

无惧疫情影响，季度出口新高

买入（维持）

2020年03月25日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 曹越

执业证号：S0600519020001

021-60199793

caoy@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	831	1,123	2,023	2,795
同比（%）	1.0	35.1	80.1	38.2
归母净利润（百万元）	118	125	250	351
同比（%）	0.2	6.3	99.2	40.5
每股收益（元/股）	1.48	1.57	3.12	4.39
P/E（倍）	34.04	32.03	16.08	11.45

投资要点

■ **一季报预增 7-8 倍，大超预期：**公司发布 2020 年一季度业绩预告，报告期实现归属母公司净利润 5800-6000 万元，同比增长 759.07%-788.69%，大超市场预期。

■ **无惧停工影响，季度出口创新高：**2020Q1 尽管有春节较早，以及国内受疫情影响带来的全面停工影响，公司业绩仍实现大幅增长，创历史新高。测算一季度收入 3.0-3.5 亿元，环比 2019Q4 基本持平，其中海外出口 0.37-0.42 亿美元，环比 2019Q4 海外出口 0.35 亿美元仍实现了 10% 以上的增长，同比增速大约有 100%；国内市场受装机延后影响出货 0.3-0.6 亿元。海外占比进一步提升，带来较高的毛利率表现，同时费用率较 2019Q4 有所降低，整体净利率水平较 2019Q4 的 15.14% 预计提升了 2 个百分点左右。

■ **小型化溢价明显、出口市占率提升：**据海关出口数据，2020 年 1-2 月全国逆变器出口量 6.57GW，同增 44%，其中 1 月逆变器出口量 4.17GW，同增 34.5%，2 月逆变器出口量 2.4GW，同增 64%，环比下滑明显，主要是疫情停工影响。锦浪 1-2 月逆变器出口金额 0.16 亿美元，同增 47.1%；根据业绩预告，Q1 出口 0.37-0.42 亿美元，同增大约 100%，测算 3 月出口金额 0.21-0.28 亿美元，恢复相当明显。按金额测算，1-2 月出口市占率 6.35%，较之 2019Q4 的 4.35% 提升显著。单价方面，2020 年 1-2 月锦浪以 0.0673 美元/W，远超行业平均水平（0.0384 美元/W）。公司主打小型化、高溢价优势相当明显。

■ **二季度国内市场启动，有效对冲海外波动：**近期，受疫情在海外蔓延影响，市场对光伏板块恐慌情绪弥漫。考虑到正常情况下海外需求二季度较一季度环比上行，产业链相关公司的出口仍在进行，疫情虽有影响，也应远小于市场预期。另一方面，国内政策已经明朗，国内户用市场已经陆续展开，今年的户用市场规模预计将从 2019 年的 4GW，上升至 7GW，提升幅度较大。同时去年遗留项目，叠加新增竞价市场陆续开展，锦浪在原有小型分布式市场的基本盘之外，在工商业屋顶、地面电站市场，也将加大扩展，我们预计二季度国内市场将对海外市场的不确定性构成有效对冲，并不会对全年目标的逐步达成造成实质影响。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019-2021 年业绩 1.25、2.50、3.51 亿元，同比增长 6.3%、99.2%、40.5%，对应 EPS 为 1.57、3.12、4.39 元。目标价 93.9 元，对应 20 年 30 倍 PE，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**政策不达预期，竞争加剧等

股价走势



市场数据

收盘价(元)	50.23
一年最低/最高价	34.72/85.42
市净率(倍)	4.93
流通 A 股市值(百万元)	1626.85

基础数据

每股净资产(元)	10.19
资产负债率(%)	40.74
总股本(百万股)	80.00
流通 A 股(百万股)	32.39

相关研究

1、《锦浪科技 (300763)：出口增长加速，单季利润新高》

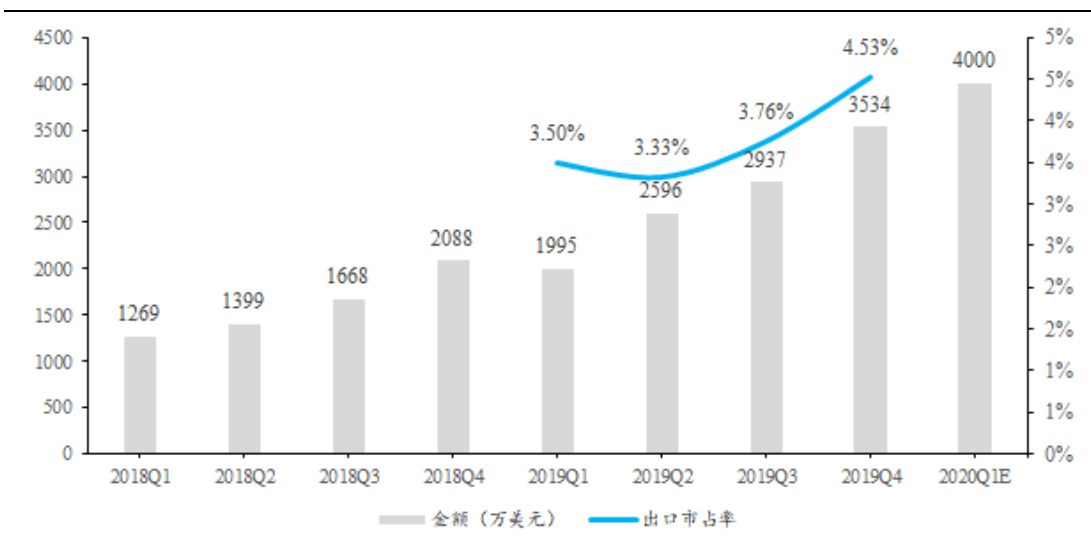
2020-02-27

2、《锦浪科技 (300763)：逆变器新贵，组串式龙头》2020-02-17

一季报预增 7-8 倍，大超预期：公司发布 2020 年一季度业绩预告，报告期实现归属母公司净利润 5800-6000 万元，同比增长 759.07%-788.69%，大超市场预期。

无惧停工影响，季度出口创新高：2020Q1 尽管有春节较早，以及国内受疫情影响带来的全面停工影响，公司业绩仍实现大幅增长，创历史新高。测算一季度收入 3.0-3.5 亿元，环比 2019Q4 基本持平，其中海外出口 0.37-0.42 亿美金，环比 2019Q4 海外出口 0.35 亿美金仍实现了 10% 以上的增长，同比增速大约有 100%；国内市场受装机延后影响出货 0.3-0.6 亿元。海外占比进一步提升，带来较高的毛利率表现，同时费用率较 2019Q4 有所降低，整体净利率水平较 2019Q4 的 15.14% 预计提升了 2 个百分点左右。

图 1：锦浪科技季度出口情况



数据来源：SOLARZOOM, EnergyTrend, 东吴证券研究所

小型化溢价明显、出口市占率提升：据海关出口数据，2020 年 1-2 月全国逆变器出口量 6.57GW，同增 44%，其中 1 月逆变器出口量 4.17GW，同增 34.5%，2 月逆变器出口量 2.4GW，同增 64%，环比下滑明显，主要是疫情停工影响。锦浪 1-2 月逆变器出口金额 0.16 亿美金，同增 47.1%；根据业绩预告，Q1 出口 0.37-0.42 亿美金，同增大约 100%，测算 3 月出口金额 0.21-0.28 亿美金，恢复相当明显。按金额测算，1-2 月出口市占率 6.35%，较之 2019Q4 的 4.35% 提升显著。单价方面，2020 年 1-2 月锦浪以 0.0673 美元/W，远超行业平均水平（0.0384 美元/W）。公司主打小型化、高溢价优势相当明显。

二季度国内市场启动，有效对冲海外波动：近期，受疫情在海外蔓延影响，市场对光伏板块恐慌情绪弥漫。考虑到正常情况下海外需求二季度较一季度环比上行，产业链

相关公司的出口仍在进行，疫情虽有影响，也应远小于市场预期。另一方面，国内政策已经明朗，国内户用市场已经陆续展开，今年的户用市场规模预计将从2019年的4GW，上升至7GW，提升幅度较大。同时去年遗留项目，叠加新增竞价市场陆续开展，锦浪在原有小型分布式市场的基本盘之外，在工商业屋顶、地面电站市场，也将加大扩展，我们预计二季度国内市场将对海外市场的不确定性构成有效对冲，并不会对全年目标的逐步达成造成实质影响。

盈利预测与投资评级：我们预计公司2019-2021年业绩1.25、2.50、3.51亿元，同比增长6.3%、99.2%、40.5%，对应EPS为1.57、3.12、4.39元。目标价93.9元，对应20年30倍PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

锦浪科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	558	1,298	1,832	2,134	营业收入	831	1,123	2,023	2,795
现金	230	812	858	1,090	减:营业成本	548	768	1,394	1,940
应收账款	245	317	694	703	营业税金及附加	2	3	7	8
存货	69	150	248	306	营业费用	87	110	172	232
其他流动资产	15	19	32	34	管理费用	42	98	142	187
非流动资产	91	112	251	316	财务费用	-6	-10	1	-1
长期股权投资	2	2	3	3	资产减值损失	4	11	17	24
固定资产	48	62	166	228	加:投资净收益	1	0	0	0
在建工程	2	3	32	28	其他收益	0	0	-0	0
无形资产	36	41	48	54	营业利润	132	144	290	407
其他非流动资产	3	3	3	2	加:营业外净收支	4	2	3	3
资产总计	649	1,410	2,083	2,450	利润总额	137	147	293	409
流动负债	298	401	839	872	减:所得税费用	19	21	43	58
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	214	266	606	607	归属母公司净利润	118	125	250	351
其他流动负债	84	135	233	265	EBIT	130	131	268	380
非流动负债	1	1	1	1	EBITDA	137	138	281	401
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	1	1	1	1	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	299	402	840	873	每股收益(元)	1.48	1.57	3.12	4.39
少数股东权益	0	0	0	1	每股净资产(元)	4.37	12.60	15.54	19.70
归属母公司股东权益	350	1,008	1,243	1,576	发行在外股份(百万股)	60	80	80	80
负债和股东权益	649	1,410	2,083	2,450	ROIC(%)	32.0%	11.1%	18.4%	20.7%
					ROE(%)	33.7%	12.5%	20.1%	22.3%
现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	毛利率(%)	34.1%	31.6%	31.1%	30.6%
经营活动现金流	107	66	215	334	销售净利率(%)	14.2%	11.2%	12.4%	12.6%
投资活动现金流	-42	-27	-152	-85	资产负债率(%)	46.1%	28.5%	40.3%	35.6%
筹资活动现金流	-1	543	-16	-17	收入增长率(%)	1.0%	35.1%	80.1%	38.2%
现金净增加额	67	582	47	232	净利润增长率(%)	0.2%	6.3%	99.2%	40.5%
折旧和摊销	7	7	13	21	P/E	34.04	32.03	16.08	11.45
资本开支	43	21	139	64	P/B	11.49	3.99	3.23	2.55
营运资本变动	-14	-56	-49	-36	EV/EBITDA	27.61	23.27	11.26	7.30

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,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、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>