

可转债募资布局储能赛道，景气周期下主业产能加码

买入（维持）

2021年12月19日

证券分析师 曾朵红

执业证号：S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

证券分析师 柴嘉辉

执业证号：S0600521080002

chaijh@dwzq.com.cn

研究助理 谢哲栋

xiezd@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	2,423	3,000	3,974	5,340
同比（%）	7.9%	23.8%	32.5%	34.4%
归母净利润（百万元）	232	254	376	538
同比（%）	10.3%	9.7%	47.9%	43.1%
每股收益（元/股）	0.60	0.60	0.88	1.26
P/E（倍）	51.43	52.09	35.21	24.60

投资要点

■ **事件：**公司拟发行可转债募集资金，项目投资总额 14.17 亿元（其中含募集资金 11.97 亿元），其中 2.17/5.00 亿元投资于桂林/武汉储能系统产品数字化工厂，3.97 亿元投资于节能环保输配电设备智能制造项目（原 IPO 募投项目）、1.23 亿元投资于储能系列产品研发项目，其余资金用于补流。

■ **电化学储能远期空间大，公司加快团队扩充及产能建设。**公司技术储备较早，自 2016 年开始研发微电网储能电站，2018 年在海口基地建成一体化智能储能变流装置并投入运行。2021 年《关于加快推动新型储能发展的指导意见》提出“到 2025 年新型储能装机规模达 3000 万千瓦以上”，规划目标明确、电化学储能锁定高成长。2021 年 7 月，公司即成立全资子公司金盘储能大力开拓储能业务，可供应电气设备（变压器、开关柜、箱变等）、PCS、EMS 等产品。产能方面，募投项目桂林工厂及武汉工厂建设期均为 18 个月，达产后可分别实现年产 1.2GWh/2.7GWh 储能系列产品。储能系统价格以 1.5 元/Wh 价格计（其中电池成本占 60%），由于公司不从事储能电池、BMS 等生产，故我们假设公司对应产品价值量占储能系统的 30%，则对应 17.6 亿元产值。

■ **干式变压器下游景气度高企，公司继续加码产能建设、到 2022 年底产能有望翻番。**公司干变系列产品三大下游景气度较高：1）新能源主要是风电，受益于风机大型化+海风发展，干式变压器在国内市场渗透率有望快速提升；2）轨道交通建设力度不断加大，截至 2020 年底发改委批复的 44 个城市建设规划在实施的线路可研批复总投资达 4.2 万亿元，带动轨交干变销售增长；3）节能方面，高压变频器节能效果显著、销量有望提速，移相整流变压器作为高压变频器的重要配套部件，有望充分受益。此外，2021 年工信部等部门引发《变压器能效提升计划（2021-2023 年）》，提出到 2023 年高效节能变压器在网运行比例提高 10%，当年新增高效节能变压器占比达 75%+。公司非晶合金变压器、三维立体卷铁芯干式变压器空载损耗低，节能效果优异，同样有望受益于变压器节能替换。2020 年，公司干式变压器、干式电抗器产能利用率分别为 99.67%、94.74%，订单饱满、生产能力趋于饱和，本次募投继续加大武汉工厂产能投入。我们预计到 2022 年底，海口/桂林/武汉/上海四大生产基地干变合计产能相较 2020 年同期接近翻番，达到 5000 万 kVA+，支撑近 40 亿元产值。

■ **盈利预测与投资评级：**我们维持公司 2021-2023 年归母净利润分别 2.54 亿元、3.76 亿元、5.38 亿元，同比分别+10%、+48%、+43%，对应现价（12 月 17 日）PE 分别 52 倍、35 倍、25 倍。2022 年给予公司 50 倍 PE 作为估值依据，目标价 44.0 元/股，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**原材料价格波动，竞争加剧，产能扩张不及预期等。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	31.09
一年最低/最高价	14.74/37.68
市净率(倍)	5.54
流通 A 股市值(百万元)	1124.98

基础数据

每股净资产(元)	5.61
资产负债率(%)	51.34
总股本(百万股)	425.70
流通 A 股(百万股)	36.18

1、《金盘科技（688676）：干变龙头，乘“风”而起》2021-12-18

金盘科技三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	3075.2	3751.6	4402.8	5446.1	营业收入	2422.7	3000.1	3973.6	5340.2
现金	541.3	912.4	887.6	998.9	减:营业成本	1774.1	2299.7	2974.4	3940.0
应收账款	1214.8	1429.1	1798.2	2295.8	营业税金及附加	15.1	18.0	23.8	32.0
存货	1050.6	945.1	1140.9	1457.2	营业费用	89.0	114.0	158.9	224.3
其他流动资产	268.5	465.0	576.2	694.2	管理费用 (含研发)	244.2	300.0	405.3	550.0
非流动资产	944.9	1187.5	1478.6	1803.6	财务费用	24.6	6.1	4.2	3.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.5	0.0	0.0	0.0
固定资产	624.9	884.9	1171.5	1505.4	其他	-22.9	13.3	13.8	13.6
无形资产	174.8	169.0	163.2	157.3	营业利润	253.3	275.7	420.7	604.2
其他非流动资产	145.1	133.7	143.9	140.9	加:营业外净收支	6.9	8.2	6.4	7.2
资产总计	4020.0	4939.1	5881.4	7249.8	利润总额	260.1	283.9	427.1	611.4
流动负债	1801.0	2108.3	2780.1	3765.8	减:所得税费用	28.2	29.8	51.3	73.4
短期借款	45.7	90.0	67.8	78.9	少数股东损益	0.4	0.0	0.0	0.0
应付账款	1147.0	1271.8	1725.2	2337.2	归属母公司净利润	231.6	254.1	375.9	538.0
其他流动负债	608.4	746.5	987.1	1349.7	EBIT	412.2	268.4	411.2	593.9
非流动负债	256.8	260.8	268.2	274.2	EBITDA	469.3	344.0	514.4	729.7
长期借款	186.3	186.3	186.3	186.3					
其他非流动负债	70.5	74.4	81.8	87.9	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
负债合计	2057.8	2369.1	3048.3	4040.0	每股收益(元)	0.60	0.60	0.88	1.26
少数股东权益	5.3	5.3	5.3	5.3	每股净资产(元)	5.11	6.02	6.64	7.53
归属母公司股东权益	1956.9	2564.7	2827.8	3204.4	发行在外股份(百万股)	383.13	425.70	425.70	425.70
负债和股东权益	4020.0	4939.1	5881.4	7249.8	ROIC(%)	18.4%	10.0%	13.5%	18.3%
					ROE(%)	11.8%	9.9%	13.3%	16.8%
现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	毛利率(%)	26.8%	23.4%	25.2%	26.2%
经营活动现金流	192.2	275.1	480.4	711.9	销售净利率(%)	9.6%	8.5%	9.5%	10.1%
投资活动现金流	-154.6	-302.1	-370.3	-450.3	资产负债率(%)	51.2%	48.0%	51.8%	55.7%
筹资活动现金流	89.2	398.1	-134.9	-150.3	收入增长率(%)	7.9%	23.8%	32.5%	34.4%
现金净增加额	120.9	371.0	-24.8	111.3	净利润增长率(%)	10.3%	9.7%	47.9%	43.1%
折旧和摊销	57.1	75.6	103.3	135.8	P/E	51.4	52.1	35.2	24.6
资本开支	-278.6	-302.4	-370.3	-450.3	P/B	6.1	5.2	4.7	4.1
营运资本变动	-16.2	-41.3	15.1	51.7	EV/EBITDA	29.8	41.5	29.1	21.9

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>