

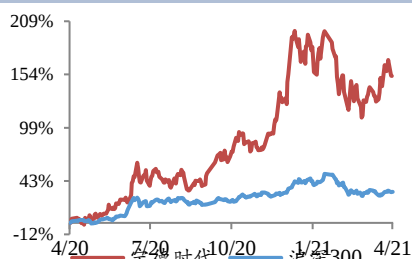
## 龙头地位稳固，经营性现金流强劲

投资评级：买入（维持）

报告日期：2021-04-28

收盘价(元) **348.60**  
近12个月最高/最低(元) **413.23/135.40**  
总股本(百万股) **2,329**  
流通股本(百万股) **1,357**  
流通股比例(%) **58.25**  
总市值(亿元) **8,121**  
流通市值(亿元) **4,730**

### 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

1.《华安证券新能源-公司研究-宁德时代深度-面向两大万亿赛道，技术与成本造就锂电王者》2021-3-3

### 主要观点：

#### ● 业绩

2020年公司实现营收503.19亿元，同比增长9.90%；归母净利55.83亿元，同比增长22.43%；扣非归母净利42.65亿元，同比增长8.93%。其中2020Q4实现营收187.97亿元，同比增长45.35%，环比增长48.09%；归母净利22.26亿元，同比增长127.34%，环比增长56.84%；扣非归母净利16.98亿元，同比增长78.55%，环比增长42.57%。

#### ● 业绩持续增长，盈利质量高，现金流强劲，资本开支加速

20年毛利率为27.76%，其中Q4毛利率为28.36%，环比提升0.58pct；20年净利率为12.13%，同比提升1.18pct；总期间费用率为13.59%，同比略微提升0.05pct，其中销售和管理费用率下降，财务和研发费用率略有上升。2020年公司共计计提减值11.69亿，政府补助11.36亿，两者水平接近，利润基本反应真实经营水平。2020年公司经营性现金流184.30亿元，同比增长36.8%，为净利润的3.02倍，其中2020Q4经营性现金流为81.24亿元，同比增长158.1%；强大的造血能力源于资产减值和折旧摊销等方面更为激进的会计处理和公司的强经营性占款能力。20年公司资本开支133.02亿元，呈加速趋势，目前在建工程57.50亿元，重要在建工程预算数为492.22亿，此前公司已经公告超1500亿投资计划，未来资本开支将继续进一步提升。此外，公司拟变更定增募集资金用途，增加江苏项目四期，新建30GWh产能，总投资116.5亿元，预计可实现年均营收195.0亿元，净利18.8亿元；对应单GWh营收6.5亿元，净利0.63亿元。

#### ● 动力龙头地位稳固，储能市占率提升，成本持续下降

20年公司动力电池销量44.45GWh；国内装机量为31.9GWh，市占率为50%；全球装机量约为35.4GWh，市占率为26%。公司在动力电池领域客户资源丰富，20年客户结构更加趋于分散。动力电池之外，公司在两轮车、电动船舶等其他动力领域出货量也快速增长。储能业务销量为2.39GWh，同比增长236.6%。2020年SNE统计全球储能市场约为20GWh，同比增长82%，由此推算公司2019年市占率为6%，2020年提升至12%。由于产品价格下降毛利率略有下降，但动力电池成本/储能系统单位成本分别下降5.0%/2.6%，全口径下的原材料成本由0.62元/Wh下降至0.55元/Wh。

● **投资建议：**上调21/22/23年公司归母净利为92.9/150.5/210.5亿元，对应P/E为87/54/39，维持“买入”评级。

● **风险提示：**产品价格下降低于预期，原材料涨价幅度高于预期，行业发展不及预期。

#### ● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2020A  | 2021E | 2022E  | 2023E  |
|-----------|--------|-------|--------|--------|
| 营业收入      | 50319  | 96846 | 148985 | 204864 |
| 收入同比(%)   | 9.9%   | 92.5% | 53.8%  | 37.5%  |
| 归属母公司净利润  | 5583   | 9291  | 15049  | 21050  |
| 净利润同比(%)  | 22.4%  | 66.4% | 62.0%  | 39.9%  |
| 毛利率(%)    | 27.8%  | 27.0% | 27.4%  | 27.5%  |
| ROE(%)    | 8.7%   | 11.9% | 15.1%  | 16.2%  |
| 每股收益(元)   | 2.49   | 3.99  | 6.46   | 9.04   |
| P/E       | 146.49 | 87.40 | 53.96  | 38.58  |
| P/B       | 12.74  | 10.44 | 8.16   | 6.24   |
| EV/EBITDA | 70.76  | 40.57 | 27.09  | 19.73  |

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

|                                          |    |
|------------------------------------------|----|
| 1 业绩持续增长，基本符合预期 .....                    | 4  |
| 2 盈利质量高，现金流强劲，资本开支加速 .....               | 7  |
| 3 动力龙头地位稳固，储能市占率提升，成本持续下降 .....          | 9  |
| 3.1 动力电池：龙头地位稳固，成本持续下降，客户趋于分散 .....      | 9  |
| 3.2 储能业务：高速发展，市占率提升 .....                | 10 |
| 3.3 锂电材料业务：营收毛利暂时下降，一体化助力公司原材料成本下降 ..... | 11 |
| 风险提示： .....                              | 12 |
| 财务报表与盈利预测 .....                          | 13 |

## 图表目录

|                                |    |
|--------------------------------|----|
| 图表 1 公司营收情况                    | 4  |
| 图表 2 公司分季度营收情况                 | 4  |
| 图表 3 公司归母净利情况                  | 5  |
| 图表 4 公司分季度归母净利情况               | 5  |
| 图表 5 公司扣非归母净利情况                | 5  |
| 图表 6 公司分季度扣非归母净利情况             | 5  |
| 图表 7 公司毛利率及净利率情况               | 5  |
| 图表 8 公司分季度毛利率及净利率情况            | 5  |
| 图表 9 公司费用率情况                   | 6  |
| 图表 10 公司分季度费用率情况               | 6  |
| 图表 11 公司研发支出情况                 | 6  |
| 图表 12 公司研发人员情况                 | 6  |
| 图表 13 公司 ROE 情况                | 6  |
| 图表 14 公司分季度 ROE 情况             | 6  |
| 图表 15 公司资产减值情况与其他收益情况 (亿元)     | 7  |
| 图表 16 售后综合服务费情况 (亿元)           | 8  |
| 图表 17 销售返利情况 (亿元)              | 8  |
| 图表 18 公司经营性现金流情况               | 8  |
| 图表 19 公司资本开支情况                 | 8  |
| 图表 20 公司资本开支情况                 | 8  |
| 图表 21 公司分季度资本开支情况              | 8  |
| 图表 22 公司动力电池系统营收               | 9  |
| 图表 23 公司动力电池系统毛利率              | 9  |
| 图表 24 动力电池系统产能及产能利用率           | 9  |
| 图表 25 公司动力电池系统产销情况             | 9  |
| 图表 26 公司动力电池业务拆分               | 10 |
| 图表 27 2019 年宁德时代装机量 TOP10 客户分析 | 10 |
| 图表 28 2020 年宁德时代装机量 TOP10 客户分析 | 10 |
| 图表 29 公司储能业务营收                 | 11 |
| 图表 30 公司储能业务毛利率                | 11 |
| 图表 31 公司储能业务拆分                 | 11 |
| 图表 32 公司锂电材料业务营收               | 12 |
| 图表 33 公司锂电材料业务毛利率              | 12 |
| 图表 34 全口径下的直接材料成本              | 12 |

## 1 业绩持续增长，基本符合预期

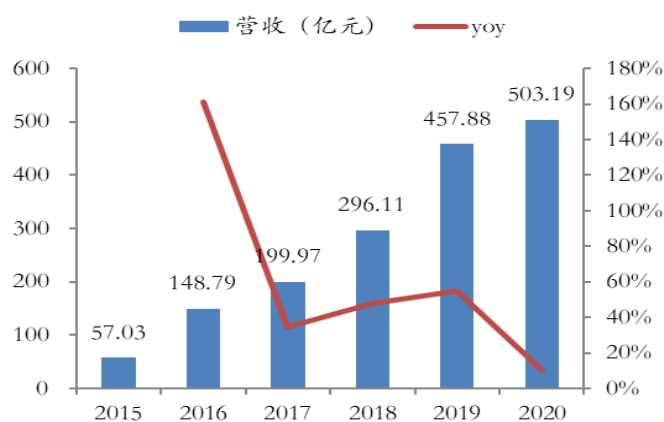
公司 2020 年实现营收 503.19 亿元，同比增长 9.90%；归母净利 55.83 亿元，同比增长 22.43%；扣非归母净利 42.65 亿元，同比增长 8.93%。其中 2020Q4 实现营收 187.97 亿元，同比增长 45.35%，环比增长 48.09%；归母净利 22.26 亿元，同比增长 127.34%，环比增长 56.84%；扣非归母净利 16.98 亿元，同比增长 78.55%，环比增长 42.57%。

**营收持续增长，毛利率环比改善，净利率修复，期间费用整体稳定。**公司 2020 年毛利率为 27.76%，同比下降 1.30pct；其中 Q4 毛利率为 28.36%，环比提升 0.58pct。2020 年净利率为 12.13%，同比提升 1.18pct，主要由于 2019 年公司计提了较多的资产减值同时政府补助等其他收益较少导致的净利率基数较低。从期间费用率上看，2020 年总期间费用率为 13.59%，同比略微提升 0.05pct，其中销售和管理费用率下降，财务和研发费用率略有上升。

**持续高研发投入，2020 研发支出 35.69 亿，营收占比 7.09%。**2020 年公司研发人员总数为 5592 人，在总员工中占比 18.16%。

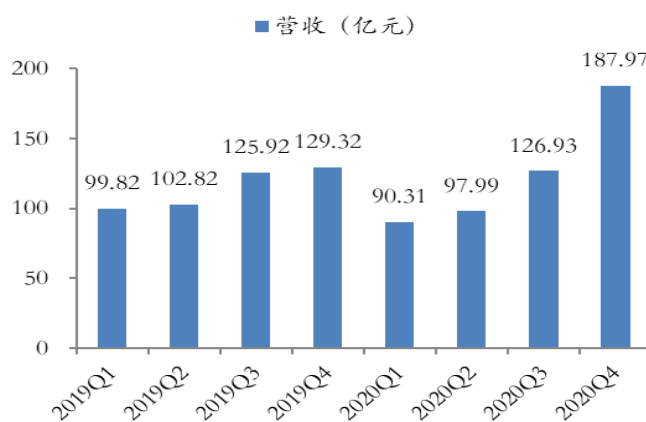
公司 2020 年 ROE 为 11.27%，同比下降 1.56pct；主要由于公司一季度受疫情影响产能利用率不足，且正处于扩张期在建工程较多，导致资产周转率略有下降。从季度来看，2020Q4 为 3.55%，环比稳步提升。

图表 1 公司营收情况



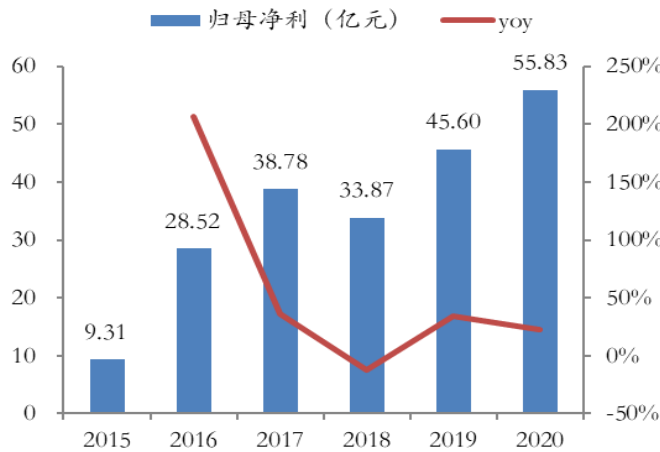
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 2 公司分季度营收情况



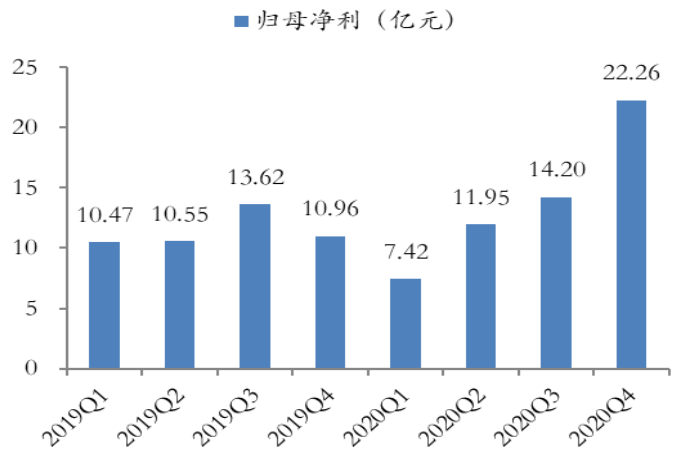
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 3 公司归母净利润情况



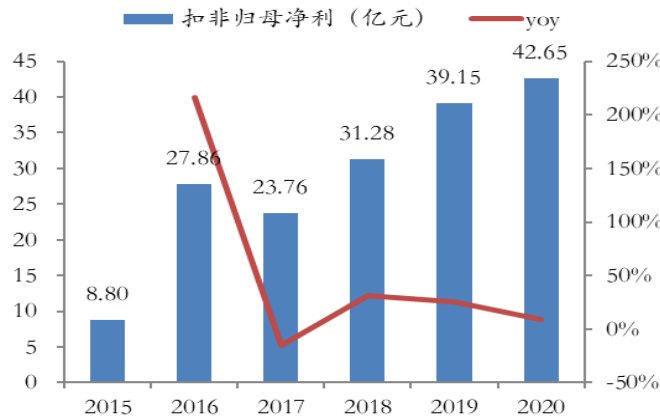
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 4 公司分季度归母净利润情况



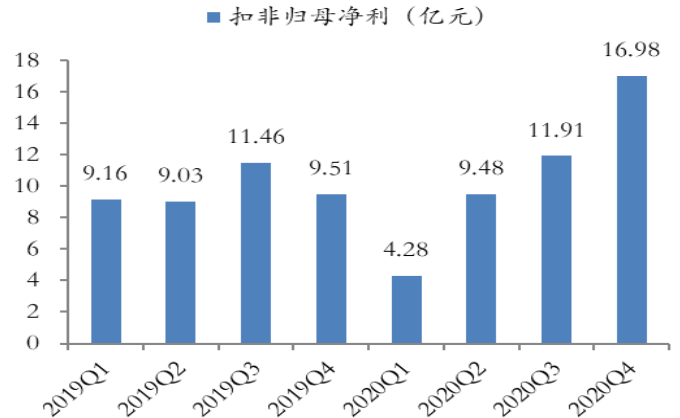
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 5 公司扣非归母净利润情况



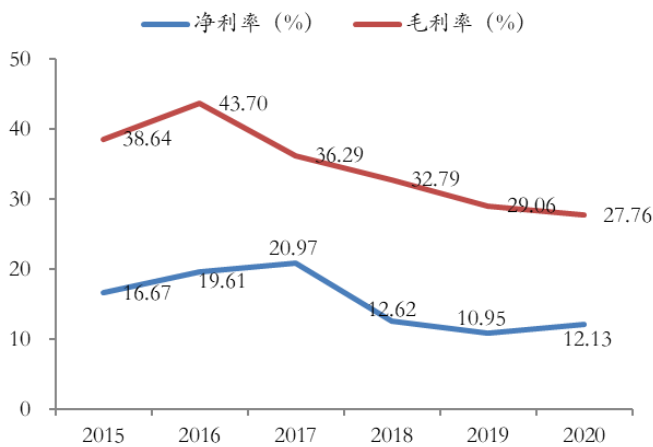
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 6 公司分季度扣非归母净利润情况



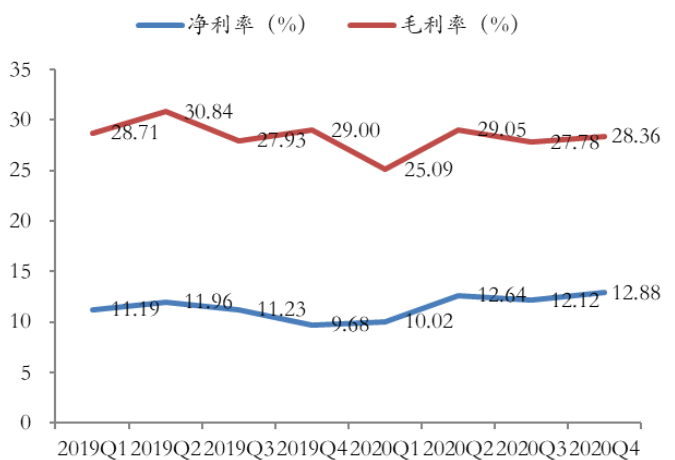
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 7 公司毛利率及净利率情况



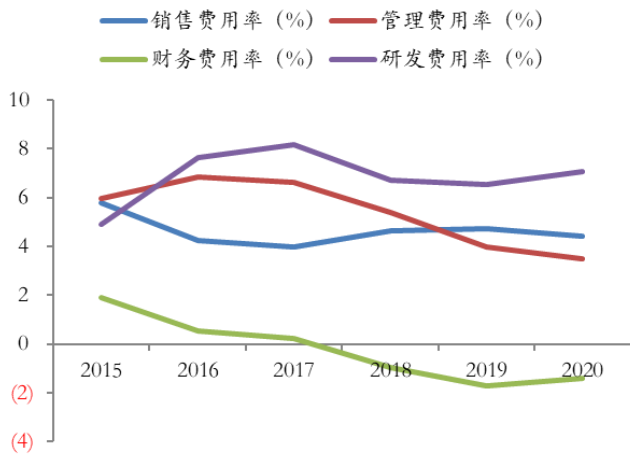
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 8 公司分季度毛利率及净利率情况



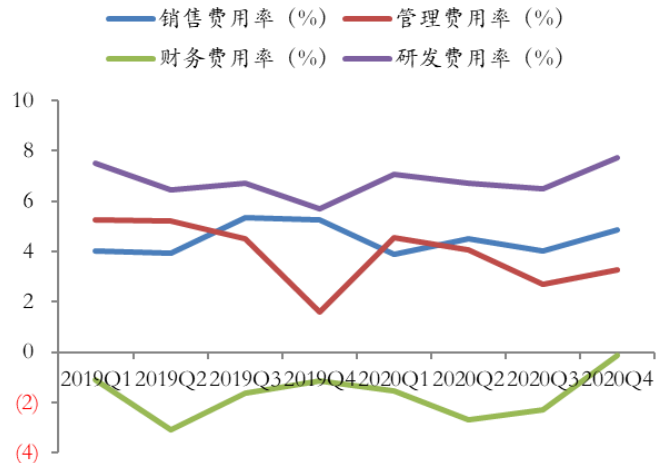
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 9 公司费用率情况



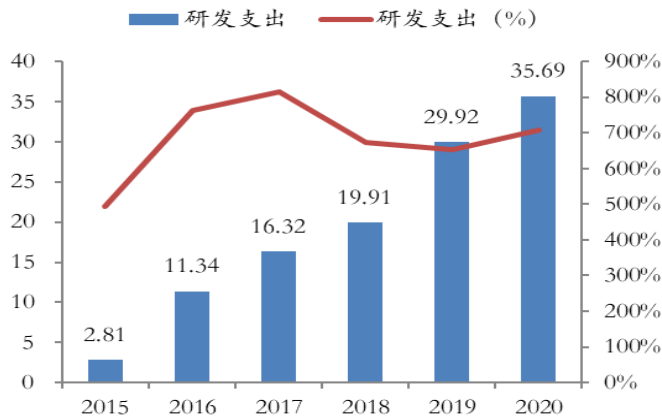
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 10 公司分季度费用率情况



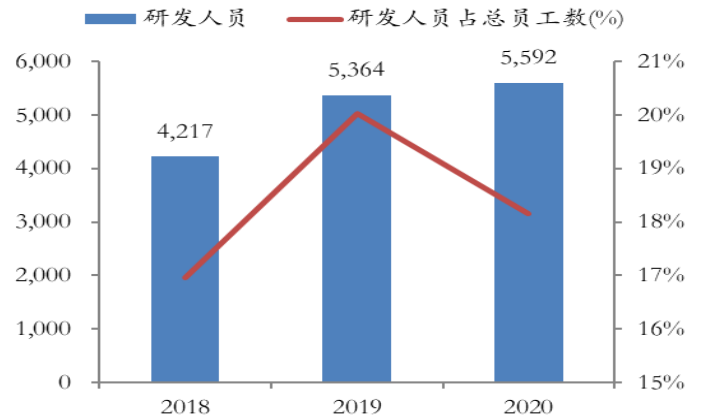
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 11 公司研发支出情况



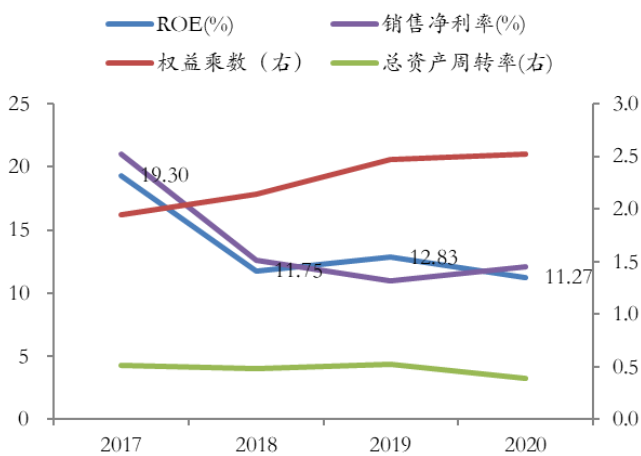
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 12 公司研发人员情况



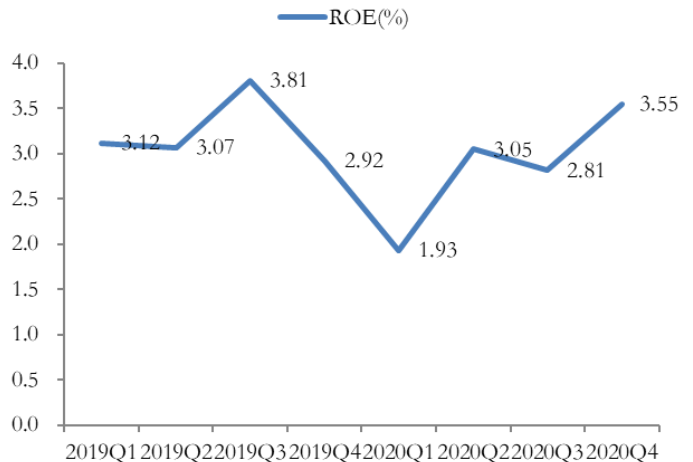
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 13 公司 ROE 情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 14 公司分季度 ROE 情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 2 盈利质量高，现金流强劲，资本开支加速

2020 年公司共计提减值 11.69 亿，政府补助 11.36 亿，两者水平接近，利润基本反应真实经营水平。2020 年减值中包括 3.42 亿信用减值损失、6.25 亿存货跌价损失、0.59 亿长期股权投资减值损失和 1.43 亿固定资产减值损失。

2020 年公司预计负债共计 67.97 亿，其中售后综合服务费为 39.30 亿，销售返利为 28.67 亿元，体现了公司的谨慎会计处理。售后综合服务费 2020 年增加 11.34 亿元，营收占比为 2.25%，依旧维持在较高水平，表明当期实际发生的售后服务费用较少，公司产品质量良好且稳定。

2020 年公司经营性现金流 184.30 亿元，同比增长 36.8%，为净利润的 3.02 倍，造血能力极强。其中 2020Q4 经营性现金流为 81.24 亿元，同比增长 158.1%，环比增长 81.4%。经营性现金流与净利润的巨大差异主要是源于资产减值和折旧摊销等方面更为激进的会计处理，另一方面也是由于公司在产业链中的强势地位使得经营性占款能力较强。

2020 年公司资本开支 133.02 亿元，其中 2020Q4 资本开支 52.52 亿元，呈加速趋势。目前在建工程 57.50 亿元，重要在建工程预算数为 492.22 亿，此前公司已经公告超 1500 亿投资计划，未来资本开支将继续进一步提升。

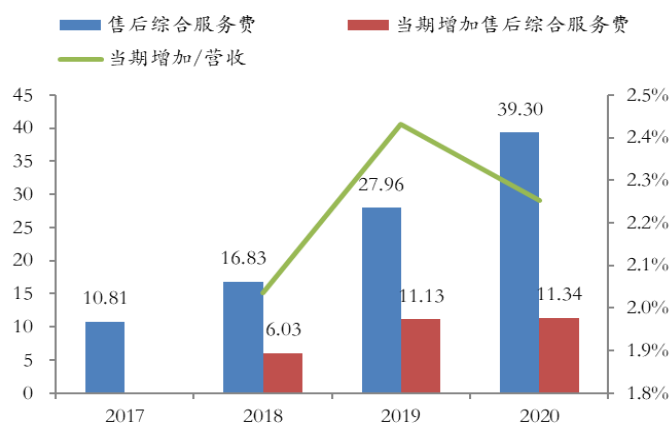
此外，公司拟变更定增募集资金用途，增加江苏时代动力及储能锂离子电池研发与生产项目四期，拟使用募集资金 38 亿元，新增锂离子电池产能约 30GWh，总投资 116.5 亿元，建设投资 113.0 亿元，建设期 24 个月。项目预计可实现年均营收 195.0 亿元，净利 18.8 亿元；对应单 GWh 营收 6.5 亿元，净利 0.63 亿元。

图表 15 公司资产减值情况与其他收益情况（亿元）

| 项目           | 2017 | 2018 | 2019  | 2020  |
|--------------|------|------|-------|-------|
| 坏账损失（信用减值损失） | 0.13 | 2.62 | 2.36  | 3.42  |
| 存货跌价损失       | 2.32 | 7.13 | 7.40  | 6.25  |
| 长期股权投资减值损失   |      |      | 3.05  | 0.59  |
| 固定资产减值损失     |      |      | 3.89  | 1.43  |
| 信用及资产减值合计    | 2.45 | 9.75 | 16.70 | 11.69 |
| 其他收益—政府补助    | 4.44 | 5.08 | 6.46  | 11.36 |

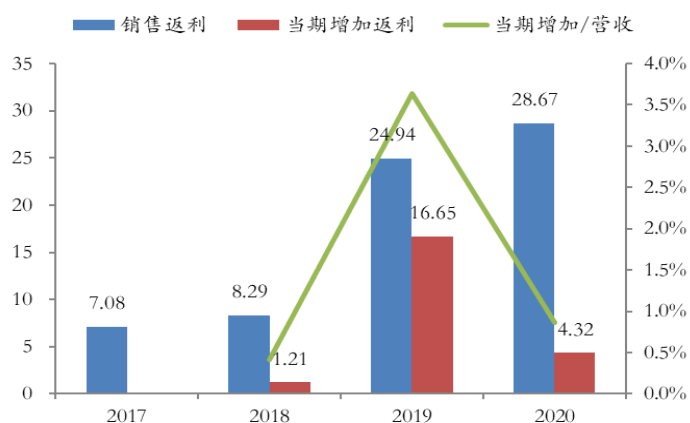
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 16 售后综合服务费情况 (亿元)



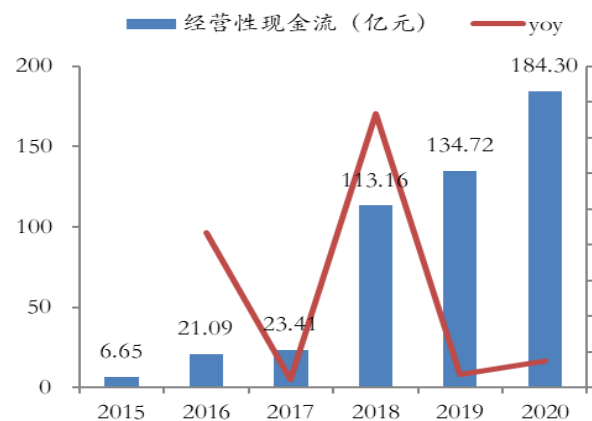
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 17 销售返利情况 (亿元)



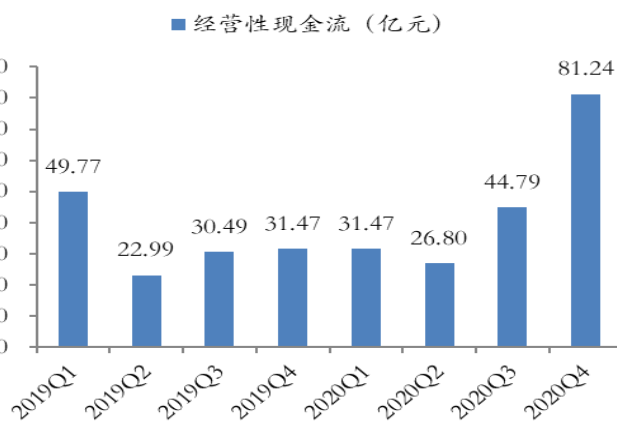
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 18 公司经营性现金流情况



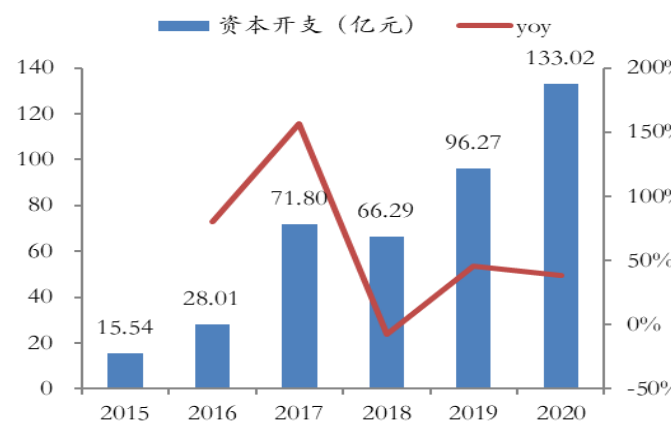
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 19 公司资本开支情况



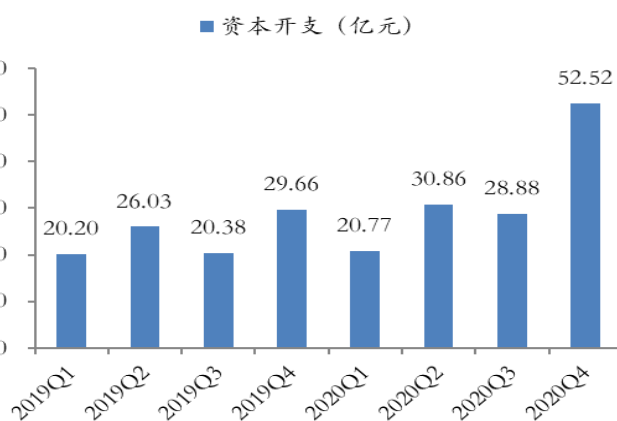
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 20 公司资本开支情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 21 公司分季度资本开支情况



资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3 动力龙头地位稳固，储能市占率提升，成本持续下降

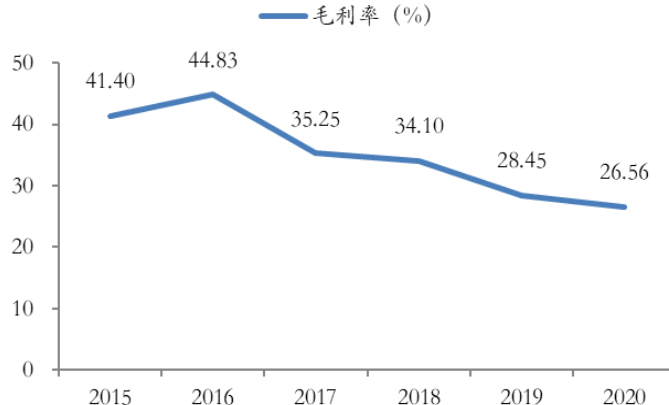
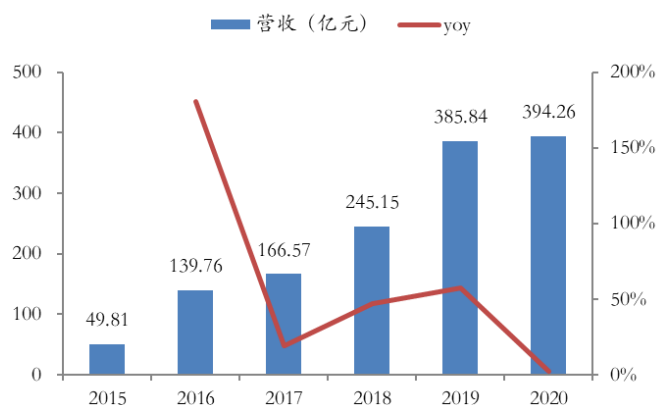
#### 3.1 动力电池：龙头地位稳固，成本持续下降，客户趋于分散

2020 年公司动力电池营收 394.26 亿，同比增长 2.2%；营收占比 78.35%，毛利占比 74.95%。销量 44.45GWh，同比增长 10.43%。2020 年公司国内装机量为 31.9GWh，市占率为 50%；全球装机量约为 35.4GWh，市占率为 26%。公司在动力电池领域客户资源丰富，2020 年客户结构更加趋于分散。动力电池之外，公司在两轮车、电动船舶等其他动力领域出货量也快速增长。

2020 年公司动力电池系统毛利率为 26.56%，同比下降 1.89pct。毛利率下降主要是由于动力电池系统平均价格由 0.959 元/Wh 下降至 0.887 元/Wh，同比下降 7.5%。同时公司成本也由 0.686 元/Wh 下降至 0.651 元/Wh，同比下降 5.0%。单 GWh 毛利为 0.236 元/Wh。

图表 22 公司动力电池系统营收

图表 23 公司动力电池系统毛利率

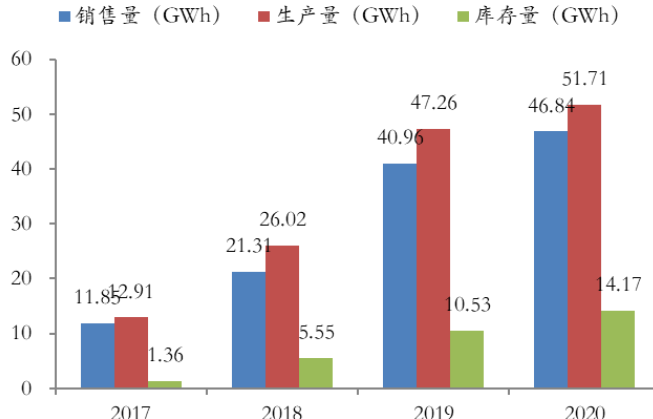


资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

图表 24 动力电池系统产能及产能利用率

图表 25 公司动力电池系统产销情况



资料来源：wind，华安证券研究所

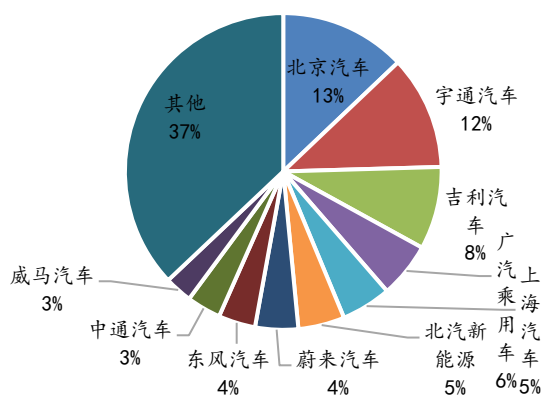
资料来源：wind，华安证券研究所

图表 26 公司动力电池业务拆分

|            | 2017   | 2018   | 2019   | 2020   |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 销量 (GWh)   | 11.84  | 21.18  | 40.25  | 44.45  |
| 单价 (元/Wh)  | 1.407  | 1.157  | 0.959  | 0.887  |
| 单成本 (元/Wh) | 0.911  | 0.763  | 0.686  | 0.651  |
| 单毛利 (元/Wh) | 0.496  | 0.395  | 0.273  | 0.236  |
| 毛利率        | 35.25% | 34.10% | 28.45% | 26.56% |

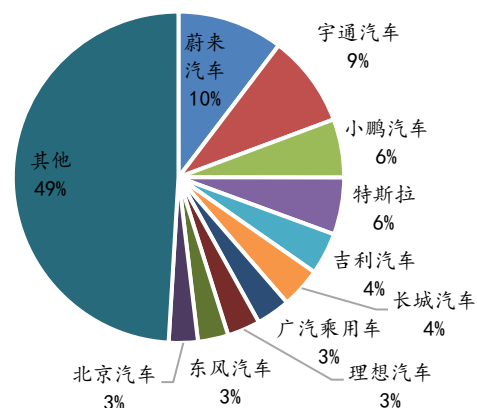
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 27 2019 年宁德时代装机量 TOP10 客户分析



资料来源: GGII, 华安证券研究所

图表 28 2020 年宁德时代装机量 TOP10 客户分析



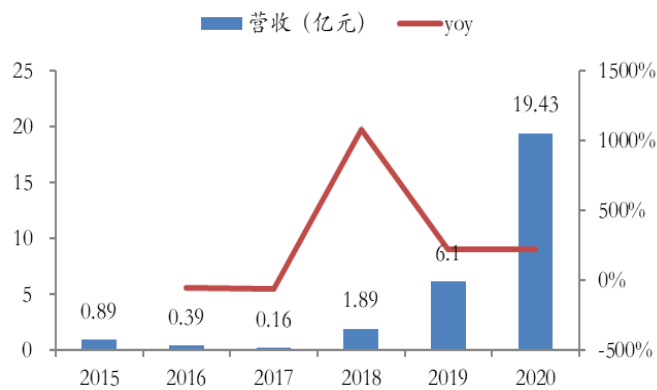
资料来源: GGII, 华安证券研究所

### 3.2 储能业务: 高速发展, 市占率提升

公司 2020 年储能业务营收 19.43 亿, 同比增长 218.6%; 营收占比提升至 3.86%, 毛利占比为 5.01%。对应销量为 2.39GWh, 同比增长 236.6%。2020 年 SNE 统计全球储能市场约为 20GWh, 同比增长 82%, 由此推算公司 2019 年市占率为 6%, 2020 年提升至 12%。储能市场快速发展, 公司基于长寿命电芯技术、液冷 CTP 电箱技术, 推出了户外系统 EnerOne 产品, 实现了在海外市场由提供部件到系统的转型, 安全、经济性等各项指标行业领先; 国内市场公司主导执行了第一个创国家优质工程及发电侧分散式百兆瓦时锂电储能项目、青海省海南州特高压外送基地配置项目塔拉滩一标段 1000MW 光伏电站配置交流储能项目的投运; 由公司提供电池系统的珠海横琴储能调频项目投运, 助力储能黑启动 9F 燃机试验成功。

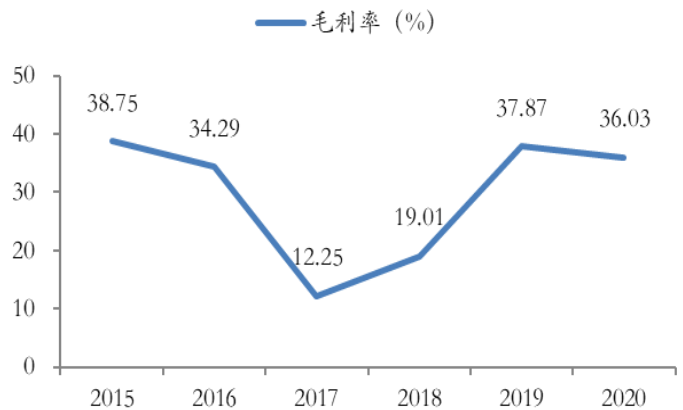
2020 年储能业务毛利率为 36.03%, 同比下降 1.84pct。主要由于产品平均价格由 0.859 元/Wh 下降至 0.813 元/Wh; 但公司成本也由 0.534 元/Wh 下降至 0.520 元/Wh, 同比下降 2.6%。

图表 29 公司储能业务营收



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 30 公司储能业务毛利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 31 公司储能业务拆分

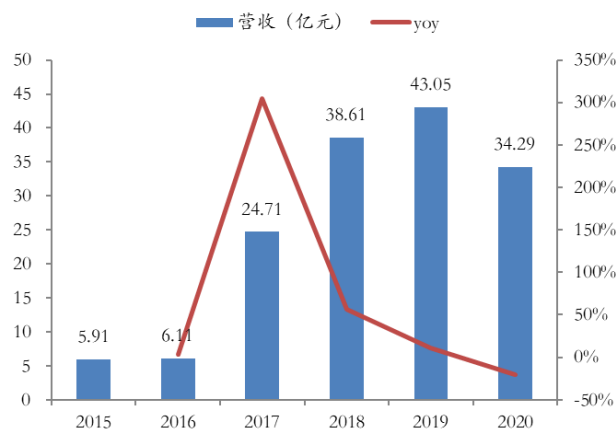
|            | 2019  | 2020   |
|------------|-------|--------|
| 销量 (GWh)   | 0.71  | 2.39   |
| 单价 (元/Wh)  | 0.859 | 0.813  |
| 单成本 (元/Wh) | 0.534 | 0.520  |
| 单毛利 (元/Wh) | 0.325 | 0.293  |
| 毛利率        | 37.9% | 36.03% |

资料来源: wind, 华安证券研究所

### 3.3 锂电材料业务: 营收毛利暂时下降, 一体化助力公司原材料成本下降

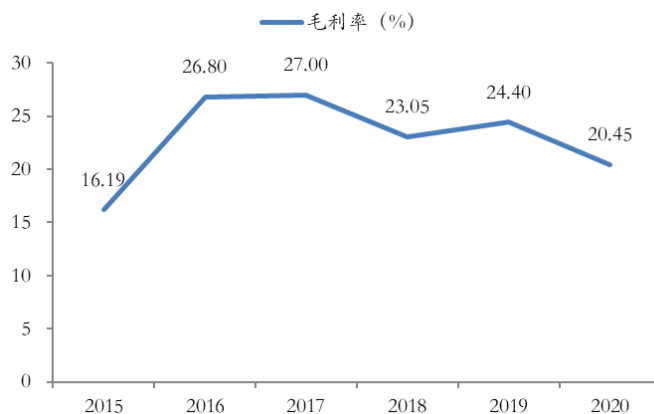
公司锂电材料业务 2020 年营收 34.29 亿, 同比减少 20.4%; 毛利率为 20.45%, 同比下降 3.95pct; 营收占比 6.81%, 毛利占比 5.02%。公司将废旧锂离子电池中的镍钴锰锂等有价值金属通过加工、提纯、合成等工艺, 生产三元前驱体等锂离子材料, 实现了资源的循环利用。通过向上游一体化布局, 公司有效降低了原材料成本; 动力电池+储能+锂电材料业务全口径下的单 Wh 直接材料成本 2020 年降至 0.550 元/Wh, 同比下降 11.4%。

图表 32 公司锂电材料业务营收



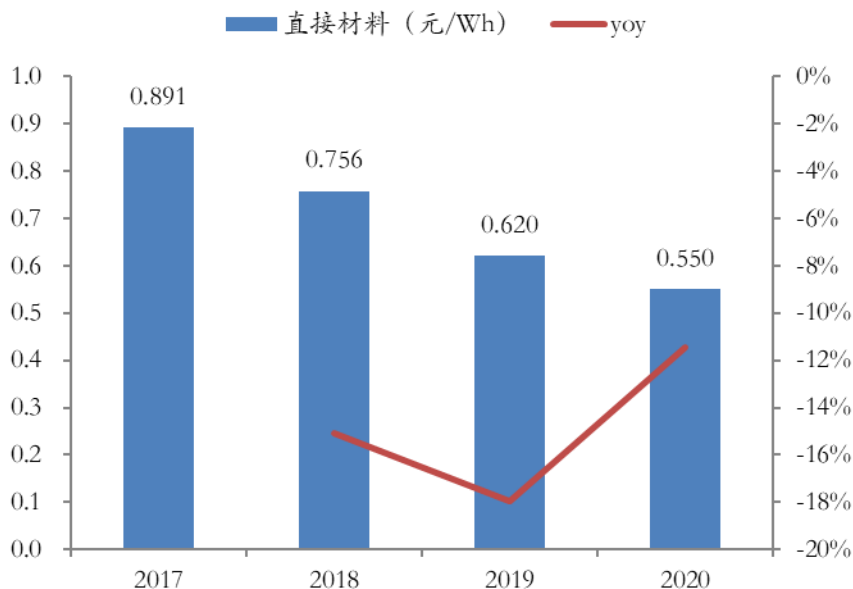
资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 33 公司锂电材料业务毛利率



资料来源: wind, 华安证券研究所

图表 34 全口径下的直接材料成本



资料来源: wind, 华安证券研究所

## 风险提示:

- (1) **行业竞争加剧, 产品价格下降低于预期。**动力电池降价是新能源车平价的必经之路, 也是发展大势, 如果未来竞争加剧导致价格下降低于预期, 影响公司盈利水平。
- (2) **原材料涨价幅度高于预期。**原材料价格上涨会使得公司成本增加从而降低利润率水平, 若原材料涨价幅度高于预期, 将影响公司盈利水平。
- (3) **新能源车及储能发展不及预期。**新能源车发展是长期趋势, 但若市场销量增长不及预期将影响公司销量和短期业绩增长。

**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           | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  | 会计年度            | 2020A | 2021E | 2022E  | 2023E  |
| <b>流动资产</b>    | 112865 | 155852 | 208970 | 277193 | <b>营业收入</b>     | 50319 | 96846 | 148985 | 204864 |
| 现金             | 68424  | 76454  | 90074  | 115875 | 营业成本            | 36349 | 70657 | 108132 | 148563 |
| 应收账款           | 11294  | 18573  | 28573  | 39289  | 营业税金及附加         | 295   | 581   | 894    | 1229   |
| 其他应收款          | 3304   | 10613  | 16327  | 22451  | 销售费用            | 2217  | 4358  | 6555   | 8809   |
| 预付账款           | 997    | 1413   | 2163   | 2971   | 管理费用            | 1768  | 3390  | 5214   | 7170   |
| 存货             | 13225  | 23230  | 35550  | 48843  | 财务费用            | -713  | -891  | -1337  | -1919  |
| 其他流动资产         | 15622  | 25569  | 36283  | 47764  | 资产减值损失          | -827  | -1279 | -1660  | -2227  |
| <b>非流动资产</b>   | 43753  | 51337  | 61781  | 75345  | 公允价值变动收益        | -287  | 0     | 0      | 0      |
| 长期投资           | 4813   | 4669   | 4669   | 4669   | 投资净收益           | -118  | 0     | 0      | 0      |
| 固定资产           | 19622  | 21999  | 26048  | 32168  | <b>营业利润</b>     | 6959  | 12145 | 19672  | 27517  |
| 无形资产           | 2518   | 2814   | 3177   | 3601   | 营业外收入           | 94    | 0     | 0      | 0      |
| 其他非流动资产        | 16801  | 21855  | 27888  | 34908  | 营业外支出           | 71    | 0     | 0      | 0      |
| <b>资产总计</b>    | 156618 | 207189 | 270751 | 352538 | <b>利润总额</b>     | 6983  | 12145 | 19672  | 27517  |
| <b>流动负债</b>    | 54977  | 89924  | 128865 | 176263 | 所得税             | 879   | 1822  | 2951   | 4128   |
| 短期借款           | 6335   | 5000   | 0      | 0      | <b>净利润</b>      | 6104  | 10324 | 16721  | 23389  |
| 应付账款           | 15635  | 29037  | 44438  | 61053  | 少数股东损益          | 521   | 1032  | 1672   | 2339   |
| 其他流动负债         | 33007  | 55887  | 84427  | 115209 | <b>归属母公司净利润</b> | 5583  | 9291  | 15049  | 21050  |
| <b>非流动负债</b>   | 32447  | 33447  | 34647  | 36147  | EBITDA          | 10989 | 18815 | 27534  | 36581  |
| 长期借款           | 6068   | 7068   | 8268   | 9768   | EPS (元)         | 2.49  | 3.99  | 6.46   | 9.04   |
| 其他非流动负债        | 26378  | 26378  | 26378  | 26378  |                 |       |       |        |        |
| <b>负债合计</b>    | 87424  | 123371 | 163512 | 212409 |                 |       |       |        |        |
| 少数股东权益         | 4987   | 6020   | 7692   | 10031  |                 |       |       |        |        |
| 股本             | 2329   | 2329   | 2329   | 2329   |                 |       |       |        |        |
| 资本公积           | 41662  | 41662  | 41662  | 41662  |                 |       |       |        |        |
| 留存收益           | 20216  | 33807  | 55556  | 86107  |                 |       |       |        |        |
| 归属母公司股东权益      | 64207  | 77799  | 99548  | 130098 |                 |       |       |        |        |
| <b>负债和股东权益</b> | 156618 | 207189 | 270751 | 352538 |                 |       |       |        |        |

| 现金流量表          |        |        |        |        | 主要财务比率         |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元         |        |        |        |        | 会计年度           | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  |
| 会计年度           | 2020A  | 2021E  | 2022E  | 2023E  | <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| <b>经营活动现金流</b> | 18430  | 20040  | 31250  | 40175  | 营业收入           | 9.9%   | 92.5%  | 53.8%  | 37.5%  |
| 净利润            | 5583   | 9291   | 15049  | 21050  | 营业利润           | 20.8%  | 74.5%  | 62.0%  | 39.9%  |
| 折旧摊销           | 4868   | 7250   | 9029   | 10805  | 归属于母公司净利       | 22.4%  | 66.4%  | 62.0%  | 39.9%  |
| 财务费用           | 772    | 998    | 911    | 861    | <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 投资损失           | 26     | 0      | 0      | 0      | 毛利率(%)         | 27.8%  | 27.0%  | 27.4%  | 27.5%  |
| 营运资金变动         | 6498   | 190    | 2929   | 2892   | 净利率(%)         | 11.1%  | 9.6%   | 10.1%  | 10.3%  |
| 其他经营现金流        | -233   | 11413  | 15452  | 22724  | ROE(%)         | 8.7%   | 11.9%  | 15.1%  | 16.2%  |
| <b>投资活动现金流</b> | -15052 | -10678 | -12918 | -15013 | ROIC(%)        | 5.5%   | 8.8%   | 12.0%  | 13.2%  |
| 资本支出           | -13302 | -10478 | -12573 | -14669 | <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 长期投资           | -4044  | 0      | -144   | -144   | 资产负债率(%)       | 55.8%  | 59.5%  | 60.4%  | 60.3%  |
| 其他投资现金流        | 2294   | -200   | -200   | -200   | 净负债比率(%)       | 126.3% | 147.2% | 152.5% | 151.6% |
| <b>筹资活动现金流</b> | 37431  | -1333  | -4711  | 639    | 流动比率           | 2.05   | 1.73   | 1.62   | 1.57   |
| 短期借款           | 4209   | -1335  | -5000  | 0      | 速动比率           | 1.79   | 1.46   | 1.33   | 1.28   |
| 长期借款           | 1088   | 1000   | 1200   | 1500   | <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 普通股增加          | 121    | 0      | 0      | 0      | 总资产周转率         | 0.32   | 0.47   | 0.55   | 0.58   |
| 资本公积增加         | 20032  | 0      | 0      | 0      | 应收账款周转率        | 4.46   | 5.21   | 5.21   | 5.21   |
| 其他筹资现金流        | 11982  | -998   | -911   | -861   | 应付账款周转率        | 2.32   | 2.43   | 2.43   | 2.43   |
| <b>现金净增加额</b>  | 40232  | 8030   | 13621  | 25801  | <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
|                |        |        |        |        | 每股收益           | 2.49   | 3.99   | 6.46   | 9.04   |
|                |        |        |        |        | 每股经营现金流薄)      | 7.91   | 8.60   | 13.41  | 17.25  |
|                |        |        |        |        | 每股净资产          | 27.56  | 33.40  | 42.73  | 55.85  |
|                |        |        |        |        | <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
|                |        |        |        |        | P/E            | 146.49 | 87.40  | 53.96  | 38.58  |
|                |        |        |        |        | P/B            | 12.74  | 10.44  | 8.16   | 6.24   |
|                |        |        |        |        | EV/EBITDA      | 70.76  | 40.57  | 27.09  | 19.73  |

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。

**盛炜：**三年买方行业研究经验，墨尔本大学金融硕士，研究领域覆盖风电光伏板块。

## 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）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。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市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 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 个月的投资收益率落后市场基准指数 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；
- 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。