

中报业绩符合预期，海外市场拉升整体毛利率

—锦浪科技中报业绩点评

公司点评

● **事件：**公司发布2020年半年度业绩，2020H1实现营业收入7.27亿元，同比+76.63%，实现归母净利润1.18亿元，同比+281.87%。锦浪利润分配预案：每10股派发现金股利10元人民币（含税），共派现金股利1.38亿元。

● **点评：**业绩符合预期，发力海外市场拉升整体毛利率。锦浪作为组串式逆变器领军企业，2020年上半年抓住国内与海外疫情短暂时间差，整体毛利率有较大提升，Q1海外占比83%，Q2海外占比56%。公司通过不断巩固及发挥在业务布局、技术研发、产品质量及品牌和客户资源的优势，实现销售、盈利规模等经营业绩的快速提升。

● **逆变器行业空间广阔：“光伏行业增长+替换需求”双轮驱动，预计2025年全球逆变器市场将达到180亿美元。**根据BNEF数据显示，预计2025年光伏新增装机量可达到205GW，其中分布式预计新增64GW，占比31.2%。不同于组件25年的使用寿命，逆变器质保通常为10年左右，光伏行业自2001年进入商业化发展快车道以来，逆变器替换需求逐步显现。

● **受益于逆变器行业产品结构的变化，组串式替代集中式大势所趋。**组串式逆变器由于具备MPPT跟踪功能，可以提供更好的灵活性，成本逐渐接近集中式逆变器等原因，得到越来越多业主的青睐。根据CPIA数据，2019年组串式逆变器市场占有率为59.04%，为占比最大的逆变器品种。锦浪受益于行业产品结构的更替，预计2020年全球逆变器市占率提升至8%。

● **光伏储能将从“商业化初期向规模化发展”，看好公司储能逆变器业务**光伏储能起到“负荷调节、存储电量、弥补线损、削峰填谷”等作用，是未来分布式光伏系统应用的重要组成部分。公司2020年5月公司募资7.25亿元新增逆变器产能40万台，其中储能逆变器年产能新增10万台。储能逆变器出货量增加有望进一步提升公司整体毛利率。

● 盈利预测及投资建议

预计公司2020-2022年营业收入分别为19.38、27.98、36.42亿元，同比分别增长70.1%、44.4%、30.2%，归母净利润2.85、4.38、5.80亿元，同比增长125.0%、53.8%、32.5%，对应EPS分别为2.06、3.17、4.20。鉴于公司组串式逆变器龙头，小型化产品具备高溢价能力，行业渗透率不断提升，给予公司2021年PE估值40~45倍，对应股价127~144元，维持“推荐”评级。

● **风险提示：**光伏需求不及预期风险，全球光伏行业政策变动风险，超预期的技术变革，原材料价格波动风险，汇率风险。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	831	1,139	1,938	2,798	3,642
增长率(%)	1.0	37.0	70.1	44.4	30.2
净利润(百万元)	118	127	285	438	580
增长率(%)	0.2	7.2	125.0	53.8	32.5
毛利率(%)	34.1	34.6	36.4	35.6	35.8
净利率(%)	14.2	11.1	14.7	15.7	15.9
ROE(%)	33.7	14.6	24.7	28.0	27.1
EPS(摊薄/元)	0.85	0.92	2.06	3.17	4.20
P/E(倍)	95.8	89.4	39.7	25.8	19.5
P/B(倍)	32.3	13.0	9.8	7.2	5.3

推荐（维持评级）

开文明（分析师）

021-68865582

kaiwenming@xsdzq.cn

证书编号：S0280517100002

市场数据 时间 2020.08.10

收盘价(元): 113.5

一年最低/最高(元): 34.72/116.01

总股本(亿股): 1.38

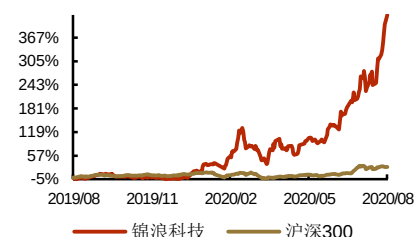
总市值(亿元): 156.88

流通股本(亿股): 0.55

流通市值(亿元): 62.49

近3月换手率: 415.75%

股价一年走势



相关报告

《后疫情时期叠加平价上网，锦浪“后浪”集聚力量涌立潮头》2020-07-16

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	558	972	1229	1882	2566
现金	230	517	702	829	1507
应收票据及应收账款合计	245	245	235	679	612
其他应收款	5	3	11	9	17
预付账款	3	8	11	16	19
存货	69	125	196	274	336
其他流动资产	6	74	74	74	74
非流动资产	91	312	416	506	584
长期投资	2	0	-2	-4	-6
固定资产	48	210	308	390	459
无形资产	36	60	69	78	89
其他非流动资产	4	43	42	42	43
资产总计	649	1284	1645	2387	3150
流动负债	298	373	452	789	985
短期借款	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款合计	271	303	372	683	875
其他流动负债	26	70	80	106	109
非流动负债	1	42	36	30	23
长期借款	0	42	36	29	22
其他非流动负债	1	0	0	0	0
负债合计	299	415	488	818	1007
少数股东权益	0	0	0	0	0
股本	60	80	138	138	138
资本公积	36	489	433	433	433
留存收益	254	300	566	997	1565
归属母公司股东权益	350	869	1156	1569	2143
负债和股东权益	649	1284	1645	2387	3150

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	107	143	295	261	788
净利润	118	127	285	438	581
折旧摊销	7	13	21	29	37
财务费用	-6	-15	-11	-16	-16
投资损失	-1	3	-1	-1	-1
营运资金变动	-14	-4	1	-189	189
其他经营现金流	3	20	-1	-1	-1
投资活动现金流	-42	-201	-123	-117	-113
资本支出	43	103	106	92	81
长期投资	0	1	2	2	2
其他投资现金流	1	-97	-15	-23	-31
筹资活动现金流	-1	342	13	-16	3
短期借款	0	0	0	0	0
长期借款	0	42	-6	-7	-7
普通股增加	0	20	58	0	0
资本公积增加	0	453	-56	0	0
其他筹资现金流	-1	-173	17	-9	10
现金净增加额	67	286	185	127	678

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	831	1139	1938	2798	3642
营业成本	548	745	1233	1801	2339
营业税金及附加	2	4	7	9	12
营业费用	87	136	199	250	303
管理费用	42	70	105	138	196
研发费用	31	42	72	104	135
财务费用	-6	-15	-11	-16	-16
资产减值损失	4	-2	8	10	7
公允价值变动收益	0	3	1	1	1
其他收益	7	7	4	5	6
投资净收益	1	-3	1	1	1
营业利润	132	148	331	508	674
营业外收入	7	0	3	3	3
营业外支出	3	1	1	1	2
利润总额	137	148	334	510	676
所得税	19	21	48	72	95
净利润	118	127	285	438	581
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	118	127	285	438	580
EBITDA	137	148	338	517	679
EPS(元)	0.85	0.92	2.06	3.17	4.20

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	1.0	37.0	70.1	44.4	30.2
营业利润(%)	-2.5	12.0	123.5	53.4	32.6
归属于母公司净利润(%)	0.2	7.2	125.0	53.8	32.5
获利能力					
毛利率(%)	34.1	34.6	36.4	35.6	35.8
净利率(%)	14.2	11.1	14.7	15.7	15.9
ROE(%)	33.7	14.6	24.7	28.0	27.1
ROIC(%)	94.4	34.0	61.2	58.0	89.6
偿债能力					
资产负债率(%)	46.1	32.3	29.7	34.3	32.0
净负债比率(%)	-65.4	-54.3	-56.9	-50.4	-68.9
流动比率	1.9	2.6	2.7	2.4	2.6
速动比率	1.6	2.2	2.2	2.0	2.2
营运能力					
总资产周转率	1.4	1.2	1.3	1.4	1.3
应收账款周转率	3.7	4.7	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	2.2	2.6	0.0	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.85	0.92	2.06	3.17	4.20
每股经营现金流(最新摊薄)	0.72	0.88	2.14	1.88	5.70
每股净资产(最新摊薄)	2.53	6.29	8.35	11.33	15.49
估值比率					
P/E	95.8	89.4	39.7	25.8	19.5
P/B	32.3	13.0	9.8	7.2	5.3
EV/EBITDA	80.8	73.1	31.4	20.2	14.4

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

开文明，上海交通大学学士，复旦大学世界经济硕士，2007-2012年历任光大证券研究所交通运输行业分析师、策略分析师、首席策略分析师，2012-2017年历任中海基金首席策略分析师、研究副总监、基金经理。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

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

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监 固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监 固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监 固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>