净利率	5.97%	7.89%	8.27%	8.49%
资产总计	7467.13	9368.62	12253.70	16865.28	ROE	9.86%	16.97%	20.71%	24.62%
短期借款	209.21	1400.29	2182.64	3406.55	ROA	3.79%	5.78%	6.58%	7.22%
应付和预收款项	2303.63	3394.55	4731.27	6952.45	ROIC	10.57%	14.83%	15.82%	17.74%
长期借款	265.93	265.93	265.93	265.93	EBITDA/销售收入	7.31%	9.03%	9.04%	8.99%
其他负债	1814.18	1115.60	1184.24	1294.05	营运能力				
负债合计	4592.95	6176.36	8364.08	11918.97	总资产周转率	0.74	0.82	0.90	0.99
股本	427.02	427.02	427.02	427.02	固定资产周转率	7.40	9.81	15.38	25.27
资本公积	1093.55	1093.55	1093.55	1093.55	应收账款周转率	2.90	2.84	2.84	2.88
留存收益	1186.65	1671.67	2369.04	3425.73	存货周转率	2.37	2.54	2.53	2.57
归属母公司股东权益	2874.16	3192.24	3889.61	4946.30	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	72.54%	—	—	—
少数股东权益	0.02	0.02	0.02	0.02	资本结构				
股东权益合计	2874.18	3192.26	3889.62	4946.31	资产负债率	61.51%	65.93%	68.26%	70.67%
负债和股东权益合计	7467.13	9368.62	12253.70	16865.28	带息债务/总负债	27.77%	39.94%	38.85%	37.53%
					流动比率	1.67	1.52	1.46	1.40
					速动比率	1.16	1.02	0.96	0.92
					股利支付率	30.06%	10.46%	13.45%	13.23%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	347.06	620.14	881.44	1289.81	每股收益	0.66	1.27	1.89	2.85
PE	55.17	28.85	19.40	12.83	每股净资产	6.73	7.48	9.11	11.58
PB	5.44	4.90	4.02	3.16	每股经营现金	-0.24	-1.59	-0.55	-1.00
PS	3.29	2.28	1.60	1.09	每股股利	0.20	0.13	0.25	0.38
EV/EBITDA	44.37	26.50	19.21	13.72					
股息率	0.54%	0.36%	0.69%	1.03%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。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；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -5% 以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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保持在最新状态。同时，本公司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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

请务必阅读正文后的重要声明部分

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyfy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyfy@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
卞黎旻	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn	
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn