

强烈推荐-A (首次)

禾望电气 603063.SH

目标估值: 15-17元

当前股价: 11.41元

2020年11月03日

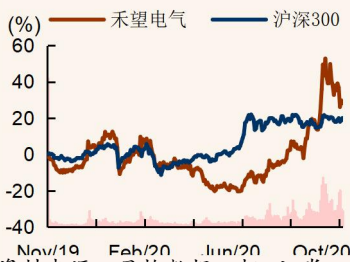
业绩高增长, 逐步构建中大功率电力电子业务群

基础数据

上证综指	3271
总股本(万股)	43275
已上市流通股(万股)	42640
总市值(亿元)	49
流通市值(亿元)	49
每股净资产(MRQ)	6.4
ROE(TTM)	9.3
资产负债率	42.1%
主要股东	深圳市平启科技有限
主要股东持股比例	20.11%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	10	47	33
相对表现	8	26	14



资料来源: 贝格数据、招商证券

公司发布三季报: 前三季度实现营收、归上净利、扣非净利分别约 15.47、2.46、2.31 亿元, 同比增长 30.2%、342.2%、440.5%。其中 Q3 实现营收、归上净利、扣非净利分别约 6.57、1.21、1.17 亿元, 同比增长 33.1%、274.2%、306.2%。公司 Q3 的毛利率达到 37.06%, 同比、环比分别提高 0.82% 和 2.88%, 盈利能力提升显著。公司是国内风电变流器领先企业, 受益于今年风电装机量景气, 随着江苏新产能投放, 未来市占率有望进一步提升, 业绩确定性高。公司围绕其电力电子、电气传动技术平台, 逐步完成风电变流器、光伏逆变器和大传动领域三大业务布局, 长期来看, 公司进行业务扩展的可为空间与潜力比较大。首次给予强烈推荐评级, 并给予 15-17 元目标价。

- **业绩高增长, 盈利能力继续提升。** 前三季度实现营收、归上净利、扣非净利分别约 15.47、2.46、2.31 亿元, 同比增长 30.2%、342.2%、440.5%。其中 Q3 实现营收、归上净利、扣非净利分别约 6.57、1.21、1.17 亿元, 同比增长 33.1%、274.2%、306.2%, Q3 毛利率达到 37.06%, 同比、环比分别提高 0.82% 和 2.88%。
- **新能源发电行业是目前的主要增长引擎。** 公司 2019 年近 90% 的业务来自新能源发电领域 (风电变流器与光伏逆变器) 其中风电变流器是主要业务。公司今年的高增长主要系风电变流器贡献。今年前三季度我国新增风电装机 1306 万千瓦, 风电工程投资累计完成 1619 亿元, 预计 Q4 陆上风电抢装持续; 根据政策要求 2018 年底之前核准的海上风电项目须在 2021 年底之前完成并网才可以享受 0.85 元/kWh 补贴电价, 明年海上风电抢装确定性高。今年的陆上风电抢装和明年海上风电抢装, 对公司的带来较高的确定性。
- **正在构建中大功率电力电子业务集群。** 公司专注于电能变换, 经过多年的投入和积累形成了以电力电子、电气传动、工业通信/互联为核心的技术平台。以此为基础, 目前已经具备了中小功率变流器、兆瓦级低压变流器、IGCT 中压变流器和级联中压变流器为核心的四大产品平台, 主要覆盖风电变流、光伏逆变、大电气传动三大下游。公司风电变流器国内第一, 光伏逆变器产品有一定竞争力但海外渠道相对薄弱一些未来仍有潜力; 近几年公司的大电气传动板块逐步在冶金、油气、采掘等领域取得了一定应用, 在国产化替代加速的大背景下, 该业务可能有较大的空间。
- **投资建议。** 公司掌握大功率电力电子技术, 目前已成为风电变流器龙头, 今年两年受益于陆上和海上风电抢装, 业绩增长确定性较高。总体来看, 禾望不仅是一个风电零配件公司, 未来可能依托其核心产品平台逐步进行产品延伸。首次给予“强烈推荐”评级, 并给予目标价为 15-17 元。
- **风险提示:** 海风政策不达预期、竞争导致盈利低于预期、新业务低于预期、股东减持。

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

研究助理

刘巍
liuwei24@cmschina.com.cn

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	1181	1786	2340	2808	3931
同比增长	35%	51%	31%	20%	40%
营业利润(百万元)	107	93	389	465	636
同比增长	-65%	-13%	319%	19%	37%
净利润(百万元)	54	66	319	387	528
同比增长	-81%	23%	381%	21%	37%
每股收益(元)	0.13	0.15	0.74	0.90	1.23
PE	89.2	74.1	15.4	12.7	9.3
PB	2.0	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、业绩高速增长.....	4
2、风电变流器龙头，业绩确定性较强.....	6
3、逐步构建中大功率电力电子业务群.....	8
4、结论与建议.....	12
风险提示.....	13

图表目录

图 1：全球海上风电新增与累计装机（GW）.....	7
图 2：预计 2030 年全球海风装机将达 154GW.....	8
图 3 公司四大核心产品平台.....	10
图 4 公司三大产品应用领域.....	10
图 5 公司大传动领域应用案例.....	11
图 6：禾望电气历史 PE Band.....	13
图 7：禾望电气历史 PB Band.....	13
表 1：业绩摘要.....	4
表 2：单季度业绩摘要.....	5
表 3：现金流分析.....	5
表 4：资产回报率情况.....	5
表 5：负债情况.....	6
表 6：固定资产和在建工程情况.....	6
表 7：风电变流器销量和收入.....	7
表 8：行业年均装机目标大超预期（GW）.....	7
表 9：公司人力资源情况分析.....	8
表 10：公司管理层情况.....	9
表 11：公司光伏逆变器销量和收入情况.....	10

表 12: 2019 年国内光伏逆变器出货量前十名企业.....	11
表 13: 收入预测.....	12
表 14: 盈利预测.....	12
附: 财务预测表.....	14

1、业绩高速增长

收入快速增长，盈利能力明显改善。前三季度实现营收、归上净利、扣非净利分别约15.47、2.46、2.31亿元，同比增长30.2%、342.2%、440.5%。其中Q3实现营收、归上净利、扣非净利分别约6.57、1.21、1.17亿元，同比增长33.1%、274.2%、306.2%。与此同时Q3毛利率达到37.06%，同比、环比分别提高0.82%和2.88%，盈利能力明显改善。

公司客户结构比较好，一直对风险管控也比较严格，历史以来现金流回款都比较好。经营方面也略显谨慎，负债率很低，前三季度公司负债率约42.1%，其中带息负债仅仅0.3亿元，在手现金达4.8亿元。

公司3季度固定资产较上年大幅增长，固定资产净值从0.43亿元增长到2亿元，主要是江苏苏州新基地投运所致，新基地投运后，公司产能情况也得到大幅扩充。

公司存货7.95亿元，另外有3.5亿元合同资产，主要是风电抢装公司原材料采购、半成品、发出待确认商品较多。

表 1：业绩摘要

百万元	2018	2019	同比变化 (%)	2019年前三季度	2020年前三季度	同比变化 (%)
营业收入	1,181.41	1,786.26	51.20	1,187.83	1,546.76	30.22
营业成本	650.35	1,135.99	74.67	754.73	966.26	28.03
毛利润	531.06	650.27	22.45	433.10	580.49	34.03
销售税金	7.72	11.17	44.67	6.61	9.48	43.38
毛利润(扣除销售税金)	523.34	639.10	22.12	426.49	571.01	33.89
销售费用	135.82	186.13	37.04	127.62	143.07	12.11
管理费用	74.91	167.54	123.67	115.94	115.15	-0.69
研发费用	120.45	151.89	26.10	103.51	108.77	5.07
经营利润	192.16	133.53	-30.51	79.42	204.03	156.91
资产和信用减值损失	161.96	-191.71	-218.37	-71.11	0.37	-100.51
财务费用	3.13	6.08	94.41	0.34	13.46	
投资收益	41.64	0.47	-98.86	-0.05	12.02	
资产处置收益	0.00	-0.37		0.11	0.10	-5.68
公允价值变动净收益	0.00	87.81		0.00	0.00	
其他收益	38.32	69.37	81.00	48.11	66.35	37.89
营业外收入	3.02	2.80	-7.36	0.49	2.00	309.93
营业外支出	1.14	0.51	-55.33	0.42	0.85	103.81
利润总额	108.92	95.31	-12.50	56.21	270.55	381.35
所得税	3.88	12.78	228.92	-5.90	13.71	-332.57
税后净利润	105.04	82.53	-21.43	62.10	256.84	313.57
少数股东损益	51.32	16.19	-68.44	6.51	11.01	69.15
归母净利润	53.72	66.34	23.49	55.59	245.83	342.20
非经常性损益	43.25	128.19	196.42	12.93	15.25	17.96
扣非归母净利润	10.47	-61.85	-690.51	42.66	230.58	440.47
%			百分点变化			百分点变化
毛利率	44.95	36.40	-8.55	36.46	37.53	1.07
销售费用率	11.50	10.42	-1.08	10.74	9.25	-1.49
管理费用率	6.34	9.38	3.04	9.76	7.44	-2.32
研发费用率	10.20	8.50	-1.69	8.71	7.03	-1.68
财务费用率	0.26	0.34	0.08	0.03	0.87	0.84

百万元	2018	2019	同比变化 (%)	2019年前三季度	2020年前三季度	同比变化 (%)
经营利润率	16.27	7.48	-8.79	6.69	13.19	6.50
所得税率	5.77	13.47	7.70	-10.48	5.30	15.79
净利率	8.89	4.62	-4.27	5.23	16.61	11.38

资料来源：公司公告，招商证券

表 2：单季度业绩摘要

百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q3 同比	20Q3 环比
营业收入	340.38	353.41	494.04	598.43	295.47	593.87	657.42	33.07	10.70
营业成本	201.73	238.01	314.99	381.27	161.67	390.84	413.75	31.36	5.86
毛利润	138.64	115.40	179.06	217.16	133.80	203.03	243.67	36.08	20.02
销售费用	35.07	43.30	49.24	58.51	26.69	52.00	64.38	30.74	23.80
管理费用	38.15	31.00	46.79	51.60	38.93	38.47	37.75	-19.32	-1.87
研发费用	20.76	40.84	41.91	48.38	28.66	34.90	45.21	7.87	29.53
财务费用	0.48	-0.25	0.11	5.74	1.14	7.05	5.27	4834.48	-25.29
所得税	-1.36	-2.90	-1.64	18.67	5.01	2.02	6.68	-508.52	230.34
归母净利润	31.67	-8.51	32.43	10.75	29.17	95.30	121.35	274.17	27.33
非经常性损益	1.64	7.57	3.73	115.26	3.09	7.41	4.76	27.64	-35.84
扣非利润	30.03	-16.08	28.71	-104.52	26.09	87.89	116.60	306.17	32.66
%								百分点同比变动	百分点环比变动
毛利率	40.73	32.65	36.24	36.29	45.28	34.19	37.06	0.82	2.88
销售费用率	10.30	12.25	9.97	9.78	9.03	8.76	9.79	-0.17	1.04
管理费用率	11.21	8.77	9.47	8.62	13.18	6.48	5.74	-3.73	-0.74
研发费用率	6.10	11.56	8.48	8.08	9.70	5.88	6.88	-1.61	1.00
财务费用率	0.14	-0.07	0.02	0.96	0.38	1.19	0.80	0.78	-0.39
所得税率	-3.29	16.57	-5.04	48.40	14.28	2.12	5.22	10.27	3.11
净利率	9.30	-2.41	6.56	1.80	9.87	16.05	18.46	11.89	2.41
扣非净利率	8.82	-4.55	5.81	-17.46	8.83	14.80	17.74	11.93	2.94

资料来源：公司公告，招商证券

表 3：现金流分析

%	2015	2016	2017	2018	2019	2019年前三季度	2020年前三季度	同比变化
赊销比	109.78	136.74	143.52	124.88	75.86	139.39	84.55	-54.84
存货营收比	30.43	29.10	22.39	39.03	40.86	56.70	51.45	-5.24
销售商品劳务获现金/营收	70.92	94.11	86.92	105.91	85.72	75.49	77.47	1.98
经营现金流净额/税后净利润	7.63	66.60	36.05	44.03	126.22	-282.36	2.58	284.94

资料来源：公司公告，招商证券

表 4：资产回报率情况

%	2017	2018	2019	2019年前三季度	2020年前三季度	同比变化
ROE	12.32	2.26	2.73	2.28	9.39	7.11
ROA	11.06	3.16	2.34	1.49	6.18	4.69
ROIC	12.29	4.08	3.18	2.24	9.83	7.59

资料来源：公司公告，招商证券

表 5: 负债情况

	2017	2018	2019	2019 年Q1-3	2020 年Q1-3	同比变化 (%)
负债率 (%)	15.31	32.90	39.48	34.6	42.1	34.6
短期借款(百	0.00	0.00	19.90	19.9	30.0	19.9
一年内到期	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
的非流动负						
长期借款(百	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
应付债券(百	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
长期应付款	0.00	258.00	158.00	158.00	222.89	41.07
在手现金(百	680.46	755.74	643.29	517.99	480.34	
其他流动资	553	269	184	229.6	383.3	

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 6: 固定资产和在建工程情况

百万元	2017	2018	2019	2019 年前三季度	2020 年前三季度	同比变化 (%)
固定资产	39.73	44.94	170.26	42.99	203.19	372.63
在建工程	1.44	58.12	30.98	122.40	49.88	-59.25

资料来源: 公司公告, 招商证券

2、风电变流器龙头，业绩确定性较强

公司在第三方供应市场处于龙头地位。风电变流器的作用是解决风机在变化转速的工况下保证发电恒频，由于风资源的不稳定导致了风机的转速是变化的，而并网需要 50Hz 的恒频交流电。因此，需要一定频率变化手段去配合转速变化，电力电子技术中的变频器技术可以较好的解决这一问题，风电变流器属于变频器的一个细分应用领域。

风机领域的龙头企业金风科技、远景能源过去以自供为主（明阳很大部分可能是类似代工模式），明阳智能的子公司天津瑞能也自供一部分自供，而产能较小的二线、三线风机厂商则以第三方采购为主。目前公司在第三方供应市场的市占率第一，份额为 30%-40%，在主机厂自供加上第三方供应整体市场中的占比约 20%。国内前十大风机厂商中，明阳智能、金风科技、远景能源、联合动力、运达风电、中国海装等均为公司客户。

风机大型化和海上风电快速发展，为公司提供切入主机厂自供市场的机遇。从 2018 年开始，国内大功率风机的提升速度明显加快，海上风机出现后，机型基本以 4MW 级别为主。公司自身的技术优势集中在大功率段，2018 年底突破国外垄断的 10MW 级别的大功率变频器。目前已经成为明阳智能 3MW 机型的主要供应商，并且金风科技、远景能源的大功率机型、海上风电机型，公司已有小批量供货，未来有望进一步切入主机厂自供市场，市占率有望进一步提升。

今年陆上风电抢装、明年海上风电抢装为公司业绩增长提供保障。2019 年 5 月底，能源局印发《关于 2019 年风电、光伏发电项目建设有关事项的通知》，电价确定节点由开工变为并网，受此影响，多数运营商抓紧开工、加速项目并网，希望保住老电价。目前陆上抢装正在持续进行，电网也为接入提供了充裕空间，保守估计 2020 年陆上风电

装机在 30GW 以上。根据政策要求 2018 年底之前核准的海上风电项目须在 2021 年底之前完成并网，才可以享受 0.85 元/kWh 的补贴电价，明年海上风电抢装确定性高。长期来看根据 BNEF 预测，2030 年全球海风装机有望达 154GW，预计 2021-2030 全球海风年均装机中枢为 12GW，较之前十年的年均新增装机中枢 3.1GW 同比增长 286%。此外，随着漂浮式规模化应用，全球海风市场发展可能会进一步提速。

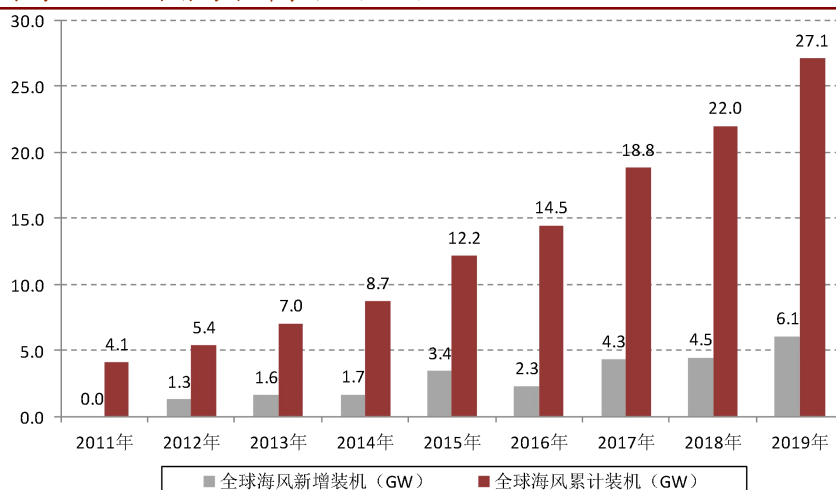
表 7：风电变流器销量和收入

	2015	2016	2017	2018	2019
风电变流器销量（台）	2413	1715	1925	1461	2036
风电变流器收入（百万元）	832.9	662.5	645.6		
风电变流器单价（万元）	34.5	38.6	33.5		

资料来源：公司公告，招商证券

注：2018 年和 2019 年年报未披露风电变流器业务的收入。

图 1：全球海上风电新增与累计装机（GW）



资料来源：GWEC，招商证券

国内风电市场中期空间广阔。国家领导人在第七十五届联合国大会发表讲话，提出将提高我国减排贡献力度，力争 2030 年前二氧化碳排放达峰值，努力争取 2060 前实现碳中和，预计十四五期间我国将继续深入推动以清洁能源为核心的能源革命，新能源行业将加速发展。要达到这一目标，光伏、风电都需要加速发展。

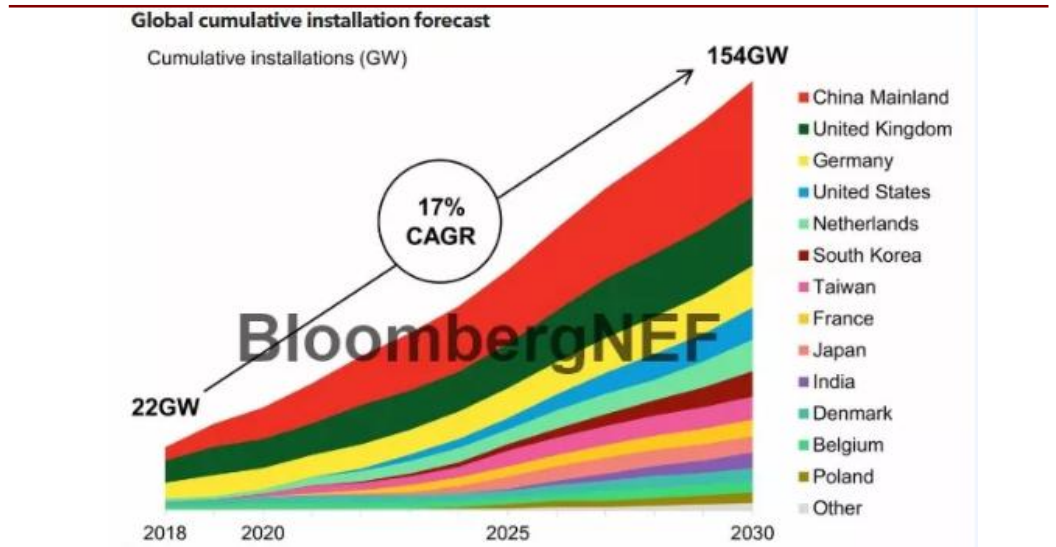
2020 年 10 月 14 日，风电行业众多公司管理层联合发布《风能北京宣言》，提出在“十四五”规划中须为风电设定与碳中和国家战略相适应的发展空间，即保证年均新增装机 50GW 以上。此前行业预计十四五期间风电年均装机中枢可能在 30 多 GW，国内风电的发展，将显著超出之前的市场预期。

表 8：行业年均装机目标大超预期（GW）

指标	风电十四五年均新增装机中枢
17.5%	26
18.0%	32
18.5%	37
19.0%	44
19.5%	48
20.0%	49
行业力争目标	50

资料来源：政府网站，招商证券

图 2：预计 2030 年全球海风装机将达 154GW



资料来源：BNEF，招商证券

3、逐步构建中大功率电力电子业务群

专业者创业，掌握核心技术。公司主要管理与技术人员多数曾在华为或艾默生网络能源任职，管理团队长期在该领域深耕，掌握电力电子技术、电气传动等核心技术，有别于之前多数“华为-艾默生系”企业，公司的技术平台与产品更偏向于大功率段，最早选择了风电变流器市场为主要目标市场，然后逐步向中大功率传动变频器领域拓展和延伸。

表 9：公司人力资源情况分析

	2015	2016	2017	2018	2019
员工数 (人)	609	595	710	838	1,185
薪酬开支 (百)	110.1	110.9	140.6	165.0	204.7
人均产值 (万)	154.0	134.8	130.0	147.8	165.3
人均薪酬 (万)	17.8	18.5	20.8	20.6	18.9
薪酬收入比	11.6	13.7	16.0	14.0	11.5
员工教育程度					
博士		3	4	4	5
硕士		117	123	140	146
本科		196	256	315	414
其他学历		279	327	379	620
员工工种分布					
生产		191	224	266	509
销售		150	86	97	121
技术		191	229	287	323
财务			11	13	21
行政管理		63	160	175	211

资料来源：公司公告，招商证券

表 10: 公司管理层情况

姓名	职务	学历	个人简历
韩玉	总经理	博士	中国国籍,无境外永久居留权,男,1964年10月出生,博士,高级工程师。历任斯比泰电子(深圳)有限公司工程部经理,艾默生网络能源有限公司预研部经理,产品线副总监。2009年加入禾望有限,曾任禾望有限市场部总监,总经理,董事长;2014年10月至今担任禾望电气总经理,董事长。
蔡海涛	副总经理	硕士	中国国籍,无境外永久居留权,男,1964年4月出生,硕士。历任哈尔滨船舶工程学院副教授,艾默生网络能源有限公司数据采集部经理,PSG经理。2009年加入禾望有限,曾任禾望有限客户服务部总监;2014年10月至2017年12月任禾望电气客户服务部总监,副总经理;2017年12月至今任禾望电气副总经理。
肖安波	副总经理	本科	中国国籍,无境外永久居留权,男,1981年12月出生,本科。历任信瑞电子(深圳)有限公司工程师,艾默生网络能源有限公司工程师,2008年加入禾望有限,曾任生产总监,副总经理,2014年10月至今任禾望电气副总经理。
王永	副总经理	本科	中国国籍,无境外永久居留权,男,1965年8月出生,本科。历任河北长征企业集团有限公司科员,副主任,合资公司总经理,天津中迈投资发展集团公司二级公司总经理,集团副总裁,新疆金风科技股份有限公司总裁助理,营销总监。2016年4月至今担任禾望电气高级项目经理。
郑大鹏	副总经理	博士	中国国籍,无境外永久居留权,男,1972年9月出生,博士,高级工程师。历任深圳市华为电气技术有限公司高级工程师,项目经理,艾默生网络能源有限公司项目经理,开发经理,美国俄亥俄州力博特公司高级项目工程师,艾默生网络能源有限公司预研部高级总监,事业部高级总监。2014年加入禾望有限,曾任禾望有限研发总监,副总经理;2014年10月至2018年2月担任禾望电气研发总监,董事;2018年3月至今担任禾望电气传动与工业系统业务总监,董事。
吴亚伦	副总经理	本科	中国国籍,无境外永久居留权,男,1983年8月出生,学士学位。历任杜邦中国集团有限公司个人防护部客户服务代表,中电电气上海太阳能科技有限公司海外销售经理,南欧区销售总监,中电电气南京光伏有限公司欧洲及亚太区总监,全球电站投资部总经理,卢森堡控股投资有限公司总经理。现任中伏能源科技集团有限公司董事,总经理,孚尧能源科技(上海)有限公司总经理。
陈文锋	财务总监	本科	中国国籍,无境外永久居留权,男,1976年10月出生,本科。历任江西省安远县审计事务所审计员,副所长,深圳市科艺精密制品有限公司财务经理,新利实业(深圳)有限公司财务课长,财务部长,禾望电气财务经理。2017年4月至今任禾望电气财务总监。
刘济洲	董事会秘书	硕士	中国国籍,无境外永久居留权,男,1982年10月出生,硕士。历任北京华盛房地产开发有限公司秘书,华夏龙晖(北京)汽车电子科技有限公司行政主管,北京乐耕环保科技有限公司项目经理,副总经理。2012年加入禾望有限,曾任禾望有限运营总监,董事;2014年10月至今担任禾望电气董事会秘书,董事。

资料来源:公司公告,招商证券

逐步构建中大功率应用业务群。经过多年的研发投入,目前形成了以电力电子技术、电气传动技术、工业通信/互联技术和整机工艺/制造工艺技术为核心的技术平台。以技术平台为基础,公司根据产品类别的不同,建立了以中小功率变流器、兆瓦级低压变流器、IGCT中压变流器和级联中压变流器为核心的四大产品平台,主要对应风电变流器、光伏逆变器、大功率电气传动市场。

公司在光伏逆变器市场快速发展。公司产品主要包括集中/集散式大功率光伏发电系统和中小功率组串式光伏发电系统,包含3kW~1.6MW光伏逆变器、1.0MW~6.4MW光伏并网逆变器房等机型。公司在光伏逆变器市场十分迅速。公司光伏逆变器产品的出货量从2014年的197台快速增长到2018年1016台。2019年公司光伏逆变器的出货量达到1.7GW,排名国内第九。

大电气传动实现系列突破，有希望逐步产生贡献。大传动方面，公司提供 0.4kW~60MW 的传动成套解决方案，适用于冶金轧钢、石油石化、矿山机械、港口起重、分布式能源发电、大型试验测试平台、轨道交通等高端工业行业应用领域。

公司产品今年以来开始在国内大型钢铁企业得到成功应用，填补国内大功率变频器空白，实现了国产大功率传动变频器在钢管轧制线、高线精轧机上对国外垄断的突破。同时，油气、采掘领域也有较大的市场潜力。

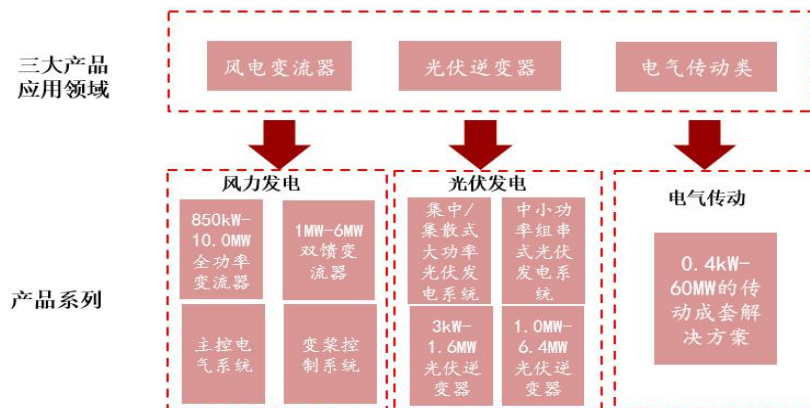
国内的国产化进入深水区，一些高壁垒、高可靠性场景，由于供应链安全与定制响应速度的要求，催生了新一轮的国产化替代加速的现象。公司在大电气传动领域完成了部分目标市场的产品系列化研发，并刚刚完成一部分标杆客户的突破，这个外部环境对公司来讲是很难得的市场机遇。预计 2021 年大传动业务收入有希望超过 1 亿元，并预计公司该业务可能快速增长。

图 3 公司四大核心产品平台



资料来源：招商证券

图 4 公司三大产品应用领域



资料来源：招商证券

表 11：公司光伏逆变器销量和收入情况

	2015	2016	2017	2018
光伏逆变器销量（台）	197	277	443	1016
增长率（%）		41	60	129
光伏逆变器营业收入（百万元）	50.1	87.0	103.8	
光伏逆变器单价（万元）	25.4	31.4	23.4	

资料来源：公司公告，招商证券 注：2018 年年报未披露光伏逆变器业务的收入。

表 12: 2019 年国内光伏逆变器出货量前十名企业

排名	公司名称	全球出货量 (GW)
1	华为技术有限公司	25.1
2	阳光电源股份有限公司	17.1
3	上能电气股份有限公司	4.5
4	宁波锦浪新能源科技股份有限公司	4.1
5	江苏固德威电源科技股份有限公司	4.0
6	深圳古瑞瓦特新能源股份有限公司	3.8
7	深圳科士达科技股份有限公司	2.6
8	深圳市首航新能源有限公司	2.5
9	深圳市禾望科技有限公司	1.7
10	特变电工股份有限公司	1.5

资料来源: 365 光伏, 招商证券

图 5 公司大传动领域应用案例



资料来源: 公司网站, 招商证券

盈利预测假设

基于对公司未来风电变流器和光伏逆变器较快增长以及中大功率应用业务开拓顺利假设，预测公司 20、21 和 22 年的 EPS 分别是 0.74、0.90 和 1.23 元。

表 13: 收入预测

		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
新能源电控业务	收入 (百万元)	717.5	977.3	1,310.6	1,598.9	2,302.5
	YOY (%)	15.9	36.2	34.1	22.0	44.0
	毛利率 (%)	49.3	44.6	44.0	43.4	43.2
电站系统集成	收入 (百万元)	370.3	708.9	896.8	1,048.6	1,400.9
	YOY (%)		91.4	26.5	16.9	33.6
	毛利率 (%)	34.9	22.8	22.2	21.6	21.4
其他	收入 (百万元)	58.6	88.4	132.6	160.4	227.8
	YOY (%)	157.8	50.9	50.0	21.0	42.0
	毛利率 (%)	36.2	52.0	51.4	50.8	50.6
合计	收入 (百万元)	1,181.4	1,786.3	2,340.0	2,808.0	3,931.2
	YOY (%)	34.5	51.2	31.0	20.0	40.0
	毛利率 (%)	45.0	36.4	35.8	35.2	35.0

资料来源：公司公告，招商证券

表 14: 盈利预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百)	1181	1786	2340	2808	3931
同比增长	35%	51%	31%	20%	40%
营业利润(百)	107	93	389	465	636
同比增长	-65%	-13%	319%	19%	37%
净利润(百万)	54	66	319	387	528
同比增长	-81%	23%	381%	21%	37%
每股收益	0.13	0.15	0.74	0.90	1.23
PE	89.2	74.1	15.4	12.7	9.3
PB	2.0	2.0	1.8	1.6	1.4

资料来源：公司公告，招商证券

4、结论与建议

公司掌握大功率变频器核心技术，目前已经成为风电变流器龙头，今明两年受益于陆上和海上风电抢装，业绩增长确定性高。

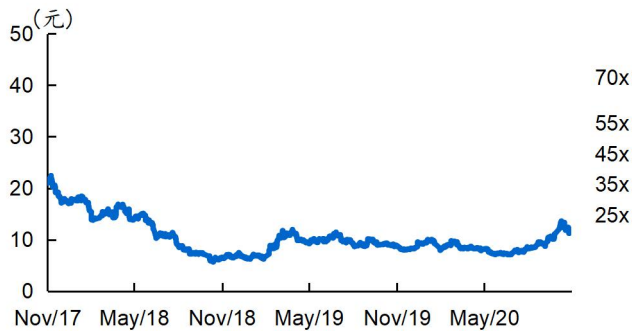
公司依托现有产品平台，发展了光伏逆变器、大电气传动两大新业务，其中光伏领域快速发展，而大电气传动领域完成了系列产品研发，并且获得一系列市场突破，未来有望快速发展，并成为重要的新业务支撑。

长期来看，公司不仅是一个风电零配件企业，有较大的业务延展和扩张的潜力。首次给予“强烈推荐”评级，目标价为 15-17 元。

风险提示

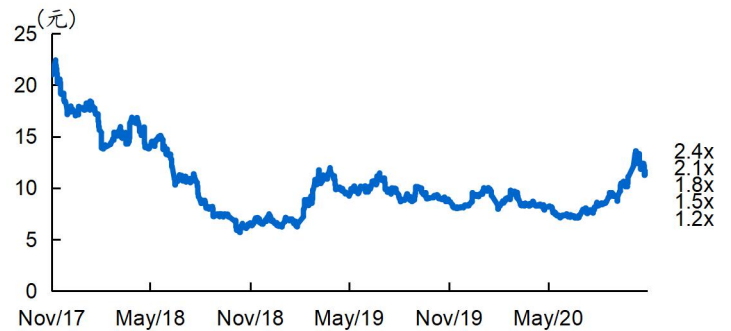
- 1) **海风政策不达预期:** 目前国内省份尚未出台海风地补政策, 相关省份财政收入有一定差别, 因此政策存在不达预期的可能。
- 2) **竞争导致盈利低于预期:** 如果未来市场需求不及预期, 市场可能出现结构性、阶段性的产能过剩, 将面临一定的市场竞争加剧和盈利能力下降的风险。
- 3) **新业务低于预期:** 新业务在产品研发和客户开拓的过程中存在一定的不确定性, 存在低于预期的风险。
- 4) **股东减持:** 三位股东博禾沃谷、盛禾沃谷、泉禾沃谷目前减持计划尚未实施完毕, 后续进一步减持可能带来股价波动的风险。

图 6: 禾望电气历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 7: 禾望电气历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3037	3406	4013	4638	6208
现金	756	643	488	444	401
交易性投资	0	128	128	128	128
应收票据	367	59	77	92	129
应收款项	1108	1296	1673	2007	2810
其它应收款	72	45	58	70	98
存货	461	730	929	1106	1536
其他	273	505	660	791	1106
非流动资产	624	838	916	987	1052
长期股权投资	38	93	93	93	93
固定资产	45	170	279	378	469
无形资产	391	306	276	248	223
其他	150	269	268	268	267
资产总计	3661	4244	4929	5625	7260
流动负债	909	1467	1822	2143	3260
短期借款	0	20	0	0	337
应付账款	659	1190	1532	1823	2532
预收账款	148	120	154	184	255
其他	102	136	136	136	136
长期负债	296	209	209	209	209
长期借款	0	0	0	0	0
其他	296	209	209	209	209
负债合计	1205	1675	2031	2352	3469
股本	420	431	431	431	431
资本公积金	937	962	962	962	962
留存收益	1021	1081	1393	1748	2238
少数股东权益	79	95	112	132	160
归属于母公司所有者权益	2378	2474	2786	3141	3631
负债及权益合计	3661	4244	4929	5625	7260

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	46	104	(139)	18	(301)
净利润	54	66	319	387	528
折旧摊销	12	14	48	56	63
财务费用	0	8	20	61	71
投资收益	(42)	(0)	(167)	(167)	(167)
营运资金变动	(9)	28	(394)	(356)	(850)
其它	32	(12)	35	37	54
投资活动现金流	95	(349)	31	31	31
资本支出	(89)	(155)	(137)	(137)	(137)
其他投资	183	(194)	167	167	167
筹资活动现金流	(76)	51	(47)	(93)	227
借款变动	(268)	121	(20)	0	337
普通股增加	0	11	0	0	0
资本公积增加	(1)	25	0	0	0
股利分配	(59)	(4)	(7)	(32)	(39)
其他	252	(102)	(20)	(61)	(71)
现金净增加额	65	(194)	(155)	(44)	(43)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	1181	1786	2340	2808	3931
营业成本	650	1136	1462	1740	2417
营业税金及附加	8	11	15	18	25
营业费用	136	186	244	279	390
管理费用	75	168	164	197	275
研发费用	120	152	164	197	275
财务费用	3	6	20	61	71
资产减值损失	(162)	(192)	(50)	(20)	(10)
公允价值变动	0	88	88	88	88
其他收益	38	69	69	69	69
投资收益	42	0	10	10	10
营业利润	107	93	389	465	636
营业外收入	3	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1	1
利润总额	109	95	391	467	638
所得税	4	13	55	59	82
少数股东损益	51	16	17	20	28
归属于母公司净	54	66	319	387	528

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	35%	51%	31%	20%	40%
营业利润	-65%	-13%	319%	19%	37%
净利润	-81%	23%	381%	21%	37%
获利能力					
毛利率	45.0%	36.4%	37.5%	38.0%	38.5%
净利率	4.5%	3.7%	13.6%	13.8%	13.4%
ROE	2.3%	2.7%	11.5%	12.3%	14.6%
ROIC	4.2%	3.3%	12.1%	14.0%	14.9%
偿债能力					
资产负债率	32.9%	39.5%	41.2%	41.8%	47.8%
净负债比率	0.0%	0.5%	0.0%	0.0%	4.6%
流动比率	3.3	2.3	2.2	2.2	1.9
速动比率	2.8	1.8	1.7	1.6	1.4
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	2.0	1.9	1.8	1.7	1.8
应收帐款周转率	0.9	1.3	1.5	1.5	1.6
应付帐款周转率	1.3	1.2	1.1	1.0	1.1
每股资料 (元)					
EPS	0.13	0.15	0.74	0.90	1.23
每股经营现金	0.11	0.24	-0.32	0.04	-0.70
每股净资产	5.66	5.74	6.47	7.29	8.43
每股股利	0.01	0.02	0.07	0.09	0.12
估值比率					
PE	89.2	74.1	15.4	12.7	9.3
PB	2.0	2.0	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	54.7	59.1	14.2	11.2	8.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，研究新能源汽车中游产业。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、新能源汽车产业。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20% 以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5% 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。