

通润装备 (002150)

切入光储大机市场，打开新增量

买入 (首次)

2024年05月24日

证券分析师 曾朵红

执业证书: S0600516080001

021-60199793

zengdh@dwzq.com.cn

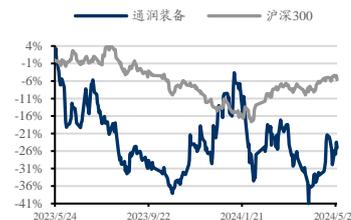
证券分析师 郭亚男

执业证书: S0600523070003

guoyn@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入 (百万元)	1678	2518	4215	6128	8946
同比 (%)	(12.65)	50.06	67.39	45.40	45.98
归母净利润 (百万元)	149.04	64.39	286.00	439.22	583.95
同比 (%)	3.59	(56.80)	344.19	53.58	32.95
EPS-最新摊薄 (元/股)	0.41	0.18	0.79	1.21	1.61
P/E (现价&最新摊薄)	35.73	82.71	18.62	12.12	9.12

股价走势



投资要点

- 工具箱龙头转型新能源，新主业增长蓄势待发。**通润装备 02 年成立，主营金属工具箱及钣金件，07 年上市中小板。23 年 5 月公司资产重组收购正泰电源进军光伏逆变器及储能业务并于 23 年 6 月并表，控股股东变更为正泰电器，同年 7 月置出存在同业竞争的输配电业务。正泰电源 09 年成立，主营组串式逆变器，12 年进入美国市场，23 年美国收入约占 40%，是市场上少有以自有品牌立足美国的企业。通润装备 23 年营收/归母净利润分别为 25.18/0.64 亿元，同比+50%/ -57%，利润下滑主要系合并后会计调整较多所致。公司逆变器在美国、韩国工商业光伏市场占有率均居第一，24 年美国地面大功率组串和欧洲市场有望形成规模化突破，同时国内业务与集团协同有望增多，业绩有较大弹性，全球布局加速兑现。
- 基本盘：美韩工商业龙一份额稳中有升，国内与集团协同增长。**公司逆变器业务以组串式为主，由工商业向全场景覆盖，定位独特，品牌具备高认可度，23 年 BNEF 可融资性升至第一，达 89%。公司出货以国内+海外高壁垒竞争弱的市场为主，其中：1) 美国工商业市场“小而美”，高壁垒高盈利，23 年光伏装机 3GW，23-26 年 CAGR 约 7%，公司占比约 30%，稳定格局下份额将保持领先，毛利率始终维持在 40%左右，我们预计出货维持 1.5GW，贡献稳定盈利。2) 韩国与现代集团深度绑定，市场规模较小但相对成熟，公司份额稳定 30%左右，24 年出货我们预计维持约 1GW。3) 国内地面光储基数大，公司依靠集团规模优势显著。23 年底国内地面光伏规划达 114GW，成本优势+消纳放松有望支撑 24 年装机在 140GW+，同增 15%+。国内市场高基数强竞争，盈利较弱，公司凭借集团旗下地面&户用开发商赋能，量增较大，我们预计 24 年逆变器/储能出货 5-7GW/300MWh，同比 45%/50%增长，为规模优势提供“安全垫”。
- 新增量：美欧日多场景延伸，大功率组串铸就未来增长点。**1) 美国地面市场体量大+增速高，23 年地面光伏装机 22.5GW，同增 77%，23-26 年 CAGR 约 40%；市场封闭下维持高价高盈利，集中式逆变器占比超 90%。公司发力组串式替代，有望凭借：a) 产品分体式设计，贴合实际运维，并有专利保护；b) 美国地面双面组件超 80%，组串式转换率优势可更加体现，提升项目收益率；c) 本土直销团队深耕多年，工商业与地面市场客户重叠，可复用过往积累快速突破。美国地面组串单价高达 4-5 美分/W，毛利率超 40%，中性预期 24 年空间达 2.5 亿美元 (18%组串式渗透率)，目前公司 275kW 组串已成功应用在 Clenera 105MW 项目，大功率组串技术难度大，24 年我们预计出货 1.5GW+，破局有望铸造长期 alpha。2) 欧洲 23 年实现 0-1 突破，24 年增设德国、意大利子公司，差异化发力工商业及小型地面市场，24 年我们预计出货 1.5-2GW，逐步覆盖全欧市场；3) 发力美日户储，后期可贡献增量。美日户储单价高，毛利率超 30%，日本市场通过与东京电力合作，深度培育多年，我们预计 24 年出货 30-60MWh，25 年可实现 GWh 级出货，美国户储我们预计 24 年 5 月发货，借力加州转向净计费后的需求增长，后续有望贡献业绩增量。整体来看，我们预计 24 年公司逆变器/储能系统出货 12GW+/400-600MWh，同增 58%/128%。
- 金属业务外销贡献主要业绩，深耕多年盈利稳健。**公司金属制品经营多年，海外市场占比超 70%，毛利率常年稳定在 25%左右，是国内金属工具龙头企业。23H1 因公司资产重组订单有所下滑，H2 重组完成后重回正轨，24 年海外降息周期拉动需求下有望稳健增长，我们预计 24 年可贡献归母净利润 0.7 亿元+。
- 盈利预测与投资评级：**基于公司在美国品牌渠道优势显著，大组串有望实现地面突破，叠加集团赋能下全球迅速开拓、光储协同发展，我们预计公司 2024-2026 年归母净利润为 2.9/4.4/5.8 亿元，同增 344%/54%/33%，对应 PE 19x/12x/9x，我们给予公司 2024 年 26xPE，对应目标价 20.5 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**竞争加剧，国际贸易及行业政策变动，全球化拓展不及预期等。

市场数据

收盘价(元)	14.71
一年最低/最高价	11.57/21.30
市净率(倍)	3.21
流通 A 股市值(百万元)	5,225.21
总市值(百万元)	5,325.42

基础数据

每股净资产(元,LF)	4.59
资产负债率(%,LF)	54.18
总股本(百万股)	362.03
流通 A 股(百万股)	355.21

相关研究

内容目录

1. 工具箱龙头转型新能源，新主业增长蓄势待发	5
1.1. 深耕金属工具箱柜，转型新能源迎新生	5
1.2. 双主业驱动增长，海外优势回报将至	7
1.3. 原主业深耕多年盈利稳健，再融资助力新业务拓展	9
2. 基本盘：美韩工商业龙一份额稳定，国内与集团协同增长	10
2.1. 可融资性居全球第一，大功率组串进入“无人区”	11
2.2. 美国：工商业市场“小而美”，公司市场份额稳定	11
2.3. 韩国：市场增长动能减弱，与现代集团深度合作保持份额	12
2.4. 国内：地面光储基数大，公司依靠集团规模优势显著	13
3. 新增量：美欧日多场景延伸，大功率组串铸就未来增长点	14
3.1. 美国立足本土直销优势，地面组串有望破局铸未来增长点	15
3.2. 欧洲专注工商业及小型地面电站，23 年实现 0-1 突破	17
3.3. 美国&日本户储贡献后期增量	18
4. 盈利预测与投资建议	19
5. 风险提示	20

图表目录

图 1:	公司历史沿革.....	5
图 2:	公司控股股东变更为正泰电器, 股权结构稳定 (截至 2023 年 9 月 30 日)	5
图 3:	2023 年营收 25.18 亿元, 同增 50% (亿元, %)	8
图 4:	2023 年公司光储业务营收占比达 45% (%)	8
图 5:	2023 年归母净利 0.64 亿元, 同减 57% (亿元, %)	8
图 6:	正泰电源海外业务贡献营收主体 (亿元, %)	8
图 7:	2019-2024Q1 公司利润率及摊薄 ROE (%)	9
图 8:	2019-2023 年公司主营业务毛利率 (%)	9
图 9:	2020-2022 年 1-10 月正泰电源利润率及摊薄 ROE.....	9
图 10:	2019-2024Q1 公司费用率 (%)	9
图 11:	公司金属产品样图 (部分)	10
图 12:	公司金属业务营收及毛利率.....	10
图 13:	正泰电源历史产能 (GW, GWh)	10
图 14:	2023 年公司 BNEF 逆变器可融资性居全球第一	11
图 15:	美国主流厂商 100kW 以上功率段组串式布局 (kW)	11
图 16:	EIA 预测美国各部门电价将维持高位 (美分/kWh)	11
图 17:	美国工商业光储装机及与预测 (MW, MWh)	11
图 18:	2023Q1 美国工商业光伏成本构成 (美元/kWdc)	12
图 19:	2015-21Q1-3 美国工商业光伏逆变器市场份额 (%)	12
图 20:	韩国光伏历史装机 (GW)	13
图 21:	Hyundai Energy 为韩国领先的光伏企业	13
图 22:	国内年度新增光伏装机及预测 (GW, %)	13
图 23:	国内年度新增储能装机及预测 (GWh, %)	13
图 24:	正泰安能公司介绍.....	14
图 25:	美国 EIA 月度地面光伏、储能备案量 (GW)	15
图 26:	美国地面光储 IRR 敏感性测算.....	15
图 27:	美国地面光伏装机预测 (GW, %)	15
图 28:	美国大储装机预测 (GW, GWh)	15
图 29:	全球地面电站组串式逆变器渗透率 (%)	16
图 30:	组串式相对集中式优势.....	16
图 31:	21Q1-23Q4 美国大储系统、地面逆变器价格 (美元/W)	17
图 32:	各厂商价格对比 (美元/W)	17
图 33:	欧洲光伏装机 (GW, %)	18
图 34:	美国和日本户储市场规模.....	18
图 35:	公司在日本已落地储能项目	18
表 1:	2023 年逆变器产品出货市场对比.....	5
表 2:	公司管理团队 (部分)	6
表 3:	股权激励考核目标.....	7
表 4:	募集资金投资项目 (单位: 亿元)	10
表 5:	正泰新能源与其他 EPC 企业对比 (2023 年累计装机)	14

表 6: 美国地面光伏组串式逆变器替代空间测算.....	16
表 7: 正泰欧洲光伏项目梳理.....	18
表 8: 公司分业务拆分及预测.....	19
表 9: 可比公司估值 (截至 2024 年 5 月 23 日)	20

以上内容仅为本文档的试下载部分，为可阅读页数的一半内容。如要下载或阅读全文，请访问：<https://d.book118.com/228136042124006072>