

业绩好于快报，跟踪支架龙头加速成长

4月15日，公司发布2020年报。2020年公司实现营业收入31.29亿（同比增加37.11%），实现归母净利润2.85亿元（+75.95%），略高于业绩快报（2.8亿），扣非后净利润为2.52亿元（+78.07%），业绩符合预期。

核心观点

- **销量大幅增加，盈利能力稳健。**分板块看，全年跟踪支架出货3.1GW（+80%），实现收入17.1亿元（+46%），单价为0.55元/W（-19%），销量大幅增加而单价受大尺寸摊薄影响有所下滑。公司全球化布局，跟踪支架累计销往近40个国家地区，行业地位稳居全球一线，国内绝对龙头；跟踪支架毛利率为25.38%，保持稳定（除去运费重分类反而提高近3pct）。固定支架全年出货5.1GW（+42%），实现收入13.62亿元（+24%），毛利率为15.27%（-7.14pct）。毛利率波动主要受运费重分类至成本和下半年钢价大幅上涨有关。单看Q4，公司毛利率为17.81%，环比下滑5pct，亦受上述影响，净利率为8.74%，仅环比下滑2pct可佐证。
- **BIPV发展喜人，积极参与分布式市场。**公司全年BIPV板块实现收入4504万元（+2142%），主要是国内最大单体BPV项目（丰城40.9MW）完工确认。公司通过BIPV积极分布式，发挥结构设计基因优势，实现两条腿走路。
- **公司2020年经营现金流净额为4.07亿，显著高于净利润，主要是上游占款增加高于下游欠款，体现了较好的产业链地位。**资产负债率为46.77%，保持稳定；研发费用率为3.61%，高于行业平均。
- **上游原料涨价利好跟踪支架渗透率提升。**自2020H2起，上游铁铝铜等大宗商品以及硅料大幅涨价，显著提高了光伏EPC成本，压制项目IRR（从8%+到6%-）。跟踪支架作为钢下游制造业，虽然受到钢价上涨影响一定毛利率，但却是为数不多能提升项目IRR的解决方案，渗透率有望加速提升。

财务预测与投资建议

- 我们预测公司2021-2023年EPS分别为3.45/5.74/9.00元（原预测2021-2022年为3.55/5.22，主要下调毛利率），我们认为公司合理估值水平为2021年的43倍市盈率（20%溢价），对应目标价为148.35元，维持增持评级。

风险提示：光伏装机不及预期；原材料价格大幅上涨；

公司主要财务信息					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,282	3,129	5,630	8,072	11,127
同比增长(%)	10.0%	37.1%	80.0%	43.4%	37.9%
营业利润(百万元)	188	335	550	915	1,436
同比增长(%)	61.1%	78.3%	64.4%	66.4%	56.9%
归属母公司净利润(百万元)	162	285	468	779	1,221
同比增长(%)	66.9%	76.0%	64.1%	66.2%	56.8%
每股收益(元)	1.20	2.10	3.45	5.74	9.00
毛利率(%)	24.2%	20.8%	18.9%	20.4%	21.9%
净利率(%)	7.1%	9.1%	8.3%	9.6%	11.0%
净资产收益率(%)	19.7%	16.9%	17.2%	23.3%	28.1%
市盈率	108.3	61.5	37.5	22.6	14.4
市净率	19.7	7.1	6.0	4.7	3.5

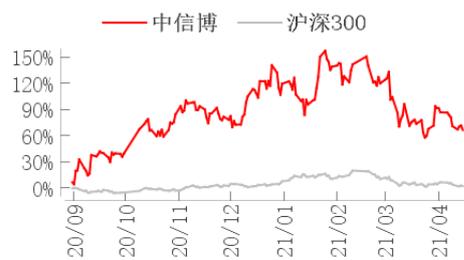
资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，



投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2021年04月15日)	129.45元
目标价格	148.35元
52周最高价/最低价	205/75元
总股本/流通A股(万股)	13,572/3,165
A股市值(百万元)	17,568
国家/地区	中国
行业	电力设备及新能源
报告发布日期	2021年04月15日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-8.15	-2.82	-15.02	
相对表现	-7.41	-2.68	-15.79	
沪深300	-0.74	-0.14	0.77	19.25



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 郑华航
021-63325888*6110
zhenghuahang@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860520100001

联系人 郑浩
021-63325888*6078
zhenghao@orientsec.com.cn

相关报告

业绩超过指引上限，旺季来临全年高增确定	2020-10-29
站在全球化的拐点，打造跟踪支架的中国名片	2020-09-23

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

图 1：可比公司估值表（截止 2021 年 4 月 15 日）

	最新价格（元）	PE		
		2020A	2021E	2022E
奥特维	63.87	40.57	26.10	19.12
福斯特	80.48	39.57	31.66	25.77
帝科股份	48.59	59.19	31.15	18.13
隆基股份	86.78	39.50	28.48	22.30
锦浪科技	140.30	63.54	38.56	27.42
迈为股份	586.50	85.17	58.89	42.41
先导智能	81.68	81.36	50.09	35.85
平均值			36	26

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：可比公司业绩表（截止 2021 年 4 月 15 日）

	2022 年增速	EPS		
		2020A	2021E	2022E
奥特维	36.47%	1.57	2.45	3.34
福斯特	22.87%	2.03	2.54	3.12
帝科股份	71.79%	0.82	1.56	2.68
隆基股份	27.71%	2.20	3.05	3.89
锦浪科技	40.61%	2.21	3.64	5.12
迈为股份	38.85%	6.89	9.96	13.83
先导智能	39.71%	1.00	1.63	2.28
调整后平均	39.72%		公司	66.23%

数据来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	556	1,571	2,011	2,596	3,819	营业收入	2,282	3,129	5,630	8,072	11,127
应收票据、账款及款项融资	1,085	635	1,271	1,822	2,512	营业成本	1,730	2,477	4,568	6,426	8,695
预付账款	12	24	43	61	85	营业税金及附加	9	10	19	27	37
存货	197	290	548	771	1,043	营业费用	188	83	172	243	328
其他	214	1,684	2,265	2,832	3,541	管理费用及研发费用	138	188	344	488	668
流动资产合计	2,063	4,204	6,138	8,083	11,000	财务费用	5	19	(16)	(21)	(30)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产、信用减值损失	31	50	15	15	15
固定资产	252	288	448	679	700	公允价值变动收益	(6)	18	12	12	12
在建工程	38	23	18	18	10	投资净收益	10	8	5	5	5
无形资产	82	100	104	107	109	其他	3	8	4	4	4
其他	36	50	2	1	0	营业利润	188	335	550	915	1,436
非流动资产合计	409	460	572	805	819	营业外收入	3	2	1	1	1
资产总计	2,472	4,664	6,710	8,887	11,819	营业外支出	0	1	0	0	0
短期借款	88	66	66	66	66	利润总额	190	336	551	916	1,437
应付票据及应付账款	1,213	1,786	3,197	4,498	6,086	所得税	28	51	83	137	216
其他	236	271	496	594	716	净利润	162	285	468	779	1,221
流动负债合计	1,536	2,122	3,759	5,158	6,868	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	162	285	468	779	1,221
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	1.20	2.10	3.45	5.74	9.00
其他	46	59	0	0	0						
非流动负债合计	46	59	0	0	0						
负债合计	1,582	2,181	3,759	5,158	6,868						
少数股东权益	0	0	0	0	0						
实收资本(或股本)	102	136	136	136	136						
资本公积	465	1,739	1,739	1,739	1,739						
留存收益	323	608	1,077	1,855	3,077						
其他	(0)	(0)	0	0	0						
股东权益合计	890	2,482	2,951	3,730	4,951						
负债和股东权益总计	2,472	4,664	6,710	8,887	11,819						

现金流量表					
单位:百万元	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	162	285	468	779	1,221
折旧摊销	42	25	42	67	86
财务费用	5	19	(16)	(21)	(30)
投资损失	(10)	(8)	(5)	(5)	(5)
营运资金变动	296	333	143	39	15
其它	(242)	(247)	(26)	(12)	(12)
经营活动现金流	253	408	608	847	1,276
资本支出	(263)	(56)	(200)	(300)	(100)
长期投资	0	0	0	0	0
其他	243	(746)	17	17	17
投资活动现金流	(20)	(802)	(183)	(283)	(83)
债权融资	(2)	0	0	0	0
股权融资	1	1,307	0	0	0
其他	(36)	(29)	16	21	30
筹资活动现金流	(37)	1,278	16	21	30
汇率变动影响	(1)	(12)	-0	-0	-0
现金净增加额	195	871	440	585	1,223

主要财务比率					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	10.0%	37.1%	80.0%	43.4%	37.9%
营业利润	61.1%	78.3%	64.4%	66.4%	56.9%
归属于母公司净利润	66.9%	76.0%	64.1%	66.2%	56.8%
获利能力					
毛利率	24.2%	20.8%	18.9%	20.4%	21.9%
净利率	7.1%	9.1%	8.3%	9.6%	11.0%
ROE	19.7%	16.9%	17.2%	23.3%	28.1%
ROIC	18.1%	17.0%	16.3%	22.3%	27.1%
偿债能力					
资产负债率	64.0%	46.8%	56.0%	58.0%	58.1%
净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.34	1.98	1.63	1.57	1.60
速动比率	1.21	1.84	1.49	1.42	1.45
营运能力					
应收账款周转率	2.5	5.4	14.0	11.8	11.6
存货周转率	7.8	10.0	10.9	9.7	9.6
总资产周转率	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1
每股指标(元)					
每股收益	1.20	2.10	3.45	5.74	9.00
每股经营现金流	2.49	3.01	4.48	6.24	9.40
每股净资产	6.56	18.29	21.74	27.48	36.48
估值比率					
市盈率	108.3	61.5	37.5	22.6	14.4
市净率	19.7	7.1	6.0	4.7	3.5
EV/EBITDA	64.6	40.0	26.2	15.7	10.1
EV/EBIT	78.7	42.8	28.3	16.9	10.8

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn