



Research and
Development Center

负极材料开创者，量利双增可期

—杉杉股份(600884)系列深度报告 2

2020年12月20日

武浩

S1500520090001

010-83326711

wuhao@cindasc.com

陈磊

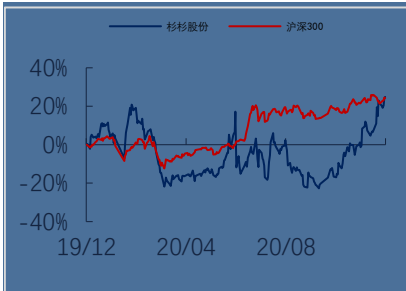
S1500520090003

010-83326706

chenleia@cindasc.com

相关研究

1. 杉杉股份首次覆盖报告：收购 LG 偏光片资产，尽享大尺寸化盛宴
2. 杉杉股份系列深度报告 1：再议偏光片中最优赛道

证券研究报告
公司研究
公司深度报告
杉杉股份 (600884)
投资评级 **买入**
上次评级 **买入**


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据

收盘价 (元)	16.33
52 周内股价波动区间 (元)	16.33-10.11
最近一月涨跌幅 (%)	-83.67
总股本 (亿股)	16.28
流通 A 股比例 (%)	100.00
总市值 (亿元)	265.85

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO., LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编：100031

负极材料开创者，量利双增可期

2020 年 12 月 20 日

本期内容提要：

- ◆**国内负极材料开创企业，技术积淀深厚。**公司负极材料出身于鞍山热能研究院、国家 863 课题项目，是我国第一家拥有负极产品的企业，2001 年即实现投产，2008 年获得国家科学技术进步二等奖。之后受益 Apple 手机带来的消费智能化即汽车电动化，公司负极材料进入加速发展期，成长为全球龙头。
- ◆**包头一体化产能投产，规模优势逐步显现。**公司当前拥有负极材料产能 12 万吨，早期产能较为分散，2019 年公司包头 10 万吨负极材料一体化项目 1 期 4 万吨负极及 2.8 万吨石墨化投产，将充分享受包头地区低电价带来的成本优势及产业链配套优势，规模效应有望逐渐显现。2019 年公司负极销量 4.7 万吨，营收和归上净利分别为 25 和 1.5 亿元，为公司第二大收入来源，占比 30% 左右。2020H1 在疫情影响需求背景下，公司凭借产能性能及稳定供货能力，依然实现海外客户销量增长。同时随着 Q3 以来动力电池需求恢复，同比环比销量大幅提升。
- ◆**负极材料环节竞争格局稳定，依托自产石墨化及产品标准化，公司负极盈利有望持续提升。**负极材料已形成“三大五小”竞争格局，TOP3 企业贝特瑞、杉杉股份和璞泰来市占率在 43% 左右，其中杉杉市占率 13% 排名第二，为负极材料龙头。负极材料成本主要由直接材料和石墨化构成，石墨化占比在 50% 左右，石墨化成本中主要成本为电费，公司通过在低电价地区自建石墨化产能，生产成本将明显下降。同时，公司推动负极产品标准化，明晰牌号，提升生产效率及产能利用率，盈利能力有望持续提升。
- ◆**绑定下游优质客户，伴随全球锂电龙头成长。**全球动力电池市场格局集中，LG 化学、CATL 和松下动力电池合计市占率为 68%。且从未来扩产及整车厂动力电池订单来看，锂电龙头地位稳固。公司与 LG 化学等动力电池龙头合作关系深厚，将伴随锂电龙头成长，受益全球电动化进程。
- ◆**盈利预测及估值。**我们预计公司 2020-2022 年实现营收 80.80、110.06 和 132.86 亿元，同比增长-6.9%、36.2%和 20.7%，归母净利 5.1、7.0 和 10.4 亿元，同比增长 89.1%、37.8%和 48.5%，针对 LG 偏光片资产，我们预计 2020-2022 年可贡献净利润 11、13.2、14.1 亿元，假设 2021 年全年并表，则 2021-2022 年公司整体净利润为 20.2 和 24.5 亿元，对应 PE 为 13.2x 和 10.9x，维持对公司“买入”评级。
- ◆**风险因素。**新冠疫情等导致全球新能源汽车产销不及预期风险；产品价格波动导致公司盈利不及预期风险；原材料价格波动风险；技术路线变化风险；重大资产购买不及预期风险等。

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	8,853	8,680	8,080	11,006	13,286
增长率 YoY %	7.0%	-2.0%	-6.9%	36.2%	20.7%
归属母公司净利润 (百万元)	1,115	270	510	703	1,044
增长率 YoY%	24.5%	-75.8%	89.1%	37.8%	48.5%
毛利率%	22.1%	21.2%	21.1%	21.1%	22.0%
净资产收益率ROE%	10.4%	2.3%	4.0%	5.2%	7.2%
EPS(摊薄)(元)	0.69	0.17	0.31	0.43	0.64
市盈率 P/E(倍)	18.86	81.52	52.12	37.81	25.45
市净率 P/B(倍)	1.96	1.86	2.07	1.96	1.82

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测; 股价为 2020 年 12 月 18 日收盘价



目录

与市场不同之处	5
一、杉杉股份：国内负极材料开创企业	6
二、负极竞争格局稳定，龙头持续扩产保证优势地位	7
三、依托自产石墨化及产品标准化，公司负极盈利仍将提升	9
四、绑定下游优质客户，伴随全球锂电龙头成长	11
五、盈利预测及估值	12
六、风险因素	13

表目录

表 1: 杉杉股份负极材料产能布局	6
表 2: 负极材料企业截至 2019 年底产能及未来扩产计划	8
表 3: 石墨化成本拆分	10
表 4: 杉杉股份现有业务盈利预测情况	12
表 5: LG 偏光片盈利预测	12

图目录

图 1: 杉杉股份发展历程	6
图 2: 杉杉股份 2019 年分产品营收占比	7
图 3: 杉杉股份历年负极材料业务营收/亿元	7
图 4: 杉杉股份历年负极材料销量/万吨	7
图 5: 杉杉股份历年负极材料归上净利润/亿元	7
图 6: 2019 年负极材料竞争格局	7
图 7: 人造石墨负极企业营收对比	8
图 8: 人造石墨负极企业销量对比	8
图 9: 人造石墨负极企业单价对比	9
图 10: 人造石墨负极企业单吨净利对比	9
图 11: 公司及可比公司毛利率对比	9
图 12: 负极材料生产工艺	9
图 13: 璞泰来人造石墨成本拆分	10
图 14: 翔丰华人造石墨成本拆分	10
图 15: 杉杉股份产品牌号图	11
图 16: 2020 年 1-9 月全球动力电池出货市占率	11
图 17: CATL 与 LG 化学未来产能扩张规划	12
图 18: 整车厂动力电池订单分配比例	12

与市场不同之处

市场认为公司负极材料产能利用率不高。我们认为公司早期负极材料产能分布于浙江、福建、上海等地，较为分散且规模较小；2019年公司包头10万吨负极材料一体化项目一期及配套石墨化产能投产，将享受一体化产业链配套优势，规模效应将逐步显现。

市场认为公司负极材料竞争力不强。公司1999年通过与鞍山热能研究院合作国家863题目开始布局负极材料业务，是国内最好布局负极材料的企业，2008年获得国家科学技术进步二等奖。在包头一体化产能投产后，公司将充分享受包头地区低电价带来的成本优势及产业链配套优势，量利双增可期。

市场认为公司在负极材料市场地位不高。负极材料当前以形成包括杉杉股份、璞泰来和贝特瑞在内的“三大五小”竞争格局，同时，公司负极材料已绑定LG化学、CATL、国轩高科等全球锂电池龙头，将伴随锂电龙头成长，受益全球电动化进程。

一、杉杉股份：国内负极材料开创企业

杉杉股份负极材料业务出身于鞍山热能研究院、国家 863 课题项目。1999 年，杉杉股份与鞍山热能研究院签署合作协议，合作开发国家 863 题目“锂电负极材料-中间相碳微球(CMS)”项目，成为中国第一家拥有中间相产品的企业。2001 年，公司 CMS 项目第一期 200 吨产能实现投产，2002 年即实现净利润 500 万元，2004 年将产能进一步扩大至 1100 吨。2005 年，依靠自身科研力量，成功研发出新型人造石墨负极材料-FSN。2008 年获得国家科学技术进步二等奖。

进入 Apple 供应体系后，公司负极材料进入加速发展期。2007 年 Apple 发布其第一代手机，公司依托低膨胀等优质产品性能捆绑 ATL 进入 Apple 供应体系，之后负极材料进入加速发展期。近年来，受益全球电动化带来的动力电池销量持续增长，公司绑定 LG 化学、国轩高科、CATL 等龙头企业，负极销量持续增长。

图 1：杉杉股份发展历程



资料来源：公告官网，信达证券研发中心

包头一体化基地建成投产，负极材料规模优势逐渐显现。公司早期负极材料产能较为分散，分布于宁波、宁德、湖州等地。2019 年，公司包头 10 万吨/年负极材料一体化项目首期 4 万吨投产，同时建设 2.8 万吨/年石墨化产能，随着包头基地建成投产，公司将充分享受包头地区低电价带来的成本优势及产业链配套优势，规模效应有望逐渐显现。

表 1：杉杉股份负极材料产能布局

生产基地	产品类型	产能/万吨
内蒙古包头	负极材料	4
	石墨化	2.8
浙江宁波	负极材料	4
福建宁德	负极材料	2
浙江湖州	负极材料	1
上海	负极材料	1
湖南郴州	石墨化	1.4
公司整体	负极材料合计	12

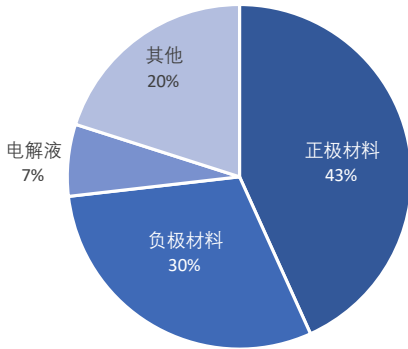
资料来源：信达证券研发中心

负极材料为公司第二大主营业务，营收占比在 30% 左右。2019 年，公司负极材料业务实现营收 25.44 亿元，同比增长 31%，得益产能扩张带来的销量增长，公司近年来负极材料业务营收规模持续扩大，从 2016 年的 12 亿元提升至 2019 年的 25 亿元，年均复合增速 29%。销量从 2016 年的 2.3 万吨提升至 2019 年的 4.7 万吨，年均复合增速 28%。

2020H1，受新能源汽车市场产销量大幅下降影响，公司销量下滑。再加上终端需求疲软导

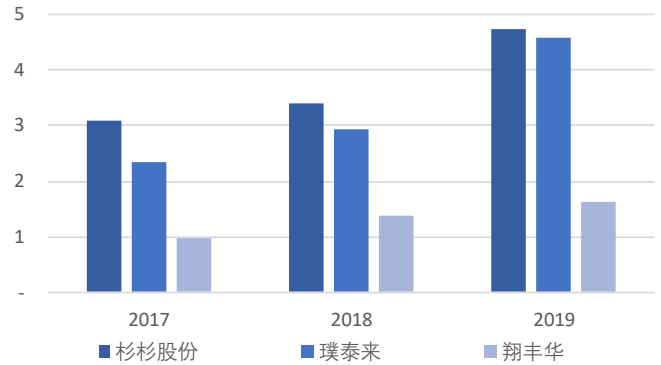
致市场竞争激烈，以及原材料针状焦价格和委外加工环节石墨化加工费的下降，导致产品售价同比下降，公司负极材料销量及营收分别同比下降 15%和 27%。但同时，在终端需求大幅下滑的前提下，凭借公司性能领先的高容量快充材料以及疫情期间稳定的供货能力，2020 年上半年海外客户销售量依然同比增长。三季度以来，随着动力电池市场需求恢复，公司负极材料销量恢复明显，环比大幅提升。

图 2: 杉杉股份 2019 年分产品营收占比



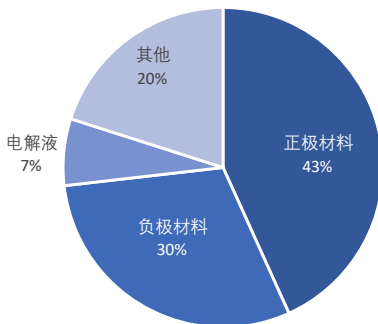
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 杉杉股份历年负极材料业务营收/亿元



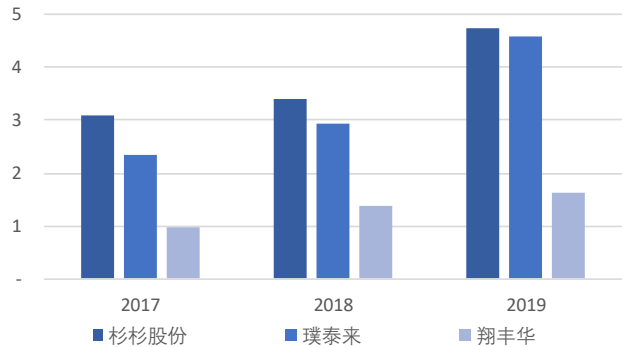
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 4: 杉杉股份历年负极材料销量/万吨



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 5: 杉杉股份历年负极材料归上净利润/亿元

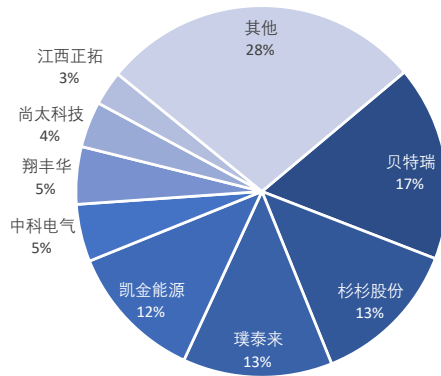


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

二、负极竞争格局稳定，龙头持续扩产保证优势地位

负极材料已形成“三大五小”竞争格局，公司为负极材料龙头。负极材料 TOP3 企业贝特瑞、杉杉股份和璞泰来市占率在 43%左右；凯金能源、星城石墨和翔丰华市占率也在 5%以上，前八家企业市占率在 72%左右，行业集中度较高。

图 6: 2019 年负极材料竞争格局



资料来源：翔丰华公告，信达证券研发中心

龙头企业加速扩产保证自身竞争力，公司产能储备充足。截至2019年底，TOP3企业杉杉股份、贝特瑞和璞泰来分别拥有负极材料产能12、9.3和5万吨，同时分别拟扩建6、6.5和5万吨，加速扩产保证自身竞争力。同时，以凯金、翔丰华等为代表的二线企业，受益绑定宁德、BYD等一线龙头，负极产能也在加速扩张。

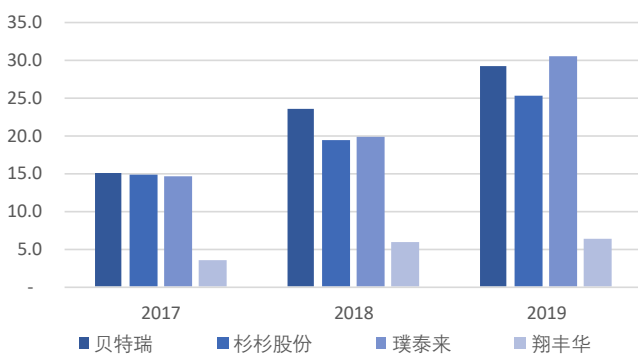
表 2：负极材料企业截至 2019 年底产能及未来扩产计划

企业名称	现有产能	未来 1-2 年拟扩建产能	扩建后总产能
贝特瑞	9.3 万吨	江苏金坛拟扩建 2.5 万吨；惠州拟扩建 4 万吨	15.8 万吨
杉杉股份	12 万吨	包头拟扩建 6 万吨	18 万吨
璞泰来	5 万吨	拟扩建 5 万吨	10 万吨
深圳斯诺	4 万吨	-	4 万吨
凯金能源	4 万吨	湖州拟扩建 6 万吨	10 万吨
翔丰华	3 万吨	福建三明拟扩建 3 万吨	6 万吨
中科电气	2.2 万吨	拟扩建 1 万吨	3.5 万吨
正拓能源	1.3 万吨	拟扩建 1.1 万吨	2.4 万吨
合计	40.8 万吨	28.6 万吨	69.7 万吨

资料来源：翔丰华公告，信达证券研发中心

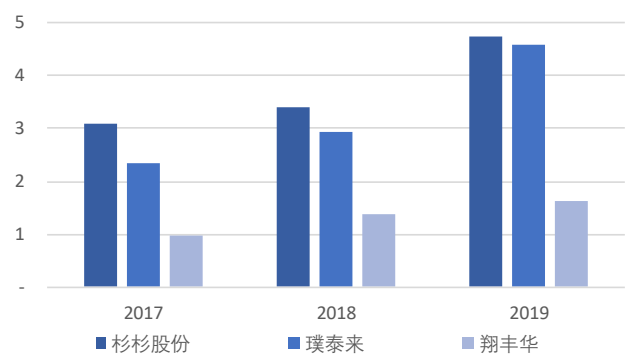
从收入体量来看，负极 TOP3 企业中，杉杉略低于贝特瑞和璞泰来，主要系贝特瑞销售规模更大，而璞泰来消费电池用负极占比较高、产品单价较高所致。

图 7：人造石墨负极企业营收对比



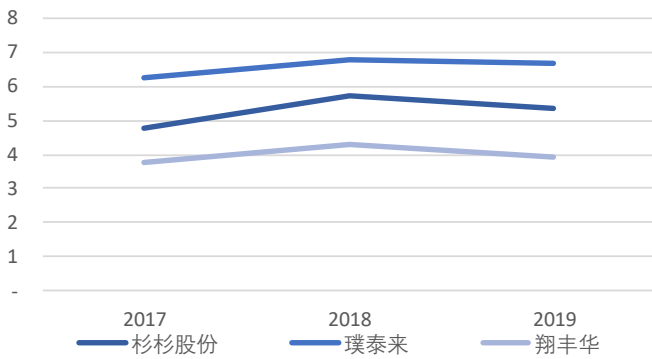
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：人造石墨负极企业销量对比

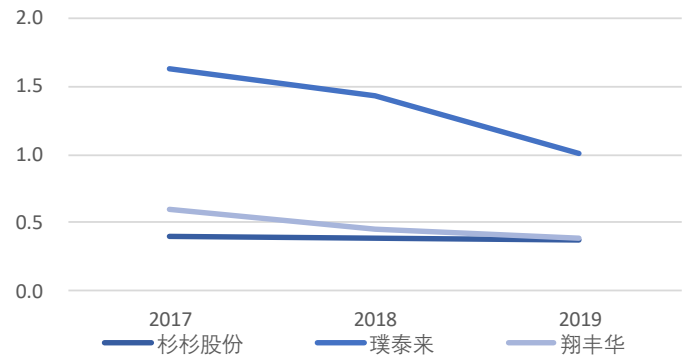


资料来源：Wind，信达证券研发中心

璞泰来消费电池用负极占比较高，2018-2019 年其产品单价均在 6 万元/吨以上，单吨净利也在 1 万元/吨左右，但随着动力电池产能放量等因素，单吨净利有所下滑。杉杉股份负极供应 LG 化学等海外客户，单价在 5.5 万元/吨左右。单吨净利杉杉股份与翔丰华接近，在 0.4 万元/吨左右。

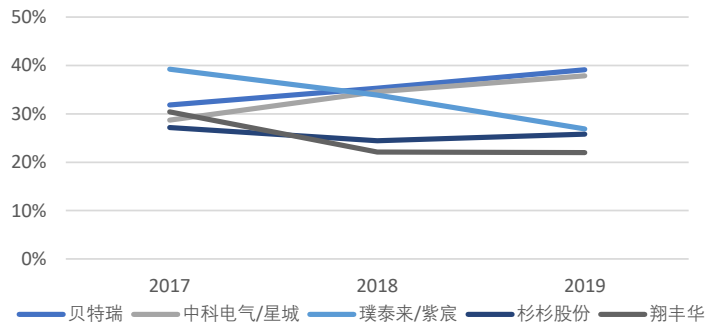
图 9: 人造石墨负极企业单价对比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: 人造石墨负极企业单吨净利对比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2019 年公司毛利率水平与可比公司接近, 未来仍有提升空间。从毛利率角度看, 2019 年公司毛利率水平与璞泰来/江西紫宸以及翔丰华较为接近。贝特瑞由于具有产业链上游矿山开采及浮选等业务, 叠加其境外客户占比相对较高, 因而毛利率水平较高; 中科电气 2018 年初收购石墨化厂商贵州格瑞特 100% 股权, 对毛利率产生一定贡献。

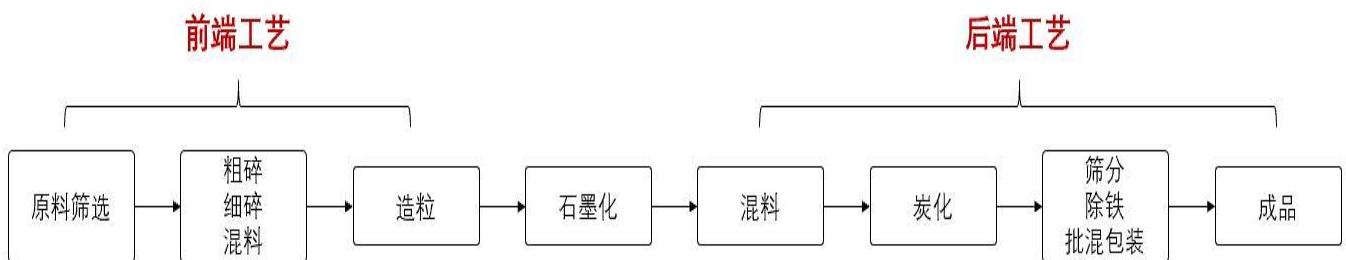
图 11: 公司及可比公司毛利率对比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

三、依托自产石墨化及产品标准化, 公司负极盈利仍将提升

人造石墨为焦炭类原料经高温石墨化处理形成的石墨产品。人造石墨负极材料是将石油焦、针状焦、沥青焦等在一定温度下煅烧, 再经粉碎、分级、高温石墨化制成, 其高结晶度是通过高温石墨化形成的。

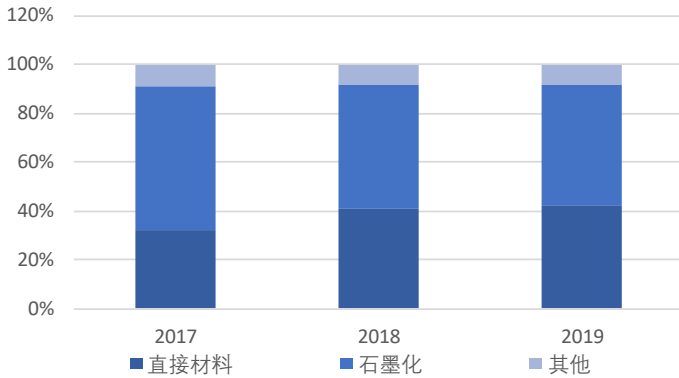
根据石墨化环节所处的位置, 人造石墨负极材料生产工艺可分为前端工艺、石墨化加工和后端工艺三部分。其中前端工艺包括原料筛选、粉碎和造粒等; 后端工艺包括碳化, 筛分除磁等。

图 12: 负极材料生产工艺


资料来源：璞泰来公告，信达证券研发中心

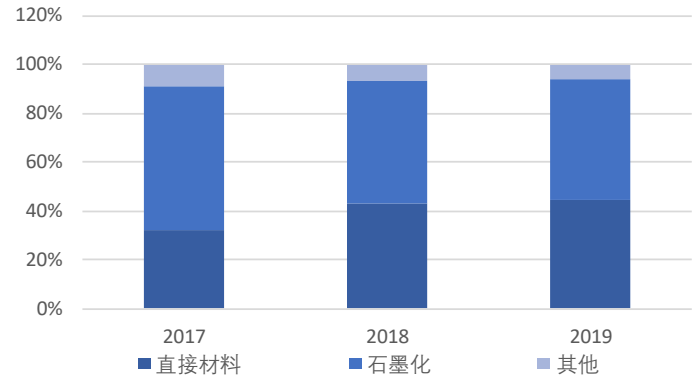
负极材料成本主要由直接材料和石墨化构成，石墨化占比在 50%左右。负极材料中，直接材料成本占比在 40%左右，包括针状焦、沥青等材料；经前端工艺加工后，原材料需放入石墨炉中进行 2800℃ 以上的石墨化高温处理。石墨化环节占负极材料成本的 50%左右，其余包括人工、制造费用等在负极材料成本中占比相对较低。

图 13: 璞泰来人造石墨成本拆分



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 14: 翔丰华人造石墨成本拆分



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

石墨化成本中主要成本为电费，通过在低电价地区自建石墨化产能可明显降低生产成本。我们测算在高电价地区，石墨化成本中原材料、人工和制造费用占比分别为 31%、1%和 68%。我们维持其他成本不变，仅考虑低电价地区带来的电费下降，单吨石墨化成本可由 1.51 万元/吨降至 0.98 万元/吨。

表 3: 石墨化成本拆分

项目	单位	高电价区	低电价区
直接材料	万元/吨	0.47	0.47
坩埚	元/吨	3600	3600
电阻料	元/吨	360	360
其他材料	元/吨	692	692
直接人工	万元/吨	0.02	0.02
制造费用	万元/吨	1.03	0.49
其中：电费	元/吨	9,520	4,200
电耗	万度/吨	1.4	1.4
电价	元/度	0.68	0.30
其中：水费	元/吨	9.60	9.60
水耗	吨/吨	1.6	1.6
水费	元/吨	6.0	6.0
其中：折旧	元/吨	722.0	722.0
合计	万元/吨	1.51	0.98

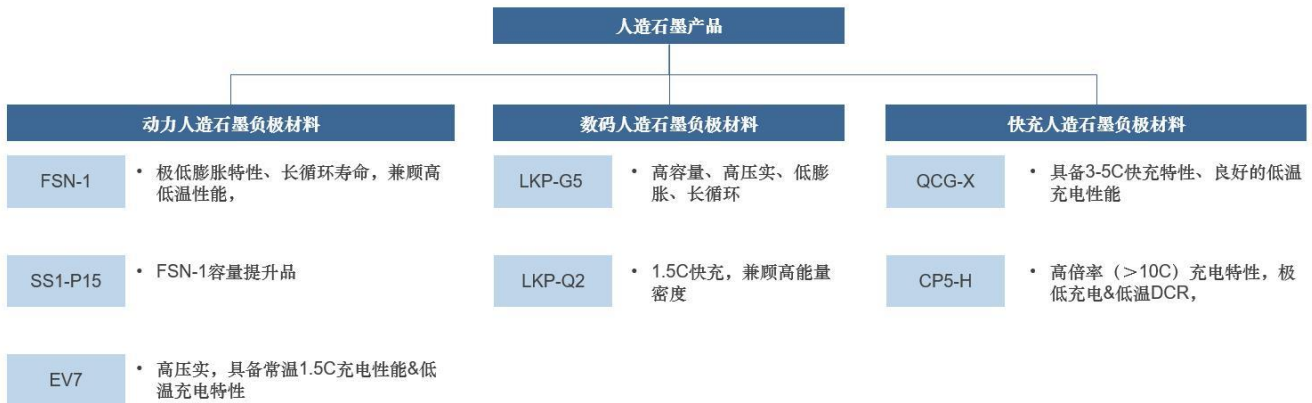
资料来源：信达证券研发中心

杉杉股份包头基地建有 2.8 万吨石墨化产能，投产后将显著降低公司成本。2019 年 8 月公司包头基地 4 万吨负极产能投产，之后 2020 年 1 月，公司包头九原石墨化基地产能投产。包头基地合计形成 4 万吨负极+2.8 万吨石墨化产能，随着产能利用率提升，得益包头的电价优势以及公司领先的箱体炉石墨化技术，公司负极盈利能力及竞争力有望持续提升。

明晰产品牌号，标准化生产提升产能利用率。公司早期产品牌号较多，产线切换较为频繁，

导致产能利用率不高。目前，公司已确定清晰产品牌号系列，通过产品标准化，减少产线切换损耗，提升产能利用率，降低生产成本。

图 15: 杉杉股份产品牌号图

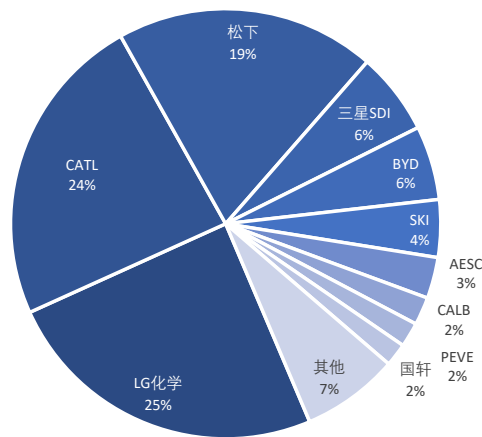


资料来源：公司官网，信达证券研发中心

四、绑定下游优质客户，伴随全球锂电龙头成长

全球动力电池市场格局集中，LG化学等放量明显。2020年前9个月，LG化学、CATL和松下动力电池分别出货19.9、19.1和15.8GWh，市占率分别为25%、24%和19%，TOP3企业合计市占率为68%，格局集中。其中，韩国动力电池企业出货增长明显。LG化学出货量同比增长127%，SKI和三星SDI出货也同比增长137%和65%。

图 16: 2020年1-9月全球动力电池出货市占率



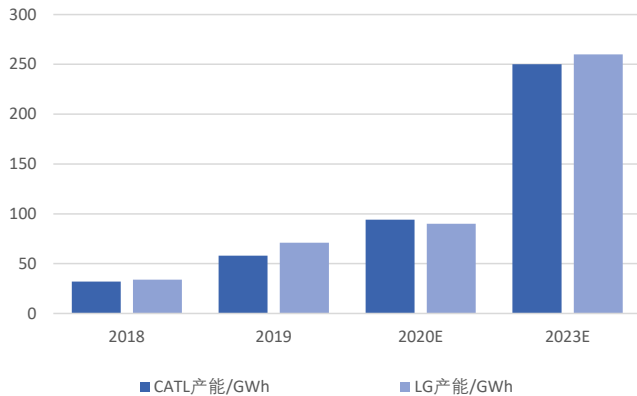
资料来源：SNE research，信达证券研发中心

公司绑定全球动力电池龙头，客户资源优质。公司与LG化学合作关系深厚，在动力电池负极、消费电池钴酸锂正极等产品领域合作多年，同时近期拟收购LG偏光片资产，未来随着公司新产能释放及整合进程，双方合作有望进一步深化。此外，公司负极材料等锂电产品已实现向CATL、国轩、亿纬等国内大客户供应，客户资源优质。

伴随锂电池龙头成长，公司具备长期增长实力。从产能来看，以LG化学和CATL为代表的全球动力电池龙头加速扩产进程保障自身竞争力，LG化学和CATL均规划至2023年形成250GWh以上产能，相较目前有接近2倍增长。而从目前主要主机厂订单来看，据我们根据主机厂供应关系分析，一线电池龙头已与主机厂绑定，未来需求明确。公司负极材料等锂

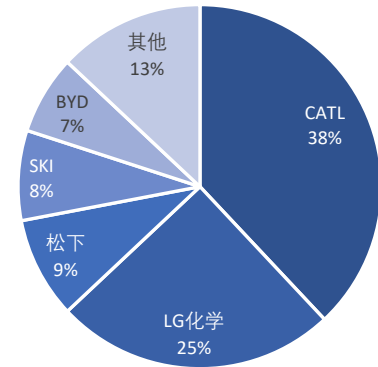
电产品绑定 LG 化学、宁德时代等一线龙头，将直接受益动力电池全球化进程，伴随龙头成长。

图 17: CATL 与 LG 化学未来产能扩张规划



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 18: 动力电池未来市场份额预计



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心预测

五、盈利预测及估值

杉杉股份锂电业务处于业绩快速回升期，我们预计公司 2020-2022 年实现营收 80.80、110.06 和 132.86 亿元，同比增长-6.9%、36.2%和 20.7%，归母净利 5.1、7.0 和 10.4 亿元，同比增长 89.1%、37.8%和 48.5%，对应 2020-2022 年 PE 分别为 52.1、37.8 和 25.5x。

表 4: 杉杉股份现有业务盈利预测情况

主要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,853	8,680	8,080	11,006	13,286
同比(%)	7.0%	-2.0%	-6.9%	36.2%	20.7%
归属母公司净利润	1,115	270	510	703	1,044
同比(%)	24.5%	-75.8%	89.1%	37.8%	48.5%
毛利率(%)	22.1%	21.2%	21.1%	21.1%	22.0%
ROE(%)	10.4%	2.3%	4.0%	5.2%	7.2%
EPS (摊薄)(元)	0.69	0.17	0.31	0.43	0.64
P/E	18.86	81.52	52.12	37.81	25.45
P/B	1.96	1.86	2.07	1.96	1.82
EV/EBITDA	18.60	22.15	48.84	37.97	25.65

资料来源: Wind, 信达证券研发中心 注: 采用 2020.12.18 收盘价

针对 LG 偏光片资产，我们预计 2020-2022 年可贡献净利润 11、13.2、14.1 亿元，假设 2021 年全年并表，则 2021-2022 年公司整体净利润为 20.2 和 24.5 亿元，对应 PE 为 12.7x 和 10.5x，维持对公司“买入”评级。

表 5: LG 偏光片盈利预测

项目	2019A	2020E	2021E	2022E
销量 (亿平米)	0.94	1.2	1.4	1.55
产能 (亿平米)	1.2	1.5	1.6	1.96
产能利用率	80%	80%	90%	85%
营收 (亿元)	90	110	129	147
单价 (元/平)	96	93	94	95
毛利率	14.4%	19.0%	22.5%	21.0%
费用率	5.7%	5.7%	9.6%	9.4%
净利率	7%	9.7%	10.3%	9.6%

单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	10,376	9,845	9,561	10,755	11,753
货币资金	2,620	2,307	2,076	1,661	1,495
应收票据	649	44	41	56	68
应收账款	2,829	2,972	2,666	3,639	4,442
预付账款	343	404	379	487	604
存货	2,327	1,289	1,397	1,665	1,704
其他	1,610	2,829	3,001	3,248	3,441
非流动资产	13,073	15,171	16,352	17,659	19,061
长期股权投资	2,624	2,658	2,658	2,658	2,658
固定资产(合计)	3,820	4,782	5,502	6,268	7,179
无形资产	517	747	933	1,141	1,338
其他	6,112	6,984	7,259	7,591	7,886
资产总计	23,449	25,016	25,913	28,413	30,815
流动负债	8,956	8,579	8,371	10,044	11,217
短期借款	2,947	3,547	3,207	3,665	4,177
应付票据	1,057	1,077	1,004	1,367	1,633
应付账款	1,858	1,549	1,539	2,133	2,466
其他	3,094	2,406	2,621	2,879	2,940
非流动负债	1,970	2,816	2,816	2,816	2,816
长期借款	1,107	1,603	1,603	1,603	1,603
其他	863	1,213	1,213	1,213	1,213
负债合计	10,927	11,395	11,187	12,860	14,033
少数股东权益	1,815	1,798	1,888	2,012	2,196
归属母公司股东权益	10,707	11,823	12,838	13,541	14,586
负债和股东权益	23,449	25,016	25,913	28,413	30,815

单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,853	8,680	8,080	11,006	13,286
同比(%)	7.0%	-2.0%	-6.9%	36.2%	20.7%
归属母公司净利润	1,115	270	510	703	1,044
同比(%)	24.5%	-75.8%	89.1%	37.8%	48.5%
毛利率(%)	22.1%	21.2%	21.1%	21.1%	22.0%
ROE%	10.4%	2.3%	4.0%	5.2%	7.2%
EPS(摊薄)(元)	0.69	0.17	0.31	0.43	0.64
P/E	18.86	81.52	52.12	37.81	25.45
P/B	1.96	1.86	2.07	1.96	1.82
EV/EBITDA	18.60	22.15	48.84	37.97	25.65

单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	8,853	8,680	8,080	11,006	13,286
营业成本	6,897	6,839	6,373	8,679	10,368
营业税金及附加	57	46	43	58	70
销售费用	428	493	452	583	678
管理费用	478	489	477	616	585
研发费用	375	412	350	473	571
财务费用	274	272	221	231	261
减值损失合计	136	-87	-48	-54	-56
投资净收益	1,091	217	259	330	372
其他	-35	114	343	343	387
营业利润	1,537	373	717	984	1,457
营业外收支	-3	-19	-11	-11	-11
利润总额	1,534	353	706	973	1,446
所得税	286	-22	106	146	217
净利润	1,248	375	600	827	1,229
少数股东损益	132	105	90	124	184
归属母公司净利润	1,115	270	510	703	1,044
EBITDA	967	868	625	827	1,251
EPS(当年)(元)	0.69	0.17	0.31	0.43	0.64

单位:百万元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	540	886	820	439	720
净利润	1,248	375	600	827	1,229
折旧摊销	348	467	240	231	236
财务费用	339	278	265	268	292
投资损失	-1,091	-217	-259	-330	-372
营运资金变动	-336	-176	143	-444	-555
其它	33	158	-170	-113	-110
投资活动现金流	-1,705	-1,033	-951	-1,044	-1,105
资本支出	-1,684	-1,891	-1,399	-1,524	-1,630
长期投资	-178	745	0	0	0
其他	158	114	448	480	525
筹资活动现金流	2,175	79	-99	190	219
吸收投资	2,124	2	505	0	0
借款	394	610	-339	458	512
支付利息或股息	-391	-570	-265	-268	-292
现金流净增加额	1,019	-66	-231	-415	-166

研究团队简介

武浩：电力设备新能源行业分析师，中央财经大学金融硕士，曾任东兴证券基金业务部研究员，2020年加入信达证券研发中心，负责电力设备新能源行业研究。

陈磊：电力设备新能源行业分析师，吉林大学硕士，2018年7月加入信达证券研发中心，从事新能源行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北	卞双	13520816991	bianshuang@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北	刘晨旭	13816799047	liuchenxu@cindasc.com
华北	顾时佳	18618460223	gushijia@cindasc.com
华东总监	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华南总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入 ：股价相对强于基准 20% 以上；	看好 ：行业指数超越基准；
	增持 ：股价相对强于基准 5%~20%；	中性 ：行业指数与基准基本持平；
	持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡 ：行业指数弱于基准。
	卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。