

变频主业承压，光伏储能业务实现突破

2022年08月16日

- **事件：**2022H1 公司实现营业收入 6.19 亿元，同比+0.38%，实现归母净利润 623 万元，同比-80.88%。剔除剥离资产相关行为影响，H1 公司营业收入同比+9.73%，归母净利润-15.42%。Q2 公司实现营业收入 3 亿元，同比-10.55%。实现归母净利润-333 万，同比-114.16%。
- **下游地产扰动，变频器业务承压。**上半年公司高端制造业务收入 4.50 亿元，同比-9.11%。其中高压变频器收入 3.44 亿元，同比-13.7%，业务新增订单 3.66 亿元，与去年基本持平。低压变频器收入 1.05 亿元，同比-29.39%，业务新增订单 1.14 亿元，同比-33.96%，低压变频器业务规模的下降主要因为公司产品多用于电梯、建筑机械等行业，受下游房地产行业不景气影响，同时为规范公司经营控制应收款质量，公司主动放弃了部分存在风险的订单。
- **光储业务实现突破，订单高增。**上半年公司推出了户储、集装箱式一体化储能产品，实现新能源光伏储能业务突破。Q2 合康储能集装箱已运抵美的华凌，6 月 16 日公司为威灵电机打造的光伏+储能一体化项目也已开工。上半年公司光伏储能收入达 5884.15 万元，新增订单 2.03 亿元。此外，公司另一大业务板块节能环保业务实现收入 1.1 亿元，同比+55.99%。
- **原材料成本高位叠加产品结构调整，Q2 毛利下滑明显。**Q2 公司毛利率为 25.15%，同比下滑 10.96pct。分业务来看，上半年公司高端制造/新能源/节能环保业务毛利率分别-7.17/-12.51/-16.82pct。我们认为公司产品毛利率下滑一方面受原材料维持高位、市场环境变化影响订单等不利因素影响，另一方面是受公司产品结构调整所导致。
- **管控销售费用投入。**Q2 公司销售/管理/研发/财务费用率分别同比-4.40/+0.25+0.69/-0.52pct，公司销售费用的减少一方面由于公司销售规模缩小相关费用减少，另一方面公司也加强了非经营性预算费用管控。尽管公司对费用进行了严格管控，但由于毛利下滑趋势明确，Q2 公司实现净利率-0.63%，同比-7.58pct。
- **货币资金充足，周转效率明显提升。**1) 2022H1 期末公司货币资金+其他流动资产合计 4.5 亿元，较期初+44.28%，主要由公司在报告期内收回处置子公司的股权转让款及往来款所致；H1 期末应收账款合计 7.25 亿元，较期初+10.81%；H1 期末存货合计 2.50 亿元，较期初小幅下滑，主要系公司提高存货周转率减少库存所致；H1 期末公司应付票据及账款合计 5.02 亿元，较期初+43.70%。2) 从周转情况来看，22Q2 公司存货/应收账款/应付账款周转天数较 21 年分别-35.33/-7.68/+2.58 天，公司整体营运周期-43 天，周转效率明显提升。3) 22Q2 经营活动产生的现金流量净额为 6179 万元，同比-35.19%，我们认为主要系公司销售收入减少所致。
- **盈利预测和投资评级：**我们依旧看好公司转型光伏储能业务的发展空

间，同时随着下游地产、电梯等行业需求改善，公司作为变频行业龙头也有望重回增长通道。我们预计公司 2022-2024 年收入 13.63/20.95/35.11 亿元，增速为 13.2/53.7/67.6%；归母净利润为 0.54/1.07/2.09 亿元，同比增速为 7.4/97.9/95.6%；对应 PE138.5/70.0/35.8x，维持“买入”评级。

- **风险因素：**储能产品推出不及预期，海外市场开拓不及预期，疫情影响地产开工导致公司变频器订单不及预期

重要财务指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	1,257	1,204	1,363	2,095	3,511
增长率 YoY %	-3.6%	-4.2%	13.2%	53.7%	67.6%
归属母公司净利润 (百万元)	-515	50	54	107	209
增长率 YoY%	-2325.5%	109.8%	7.4%	97.9%	95.6%
毛利率%	19.9%	30.2%	26.4%	27.3%	29.6%
净资产收益率ROE%	-29.6%	2.8%	2.9%	5.4%	9.6%
EPS(摊薄)(元)	-0.46	0.05	0.05	0.10	0.19
市盈率 P/E(倍)	—	142.80	138.50	69.98	35.78
市净率 P/B(倍)	3.07	4.37	4.02	3.80	3.43

资料来源：万得，信达证券研发中心预测；股价为 2022 年 08 月 15 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1,494	1,477	1,543	1,847	2,453
货币资金	225	294	430	550	825
应收票据	50	50	37	57	96
应收账款	708	604	597	631	770
预付账款	17	45	42	61	87
存货	370	283	316	376	406
其他	124	200	120	172	269
非流动资产	1,106	1,008	1,033	1,078	1,136
长期股权投资	10	0	1	4	7
固定资产(合计)	785	648	661	682	711
无形资产	104	144	145	145	147
其他	206	215	227	247	271
资产总计	2,600	2,485	2,576	2,925	3,589
流动负债	820	593	634	879	1,333
短期借款	71	0	0	0	0
应付票据	57	48	55	79	122
应付账款	329	301	330	480	745
其他	363	244	250	320	466
非流动负债	136	64	54	51	50
长期借款	65	15	5	2	1
其他	71	49	49	49	49
负债合计	956	657	688	930	1,383
少数股东权益	-95	26	28	28	30
归属母公司股东权益	1,739	1,802	1,860	1,967	2,176
负债和股东权益	2,600	2,485	2,576	2,925	3,589

重要财务指标

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,257	1,204	1,363	2,095	3,511
同比(%)	-3.6%	-4.2%	13.2%	53.7%	67.6%
归属母公司净利润	-515	50	54	107	209
同比(%)	-	2325.5	109.8%	7.4%	97.9%
毛利率(%)	19.9%	30.2%	26.4%	27.3%	29.6%
ROE%	-29.6%	2.8%	2.9%	5.4%	9.6%
EPS(摊薄)(元)	-0.46	0.05	0.05	0.10	0.19
P/E	—	142.80	138.50	69.98	35.78
P/B	3.07	4.37	4.02	3.80	3.43
EV/EBITDA	-21.74	55.56	376.27	189.56	81.36

利润表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	1,257	1,204	1,363	2,095	3,511
营业成本	1,007	841	1,003	1,524	2,472
营业税金及附加	9	9	10	16	27
销售费用	196	146	170	256	439
管理费用	97	99	110	168	298
研发费用	92	65	86	132	230
财务费用	16	7	1	0	0
减值损失合计	-368	-2	8	12	18
投资净收益	45	13	10	15	14
其他	-127	1	57	84	140
营业利润	-611	48	57	110	217
营业外收支	-3	2	0	0	0
利润总额	-614	50	57	110	217
所得税	14	2	1	4	6
净利润	-628	48	55	107	211
少数股东损益	-113	-2	1	0	2
归属母公司净利润	-515	50	54	107	209
EBITDA	-244	138	19	37	83
EPS(当年)(元)	-0.46	0.05	0.05	0.10	0.19

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	134	223	186	178	340
净利润	-628	48	55	107	211
折旧摊销	122	73	36	37	38
财务费用	22	9	1	0	0
投资损失	-45	-13	-10	-15	-14
营运资金变动	93	63	111	61	123
其它	571	42	-8	-12	-18
投资活动现金流	152	25	-44	-55	-63
资本支出	-71	-39	-52	-67	-74
长期投资	223	64	-1	-3	-3
其他	0	1	10	15	14
筹资活动现金流	-222	-152	-6	-3	-1
吸收投资	1	0	5	0	0
借款	249	22	-10	-3	-1
支付利息或股息	-16	-7	-1	0	0
现金流净增加额	64	96	136	119	276

研究团队简介

罗岸阳，家电行业首席分析师。浙江大学电子信息工程学士，法国北方高等商学院金融学&管理学双学位硕士。曾任职于TP-LINK 硬件研发部门从事商用通信设备开发设计。曾先后任职天风证券家电行业研究员、国金证券家电行业负责人，所在团队2015、2017年新财富入围。2020年7月加盟信达证券研究开发中心，从事家电行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	章嘉婕	13693249509	zhangjiajie@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jjiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liuyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。