

2021年11月14日

新风光 (688663.SH)

# 从SVG到储能,风光大发展下铸造“新风光”

■以无功补偿和变频器为核心,多板块协同发展:公司深耕大功率电力电子节能控制行业,核心产品为高压动态无功补偿装置(SVG)、高压变频器以及轨道交通能量回馈装置,其中以SVG业务为主,营收占比66.7%,目前主要应用于光伏电站、风力电站、冶金、电力及矿业等领域。同时,根据招股说明书,公司部分IPO募投资金投于储能双向功率变换器(PCS)产品,储能有望成为公司未来新增长点。从2017-2020年公司业绩增速较为稳定,营收从4.31亿元增长至8.44亿元,CAGR为25.1%,归母净利润从0.72亿元增长至1.07亿元,CAGR为14.1%。

■碳中和下新能源需求持续扩张,SVG市场空间有望加速释放:公司核心产品动态无功补偿装置,主要用于新能源发电领域,由于新能源发电波动性较大,大量新能源装机投入将对电网造成较大冲击。SVG装置一方面有助于降低线路及变压器运行过程中的损耗,减少电能损失,另一方面稳定受电端及电网电压,提升输电稳定性。据智研咨询披露的数据,2019年国内高压SVG行业市场规模为41亿元,五年年复合增速为21%,行业整体保持稳定增长。“碳中和”背景下我国风电光伏装机量将实现大幅增长,据国务院印发的《2030年前碳达峰行动方案通知》,要求到2030年,风电、太阳能装机容量达到12亿千瓦以上(2020年底仅5.3亿千瓦)。据国家电网要求,SVG为新能源电站并网的配套设备,装机容量配比在10%-25%之间,随着大量新能源装机投产,SVG装置需求有望大幅增长,行业市场空间有望加速释放。

■公司为国内SVG龙头,市占率仍有提升空间:SVG在国内为新兴行业,公司进入行业时间较早,已在业内积累一定口碑及影响力,为国内SVG龙头之一。据公司招股说明书,公司2020年在高压SVG行业中市占率约为8.22%。公司深耕无功补偿行业多年,在客户资源、技术研发等方面已具备一定优势,客户资源方面,公司目前已积累较为深厚的客户资源,核心客户包括正泰集团、协鑫新能源、中电建、中能建等国内大型新能源项目建设企业,公司有望通过与国内新能源建设龙头企业形成紧密合作进一步提升其市场影响力。技术研发方面,据公司公告,截至2021年上半年公司拥有19项核心技术以及200项实用新型专利,研发能力位于行业前列,同时,公司不断增大研发投入,研发费用从2017年的1617万元增长至2020年的3223万元,

公司快报

证券研究报告

投资评级 增持-A

首次评级

6个月目标价: 76.80元  
 股价(2021-11-12) 67.30元

### 交易数据

总市值(百万元)	9,418.64
流通市值(百万元)	2,119.34
总股本(百万股)	139.95
流通股本(百万股)	31.49
12个月价格区间	19.19/67.30元

### 股价表现



资料来源: Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	151.01	80.22	364.54
绝对收益	150.37	80.87	371.46

邵琳琳

分析师

SAC 执业证书编号: S1450513080002  
 shaoli@essence.com.cn  
 021-35082107

周喆

分析师

SAC 执业证书编号: S1450521060003  
 zhouzhe@essence.com.cn  
 021-35082029

苏多永

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517030005  
 suduoyong@essence.com.cn  
 021-35082325

### 相关报告

到 2021 年前三季度公司研发费用率达到 4.65%。除了新能源业务板块之外，公司也着力拓展钢铁、矿业等传统市场 SVG 对 SVC 的替代，销售渠道不断拓宽。

■**储能业务客户与主业重叠度高，下游拓展具备先发优势。**政策推动下储能市场迅速扩张，据国家发改委、能源局于 8 月 10 日发布的《关于鼓励可再生能源发电企业自建或购买调峰能力增加并网规模的通知》，要求超过电网保障性并网以外的新能源装机规模按功率 15% 的比例自建储能或调峰资源，按 20% 以上比例挂钩的优先并网。未来储能市场有望随着新能源装机的大幅增长实现迅速扩张。公司积极拓展储能业务，据公司招股说明书，公司募集 1.04 亿元用于储能中的核心设备——PCS 装置的研发与生产，项目建设完成后储能 PCS 产品的产能预计达到 900 台/年。PCS 装置作为储能的核心部件，随着储能市场规模的迅速扩张，PCS 装置需求增长空间可期。由于储能 PCS 装置下游客户同样以新能源建设企业为主，与公司 SVG 业务的客户资源重叠度高，公司目前已积累大量优质新能源建设企业客户资源，未来拓展储能业务将具备一定先发优势。

■**投资建议：**我们预计公司 2021 年-2023 年的收入分别为 11.50 亿元、14.76 亿元、19.34 亿元，增速分别为 36.2%、28.4%、31.1%，净利润分别为 1.34 亿元、1.78 亿元、2.38 亿元，增速分别为 26.1%、32.2%、33.5%；首次给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 76.80 元。

■**风险提示：**原材料价格波动风险、新能源增长不及预期风险、研发进度不及预期风险

(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营收入	631.2	843.9	1,149.5	1,475.7	1,934.0
净利润	104.5	106.7	134.5	177.9	237.5
每股收益(元)	0.75	0.76	0.96	1.27	1.70
每股净资产(元)	3.45	3.91	4.74	5.51	6.54

  

盈利和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
市盈率(倍)	90.1	88.3	70.0	52.9	39.7
市净率(倍)	19.5	17.2	14.2	12.2	10.3
净利润率	16.6%	12.6%	11.7%	12.1%	12.3%
净资产收益率	21.7%	19.5%	20.3%	23.1%	25.9%
股息收益率	0.0%	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%
ROIC	29.5%	29.4%	37.2%	55.7%	36.6%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	631.2	843.9	1,149.5	1,475.7	1,934.0	<b>成长性</b>					
减:营业成本	380.0	569.5	761.9	980.4	1,288.9	营业收入增长率	18.5%	33.7%	36.2%	28.4%	31.1%
营业税费	4.6	5.5	6.9	8.1	10.6	营业利润增长率	14.8%	4.6%	24.3%	31.5%	34.0%
销售费用	77.0	90.1	120.7	155.0	193.4	净利润增长率	17.9%	2.1%	26.1%	32.2%	33.5%
管理费用	32.8	37.8	60.8	73.6	95.1	EBITDA 增长率	25.0%	1.5%	36.5%	30.2%	32.9%
研发费用	28.0	32.2	46.0	59.0	77.4	EBIT 增长率	28.7%	-0.1%	39.1%	31.7%	34.2%
财务费用	0.4	0.4	-0.7	-0.6	-0.4	NOPLAT 增长率	13.6%	5.2%	23.9%	32.4%	34.2%
资产减值损失	-0.7	-0.5	2.0	0.3	0.6	投资资本增长率	5.5%	-2.0%	-11.6%	104.4%	1.3%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	18.6%	13.4%	21.3%	16.3%	18.7%
投资和汇兑收益	-	0.1	1.0	1.0	1.0	<b>利润率</b>					
<b>营业利润</b>	117.6	123.0	152.9	201.1	269.4	毛利率	39.8%	32.5%	33.7%	33.6%	33.4%
加:营业外净收支	3.1	-0.5	0.9	1.1	0.5	营业利润率	18.6%	14.6%	13.3%	13.6%	13.9%
<b>利润总额</b>	120.6	122.5	153.8	202.2	269.9	净利润率	16.6%	12.6%	11.7%	12.1%	12.3%
减:所得税	16.1	15.8	19.2	24.3	32.4	EBITDA/营业收入	18.4%	14.0%	14.0%	14.2%	14.4%
<b>净利润</b>	104.5	106.7	134.5	177.9	237.5	EBIT/营业收入	17.4%	13.0%	13.2%	13.6%	13.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	固定资产周转天数	53	42	31	23	17
货币资金	130.6	199.1	332.1	118.1	235.1	流动营业资本周转天数	137	101	64	84	94
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	445	409	398	367	341
应收账款	377.5	483.5	699.0	838.5	1,154.0	应收账款周转天数	194	184	185	188	185
应收票据	114.4	153.9	197.4	212.6	324.6	存货周转天数	105	83	66	66	67
预付账款	2.7	3.3	3.0	5.1	5.6	总资产周转天数	520	469	446	407	374
存货	190.9	198.9	224.3	320.3	395.8	投资资本周转天数	203	154	106	118	121
其他流动资产	41.5	20.3	26.6	29.5	25.5	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	21.7%	19.5%	20.3%	23.1%	25.9%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	10.5%	8.8%	8.2%	10.5%	10.2%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	29.5%	29.4%	37.2%	55.7%	36.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	96.2	99.3	96.4	93.0	89.3	销售费用率	12.2%	10.7%	10.5%	10.5%	10.0%
在建工程	2.5	9.8	19.8	29.8	39.8	管理费用率	5.2%	4.5%	5.3%	5.0%	4.9%
无形资产	29.7	28.9	28.0	27.0	26.0	研发费用率	4.4%	3.8%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	6.6	10.0	15.0	20.0	25.0	财务费用率	0.1%	0.0%	-0.1%	0.0%	0.0%
<b>资产总额</b>	992.4	1,207.1	1,641.5	1,693.9	2,320.6	四费/营业收入	21.9%	19.0%	19.7%	19.4%	18.9%
短期债务	20.0	20.0	-	13.7	-	<b>偿债能力</b>					
应付账款	254.4	305.4	474.0	539.2	763.5	资产负债率	51.4%	54.7%	59.6%	54.4%	60.5%
应付票据	19.2	99.0	70.3	147.5	138.9	负权益比	105.7%	120.6%	147.3%	119.5%	153.4%
其他流动负债	208.4	228.4	425.4	214.0	494.8	流动比率	1.71	1.62	1.53	1.67	1.53
长期借款	-	-	-	-	-	速动比率	1.33	1.32	1.30	1.32	1.25
其他非流动负债	7.9	7.1	7.9	7.6	7.5	利息保障倍数	287.86	279.47	-223.59	-308.72	-606.37
<b>负债总额</b>	509.9	659.9	977.6	922.1	1,404.8	<b>分红指标</b>					
少数股东权益	-	-	-	-	-	DPS(元)	-	0.30	0.38	0.50	0.67
股本	105.0	105.0	140.0	140.0	140.0	分红比率	0.0%	39.3%	39.3%	39.3%	39.3%
留存收益	377.5	442.3	523.9	631.8	775.9	股息收益率	0.0%	0.4%	0.6%	0.7%	1.0%
<b>股东权益</b>	482.5	547.2	663.8	771.8	915.8						
<b>现金流量表</b>						<b>业绩和估值指标</b>					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E	2019	2020	2021E	2022E	2023E	
净利润	104.5	106.7	134.5	177.9	237.5	EPS(元)	0.75	0.76	0.96	1.27	1.70
加:折旧和摊销	6.8	8.6	8.9	9.3	9.7	BVPS(元)	3.45	3.91	4.74	5.51	6.54
资产减值准备	0.7	0.5	-	-	-	PE(X)	90.1	88.3	70.0	52.9	39.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	19.5	17.2	14.2	12.2	10.3
财务费用	0.9	0.9	-0.7	-0.6	-0.4	P/FCF	110.3	82.7	60.4	-67.8	43.7
投资损失	-	-	-1.0	-1.0	-1.0	P/S	14.9	11.2	8.2	6.4	4.9
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	-	-	56.3	44.3	32.9
营运资金的变动	-104.3	132.3	42.5	-330.0	-8.0	CAGR(%)	19.4%	30.6%	14.9%	19.4%	30.6%
<b>经营活动产生现金流量</b>	67.0	125.0	184.3	-144.4	237.7	PEG	4.6	2.9	4.7	2.7	1.3
投资活动产生现金流量	-12.2	-22.9	-14.0	-14.0	-14.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-18.1	-82.8	-37.3	-55.6	-106.7	REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级:

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6-12 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 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

### 风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

本报告署名分析师声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设，并采用适当的估值方法和模型得出的，由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性，估值结果和分析结论也存在局限性，请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034