

信义山证 汇通天下

证券研究报告

光伏

锦浪科技(300763.SZ)

首次评级

报告原因：三季报点评

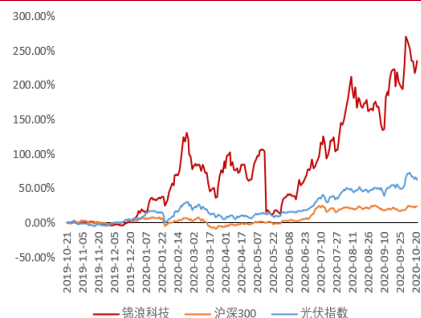
行业高景气叠加全球布局，有望维持高速增长

增持

2020年10月21日

公司研究/点评报告

公司近一年市场表现



市场数据：2020年10月21日

收盘价(元):	121.88
年内最高/最低(元):	141.46/23.89
流通A股/总股本(亿):	0.55/1.38
流通A股市值(亿):	67.11
总市值(亿):	168.46

基础数据：2020年9月30日

基本每股收益	1.52
摊薄每股收益:	1.52
每股净资产(元):	6.92
净资产收益率:	17.06%

分析师：平海庆

执业登记编码：S0760511010003

电话：010-83496341

邮箱：pinghaiqing@sxzq.com

太原市府西街69号国贸中心A座28层
北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述

➤ 公司发布2020年三季度报告，公司2020年Q1-Q3实现营业收入13.51亿元，同比增长74.31%；实现归属于上市公司股东的净利润2.10亿元，同比增长188.84%；Q3实现营业收入6.24亿元，同比增长71.68%，实现归属于上市公司股东的净利润9186.51万元，同比增长119.86%，业绩大超市场预期。

事件点评

➤ 期间费用管控良好，行业景气度高，业绩高增有望延续。2020年Q1-Q3，由于公司产品出货量增加，营业收入与成本均大幅上升，毛利率达到51.8%，同比上升约5pct。前三季度公司费用管控效果显著，期间费用率为17.36%，相比去年同期下降了2.29pct；其中管理费用同比上升54.88%至0.72亿元，主要由于公司经营规模扩大且持续加大产品认证投入；研发费用同比增长118.34%至0.62亿元，主要由于公司加大对研发人才及研发项目的投入。随着四季度旺季的到来，今年光伏新增装机总量有望达到40GW，同比增长33%。在光伏平价及十四五规划政策支持等利好消息的支撑下，光伏增量以及长期高景气度的预期已经成为市场共识，公司业绩的高增速在接下来有望延续。

➤ 组串式逆变器市占率持续上升，储能逆变器需求将持续增长。公司主营产品为组串式逆变器，主要应用在分布式发电系统中，分布式光伏投资小、建设快、占地面积小、灵活性高，是未来光伏发展的主要方向。随着技术进步及成本下降，组串式逆变器在集中式光伏电站中的应用也在持续提升。2015年至2019年在全球逆变器市场中，组串式逆变器占比不断上升，2019年组串式逆变器市占率为59.04%，为占比最大的逆变器品种。光伏和储能结合是未来保证光伏电能质量，提高电网灵活性的重要方式，根据GTM Research发布的调研报告，2020至2024年，储能发电的市场规模预计为72GW，公司储能逆变器产品未来存在巨大的增长空间。

➤ 实行自主品牌战略扩大行业知名度，全球化布局助力可持续发展。公司一直坚持实施自主品牌战略，拥有多年市场及品牌推广经验。公司产品曾先后应用于上海世博会、巴黎埃菲尔铁塔等国内外标杆项目，进一步强化了公司的行业地位和品牌优势，为业务拓展奠定了基础。同时公司积极



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



进行全球化布局，公司是国内最早进入国际市场的组串式逆变器企业之一，经过多年不断开拓，公司已在亚洲、欧洲、美洲及澳洲等多个国家及地区与众多优质客户形成了长期稳定的合作关系，从而增强了公司抗局部市场波动的能力，有利于实现未来的可持续发展。

➤ **重视研发保证技术优势，产品可靠性和性能受市场认可。**公司自成立以来一直重视研发队伍建设，现拥有一支经验丰富的专业研发团队。同时公司非常重视技术投入，研发费用占营业收入比重常年稳定在 3.7%左右。作为行业内知名的生产和研发企业，公司承担了行业标准的部分起草工作，有助于公司把握市场方向和发展趋势。目前公司的产品已通过包括欧盟 CE 认证、澳大利亚 SAA 认证、美国 ETL 认证等多个主流市场认证，且是全球第一家获得 PVEL 产品可靠性测试报告的逆变器公司，公司产品的优异性能及稳定的可靠性已获得市场普遍认可。

投资建议

➤ 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.66\2.46\3.25，对应公司 10 月 21 日收盘价 121.88 元，2020-2022 年 PE 分别为 73.42\49.54\37.50，首次予以“增持”评级。

风险提示

➤ 全球光伏政策变动风险；原材料价格波动风险；光伏新增装机不及预期；疫情恢复不及预期。



资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	972.3	1,291.3	1,811.5	2,325.2
现金	517.1	313.1	300.0	346.3
应收账款	248.0	529.8	718.1	917.3
其他应收款	3.2	10.3	12.8	15.6
预付账款	7.5	10.2	16.1	25.1
存货	128.8	167.5	226.1	305.3
其他流动资产	67.6	260.5	538.3	715.7
非流动资产	312.1	460.9	615.4	755.2
长期投资	0.0	1.5	1.3	0.9
固定资产	209.9	390.8	553.1	701.5
无形资产	59.7	55.7	52.0	48.6
其他非流动资产	42.6	12.9	9.1	4.3
资产总计	1,284.5	1,752.3	2,426.9	3,080.4
流动负债	373.2	641.2	869.8	1,134.7
短期借款	0.0	0.0	41.5	0.0
应付账款	194.2	439.8	596.3	750.6
其他流动负债	179.0	201.4	231.9	384.1
非流动负债	42.2	36.6	189.9	352.5
长期借款	41.8	80.6	280.6	480.6
其他非流动负债	0.3	-44.1	-90.8	-128.1
负债合计	415.4	677.7	1,059.6	1,487.1
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0
股本	80.0	138.2	138.2	138.2
资本公积	488.6	488.6	488.6	488.6
留存收益	300.4	460.8	699.4	1,013.1
归属母公司股东权益	869.1	1,087.6	1,326.2	1,639.9
负债和股东权益	1,284.5	1,765.3	2,385.8	3,127.0

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	143.5	-102.5	66.0	255.4
净利润	126.6	229.2	340.1	448.4
折旧摊销	12.7	30.4	42.9	55.3
财务费用	-4.5	-2.6	7.3	18.0
投资损失	3.1	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-25.0	-321.5	-331.5	-276.5
其他经营现金流	30.6	-38.0	7.2	10.2
投资活动现金流	-200.7	33.7	-5.7	-7.5
资本支出	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	2.3	-1.5	0.2	0.4
其他投资现金流	-203.0	35.2	-5.9	-7.8
筹资活动现金流	341.6	28.8	132.5	6.4
短期借款	0.0	0.0	41.5	-41.5
长期借款	41.8	38.8	200.0	200.0
普通股增加	20.0	58.2	0.0	0.0
资本公积增加	452.7	0.0	0.0	0.0
其他筹资现金流	-172.9	-68.2	-109.0	-152.1
现金净增加额	284.3	-39.9	192.8	254.4

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1139.1	2058.4	2778.8	3751.4
营业成本	745.4	1358.5	1834.0	2475.9
营业税金及附加	4.2	8.2	11.1	15.0
销售费用	135.9	216.1	291.8	393.9
管理费用	70.2	109.1	147.3	198.8
研发费用	42.3	76.2	102.8	138.8
财务费用	-15.0	-2.6	7.3	18.0
加:其他费用	6.8	6.8	6.8	6.8
资产减值损失	-2.5	-2.0	1.2	2.2
公允价值变动收益	2.8	-36.0	6.0	8.0
投资净收益	-3.1	0.0	0.0	0.0
营业利润	148.3	265.5	397.0	523.2
营业外收入	0.1	5.0	5.0	5.0
营业外支出	0.8	1.0	1.0	1.0
利润总额	147.6	269.5	401.0	527.2
所得税	21.0	40.4	60.2	79.1
净利润	126.6	229.1	340.9	448.1
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
归属母公司净利润	126.6	229.1	340.9	448.1
EBITDA	197.9	362.8	542.3	728.9
EPS (元)	1.7	1.7	2.5	3.2

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入	37.01%	80.70%	35.00%	35.00%
营业利润	12.04%	79.10%	49.13%	32.17%
归属于母公司净利润	7.22%	81.04%	48.40%	31.85%
获利能力				
毛利率(%)	34.57%	34.00%	34.00%	34.00%
净利率(%)	11.11%	11.13%	12.24%	11.95%
ROE(%)	14.56%	21.07%	25.65%	27.35%
ROIC(%)	93.22%	66.88%	40.50%	34.48%
偿债能力				
资产负债率(%)	32.34%	38.39%	45.37%	47.56%
净负债比率(%)	-25.12%	5.28%	22.34%	26.31%
流动比率	2.61	2.03	1.99	2.09
速动比率	2.26	1.77	1.74	1.82
营运能力				
总资产周转率	1.18	1.35	1.33	1.35
应收账款周转率	4.66	5.39	4.54	4.67
应付账款周转率	5.58	6.49	5.36	5.57
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	1.69	1.66	2.47	3.24
每股经营现金流(最新摊薄)	1.04	-0.74	0.48	1.85
每股净资产(最新摊薄)	6.29	7.87	9.59	11.86
估值比率				
P/E	69.0	70.3	47.3	35.9
P/B	18.5	14.8	12.2	9.8
EV/EBITDA	14.11	43.76	29.74	22.28

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

电话：010-83496336

