

光伏贡献增长动能，盈利能力有所承压

投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2021年年报及2022年一季报, 2021年公司实现营收13.7亿元, 同比增长47.6%; 实现归母净利润1.4亿元, 同比增长33.4%; 实现扣非后归母净利润1.3亿元, 同比增加30.7%。Q4单季公司实现营收3.1亿元, 同比增长20.6%; 实现归母净利润956.7万元, 同比减少49.7%。2022Q1公司实现营收2.9亿元, 同比减少16.1%; 实现归母净利润3764.5万元, 同比减少23.9%。此外, 公司拟每10股转4股并派发现金红利1.5元(含税), 分红率16.7%。
- **光伏贡献增长动能, 白电、电机增长稳健。** 2021年3月公司收购富乐新能源进军光伏领域, 2021年光伏业务为公司贡献了2.5亿元营收, 占总营收18.6%; 公司白电业务/电机业务增长稳健, 分别同比增长11.0%/52.8%至8.7/1.8亿元, 分别占总营收63.4%/13.4%。
- **增资富乐新能源, 光伏有望持续放量。** 公司拟向富乐新能源增加投资2.4亿元并收购其39.2%的股权, 收购后公司持股比例将达到90.2%, 此次交易有利于加快公司在光伏领域的进军步伐, 并且伴随富乐新能源光伏组件一期项目“年产1GW光伏组件项目”的产能爬坡以及二期项目“年产2GW高发电量光伏组件项目”推进, 公司光伏业务有望持续放量。预计2023年后公司将拥有3.5GW光伏组件产能, 助力公司充分享受光伏行业高速增长的红利。
- **盈利能力有所承压。** 2021年公司综合毛利率为21.5%, 同比下降4.6pp, 其中Q4毛利率为14.2%, 同比下降7.8pp, 毛利率大幅下滑主要有两个原因: 1) 原材料价格大幅上涨; 2) 光伏业务逐季放量, 但毛利率相对较低拉低整体毛利率, 2021年白电业务/光伏业务/电机业务毛利率分别为28.3%/8.6%/10.5%。费用方面, 公司销售费用率/管理费用率/研发费用率/财务费用率分别为0.8%/4.6%/3.6%/1.1%, 分别同比减少0.2%/1.8%/0.4%/0.2%。综合来看, 公司净利率为11.1%, 同比减少0.8pp。
- **Q1营收业绩承压。** 营收方面, 受疫情反复等因素影响, 下游白电需求下降导致公司营收下滑, 根据AVC数据, 2022Q1中国家电零售额为1430亿元, 同比下降11.1%。毛利率方面, 受原材料价格继续上涨以及营收结构持续调整, 2022Q1公司毛利率同比下降1.4pp至24.5%。费用方面, 销售费用率/管理费用率/研发费用率分别同比上升0.3pp/0.1pp/2pp至1%/4%/4.4%, 财务费用率同比下降1.1pp至0.02%。综合来看, 公司净利率13.6%, 同比下降0.9pp。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑到公司白电板块业务稳健增长, 光伏业务逐步放量, 预计公司2022-2024年EPS分别为0.85元、1.03元、1.31元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格持续上涨, 下游白电行业需求不及预期。

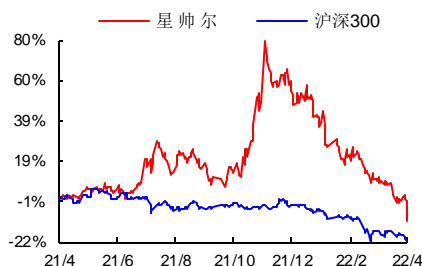
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	1368.59	2701.70	3600.77	4853.11
增长率	47.64%	97.41%	33.28%	34.78%
归属母公司净利润(百万元)	143.87	187.35	225.69	286.95
增长率	33.38%	30.22%	20.47%	27.14%
每股收益EPS(元)	0.66	0.85	1.03	1.31
净资产收益率ROE	12.17%	14.11%	15.01%	16.58%
PE	22	17	14	11
PB	2.49	2.31	2.04	1.78

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 龚梦涵
执业证号: S1250518090001
电话: 023-63786049
邮箱: gmh@swsc.com.cn
联系人: 夏勤
电话: 023-63786049
邮箱: xiaqin@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)	2.19
流通A股(亿股)	1.62
52周内股价区间(元)	14.15-28.59
总市值(亿元)	31.03
总资产(亿元)	18.92
每股净资产(元)	5.65

相关研究

1. 星帅尔(002860): 压缩机配件细分龙头, 组件代工切入光伏领域 (2022-01-26)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	1368.59	2701.70	3600.77	4853.11	净利润	151.47	189.35	227.79	289.15
营业成本	1073.94	2262.51	3037.43	4114.57	折旧与摊销	39.44	45.75	50.58	55.62
营业税金及附加	6.97	13.75	18.33	24.70	财务费用	14.86	13.31	20.98	25.23
销售费用	10.29	21.61	28.81	38.82	资产减值损失	-1.95	-2.00	-2.00	-2.00
管理费用	63.36	189.12	252.05	339.72	经营营运资本变动	-67.20	-395.42	-265.14	-390.53
财务费用	14.86	13.31	20.98	25.23	其他	5.34	-0.83	-1.07	-0.99
资产减值损失	-1.95	-2.00	-2.00	-2.00	经营活动现金流净额	141.97	-149.84	31.15	-23.52
投资收益	7.15	3.00	3.00	3.00	资本支出	-94.25	-80.00	-80.00	-80.00
公允价值变动损益	0.47	0.00	0.00	0.00	其他	43.83	-6.04	-17.00	-17.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-50.41	-86.04	-97.00	-97.00
营业利润	162.94	206.40	248.16	315.06	短期借款	0.00	120.44	229.11	333.92
其他非经营损益	2.69	0.65	0.93	1.13	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	165.63	207.05	249.10	316.19	股权融资	77.22	0.00	0.00	0.00
所得税	14.16	17.71	21.30	27.04	支付股利	-29.96	-39.96	-52.03	-62.68
净利润	151.47	189.35	227.79	289.15	其他	-77.48	140.20	-21.32	-25.49
少数股东损益	7.60	2.00	2.10	2.20	筹资活动现金流净额	-30.22	220.68	155.75	245.75
归属母公司股东净利润	143.87	187.35	225.69	286.95	现金流量净额	60.49	-15.20	89.91	125.23
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	285.37	270.17	360.08	485.31	成长能力				
应收和预付款项	591.01	1239.25	1639.41	2197.04	销售收入增长率	47.64%	97.41%	33.28%	34.78%
存货	257.37	618.42	805.86	1085.12	营业利润增长率	28.97%	26.67%	20.23%	26.96%
其他流动资产	199.96	177.78	182.25	188.08	净利润增长率	37.36%	25.01%	20.31%	26.94%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	23.65%	22.20%	20.44%	23.83%
投资性房地产	6.67	6.67	6.67	6.67	获利能力				
固定资产和在建工程	377.70	416.42	450.30	479.15	毛利率	21.53%	16.26%	15.64%	15.22%
无形资产和开发支出	129.08	125.95	122.82	119.70	三费率	6.47%	8.29%	8.38%	8.32%
其他非流动资产	52.11	70.77	89.43	108.10	净利率	11.07%	7.01%	6.33%	5.96%
资产总计	1899.29	2925.44	3656.83	4669.16	ROE	12.17%	14.11%	15.01%	16.58%
短期借款	0.00	120.44	349.55	683.47	ROA	7.98%	6.47%	6.23%	6.19%
应付和预收款项	399.19	959.33	1275.03	1698.83	ROIC	16.99%	15.10%	13.63%	13.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	15.87%	9.83%	8.88%	8.16%
其他负债	255.24	503.47	514.30	542.42	营运能力				
负债合计	654.44	1583.24	2138.87	2924.73	总资产周转率	0.77	1.12	1.09	1.17
股本	204.21	219.26	219.26	219.26	固定资产周转率	4.13	6.98	8.58	10.77
资本公积	299.30	284.24	284.24	284.24	应收账款周转率	4.50	5.20	4.36	4.42
留存收益	665.45	812.84	986.50	1210.78	存货周转率	4.69	5.17	4.26	4.35
归属母公司股东权益	1221.00	1316.35	1490.01	1714.29	销售商品提供劳务收到现金营业收入	73.31%	—	—	—
少数股东权益	23.85	25.85	27.95	30.15	资本结构				
股东权益合计	1244.85	1342.20	1517.96	1744.44	资产负债率	34.46%	54.12%	58.49%	62.64%
负债和股东权益合计	1899.29	2925.44	3656.83	4669.16	带息债务/总负债	27.55%	32.01%	34.40%	36.58%
					流动比率	3.15	2.01	1.75	1.59
					速动比率	2.54	1.47	1.28	1.15
					股利支付率	20.82%	21.33%	23.05%	21.84%
					每股指标				
					每股收益	0.66	0.85	1.03	1.31
					每股净资产	5.68	6.12	6.92	7.96
					每股经营现金	0.65	-0.68	0.14	-0.11
					每股股利	0.14	0.18	0.24	0.29
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	217.25	265.47	319.73	395.91					
PE	21.57	16.56	13.75	10.81					
PB	2.49	2.31	2.04	1.78					
PS	2.27	1.15	0.86	0.64					
EV/EBITDA	11.75	11.63	10.03	8.58					
股息率	0.97%	1.29%	1.68%	2.02%					

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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

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

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

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	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@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
	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	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn