

# 孚能科技（688567）：软包动力电池强者，掘金新能源汽车市场

2020年11月11日

推荐/首次

孚能科技

公司报告

领跑国内软包动力电池市场，受益新能源汽车市场长期成长。我们预计，2025年中国大陆锂电系新能源汽车动力电池需求将达到237.24GWh，自2019年的CAGR为25%；全球2022年新能源汽车动力电池需求将达到252.94GWh，自2019年的CAGR为29.7%。公司2019年排名中国动力电池市场第七、软包动力电池市场第一，彰显较强竞争力，有望随行业长期发展而成长。

## 三大竞争优势助力成长：

**1) 产品研发契合市场需求。**我们判断，随着新能源汽车市场2C导向增强，车企将对电池的安全性、能量密度和适应快充性等方面提出更高要求。公司聚焦三元软包技术路线，产品具有较好的技术指标，研发方向契合市场需求导向：主流三元电芯产品最高能量密度达到285Wh/kg，处于市场前列；具备快充能力的电池和可通过针刺测试的NCM811高镍三元电池，都已成功进入产业化阶段；热失控抑制时间逾3小时的电池包已经完成开发并实现量产。

**2) 销售策略得当，长单与股权合作锁定战略客户。**公司与戴姆勒、北京奔驰、东风（岚图）、华晨新日、TOGG等战略客户开展长单协议合作，有助保持供货稳定性。戴姆勒通过参与公司IPO战略配售，目前持有公司3%股权；公司另拟与TOGG成立合资公司，共同推进土耳其及其周边国家电动化进程。

**3) 产能布局与规划合理，可为业务发展提供有效支持。**目前基本完成建设的赣州基地和镇江一期、二期基地合计理论产能达到21GWh，我们认为可以有效支持协议订单的执行，助力业务发展。

**盈利预测：**我们预计，公司将于2020-2022年实现盈利4.80亿元、1.03亿元、3.11亿元，对应当前股本下EPS分别为-0.45元、0.10元、0.29元，对应2020.11.11收盘价的P/E分别为-69.4倍、323.0倍、106.9倍。考虑公司长期发展潜力等因素，给予“推荐”评级。

**风险提示：**国内外新能源汽车推广，以及公司业务发展、成本管控或低预期。

## 财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	2,275.65	2,449.63	1,146.35	3,811.29	6,036.48
增长率(%)	70.00%	7.65%	-53.20%	232.47%	58.38%
归母净利润(百万元)	-102.35	131.02	-479.66	103.03	311.35
增长率(%)	-528.31%	-228.01%	-466.10%	-	202.19%
净资产收益率(%)	-2.22%	1.91%	-5.57%	1.02%	3.03%
每股收益(元)	-0.10	0.12	-0.45	0.10	0.29
P/E	-325.13	253.98	-69.38	322.98	106.88
P/B	5.02	4.68	3.29	3.27	3.21

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

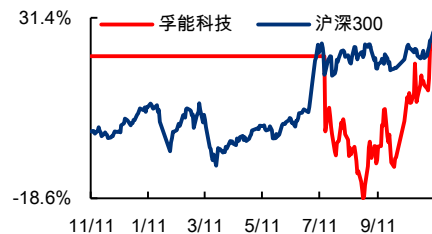
## 公司简介：

公司主营软包三元锂离子动力电池。

## 交易数据

52周股价区间(元)	34.99-22.77
总市值(亿元)	361.78
流通市值(亿元)	49.28
总股本/流通A股(万股)	107,067/14,583
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	8.62

## 52周股价走势图



资料来源：Wind、东兴证券研究所

## 首席分析师：郑丹丹

021-25102903

zhengdd@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480519070001

## 研究助理：张阳

010-66554016

zhangyang\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480119070043

## 目 录

1. 受益行业发展，铸就三元软包龙头 .....	3
1.1 新能源汽车市场前景广阔 .....	3
1.2 公司于国内软包动力电池市场领先 .....	3
2. 三大竞争优势助力成长 .....	5
3. 收入与成本预测 .....	9
4. 风险提示 .....	9

## 插图目录

图 1： 2013~2019 年中国大陆新能源汽车产销量（单位：万辆） .....	3
图 2： 公司主要产品示例 .....	4
图 3： 公司股权关系及重要子公司（截至 2020.11.11） .....	4
图 4： 2019 年中国软包动力电池装机量市场份额 .....	5

## 表格目录

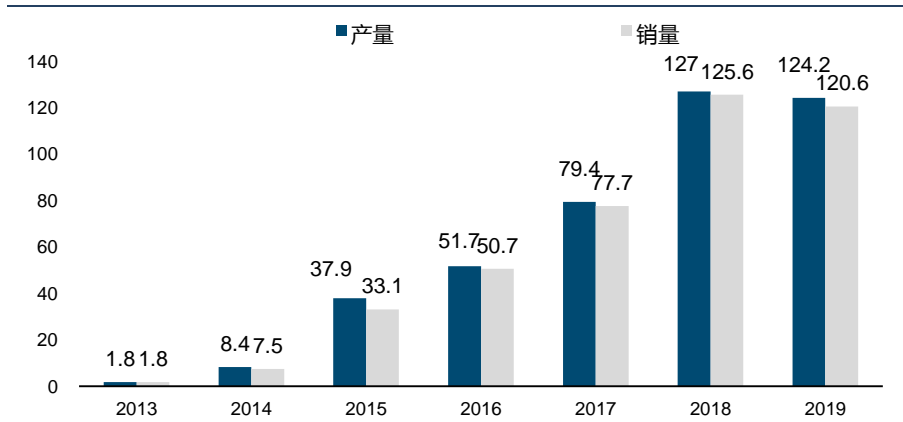
表 1： 公司 2017-2019 年主要客户销售金额情况（单位：亿元） .....	6
表 2： 公司 2019 年配套车型情况 .....	6
表 3： 公司部分供货协议 .....	7
表 4： 公司生产基地与产能简况 .....	8
表 5： 公司产能、产量、销量统计（2017-2019） .....	8
表 6： 公司分项业务收入与成本预测（至 2022 年） .....	9

## 1. 受益行业发展, 铸就三元软包龙头

### 1.1 新能源汽车市场前景广阔

新能源汽车行业发展空间广阔。减少燃油车的使用, 加速电动化发展, 已成为全球公认的发展趋势。在政策引导下, 全球新能源汽车销量逐年提升。以中国为例, 大陆地区新能源汽车产销量自 2015 年开始大幅增长, 2019 年销量达到 120.6 万辆, 如图 1 所示, 产业政策驱动效果明显。

图1: 2013~2019 年中国大陆新能源汽车产销量 (单位: 万辆)



资料来源: 中汽协, 东兴证券研究所

展望未来, 我们看好全球尤其中国、欧洲新能源汽车市场发展前景。我们预计, 2020 年、2025 年, 中国大陆锂电系新能源汽车产量将分别达到 128.7 万辆、488.2 万辆, 对应动力电池需求分别为 62.85GWh、237.24GWh, 2019~2025 年动力电池需求年均复合增速为 25%; 同时预计, 全球 2022 年新能源汽车动力电池需求将达到 252.94GWh, 2019~2022 年的年均复合增速为 29.7%。

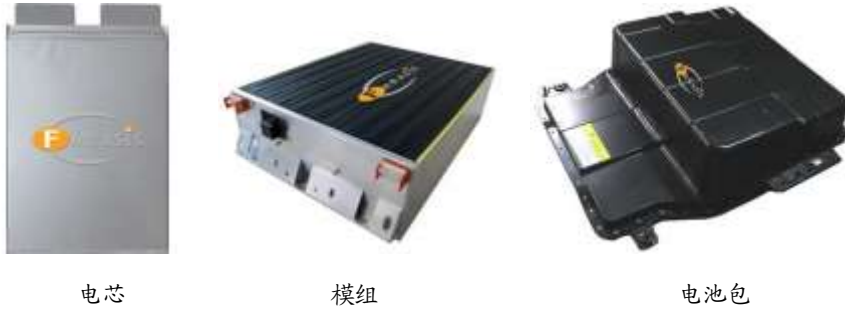
### 1.2 公司于国内软包动力电池市场领先

过去一轮新能源汽车市场的发展, 推动了本土产业链的成长, 涌现一批动力电池优质企业, 孚能科技 (688567.SH, 简称“公司”) 即为其一。公司成立于 2009 年 12 月 18 日, 2020 年 7 月 17 日于 A 股上市, 主要从事锂离子动力电池及整车电池系统的产销, 主要产品为三元软包动力电池的电芯、模组和电池包, 如图 2 所示, 应用领域以新能源乘用车为主, 同时涵盖新能源专用车、电动摩托车等。

公司股权关系及重要子公司如图 3 所示, 实际控制人为 YU WANG (王瑀) 先生和 Keith 先生, 我们测算两人合计间接持有公司 24.52% 股权 (截至 2020.11.11)。此外, 国有资本风险投资基金持股 99.9975% 的深圳安晏直接持有公司 19.11% 股权, 知名汽车制造商戴姆勒持有公司 3% 股权。

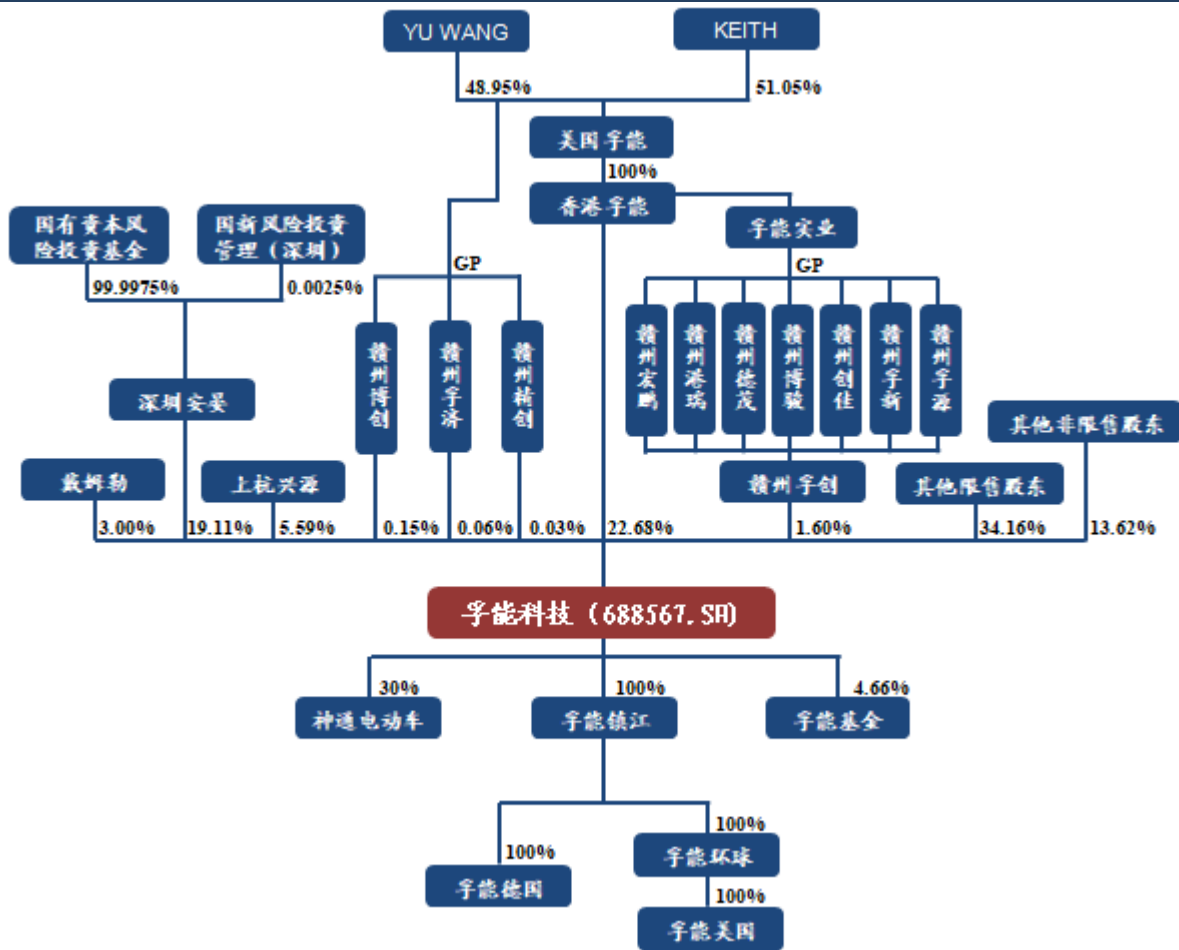
据《招股说明书》(20200710 版) P1-1-39、104 披露, 公司在中国江西赣州、美国硅谷和德国斯图加特设有研发中心, 在赣州、镇江拥有两大生产基地, 并拟在中国、德国和美国新设生产基地。

图2: 公司主要产品示例



资料来源: 公司招股说明书, 东兴证券研究所

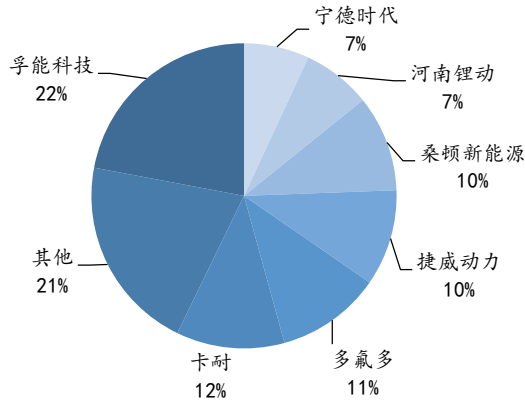
图3: 公司股权关系及重要子公司 (截至 2020.11.11)



资料来源: 公司《上市公告书》、公司 2020 年三季度报, 东兴证券研究所

公司 2019 年营业收入中，动力电池系统占比 94.45%。公司在中国动力电池市场占据一席之地，在软包技术路线领域领跑市场。根据 GGII 已公开数据，公司产品装机量 2017~2019 年分别排名全国第七、第五、第七，在软包动力电池领域，连续三年排名全国第一。2019 年软包动力电池市场份额分布如图 4 所示。

**图4：2019 年中国软包动力电池装机量市场份额**



资料来源：GGII，公司招股说明书，东兴证券研究所

## 2. 三大竞争优势助力成长

我们分析认为，公司竞争优势主要体现在以下方面。

### 其一，产品研发契合市场需求。

我们判断，随着新能源汽车市场逐步由 2B 市场主导向 2C 市场主导过渡，高性价比、高可靠性和强产品力的车型更具竞争力，车企愈加重视终端用户体验，进而对电池的安全性（影响整车安全性）、能量密度（影响整车续航里程）和适应快充性等方面提出更高要求。公司聚焦三元软包锂离子动力电池技术路线，产品具有较好的技术指标，研发方向契合市场需求导向。

在能量密度指标方面，公司主流三元电芯产品处于市场主流供应商前列。

据公司《招股说明书》（20200710 版）P1-1-314 披露，公司主流三元电芯产品的能量密度在 220~285Wh/kg 之间，处于市场前列的 LG 化学、三星 SDI、松下、AESC、SKI、宁德时代、亿纬锂能的主流三元电芯产品各自最高能量密度分别为 250Wh/kg、230Wh/kg、260Wh/kg、300Wh/kg、260Wh/kg、240Wh/kg、230Wh/kg。对比可见，公司产品最高能力密度指标于市场中处于前列。公司 2020 年中报披露，“400Wh/kg 高能量密度、高安全性动力电池技术开发”已进入中试阶段，电芯满足中国动力电池强检国标和美国先进电池联盟的安全标准。

公司亦重视三元软包锂离子动力电池产品的安全性和使用寿命，以及高倍率快充能力，相关新产品研制取得积极进展。

据 2020 年中报披露，公司具备快充能力（20 分钟内充满 80% 容量）的电池和可通过针刺测试（ $\varnothing 1\text{mm}$  针、25mm/s、刺穿整个电芯 14mm）的 NCM811 高镍三元电池，都已成功进入产业化阶段；热失控抑制时

间逾 3 小时的电池包已经完成开发并实现量产；处于中试阶段的“高倍率插电混合动力电池技术开发”项目，开发出的电芯产品能量密度、脉冲功率分别达到 250Wh/kg、3,500W/kg，常温循环寿命 4,000 次，满足中国动力电池强检和美国先进电池联盟的安全标准。

我们认为，如上述新产品研制顺利，有助进一步提高公司在动力电池产品性能方面的竞争力。

## 其二，销售策略得当，长单与股权合作锁定战略客户。

在销售策略方面，公司借大客户业务模式取得一定市场份额，并不断扩大优质合作车企范围，以降低对单一客户的依赖。

公司 2017~2019 年供货的前五大客户销量总额占比都超过了 95%，如表 1 所示。这三年中，对北汽新能源的产品销售收入占比最高，分别为 87.6%、83.6%、47.6%。据公司《上市公告书》披露，2020 上半年公司第一大客户为戴姆勒，（彼时公司预计）对应销售金额 0.65 亿元，同比增长 82.1%，相当于公司当期营业收入（2.85 亿元）的 22.8%。2019 年以来公司配套的主要车型及电池情况如表 2 所示。

表1：公司 2017-2019 年主要客户销售金额情况（单位：亿元）

2017			2018			2019		
客户	金额	收入占比	客户	金额	收入占比	客户	金额	收入占比
北汽集团	11.42	87.57%	北汽集团	18.27	83.58%	北汽集团	11.02	47.58%
江铃集团	1.26	24.37%	长城集团	1.67	7.65%	长城集团	5.64	24.37%
美国孚能	0.29	2.23%	江铃集团	1.21	5.53%	上海锐镁	4.07	17.56%
昆明新能车	0.03	0.21%	美国孚能	0.51	2.33%	戴姆勒	1.10	4.75%
唐巨龙	0.02	0.03%	广汽集团	0.15	0.68%	美国孚能	0.36	1.56%
<b>合计</b>	<b>13.01</b>	<b>99.78%</b>	<b>21.81</b>	<b>99.77%</b>	<b>22.19</b>	<b>95.82%</b>		

资料来源：公司招股说明书，东兴证券研究所

注：上海锐镁新能源科技有限公司非终端用户，其自公司采购产品转售给终端用户一汽轿车股份有限公司

表2：公司 2019 年配套车型情况

下游车企	车型名称	电池包能量密度
广汽	Aion LX	170Wh/kg
广汽	Aion V	170Wh/kg
长城	欧拉 iQ（升级版）	167Wh/kg
一汽	奔腾 B30EV	161Wh/kg
江铃	EV3（升级版）	160Wh/kg
北汽	EC5（升级版）	146Wh/kg

资料来源：公司《招股说明书》（20200710 版）P316-317，东兴证券研究所

近年来,公司积极拓展下游合作车企范围。据 2020 年中报披露,公司的车企客户包括 Daimler(戴姆勒)、广汽、北汽、长城、吉利、一汽、江铃、长安、东风等,同时正在拓展大众、奥迪、保时捷、通用、雷诺、日产、本田、奇瑞等潜在客户。我们认为,如业务推进顺利,公司将有效控制对单一客户的依赖度。

公司采取了长单协议和股权合作等方式,与一些战略客户展开合作,对于保持供货稳定性具有积极意义。

公司 2018 年末与戴姆勒和北京奔驰分别签署了确定长期合作关系的合作协议; 2019 年与北汽新能源签署了《中长期战略合作协议》; 2020 年 8 月以来,先后与东风汽车、春风动力(摩托车制造商)、华晨新日、江铃新能源、国机智骏等客户签署长期供货协议。如表 3 所示。如相关协议顺利执行,公司有望自 2020 年底起 5 年内为华晨新日 W32H 项目提供配套最低 10 万辆车所需电池; 自 2021 年起 5~8 年内为春风动力 6 个车型平台提供超过 5GWh 电池; 自 2021 年起为戴姆勒、北京奔驰供应总量规模较大的动力电池; 自 2022 年起 7 年内为东风岚图 H56 项目提供 5GWh 电池; 自 2022 年四季度起 7 年内为 TOGG 提供 30GWh 电池; 2023 年底前为国机智骏提供 10 万套动力电池; 2025 年前为江铃新能源提供 15 万套动力电池。投资者需同时注意相关合作协议执行不达预期的风险。

**表3: 公司部分供货协议**

No.	客户	协议要点	资料来源
1	北汽新能源	公司 2019 年与北汽新能源签署五年《中长期战略合作协议》	《招股说明书》 (20200710 版) P1-1-38
2	戴姆勒、北京奔驰	2018 年末,公司与戴姆勒、北京奔驰分别签署了合作协议,确定了长期合作关系,成为其动力电池供应商,初步预计对应的动力电池采购总量规模较大,公司预计 2021 年正式生产并批量供货	《招股说明书》 (20200710 版) P1-1-10
3	东风(岚图)	H56 项目的动力电池供应商,预计在未来 7 年内电池需求 5GWh,计划 2022 年投产	公司公告(2020.8.26)
4	春风动力	公司作为春风动力 6 个车型平台的电池供应商,项目周期 5-8 年,部分车型从 2021 年开始量产,量产后年均供应量需求预计超过 10 万台,合计电量需求预计超过 5GWh	公司公告(2020.10.23)
5	华晨新日	公司为华晨新日 W32H 项目的动力电池供应商,该项目生命周期最低实现 5 年 10 万台销量,2020 年底开始量产	公司公告(2020.10.29)
6	TOGG	公司作为 TOGG 首个电动车平台的独家供应商,预计未来 7 年采购需求为 30GWh,已经被定点车型平台包括纯电动 C 级轿车、SUV、掀背车、MPV、B 级 SUV,其中首款纯电动 C 级 SUV 车型将于 2022 年四季度在土耳其量产	公司官方微信公众号 (2020.10.20)
7	江铃新能源	2025 年前,公司将为江铃新能源提供 15 万套动力电池	公司官方微信公众号 (2020.9.19)
8	国机智骏	2023 年底前,公司将为国机智骏提供 10 万套动力电池	公司官方微信公众号 (2020.9.19)

资料来源:公司公告,招股说明书,公司官方微信公众号,东兴证券研究所

在股权合作方面:戴姆勒大中华区投资有限公司参与了公司 IPO 战略配售,目前持有公司 3% 股权;据公司官方微信公众号(2020.10.20)披露,公司将与 TOGG 成立合资公司,在土耳其开展动力和储能电池产品开发,共同推进土耳其及其周边国家电动化进程。

我们认为，公司通过适当的销售策略，与客户建立了稳定的合作关系，公司长期发展有保障。

### 其三，产能布局与规划合理，可为业务发展提供有效支持。

公司目前共有两个主要生产基地，分别位于江西赣州、江苏镇江，其中赣州基地于 2019 年底完成扩产，目前设备理论产能达到 5GWh；镇江基地规划了 3 期锂离子动力电池项目，每期年产能为 8GWh。镇江一期于 2020 上半年开始试运营，镇江二期也于 2020 年三季度进入调试阶段。公司产能及投产情况如表 4 所示。

表4：公司生产基地与产能简况

基地	理论设计产能	投产进度
江西赣州	5GWh	已投产
江苏镇江一期	8GWh	2020 年上半年开始试运营
江苏镇江二期	8GWh	预计 2020 年下半年逐步投产
江苏镇江三期	8GWh	IPO 募投项目，建设中

资料来源：公司 2020 年中报，东兴证券研究所

为更好参与全球新能源汽车市场，公司另外计划在美国和欧洲规划建设生产基地。根据《招股说明书》披露的 2018 年与戴姆勒相关协议内容，EVA2 项目将分为“欧洲区”、“北美区”、“中国区”三个子项目，其中，欧洲区和北美区的订单需求计划由公司未来在德国和美国设立的生产基地进行生产。

2017~2019 年，公司动力电池系统总销量分别为 0.95GWh、1.92GWh 和 2.27GWh，保持较快增长；有效产能分别为 1.264GWh、2.018GWh、3.134GWh；产能利用率分别为 97.89%、92.86%、89.86%，如表 5 所示。总体来说，公司产能建设与利用较为合理。

表5：公司产能、产量、销量统计（2017-2019）

项目	2017	2018	2019
产能（MWh）	1,264.00	2,018.00	3,134.25
产量（MWh）	1,237.33	1,874.00	2,816.39
产能利用率	97.89%	92.86%	89.86%
销量*（MWh）	952.73	1,921.66	2,268.99
产销率	77.00%	102.54%	80.56%

\*上述销量包含其他业务收入中的产品销量

资料来源：公司《招股说明书》（20200710 版）P324，东兴证券研究所引用

2020 年开始，新能源汽车行业进入全球化发展新阶段，大众、奔驰、宝马等传统燃油车企纷纷加大在新能源汽车市场的投入。一方面，产品供给更加丰富，技术路线的需求也更加多样，此前市场份额较小的软包电池有望进入更多价格敏感性低的传统高端车企考虑范围；另一方面，欧洲传统车企销量较大，其动力电池订单的体量也更大，适当扩产保证一定的产能有助于建立稳定的供应能力，更好地承接大订单。

目前基本完成建设的赣州基地和镇江基地一期、二期项目合计理论产能达到 21GWh，我们认为可以有效支持协议订单的执行，助力业务发展和市场份额提升。我们预计，随着镇江三期项目与海外基地后续建设推进，公司产能将及时配套国内外主流车企，支持业务长期发展。

### 3. 收入与成本预测

我们对公司 2019-2022 年的收入与毛利率统计与预测，如表 6 所示。我们预计，2020~2022 年，公司主营动力电池系统销量（对应“动力电池系统”分项业务）将分别达到 1.24GWh、4.62GWh、7.76GWh，同比变化-43.0%、271.3%、68.1%。随着经营规模放大，整体盈利水平有望提高。

表6：公司分项业务收入与成本预测（至 2022 年）

	2019	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入（百万元）</b>	<b>2,449.63</b>	<b>1,146.35</b>	<b>3,811.29</b>	<b>6,036.48</b>
年增速		-53.20%	232.47%	58.38%
综合毛利率	23.49%	19.05%	23.01%	22.91%
<b>动力电池系统</b>				
营业收入（百万元）	2,313.67	1,044.35	3,683.49	5,882.48
年增速		-54.86%	252.70%	59.70%
毛利率	22.72%	17.50%	22.60%	22.60%
<b>材料</b>				
营业收入（百万元）	2.06	2.00	2.80	4.00
年增速		-2.73%	40.00%	42.86%
毛利率	28.34%	28.50%	28.50%	28.50%
<b>其他</b>				
营业收入（百万元）	133.90	100.00	125.00	150.00
年增速		-25.32%	25.00%	20.00%
毛利率	36.75%	35.00%	35.00%	35.00%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所预测

### 4. 风险提示

COVID-19 疫情全球扩散情况及对社会经济活动的影响或偏离预期；行业政策或出现重大变化；多因素或致国内外新能源汽车推广或不达预期；公司相关业务发展与成本费用管控收效或低预期。

附表: 公司盈利预测表

资产负债表	单位: 百万元					利润表	单位: 百万元				
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,327.62	4,580.62	5,790.70	4,993.19	4,829.57	营业收入	2,275.65	2,449.63	1,146.35	3,811.29	6,036.48
交易性金融资产	0.00	26.38	15.58	15.58	15.58	营业成本	2,148.52	1,874.14	928.02	2,934.27	4,653.40
应收票据	1,019.32	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	6.63	8.09	3.78	12.58	19.93
应收账款	615.44	1,286.38	601.99	2,001.42	3,169.94	营业费用	100.58	125.12	104.00	145.60	196.02
预付款项	28.42	65.24	85.00	268.76	426.22	管理费用	84.09	164.80	280.00	288.40	388.26
其他应收款	11.06	76.59	35.84	119.16	188.73	财务费用	-0.00	-17.62	-23.87	-18.86	81.26
存货	414.84	741.79	1,335.69	4,223.26	6,697.57	研发费用	112.73	270.82	385.00	408.10	469.32
合同资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	加: 其他收益	6.88	11.79	72.00	95.00	150.46
一年内到期非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	投资收益	133.76	130.53	32.00	36.80	42.32
其他流动资产	16.21	116.51	147.01	200.28	262.68	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>流动资产合计</b>	<b>7,432.93</b>	<b>7,121.14</b>	<b>8,985.15</b>	<b>12,241.65</b>	<b>16,055.29</b>	减: 资产及信用减值损失	67.39	27.42	55.00	30.00	47.52
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,416.66</b>	<b>4,579.25</b>	<b>5,170.61</b>	<b>7,015.04</b>	<b>7,999.21</b>	资产处置收益	-5.60	-1.26	0.00	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	<b>8,849.59</b>	<b>11,700.39</b>	<b>14,155.77</b>	<b>19,256.69</b>	<b>24,054.50</b>	<b>营业利润</b>	<b>-109.24</b>	<b>137.94</b>	<b>-481.58</b>	<b>106.20</b>	<b>331.24</b>
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	7.23	4.72	2.60	9.20	12.00
衍生金融负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	0.34	0.60	0.67	2.80	1.86
应付票据	970.11	2,290.93	1,134.40	2,000.00	3,171.76	<b>利润总额</b>	<b>-102.35</b>	<b>142.06</b>	<b>-479.66</b>	<b>112.60</b>	<b>341.39</b>
应付账款	407.18	247.15	695.00	2,197.49	3,484.95	所得税	0.00	11.04	0.00	9.57	30.04
预收款项	7.25	2.83	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	<b>-102.35</b>	<b>131.02</b>	<b>-479.66</b>	<b>103.03</b>	<b>311.35</b>
应付职工薪酬	32.42	43.87	65.00	84.50	109.85	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应交税费	23.00	56.22	12.00	39.90	63.19	<b>归属母公司净利润</b>	<b>-102.35</b>	<b>131.02</b>	<b>-479.66</b>	<b>103.03</b>	<b>311.35</b>
其他应付款	217.50	867.82	429.72	1,358.72	2,154.76	<b>主要财务比率</b>					
一年内到期非流动负债	304.50	10.68	55.10	123.43	63.07		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>成长能力</b>					
<b>流动负债合计</b>	<b>1,961.97</b>	<b>3,519.50</b>	<b>2,408.13</b>	<b>5,860.22</b>	<b>9,136.57</b>	营业收入增速	70.00%	7.65%	-53.20%	232.47%	58.38%
<b>非流动负债合计</b>	<b>260.88</b>	<b>1,077.52</b>	<b>1,642.86</b>	<b>3,228.66</b>	<b>4,559.65</b>	营业利润增速	-665.95%	-226.28%	-449.13%	-122.05%	211.92%
<b>负债合计</b>	<b>2,222.84</b>	<b>4,597.02</b>	<b>4,050.99</b>	<b>9,088.88</b>	<b>13,696.22</b>	归母净利润增速	-528.31%	-228.01%	-466.10%	-121.48%	202.19%
股本	841.22	856.54	1,070.67	1,070.67	1,070.67	<b>获利能力</b>					
资本公积	5,885.26	6,107.66	9,183.48	9,183.48	9,183.48	毛利率(%)	5.59%	23.49%	19.05%	23.01%	22.91%
其他综合收益	0.69	-1.39	3.15	3.15	3.15	净利率(%)	-4.50%	5.35%	-41.84%	2.70%	5.16%
盈余公积	0.00	24.92	24.92	24.92	24.92	总资产净利率(%)	-1.42%	1.28%	-3.71%	0.62%	1.44%
未分配利润	-100.42	115.64	-177.44	-114.41	76.06	ROE(%)	-2.22%	1.91%	-5.57%	1.02%	3.03%
<b>归母所有者权益合计</b>	<b>6,626.75</b>	<b>7,103.37</b>	<b>10,104.78</b>	<b>10,167.81</b>	<b>10,358.28</b>	<b>偿债能力</b>					
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	资产负债率(%)	25.12%	39.29%	28.62%	47.20%	56.94%
<b>所有者权益合计</b>	<b>6,626.75</b>	<b>7,103.37</b>	<b>10,104.78</b>	<b>10,167.81</b>	<b>10,358.28</b>	流动比率	3.79	2.02	3.73	2.09	1.76
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>8,849.59</b>	<b>11,700.39</b>	<b>14,155.77</b>	<b>19,256.69</b>	<b>24,054.50</b>	速动比率	3.58	1.81	3.18	1.37	1.02
<b>现金流量表</b>						<b>营运能力</b>					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	总资产周转率	0.41	0.24	0.09	0.23	0.28
经营活动现金流入小计	1,733.38	3,304.28	1,814.32	5,382.40	8,622.01	应收账款周转率	4.62	2.58	1.21	2.93	2.33
经营活动现金流出小计	2,170.95	2,820.76	2,716.32	4,806.99	6,991.22	应付账款周转率	6.14	5.73	1.97	2.03	1.64
<b>经营活动产生净现金流</b>	<b>-437.57</b>	<b>483.52</b>	<b>-902.00</b>	<b>575.42</b>	<b>1,630.79</b>	<b>每股指标(元)</b>					
投资活动产生净现金流	-4,933.79	591.91	-478.05	-1,804.17	-192.85	每股收益(摊薄)	-0.10	0.12	-0.45	0.10	0.29
筹资活动产生净现金流	5,772.59	336.00	3,405.08	60.00	-30.88	每股净现金流(摊薄)	0.37	1.32	1.89	-1.09	1.31
汇率变动影响	-0.94	5.15	-6.72	0.00	0.00	每股净资产(摊薄)	6.19	6.63	9.44	9.50	9.67
<b>现金及等价物净增加额</b>	<b>400.29</b>	<b>1,416.58</b>	<b>2,018.31</b>	<b>-1,168.7</b>	<b>1,407.06</b>	<b>估值比率</b>					
期初现金及等价物余额	94.76	495.05	1,911.62	3,929.94	2,761.19	P/E	-325.13	253.98	-69.38	322.98	106.88
<b>期末现金及等价物余额</b>	<b>495.05</b>	<b>1,911.62</b>	<b>3,929.94</b>	<b>2,761.19</b>	<b>4,168.25</b>	P/B	5.02	4.68	3.29	3.27	3.21

注: 表中“资产及信用减值损失”项目, 损失为正。

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 郑丹丹

华北电力大学学士、上海交通大学硕士、曼彻斯特大学 MBA (金融方向), 2019 年 5 月加入东兴证券研究所, 任电力设备与新能源行业首席分析师, 此前曾服务于浙商证券、华泰证券及华泰联合证券、ABB 公司。

曾于多项外部评选中上榜, 如: 金融界网站 2018、2016、2015“慧眼识券商”分析师 (电气设备行业) 评选, 今日投资 2018 “天眼”中国最佳证券分析师 (电气设备行业) 评选, 《证券时报》2017 金翼奖最佳分析师 (电气设备行业) 评选, 第一财经 2016 最佳卖方分析师 (电气设备行业) 评选, 以及中国证券业 2013 年金牛分析师 (高端装备行业) 评选。

曾带领团队参与编写《中国电池工业年鉴》2016 版、2017 版与 2018-2019 版; 受邀担任瑞典绿色交通大会 2018 年度演讲嘉宾。

## 研究助理简介

### 张阳

中国人民大学经济学硕士, 2019 年加入东兴证券, 从事电力设备与新能源行业研究, 主要负责新能源汽车产业链方向。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映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。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下, 本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议, 市场有风险, 投资者在决定投资前, 务必要审慎。投资者应自主作出投资决策, 自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

## 东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526