

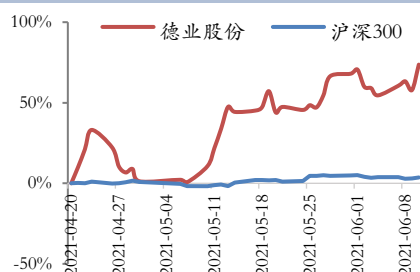
低压逆变器新星，光伏+储能未来可期

投资评级：买入（首次）

报告日期：2021-6-14

收盘价(元)	90.07
近12个月最高/最低(元)	90.07/39.29
总股本(百万股)	171
流通股本(百万股)	43
流通股比例(%)	25.00
总市值(亿元)	154
流通市值(亿元)	38

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

电话：13564766086

邮箱：chenxiao@hazq.com

联系人：盛炜

执业证书号：S0010120070044

电话：15202169908

邮箱：shengwei@hazq.com

相关报告

- 《华安证券新能源_公司研究_通威股份：硅料电池片双料龙头，低成本加速扩张》2020-8-7
- 《华安证券新能源周报_海外光伏需求或超预期，行业高景气贯穿明年》2020-10-11

主要观点：

● 公司三大业务齐头并进，历史业绩表现优异

公司目前形成了热交换器、环境电器和电路控制三大核心业务。2020年公司营收30亿元，归母净利润3.82亿元。2016-2020年，公司营业收入CAGR 34%，归母净利润CAGR 43%，营收和利润保持高速增长。

● 逆变器是公司主要增长点，行业增长+国产替代背景下，公司成为黑马

公司2017-2020年逆变器业务CAGR预计达到200%，正处于高速增长期。未来随着光伏行业的发展、储能渗透率的提升，预计逆变器的需求量将快速增长，预计20-30年逆变器需求年增速为35%。目前国产逆变器在海外占比约50%，国产替代趋势下，国产企业有望加速增长。公司主力产品为低压逆变器，安全性高，适合海外户用需求。公司目前市占率较低，未来市占率提升，对业绩贡献巨大。

● 热交换器开拓新客户，环境电器受益于渗透率提升，传统主业稳定增长

公司热交换器客户主要为美的，美的市占率提升带动公司业绩增长。2016-2020年公司热交换器业务CAGR 30%。随着公司新建产能落地、开发新客户，预计未来稳定增长。

公司环境电器产品主要有除湿机，随着生活水平的提高，家用除湿机产品逐渐受到国内消费者的欢迎。公司拥有自有品牌，在除湿机领域具备优势，预计未来将受益于渗透率的提升。

● 投资建议

我们预计，公司21-23年营业收入分别为42.67/56.82/70.50亿元，归母净利润5.11/9.11/12.82亿元，对应PE 30x/17x/12x。基于分部估值法，我们给予公司市值约为253亿元。首次覆盖给予“买入”评级。

● 风险提示

光伏需求不及预期、毛利率预期、大客户风险、疫情加剧风险等。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3024	4267	5682	7050
收入同比(%)	17.7%	41.1%	33.2%	24.1%
归属母公司净利润	382	511	911	1282
净利润同比(%)	47.3%	33.6%	78.4%	40.7%
毛利率(%)	22.6%	22.4%	27.2%	28.2%
ROE(%)	44.1%	34.6%	35.9%	34.8%
每股收益(元)	2.24	2.99	5.34	7.51
P/E	—	30.08	16.87	11.99
P/B	—	10.41	6.06	4.17
EV/EBITDA	—	18.51	9.58	6.19

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 投资建议.....	5
2 公司介绍：以热交换器为主业，逆变器业务增速亮眼.....	12
2.1 立足于三大产品系列，逆变器是主要增量.....	12
2.2 股权结构集中，员工激励到位.....	13
2.3 业绩增速持续高增长，财务结构良好.....	14
2.4 首发上市积极扩产，产能落地后预计新增 23 亿营收.....	16
3 电路控制系列：逆变器业务是主要增长点.....	17
3.1 公司主要产品为组串式逆变器和储能逆变器.....	17
3.2 光伏行业快速增长，储能逆变器成为新增量.....	19
3.3 国产替代趋势下，国内逆变器企业高速增长.....	20
3.4 公司逆变器以出口为主，低压逆变器是产品亮点.....	21
3.5 盈利预测：逆变器高速增长，公司增速有望高于行业.....	24
4 热交换器系列：大客户市占率提升，公司直接受益.....	25
4.1 公司市占率提升明显，今年空调出货量高增长.....	25
4.2 热交换器业务复合增速较高，毛利率相对稳定.....	26
4.3 盈利预测：今年空调强复苏，毛利率受大宗影响略下降.....	26
5 环境电器系列：除湿机普及率有望提升.....	28
5.1 除湿机毛利率较高，代工&自有品牌双向发展.....	28
5.2 国内除湿机渗透率有望提升，公司自有品牌具备先发优势.....	29
5.3 盈利预测：环境电器业务稳定增长.....	29
6 估值和投资建议.....	30
风险提示.....	31

图表目录

图表 1 2016-2020 年公司营收 CAGR 34.3%	5
图表 2 2016-2020 年公司归母净利润 CAGR 43.4%	5
图表 3 公司逆变器业务营收爆发式增长 (亿元)	5
图表 4 逆变器市场空间高速增长	6
图表 5 国内企业占比逐年提升	7
图表 6 市场集中度逐渐提升	7
图表 7 海外组串式逆变器毛利率一般在 45%左右	7
图表 8 储能逆变器毛利率一般在 50%左右	7
图表 9 预计公司 2021 年逆变器业务保持高增速	8
图表 10 2021 年国内空调总销量增长明显 (万台)	8
图表 11 美的空调销量增速快于行业 (万台)	8
图表 12 公司逆变器业务营收爆发式增长 (亿元)	9
图表 13 预计公司今年热交换器业务增长明显	9
图表 14 公司除湿机主要在线上平台售卖 (万元)	10
图表 15 2020 年公司环境电器营收 5.5 亿元	10
图表 16 预计环境电器业务保持稳定增长	10
图表 17 预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 42.67/56.82/70.50 亿元	11
图表 18 目前公司以热交换器、环境电器和电路控制三大系列为主的主营业务	12
图表 19 电路控制系列营业收入近几年增速最快	13
图表 20 电路控制系列的营收占比逐年上升	13
图表 21 公司实控人张和君直接和间接持有公司 62.05% 的股权	13
图表 22 2017 年公司通过员工持股平台激励核心员工	14
图表 23 2016-2020 年公司营收 CAGR 34.3%	15
图表 24 2016-2020 年公司归母净利润 CAGR 43.4%	15
图表 25 公司毛利率保持在 15%-25% 之间	15
图表 26 电路控制系列的毛利率提升较快	15
图表 27 公司资产负债率持续下降	16
图表 28 2021Q1 公司在手现金约 6.8 亿元	16
图表 29 公司经营性现金流情况较好 (亿元)	16
图表 30 公司 IPO 募资将用于各类业务扩产	17
图表 31 公司逆变器业务营收爆发式增长 (亿元)	18
图表 32 公司主要产品包括微型逆变器、组串式逆变器和储能逆变器	18
图表 33 国内新增分布式光伏占比增加	19
图表 34 组串式逆变器出货量占比逐步提升	19
图表 35 全球光伏新增装机 2016-2020 年 CAGR 15%	19
图表 36 全球逆变器出货 2016-2020 年 CAGR 约 16%	19
图表 37 逆变器市场空间高速增长	20
图表 38 国内逆变器价格普遍偏低 (元/W)	21
图表 39 近几年国内逆变器出口增速比行业高	21
图表 40 国内企业占比逐年提升	21
图表 41 市场集中度逐渐提升	21

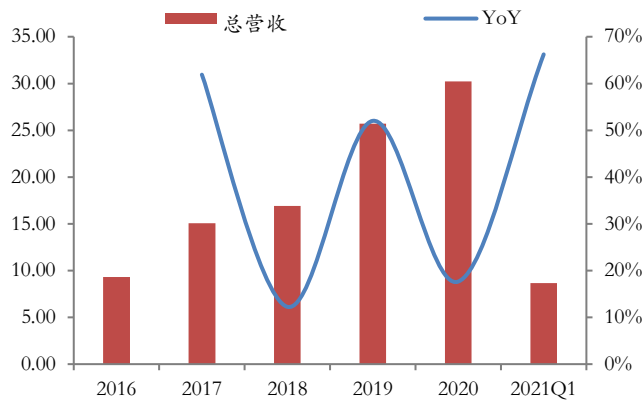
图表 42 2019 年公司逆变器业务 ODM/OEM 占比约 50%	22
图表 43 低压逆变器是公司的特色产品, 安全性较好	22
图表 44 2019 年逆变器企业市占率	23
图表 45 海外组串式逆变器毛利率一般在 45%左右	24
图表 46 储能逆变器毛利率一般在 50%左右	24
图表 47 今年国内逆变器出口金额高增长 (百万元)	24
图表 48 浙江省出口金额增速高于行业 (万元)	24
图表 49 预计公司 2021 年逆变器业务保持高增速	25
图表 50 2021 年国内空调总销量增长明显 (万台)	25
图表 51 美的空调销量增速快于行业 (万台)	25
图表 52 公司热交换器的市占率逐渐提升	26
图表 53 公司热交换器业务持续增长 (亿元)	26
图表 54 2016-2020H 热交换器平均毛利率为 20%左右	26
图表 55 行业/美的内销同比增长 43%/37%	27
图表 56 行业/美的外销同比增长 16%/17%	27
图表 57 今年以来铝锭价格上涨 31% (元/吨)	27
图表 58 今年以来电解铜价格上涨 70% (元/吨)	27
图表 59 预计公司今年热交换器业务增长明显	28
图表 60 公司除湿机主要在线上平台售卖 (万元)	28
图表 61 线上平台售卖德业除湿机	28
图表 62 2020 年公司环境电器营收 5.5 亿元	29
图表 63 环境电器业务毛利率一般在 30%以上	29
图表 64 中国内地除湿机家用普及率极低	29
图表 65 预计环境电器业务保持稳定增长	30
图表 66 热交换器/环境电器/电路控制行业 2022 年平均 PE 分别为 19x/19x/37x	30
图表 67 预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 42.67/56.82/70.50 亿元	31

1 投资建议

公司成立于2000年，经过20余年的发展，目前形成了热交换器、环境电器和电路控制三大核心业务。公司2020年实现营业收入30.24亿元，同比增长17.7%；归母净利润3.82亿元，同比增长47.3%。2021年一季度，公司实现营业收入8.65亿元，同比增长66.2%；归母净利润1.00亿元，同比增长119.9%，营收和利润均大幅增长。

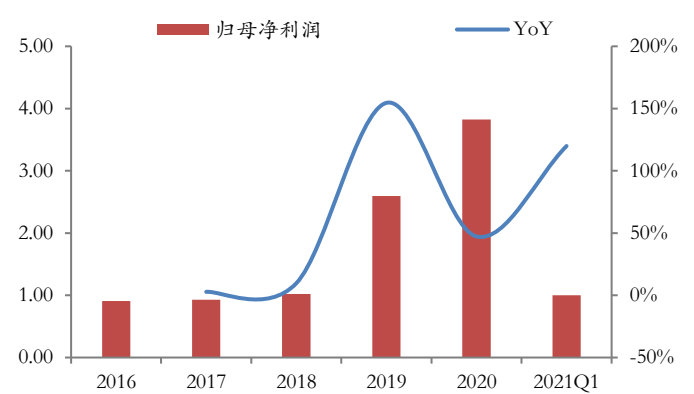
从历史经营情况来看，公司一直保持营收和利润的高速增长。2016-2020年，公司营业收入CAGR 34.3%，归母净利润CAGR 43.4%。

图表 1 2016-2020 年公司营收 CAGR 34.3%



资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 2016-2020 年公司归母净利润 CAGR 43.4%

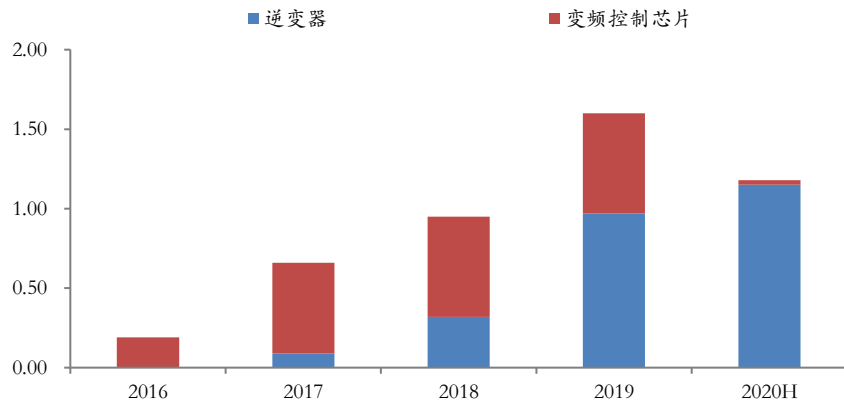


资料来源：wind，华安证券研究所

电路控制：逆变器业务是主要增长点

公司目前增速最快的业务为电路控制，主要产品为组串式逆变器、微型逆变器和储能逆变器。2020年上半年，公司逆变器业务营收达到1.15亿元，预计2020年营收超3亿元。2017-2020年逆变器业务每年复合增速预计达到200%，正处于高速增长期。

图表 3 公司逆变器业务营收爆发式增长 (亿元)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

受益于光伏行业的增长，全球逆变器 2016-2020 年 CAGR 约为 16%。未来随着光伏行业的发展、储能渗透率的提升，预计逆变器的需求量将快速增长。预计 2020-2030 年光伏逆变器需求量 CAGR 29%，储能逆变器需求量 CAGR 67%，逆变器合计需求量 CAGR 35%。

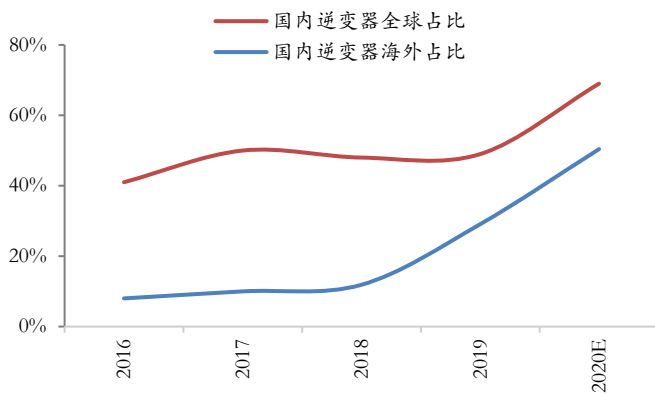
图表 4 逆变器市场空间高速增长

	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	...	2030E
光伏逆变器需求								
光伏新增装机; GW	130	160	200	250	313	391	...	972
容配比	1.10	1.13	1.16	1.21	1.26	1.31	...	1.80
光伏逆变器新增出货; GW	143	181	232	303	394	512	...	1750
光伏逆变器替换需求; GW	1	3	7	8	18	29	...	56
光伏逆变器合计需求; GW	144	184	239	311	412	541	...	1806
YoY		27%	30%	30%	33%	31%	...	27%
储能逆变器需求								
储能新增装机; GW	7	12	19	34	62	102	...	707
其中: 光伏新增装机; GW	130	160	200	250	313	391	...	972
风电新增装机; GW	93	84	75	85	98	117	...	207
储能渗透率	3%	5%	7%	10%	15%	20%	...	60%
容配比	1.10	1.13	1.16	1.21	1.26	1.31	...	1.80
储能逆变器出货量; GW	7	14	22	41	78	133	...	1273
YoY		87%	62%	82%	91%	72%	...	57%
逆变器需求合计								
逆变器合计需求; GW	152	197	261	351	490	674	...	3079
YoY		30%	32%	35%	39%	38%	...	36%
逆变器市场空间								
光伏逆变器单价; 元/W	0.22	0.20	0.18	0.16	0.15	0.14	...	0.12
储能逆变器单价; 元/W	1.20	0.96	0.77	0.61	0.52	0.45	...	0.30
光伏逆变器市场空间; 亿元	318	372	435	510	608	757	...	2167
储能逆变器市场空间; 亿元	88	132	171	249	405	598	...	3768
逆变器市场空间合计; 亿元	406	504	606	759	1013	1354	...	5935
YoY		24%	20%	25%	34%	34%	...	34%

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

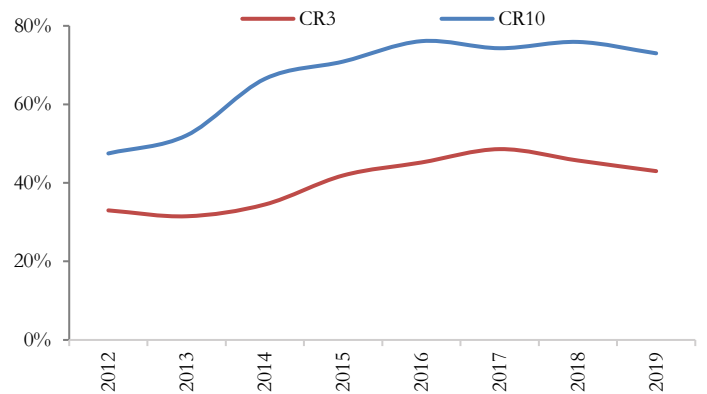
除了逆变器行业自身高速增长外，国内企业近几年陆续出海，优势不断显现。过去几年，国内逆变器出口金额高于行业增速。全球逆变器行业的国产化率正在不断提升。预计 2020 年国内企业出货量占比将提升至 70% 左右。考虑到国内装机基本采购国内品牌，国内逆变器在海外市场的占有率预计在 50% 左右，仍有提升空间。

图表 5 国内企业占比逐年提升



资料来源: wood mackenzie, GTM, 华安证券研究所

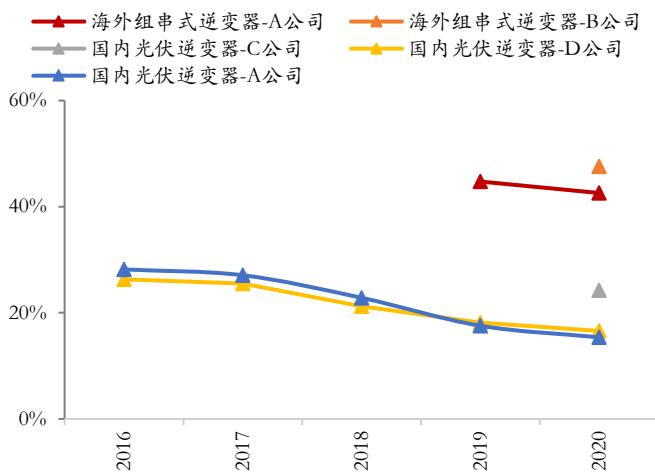
图表 6 市场集中度逐渐提升



资料来源: wood mackenzie, 华安证券研究所

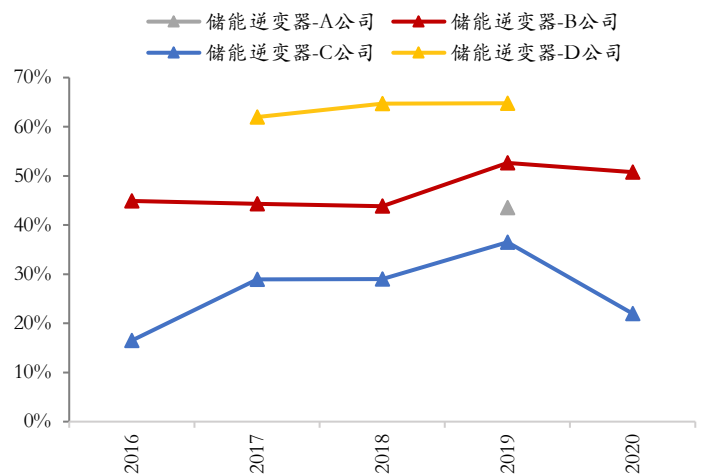
公司的低压产品主要有三项组串式低压逆变器和储能低压逆变器。低压逆变器的安全性较高。公司目前的市占率仍然较低,未来提升空间较大。梳理逆变器企业的毛利率,一般出口海外的逆变器产品毛利率约为 45%,储能逆变器毛利率约为 50%。假设公司未来光伏逆变器市占率提升至 5%、储能逆变器市占率提升至 10%,预计营收将增厚 98 亿元,对公司业绩贡献较大。

图表 7 海外组串式逆变器毛利率一般在 45%左右



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

图表 8 储能逆变器毛利率一般在 50%左右



资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

预计 2021/2022/2023 年公司逆变器业务销量为 3/7/10 万台,营业收入分别为 9.24/20.33/30.49 亿元。考虑到今年部分电子元器件价格上涨,预计今年逆变器业务毛利率略有下滑。

图表 9 预计公司 2021 年逆变器业务保持高增速

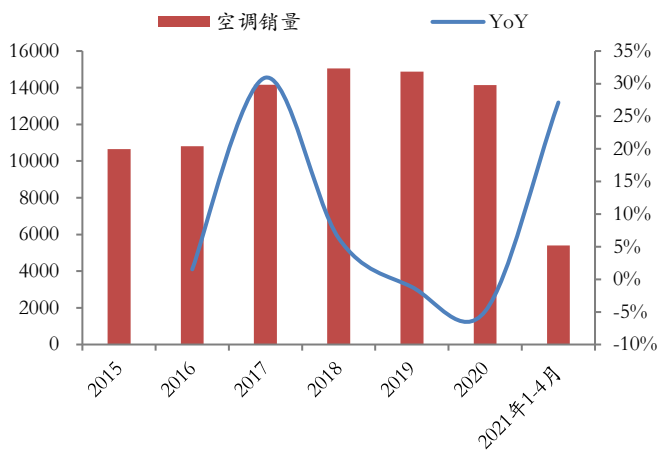
电路控制	2021E	2022E	2023E
营收; 亿元	9.24	20.33	30.49
YoY	180%	120%	50%
销量; 万台	3	7	10
单价; 元/台	2800	3000	3100
毛利率	33%	35%	35%
毛利; 亿元	3.05	7.11	10.67

资料来源: 华安证券研究所预测

热交换器: 大客户市占率提升, 公司直接受益

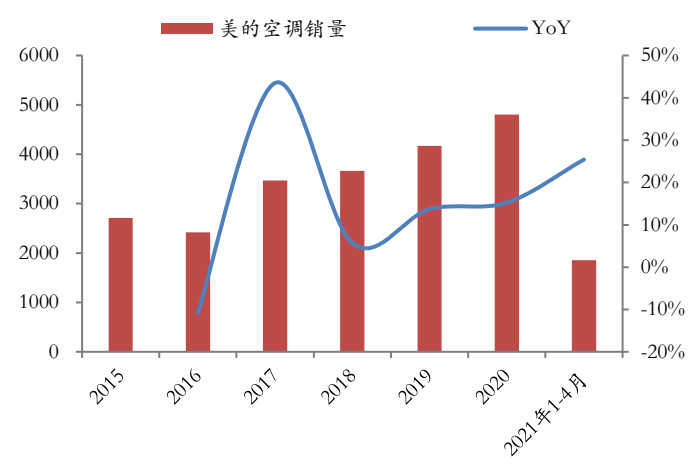
热交换器是空调中调节温度的关键部件, 空调作为热交换器的下游, 集中度较高。公司的热交换器产品主要客户为美的, 来源于美的的销售收入占总收入的 70% 左右。2021 年 1-4 月, 国内空调总销量为 5399 万台, 同比增长 27%。2015-2020 年, 空调销量年均增速在 6% 左右。其中美的空调销量增速快于行业, 2020 年美的销量同比增长 15.2%, 2021 年 1-4 月美的销量同比增长 25.4%。美的空调的市占率从 2015 年的 25% 提升至目前 34% 左右。

图表 10 2021 年国内空调总销量增长明显 (万台)



资料来源: 产业在线, 华安证券研究所

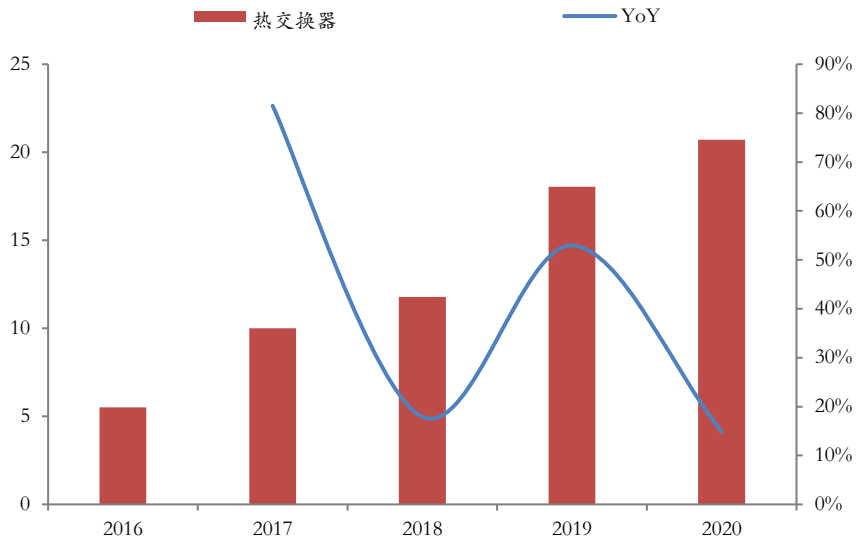
图表 11 美的空调销量增速快于行业 (万台)



资料来源: 产业在线, 华安证券研究所

尽管空调行业增速较为稳定, 公司热交换器业务在过去几年持续增长。2020 年实现热交换器业务营收 20.71 亿元, 同比增长 15%。2016-2020 年公司热交换器业务 CAGR 30%。

图表 12 公司逆变器业务营收爆发式增长 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

预计 2021/2022/2023 年, 公司热交换器业务营收分别为 25.89/27.44/29.09 亿元。假设 2021/2022/2023 年公司毛利率分别为 16%、20%、20%。对应毛利润分别为 4.14/5.49/5.82 亿元。

图表 13 预计公司今年热交换器业务增长明显

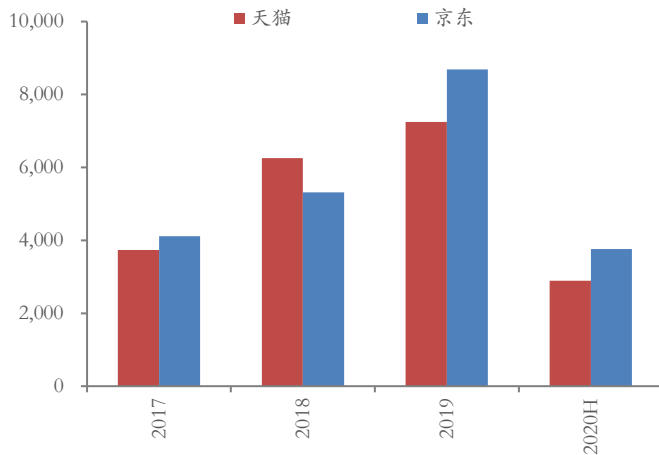
热交换器	2021E	2022E	2023E
营收; 亿元	25.89	27.44	29.09
YoY	25%	6%	6%
销量; 万套	1233	1372	1454
单价; 元/套	210	200	200
毛利率	16%	20%	20%

资料来源: 华安证券研究所预测

环境电器: 除湿机普及率有望提升

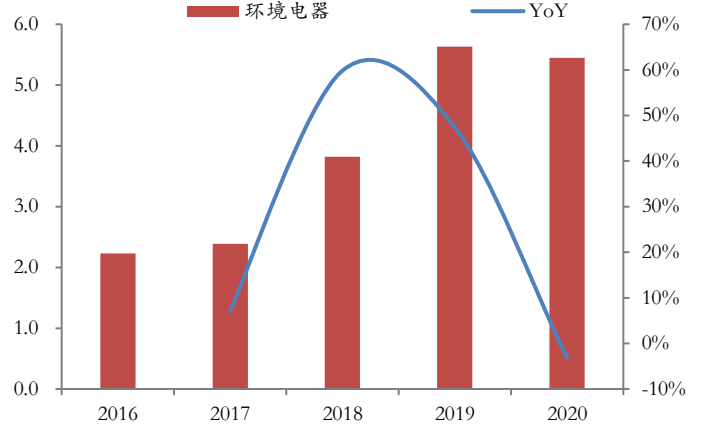
环境电器系列主要产品有除湿机和热风机, 公司的产品主要用于家用市场, 通过线上和线下渠道进行售卖。公司 2020 年环境电器营收为 5.45 亿元, 同比略有下降。主要原因是高价家用除湿机的销量下降, 同时疫情影响工业除湿机的销售。2016-2020 年环境电器业务营收 CAGR 25%。

图表 14 公司除湿机主要在线上平台售卖 (万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 15 2020 年公司环境电器营收 5.5 亿元



资料来源: wind, 华安证券研究所

目前除湿机在欧美等国家的普及率较高,但国内家用普及率较低。随着生活水平的提高,在消费升级的趋势下,家用除湿机产品逐渐受到国内消费者的欢迎,市场规模逐渐扩大。预计公司 2021/2022/2023 年环境电器营业收入分别为 6.54/7.85/9.42 亿元。今年毛利率受到原材料影响略有下降。

图表 16 预计环境电器业务保持稳定增长

环境电器	2021E	2022E	2023E
营收; 亿元	6.54	7.85	9.42
YoY	20%	20%	20%
销量; 万台	68	83	99
单价; 元/台	960	950	950
毛利率	27%	33%	33%
毛利; 亿元	1.77	2.59	3.11

资料来源: 华安证券研究所预测

投资建议

热交换器: 公司热交换器业务与美的深度绑定,新建产能主要满足其他客户的需求。随着变频空调的渗透率逐渐提升、公司不断开拓新客户,预计热交换器业务将稳定增长。对比其他可比公司,给予公司热交换器业务 2022 年的市盈率区间为 15x-20x。

环境电器: 公司的环境电器业务主要为除湿机等小家电,随着小家电的渗透率提升,除湿机业务营收将快速增长。对比其他可比公司,给予环境电器业务 2022 年市盈率区间为 15x-20x。

控制电器: 控制电器是公司未来的主要成长点,预计未来仍然保持高增速。公司主要销售光伏逆变器和储能逆变器。国内光伏逆变器正处于加速替代海外逆变器的时期,国产产品的份额逐渐提升。而储能作为未来的发展方向,目前处于爆发前期,公司具备先发优势,低压储能逆变器安全性高,适合海外户用需求,预计未来成长性较强。对比其他可比公司,给予控制电器业务 2022 年市盈率区间为 35x-40x。

我们预计，公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 42.67/56.82/70.50 亿元，毛利 9.57/15.43/19.90 亿元，归母净利润 5.11/9.11/12.82 亿元，对应 PE 30x/17x/12x。基于分部估值法，我们给予公司热交换器/环境电器/电路控制板块对应市值分别为 57/24/172 亿元，合计市值约为 253 亿元。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 17 预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 42.67/56.82/70.50 亿元

热交换器	2021E	2022E	2023E	环境电器	2021E	2022E	2023E
营收; 亿元	25.89	27.44	29.09	营收; 亿元	6.54	7.85	9.42
YoY	25%	6%	6%	单价; 元/台	960	950	950
销量; 万套	1233	1372	1454	毛利率	27%	33%	33%
单价; 元/套	210	200	200	毛利; 亿元	1.77	2.59	3.11
毛利率	18%	20%	20%				
毛利; 亿元	4.66	5.49	5.82				
电路控制	2021E	2022E	2023E		2021E	2022E	2023E
营收; 亿元	9.24	20.33	30.49	其他营收; 亿元	1.00	1.20	1.50
YoY	180%	120%	50%	其他毛利; 亿元	0.10	0.24	0.30
销量; 万台	3	7	10				
单价; 元/台	2800	3000	3100				
毛利率	33%	35%	35%				
毛利; 亿元	3.05	7.11	10.67				
					2021E	2022E	2023E
				合计营收; 亿元	42.67	56.82	70.50
				合计毛利; 亿元	9.57	15.43	19.90

资料来源: 华安证券研究所预测

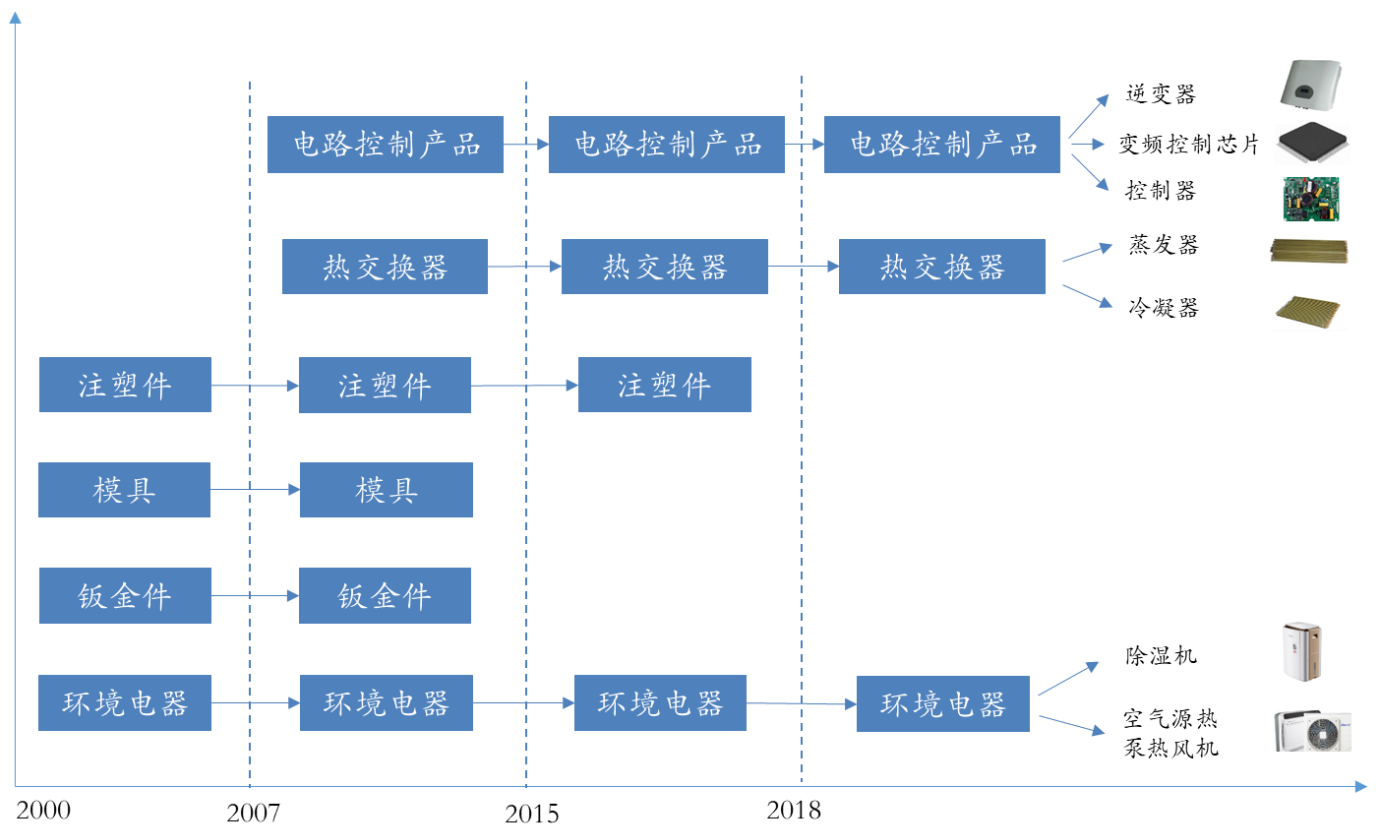
2 公司介绍：以热交换器为主业，逆变器业务增速亮眼

2.1 立足于三大产品系列，逆变器是主要增量

德业股份创始于 2000 年，公司最初从事小型模具的生产，为美的、长城汽车等客户提供配套产品。2007 年起，公司开始为美的配套空调热交换器，同时开始涉及电路控制板块。2018 年初，公司将利润率较低的注塑件业务转让，确立了热交换器系列、环境电器系列和电路控制系列三大核心业务。目前，公司生产的产品销往全球多个国家和地区。

热交换器系列的主要产品有蒸发器和冷凝器，是空调的主要零部件，用于热量的传递。环境电器系列的主要产品为除湿机、空气净化器等，属于小家电行业。电路控制系列的主要产品为逆变器、变频控制芯片等。

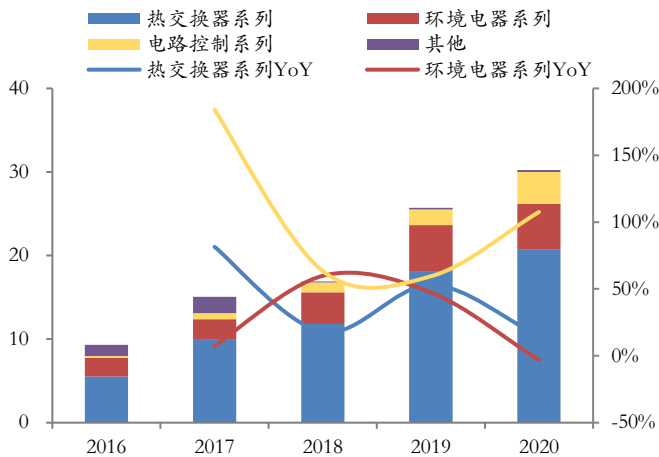
图表 18 目前公司以热交换器、环境电器和电路控制三大系列为主的主营业务



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

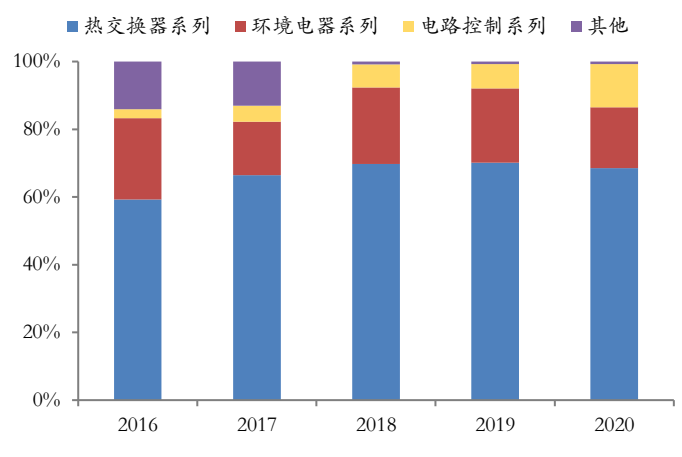
2020 年公司热交换器系列营收 20.71 亿元，占比 68%；环境电器系列营收 5.45 亿元，占比 18%；电路控制系列营收 3.84 亿元，占比 13%。其中电路控制系列增速最快，2020 年增速高达 108%，占比逐年提升。

图表 19 电路控制系列营业收入近几年增速最快



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 电路控制系列的营收占比逐年上升

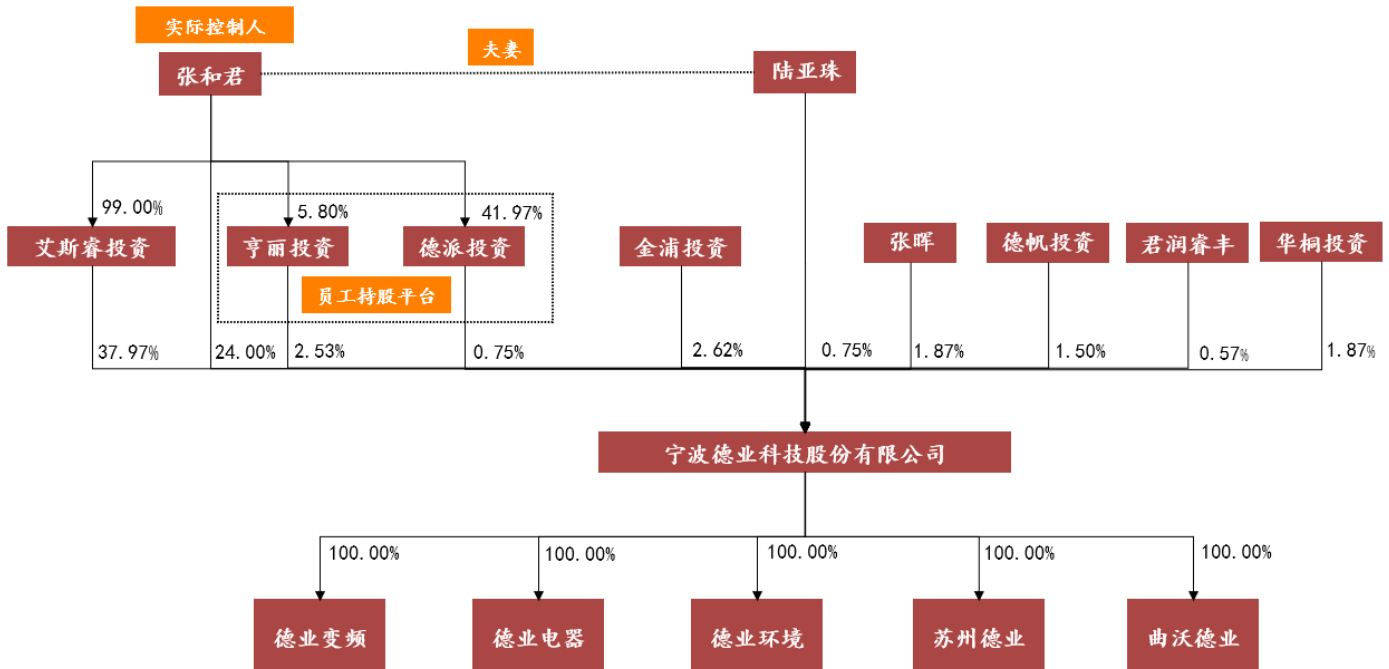


资料来源: wind, 华安证券研究所

2.2 股权结构集中, 员工激励到位

公司实控人为张和君, 直接持有公司 24% 的股权; 通过艾思睿投资间接持有公司 37.59% 的股权; 通过员工持股平台亨丽投资、德派投资分别间接持有公司 0.147% 和 0.315% 的股权。实控人张和君直接和间接持有公司股权合计 62.05%。

图表 21 公司实控人张和君直接和间接持有公司 62.05% 的股权



资料来源: wind, 华安证券研究所

2017 年 7-8 月, 实控人张和君为了进行员工激励, 将自己的部分股权转让至员工持股平台德派投资和亨利投资。此次激励共涉及 40 余位公司核心员工, 包括各项

业务部门的研发、销售、生产人员。

图表 22 2017 年公司通过员工持股平台激励核心员工

姓名	职务	持股数量; 万股	持股占比	姓名	职务	持股数量; 万股	持股占比
刘书剑	董事会秘书	25	0.15%	电路控制			
牛涛	副总经理	60	0.35%	彭俊标	硬件开发部工程师	8	0.05%
韩卫民	人力行政管理部总监	12	0.07%	谢荣才	硬件开发部工程师	3	0.02%
胡燕娜	供应链管理采购主管	5	0.03%	梁彬	硬件开发部工程师	3	0.02%
仇爱琪	研发测试中心主任	5	0.03%	徐龙贵	系统结构开发部工程师	6	0.04%
张天竺	总经理助理、供应链管理总监	40	0.23%	吕安杰	系统结构开发部部长	10	0.06%
井禹	总经理助理、国内营销中心总监	60	0.35%	王东	逆变器开发部工程师	4	0.02%
环境电器				张科技	逆变器开发部工程师	2	0.01%
杨成龙	线下销售营运部经理	4	0.02%	张兴东	逆变器开发部工程师	2	0.01%
刘洲保	生产制造部仓库主管	6	0.04%	季德海	逆变器技术开发部部长	20	0.12%
王仁良	生产制造部钣金车间主任	4	0.02%	陈旭东	逆变器技术开发部部长	18	0.11%
徐涛	家用除湿机开发部副部长	6	0.04%	吴特镇	逆变器海外营销部部长	6	0.04%
文斌	家用除湿机开发部副部长	6	0.04%	热交换器			
董锡达	海外营销中心总监	40	0.23%	成德	物流管理部部长	8	0.05%
丁泽菊	国内营销中心主管	5	0.03%	吴钊华	生产制造部部长	8	0.05%
董玉江	非标除湿机开发部工程师	2	0.01%	魏冬初	生产制造部部长	8	0.05%
杨先才	非标除湿机开发部工程师	2	0.01%	陈国龙	生产制造部部长	8	0.05%
王贵	非标除湿机开发部工程师	2	0.01%	洪桥华	品质管理部主管	3	0.02%
马俊	非标除湿机开发部部长	10	0.06%				
俞平静	电商营运部经理	4	0.02%				

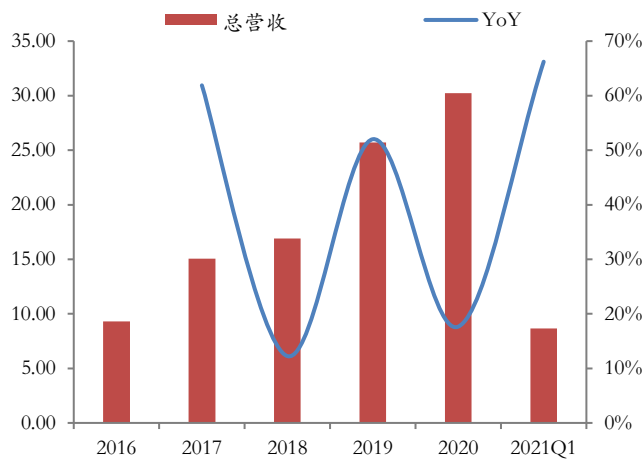
资料来源：招股说明书，华安证券研究所

2.3 业绩增速持续高增长，财务结构良好

公司 2020 年实现营业收入 30.24 亿元，同比增长 17.7%；归母净利润 3.82 亿元，同比增长 47.3%。2021 年一季度，公司实现营业收入 8.65 亿元，同比增长 66.2%；归母净利润 1.00 亿元，同比增长 119.9%，营收和利润均大幅增长。

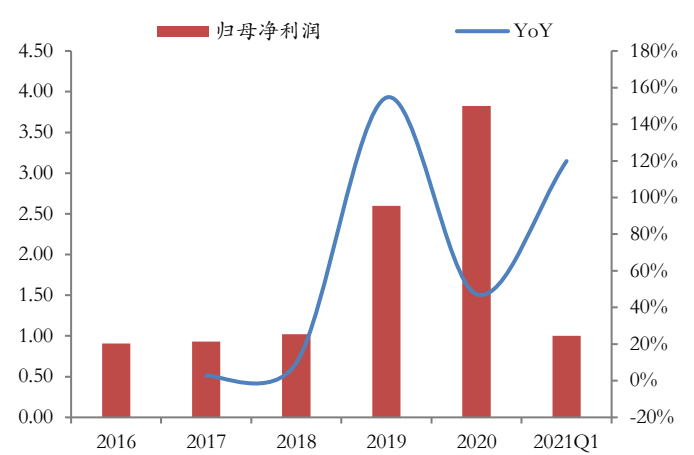
从历史经营情况来看，公司一直保持营收和利润的高速增长。2016-2020 年，公司营业收入 CAGR 34.3%，归母净利润 CAGR 43.4%。

图表 23 2016-2020 年公司营收 CAGR 34.3%



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 24 2016-2020 年公司归母净利润 CAGR 43.4%

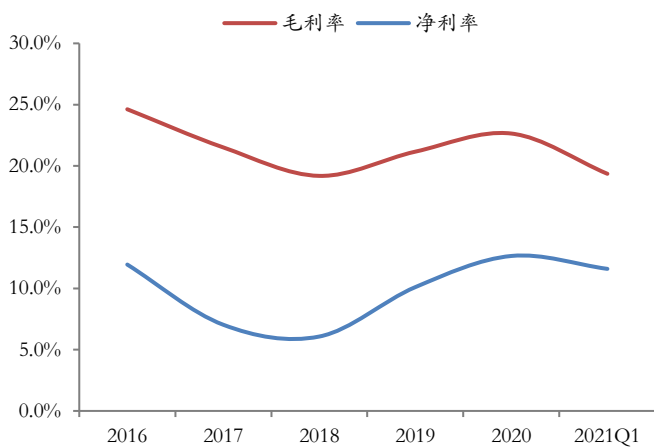


资料来源: wind, 华安证券研究所

从历史表现来看,公司毛利率一直维持在 15%-25%之间,净利率在 5%-15%之间。2018 年公司毛利率下降,主要原因是热交换器系的原材料内螺纹铜管、光管、铝箔等,受到大宗商品价格影响,成本有所上升。

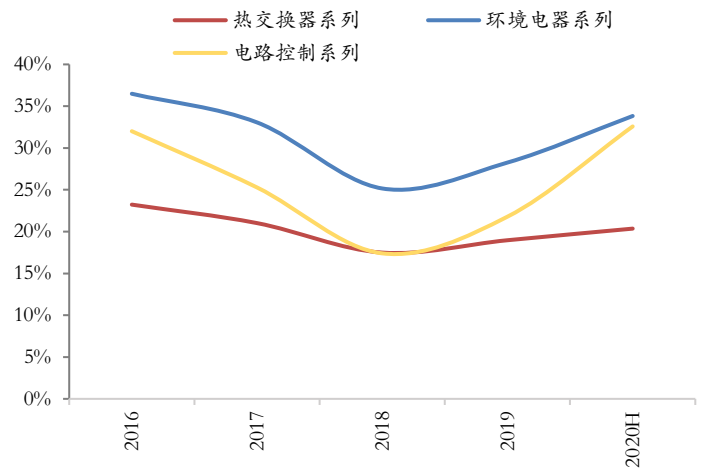
分业务来看,热交换器系列的毛利率主要受到大宗商品铜、铝价格影响;环境电器系列的毛利率主要受到产品结构和销售单价的影响,低端产品销售占比的提升会拉低业务的毛利率;电路控制系列的毛利率主要受到销售价格的影响,例如 2018 年在逆变器发展初期,公司为了开发海外新客户,进行产品让利,导致电路控制业务毛利率有所下降。

图表 25 公司毛利率保持在 15%-25%之间



资料来源: wind, 华安证券研究所

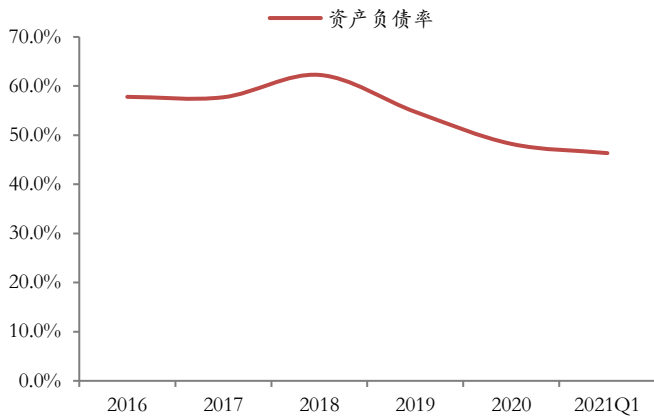
图表 26 电路控制系列的毛利率提升较快



资料来源: wind, 华安证券研究所

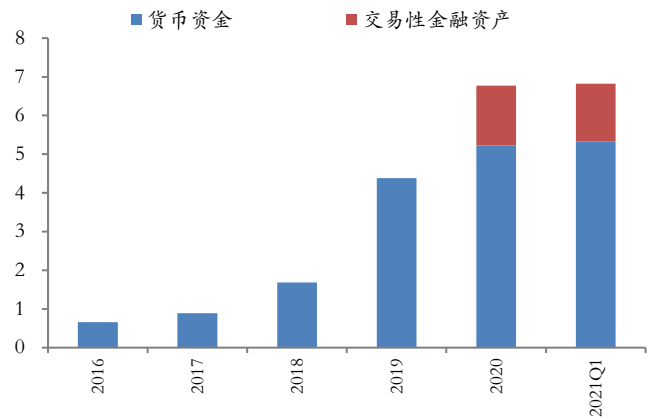
近几年,公司的资产负债率持续降低。截至 2021 年一季度末,公司资产负债率下降至 46%。截至 2021 年一季度末,公司货币资金和交易性金融资产分别为 5.33/1.50 亿元,合计 6.83 亿元;公司的借款基本为零。

图表 27 公司资产负债率持续下降



资料来源: wind, 华安证券研究所

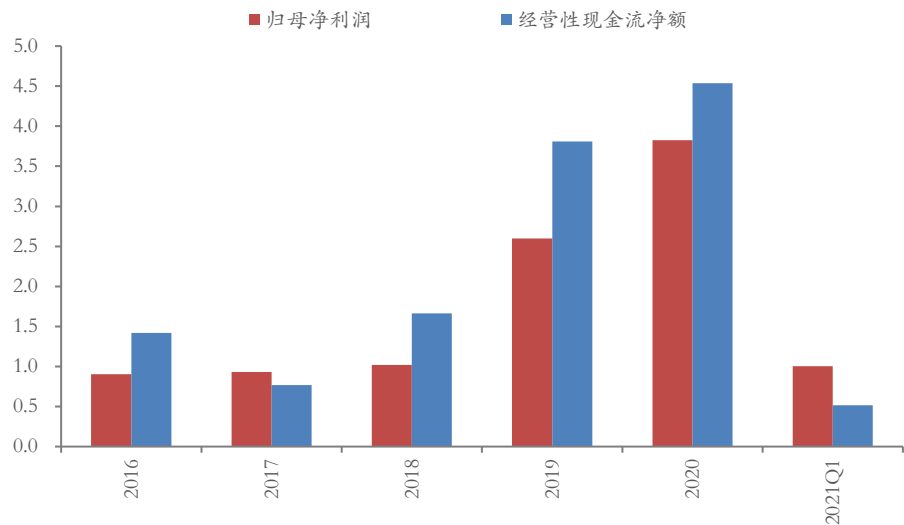
图表 28 2021Q1 公司在手现金约 6.8 亿元



资料来源: wind, 华安证券研究所

从历史数据来看, 公司经营性现金流情况较好。经营性现金流净额比归母净利润常年保持 100% 以上水平, 公司盈利质量高。

图表 29 公司经营性现金流情况较好 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

2.4 首发上市积极扩产, 产能落地后预计新增 23 亿营收

本次上市, 公司共募资 13.3 亿元, 用于投建各类业务线新产能, 以及建设研发中心和补充留用资金。根据招股说明书预计, 产能落地投产后, 预计每年将新增营收约 22.8 亿元, 占 2020 年营业收入的 75%。

图表 30 公司 IPO 募资将用于各类业务扩产

	项目总投资; 万元	拟投入募集资金; 万元	其中: 设备投资; 万元	新增产能; 万套	预计年新增收入; 万元
300 万套热交换器项目	37,445	37,445	20,662	300	88,500
71.5 万台环境电器项目	57,854	49,292	23,862	72	94,097
其中: 除湿机				48	
家用空气净化器				4	
工业除湿机				7	
空气源热泵热风机				13	
74.9 万套电路控制项目	18,643	18,643	5,734	75	45,679
其中: 空气源热泵热风机				6	
控制系统					
变频空调控制软件系统				2	
除湿机控制系统				60	
储能逆变器				3	
组串式逆变器				2	
微型逆变器				2	
研发中心	7,712	7,712	2,871		
补充流动资金	30,000	20,000			
合计	151,653	133,091	53,128	446	228,276

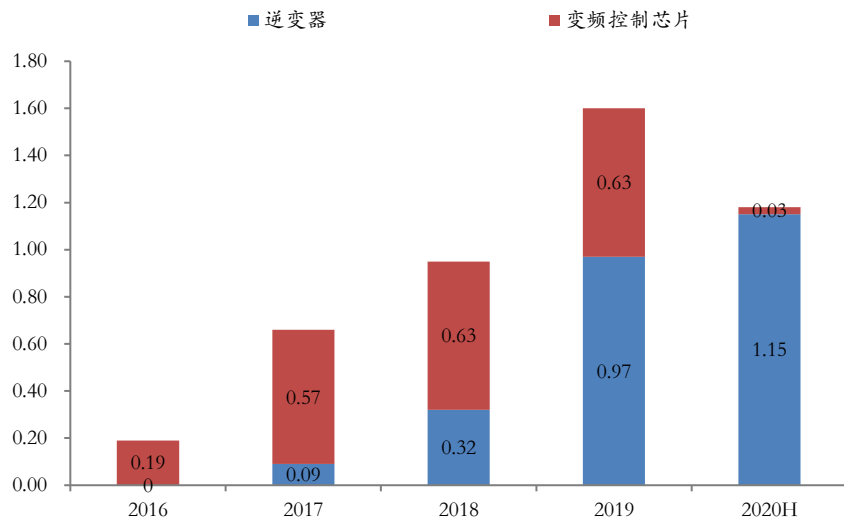
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

3 电路控制系列: 逆变器业务是主要增长点

3.1 公司主要产品为组串式逆变器和储能逆变器

作为公司增速最快的业务, 电路控制系列的主要产品有逆变器和变频控制芯片, 逆变器业务是主要的业绩增长点。2020 年上半年, 公司逆变器业务营收达到 1.15 亿元, 预计 2020 年营收超 3 亿元。2017-2020 年逆变器业务每年复合增速预计达到 200%, 正处于高速增长期。

图表 31 公司逆变器业务营收爆发式增长 (亿元)



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司的逆变器主要包括微型逆变器、组串式逆变器和储能逆变器。目前储能逆变器和微型逆变器的单价较高，毛利率也相对较高。公司涉及的逆变器产品主要用于户用光伏项目，并且公司产品主要销往海外。

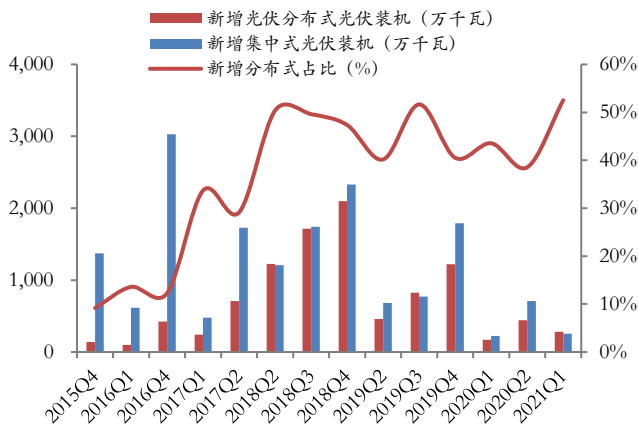
图表 32 公司主要产品包括微型逆变器、组串式逆变器和储能逆变器

类型	优点	缺点
组串式逆变器	模块化设计、组串级跟踪、MPPT 电压范围宽、自耗电低，故障率低	电子元器件数量多、可靠性略差；不适合高海拔安装；直流分量高，对电网影响较大
集中式逆变器	集成度高、功率密度大、成本低；元件模块少、可靠性高；谐波含量少、电流质量高、电网调节性好；	组件受到遮挡时对发电影响较大；满载功率跟踪电压范围窄，容易受到环境影响；需要机房安装，占地面积大
微型逆变器	组件级功率跟踪，最大限度提高发电量；配置灵活、冗余模块设计，系统可靠性高；	仅适用于小型户用项目，应用场景受限；成本相对更高

资料来源：华安证券研究所整理

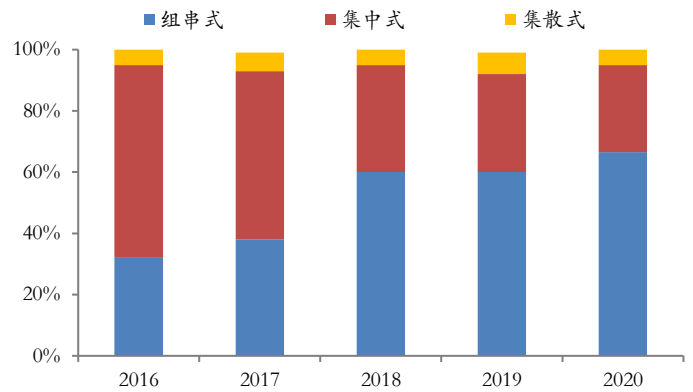
目前国内分布式光伏装机的占比正在逐渐提升。2018 年新增分布式光伏占比约为 10%。2021 年一季度，这一占比提升至 50% 左右。海外部分国家对分布式光伏进行补贴，导致分布式装机占比提升。从全球逆变器出货来看，目前组串式逆变器的出货量占比已经超过集中式，2020 年组串式逆变器占比 66.5%，集中式占比 28.5%，组串式逆变器占有率进一步提升。

图表 33 国内新增分布式光伏占比增加



资料来源：国家能源局，华安证券研究所

图表 34 组串式逆变器出货量占比逐步提升

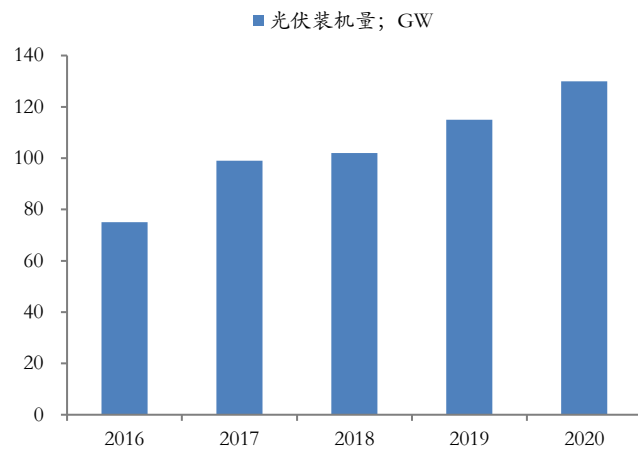


资料来源：CPIA，华安证券研究所

3.2 光伏行业快速增长，储能逆变器成为新增量

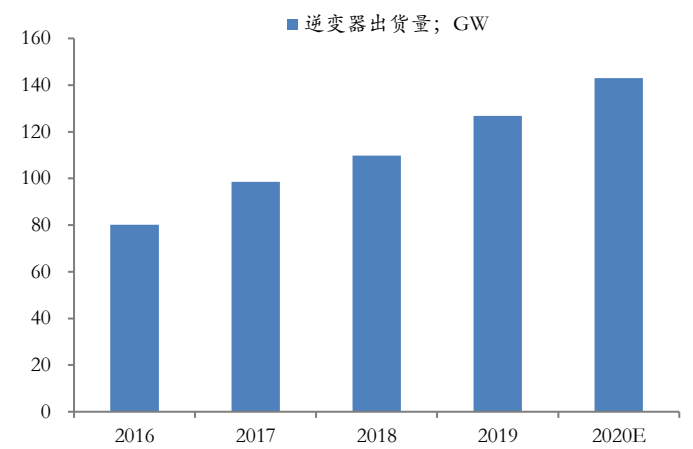
近几年，光伏逆变器出货量随着光伏装机增长而增长。2016-2020年，全球光伏新增装机 CAGR 15%。而全球逆变器出货 CAGR 约 16%，略快于光伏装机。主要原因在于光伏电站的容配比在不断提升。

图表 35 全球光伏新增装机 2016-2020 年 CAGR 15%



资料来源：CPIA，华安证券研究所

图表 36 全球逆变器出货 2016-2020 年 CAGR 约 16%



资料来源：wood mackenzie, GTM，华安证券研究所

除了容配比的提升和逆变器的替换需求，随着新能源发电+储能的渗透率逐渐提升，储能逆变器将成为逆变器行业的新增量。

我们预计，未来逆变器的需求量将快速增长：2020-2030年光伏逆变器需求量 CAGR 29%，储能逆变器需求量 CAGR 67%，逆变器合计需求量 CAGR 35%。同时，2020-2030年光伏逆变器市场空间 CAGR 24%，储能逆变器市场空间 CAGR 55%，逆变器合计市场空间 CAGR 37%。

图表 37 逆变器市场空间高速增长

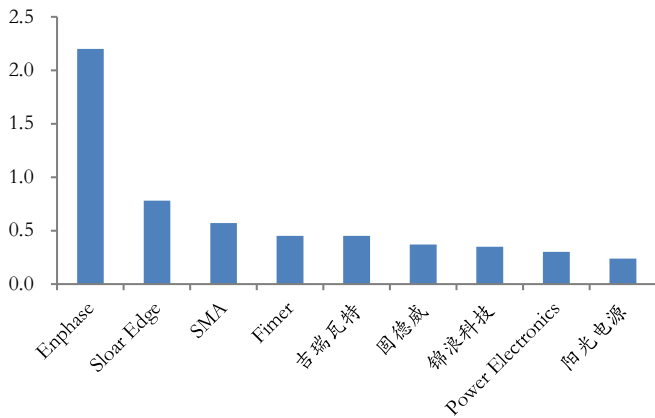
	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	...	2030E
光伏逆变器需求								
光伏新增装机; GW	130	160	200	250	313	391	...	972
容配比	1.10	1.13	1.16	1.21	1.26	1.31	...	1.80
光伏逆变器新增出货; GW	143	181	232	303	394	512	...	1750
光伏逆变器替换需求; GW	1	3	7	8	18	29	...	56
光伏逆变器合计需求; GW	144	184	239	311	412	541	...	1806
YoY		27%	30%	30%	33%	31%	...	27%
储能逆变器需求								
储能新增装机; GW	7	12	19	34	62	102	...	707
其中: 光伏新增装机; GW	130	160	200	250	313	391	...	972
风电新增装机; GW	93	84	75	85	98	117	...	207
储能渗透率	3%	5%	7%	10%	15%	20%	...	60%
容配比	1.10	1.13	1.16	1.21	1.26	1.31	...	1.80
储能逆变器出货量; GW	7	14	22	41	78	133	...	1273
YoY		87%	62%	82%	91%	72%	...	57%
逆变器需求合计								
逆变器合计需求; GW	152	197	261	351	490	674	...	3079
YoY		30%	32%	35%	39%	38%	...	36%
逆变器市场空间								
光伏逆变器单价; 元/W	0.22	0.20	0.18	0.16	0.15	0.14	...	0.12
储能逆变器单价; 元/W	1.20	0.96	0.77	0.61	0.52	0.45	...	0.30
光伏逆变器市场空间; 亿元	318	372	435	510	608	757	...	2167
储能逆变器市场空间; 亿元	88	132	171	249	405	598	...	3768
逆变器市场空间合计; 亿元	406	504	606	759	1013	1354	...	5935
YoY		24%	20%	25%	34%	34%	...	34%

资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

3.3 国产替代趋势下, 国内逆变器企业高速增长

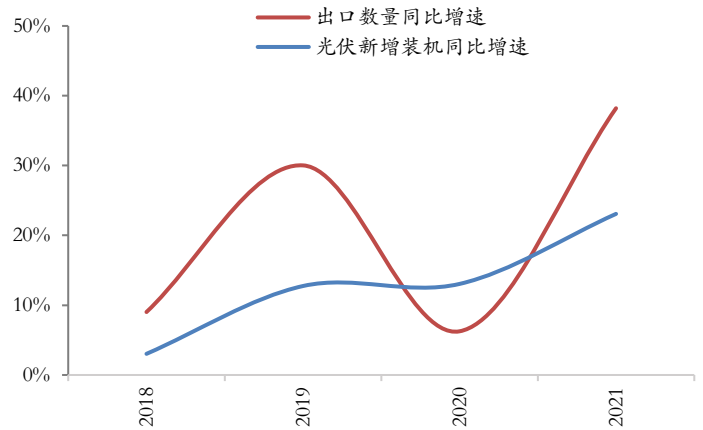
海外光伏行业发展时间较长, 对产品品质要求更高, 中国企业开拓海外市场需要更多的时间进行产品认证。和海外产品相比, 国内逆变器产品价格更具优势, 性价比更高。随着国内逆变器企业陆续出海, 国内逆变器产品的优势不断显现。过去几年, 国内逆变器出口金额高于行业增速。全球逆变器行业的国产化率正在不断提升。

图表 38 国内逆变器价格普遍偏低 (元/W)



资料来源: wood mackenzie, 华安证券研究所

图表 39 近几年国内逆变器出口增速比行业高

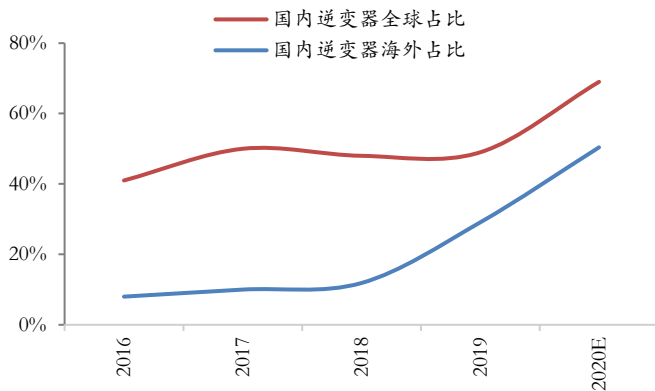


资料来源: 海关总署, 华安证券研究所

行业高景气下, 近几年国产逆变器的出货量占比逐年提升。2020 年, 由于海外疫情陆续爆发、短期难以控制, 影响海外逆变器企业的生产运营, 而国产逆变器凭借高性价比, 优势进一步体现, 市占率得到进一步提升。预计 2020 年国内企业出货量占比将提升至 70%左右。考虑到国内装机基本采购国内品牌, 国内逆变器在海外市场的占有率预计在 50%左右, 仍有提升空间。

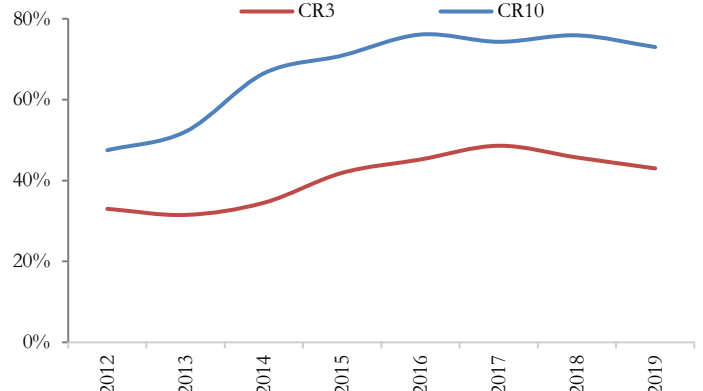
同时, 逆变器行业的集中度也在不断提升。目前龙头企业主要有阳光电源、华为等。预计 2020 年逆变器前三大厂商的市场集中度达到 50%以上。

图表 40 国内企业占比逐年提升



资料来源: wood mackenzie, GTM, 华安证券研究所

图表 41 市场集中度逐渐提升

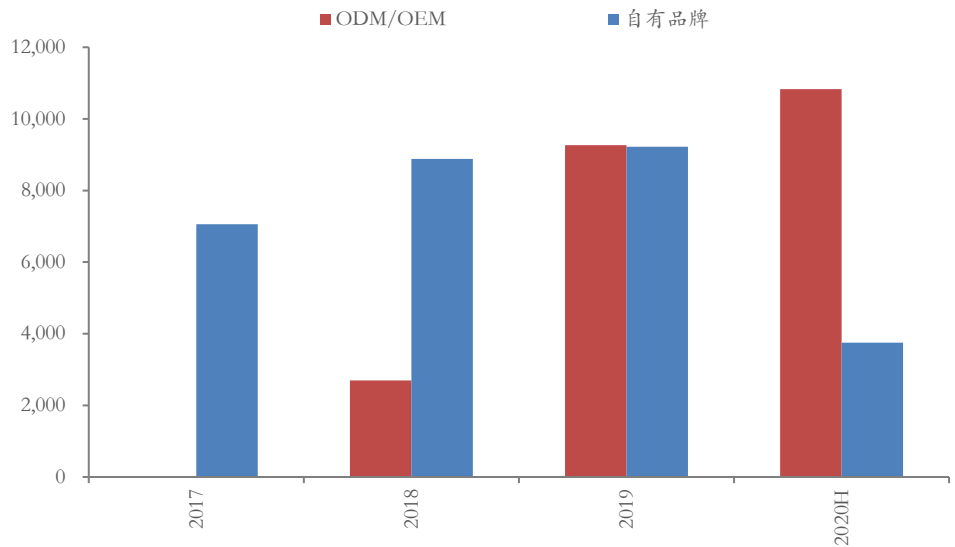


资料来源: wood mackenzie, 华安证券研究所

3.4 公司逆变器以出口为主, 低压逆变器是产品亮点

公司的逆变器产品主要有微型逆变器、组串式逆变器以及储能逆变器, 并且产品已经进入英国、美国、德国、印度、中东等多个国家和地区。公司产品主要销往海外。2019 年, 公司逆变器业务 ODM/OEM 和自有品牌基本各占一半。

图表 42 2019 年公司逆变器业务 ODM/OEM 占比约 50%



资料来源：招股说明书，华安证券研究所

公司的低压产品主要有三项组串式低压逆变器和储能低压逆变器。低压逆变器的安全性较高，同时，公司逆变器产品搭配智能监控平台，在发生事故时可以远程立刻停机，提升电站运营的有效性。

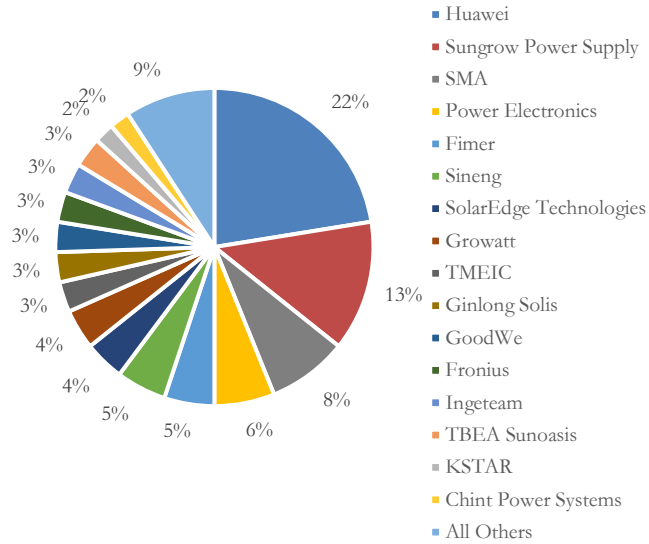
图表 43 低压逆变器是公司的特色产品，安全性较好

产品分类	产品示意图	优点	功率
单项组串式逆变器		低的启动电压，安全友好，用户友好	1.5-3KW、3.6-6KW、7.5-8KW、9-10.5KW
三项组串式逆变器		紧凑型设计，易于安装和操作	4-10KW、12-15KW、18-25KW、18-33KW、30-50KW、50KW、60-80KW、70-100KW
三项组串式低压逆变器		低电压设计，更适合南美地区	6-8KW、10-15KW、20-35KW、40-50KW
储能低压逆变器		低电压设计，有效提高系统安全性。适用于住宅和工商业	3-3.6KW、3.6-5KW、7.6KW、8-12KW
微型逆变器		快速关机功能，可在手机上监测	300-500W、500-600W、600-1000W、1200-1300W、1300-2000W

资料来源：公司官网，华安证券研究所

公司目前的市占率仍然较低，未来提升空间较大。以 2020 年逆变器营收规模计算，预计公司逆变器市占率约为 0.81%。和其他逆变器厂商相比，公司目前的市占率较低，未来提升空间较大。

图表 44 2019 年逆变器企业市占率

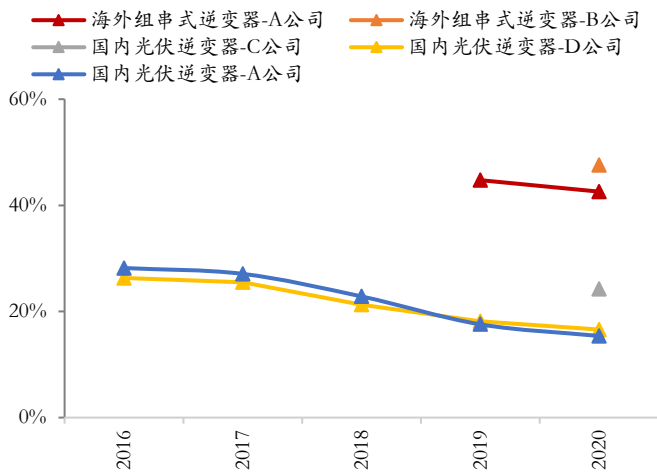


资料来源：Wood Mackenzie，华安证券研究所

我们认为，公司在低压户用逆变器和储能逆变器产品具有较强的优势。低压逆变器更适合户用场景，海外接受度较高。另外，受益于海外储能大发展，公司的储能低压逆变器增速较快且毛利率较高。梳理逆变器企业的毛利率，一般出口海外的逆变器产品毛利率较高，约为 45%左右；国内逆变器产品毛利率较低，为 20%左右。目前储能逆变器出口较多，一般毛利率在 50%左右；国内储能逆变器的毛利率在 25%左右。

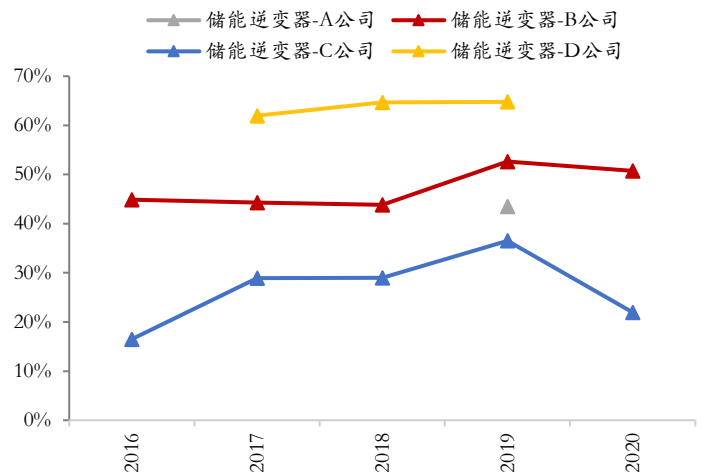
假设公司未来光伏逆变器市占率提升至 5%、储能逆变器市占率提升至 10%，预计营收将增厚 98 亿元。按照光伏/储能逆变器毛利率分别为 45%/50%，预计毛利将增厚约 47 亿元，对公司业绩带动较大。

图表 45 海外组串式逆变器毛利率一般在 45%左右



资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表 46 储能逆变器毛利率一般在 50%左右



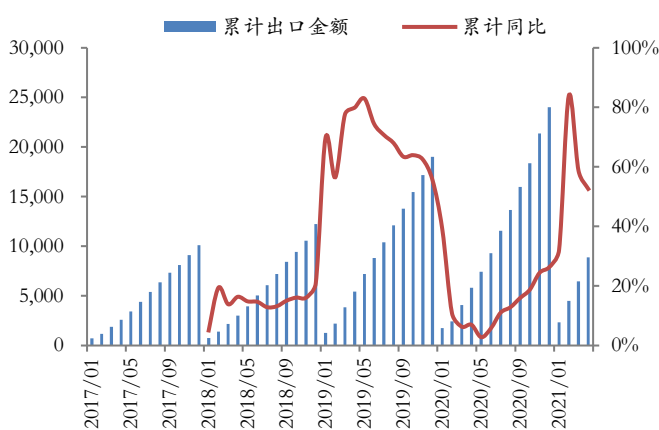
资料来源：公司公告，华安证券研究所

3.5 盈利预测：逆变器高速增长，公司增速有望高于行业

今年以来，逆变器出口需求依旧强劲。2021年1-4月，中国逆变器累计出口金额达到88.89亿元，同比增长53%。公司所在的浙江省，今年以来出口金额高达12.66亿元，同比增长83%，占全国出口的15%。

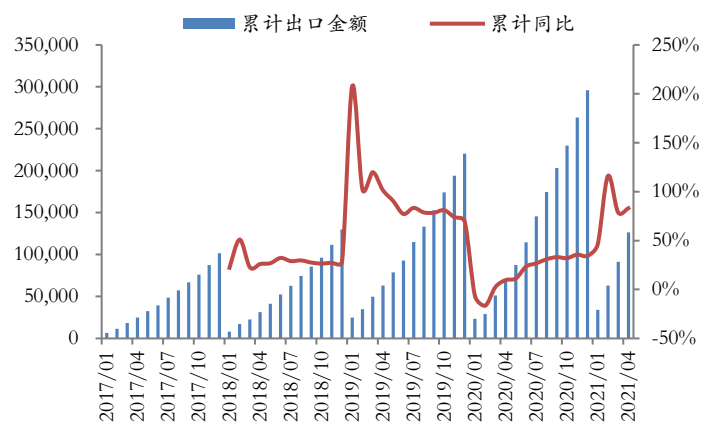
今年以来，随着疫苗接种的普及，海外疫情得到有效的控制，海外装机需求开始恢复。从1-4月的出口数据来看，目前海外需求旺盛，逆变器出口数据高增长，预计公司逆变器出口将保持高增速。

图表 47 今年国内逆变器出口金额高增长 (百万元)



资料来源：海关总署，华安证券研究所

图表 48 浙江省出口金额增速高于行业 (万元)



资料来源：海关总署，华安证券研究所

预计 2021/2022/2023 年公司逆变器业务销量为 3/7/10 万台，营业收入分别为 9.24/20.33/30.49 亿元。考虑到今年部分电子元器件价格上涨，预计今年逆变器业务毛利率略有下滑。

图表 49 预计公司 2021 年逆变器业务保持高增速

电路控制	2021E	2022E	2023E
营收; 亿元	9.24	20.33	30.49
YoY	180%	120%	50%
销量; 万台	3	7	10
单价; 元/台	2800	3000	3100
毛利率	33%	35%	35%
毛利; 亿元	3.05	7.11	10.67

资料来源: 华安证券研究所预测

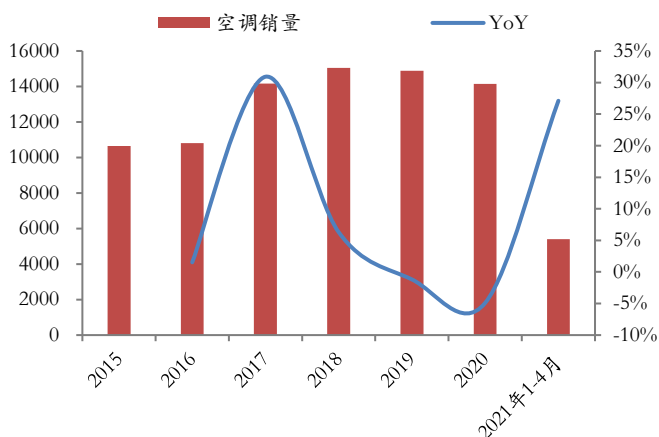
4 热交换器系列: 大客户市占率提升, 公司直接受益

4.1 公司市占率提升明显, 今年空调出货量高增长

热交换器是空调中调节温度的关键部件。空调作为热交换器的下游, 集中度较高。格力、美的、海尔市占率超过 70%, 并且集中度继续提升。公司的热交换器产品主要客户为美的, 来源于美的的销售收入占总收入的 70% 左右。

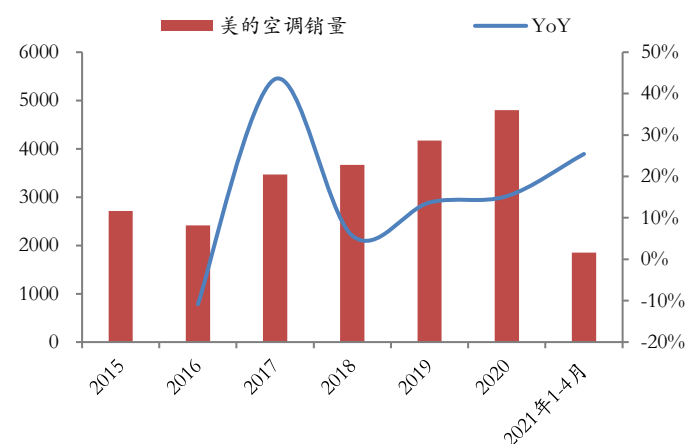
2020 年由于疫情影响, 国内空调总销量为 1.41 亿台, 同比下降 4.9%。2021 年 1-4 月, 国内空调总销量为 5399 万台, 同比增长 27%。2015-2020 年, 空调销量年均增速在 6% 左右。其中美的空调销量增速快于行业, 2020 年美的销量同比增长 15.2%, 2021 年 1-4 月美的销量同比增长 25.4%。美的空调的市占率从 2015 年的 25% 提升至目前 34% 左右。

图表 50 2021 年国内空调总销量增长明显 (万台)



资料来源: 产业在线, 华安证券研究所

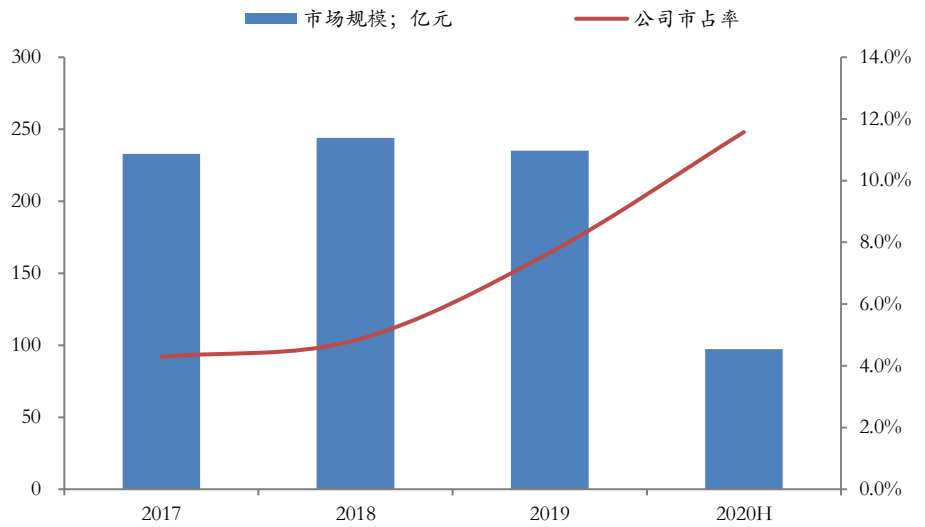
图表 51 美的空调销量增速快于行业 (万台)



资料来源: 产业在线, 华安证券研究所

热交换器每年的市场规模在 230-250 亿元左右, 公司市占率从 2017 年的 4.3% 逐渐提升至 2020 年上半年的 11.6%。同时, 公司的配套供应占美的的热交换器对外采购的 60% 左右, 多次被美的空调评为优秀供应商、金牌供应商。

图表 52 公司热交换器的市占率逐渐提升



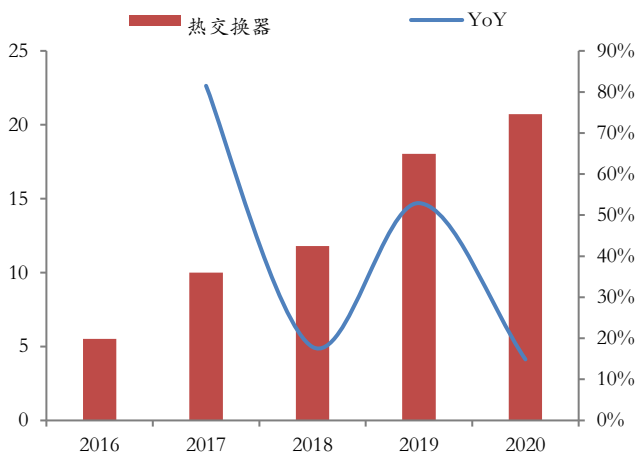
资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

4.2 热交换器业务复合增速较高, 毛利率相对稳定

尽管空调行业增速较为稳定, 公司热交换器业务在过去几年持续增长。2020 年实现热交换器业务营收 20.71 亿元, 同比增长 15%。2016-2020 年公司热交换器业务 CAGR 30%。

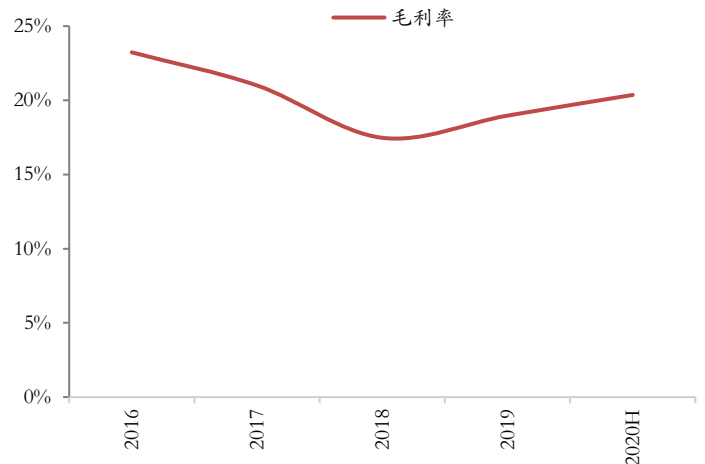
热交换器的毛利率主要受到原材料铜管、铝箔价格的影响, 2018 年由于原材料价格上涨, 公司毛利率下降。一般来讲, 热交换器的合理毛利率在 20%左右, 较为稳定。

图表 53 公司热交换器业务持续增长 (亿元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 54 2016-2020H 热交换器平均毛利率为 20%左右



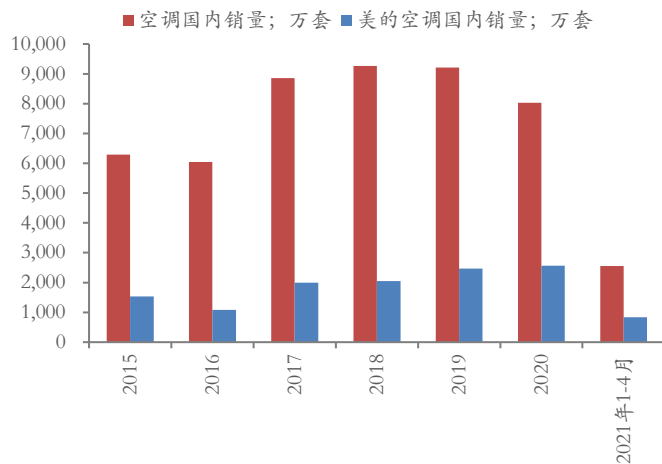
资料来源: wind, 华安证券研究所

4.3 盈利预测: 今年空调强复苏, 毛利率受大宗影响略下降

今年以来, 空调销量同比增速较高。空调内外销 1-4 月累计销量同比增长 27%, 美的同比增长 25%。公司热交换器主要供给美的, 预计能直接受益, 今年实现 20%

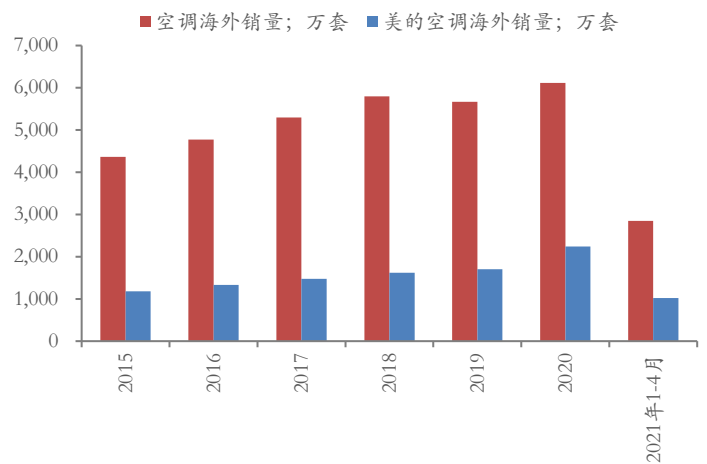
以上的增速。

图表 55 行业/美的内销同比增长 43%/37%



资料来源: wind, 华安证券研究所

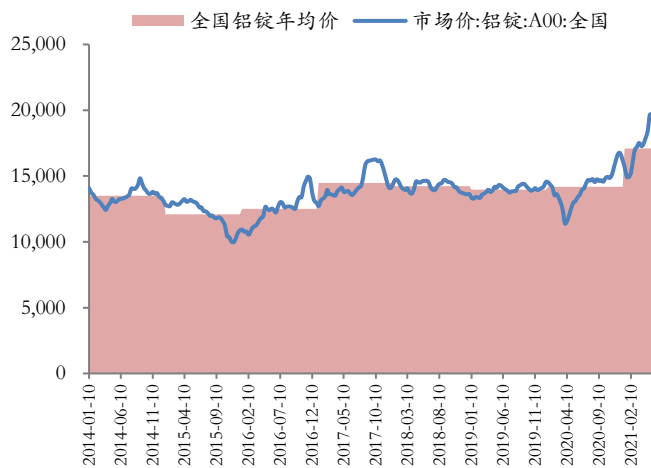
图表 56 行业/美的外销同比增长 16%/17%



资料来源: wind, 华安证券研究所

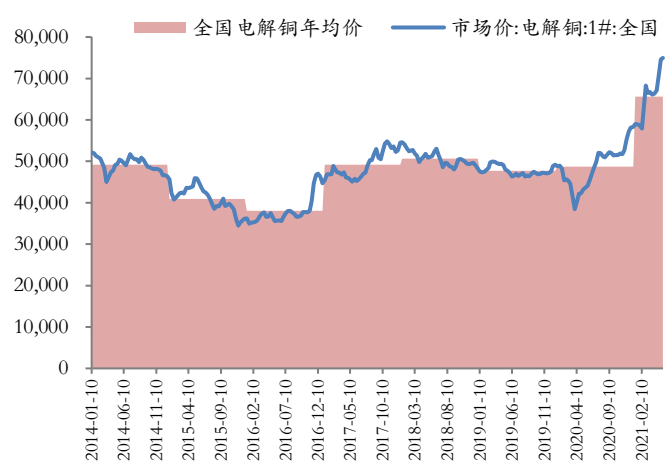
今年 1-5 月以来, 铝锭价格均价为 17095 元/吨, 较去年同期上涨 31%; 电解铜价格均价为 65618 元/吨, 较去年同期上涨 70%。两者价格均创历史新高。考虑到原材料价格的上涨, 预计今年公司热交换器业务的毛利率将有所下降。

图表 57 今年以来铝锭价格上涨 31% (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 58 今年以来电解铜价格上涨 70% (元/吨)



资料来源: wind, 华安证券研究所

预计 2021/2022/2023 年, 公司热交换器业务营收分别为 25.89/27.44/29.09 亿元。假设 2021/2022/2023 年公司毛利率分别为 16%、20%、20%。对应毛利润分别为 4.14/5.49/5.82 亿元。

图表 59 预计公司今年热交换器业务增长明显

热交换器	2021E	2022E	2023E
营收; 亿元	25.89	27.44	29.09
YoY	25%	6%	6%
销量; 万套	1233	1372	1454
单价; 元/套	210	200	200
毛利率	16%	20%	20%

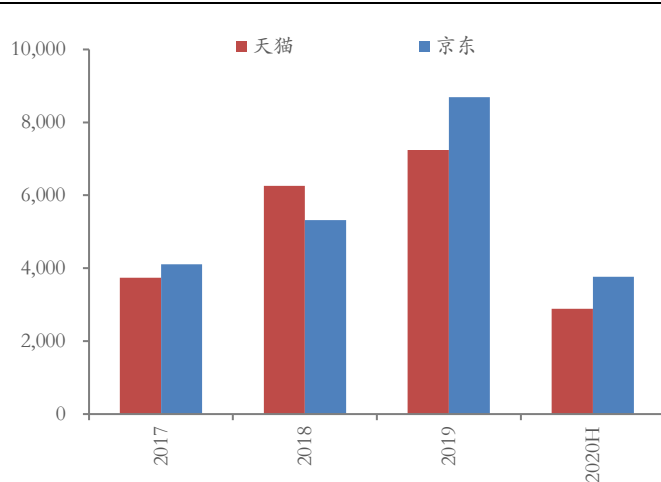
资料来源: 华安证券研究所预测

5 环境电器系列: 除湿机普及率有望提升

5.1 除湿机毛利率较高, 代工&自有品牌双向发展

环境电器系列主要产品有除湿机和热风机, 公司的产品主要用于家用市场, 通过线上和线下渠道进行售卖。其中线上平台主要有京东和天猫, 一般线上平台销售收入占环境电器业务营收的 30%左右。其他线下销售方式主要有 ODM/OEM、线下经销商等。

图表 60 公司除湿机主要在线上平台售卖 (万元)



资料来源: wind, 华安证券研究所

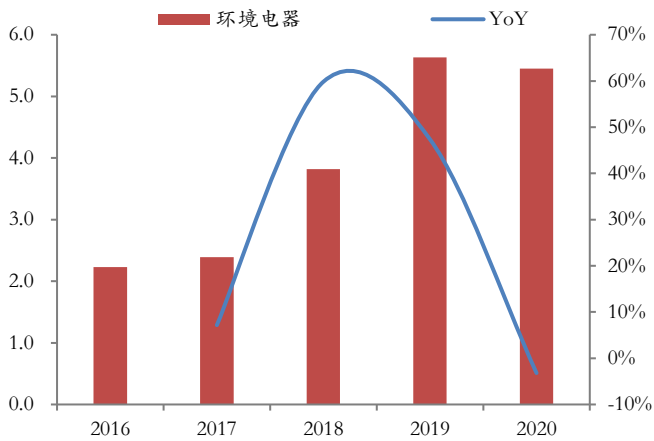
图表 61 线上平台售卖德业除湿机



资料来源: 京东, 华安证券研究所

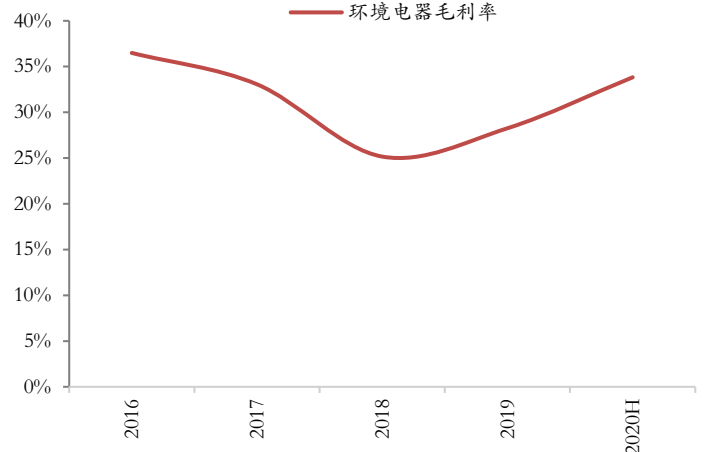
公司 2020 年环境电器营收为 5.45 亿元, 同比略有下降。主要原因是高价家用除湿机的销量下降, 同时疫情影响工业除湿机的销售。2016-2020 年环境电器业务营收 CAGR 25%。从毛利率来看, 环境电器业务的毛利率较高, 一般在 30%以上。

图表 62 2020 年公司环境电器营收 5.5 亿元



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 63 环境电器业务毛利率一般在 30% 以上

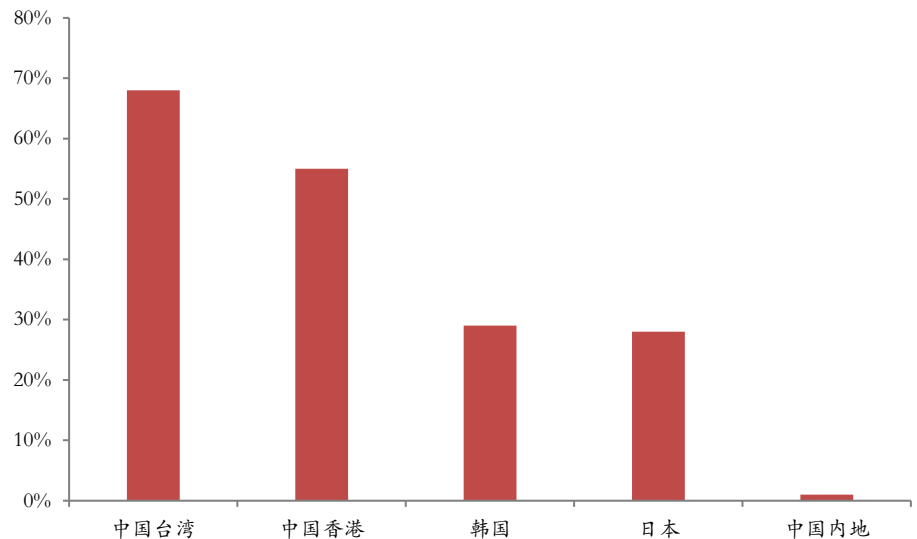


资料来源: 京东, 华安证券研究所

5.2 国内除湿机渗透率有望提升, 公司自有品牌具备先发优势

目前除湿机在欧美等国家的普及率较高, 但国内家用普及率较低。随着生活水平的提高, 在消费升级的趋势下, 家用除湿机产品逐渐受到国内消费者的欢迎, 市场规模逐渐扩大。公司在线上平台以自有品牌进行售卖, 在除湿机领域具备一定的客户群, 随着国内除湿机消费意识的提升, 公司业绩有望继续提升。

图表 64 中国内地除湿机家用普及率极低



资料来源: 招股说明书, 华安证券研究所

5.3 盈利预测: 环境电器业务稳定增长

预计公司 2021/2022/2023 年环境电器营业收入分别为 6.54/7.85/9.42 亿元。今年毛利率受到原材料影响略有下降。

图表 65 预计环境电器业务保持稳定增长

环境电器	2021E	2022E	2023E
营收; 亿元	6.54	7.85	9.42
YoY	20%	20%	20%
销量; 万台	68	83	99
单价; 元/台	960	950	950
毛利率	27%	33%	33%
毛利; 亿元	1.77	2.59	3.11

资料来源: 华安证券研究所预测

6 估值和投资建议

热交换器: 公司热交换器业务与美的深度绑定, 新建产能主要满足其他客户的需求。随着变频空调的渗透率逐渐提升、公司不断开拓新客户, 预计热交换器业务将稳定增长。对比其他可比公司, 给予公司热交换器业务 2022 年的市盈率区间为 15x-20x。

环境电器: 公司的环境电器业务主要为除湿机等小家电, 随着小家电的渗透率提升, 除湿机业务营收将快速增长。对比其他可比公司, 给予环境电器业务 2022 年市盈率区间为 15x-20x。

控制电器: 控制电器是公司未来的主要成长点, 预计未来仍然保持高增速。公司主要销售光伏逆变器和储能逆变器。国内光伏逆变器正处于加速替代海外逆变器的时期, 国产产品的份额逐渐提升。而储能作为未来的发展方向, 目前处于爆发前期, 公司具备先发优势, 低压储能逆变器安全性高, 适合海外户用需求, 预计未来成长性较强。对比其他可比公司, 给予控制电器业务 2022 年市盈率区间为 35x-40x。

图表 66 热交换器/环境电器/电路控制行业 2022 年平均 PE 分别为 19x/19x/37x

	代码	公司名称	营收			归母净利润			PE			最新市值
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
热交换器	002050.SZ	三花智控	121	148	173	15	19	23	53	40	33	779
	000333.SZ	美的集团	2842	3196	3479	272	298	333	19	18	16	5213
	000651.SZ	格力电器	1682	2024	2255	222	252	290	15	13	11	3286
	002126.SZ	银轮股份	63	73	85	3	4	5	26	19	15	83
平均			1177	1360	1498	128	144	163	28	22	19	2340
环境电器	002959.SZ	小熊电器	37	45	56	4	5.11	6	27	23	18	116
	603355.SH	莱克电气	63	76	88	3	7.38	9	68	30	24	223
	002705.SZ	新宝股份	132	156	181	11	13.47	16	22	18	15	247
平均			77	93	108	6	9	11	39	24	19	195
控制电器	300763.SZ	锦浪科技	21	37	54	3	5.52	8	106	61	43	339
	688390.SH	固德威	16	26	37	3	4.41	6	89	52	36	231
	300274.SZ	阳光电源	193	271	339	20	28.99	38	73	49	37	1426
	688063.SH	派能科技	11	22	36	3	5.13	8	93	50	31	254
平均			60	89	116	7	11	15	90	53	37	562

资料来源: wind, 华安证券研究所

我们预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 42.67/56.82/70.50 亿元, 毛利 9.57/15.43/19.90 亿元, 归母净利润 5.11/9.11/12.82 亿元, 对应 PE 30x/17x/12x。基于分部估值法, 我们给予公司热交换器/环境电器/电路控制板块对应市值分别为 57/24/172 亿元, 合计市值约为 253 亿元。首次覆盖给予“买入”评级。

图表 67 预计公司 2021/2022/2023 年营业收入分别为 42.67/56.82/70.50 亿元

热交换器	2021E	2022E	2023E	环境电器	2021E	2022E	2023E
营收; 亿元	25.89	27.44	29.09	营收; 亿元	6.54	7.85	9.42
YoY	25%	6%	6%	单价; 元/台	960	950	950
销量; 万套	1233	1372	1454	毛利率	27%	33%	33%
单价; 元/套	210	200	200	毛利; 亿元	1.77	2.59	3.11
毛利率	18%	20%	20%				
毛利; 亿元	4.66	5.49	5.82				
电路控制	2021E	2022E	2023E		2021E	2022E	2023E
营收; 亿元	9.24	20.33	30.49	其他营收; 亿元	1.00	1.20	1.50
YoY	180%	120%	50%	其他毛利; 亿元	0.10	0.24	0.30
销量; 万台	3	7	10				
单价; 元/台	2800	3000	3100				
毛利率	33%	35%	35%				
毛利; 亿元	3.05	7.11	10.67				
					2021E	2022E	2023E
				合计营收; 亿元	42.67	56.82	70.50
				合计毛利; 亿元	9.57	15.43	19.90

资料来源: 华安证券研究所预测

风险提示

光伏需求不及预期。由于短期组件价格上涨过快, 下游电站收益率逐渐下降, 可能影响海外装机需求, 导致公司订单不及预期。

毛利率不及预期。由于 IGBT、芯片等原材料价格上涨和紧缺, 公司毛利率存在不及预期的风险。

大客户风险。公司热交换器业务绑定大客户, 如果客户出现经营风险, 公司可能受到影响。

疫情加剧风险。新冠疫情尽管已经得到控制, 但未来发展不可预测。如果疫情恶化, 可能影响公司经营情况。

全球贸易保护主义升级。公司部分业务出口海外, 如果全球贸易保护主义不断升级, 可能出口业务受到抑制。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	会计年度	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	1300	2114	3308	4785	营业收入	3024	4267	5682	7050
现金	522	1087	2063	3234	营业成本	2339	3309	4138	5060
应收账款	324	421	576	715	营业税金及附加	11	18	24	28
其他应收款	13	23	39	58	销售费用	64	124	159	176
预付账款	8	11	14	18	管理费用	62	107	165	180
存货	265	392	433	574	财务费用	24	22	20	17
其他流动资产	167	179	183	186	资产减值损失	2	-1	-4	-5
非流动资产	376	461	535	602	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	10	17	23	34
固定资产	262	290	318	345	营业利润	431	565	1013	1421
无形资产	62	85	103	111	营业外收入	7	15	25	30
其他非流动资产	51	86	114	145	营业外支出	1	1	2	1
资产总计	1676	2575	3843	5387	利润总额	437	579	1036	1450
流动负债	785	1076	1290	1690	所得税	54	68	124	167
短期借款	10	10	15	67	净利润	382	511	911	1282
应付账款	329	481	601	711	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	447	584	674	913	归属母公司净利润	382	511	911	1282
非流动负债	2	2	2	2	EBITDA	490	565	989	1350
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	2.24	2.99	5.34	7.51
其他非流动负债	2	2	2	2					
负债合计	787	1078	1292	1692					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	128	128	128	128					
资本公积	83	83	83	83					
留存收益	656	1265	2325	3478					
归属母公司股东权益	867	1476	2536	3689					
负债和股东权益	1676	2575	3843	5387					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
经营活动现金流	444	549	883	1293	成长能力				
净利润	382	511	911	1282	营业收入	17.7%	41.1%	33.2%	24.1%
折旧摊销	45	26	26	26	营业利润	47.9%	31.1%	79.3%	40.3%
财务费用	20	1	1	2	归属于母公司净利	47.3%	33.6%	78.4%	40.7%
投资损失	-10	-17	-23	-34	获利能力				
营运资金变动	8	40	-14	40	毛利率 (%)	22.6%	22.4%	27.2%	28.2%
其他经营现金流	373	458	906	1219	净利率 (%)	12.6%	12.0%	16.0%	18.2%
投资活动现金流	-233	-81	-54	-33	ROE (%)	44.1%	34.6%	35.9%	34.8%
资本支出	-83	-68	-54	-39	ROIC (%)	44.5%	32.0%	33.2%	31.2%
长期投资	-145	0	0	-2	偿债能力				
其他投资现金流	-5	-13	0	8	资产负债率 (%)	47.0%	41.9%	33.6%	31.4%
筹资活动现金流	-103	123	147	-90	净负债比率 (%)	90.8%	73.0%	50.9%	45.9%
短期借款	-36	0	5	52	流动比率	1.66	1.97	2.57	2.83
长期借款	0	0	0	0	速动比率	1.31	1.59	2.22	2.48
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	0	0	0	0	总资产周转率	1.80	1.66	1.48	1.31
其他筹资现金流	-67	123	142	-141	应收账款周转率	9.33	10.14	9.86	9.86
现金净增加额	101	565	976	1171	应付账款周转率	7.12	6.88	6.89	7.12

资料来源:公司公告,华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 陈晓, 华安证券新能源与汽车首席分析师, 十年汽车行业从业经验, 经历整车厂及零部件供应商, 德国大众、大众中国、泰科电子。

联系人: 盛炜, 三年买方行业研究经验, 墨尔本大学金融硕士, 研究领域覆盖风电光伏板块。

分析师: 宋伟健, 五年汽车行业研究经验, 上海财经大学硕士, 研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件, 涵盖新能源车及传统车。

联系人: 别依田, 上海交通大学锂电博士, 获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作, 六年锂电研究经验, 覆盖锂电产业链。

分析师: 滕飞, 四年产业设计和券商行业研究经验, 法国 KEDGE 高商金融硕士, 电气工程与金融专业复合背景, 覆盖锂电产业链。

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安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。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究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。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准, 定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。