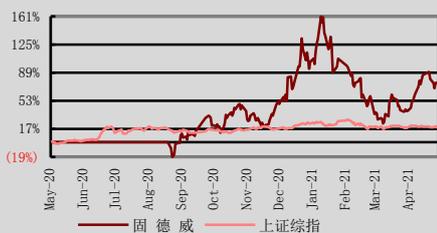


688390.SH

增持

市场价格：人民币 229.99

板块评级：强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(10.5)	27.4	(14.6)	0.0
相对上证指数	(10.1)	25.2	(10.1)	(21.6)

发行股数(百万)	88
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	20,963
3个月日均交易额(人民币 百万)	285
净负债比率(%) (2021E)	净现金
主要股东(%)	
黄敏	31

资料来源：公司公告，聚源，中银证券
以2021年5月14日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

电气设备
证券分析师：沈成

(8621)20328319

cheng.shen@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517030001

证券分析师：李可伦

(8621)20328524

kelun.li@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518070001

固德威

组串式逆变器龙头，领先布局储能市场

公司是组串式逆变器龙头，受益于光伏需求向好与组串式渗透率持续提升；前瞻布局储能业务，户用储能市占率领先；首次覆盖给予**增持**评级。

支撑评级的要点

- **组串式逆变器龙头，全球份额居第一梯队**：固德威成立于2010年，公司主要产品光伏并网逆变器均为组串式技术路线，产品种类齐全，涵盖0.7kW-250kW功率范围。根据Wood Mackenzie数据，2019年公司在全球三相组串式逆变器出货量全球市场排名第6位，单相组串式逆变器出货量全球市场排名第5位。
- **组串式渗透率有望提升**：相对于集中式逆变器，组串式逆变器配置灵活，近年来组串式逆变器市场占有率逐步提升，同时随着组串式逆变器成本的下降和单机最大功率的提升，地面电站应用组串式逆变器的情况也逐步增多。根据中国光伏产业发展路线图（2020版），国内市场组串式逆变器占比已达到66.5%，且后续仍有望进一步提升。
- **海外市场扩张提速**：公司持续加速全球战略部署，海外市场扩张提速，2020年公司实现海外收入10.83亿元，同比大幅增长73.07%，海外收入占比约68%；毛利率47.59%，相比国内市场高出31.60个百分点。后续公司有望在分布式继续扩张的同时通过大功率组串逆变器进一步切入地面电站市场，扩大海外市场份额。
- **前瞻布局储能业务，户用储能市占率领先**：公司2015年即推出第一款面向储能市场的逆变器产品，2019年、2020年分别实现储能逆变器收入1.08亿元、1.59亿元，同比增速148%、47%。2019年公司户用储能逆变器出货量全球市场排名第1，市场占有率15%。同时公司亦积极开发工商业储能和其他形式的储能系统的产品，积极推进公司储能技术在各种场景的应用；预计储能业务后续有望保持较快增长。

估值

- 预计公司2021-2023年预测每股盈利分别为5.04/7.09/8.88元，对应市盈率45.7/32.5/25.9倍；首次覆盖给予**增持**评级。

评级面临的主要风险

- 价格竞争超预期；国际贸易摩擦风险；光伏政策不达预期；新冠疫情疫情影响超预期；储能行业需求不达预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入(人民币 百万)	945	1,589	2,675	3,868	5,053
变动(%)	13	68	68	45	31
净利润(人民币 百万)	103	260	443	624	782
全面摊薄每股收益(人民币)	1.168	2.958	5.038	7.086	8.884
变动(%)	37.6	153.2	70.3	40.7	25.4
全面摊薄市盈率(倍)	196.9	77.8	45.7	32.5	25.9
价格/每股现金流量(倍)	133.7	46.0	30.6	21.3	19.3
每股现金流量(人民币)	1.72	5.00	7.51	10.78	11.92
企业价值/息税折旧前利润(倍)	121.3	62.6	35.9	24.6	18.9
每股股息(人民币)	0.000	0.000	1.008	1.417	1.777
股息率(%)	n.a.	n.a.	0.4	0.6	0.7

资料来源：公司公告，中银证券预测

组串式逆变器龙头，产品覆盖面广：固德威成立于2010年，主营业务为新能源电力电源设备的研发、生产和销售。公司主要产品光伏并网逆变器均为组串式技术路线，产品种类齐全，涵盖0.7kW-250kW功率范围，全面满足各种类型光伏组件和电网并网要求，稳定高效运行于高温、高海拔、风沙、盐雾、低温等各种自然环境。

图表 43. 固德威逆变器产品阵列



资料来源：固德威招股说明书，中银证券

组串式逆变器全球份额居第一梯队：公司产品立足中国，并已批量销往德国、意大利、澳大利亚、韩国、荷兰、印度、比利时、土耳其、墨西哥、巴西、美国、波兰、南非等全球多个国家和地区，产品以稳定的表现和优异的性能广受客户赞誉，奠定了公司的行业地位和品牌优势。根据 Wood Mackenzie 数据，2019 年公司在全球光伏逆变器市场的出货量位列第 11 位，市场占有率为 3%；三相组串式逆变器出货量全球市场排名第 6 位，市场占有率为 5%；单相组串式逆变器出货量全球市场排名第 5 位，市场占有率为 7%。

组串式渗透率有望提升：相对于集中式逆变器，组串式逆变器的优点是不同的最大功率峰值跟踪模块的组串间可以有电压和电流的不匹配，当有一块组件发生故障或被阴影遮挡，只会影响其对应的最大功率峰值跟踪模块的少数几个组串的发电量，对系统整体没有影响。此外，组串式逆变器配置灵活，也可直接安装在室外，近年来随着分布式光伏的整体发展，组串式逆变器市场占有率逐步提升。同时随着组串式逆变器成本的逐渐下降和单机最大功率的逐渐提升，地面电站应用组串式逆变器的情况也逐步增多，根据中国光伏产业发展路线图（2020 版），国内市场组串式逆变器占比已达到 66.5%，且后续仍有望进一步提升。

海外市场扩张提速：公司持续加速全球战略部署，海外市场扩张提速，2020 年公司实现海外收入 10.83 亿元，同比大幅增长 73.07%，海外收入占比约 68%；毛利率 47.59%，相比国内市场高出 31.60 个百分点。后续公司有望在分布式继续扩张的同时通过大功率组串逆变器进一步切入地面电站市场，扩大海外市场份额。

前瞻布局储能业务，户用储能市占率领先：公司 2015 年即推出第一款面向储能市场的逆变器产品，此后不断丰富储能产品线，2019 年、2020 年分别实现储能逆变器收入 1.08 亿元、1.59 亿元，同比增速 148%、47%。根据 Wood Mackenzie 数据，2019 年公司户用储能逆变器出货量全球市场排名第 1 位，市场占有率为 15%。同时公司亦积极布局工商业储能和其他形式的储能系统的产品开发和系统方案设计，积极推进公司储能技术在各种场景的应用；预计储能业务后续有望保持较快增长。

盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 考虑公司产能规划及行业需求情况，预计公司 2021-2023 年分别实现光伏逆变器收入 23.10 亿元、32.21 亿元、40.35 亿元，毛利率略有下降。
- 2) 考虑行业需求情况，预计公司储能逆变器业务有望保持较快收入增速，毛利率随需求规模的扩大而小幅下降。

图表 44. 固德威营业收入与毛利率预测

	2021E	2022E	2023E
光伏并网逆变器			
收入（百万元）	2,309.73	3,221.24	4,035.40
同比增长(%)	69.33	39.46	25.27
毛利率(%)	37.00	36.00	35.00
储能逆变器			
收入（百万元）	292.04	566.37	929.20
同比增长(%)	84.05	93.94	64.06
毛利率(%)	50.00	48.00	45.00
其他			
收入（百万元）	72.96	80.26	88.28
同比增长(%)	10.00	10.00	10.00
毛利率(%)	16.00	16.00	16.00
营业收入合计（百万元）	2,674.73	3,867.87	5,052.88
同比增长(%)	68.32	44.61	30.64
综合毛利率(%)	37.85	37.34	36.51

资料来源：公司公告，万得，中银证券

盈利预测:我们预计公司2021-2023年实现收入26.74亿元、38.68亿元、50.53亿元,分别同比增长68.32%、44.61%、30.64%;归属于上市公司股东的净利润分别为4.43亿元、6.24亿元、7.82亿元,分别同比增长70.32%、40.66%、25.37%;在当前股本下每股收益分别为5.04元、7.09元、8.88元。

相对估值:我们选取光伏逆变器标的阳光电源(部分业务)、锦浪科技以及储能标的派能科技作为可比公司进行估值比较,根据2021年5月14日收盘价,公司2020-2022年对应市盈率分别为77.8、45.7、32.5倍,与行业平均水平基本一致;首次覆盖给予**增持**评级。

图表 45. 固德威可比上市公司估值比较

证券简称	证券代码	最新股价 (元)	流通市值 (亿元)	总市值 (亿元)	每股收益(元)			市盈率(倍)			市净率 (倍)	评级
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
阳光电源	300274.SZ	81.70	751.64	1,190.32	1.34	1.92	2.67	60.97	42.55	30.60	9.62	增持
锦浪科技	300763.SZ	180.00	74.84	262.19	2.18	4.27	5.49	82.57	42.15	32.79	11.34	买入
派能科技	688063.SH	148.19	53.27	229.46	1.77	3.31	5.23	83.72	44.77	28.33	8.77	未有评级
行业平均值								75.75	43.16	30.57	9.91	
固德威	688390.SH	229.99	48.17	202.39	2.96	5.04	7.09	77.76	45.65	32.46	11.93	增持

资料来源:万得,中银证券

注1:股价与市值截止日2021年5月14日,未有评级公司盈利预测取自万得一致预期

注2:市净率均由上市公司最新一期净资产计算得出

风险提示

价格竞争超预期:光伏逆变器环节供需格局整体偏松,价格整体处于下行趋势,如后续下游需求不达预期,逆变器价格则有超预期下降的可能,或对企业盈利能力造成不利影响。

国际贸易摩擦风险:光伏海外需求占全球需求的比例较大,如后续国际贸易争端扩大,或影响光伏逆变器出口预期,进而可能影响我国逆变器企业销量与盈利能力。

光伏政策不达预期:目前光伏行业整体景气度与行业政策的导向密切相关,如政策方面出现不利变动,可能影响光伏行业整体需求,从而对制造产业链整体盈利能力造成压力。

新冠疫情影响超预期:新冠疫情仍处于全球蔓延阶段,若新冠疫情影响超预期,可能造成全球系统性风险及行业需求不达预期风险。

储能行业需求不达预期:储能逆变器是公司中长期业绩的重要支撑点,如下游需求不达预期,则可能对后续业绩预期产生负面影响。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售收入	945	1,589	2,675	3,868	5,053
销售成本	(569)	(1,001)	(1,679)	(2,448)	(3,240)
经营费用	(206)	(270)	(454)	(657)	(856)
息税折旧前利润	170	318	541	763	958
折旧及摊销	(15)	(22)	(28)	(38)	(51)
经营利润 (息税前利润)	155	295	513	725	907
净利息收入/(费用)	4	(1)	8	8	12
其他收益/(损失)	(4)	13	10	15	20
税前利润	122	303	522	734	920
所得税	(18)	(44)	(78)	(110)	(138)
少数股东权益	0	(1)	0	0	0
净利润	103	260	443	624	782
核心净利润	103	260	443	624	782
每股收益 (人民币)	1.168	2.958	5.038	7.086	8.884
核心每股收益 (人民币)	1.168	2.959	5.038	7.086	8.884
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	1.008	1.417	1.777
收入增长(%)	13	68	68	45	31
息税前利润增长(%)	151	91	74	41	25
息税折旧前利润增长(%)	125	87	71	41	25
每股收益增长(%)	38	153	70	41	25
核心每股收益增长(%)	38	153	70	41	25

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
税前利润	122	303	522	734	920
折旧与摊销	15	22	28	38	51
净利息费用	(3)	6	2	7	7
运营资本变动	61	306	379	489	412
税金	(18)	(45)	(78)	(110)	(138)
其他经营现金流	(26)	(152)	(191)	(209)	(203)
经营活动产生的现金流	151	440	661	948	1,049
购买固定资产净值	55	80	122	152	192
投资减少/增加	(30)	(3)	(5)	(5)	(5)
其他投资现金流	(99)	(806)	(243)	(304)	(384)
投资活动产生的现金流	(74)	(729)	(126)	(157)	(197)
净增权益	0	0	(89)	(125)	(156)
净增债务	(28)	(42)	212	116	82
支付股息	0	0	89	125	156
其他融资现金流	(32)	774	(97)	(131)	(164)
融资活动产生的现金流	(60)	732	115	(16)	(82)
现金变动	17	443	650	776	770
期初现金	335	343	1,088	1,739	2,514
公司自由现金流	77	(289)	535	791	852
权益自由现金流	46	(325)	749	914	941

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	343	1,088	1,739	2,514	3,284
应收帐款	114	148	294	345	489
库存	184	350	545	759	968
其他流动资产	5	8	14	18	24
流动资产总计	727	2,187	3,183	4,232	5,359
固定资产	203	282	378	493	634
无形资产	30	31	31	32	32
其他长期资产	51	56	55	55	55
长期资产总计	283	368	464	580	721
总资产	1,014	2,560	3,649	4,811	6,080
应付帐款	465	907	1,393	1,959	2,478
短期债务	0	0	212	328	410
其他流动负债	105	169	212	193	236
流动负债总计	569	1,076	1,817	2,480	3,124
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	24	27	27	27	27
股本	88	88	88	88	88
储备	348	1,362	1,717	2,216	2,841
股东权益	436	1,450	1,805	2,304	2,929
少数股东权益	1	(0)	(0)	(0)	(0)
总负债及权益	1,014	2,560	3,649	4,811	6,080
每股帐面价值 (人民币)	4.96	16.48	20.51	26.18	33.29
每股有形资产 (人民币)	4.61	16.13	20.16	25.82	32.93
每股净负债/(现金)(人民币)	(3.89)	(12.37)	(17.35)	(24.85)	(32.67)

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2019	2020	2021E	2022E	2023E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	18.0	20.0	20.2	19.7	19.0
息税前利润率(%)	16.3	18.6	19.2	18.8	18.0
税前利润率(%)	12.9	19.0	19.5	19.0	18.2
净利率(%)	10.9	16.4	16.6	16.1	15.5
流动性					
流动比率(倍)	1.3	2.0	1.8	1.7	1.7
利息覆盖率(倍)	75.2	204.7	80.7	44.8	41.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.0	1.7	1.5	1.4	1.4
估值					
市盈率(倍)	196.9	77.8	45.7	32.5	25.9
核心业务市盈率(倍)	196.9	77.8	45.7	32.5	25.9
市净率(倍)	48.0	14.5	11.6	9.1	7.2
价格/现金流(倍)	133.7	46.0	30.6	21.3	19.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	121.3	62.6	35.9	24.6	18.9
周转率					
存货周转天数	101.5	97.3	97.3	97.3	97.3
应收帐款周转天数	49.4	30.1	30.1	30.1	30.1
应付帐款周转天数	163.5	157.5	156.9	158.2	160.3
回报率					
股息支付率(%)	0.0	0.0	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	27.2	27.6	27.2	30.4	29.9
资产收益率(%)	14.2	14.1	14.1	14.6	14.2
已运用资本收益率(%)	6.3	6.9	6.4	6.7	6.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测