

通灵股份 (301168.SZ)

公司快报

电力设备及新能源 | 太阳能III

投资评级

买入-A(首次)

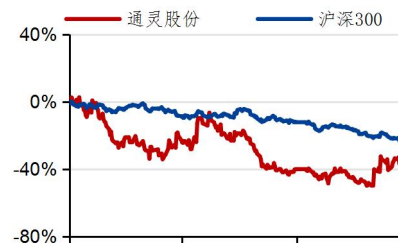
股价(2024-01-19)

41.53 元

交易数据

总市值(百万元)	4,983.60
流通市值(百万元)	2,062.09
总股本(百万股)	120.00
流通股本(百万股)	49.65
12个月价格区间	70.35/35.85

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	18.82	11.44	-18.43
绝对收益	17.98	4.58	-40.23

分析师

张文臣

 SAC 执业证书编号: S0910523020004
 zhangwenchen@huajinsec.cn

分析师

周涛

 SAC 执业证书编号: S0910523050001
 zhoutao@huajinsec.cn

分析师

申文雯

 SAC 执业证书编号: S0910523110001
 shenwenwen@huajinsec.cn

相关报告

预期业绩稳步增长, 产能有序扩张

- ◆ **事件:** 公司发布 2023 年业绩预告, 2023 年全年, 公司实现归母净利润 1.90-2.15 亿元, 同比增长 64.21%-85.81%, 实现扣非归母净利润 1.73-1.98 亿元, 同比增长 77.52%-103.18%。2023 年第四季度实现归母净利润 0.45-0.70 亿元, 同比增长 110.60%-227.60%, 实现扣非归母净利润 0.41-0.66 亿元, 同比增长 143.50%-291.97%。
- ◆ **2023 全球光伏装机再创新高, 辅材需求随之扩大:** 2023 年全球太阳能光伏电站新增装机量持续强劲发展, 中国光伏行业协会预测 2023 年全球光伏新增装机为 345-390GW, 较 2022 年提升明显, 太阳能光伏辅材市场需求随之扩大。2023 年公司持续拓展销售渠道、巩固产品销售价格、提高产品性能和布局, 品牌、产品、研发等方面的竞争优势持续增强, 获得市场与客户认可, 业务规模提升; 同时, 公司积极采取增加主要材料的自供比率、提升生产效率等多项措施, 有效控制原材料成本, 公司盈利能力得到进一步提升。
- ◆ **产能稳步扩张, 规模优势逐步显现:** 2023 年公司日生产规模约 30 万套光伏接线盒, 随着越南产能逐步落地, 公司预计未来光伏接线盒产能将达 1.5 亿套。公司通过自主研发掌握了多项接线盒的核心技术, 截至目前公司拥有的已获得授权并有效的专利共 50 多项。整体看来, 公司为国内光伏接线盒主要生产企业之一, 具有相对较大的生产规模、技术及质量等优势, 公司凭借多年经营形成的良好品牌和口碑, 处于一定的市场优势地位。
- ◆ **主要客户为行业龙头企业, 客户资源优势显著:** 公司主要客户为隆基绿能、天合光能、晶澳科技、无锡尚德等。公司的前五大客户都是行业中的龙头企业建立了长期良好的合作关系, 出货总量占公司出货的比例在 75%-85%左右。
- ◆ **研发能力出色, 核心技术团队稳定:** 公司自成立以来, 始终以用户满意为最高追求, 作为公司核心技术人员之一, 公司董事长严荣飞先生亲自带领公司研发团队进行自主研发。公司拥有专业的技术研发团队及软硬件资源, 重视技术研发投入, 核心技术人员实践经验丰富、研发能力出色, 技术团队人员构成合理稳定, 薪酬水平具备一定竞争力。公司拥有符合 TUV 要求的实验室, 为公司产品从研发到量产各阶段提供标准化测试, 确保产品各项性能要求得到有效保障, 为客户提供高性能高质量的产品。
- ◆ **投资建议:** 我们预测 2023-2025 年公司分别实现营收 17.86 亿元、26.25 亿元、35.7 亿元, 同比增速分别为 43%、47%、36%, 分别实现归母净利润 2.12 亿元、3.1 亿元、4.25 亿元, 对应 PE 分别为 25.5 倍、17.5 倍、12.7 倍, 考虑到公司所处市场空间较大, 产能有序扩张市占率稳步提升, 首次覆盖, 给予买入-A 建议
- ◆ **风险提示:** 原材料供应及价格波动风险、下游行业景气度波动风险、产品结构较为单一的风险



财务数据与估值

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	1,132	1,249	1,786	2,625	3,570
YoY(%)	34.3	10.3	43.0	47.0	36.0
归母净利润(百万元)	80	116	212	310	425
YoY(%)	-17.2	45.1	83.4	46.2	37.2
毛利率(%)	15.4	15.7	20.8	20.8	20.8
EPS(摊薄/元)	0.66	0.96	1.77	2.58	3.55
ROE(%)	4.3	5.9	9.9	12.7	14.8
P/E(倍)	67.9	46.8	25.5	17.5	12.7
P/B(倍)	2.9	2.8	2.5	2.2	1.9
净利率(%)	7.0	9.3	11.9	11.8	11.9

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测核心假设

我们预测 2023-2025 年公司整体营收 17.86/26.25/35.7 亿元，毛利率 20.78%/20.78%/20.79%。根据 CPIA 数据，2022 年全球新增光伏装机 230GW，2023 年全球光伏新增装机为 345-390GW，同增 50%左右。由于接线盒为光伏组件的主要辅材，考虑硅料降价刺激下游需求释放，23-25 年新增装机存在进一步超预期，预计接线盒业务稳步增加。随着产能扩张与新品认证的推进，盈利能力有望持续提升，预计 2023-25 年实现收入 15.73/23.15/31.52 亿元，毛利率 21%/21%/21%。

光伏互联连接线束业务：公司光伏互联线束主要应用于各类光伏太阳能地面、水面集中式电站及户用分布式集电线路的组串式串并互联系统，公司产品因其绝缘性好、耐受性强等性能优势而受到美国市场广泛认可。1 月 16 日，美国能源署 EIA 发布短期能源展望 (SETO) 报告，称 2023 年预计美国太阳能发电量约 1630 亿千瓦时，2024 年太阳能发电量约为 2300 亿千瓦时，2025 年将增长至 2860 亿千瓦时，比 2023 年增长 75%。随着美国光伏装机量的提升，预计光伏互联连接线束业务将成为公司新的业绩增长点。预计光伏互联连接线束业务 2023-25 年实现收入分别为 1.25/1.84/2.50 亿元，毛利率 22%/22%/22%。

表 1：收入成本拆分表

		2022	2023E	2024E	2025E
接线盒	收入 (百万)	1081.43	1573.21	2315.25	3152.31
	YoY (%)		45.48%	47.17%	36.15%
	毛利率 (%)	14.82	21.00	21.00	21.00
光伏互联连接线束	收入 (百万)	96.19	125.00	183.75	249.90
	YoY (%)		29.95%	47.00%	36.00%
	毛利率 (%)	22.08	22.00	22.00	22.00
其他主营业务	收入 (百万)	71.13	87.50	126.00	167.79
	YoY (%)		23.01%	44.00%	33.17%
	毛利率 (%)	20.77	15.00	15.00	15.00
总计	收入 (百万)	1248.75	1785.71	2625.00	3570.00
	YoY (%)		43.00%	47.00%	36.00%
	毛利率 (%)	15.72%	20.78%	20.78%	20.79%

资料来源：Wind，华金证券研究所

二、可比公司估值对比

我们选取业务结构相近的光伏辅材公司快可电子（光伏接线盒等）、宇邦新材（互联带、汇流带等）、安彩高科（光伏玻璃等）作为可比公司。可比公司 2023E-25E 年平均 PE 估值为 26.03/18.19/13.51 倍，考虑到公司作为接线盒龙头企业，以及在未来新品迭代和产能扩张中有望带动公司的市占率进一步提升，首次覆盖，给予“买入-A”评级。

表 2：估值对比

证券代码	公司名称	收盘价/元	市值/亿元	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
301278.SZ	快可电子	50.69	42.24	2.53	3.60	4.79	20.04	14.08	10.59
301266.SZ	宇邦新材	45.70	47.53	1.90	2.82	3.83	24.06	16.19	11.93

证券代码	公司名称	收盘价/元	市值/亿元	EPS (元)			PE (倍)		
				2023E	2024E	2025E	2023	2024E	2025E
600207.SH	安彩高科	5.27	57.41	0.15	0.22	0.29	35.63	25.45	18.86
平均				1.53	2.21	2.97	26.03	18.19	13.51
301278.SZ	通灵股份	50.69	42.24	1.77	2.58	3.55	25.51	17.45	12.72

资料来源: Wind, 华金证券研究所 (可比公司数据来自wind 一致预期, 截至 2024 年 1 月 19 日)

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	2192	2447	2781	3582	4190	营业收入	1132	1249	1786	2625	3570
现金	1162	783	648	862	867	营业成本	958	1052	1415	2079	2828
应收票据及应收账款	468	550	905	1233	1675	营业税金及附加	4	4	8	12	15
预付账款	5	10	12	20	23	营业费用	5	3	20	21	23
存货	233	322	423	672	818	管理费用	31	34	48	71	96
其他流动资产	324	783	793	796	808	研发费用	40	52	65	97	135
非流动资产	299	433	543	707	877	财务费用	7	-20	-16	-16	-17
长期投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	-9	-10	-13	-20	-27
固定资产	213	220	334	496	660	公允价值变动收益	1	4	1	2	2
无形资产	44	43	43	41	39	投资净收益	2	11	4	5	5
其他非流动资产	42	169	166	170	177	营业利润	87	130	239	346	471
资产总计	2491	2879	3324	4289	5067	营业外收入	0	0	0	0	0
流动负债	626	897	1142	1802	2161	营业外支出	0	2	2	2	1
短期借款	0	20	20	20	20	利润总额	86	128	237	345	470
应付票据及应付账款	586	837	1077	1737	2089	所得税	7	12	25	35	44
其他流动负债	39	40	45	45	52	税后利润	80	116	212	310	425
非流动负债	27	38	38	38	38	少数股东损益	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	80	116	212	310	425
其他非流动负债	27	38	38	38	38	EBITDA	72	128	241	360	498
负债合计	653	935	1179	1839	2198						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率					
股本	120	120	120	120	120	会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
资本公积	1071	1071	1071	1071	1071	成长能力					
留存收益	646	754	955	1245	1636	营业收入(%)	34.3	10.3	43.0	47.0	36.0
归属母公司股东权益	1837	1945	2145	2450	2869	营业利润(%)	-23.2	49.8	83.7	45.2	36.0
负债和股东权益	2491	2879	3324	4289	5067	归属于母公司净利润(%)	-17.2	45.1	83.4	46.2	37.2
						获利能力					
						毛利率(%)	15.4	15.7	20.8	20.8	20.8
						净利率(%)	7.0	9.3	11.9	11.8	11.9
						ROE(%)	4.3	5.9	9.9	12.7	14.8
						ROIC(%)	2.6	4.8	8.8	11.6	13.8
						偿债能力					
						资产负债率(%)	26.2	32.5	35.5	42.9	43.4
						流动比率	3.5	2.7	2.4	2.0	1.9
						速动比率	2.9	2.3	2.0	1.6	1.5
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.7	0.8
						应收账款周转率	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5
						应付账款周转率	1.9	1.5	1.5	1.5	1.5
						估值比率					
						P/E	67.9	46.8	25.5	17.5	12.7
						P/B	2.9	2.8	2.5	2.2	1.9
						EV/EBITDA	56.5	31.2	17.2	10.9	7.8

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 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 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 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

张文臣、周涛、申文雯声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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。

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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn