

上半年毛利率下降影响业绩, 长期发展趋势不变

投资要点

- 业绩总结:** 公司2021年上半年实现营业收入7.98亿元, 同比下降10.29%; 实现归母净利润9835万元, 同比下降20.99%; 实现扣非归母净利润8771万元, 同比下降23.05%, EPS 0.23元, 业绩不及预期。
- 风电变流器龙头乘风而起, 下游需求影响产品毛利率。** 受益于2020年底风电抢装潮, 公司2020年营业收入为23.39亿元, 同比增长30.92%, 实现净利润2.67亿, 同比增长301.99%, 业绩实现爆发增长。公司专注于电能变换领域, 产品系列覆盖国内850kW-10.0MW风电变流器、5kW-3.125MW组串/集中/集散光伏逆变器等多种机型, 其中公司在风电变流器领域已达到国外领先厂商水平。我们认为, 上半年公司业绩不达预期主要原因为, 抢装结束后, 风电装机增速下降, 叠加公司成本端受供需影响, 元器件价格上升, 导致公司营收、毛利率双降。
- 光伏风电持续增长, 海上风电迎来新机遇。** 2020年全球光伏、风电分别实现装机量130GW、93GW, 同比大幅增长, 随着碳中和成为全球共识, 未来清洁能源的替代将带来光伏风电的持续增长。海上风电方面, 2020年全球海上风电新增装机容量6.1GW, 基本与2019年持平, 中国海上风电装机3GW, 同比增长54.54%, 根据GWEC预测, 未来海上风电将成为风电装机的主要增量来源, 公司目前已突破海上风电存在的防护和可靠性难点, 有望充分受益于海上风电带来的增长。
- 研发为本, 市场认可度不断提升。** 公司高度重视研发创新, 2020年公司研发投入1.45亿, 占营收比重6.18%, 上市以来公司研发投入占营收比重均超过6%, 其中2017、2018年占比超过10%, 高强度的研发投入是公司的立身之本。研发带来的技术实力使公司产品具备不断升级与优化的能力, 收获了市场客户的认可, 在前20大风电整机厂商中, 公司的客户覆盖占比达到了73%, 第三方风电变流器的市占率超过30%。
- 盈利预测与投资建议。** 公司是国内风电变流器龙头公司, 专注于电能转换领域, 风电变流器第三方配套市场市占率第一, 研发实力强劲, 客户认可度高, 将持续受益于光伏风电的增长。首次覆盖, 给予“持有”评级。
- 风险提示:** 风电、光伏装机不及预期风险; 产品价格及毛利率下降的风险; 客户开拓不及预期风险; 技术开发不及预期风险; 低收益率业务剥离进度或不及预期的风险。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2338.52	2144.00	2405.00	2734.00
增长率	30.92%	-8.32%	12.17%	13.68%
归属母公司净利润(百万元)	266.68	387.62	485.87	594.56
增长率	301.99%	45.35%	25.35%	22.37%
每股收益EPS(元)	0.61	0.89	1.12	1.37
净资产收益率ROE	9.28%	12.35%	13.67%	14.64%
PE	43	30	24	19
PB	4.10	3.66	3.23	2.83

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



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.35
流通A股(亿股)	4.32
52周内股价区间(元)	8.72-28.5
总市值(亿元)	114.76
总资产(亿元)	47.71
每股净资产(元)	6.66

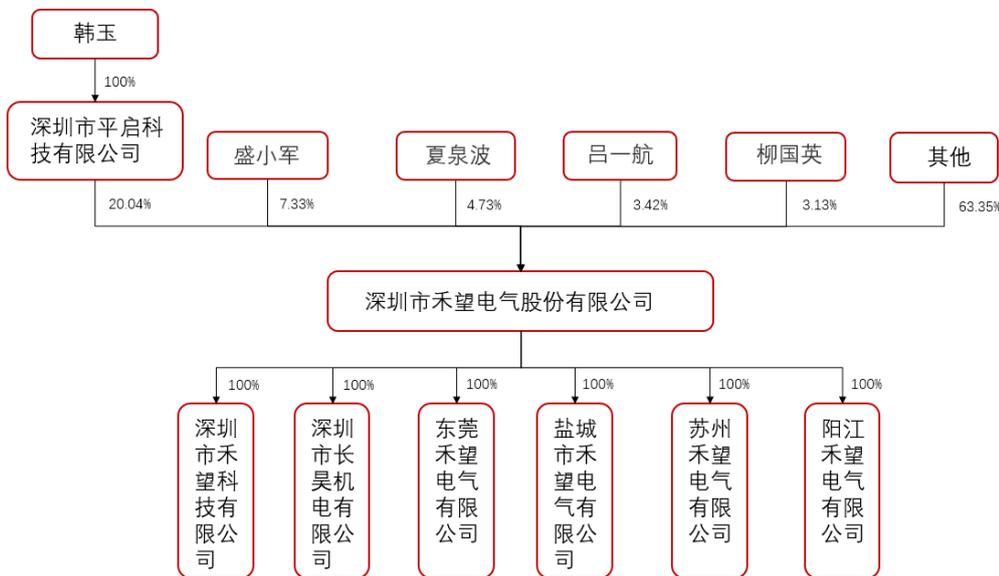
相关研究

1 业绩爆发，风电变流器龙头乘风而起

深圳市禾望电气股份有限公司专注于新能源和电气传动产品的研发、生产、销售和服务，主要产品包括风电变流器、太阳能光伏逆变器、通用型和工程型变频器等电力电子设备。公司在新能源电控系统解决方案方面是国内最具竞争力的本土电气企业之一，拥有完整的大功率电力电子装置及监控系统的自主开发及测试平台。公司通过技术和服务上的创新，不断为客户创造价值，现已成为国内新能源领域最具竞争力的电气企业之一。

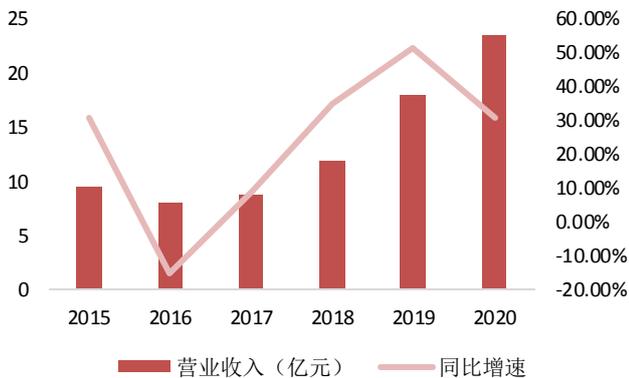
公司实际控制人为韩玉董事长，最大股东为深圳市平启科技有限公司，持股比例为 20.04%，该公司由韩玉董事长控制，控股比例 100%，公司股权结构较为集中，稳定性较好。公司高层大都具有华为艾默生体系背景，关系稳定，其中，韩玉、盛小军、夏泉波、柳国英于 2011 年 10 月 8 日签订了《股东一致行动协议》，为一致行动关系。

图 1：公司股权结构及主要子公司



数据来源：Wind，西南证券整理

公司 2020 年全年实现营业收入 23.39 亿元，同比增长 30.92%；实现归母净利润 2.67 亿元，同比增长 301.99%；实现扣非归母净利润 2.83 亿元，同比增长 557.18%，公司业绩的大幅增长一方面受益于 2020 年底的抢装潮带来的营收增加，另一方面在于公司对费用端的把握到位，2020 年公司三费率同比下降 5.97 个百分点。

图 2：公司历年营收及增速


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 3：公司 2020 年归母净利润同比增长 301.99%


数据来源：Wind, 西南证券整理

公司专注电能变换领域。经过多年的研发投入，公司已形成以电力电子技术、电气传动技术、工业通信/互联技术和整机工艺/制造工艺技术为核心的技术平台。在风力发电方面，公司专注于电网适应性研究和未来新机型研发，风电机组转矩跟踪、电能质量、电网适应性、高低压穿越和海上风电等解决方案均具有较强竞争力。在光伏发电方面，公司是国内首推集散式光伏逆变方案的光伏逆变器制造商之一，该方案将传统集中式逆变器单路 MPPT（最大功率点跟踪）分散至其前端的光伏控制器，较传统的集中式逆变器方案进一步提升了发电效率。目前，公司在风电变流器领域已达到国外领先厂商技术水平，是国内风电变流器龙头公司。

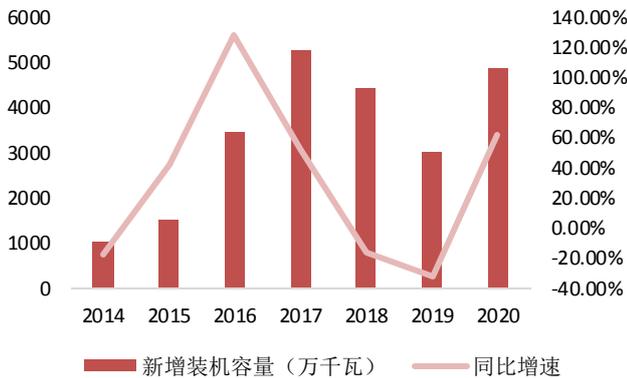
图 4：公司主要产品


数据来源：公司公告, 西南证券整理

2 光伏风电持续增长，海上风电迎来新机遇

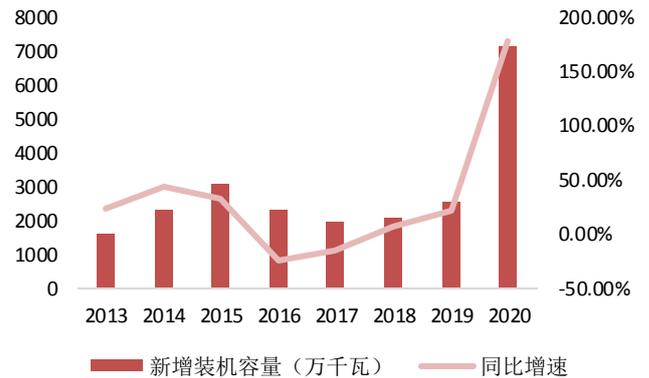
根据国家能源局数据，2020 年我国光伏、风电新增装机分别为 4887 万千瓦、7167 万千瓦，同比增长 62.3%、178.44%，光伏、风电等清洁能源持续增长。随着 2020 年碳中和目标的确定，未来发电侧清洁能源替代的趋势将不可逆转，光伏和风电的市场空间将进一步增长。其中《北京风能宣言》提出“十四五”期间每年新增装机 5000 万千瓦以上，2025 年后风电年均新增装机容量应不低于 6000 万千瓦的目标，我国实现碳中和的决心和意志已成为共识，未来光伏和风电的前景将是公司成长的巨大机遇。

图 5：中国历年光伏新增装机情况



数据来源：国家能源局，西南证券整理

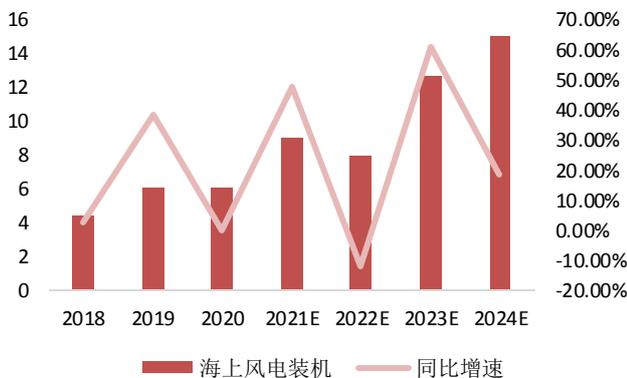
图 6：中国历年风电新增装机情况



数据来源：国家能源局，西南证券整理

海上风电发展潜力巨大，公司将充分受益。2020 年全球海上风电新增装机容量 6.1GW，基本与 2019 年持平，中国海上风电装机 3GW，同比增长 54.54%。相比陆上风电海上风力资源更加丰富，可利用小时数大幅度提高，且接近用电负荷区，消纳问题有保障，未来随着海上风力发电电成本的进一步下降，海上风电市场将实现快速发展。在海上风电领域，2018 年 3 月公司中压 IGCT 变流器实现海上风电并网运行，打破了 ABB 在中压海上风电领域的垄断，公司产品也是目前极少数实现并网在运的国产产品之一，目前公司已突破海上风电存在的防护和可靠性难点，未来随着海上风电增长以及国产化替，公司有望充分受益。

图 7：全球海上风电装机预测 (GW)



数据来源：GWEC，西南证券整理

图 8：中国海上风电装机预测 (GW)

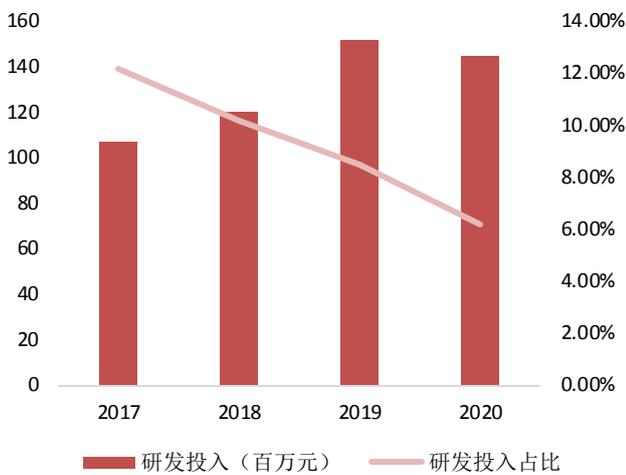


数据来源：GWEC，西南证券整理

3 研发为本，市场认可度不断提升

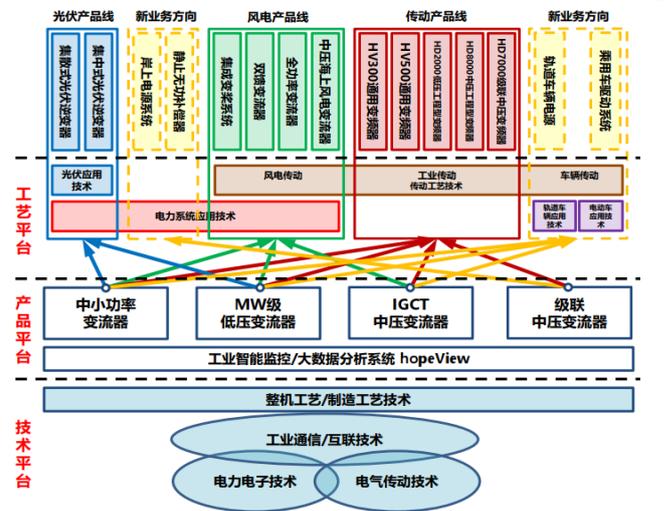
研发创新是公司的立身之本。2020 年公司研发费用 1.45 亿，占营业收入比重 6.18%，禾望一直秉承高强度研发投入战略，每年研发投入占营业收入比重超过 6%，2017、2018 年占比超过 10%。高强度的研发确保了公司拥有自主知识产权，截止 2020 年底，公司取得 364 项专利，其中国际专利 1 项，发明专利 63 项，实用新型专利 270 项，外观设计专利 30 项。此外，通过多年的技术积累，禾望搭建了以电力电子技术、电气传动技术等为核心的技术平台，通过不同产品平台之间的交叉和拓展，公司具备不断丰富产品系列以满足下游客户多元化的需求的能力，同时平台具有兼容性的开发模式，不同产品品类可以使用通过的物料，“归一化”的生产能力使得生产成本得以有效控制。

图 9：公司历年研发投入与占营业收入比重



数据来源：公司公告

图 10：禾望电气核心技术平台及主要业务示意图



数据来源：公司公告

打破主机厂封闭供应环节，市场份额持续扩大。2016 年前，风电变流器中有近 50% 的市场份额是由风电主机厂设立的变流器子公司自给自足的封闭环节，公司在第三方配套市场份额中公司占比为 29.72%，全市场占比仅 14%。但公司凭借强大的技术优势，成功打破主机厂相对封闭的供应环节，获得大多数主机厂商的认可，目前公司已对明阳智能、远景能源等多家大型主机厂形成销售，在前 20 大主机厂商中的客户覆盖率达到 73%，未来随着风机功率大型化的迭代速度加快，第三方风配套电变流器配套将成为主机厂的更优选择，公司作为第三方配套市场的龙头，市场份额有望持续扩大。

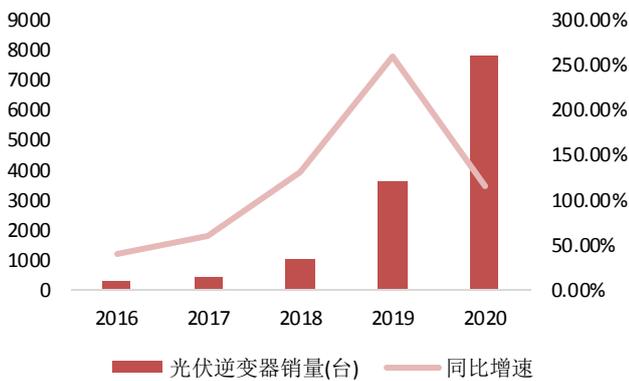
图 11：公司客户群体



数据来源：公司公告

公司光伏逆变器产品认可度不断提高。光伏逆变器与风电变流器技术同源，具有协同效应，公司天生具备技术优势。相较传统的集中式逆变器方案，公司主推集散式光伏逆变器作为主要产品，进一步提升了发电效率，切合客户降本提效的诉求，得到市场的广泛认可。2020 年公司实现光伏逆变器销量 7778 台，同比增长 114.09%，近三年公司光伏逆变器销量均实现大幅增长，2018-2020 年增速分别达到 129.35%、257.58%、114.09%，市场份额得到快速提高。

图 12：公司光伏逆变器销售情况



数据来源：公司公告

图 13：公司集散式光伏逆变器和汇流箱



数据来源：公司官网

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：考虑到去年抢装带来的基数效应，海上风电带来的增长以及公司持续拓展下游客户自供环节的市场份额，预计公司 2021-2023 年风电变流器实现销售 5000 台、5500 台、6000 台，光伏逆变器实现销售 8400 台、9200 台、11000 台。

假设 2：公司 2020 年 11 月完成孚尧能源股权转让，剥离收益率较低的电站系统集成业务，聚焦主业。

假设 3：公司下游需求逐渐恢复，上游 IGBT，IC 芯片价格恢复正常水平，产品毛利率逐渐回升。

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
新能源电控业务	收入	1621.93	1925	2126	2380
	增速	66.0%	18.7%	10.4%	11.9%
	毛利率	41.7%	35.0%	36.0%	38.0%
电站系统集成业务	收入	528.87	-	-	-
	增速	-25.4%	-	-	-
	毛利率	11.3%	-	-	-
工程传动业务	收入	164.22	200	241	305
	增速	85.8%	21.8%	20.5%	26.6%
	毛利率	48.5%	49.0%	50.8%	51.5%
其他	收入	23.5	29	38	49
	增速	101.9%	23.4%	31.0%	28.9%
	毛利率	95.9%	91.0%	95.6%	94.3%
合计	收入	2338.5	2144.0	2405.0	2734.0
	增速	30.9%	-8.32%	12.2%	13.7%
	毛利率	35.9%	37.1%	38.4%	40.5%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取四家可比公司，2020 年四家公司平均 PE 为 49.96 倍，2021 年平均 PE 为 34.71 倍。公司是国内风电变流器龙头公司，专注于电能转换领域，风电变流器第三方配套市场占有率第一，研发实力强劲，客户认可度高，将持续受益于光伏风电的增长。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
300274.SZ	阳光电源	122.18	1.34	2.03	2.86	91.71	60.09	42.65
002184.SZ	海得控制	11.32	0.53	0.72	1.04	20.9	14.28	10.28
002334.SZ	英威腾	5.56	0.18	0.26	0.32	33.11	20.21	16.25
300124.SZ	汇川技术	66.54	1.22	1.43	1.87	54.12	43.23	34.16
平均值						49.96	34.71	25.11

数据来源: Wind, 西南证券整理

5 风险提示

- 1) 风电、光伏装机不及预期风险;
- 2) 产品价格及毛利率下降的风险;
- 3) 客户开拓不及预期风险;
- 4) 技术开发不及预期风险;
- 5) 低收益率业务剥离进度或不及预期的风险。

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	2338.52	2144.00	2405.00	2734.00	净利润	259.76	387.62	485.87	594.56
营业成本	1500.06	1349.36	1480.88	1626.32	折旧与摊销	20.88	25.50	25.50	25.50
营业税金及附加	14.09	13.27	14.78	16.78	财务费用	-1.34	3.36	1.16	0.94
销售费用	181.02	194.69	202.28	239.11	资产减值损失	11.42	0.00	0.00	0.00
管理费用	151.64	159.71	171.42	197.80	经营营运资本变动	-41.87	419.55	-59.05	-159.57
财务费用	-1.34	3.36	1.16	0.94	其他	-108.13	-0.10	-5.20	2.62
资产减值损失	11.42	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	140.73	835.94	448.28	464.04
投资收益	-30.53	0.00	0.00	0.00	资本支出	123.68	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-391.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-267.33	0.00	0.00	0.00
营业利润	279.10	423.61	534.48	653.05	短期借款	-19.90	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	6.28	4.95	5.39	5.25	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	285.38	428.56	539.87	658.30	股权融资	46.08	0.00	0.00	0.00
所得税	25.62	40.94	54.00	63.74	支付股利	-6.89	-46.25	-70.66	-87.14
净利润	259.76	387.62	485.87	594.56	其他	99.11	-24.33	-1.16	-0.94
少数股东损益	-6.92	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	118.40	-70.58	-71.82	-88.07
归属母公司股东净利润	266.68	387.62	485.87	594.56	现金流量净额	-8.81	765.36	376.46	375.97
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	678.98	1444.34	1820.80	2196.77	成长能力				
应收和预付款项	1324.80	1542.17	1629.85	1842.36	销售收入增长率	30.92%	-8.32%	12.17%	13.68%
存货	721.06	647.99	717.05	785.05	营业利润增长率	200.05%	51.78%	26.17%	22.18%
其他流动资产	658.13	141.89	149.04	158.05	净利润增长率	214.73%	49.22%	25.35%	22.37%
长期股权投资	195.41	195.41	195.41	195.41	EBITDA 增长率	163.58%	51.51%	24.02%	21.09%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	327.60	310.79	293.98	277.17	毛利率	35.85%	37.06%	38.42%	40.52%
无形资产和开发支出	79.20	70.81	62.42	54.04	三费率	14.17%	16.69%	15.59%	16.01%
其他非流动资产	262.22	261.92	261.61	261.31	净利率	11.11%	18.08%	20.20%	21.75%
资产总计	4247.40	4615.32	5130.18	5770.17	ROE	9.28%	12.35%	13.67%	14.64%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	6.12%	8.40%	9.47%	10.30%
应付和预收款项	1220.75	1317.62	1405.51	1525.08	ROIC	14.43%	24.07%	34.32%	38.87%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.77%	21.10%	23.33%	24.85%
其他负债	228.52	158.19	169.95	182.95	营运能力				
负债合计	1449.26	1475.81	1575.46	1708.03	总资产周转率	0.55	0.48	0.49	0.50
股本	433.84	434.71	434.71	434.71	固定资产周转率	12.21	10.48	12.81	16.00
资本公积	1042.89	1042.02	1042.02	1042.02	应收账款周转率	2.00	1.81	1.77	1.85
留存收益	1340.88	1682.25	2097.46	2604.88	存货周转率	2.05	1.95	2.16	2.16
归属母公司股东权益	2796.64	3138.01	3553.22	4060.64	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	74.85%	—	—	—
少数股东权益	1.50	1.50	1.50	1.50	资本结构				
股东权益合计	2798.14	3139.51	3554.72	4062.14	资产负债率	34.12%	31.98%	30.71%	29.60%
负债和股东权益合计	4247.40	4615.32	5130.18	5770.17	带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.40	2.63	2.81	2.98
					速动比率	1.89	2.18	2.34	2.51
					股利支付率	2.58%	11.93%	14.54%	14.66%
					每股指标				
					每股收益	0.61	0.89	1.12	1.37
					每股净资产	6.43	7.22	8.17	9.34
					每股经营现金	0.32	1.92	1.03	1.07
					每股股利	0.02	0.11	0.16	0.20
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	298.64	452.47	561.14	679.49					
PE	43.03	29.61	23.62	19.30					
PB	4.10	3.66	3.23	2.83					
PS	4.91	5.35	4.77	4.20					
EV/EBITDA	35.00	21.42	16.60	13.15					
股息率	0.06%	0.40%	0.62%	0.76%					

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	zfy@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
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	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
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	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