

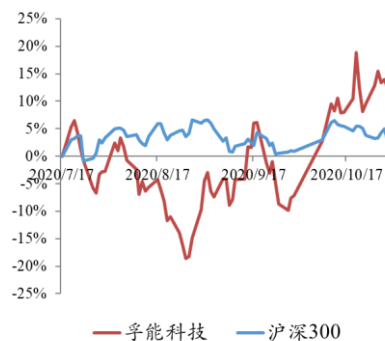
三季度报点评：装机逐步恢复，业绩底部仍待反转

投资评级：买入（维持）

报告日期： 2020-11-01

收盘价（元）	31.54
近12个月最高/最低（元）	33.22/22.77
总股本（百万股）	1,070.67
流通股本（百万股）	145.83
流通股比例（%）	13.62
总市值（亿元）	337.69
流通市值（亿元）	45.99

公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈晓

执业证书号：S0010520050001

邮箱：chenxiao@hazq.com

联系人：别依田

执业证书号：S0010120080027

邮箱：bieyt@hazq.com

分析师：滕飞

执业证书号：S0010520080006

邮箱：tengfei@hazq.com

相关报告

- 《华安证券新能源_行业研究_锂电池面向新能源车、储能、铅酸替代的万亿空间—新能源锂电池系列报告之一—总篇》2020-8-26
- 《华安证券新能源_公司研究_孚能科技深度_软包电池引领者，与优质客户共成长》2020-10-20

主要观点：

● 三季度业绩

2020年前三季度公司实现营收5.58亿，同比减少64.94%；归母净利润-2.93亿。其中2020年Q3营收2.73亿，同比减少52.88%，环比增长67.46%；归母净利润-1.18亿。

● 产能爬坡及毛利率下降拖累业绩，费用率有所下降

真理研究数据显示公司1-9月装机量为0.37GWh，其中三季度为0.27GWh，7/8/9月分别为43/108/121MWh，公司装机量逐步恢复，营收环比增长但同比下降。2020年以来公司客户结构发生变化，新订单主要集中在镇江基地新产能，产能爬坡叠加疫情影响导致新客户放量延迟。2020年Q3公司毛利率为10.93%，环比下降10.72pct，主要由于公司目前规模较小且产能尚在爬坡折旧摊销较多所致。由于营收增长，Q3期间费用率由Q2的97.4%下降至76.4%。

● 随着未来产能释放订单交付，规模效应促使成本下降，公司盈利将迎来底部反转

公司深度绑定戴姆勒，并持续收货东风、江铃、国机智俊、TOGG、春风动力、华晨新日等订单。目前在手订单超200GWh，现已有加规划产能29GWh，其中赣州5GWh和镇江一期8GWh已经投产。后续随着产能释放订单交付，以及规模效应下的成本下降，公司盈利有望迎来底部反转。

● 投资建议

参考公司近期产能爬坡的情况，我们下调2020-22年盈利预测为-3.38/1.15/7.63亿，EPS为-0.32/0.11/0.71元，对应21/22的PE分别为295/44。考虑到公司的丰厚订单将带来的业绩弹性，维持“买入”评级。

● 风险提示

产品价格下降低于预期；新能源车发展不及预期；产能建设及爬坡不及预期。

● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2450	1183	4809	10196
收入同比（%）	7.6%	-51.7%	306.5%	112.0%
归属母公司净利润	131	-338	115	763
净利润同比（%）	267.8%	-357.5%	133.9%	566.7%
毛利率（%）	23.5%	16.7%	18.4%	18.6%
ROE（%）	1.8%	-2.9%	0.9%	4.6%
每股收益（元）	0.12	-0.32	0.11	0.71
P/E	0.00	—	294.92	44.24
P/B	0.00	2.93	2.51	2.05
EV/EBITDA	-30.74	-89.28	136.05	36.26

资料来源：wind，华安证券研究所

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	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	7121	5625	7572	14792	营业收入	2450	1183	4809	10196
现金	4581	4269	3227	6000	营业成本	1874	986	3924	8304
应收账款	1286	324	1317	2793	营业税金及附加	8	6	24	51
其他应收款	77	10	40	84	销售费用	125	95	192	357
预付账款	65	15	59	125	管理费用	165	248	337	459
存货	742	378	1505	3185	财务费用	-18	-62	-43	26
其他流动资产	371	630	1424	2605	资产减值损失	-19	0	0	0
非流动资产	4579	8318	10942	13901	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	131	35	144	306
固定资产	1768	2932	4386	6180	营业利润	138	-398	135	898
无形资产	317	392	462	527	营业外收入	5	0	0	0
其他非流动资产	2490	4990	6090	7190	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	11700	13944	18514	28693	利润总额	142	-398	135	898
流动负债	3520	1032	3684	10856	所得税	11	-60	20	135
短期借款	0	0	0	3901	净利润	131	-338	115	763
应付账款	247	162	645	1365	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	3272	870	3039	5590	归属母公司净利润	131	-338	115	763
非流动负债	1078	1378	1378	1378	EBITDA	129	-341	231	899
长期借款	613	913	913	913	EPS (元)	0.12	-0.32	0.11	0.71
其他非流动负债	464	464	464	464					
负债合计	4597	2409	5062	12233					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	857	1071	1071	1071					
资本公积	6108	9298	9298	9298					
留存收益	139	1165	3084	6091					
归属母公司股东权益	7103	11534	13453	16460					
负债和股东权益	11700	13944	18514	28693					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
经营活动现金流	484	-1425	46	-116	成长能力				
净利润	131	-338	115	763	营业收入	7.6%	-51.7%	306.5%	112.0%
折旧摊销	122	225	380	485	营业利润	226.5%	-387.7%	133.9%	566.7%
财务费用	-10	27	32	118	归属于母公司净利	267.8%	-357.5%	133.9%	566.7%
投资损失	-131	-35	-144	-306	获利能力				
营运资金变动	363	-1304	-337	-1176	毛利率 (%)	23.5%	16.7%	18.4%	18.6%
其他经营现金流	-223	966	451	1939	净利率 (%)	5.4%	-28.6%	2.4%	7.5%
投资活动现金流	592	-2565	-1056	-894	ROE (%)	1.8%	-2.9%	0.9%	4.6%
资本支出	-1815	-2600	-1200	-1200	ROIC (%)	0.1%	-3.9%	-0.9%	1.7%
长期投资	2406	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	1	35	144	306	资产负债率 (%)	39.3%	17.3%	27.3%	42.6%
筹资活动现金流	336	3678	-32	3783	净负债比率 (%)	64.7%	20.9%	37.6%	74.3%
短期借款	0	0	0	3901	流动比率	2.02	5.45	2.06	1.36
长期借款	613	300	0	0	速动比率	1.79	5.07	1.63	1.06
普通股增加	15	214	0	0	营运能力				
资本公积增加	222	3191	0	0	总资产周转率	0.21	0.08	0.26	0.36
其他筹资现金流	-515	-27	-32	-118	应收账款周转率	1.90	3.65	3.65	3.65
现金净增加额	1417	-312	-1042	2773	应付账款周转率	7.58	6.08	6.08	6.08

每股指标 (元)				
每股收益	0.12	-0.32	0.11	0.71
每股经营现金流(薄)	0.45	-1.33	0.04	-0.11
每股净资产	6.63	10.77	12.56	15.37

估值比率				
P/E	0.00	—	294.92	44.24
P/B	0.00	2.93	2.51	2.05
EV/EBITDA	-30.74	-89.28	136.05	36.26

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

分析师与联系人简介

华安证券新能源与汽车研究组：覆盖电新与汽车行业

陈晓：华安证券新能源与汽车首席分析师，十年汽车行业从业经验，经历整车厂及零部件供应商，德国大众、大众中国、泰科电子。

别依田：上海交通大学锂电博士，获国家奖学金并在美国劳伦斯伯克利国家实验室学习工作，六年锂电研究经验，覆盖锂电产业链。

滕飞：四年产业设计和券商行业研究经验，法国 KEDGE 高商金融硕士，电气工程与金融专业复合背景，覆盖锂电产业链。

宋伟健：五年汽车行业研究经验，上海财经大学硕士，研究领域覆盖乘用车、商用车、汽车零部件，涵盖新能源车及传统车。

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，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。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）相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为标准，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沪深 300 指数 5%以上；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 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。市场基准指数为沪深 300 指数。