

# 明阳智能（601615）：样机顺利安装，引领漂浮式海上风电发展

## ——动态跟踪

**引领国内漂浮式海上风电发展。**据《阳江日报》（2021.7.14）和明阳集团官方微信公众号（7.15）报道，由公司为三峡阳江沙扒海上风电项目自主研发的全国首台漂浮式海上风电机组“三峡引领号”7月13日在阳江成功安装，单机容量5.5MW，最高可抗17级台风，计划年底投产。据《阳江日报》报道，传统海上风电最大局限在于只能应用于不超过60米水深的海域，而浮式海上风电平台可以在海上任何地方部署风力涡轮机。我们认为，如浮式海上风电商业化经济性未来得以提高，将助推远海风电资源开发，缩小中国在这一领域与欧洲的差距，公司在该领域有望获得较大先发优势。

**多个沿海省区近期加大对海上风电的支持力度。**其中，广东将对符合条件的海上风电项目由省财政接替中央财政于2022-2024年给予投资补贴；江苏和浙江拟将“十四五”风电建设投入向海上风电倾斜，深远海风电资源示范开发亦提上议事日程。我们预计，如推进顺利，中国大陆海上风电累计并网容量将于2025年底突破40GW。海上风机是公司核心业务之一，2021年一季度末在手风机订单（15.77GW）中海上机组占比35%。我们认为，借助过往已积累的竞争优势，以及未来持续投入，公司有望长期分享行业发展红利。

**持续看好公司核心竞争力：1）“大风机”战略执行力强，研发与时俱进。**一季末在手风机订单中4MW及以上机型占比高达62.4%；多个在研产品对标国际领先水平，抗台风型漂浮式样机成功安装。**2）供应链管理卓越，**具备叶片、变桨和电气控制系统等核心零部件的自主研制能力，拥有齿轮箱、发电机等领域的设计团队，在保障供应链安全、研发协同和成本管控等方面，具有重要意义。我们认为，这些将支撑公司于行业发展中不断打磨竞争力。

**盈利预测：**暂不考虑增发实施，我们预计，公司2021-2023年归母净利润分别为19.42亿元、24.45亿元和29.11亿元，对应当前股本下EPS 1.00元、1.25元和1.49元，对应2021.7.14收盘价18.3倍、14.6倍和12.2倍P/E。维持“强烈推荐”评级。

**风险提示：**海上风电建设或低预期；公司业务发展与成本管控或逊于预期。

### 财务指标预测

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	10,493.16	22,456.99	26,612.03	28,597.56	32,092.73
增长率（%）	52.03%	114.02%	18.50%	7.46%	12.22%
归母净利润（百万元）	712.56	1,374.07	1,942.31	2,444.55	2,910.57
增长率（%）	67.28%	92.84%	41.35%	25.86%	19.06%
净资产收益率（%）	12.76%	12.79%	12.59%	14.32%	15.11%
每股收益（元）	0.37	0.70	1.00	1.25	1.49
P/E	49.94	25.90	18.32	14.56	12.23
P/B	5.29	2.41	2.21	1.97	1.74

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

2021年07月15日

强烈推荐/维持

明阳智能 公司报告

### 公司简介：

据2020年年报披露，公司主营风电机组、新能源发电等业务，风机业务2020年在全球市场排名第六。

### 交易数据

52周股价区间（元）	23.57-13.17
总市值（亿元）	355.85
流通市值（亿元）	269.66
总股本/流通A股（万股）	195,093/147,842
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	3.31

### 52周股价走势图



资料来源：同花顺iFind、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

### 分析师：洪一

0755-82832082 hongyi@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480516110001

### 研究助理：张阳

010-66554016 zhangyang\_yjs@dxzq.net.cn

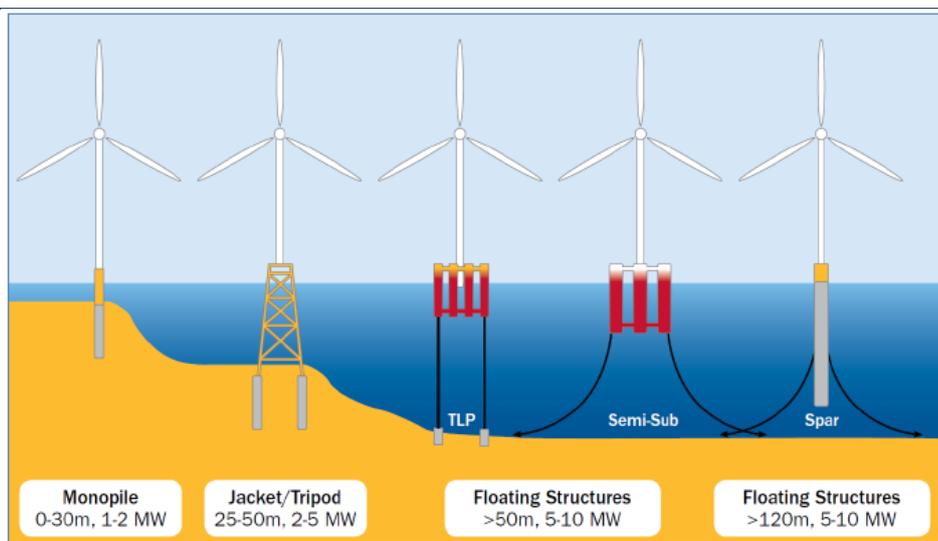
执业证书编号：S1480119070043

## 1. 公司积极推动国内漂浮式海上风电发展

随着海上风资源开发纵深推进，漂浮式海上风机方案日益受到关注。据《南方能源建设》（2020年第7卷第1期）刊载的《海上漂浮式风机关键技术研究进展》（作者：陈嘉豪等）介绍，按现有技术条件，当水深超过60米后，漂浮式海上风机将比固定式海上风机更具有工程经济性，且这一优势随水深增加而愈加凸显。因此，发展漂浮式海上风电技术，对于开发远海风电资源具有重要意义。

目前漂浮式海上风机基础主要有半潜式（semi）、单柱式（spar）、张力腿式（TLP）、船型（barge）等，其中半潜式应用较多，几类漂浮式与固定式海上风机基础结构的对比如图1所示。

图1：各类漂浮式与传统固定式海上风机基础结构示意图



注：左起分别为单桩固定基础、Jacket / 三脚架固定基础、张力腿浮式基础、半潜浮式基础、单柱浮式基础。

资料来源：DNV GL，东兴证券研究所引用

欧洲在漂浮式海上风电项目开发方面起步较早，并取得重要成果，积累了宝贵经验。

据行业媒体 REVE 官网（EVWind.es）报道，挪威石油公司（彼时名 StatoilHydro）早于2007年便与西门子接洽，提出共同将挪威石油公司 Hywind 漂浮式风机概念开发成全面的概念验证机。2009年，作为全球首台兆瓦级漂浮式风机，单台样机 Hywind Demo 在挪威西海岸 Karmøy 外安装成功，使用西门子 2.3MW 风机。

据挪威石油公司（已更名为 Equinor）官网信息，其与 Masdar 公司共同投资建设了位于英国的全球首个漂浮式风电场 Hywind Scotland，自2017年10月投入运营，容量30MW，安装5台6MW风机，面积约4平方公里，相关海域水深95-129米，到岸边的送出电缆长约30km。目前，Equinor正在建设88MW漂浮式风电项目 Hywind Tampen，预计2022年三季度投产，届时将成为全球最大的漂浮式海上风电场。该项目将安装11台西门子-歌美飒8.0MW风机，距离挪威海岸140km，覆盖海域水深260-300米。Enova（挪威能源管理公司）已核准支持该项目的高达23亿挪威克朗（约合17亿人民币）资金。

据 GWEC（全球风能理事会）发布的《全球海上风电报告2020》，截至2019年底，全球共有65.7MW漂浮式海上风电装机，分布于英国（32MW）、日本（19MW）、葡萄牙（10.4MW）、挪威（2.3MW）、法

国（2MW）。GWEC 预测，未来 10 年（到 2030 年）全球将建成 6.2GW 漂浮式海上风电项目，集中于韩国、日本、法国、挪威和英国等国，2030 年漂浮式项目将实现商业化。

中国近年来在漂浮式海上风电领域亦开展了研究探索，明阳智能是重要参与和推动者。据 2020 年年报披露，公司在风浪数据收集、海上风机创新研发和海上风电施工方面取得了大量的技术成果和积累，为深海台风海域提供一种载荷传递合理、结构安全、运动响应平稳的半潜式漂浮式基础及创新型漂浮式基础。公司亦将“创新实施漂浮式风机研发计划”列入 2021 年主要经营举措中。从近期经营动态看，其进展较为顺利，有助巩固与提升公司在海上风机领域的竞争优势。

据公司官网 2021.5.27 刊载的报道(如图 2 所示),公司自主研发的国内首台海上漂浮式试验样机(5.5MW 抗台风型)5 月 26 日在阳江基地装配完成并测试下线,应用此漂浮式风机的三峡阳江沙扒项目将成为首个国家级漂浮式示范项目。公司基于南海台风、极端海浪等恶劣环境的考虑,对浮式风机技术进行深入研究和定制化设计,形成成熟的漂浮式风机基础全耦合一体化仿真设计平台,借其能准确得出叶片、变桨偏航系统、传动系统、塔筒及基础等部件的载荷数据;结合模型预测的控制技术,可极大降低漂浮式风机整机载荷大的问题,并相应提升发电量。此外,公司开发了可使机组适应南海风、浪、流等复杂环境的浮体运动控制策略,并对机组液压润滑冷却系统及偏航系统作了优化。我们认为,这些研究成果与设计改进如在未来实况运行中获得验证,将成为公司于漂浮式风机领域构筑竞争优势的重要因素。

图2：公司官网关于首台漂浮式海上风机下线的报道（2021.5.27）



资料来源：公司官网，东兴证券研究所引用

据《阳江日报》报道（2021.7.14 第 1、4 版，如图 3 所示），全国首台漂浮式海上风电机组“三峡引领号”于 7 月 13 日在阳江成功安装，单机容量 5.5MW，最高可抗 17 级台风，计划年底投产。结合明阳集团官方微信公众号报道（2021.7.15），我们判断，该报道中提到的“三峡引领号”即为公司提供并参与一体化设计的 5.5MW 半直驱漂浮式风电机组。如未来投运顺利，该项目将开启我国漂浮式海上风电新篇章，公司亦将借此获得在该领域的国内市场先发优势。

图3: 《阳江日报》关于全国首台漂浮式海上风机成功安装的报道 (2021.7.14)



资料来源: 阳江日报, 东兴证券研究所剪辑、引用

从公告披露看, 公司正积极推动更大容量海上漂浮式风机的研制, 2020 年增发募投项目中即包含“10MW 级海上漂浮式风机设计研发项目”。据公司 2020.11.20 公告, 该项目总投资 7.25 亿元, 拟使用募集资金 6.16 亿元, 项目建设期 36 个月。据此前增发《预案》披露, 该项目具体进度安排如图 4 所示。我们认为, 如该产品研发获得成功且后续量产制造成本可以控制在合理水平, 公司未来有望借其商业化在远海风资源开发中扮演重要角色。

图4: 公司 10MW 级海上漂浮式风机设计研发项目进度安排

序号	研发内容	第一年				第二年				第三年			
		Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
1	海上漂浮式风机环境适用性研发												
2	海上漂浮式风机总体设计技术研发												
3	系泊系统设计技术研发												
4	海上漂浮式风机水池模型试验研发												
5	海上漂浮式风机制造及调试技术研发												

资料来源: 公司公告 (2020.6.16), 东兴证券研究所引用

## 2. 多个沿海省区积极推动海上风电发展

近期, 广东、江苏、浙江、山东等多个沿海省份推出支持海上风电发展的政策, 具体如下。

### 广东

据广东省政府官网发布 (2021.6.11), 广东省政府办公厅印发了《促进海上风电有序开发和相关产业可持续发展实施方案》, 要点如下 (但不限于此)。

其一, 提出清晰的装机规模发展目标: 到 2021 年底, 全省海上风电累计建成投产容量 4GW; 到 2025 年底, 力争达到 18GW, 在全国率先实现平价并网。统筹推进粤东、粤西两个千万千瓦 (10GW) 级基地建设, 争取在“十四五”期间, 粤东基地、粤西基地分别开工建设 12GW、10GW, 分别建成投产 6GW、5GW。

其二, 提出推动海上风电项目平价开发。支持由综合实力强、国内风机市场占有率高、植根广东的风机制造企业牵头, 推进项目平价开发示范; 鼓励开发企业高效整合上下游产业链, 推进项目规模化平价开发。

其三, 提出实施财政补贴。2022 年起, 对于 2018 年底前已完成核准、在 2022~2024 年全容量并网的省管海域未能享受国家补贴的项目, 由省财政设立海上风电补贴专项资金进行投资补贴, 项目并网价格执行省燃煤发电基准价 (平价), 补贴标准为 2022 年、2023 年、2024 年全容量并网项目分别补贴 1.5 元/W、1 元/W、0.5 元/W。对 2025 年起并网的项目不再补贴。

### 江苏

据每日风电等行业媒体报道, 江苏省发改委 7 月 8 日印发《关于做好 2021 年风电和光伏发电项目建设工作的通知》(苏发改能源发【2021】641 号), 提出 (但不限于): 截至 2020 年底, 江苏省风电累计装机为 15.47GW, 其中海上风电 5.73GW, 占 37.0%。“十四五”期间, 江苏省将进一步优化结构, **重点发展海上风电和光伏发电, 严格控制新上陆上风电项目。沿海地区要全力推动近海海上风电规模化发展, 稳妥开展深远海海上风电示范建设。**力争全省 2025 年风电和光伏发电总装机容量达到 63GW 以上。

### 浙江

据浙江省发改委官网发布 (2021.6.23), 省发改委、省能源局印发了《浙江省可再生能源发展“十四五”规划》, 提出 (但不限于): 积极推进近海海上风电, **探索深远海试验示范。**截至 2020 年底, 全省风电装机达到 1.86GW; 全省累计核准海上风电项目 14 个, 核准装机容量 4.08GW, 其中并网 0.45GW。到“十四五”末, 力争全省风电装机达到 6.40GW 以上, **新增装机在 4.50GW 以上, 主要为海上风电。**该《规划》根据发展目标并**考虑一定预留**, 明确了各地市 (嘉兴、舟山、宁波、台州、温州) 海上风电发展目标: “十四五”期间新增装机或开工共计 9.96GW。

### 山东

2021 年 6 月 7 日, 山东省能源局于其官网发布《关于促进全省可再生能源高质量发展的意见》(征求意见稿), 提出: 加快开发建设海上风电基地, 2021 年建成投运两个海上风电试点项目, 实现该省海上风电“零突破”; “十四五”期间, 山东省海上风电争取启动 10GW。

我们认为, 上述内容体现了相关沿海诸省发展海上风电的决心。

考虑广东此前核准项目较多, 该省推出有条件的阶段性省级补贴接续中央财政补贴, 将大幅降低项目因经济性因素导致“烂尾”的概率。海上风电建造成本短期仍较高, 以粤电力 A 公告 (2019.11.29) 的湛江

新寮海上风电项目 (203.5MW) 为例, 我们测算单位容量动态投资为 18.18 元/W。考虑产业进步、制造环节规模效应发挥等因素, 我们预计未来数年海上风电建设成本有望逐步降低。因此, 补贴标准逐年降低, 具有较强务实性, 有助推动海上风电项目开发由补贴向平价过渡。

从江苏和浙江的上述文件内容可见, 两省拟将“十四五”期间风电建设投入向海上风电倾斜, 深远海风电资源示范开发亦提上议事日程。

据国家能源局官网发布(2021.5.26), 截至 2021 年 4 月底, 中国大陆海上风电并网容量达到 10.42GW。展望未来, 我们认为, 在政策扶持、科技创新、产业化进步等多因素合力作用下, 我国海上风电产业仍将保持良好发展势头。同时预计, 如推进顺利, 2025 年底中国大陆海上风电累计并网容量有望突破 40GW。由于影响海上风电建设的因素很多, 实际情形可能偏离我们的预期。海上风机是公司核心业务之一, 我们认为, 借助过往已积累的竞争优势, 以及未来持续投入, 公司有望长期分享行业发展红利。

### 3. 收入与成本预测

我们对公司 2020-2023 年的收入与毛利率的统计、预测, 如表 1 所示。

表1: 公司分项业务收入与成本预测 (至 2023 年)

	2020	2021E	2022E	2023E
<b>合计营业收入 (百万元)</b>	<b>22,456.99</b>	<b>26,612.03</b>	<b>28,597.56</b>	<b>32,092.73</b>
年增速		18.50%	7.46%	12.22%
综合毛利率	18.57%	19.28%	20.08%	20.65%
<b>风机及配件</b>				
营业收入 (百万元)	20,947.39	24,947.62	26,281.87	29,090.76
年增速		19.10%	5.35%	10.69%
毛利率	16.89%	17.61%	17.68%	17.83%
<b>新能源发电</b>				
营业收入 (百万元)	990.06	1,124.10	1,595.69	2,071.97
年增速		13.54%	41.95%	29.85%
毛利率	61.73%	61.60%	62.00%	62.00%
<b>其他 (主营)</b>				
营业收入 (百万元)	375.27	420.30	600.00	810.00
年增速		12.00%	42.75%	35.00%
毛利率	2.09%	8.00%	16.00%	18.00%
<b>非主营业务</b>				
营业收入 (百万元)	144.27	120.00	120.00	120.00
毛利率	8.98%	9.00%	9.00%	9.00%

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所预测

关于风机业务，据公司官网刊载的《2021年第一季度业绩演示材料》，截至2021年3月底，公司在手风机订单达到15.77GW，创历史新高；其中，海上机组占比35%，4MW及以上机型占比高达62.4%，延续机组大型化趋势。结合前述行业基本面分析，我们预计，2021~2023年销量将分别达到6.07GW、6.57GW、7.40GW，其中海上风机容量占比分别为39.3%、37.4%、37.1%（2020年为16.0%），单机平均容量分别为3.85MW、4.05MW、4.39MW，较2020年的3.11MW逐步提高。

关于新能源发电业务，据前述《演示材料》，截至2021年3月底，公司已投产新能源电站997MW，在建容量约2.59GW，规模显著上升。公司7月13日公告，全资子公司内蒙古新能源将出售3个项目公司100%股权，共涉及4个已建成投运的项目：明阳锡林浩特市100MW风电项目、锡林浩特市明阳风力发电有限公司50MW风电供热项目、明阳清水河县韭菜庄50MW风电供热项目，以及锡林浩特3.6MW分散式风电项目，该交易预计2021年完成，完成后预计将增加2021年税后利润约4.43亿元，其中税后股权转让溢价约1.12亿元。考虑公司“滚动开发”战略等因素，我们预计，公司2021年底控股新能源发电并网容量将增至1.5GW左右，实际情况与我们的预测或存一定偏差。

近期公司与储能和光伏领域的龙头企业签署战略合作协议，有助更高质量推进“两个一体化”项目。据公司官网披露（5.6、5.28），公司与宁德时代在“风光储一体化”和“源网荷储一体化”领域将开展全面战略合作；与隆基股份在“风光储氢一体化”和“源网荷一体化”方向将共同推进大型可再生能源发电项目的高效应用，共同合作在全球开发相关项目，在各自独立开发项目进行资源共建和互惠，在工商业等其他领域项目中共同为用户设计规划“碳中和解决方案”。我们认为，上述合作如实施顺利，有助公司取长补短，在新能源电站业务领域加快推广“两个一体化”解决方案，升级原有“滚动开发”模式。

## 4. 风险提示

风电行业政策或出现重大变化，风电项目建设或不达预期；公司业务发展与成本费用管控收效或逊于预期。

附表：公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
单位：百万元						单位：百万元					
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	
货币资金	10,773.04	16,332.87	11,128.71	10,245.62	10,096.90	营业收入	10,498.16	22,456.99	26,612.03	28,597.56	32,092.73
应收票据	2.93	0.00	0.00	0.00	0.00	营业成本	8,115.57	18,287.13	21,481.18	22,855.73	25,465.06
应收账款	4,751.53	3,714.40	4,401.64	4,730.05	5,308.15	营业税金及附加	52.03	104.74	124.12	133.38	149.68
应收款项融资	826.53	885.90	850.00	850.00	850.00	营业费用	895.44	974.65	1,154.98	1,241.16	1,392.85
预付款项	1,178.73	861.82	1,012.34	1,077.12	1,200.09	管理费用	418.60	509.02	603.20	648.21	727.43
其他应收款合计	298.47	566.57	671.40	721.49	809.67	财务费用	266.80	385.58	457.29	348.42	391.00
存货	2,811.42	8,472.13	9,951.89	10,588.70	11,797.56	研发费用	298.01	600.71	711.85	764.96	858.46
合同资产	0.00	542.97	500.00	500.00	500.00	加：其他收益	82.76	94.70	112.22	120.60	135.33
持有待售资产	1,374.19	434.36	434.36	434.36	434.36	投资收益	289.74	16.16	174.67	218.34	251.09
一年内到期非流动资产	225.44	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动资产	337.25	1,314.22	1,196.04	1,204.18	1,280.58	减：资产及信用减值损失	78.82	137.63	163.09	175.26	196.68
<b>流动资产合计</b>	<b>22,579.53</b>	<b>33,125.24</b>	<b>30,146.39</b>	<b>30,351.52</b>	<b>32,277.31</b>	资产处置收益	-1.56	10.58	0.86	0.00	0.00
<b>非流动资产合计</b>	<b>12,116.08</b>	<b>18,502.61</b>	<b>20,743.86</b>	<b>23,969.21</b>	<b>27,538.25</b>	<b>营业利润</b>	<b>738.82</b>	<b>1,578.98</b>	<b>2,204.07</b>	<b>2,769.38</b>	<b>3,298.00</b>
<b>资产总计</b>	<b>34,695.61</b>	<b>51,627.84</b>	<b>50,890.25</b>	<b>54,320.73</b>	<b>59,815.56</b>	营业外收入	17.72	11.55	15.00	16.00	17.00
短期借款	1,374.64	149.00	385.00	409.64	456.40	营业外支出	9.03	113.43	5.80	6.11	5.91
应付票据	2,728.68	5,197.29	4,720.00	5,022.03	5,595.37	<b>利润总额</b>	<b>747.51</b>	<b>1,477.10</b>	<b>2,213.27</b>	<b>2,779.27</b>	<b>3,309.09</b>
应付账款	4,804.91	7,855.33	6,200.00	6,596.73	7,349.84	所得税	86.18	172.78	258.95	319.62	380.55
预收款项	6,858.92	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>净利润</b>	<b>661.33</b>	<b>1,304.32</b>	<b>1,954.31</b>	<b>2,459.65</b>	<b>2,928.55</b>
合同负债	0.00	8,559.94	8,250.00	8,865.53	9,949.07	少数股东损益	-51.23	-69.76	12.00	15.10	17.98
应付职工薪酬	107.12	151.91	180.01	193.44	217.08	<b>归属母公司净利润</b>	<b>712.56</b>	<b>1,374.07</b>	<b>1,942.31</b>	<b>2,444.55</b>	<b>2,910.57</b>
应交税费	293.81	474.66	562.48	604.45	678.33	<b>主要财务比率</b>					
其他应付款	619.60	1,825.85	2,144.76	2,282.00	2,542.53	<b>2019A</b>	<b>2020A</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	
持有待售负债	765.99	328.44	328.44	328.44	328.44	<b>成长能力</b>					
一年内到期非流动负债	608.81	1,497.35	1,053.08	1,053.08	1,201.17	营业收入增速	52.03%	114.02%	18.50%	7.46%	12.22%
其他流动负债	0.00	1,005.13	1,000.00	1,000.00	1,000.00	营业利润增速	94.21%	113.72%	39.59%	25.65%	19.09%
<b>流动负债合计</b>	<b>18,162.47</b>	<b>27,044.91</b>	<b>24,823.78</b>	<b>26,355.34</b>	<b>29,318.23</b>	归母净利润增速	67.28%	92.84%	41.35%	25.86%	19.06%
<b>非流动负债合计</b>	<b>9,441.17</b>	<b>9,498.44</b>	<b>9,614.42</b>	<b>9,523.66</b>	<b>9,569.04</b>	<b>获利能力</b>					
<b>负债合计</b>	<b>27,603.64</b>	<b>36,543.35</b>	<b>34,438.20</b>	<b>35,879.00</b>	<b>38,887.27</b>	毛利率(%)	22.66%	18.57%	19.28%	20.08%	20.65%
股本	1,379.72	1,875.38	1,950.93	1,950.93	1,950.93	净利率(%)	6.30%	5.81%	7.34%	8.60%	9.13%
其他权益工具	391.82	224.07	224.07	224.07	224.07	总资产净利率(%)	2.32%	3.02%	3.81%	4.68%	5.13%
资本公积	3,582.77	9,775.84	9,775.84	9,775.84	9,775.84	ROE(%)	12.76%	12.79%	12.59%	14.32%	15.11%
减：库存股	0.00	121.88	121.88	121.88	121.88	<b>偿债能力</b>					
其他综合收益	42.30	39.43	40.86	40.86	40.86	资产负债率(%)	79.56%	70.78%	67.67%	66.05%	65.01%
盈余公积	77.87	240.61	240.61	240.61	240.61	流动比率	1.24	1.22	1.21	1.15	1.10
未分配利润	1,246.10	2,728.76	4,214.17	6,161.34	8,594.77	速动比率	1.09	0.91	0.81	0.75	0.70
<b>归属所有者权益合计</b>	<b>6,720.58</b>	<b>14,762.20</b>	<b>16,100.53</b>	<b>18,047.70</b>	<b>20,481.13</b>	<b>营运能力</b>					
少数股东权益	371.39	322.30	351.52	394.03	447.16	总资产周转率	0.37	0.52	0.52	0.54	0.56
<b>所有者权益合计</b>	<b>7,091.97</b>	<b>15,084.50</b>	<b>16,452.05</b>	<b>18,441.73</b>	<b>20,928.29</b>	应收账款周转率	2.05	5.31	6.56	6.26	6.39
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>34,695.61</b>	<b>51,627.84</b>	<b>50,890.25</b>	<b>54,320.73</b>	<b>59,815.56</b>	应付账款周转率	1.83	2.89	3.06	3.57	3.65
<b>现金流量表</b>						<b>每股指标(元)</b>					
单位：百万元											
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	每股收益(摊薄)	0.37	0.70	1.00	1.25	1.49
经营活动现金流入小计	16,636.40	37,616.03	37,456.43	38,618.59	41,234.51	每股净现金流(摊薄)	3.87	2.58	0.57	0.35	-0.52
经营活动现金流出小计	10,881.13	33,985.27	33,651.11	35,845.34	39,970.99	每股净资产(摊薄)	3.44	7.57	8.25	9.25	10.50
<b>经营活动产生净现金流</b>	<b>5,755.26</b>	<b>3,630.75</b>	<b>3,805.31</b>	<b>2,773.26</b>	<b>1,263.52</b>	<b>估值比率</b>					
投资活动产生净现金流	-2,142.71	-3,763.22	-3,065.10	-2,725.34	-2,975.18	P/E	49.94	25.90	18.32	14.56	12.23
筹资活动产生净现金流	3,932.76	5,169.36	371.23	631.88	701.65	P/B	5.29	2.41	2.21	1.97	1.74
汇率变动影响	2.28	-0.32	0.00	0.00	0.00	EV/EBITDA	23.38	10.02	10.25	8.83	7.82
<b>现金及等价物净增加额</b>	<b>7,547.59</b>	<b>5,036.58</b>	<b>1,111.45</b>	<b>679.80</b>	<b>-1,010.11</b>						
期初现金及等价物余额	2,708.27	10,255.86	15,292.44	16,403.89	17,083.69						
<b>期末现金及等价物余额</b>	<b>10,255.86</b>	<b>15,292.44</b>	<b>16,403.89</b>	<b>17,083.69</b>	<b>16,073.58</b>						

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, 2020 年 12 月起担任制造组组长。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。

### 洪一

中山大学金融学硕士, CPA、CIIA, 4 年投资研究经验, 2016 年加盟东兴证券研究所, 主要覆盖环保、电力设备新能源等研究领域, 从业期间获得 2017 年水晶球公募榜入围, 2020 年 wind 金牌分析师第 5。

## 研究助理简介

### 张阳

北京科技大学材料科学与工程专业学士, 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