

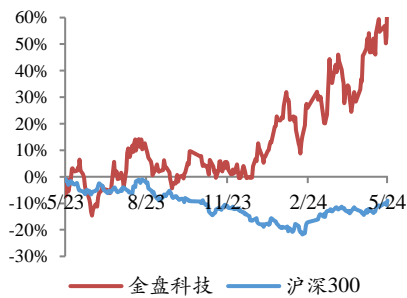
国内干变头部企业，多业务协同持续发力

评级：买入（首次）

报告日期：2024-05-10

收盘价（元） 54.50
近12个月最高/最低（元） 54.50/26.93
总股本（百万股） 443
流通股本（百万股） 443
流通股比例（%） 100
总市值（亿元） 241.5
流通市值（亿元） 241.5

公司股价与沪深300走势比较



分析师：张志邦

执业证书号：S0010523120004

邮箱：zhangzhibang@hazq.com

相关报告

《华安证券_公司研究_公司覆盖报告_干变龙头开启储能新征程，数字化加码赋能》2023-9-12

主要观点：

● 国内干变头部行业，业绩高增符合预期

公司传统行业干式变压器领域经验丰富，技术精湛，近年积极布局数字智能和储能。2023年实现总营收66.68亿元，同比增长40.5%，扣非净利4.81亿元，同比增加104.92%，毛利率22.81%，同比增长2.52pct，净利率7.53%，同比增长1.56pct；2024Q1：归母净利0.95亿元，同比增加8.57%，环增9.2%。

● 三大业务协同发展，优势明显

公司传统业务干式变压器技术优势明显，积极布局海外。三大主要传统业务：变压器系列、成套系列、安装工程业务，2023年收入分别为40.93亿元、17.70亿元、1.17亿元，占比分别达到61.38%、26.54%、1.75%。国内2023年新签销售订单78.32亿元；2023年变压器系列及输配电实现营收61.41亿元，同比增长36.26%。海外2023年主营业务营收11.77亿元，同比增长79.54%。

储能持续发力，规模不断提升。公司储能系列产品丰富，包括中高压级联储能系列、低压储能系列和户用低压储能系列产品等。2023年业务营收4.14亿元，同比增长546.95%。2023年新承接的储能系统订单达到了6.41亿元（不含税），同比增长144.87%。

数字化业务持续推进。公司数字化业务主要涉及七大业务，为多种企业提供定制化的数字化转型整体解决方案。2023年，公司累计承接数字化工厂整体解决方案业务订单金额已超6亿元。

投资建议

我们预计2024年-2026年归母净利润分别为7.60/10.42/12.73亿元，对应PE分别为31.76/23.17/18.98，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

市场竞争加剧风险；原材料价格波动风险；贸易摩擦和汇率风险。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	6668	9092	12007	15623
收入同比（%）	40.5%	36.4%	32.1%	30.1%
归属母公司净利润	505	760	1042	1273
净利润同比（%）	78.2%	50.7%	37.1%	22.1%
毛利率（%）	22.8%	22.3%	21.8%	21.1%
ROE（%）	15.3%	18.5%	20.2%	19.7%
每股收益（元）	1.18	1.72	2.35	2.87
P/E	30.36	31.76	23.17	18.98
P/B	4.64	5.88	4.68	3.75
EV/EBITDA	21.34	22.74	17.80	14.92

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 国内干变头部企业，业绩高增符合预期.....	5
2 三大业务协同发展，优势明显.....	5
2.1 干式变压优势突出	5
2.2 储能规模提升	5
2.3 数字化业务持续推进	6
3 投资建议.....	8
风险提示:	8

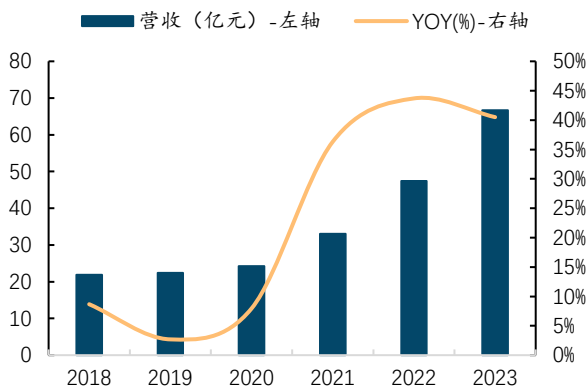
图表目录

图表 1 2018 年-2023 年公司营收及增速	4
图表 2 2018 年-2023 年公司扣非净利及增速	4
图表 3 2018 年-2023 年公司各业务营收	4
图表 4 公司主要产品在新能源领域收入占比	4
图表 5 变压器分类	5
图表 6 公司高端变压器数字化工厂	6

1 国内干变头部企业，业绩高增符合预期

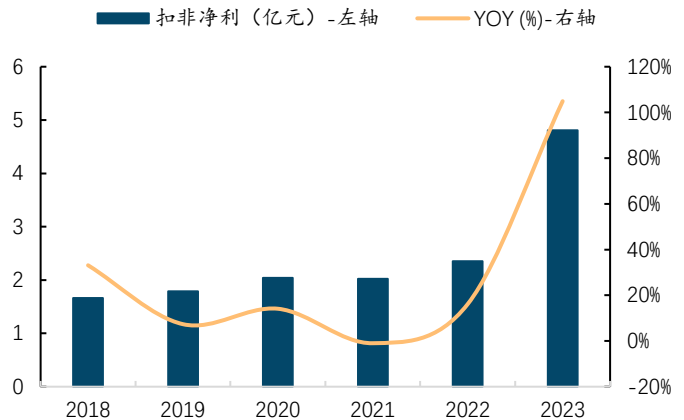
公司主要从事运用于新能源、高端装备、节能环保等领域产品的研发、生产和销售，三大板块业务分别为干式变压器、数字智能和储能。2022 年以前公司主要业务为变压器系列、成套系列、安装工程业务，2023 年收入分别为 40.93 亿元、17.70 亿元、1.17 亿元，占比分别达到 61.38%、26.54%、1.75%。2022 年公司新增储能系列、数字化解决方案、光伏电站三个业务板块，2023 年对应收入分别达到 4.14 亿元、0.71 亿元、1.61 亿元，分别占比 6.2%，1.06%，2.41%，逐步为公司业绩做出贡献。公司产品应用范围广泛，重点应用范围涵盖高效节能，风能、太阳能等新能源领域以及轨道交通、海洋工程等高端设备领域，2023 年公司在新能源领域风电、光伏、储能收入分别占比 30%、51%、17%。业绩层面，2018-2023 年，公司营收、扣非归母净利润年复合增长率分别达到 20.44%，19.4%，中长期来看，处于稳步增长状态。其中，2023 年公司营收实现 66.68 亿元，同比增长 40.5%；实现扣非归母净利润 4.81 亿元，同比增长 104.92%；内销占比 82.23%，外销占比 17.77%，其中变压器系列及输配电收入 61.41 亿元，占总收入 92.68%。

图表 1 2018 年-2023 年公司营收及增速



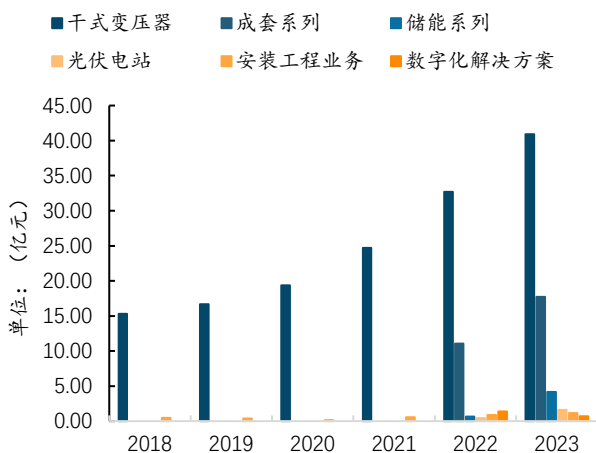
资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 2 2018 年-2023 年公司扣非净利及增速



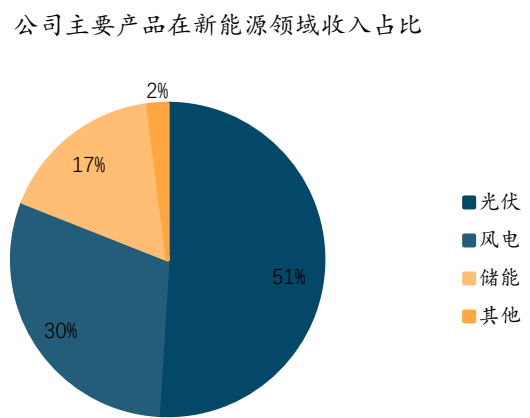
资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 3 2018 年-2023 年公司各业务营收



资料来源: ifind, 华安证券研究所

图表 4 2023 年公司主要产品在新能源领域收入占比



资料来源: ifind, 华安证券研究所

2 三大业务协同发展，优势明显

2.1 干式变压优势突出

公司传统业务干式变压器技术优势明显。公司是国内外少数具备生产风电干式变压器能力的企业之一，国内外少数能为风能产业生产专用特种干式变压器的企业，在国内外均属于第一梯队。主营业务干式变压器产品线布局逐步从特种变压器向多产品拓展，根据绝缘介质、冷却方式的不同分为油浸式变压器和干式变压器：油浸式变压器-以变压器油为散热介质；干式变压器-绝缘介质主要为树脂类，主要依靠空气对流进行冷却。

图表 5 变压器分类

项目	干式变压器	油浸式变压器
绝缘介质	树脂、绝缘纸等	变压器油等
冷却方式	自冷、风冷、水冷等	油浸自冷、油浸风冷、油浸水冷等
安全性	无油、无污染、难燃阻燃、自熄防火	变压器油可燃、可爆
使用场所	综合建筑内、人员密集区域等安全性能要求更高的场所	独立变电场所等要求远离人群的场所

资料来源：公司官网，华安证券研究所

产品应用范围广泛，全球市场布局不断拓展。公司产品中升压变压器、风电变流器是风力发电系统中除风力发电机之外的主要设备。在全球风电装机量增加的背景下，预计公司风电干变市占率将持续提升。除新能源领域外，公司产品在数据中心、充电桩等新基建、工业企业电气配套、高端装备、传统发电及输配电等领域均有涉及。此外，公司积极拓展全球市场布局，覆盖全球 6 大洲及 86 个国家，2023 年公司外销订单 19.91 亿元，较去年同期增长 119.18%。子公司 JST USA 在墨西哥以 Shelter 模式进行干式变压器中后段生产，可服务于美国市场；据 2023 年年报，金盘科技的 72.5kV 等级干式变压器成功通过了国家质量监督中心的鉴定试验，获得了型式及短路试验报告。该产品采用的高压密封式结构专利技术，已经成功应用于陆地与海上风电项目，实现了批量订单的交付。此外，公司首台“17MVA/66kV 海上风电液浸式变压器”已成功下线，标志着公司在新能源风电项目液浸式变压器领域的研发制造能力达到了新的高度。

客户质量优质，积极扩展产能。公司主要客户均为全球重要风机整机制造商，包括维斯塔斯、西门子、通用电气、金风科技等。2022 年 9 月公司发行可转债募集资金，其中节能环保输配电设备智能制造项目投资约 4.95 亿元，用于在武汉建设生产中高端干式变压器系列产品的数字化工厂及其附属设施等。2023 年 12 月，武汉金盘智能科技绿色产业园各数字化工厂投产，公司高端变压器产能将进一步释放。

2.2 储能规模提升

储能商业模式清晰、订单充沛，政策利好下规模有望提升。公司储能系列产品丰富，包括中高压级联储能系列、低压储能系列和户用低压储能系列产品等。2023 年新承接的储能系统订单达到了 6.41 亿元（不含税），同比增长 144.87%。随着多地新能源配储政策的推进，未来新能源装机增加的同时将促进储能规模的建设，增大储能市场的发展空间，公司储能产品可满足大部分储能场景需求，基于公司存量变压器业务客户基础优势之上，有望进一步打开市场，提高市占率。

产品性能优越，数字化工厂建设助力产能持续提升。公司为国际首例采用全液冷

热管理技术的直挂 35kV 大容量储能装备。相比于风冷技术，该技术可以延长电芯和储能变流器的使用寿命、提高电池空间利用率、降低电池热失控风险等。另外，公司海口、桂林、武汉三大生产基地，已建成 4 座数字化工厂。其中武汉第二座数字化工厂是公司自主规划设计建造的继桂林储能数字化工厂之后的二代高端储能装备数字化工厂，包含 3 大生产车间(模组 PACK 生产车间、PCS 模块生产车间和总装生产车间)和 2 大智能立体仓库、储能自动检测试验线等。该工厂除主营业务外配合大功率多平台综合系统集成式试验站，可有效模拟大储、工商储、户储、SVG、箱变等产品现场实际运行情况，进一步保证产品质量的可靠性，未来有望提高储能系列产品稳定性。

图表 6 公司高端变压器数字化工厂



资料来源：ifind，公司年报，华安证券研究所

2.3 数字化业务持续推进

数字化技术行业前沿，已有多处实践经验。经过多年研发积累，公司相关技术实力已位于行业前沿。据 2023 年年报，公司在制造模式创新和数字化工厂整体解决方案(含工业软件)已拥有 25 项核心技术。数字化整体解决方案业务完善，包括数字化转型规划咨询、数字化工厂整体解决方案、数字化工厂自动化产线、数字化软件架构规划及业务软件实施、智能仓储及物流系统、智能充电系统、5G 云化 AGV 产品七大业务，能够满足不同企业的多样化需求，推动这些企业实现数字化转型，提升运营效率和市场竞争力。公司还创新性地开发了“边缘计算多层网络通信保活协议”，EC-Plat 边缘计算平台的应用，使得数字化工厂能够高效地处理设备端的数据存储和计算，并将数据传输至工业互联网平台(Vportal)。能源管理系统(EMS)、生产过程管理系统(MES)等业务场景从 Vportal 获取源数据，并利用这些数据进行后续流程处理。该技术已在金盘科技海口数字化工厂得到应用，并在桂林、武汉以及外部承接的数字化工厂项目中得到广泛推广。金盘科技通过这些技术的应用，已建设了数座涵盖输配电及控制设备制造、储能等领域的数字化工厂。这些实践证明了中国公司在提升数据处理效率、优化生产流程、降低成本等方面的优势。

数字化对内赋能对外增效，持续夯实公司核心竞争力。基于公司自主研发的工业互联网平台 JSTDFIplat3.0 及企业服务总线平台 Vportal，公司数字化产品可实现各系统间的无缝连接和信息流的自动化。公司集团内各基地数字化工厂的陆续投产，标志着公司数字化工厂整体解决方案商业化应用条件已经成熟，2023 年公司已经成功迈出数字化解决方案商业化推广的重要一步。根据公司 2023 年年报披露，公司新签数字化整体解决方

案业务订单总金额合计 2.29 亿元 (含税)，公司累计承接数字化工厂整体解决方案业务订单金额已超 6 亿元。

3 投资建议

公司在变压器行业技术优势明显，经验积累深厚，储能业务增长迅速，数字化业务有望持续对外服务，多业务协同发展，技术优势有望进一步在业绩上得到体现。我们预计 2024 年-2026 年归母净利润分别为 7.60/10.42/12.73 亿元，对应 PE 分别为 31.76/23.17/18.98，首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：

市场竞争加剧风险：公司干式变压器产品系列主要面向风能、光伏、高端装备、高效节能等重点应用领域的中高端市场。而新能源行业同领域的公司之间竞争有可能逐渐加剧，存在市场份额下降风险。

原材料价格波动风险：原材料市场价格的变化是影响公司利润的重要因素，由于订单从签订到收入确认需要一定周期，生产资料价格波动将会一定程度上影响公司的经营业绩。

贸易摩擦和汇率风险：贸易摩擦和汇率增加可能会对公司出口产品造成影响，导致竞争力减弱、营收下滑，公司经营将面对挑战。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
流动资产	6074	8714	10937	13485	营业收入	6668	9092	12007	15623
现金	792	1445	1595	1343	营业成本	5147	7065	9392	12332
应收账款	2625	3571	4804	6241	营业税金及附加	30	40	54	78
其他应收款	86	96	120	156	销售费用	221	300	384	484
预付账款	77	177	188	247	管理费用	279	373	468	609
存货	1736	2345	2982	3742	财务费用	40	-19	-37	-45
其他流动资产	759	1080	1248	1756	资产减值损失	-15	-12	-13	-15
非流动资产	2454	2267	2294	2401	公允价值变动收益	-22	0	0	0
长期投资	65	65	65	65	投资净收益	2	3	4	5
固定资产	1827	1577	1417	1338	营业利润	549	834	1139	1400
无形资产	171	169	174	177	营业外收入	6	8	8	7
其他非流动资产	391	457	638	821	营业外支出	4	2	2	3
资产总计	8529	10981	13231	15886	利润总额	551	840	1144	1405
流动负债	3702	5221	6336	7781	所得税	49	76	97	126
短期借款	55	175	95	15	净利润	502	765	1047	1278
应付账款	1759	2453	3131	4111	少数股东损益	-3	4	5	6
其他流动负债	1888	2593	3110	3656	归属母公司净利润	505	760	1042	1273
非流动负债	1530	1647	1725	1643	EBITDA	762	1086	1379	1652
长期借款	522	642	722	642	EPS (元)	1.18	1.72	2.35	2.87
其他非流动负债	1007	1004	1002	1000					
负债合计	5232	6867	8060	9424					
少数股东权益	-1	4	9	14					
股本	427	443	443	443					
资本公积	1117	1151	1151	1151					
留存收益	1753	2516	3569	4853					
归属母公司股东权益	3297	4110	5162	6447					
负债和股东权益	8529	10981	13231	15886					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	2023	2024E	2025E	2026E	
经营活动现金流	205	569	365	519	成长能力				
净利润	502	765	1047	1278	营业收入	40.5%	36.4%	32.1%	30.1%
折旧摊销	153	264	272	292	营业利润	112.8%	51.8%	36.6%	22.9%
财务费用	44	5	6	3	归属于母公司净利	78.2%	50.7%	37.1%	22.1%
投资损失	-2	-3	-4	-5	获利能力				
营运资金变动	-622	-529	-1022	-1111	毛利率 (%)	22.8%	22.3%	21.8%	21.1%
其他经营现金流	1254	1361	2134	2451	净利率 (%)	7.6%	8.4%	8.7%	8.1%
投资活动现金流	-247	-194	-207	-606	ROE (%)	15.3%	18.5%	20.2%	19.7%
资本支出	-910	-109	-311	-411	ROIC (%)	11.0%	12.2%	14.1%	14.9%
长期投资	652	-100	100	-200	偿债能力				
其他投资现金流	11	15	4	5	资产负债率 (%)	61.3%	62.5%	60.9%	59.3%
筹资活动现金流	246	278	-8	-165	净负债比率 (%)	158.7%	166.9%	155.9%	145.9%
短期借款	-154	120	-80	-80	流动比率	1.64	1.67	1.73	1.73
长期借款	257	120	80	-80	速动比率	1.09	1.14	1.19	1.19
普通股增加	0	16	0	0	营运能力				
资本公积增加	23	34	0	0	总资产周转率	0.83	0.93	0.99	1.07
其他筹资现金流	121	-12	-8	-5	应收账款周转率	3.00	2.93	2.87	2.83
现金净增加额	211	654	150	-252	应付账款周转率	3.16	3.35	3.36	3.41
					每股指标 (元)				
					每股收益	1.18	1.72	2.35	2.87
					每股经营现金流 (摊)	0.46	1.29	0.82	1.17
					每股净资产	7.72	9.28	11.65	14.55
					估值比率				
					P/E	30.36	31.76	23.17	18.98
					P/B	4.64	5.88	4.68	3.75
					EV/EBITDA	21.34	22.74	17.80	14.92

资料来源: 公司公告, 华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师: 张志邦: 华安证券电新行业首席分析师, 香港中文大学金融学硕士, 5 年卖方行业研究经验, 专注于储能/新能源车/电力设备工控行业研究。

重要声明

分析师声明

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, 以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息, 本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿, 分析结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国 (不包括香港、澳门、台湾) 提供。本报告中的信息均来源于合规渠道, 华安证券研究所力求准确、可靠, 但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下, 本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其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并进行交易, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经华安证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容, 务必联络华安证券研究所并获得许可, 并需注明出处为华安证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权, 私自转载或者转发本报告, 所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内, 证券 (或行业指数) 相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准, A 股以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下:

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上;
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 以上;

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5% 至 15%;
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
- 无评级—因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。