

## 盈利触底, 蓄势待发

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司2021年上半年实现营业收入10.45亿元, 同比下降18.22%; 实现归母净利润0.35亿元, 同比下降69.10%; 实现扣非归母净利润0.16亿元, 同比下降85.27%。
- **受国内集中式电站装机需求偏淡、海外市场疫情及运输费涨价影响, 收入同比下滑。** 上半年公司核心业务光伏支架实现营业收入10.36亿元, 同比小幅下降18.42%。其中, 跟踪支架业务收入5.88亿元, 同比下降31.46%; 固定支架业务收入4.48亿元, 同比增长8.73%。根据国家能源局数据, 今年上半年国内光伏新增装机13.01GW, 公司产品的目标市场集中式电站新增装机占38%, 同比下降24.2%。国际业务订单由于受疫情、组件价格及国际运费上涨影响, 海外电站项目出现延迟。在海内外多重不利因素影响下, 公司上半年收入有所下滑。截至2021年6月末, 公司预收货款为0.96亿元, 较年初大幅增长243.29%, 较2020年6月末亦有所增长。可见公司目前在手订单充足, 随着集中式电站装机需求复苏, 公司下半年收入有望恢复增长。
- **原材料成本上涨、跟踪支架业务占比下降, 毛利率有所下降。** 上半年公司综合毛利率为15.48%, 同比下降7.05pp。毛利率下滑幅度较大一方面受钢材价格持续、国际运费大幅上涨影响, 导致公司成本加大, 影响盈利能力; 另一方面, 公司盈利能力较强的跟踪支架业务占比为56.76%, 较去年同期下降10.80pp, 拉低了公司整体毛利率水平。随着钢材价格回落并趋稳, 公司毛利率有望触底回升。
- **蓄势待发: 推动新产能建设, 积极布局BIPV市场。** 公司IPO募投项目安徽繁昌工厂已完成部分厂房建设及设备调试, 进入试运行阶段, 项目投产后将新增2.8GW产能。公司正在筹备印度投资设厂项目, 进一步打开国际市场。公司积极推动多点驱动跟踪技术、智能跟踪、BIPV产品技术创新, 研发费用占比同比上升1.44pp。6月, 公司承包建设的华南地区最大的BIPV项目11.3MW已启动建设。
- **盈利预测与投资建议。** 公司是国内跟踪支架龙头, 2017-2020年, 跟踪支架出货量均位列全球前四。上半年受海内外多重不利因素影响业绩有所下滑。公司蓄势待发, 建设新产能并布局BIPV市场, 未来盈利有望触底回升。预计未来三年公司归母净利润复合增速为58.11%, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 跟踪支架渗透率不及预期; 全球光伏装机量不及预期; 原材料价格上涨, 公司生产成本增加, 盈利能力下降的风险。

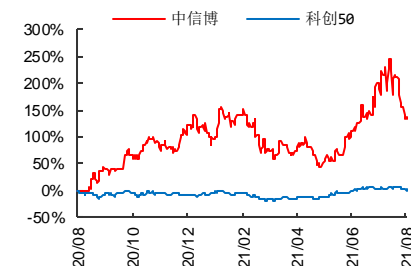
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3128.60	4149.97	6111.69	8193.01
增长率	37.11%	32.65%	47.27%	34.05%
归属母公司净利润(百万元)	285.49	315.04	750.64	1128.44
增长率	75.95%	10.35%	138.27%	50.33%
每股收益EPS(元)	2.10	2.32	5.53	8.31
净资产收益率ROE	11.50%	11.50%	1.90%	25.61%
PE	86	78	33	22
PB	9.85	8.92	7.13	5.55

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn  
分析师: 敖颖晨  
执业证号: S1250521080001  
电话: 021-58351917  
邮箱: ayc@swsc.com.cn

### 相对指数表现



### 基础数据

总股本(亿股)	1.36
流通A股(亿股)	0.32
52周内股价区间(元)	74.75-274.21
总市值(亿元)	244.94
总资产(亿元)	44.16
每股净资产(元)	18.12

### 相关研究

## 1 光伏支架龙头，享受跟踪支架结构性成长

公司为国内光伏支架龙头，BIPV业务前景广阔。公司前身昆山融进装饰工程有限公司成立于2009年，主要从事无尘室吊顶工程安装与施工。随着我国光伏市场的发展，2012年公司进入光伏固定支架业务领域，同时自主研发跟踪支架。当前公司立足光伏支架业务，同时借助吊顶工程的经验积累延伸开发BIPV产品，2020年BIPV业务营收快速增长至4500万元。凭借光伏支架领域多年的项目经验积累和优秀的交付能力，公司业务覆及全球40多国，与Bester、国电投、阳光电源等知名客户建立战略合作关系，主导和参与国际电工委员会多项光伏支架认证和标准体系的制定。随着跟踪支架渗透率不断提高，以及各省市光伏建筑一体化的推进，公司跟踪支架和BIPV业务有望步入上升通道。

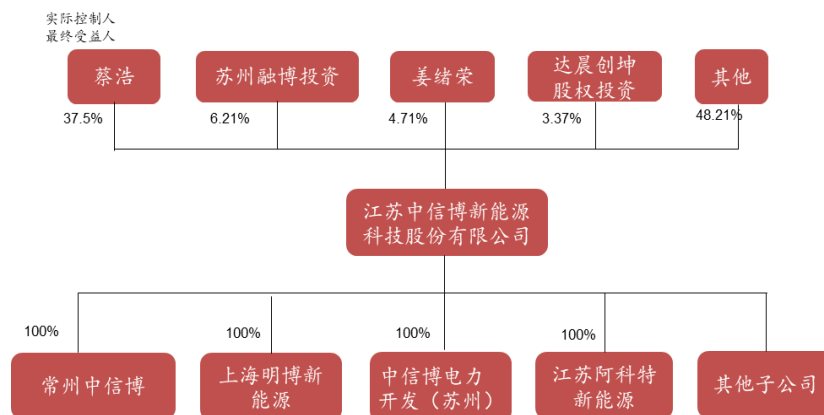
图 1：公司发展主要经历三个阶段，2015年后为快速发展期



数据来源：招股说明书，西南证券整理

股权结构集中且稳定，有利于公司持续稳健经营。公司董事长蔡浩为实际控制人和最终受益人，持有公司37.5%的股份。公司前三大股东持股比例达48.4%，股权结构高度集中，为公司持续稳健经营提供必要保障。

图 2：公司股权结构集中且稳定，董事长蔡浩为实际控制人和最终受益人



数据来源：Wind，西南证券整理

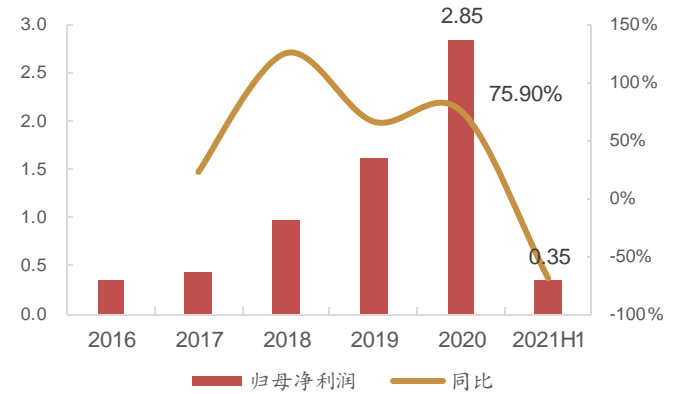
**2020年公司业绩高增主要得益于跟踪支架业务的快速增长。**从营收构成来看，公司营收大部分来自光伏支架业务，2020年营收占比达98.2%。其中跟踪支架业务营收占比逐步提升，跟踪支架营收占比从2017年的39.73%提升至2020年的54.65%，2020年营收同比增长约46%；固定支架营收占比从2017年的59.67%下降至2020年的43.55%。

**2021H1受制于下游地面电站装机需求暂时回落，公司营收与盈利能力有所下降。**2021上半年光伏产业链价格普涨，组件价格高企带来地面电站装机需求的暂时抑制，公司支架整体营收有所下降。2021H1公司实现营收10.45亿元，同比下降18.22%，其中支架营收10.36亿元；实现归母净利润0.35亿元，同比下降69.10%。其中跟踪支架实现营收约5.88亿元，占支架业务收入的56.76%，同比下降10.8个百分点；固定支架实现营收约4.48亿元。

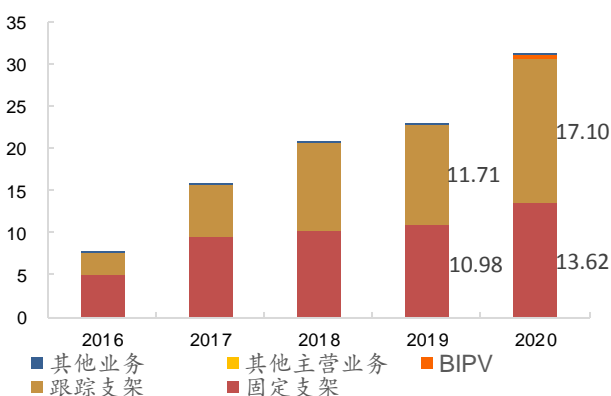
**跟踪支架盈利能力更优，与固定支架盈利分化显著。**从公司两项业务的毛利率水平来看，跟踪支架毛利率逐渐提高，固定支架毛利率呈下降趋势，近年来二者毛利率分化逐渐明显。2020年公司跟踪支架毛利率为25.38%，固定支架毛利率为15.27%，跟踪支架毛利率高于固定支架约10个百分点。

**图 3：2021H1 受地面电站需求影响，营收有所下滑（亿元）**

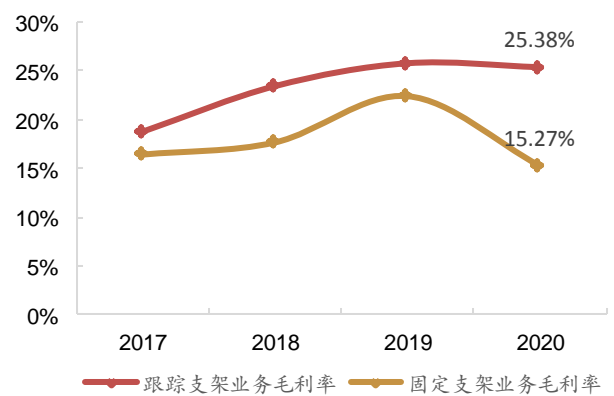

数据来源：Wind，西南证券整理

**图 4：2020H1 实现归母净利润 0.35（亿元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 5：公司跟踪支架营收呈高增态势（亿元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

**图 6：光伏支架业务中，跟踪支架盈利能力更优**


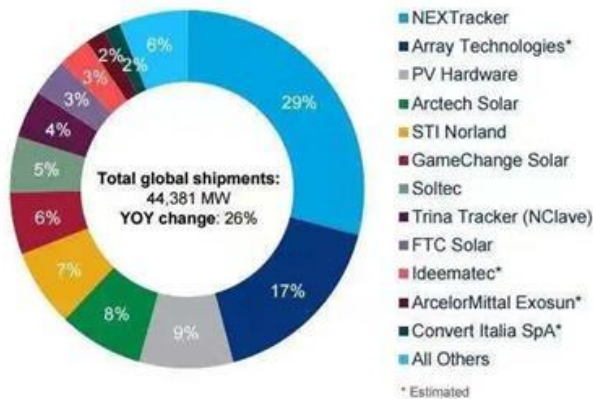
数据来源：Wind，西南证券整理

**跟踪支架渗透率提升趋势下，公司盈利有望持续高增。**相比固定支架，跟踪支架发电量增益最高可达 6%，对终端发电量更具优势。当前跟踪支架在海外地区渗透率较高，欧美等发达地区应用较为成熟，美国渗透率已近 70%。我国跟踪支架应用处于相对早期的阶段，后期随着国家通过特高压和储能配套等方式逐步解决新能源消纳问题，我国跟踪支架渗透率仍有较大提高空间。公司跟踪支架出货量逐年提高，规模化优势渐显，同时加大一体化产线和核心部件的自主研发与生产，生产成本有望持续下降，公司盈利能力有望稳步增长。

**深度绑定下游优质客户群体，全球市占率位居前列。**公司凭借优良的品控和成本控制能力，高效的产品交付能力依托全球化渠道销售网络，光伏支架业务覆及海内外 40 多国，积累了大量不同区域、不同环境下的项目经验，与全球大型优质客户如 Bester、Biosar、中电建、国电投、中能建、阳光电源等建立战略合作关系。根据 Wood Mackenzie 数据，2020 年公司跟踪支架全球市占率约 8%。

**图 7：2020 年公司全球市占率为 8%**

Global PV tracker market share rankings by shipment, 2020



数据来源：Wood Mackenzie，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

**关键假设：**

假设 1：公司支架业务稳步成长，2021-2023 年跟踪支架出货量分别为 4500MW、8000MW、12000MW；2021-2023 年固定支架出货量增速分别为 15%、20%、20%。

假设 2：受益于分布式的成长，2021-2023 年公司 BIPV 业务增速分别为 50%、50%、50%，毛利率保持在 15%的水平。

假设 3：公司其他业务营收保持稳定。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
跟踪支架	收入	1709.85	2475.00	4180.00	5956.50
	增速	45.97%	44.75%	68.89%	42.50%
	成本	1275.83	2025.00	3200.00	4440.00
	毛利率	25.38%	18.18%	23.44%	25.46%
固定支架	收入	1362.43	1592.41	1815.35	2069.50
	增速	24.05%	16.88%	14.00%	14.00%
	成本	1154.41	1415.48	1557.02	1783.50
	毛利率	15.27%	11.11%	14.23%	13.82%
BIPV	收入	45.04	67.56	101.34	152.01
	增速	2142.29%	50.00%	50.00%	50.00%
	成本	38.31	57.43	86.14	129.21
	毛利率	14.93%	15.00%	15.00%	15.00%
其他	收入	11.29	15.00	15.00	15.00
	增速	12.07%	32.89%	0.00%	0.00%
	成本	8.49	11.25	11.25	11.25
	毛利率	24.82%	25.00%	25.00%	25.00%
合计	收入	3128.60	4149.97	6111.69	8193.01
	增速	37.11%	32.65%	47.27%	34.05%
	成本	2477.04	3509.15	4854.42	6363.96
	毛利率	20.83%	15.44%	20.57%	22.32%

数据来源：Wind，西南证券

## 2.2 相对估值

我们选取光伏行业三家公司作为可比公司，2021年三家公司平均 PE 为 46.23 倍。公司是国内跟踪支架龙头，2017-2020 年，跟踪支架出货量均位列全球前四。上半年受海内外多重不利因素影响业绩有所下滑。公司蓄势待发，建设新产能并布局 BIPV 市场，未来盈利有望触底回升。预计未来三年公司归母净利润复合增速为 58.11%，首次覆盖给予“持有”评级。

**表 2：可比公司估值**

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）		
			20A	21E	22E	20A	21E	22E
002129.SZ	中环股份	46.61	0.36	0.94	1.24	71.02	49.62	37.58
688599.SH	天合光能	44.30	0.59	0.93	1.47	38.95	47.47	30.13
601865.SH	福莱特	45.50	0.80	1.09	1.49	50.00	41.61	30.60
平均值						53.32	46.23	32.77

数据来源：Wind，西南证券整理

### 3 风险提示

- 1) 跟踪支架渗透率不及预期的风险；
- 2) 全球光伏装机量不及预期的风险；
- 3) 原材料价格上涨，公司生产成本增加，盈利能力下降的风险。



**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	3128.60	4149.97	6111.69	8193.01	净利润	285.49	315.09	750.69	1128.49
营业成本	2477.04	3509.15	4854.42	6363.96	折旧与摊销	27.68	29.82	39.32	47.66
营业税金及附加	10.19	13.33	20.31	26.83	财务费用	18.56	12.94	18.00	25.19
销售费用	83.21	95.45	122.23	163.86	资产减值损失	-24.06	0.00	0.00	0.00
管理费用	74.84	166.00	244.47	327.72	经营营运资本变动	310.09	948.10	583.00	655.51
财务费用	18.56	12.94	18.00	25.19	其他	-209.92	41.01	-14.35	3.87
资产减值损失	-24.06	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>407.84</b>	<b>1346.95</b>	<b>1376.67</b>	<b>1860.71</b>
投资收益	7.64	0.00	0.00	0.00	资本支出	-108.36	-200.00	-250.00	-5.00
公允价值变动损益	17.98	6.94	8.49	9.55	其他	-694.10	6.94	8.49	9.55
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-802.45</b>	<b>-193.06</b>	<b>-241.51</b>	<b>4.55</b>
<b>营业利润</b>	<b>334.71</b>	<b>360.04</b>	<b>860.75</b>	<b>1295.00</b>	短期借款	-22.30	-65.53	0.00	0.00
其他非经营损益	1.68	2.13	2.11	2.12	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>336.39</b>	<b>362.17</b>	<b>862.86</b>	<b>1297.11</b>	股权融资	1307.05	0.00	0.00	0.00
所得税	50.90	47.08	112.17	168.62	支付股利	0.00	-57.10	-63.01	-150.13
净利润	285.49	315.09	750.69	1128.49	其他	-6.84	-12.82	-18.00	-25.19
少数股东损益	0.00	0.05	0.05	0.05	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>1277.92</b>	<b>-135.44</b>	<b>-81.01</b>	<b>-175.32</b>
归属母公司股东净利润	285.49	315.04	750.64	1128.44	<b>现金流量净额</b>	<b>871.22</b>	<b>1018.45</b>	<b>1054.15</b>	<b>1689.94</b>
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	1571.01	2589.46	3643.61	5333.55	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	300.96	1051.75	1376.89	1751.58	销售收入增长率	37.11%	32.65%	47.27%	34.05%
存货	289.97	422.60	600.35	781.48	营业利润增长率	78.31%	7.57%	139.07%	50.45%
其他流动资产	2042.01	964.26	977.37	991.28	净利润增长率	75.95%	10.37%	138.25%	50.33%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	81.75%	5.73%	127.93%	48.99%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	310.47	491.36	712.76	680.81	毛利率	20.83%	15.44%	20.57%	22.32%
无形资产和开发支出	99.61	89.29	78.96	68.63	三费率	5.65%	6.61%	6.29%	6.31%
其他非流动资产	49.57	49.18	48.79	48.40	净利率	9.13%	7.59%	12.28%	13.77%
<b>资产总计</b>	<b>4663.59</b>	<b>5657.89</b>	<b>7438.72</b>	<b>9655.74</b>	ROE	11.50%	11.50%	21.90%	25.61%
短期借款	65.53	0.00	0.00	0.00	ROA	6.12%	5.57%	10.09%	11.69%
应付和预收款项	1850.72	2606.24	3602.71	4732.90	ROIC	82.60%	-598.55%	-152.65%	-137.17%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.18%	9.71%	15.02%	16.70%
其他负债	265.06	311.26	407.92	516.40	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2181.31</b>	<b>2917.50</b>	<b>4010.64</b>	<b>5249.30</b>	总资产周转率	0.88	0.80	0.93	0.96
股本	135.72	135.72	135.72	135.72	固定资产周转率	11.59	12.43	11.98	12.55
资本公积	1738.54	1738.54	1738.54	1738.54	应收账款周转率	5.43	6.57	5.23	5.51
留存收益	608.14	866.08	1553.71	2532.02	存货周转率	9.63	9.45	9.36	9.14
归属母公司股东权益	2482.27	2740.33	3427.96	4406.28	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	85.57%	—	—	—
少数股东权益	0.01	0.06	0.11	0.16	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2482.29</b>	<b>2740.40</b>	<b>3428.08</b>	<b>4406.44</b>	资产负债率	46.77%	51.57%	53.92%	54.36%
负债和股东权益合计	4663.59	5657.89	7438.72	9655.74	带息债务/总负债	3.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	1.98	1.76	1.67	1.71
					速动比率	1.84	1.61	1.52	1.56
					股利支付率	0.00%	18.12%	8.39%	13.30%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	2.10	2.32	5.53	8.31
					每股净资产	18.29	20.19	25.26	32.47
					每股经营现金	3.01	9.92	10.14	13.71
					每股股利	0.00	0.42	0.46	1.11
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	380.95	402.79	918.08	1367.84					
PE	85.62	77.59	32.56	21.66					
PB	9.85	8.92	7.13	5.55					
PS	7.81	5.89	4.00	2.98					
EV/EBITDA	57.63	51.82	21.58	13.25					
股息率	0.00%	0.23%	0.26%	0.61%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
广深	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yyx@swsc.com.cn