

首次股权激励实施, 逆变器+储能高增长开启 买入 (维持)

2021年04月03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 陈瑶

执业证号: S0600520070006
15111833381

chenyao@dwzq.com.cn

研究助理 黄钰豪

huangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	945	1,630	2,574	3,521
同比 (%)	13.2%	72.4%	57.9%	36.8%
归母净利润 (百万元)	103	265	489	665
同比 (%)	83.5%	158.1%	84.2%	36.1%
每股收益 (元/股)	1.17	3.02	5.55	7.56
P/E (倍)	181.88	70.46	38.26	28.12

投资要点

■ **首次股权激励实施, 逆变器+储能高增长开启:** 2021年激励计划首次实施, 拟授予68.31万股, 授予价格为37.93元/股, 激励对象126人, 占公司2020年底员工总数1567人的8.04%, 其中CFO兼董秘都进利获授1.5万股, 占限制性股票总数的2.2%。公司设置了两个解锁条件: 1) 公司层面: 满足营收或净利润二选一考核目标。激励目标为: 2021-2022、2021-2023、2021-2024年营收累计不低于40.5/65.8/95.1亿元, 净利润累计不低于6.1/9.7/13.7亿元。计算若达成所有目标, 需于2021+2022、2023、2024年营收分别达到40.5/25.3/29.3亿元, 净利润分别达到6.1/3.6/4亿元; 2) 个人层面: 激励对象的绩效考核结果划分为A、B+、B、C、D (激励对象考核期内离职的当年个人绩效考核视为D) 五个档次, 分别对应实际归属比例100%/100%/80%/50%/0%, 所有激励对象当期实际归属的限制性股票数量=个人当期计划归属的数量×个人层面归属比例。本次设置双考核方案, 能够对激励对象的工作绩效做出较为准确、全面的综合评价, 考核体系具有全面性、综合性及可操作性, 考核指标设定具有良好的科学性和合理性, 同时对激励对象具有约束效果, 能更好的达到激励计划的目的。

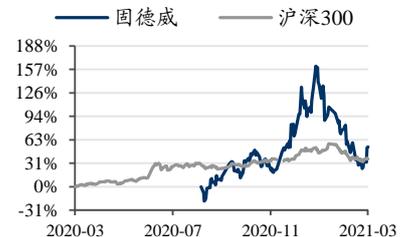
■ **20年受益出货高增公司市占率提升, 我们预计21年海外持续高增, 公司市占率持续提升:** 20年疫情加速行业集中, 根据GTM和伍德麦肯锡, 公司逆变器加速出海抢占市场份额, 逆变器出货量同比增长131%至约4.8GW, 公司全球销量市占率快速增长约2.1 pct至3.7%。据海关总署, 21年1-2月逆变器出口金额6.91亿美元, 同增114.81%, 21年1-2月组件出口金额30.83亿美元, 同增72.91%, 出口数据同比均大增, 印证海外需求向好, 同时逆变器出口金额增速显著快于组件, 国内逆变器龙头加速出海逻辑持续验证, 我们预计21年逆变器板块将继续受益出口高增长。公司逆变器经销为主, 全球化布局, 海外销售国家37个、销售商144家及安装实例489例, 均为行业顶尖水平, 将充分受益于国内逆变器出海的大趋势; 明年看重点突破美国、日本等增量市场, 同时逆变器业务向大型地面电站拓展; 我们预计21年市占率有望持续提升。

■ **储能优质赛道, 公司领先领跑:** 随着强制配储政策密集落地和储能经济性拐点临近, 以及平价后全球光伏渗透率提升, 储能平滑发电的重要性凸显, 据BNEF预计, 21年储能装机达到9.7GW/19.9GWH, 同比增长83%, 储能行业高增长开启。公司储能业务率先布局, 2019年户用储能销量市占率15%位列世界第一, 同时公司可以通过并网逆变器渠道销售储能, 具备得天独厚的优势。公司储能逆变器价值量(贵0.2-0.3元/W)和毛利率(50%+)更高, 同时21年起公司的储能业务将由单一储能逆变器升级为储能系统业务, 整个业务体量有很大提升, 未来有望进一步提升公司盈利能力。

■ **盈利预测与投资评级:** 我们预计公司20-22年归母净利润为2.65/4.89/6.65亿元, 同比+158.1%/+84.2%/+36.1%, 对应EPS为3.02/5.55/7.56元。目标价277.5元, 对应21年50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)	212.50
一年最低/最高价	104.00/375.82
市净率(倍)	13.43
流通 A 股市值(百万元)	4450.90

基础数据

每股净资产(元)	15.82
资产负债率(%)	37.63
总股本(百万股)	88.00
流通 A 股(百万股)	20.95

相关研究

1、《固德威 (688390): 组串新贵, 储能龙头》2020-12-23

事件：2021年3月31日，公司发布股权激励草案，拟向126人授予68.31万股限制性股票，授予价格为37.93元/股（公告日股价207.07元）。

首次股权激励实施，逆变器+储能高增长开启：2021年激励计划首次实施，拟授予68.31万股，授予价格为37.93元/股，激励对象126人，占公司2020年底员工总数1567人的8.04%，其中CFO兼董秘都进利获授1.5万股，占限制性股票总数的2.2%。公司设置了两个解锁条件：

1) 公司层面：满足营收或净利润二选一考核目标。激励目标为：2021-2022、2021-2023、2021-2024年营收累计不低于40.5/65.8/95.1亿元，净利润累计不低于6.1/9.7/13.7亿元。计算若达成所有目标，需于2021+2022、2023、2024年营收分别达到40.5/25.3/29.3亿元，净利润分别达到6.1/3.6/4亿元；

2) 个人层面：激励对象的绩效考核结果划分为A、B+、B、C、D（激励对象考核期内离职的当年个人绩效考核视为D）五个档次，分别对应实际归属比例100%/100%/80%/50%/0%，所有激励对象当期实际归属的限制性股票数量=个人当期计划归属的数量×个人层面归属比例。

本次设置双考核方案，能够对激励对象的工作绩效做出较为准确、全面的综合评价，考核体系具有全面性、综合性及可操作性，考核指标设定具有良好的科学性和合理性，同时对激励对象具有约束效果，能更好的达到激励计划的目的。

表1：股权激励对象

序号	姓名	国籍	职务	获授的限制性股票数量（万股）	占授予限制性股票总数的比例	占本激励计划公告时股本总额的比例
一、高级管理人员						
1	都进利	中国	财务总监兼董事会秘书	1.5	2.20%	0.02%
小计				1.5	2.20%	0.02%
二、其他激励对象						
董事会认为需要激励的其他人员（125人）				53.15	77.80%	0.60%
首次授予限制性股票数量合计				54.65	80.00%	0.62%
三、预留部分				13.66	20.00%	0.16%
合计				68.31	100.00%	0.78%

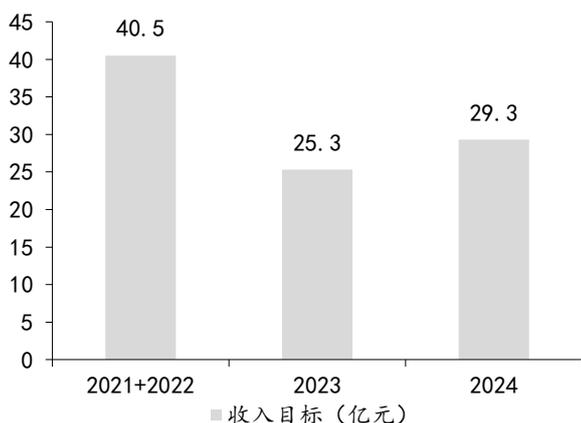
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 2: 股权激励业绩目标

第一类激励对象85人：入司两年以上（含两年）的员工	
归属期	业绩考核目标
第一个归属期	满足以下两个目标之一：（1）2021-2022 年营业收入累计不低于 40.50 亿元；（2）2021-2022 年净利润累计不低于 6.10 亿元。
第二个归属期	满足以下两个目标之一：（1）2021-2023 年营业收入累计不低于 65.80 亿元；（2）2021-2023 年净利润累计不低于 9.70 亿元。
第二类激励对象41人：入司两年以下的员工	
归属期	业绩考核目标
第一个归属期	满足以下两个目标之一：（1）2021-2022 年营业收入累计不低于 40.50 亿元；（2）2021-2022 年净利润累计不低于 6.10 亿元。
第二个归属期	满足以下两个目标之一：（1）2021-2023 年营业收入累计不低于 65.80 亿元；（2）2021-2023 年净利润累计不低于 9.70 亿元。
第三个归属期	满足以下两个目标之一：（1）2021-2024 年营业收入累计不低于 95.10 亿元；（2）2021-2024 年净利润累计不低于 13.70 亿元。

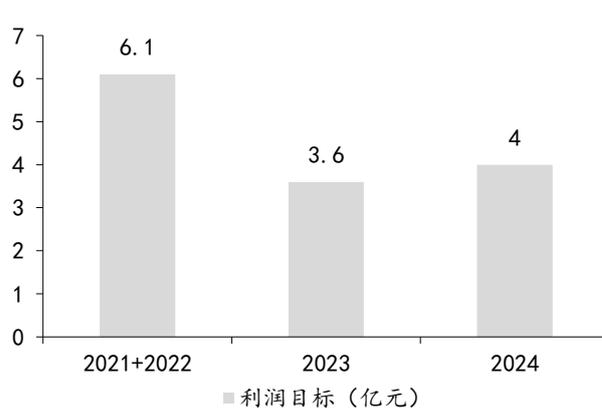
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 1: 股权激励营收考核目标（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2: 股权激励净利润考核目标（单位：亿元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

表 3: 股权激励个人归属比例

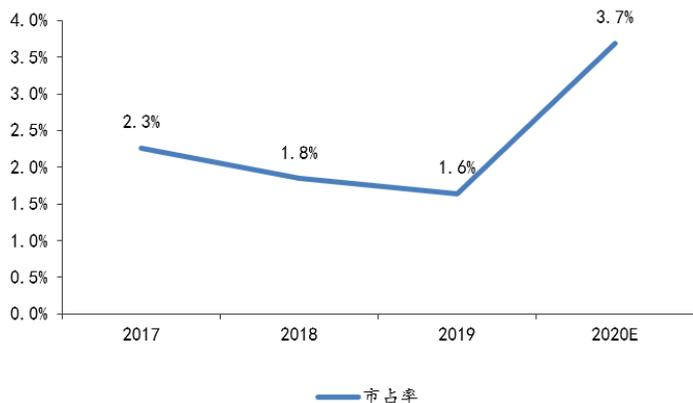
考核结果	A	B+	B	C	D
个人层面归属比例	100%		80%	50%	0%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

20 年受益出货高增公司市占率提升，我们预计 21 年海外持续高增，公司市占率持续提升：20 年疫情加速行业集中，根据 GTM 和伍德麦肯锡，公司逆变器加速出海抢占市场份额，逆变器出货量同比增长 131%至约 4.8GW，公司全球销量市占率快速增长约 2.1 pct 至 3.7%。据海关总署，21 年 1-2 月逆变器出口金额 6.91 亿美元，同增 114.81%，

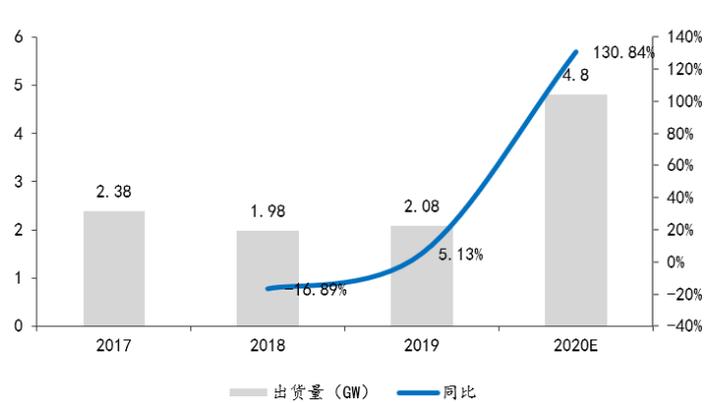
21 年 1-2 月组件出口金额 30.83 亿美元，同增 72.91%，出口数据同比均大增，印证海外需求向好，同时逆变器出口金额增速显著快于组件，国内逆变器龙头加速出海逻辑持续验证，我们预计 21 年逆变器板块将继续受益出口高增长。公司逆变器经销为主，全球化布局，海外销售国家 37 个、销售商 144 家及安装实例 489 例，均为行业顶尖水平，将充分受益于国内逆变器出海的大趋势；明年看重点突破美国、日本等增量市场，同时逆变器业务向大型地面电站拓展；我们预计 21 年市占率有望持续提升。

图 3：公司市占率不断提升



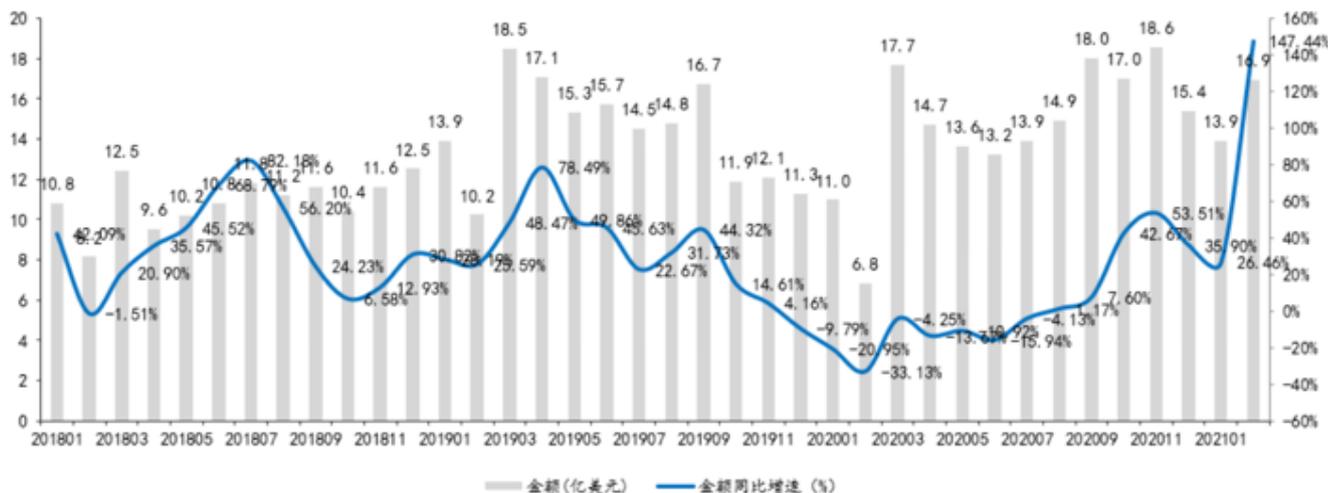
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：公司出货量不断走高



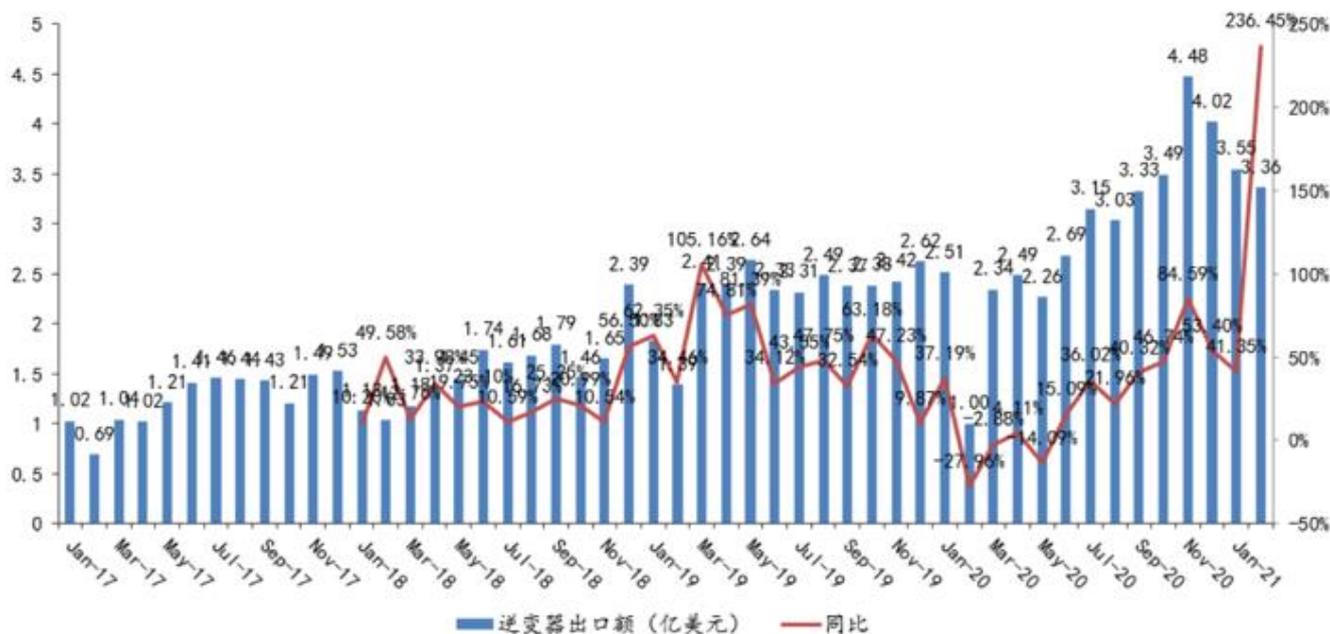
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 5：组件出口金额（单位：亿元）



数据来源：solarzoom，东吴证券研究所

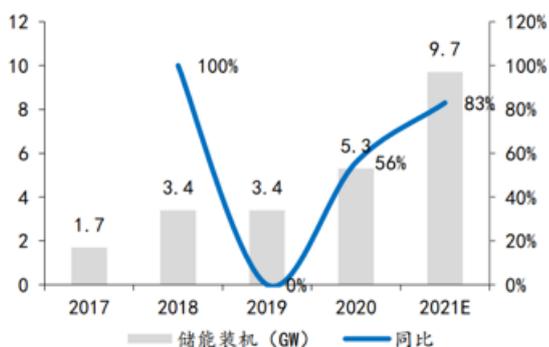
图 6: 逆变器出口金额 (单位: 亿美元)



数据来源: 海关总署, 东吴证券研究所

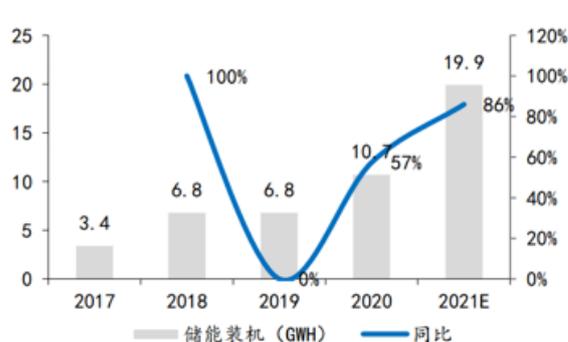
储能优质赛道, 公司领先抢跑: 随着强制配储政策密集落地和储能经济性拐点临近, 以及平价后全球光伏渗透率提升, 储能平滑发电的重要性凸显, 据 BNEF 预计, 21 年储能装机达到 9.7GW/19.9GWH, 同比增长 83%, 储能行业高增长开启。公司储能业务率先布局, 2019 年户用储能销量市占率 15% 位列世界第一, 同时公司可以通过并网逆变器渠道销售储能, 具备得天独厚的优势。公司储能逆变器价值量 (贵 0.2-0.3 元/W) 和毛利率 (50%+) 更高, 同时 21 年起公司的储能业务将由单一储能逆变器升级为储能系统业务, 整个业务体量有很大提升, 未来有望进一步提升公司盈利能力。

图 7: 全球储能年度新增装机规模 (GW)



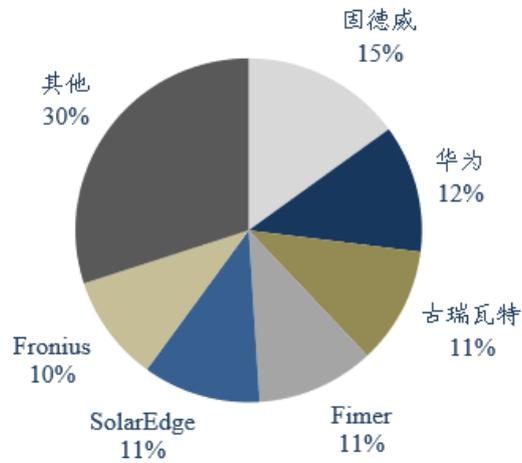
数据来源: BNEF, 东吴证券研究所

图 8: 全球储能年度新增装机规模 (GWH)



数据来源: BNEF, 东吴证券研究所

图 9：2019 年公司户用储能逆变器市占率第一



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

盈利预测与投资评级：我们预计公司 20-22 年归母净利润为 2.65/4.89/6.65 亿元，同比+158.1%/+84.2%/+36.1%，对应 EPS 为 3.02/5.55/7.56 元。目标价 277.5 元，对应 21 年 50 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：政策不达预期，竞争加剧等

固德威三大财务预测表

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	727	2,139	2,911	3,911	营业收入	945	1,630	2,574	3,521
现金	343	1,593	2,095	2,928	减:营业成本	562	980	1,523	2,089
应收账款	114	267	335	489	营业税金及附加	7	11	18	25
存货	184	96	339	258	营业费用	133	155	257	352
其他流动资产	86	183	142	237	管理费用	46	179	232	317
非流动资产	287	343	424	516	财务费用	-3	-20	-40	-53
长期股权投资	29	19	11	3	资产减值损失	-1	0	0	0
固定资产	198	238	308	387	加:投资净收益	-10	-9	-7	-7
在建工程	5	26	40	55	其他收益	0	0	0	0
无形资产	30	35	41	48	营业利润	122	315	577	785
其他非流动资产	25	24	23	23	加:营业外净收支	-0	0	0	0
资产总计	1,014	2,482	3,334	4,427	利润总额	122	315	577	785
流动负债	569	935	1,305	1,740	减:所得税费用	18	49	87	118
短期借款	0	0	0	0	少数股东损益	0	1	1	2
应付账款	285	328	624	682	归属母公司净利润	103	265	489	665
其他流动负债	285	607	681	1,059	EBIT	111	286	522	710
非流动负债	24	26	29	31	EBITDA	127	312	556	754
长期借款	0	2	4	7					
其他非流动负债	24	24	24	24	重要财务与估值指标	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	594	961	1,333	1,772	每股收益(元)	1.17	3.02	5.55	7.56
少数股东权益	1	2	4	6	每股净资产(元)	4.76	17.26	22.70	30.11
归属母公司股东权益	419	1,519	1,997	2,650	发行在外股份(百万股)	66	88	88	88
负债和股东权益	1,014	2,482	3,334	4,427	ROIC(%)	20.2%	15.8%	22.0%	22.6%
					ROE(%)	24.5%	17.5%	24.5%	25.1%
					毛利率(%)	40.5%	39.9%	40.8%	40.7%
					销售净利率(%)	10.9%	16.3%	19.0%	18.9%
					资产负债率(%)	58.6%	38.7%	40.0%	40.0%
					收入增长率(%)	13.2%	72.4%	57.9%	36.8%
					净利润增长率(%)	83.5%	158.1%	84.2%	36.1%
					P/E	181.88	70.46	38.26	28.12
					P/B	44.65	12.31	9.36	7.06
					EV/EBITDA	145.14	54.92	29.90	20.93

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>