

固德威 (688390)

公司研究/点评报告

营收端高增长，先行指标表现突出

—固德威 (688390) 2021 年半年度报告点评

点评报告/电力设备及新能源

2021 年 08 月 26 日

一、事件概述

8月25日,公司发布2021年半年报:报告期内实现营业收入10.87亿元(同比+84.89%);实现归母净利润1.53亿元(同比+29.66%);实现扣非后归母净利润1.43亿元(同比+26.66%);经营性活动现金流量净额0.44亿元(同比-65.11%);EPS 1.74元,加权平均ROE 10.1%。其中2021Q2:营业收入6.43亿元(同比+75.94%,环比+44.53%);归母净利润0.83亿元(同比+3.2%,环比+18.91%);扣非后归母净利润0.78亿元(同比,环比+18.65%);经营性活动现金流量净额0.76亿元(同比-39.10%,环比+339.2%)。

二、分析与判断

➤ 逆变器量价齐升，营收端高增长，毛利率略有下滑

营收: 2021H1 营收端高增长, 同比+84.89%, 其中 Q2 营收 6.43 亿元 (同比+75.94%, 环比+44.53%), 主要为逆变器出货增长及价格提升所致。2021H1 公司逆变器出货 23.85 万台: 按产品类型看, 并网逆变器 21.75 万台 (占比 91.19%), 储能逆变器 2.1 万台 (8.81%); 按销售区域看, 境外 16.65 万台 (占比 65.62%), 境内 8.2 万台 (占比 34.38%)。价格端由于半导体器件等原材料涨价, 产品价格上部分向下游传导成本压力。

毛利率: H1 综合毛利率 34.9%, 同比-6.44 pct, 其中 Q2 毛利率 32.89%, 环比-4.92 pct。毛利率下降主要原因: (1) 半导体器件等原材料短缺涨价带来成本提升 (未能全部传导至下游), 以 IGBT 为主的半导体器件占逆变器成本约 10%~15% 左右, IGBT+IC 半导体成本占比 26%; (2) 上半年国内户用市场高增, 带来公司国内市场销售占比较高 (2021H1 国内出货占比 34.38%, 2020 年为 33.21%), 从而拉低毛利率; (3) 公司销售海外市场为主, 船期紧张、海运价格上涨也部分影响了成本。预计随着公司原材料采购改善、价格向下游传导、海外市场占比提升等因素, 下半年公司毛利率有望改善。

费用率: 2021H1 费用率 18.56%, 其中 Q2 费用率 18.2%, 环比-0.88 pct。销售/管理/研发/财务费用率分别为 7.41%、3.46%、6.26%、1.06%, 环比分别下降 0.28、0.48、0.11、0.01 pct, 整体变化不大。损益类方面同样影响较小。

➤ 先行指标强势增长

上半年“缺芯”潮是电子、新能源汽车、逆变器等行业普遍现象, 公司加强供应链管理, 加大 IGBT 等短缺原材料备货。Q2 末公司存货余额 5.67 亿元, 环比+25.36%, 其中原材料账面价值 2.98 亿元, 较年初+125.71%。Q2 末公司合同负债余额 0.81 亿元, 环比+40.19%, 侧面反映公司在手订单充裕, 未来高增无忧。CAPEX 上, 公司加快募投项目广德二期产能建设, Q2 公司资本开支 0.64 亿元, 环比+92.28%; Q2 末固定资产、在建工程分别为 3.13、0.22 亿元, 环比分别+6.16%、+454.26%。

三、投资建议

公司组串式逆变器业务快速成长, 持续开拓新市场; 同时储能业务布局逐渐成型, 从单一储能逆变器供应商向储能系统提供商迈进。公司上半年毛利率受原材料涨价以及市场结构影响较大, 预计下半年有所改善, 长期成长空间可期。预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 4.8、7.32、10.98 亿元, 同比分别增长 84.2%、52.6%、50.1%, 对应 PE 分别为 82、54、36 倍, 参考当前 CS 光伏产业 61 倍 PE-TTM, 维持“推荐”评级。

四、风险提示:

光伏装机不及预期、逆变器价格下降超预期、原材料价格大幅上涨。

推荐

维持评级

当前价格: 445.0 元

交易数据 2021-8-25

近 12 个月最高/最低(元)	575.0/109.0
总股本(百万股)	88
流通股本(百万股)	21
流通股比例(%)	23.80
总市值(亿元)	392
流通市值(亿元)	93

该股与沪深 300 走势比较



资料来源: Wind, 民生证券研究院

分析师: 于潇

执业证号: S0100520080001

电话: 021-60876734

邮箱: yuxiao@mszq.com

研究助理: 丁亚

执业证号: S0100120120042

电话: 021-60876734

邮箱: dingya@mszq.com

研究助理: 李京波

执业证号: S0100121020004

电话: 021-60876734

邮箱: lijingbo@mszq.com

相关研究

1. 固德威(688390): 逆变器新市场突破, 储能进一步拓展
2. 固德威(688390): 逆变器快速成长, 储能带来新空间

盈利预测与财务指标

项目/年度	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	1,589	2,292	3,586	5,410
增长率 (%)	68.1	44.3	56.4	50.9
归属母公司股东净利润 (百万元)	260	480	732	1,098
增长率 (%)	153.2	84.2	52.6	50.1
每股收益 (元)	3.64	5.45	8.31	12.47
PE (现价)	122.3	81.7	53.5	35.7
PB	26.9	14.2	11.3	8.6

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2020	2021E	2022E	2023E
营业总收入	1,589	2,292	3,586	5,410
营业成本	992	1,341	2,080	3,157
营业税金及附加	10	17	25	37
销售费用	131	229	394	595
管理费用	57	98	152	218
研发费用	92	138	215	321
EBIT	308	469	719	1,081
财务费用	6	0	0	0
资产减值损失	(7)	0	0	0
投资收益	(5)	0	0	0
营业利润	302	478	730	1,094
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	303	478	730	1,094
所得税	44	0	0	0
净利润	259	478	730	1,094
归属于母公司净利润	260	480	732	1,098
EBITDA	330	508	773	1,157
资产负债表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1088	2233	3247	4727
应收账款及票据	203	413	610	811
预付款项	8	9	16	24
存货	350	321	488	565
其他流动资产	18	18	18	18
流动资产合计	2187	3696	4969	6999
长期股权投资	26	26	26	26
固定资产	275	469	720	947
无形资产	31	33	33	33
非流动资产合计	372	513	688	828
资产合计	2560	4209	5657	7827
短期借款	0	0	0	0
应付账款及票据	907	1226	1902	2887
其他流动负债	22	22	22	22
流动负债合计	1076	1435	2153	3228
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	27	27	27	27
非流动负债合计	27	27	27	27
负债合计	1103	1462	2180	3256
股本	88	88	88	88
少数股东权益	(0)	(1)	(3)	(7)
股东权益合计	1457	2747	3477	4571
负债和股东权益合计	2560	4209	5657	7827

资料来源: 公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力				
营业收入增长率	68.1	44.3	56.4	50.9
EBIT 增长率	122.2	52.2	53.4	50.3
净利润增长率	153.2	84.2	52.6	50.1
盈利能力				
毛利率	37.6	41.5	42.0	41.6
净利润率	16.4	20.9	20.4	20.3
总资产收益率 ROA	10.2	11.4	12.9	14.0
净资产收益率 ROE	17.9	17.4	21.0	24.0
偿债能力				
流动比率	2.0	2.6	2.3	2.2
速动比率	1.7	2.4	2.1	2.0
现金比率	1.3	1.7	1.6	1.5
资产负债率	0.4	0.3	0.4	0.4
经营效率				
应收账款周转天数	29.7	40.1	37.3	35.7
存货周转天数	96.9	90.0	70.0	60.0
总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	3.6	5.4	8.3	12.5
每股净资产	16.6	31.2	39.5	52.0
每股经营现金流	4.9	5.8	14.1	19.3
每股股利	1.2	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	122.3	81.7	53.5	35.7
PB	26.9	14.2	11.3	8.6
EV/EBITDA	90.2	57.1	36.4	23.3
股息收益率	0.3	0.0	0.0	0.0
现金流量表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	259	478	730	1,094
折旧和摊销	24	39	54	76
营运资金变动	133	(4)	459	526
经营活动现金流	428	512	1,243	1,695
资本开支	128	180	229	215
投资	(601)	0	0	0
投资活动现金流	(729)	(180)	(229)	(215)
股权募资	793	812	0	0
债务募资	(42)	(1)	0	0
筹资活动现金流	732	812	0	0
现金净流量	431	1,145	1,014	1,480

分析师与研究助理简介

于潇，民生证券电力设备新能源行业首席分析师，上海交通大学学士，北京大学硕士，先后就职于通用电气、中泰证券、东吴证券、华创证券，2020年8月加入民生证券。

丁亚，多年光伏产业研究经验，曾就职于SOLARZOOM、新时代证券，2020年12月加入民生证券。

李京波，上海交通大学本硕，5年汽车行业经验，曾就职于国海证券，2021年2月加入民生证券，主要负责新能源汽车产业链研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路8号财富金融广场1幢5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座18层； 100005

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。