

固德威 (688390)

公司研究/点评报告

逆变器快速成长，储能带来新空间

—固德威 2020 年度业绩预告点评

点评报告/电力设备及新能源

2021 年 01 月 29 日

一、事件概述

1 月 27 日，公司发布 2020 年度业绩预增公告：预计 2020 年度实现归母净利润 2.3-2.76 亿元，同比增长 123.65%-168.38%；实现扣非后归母净利润 2.14-2.56 亿元，同比增长 121.37%-165.64%。

二、分析与判断

➤ 逆变器“新增+替换”双轮驱动，国内逆变器企业崛起

光伏新增需求在碳中和时代背景以及自身经济性驱动下快速成长，2021 年全球需求预计 170GW，同比+40%。逆变器生命周期一般为 10 年，而光伏电站运营周期一般在 25 年以上，整个生命周期中至少更换一次逆变器，因此存在较高的存量替换需求。市场格局上，此前较为分散，且国产化程度较低。随着国内优质逆变器企业的崛起，海外综合性电气企业如施耐德、ABB 纷纷退出逆变器市场，国内逆变器加速占领全球市场。

➤ 公司是领先的组串式逆变器企业，出货及市占率快速提升

组串式逆变器渗透率不断提升，正在逐渐成为主流，华为、固德威、锦浪均为组串式产品，阳光等传统集中式逆变器龙头也逐渐转向组串式。2019 年公司逆变器出货全球排名第 11 位，市占率 3%。公司聚焦全球市场，在 80 多个国家和地区建立了完善的渠道和良好的品牌口碑，2019 年海外收入占比 66.2%，重点市场包括欧洲（以荷兰为主）、澳洲和南美洲。公司 IPO 后进一步加大全球化扩张脚步，未来全球市场份额有望持续提升。

➤ 储能市场大蓝海，储能逆变器有望带来新增长空间

储能发展空间广阔。随着成本的下降，储能在发电侧匹配新能源、用电侧峰谷套利等场景下逐渐开始具备一定的经济性。当前领先的动力电池、逆变器企业均在加速储能领域的布局，储能有望迎来快速成长。公司依托逆变器领域的积累，前瞻性布局储能逆变器，当前正在快速发展阶段。2019 年储能逆变器销量 71MW，同比+187.8%。同时储能逆变器高毛利率较高，公司 2019 年毛利率 52.6%，高于光伏逆变器毛利率 10 个 pct，随着未来收入占比提升，有望进一步增强公司的盈利能力。

三、投资建议

预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 2.65、4.37、6.48 亿元，对应 PE 分别为 116、71、48 倍。可比公司锦浪科技（光伏逆变器）、派能科技（储能）2021 年 PE 估值为 60、75 倍，考虑未来业绩增速较高以及储能逆变器业务放量发展提振估值作用，未来仍有增长空间，首次覆盖，给予“推荐”评级。

四、风险提示：

光伏装机不及预期、逆变器价格下降超预期、原材料价格大幅上涨。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	945	1,451	2,352	3,434
增长率（%）	13.2	53.5	62.1	46.0
归属母公司股东净利润（百万元）	103	265	437	648
增长率（%）	83.5	157.6	65.1	48.1
每股收益（元）	1.56	3.01	4.97	7.36
PE（现价）	224.7	116.4	70.5	47.6
PB	55.2	20.3	15.8	11.8

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

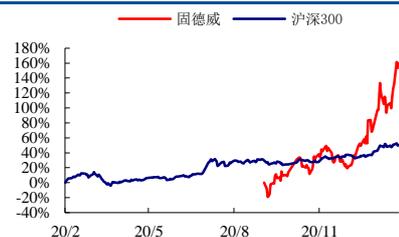
首次评级

当前价格：324.27 元

交易数据 2021-1-28

近 12 个月最高/最低(元)	353.0/109.0
总股本（百万股）	88
流通股本（百万股）	20
流通股比例（%）	22.77
总市值（亿元）	285
流通市值（亿元）	65

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于潇

执业证号：S0100520080001

电话：021-60876734

邮箱：yuxiao@mszq.com

研究助理：丁亚

执业证号：S0100120120042

电话：18516532596

邮箱：dingya@mszq.com

相关研究

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入	945	1,451	2,352	3,434
营业成本	562	856	1,377	1,991
营业税金及附加	7	10	18	25
销售费用	133	145	259	378
管理费用	46	102	127	199
研发费用	58	75	137	196
EBIT	139	262	434	646
财务费用	(3)	0	0	0
资产减值损失	(1)	0	0	0
投资收益	(10)	(3)	(3)	(3)
营业利润	122	264	436	648
营业外收支	(0)	0	0	0
利润总额	122	265	437	648
所得税	18	0	0	0
净利润	103	265	437	648
归属于母公司净利润	103	265	437	648
EBITDA	154	310	516	763
资产负债表 (百万元)				
货币资金	343	1188	1710	2366
应收账款及票据	169	261	400	515
预付款项	5	6	9	15
存货	184	244	291	372
其他流动资产	14	14	14	14
流动资产合计	727	1846	2488	3505
长期股权投资	29	27	24	21
固定资产	198	480	846	1176
无形资产	30	39	45	48
非流动资产合计	287	531	802	994
资产合计	1014	2377	3290	4499
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	465	707	1138	1645
其他流动负债	10	10	10	10
流动负债合计	569	833	1310	1871
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	24	24	24	24
非流动负债合计	24	24	24	24
负债合计	594	857	1335	1896
股本	66	88	88	88
少数股东权益	1	1	0	1
股东权益合计	420	1519	1956	2603
负债和股东权益合计	1014	2377	3290	4499

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力				
营业收入增长率	13.2	53.5	62.1	46.0
EBIT 增长率	125.0	89.3	65.5	48.7
净利润增长率	83.5	157.6	65.1	48.1
盈利能力				
毛利率	40.5	41.0	41.5	42.0
净利润率	10.9	18.3	18.6	18.9
总资产收益率 ROA	10.1	11.1	13.3	14.4
净资产收益率 ROE	24.6	17.4	22.4	24.9
偿债能力				
流动比率	1.3	2.2	1.9	1.9
速动比率	1.0	1.9	1.7	1.7
现金比率	0.6	1.4	1.3	1.3
资产负债率	0.6	0.4	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	42.1	39.6	43.4	41.7
存货周转天数	101.3	90.0	70.0	60.0
总资产周转率	1.0	0.9	0.8	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	1.6	3.0	5.0	7.4
每股净资产	6.3	17.3	22.2	29.6
每股经营现金流	2.1	3.5	10.0	11.0
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	224.7	116.4	70.5	47.6
PB	55.2	20.3	15.8	11.8
EV/EBITDA	143.9	77.3	44.7	29.7
股息收益率	0.0	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
净利润	103	265	437	648
折旧和摊销	17	47	82	117
营运资金变动	8	(10)	358	199
经营活动现金流	137	304	879	967
资本开支	75	293	356	311
投资	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(74)	(293)	(356)	(312)
股权募资	2	834	0	0
债务募资	(28)	0	0	0
筹资活动现金流	(60)	834	0	0
现金净流量	2	845	522	656

分析师与研究助理简介

于潇，于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

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。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。