

金力永磁 (300748): 稀土永磁强者, 迎新能源盛宴

2021年08月17日

推荐/首次

金力永磁

公司报告

应对下游市场需求快速增长, 公司积极推进产能扩张计划破除产能瓶颈。从需求端看, 钕铁硼下游应用领域新能源汽车、节能家电、3C 消费电子、风电等多点开花, 行业需求旺盛。从供给端看, 高性能钕铁硼多为定制化产品, 认证周期长、客户粘性高, 且制造工艺繁琐, 需要长时间的技术积累才能获得稳定的质量和较高的成材率。截至 2020 年底, 公司拥有 1.5 万吨毛坯产能, 规划 2022 年产能达到 2.3 万吨, 2025 年达到 4 万吨。若扩产计划推进顺利, 测算 2025 年公司市占率将达 40.6%, 公司行业地位将得到巩固提升。

公司晶界渗透技术国际领先, 可减少中重稀土用量。镨、钕等重稀土元素会降低产品剩磁指标, 晶界渗透技术通过将部分重稀土的添加从坯料工序后置到成品工序, 可以在保持剩磁基本不降低的前提下提高产品的内禀矫顽力, 同时减少重稀土用量达到帮助客户降低成本的目标。公司的该技术已经在中国、日本、美国、欧洲等国家和地区取得了发明专利, 并且已经实现大规模工业化生产, 完成了降低中重稀土超过 50% 的目标, 未来该技术还有继续优化的空间, 技术不断迭代和升级, 可进一步降低生产成本。

凭借行业领先的产品交付能力及精益生产管理, 公司牵手行业顶尖客户。公司实行严格的质量管理体系并具备行业领先的精益生产能力, 运用自身在钕铁硼永磁材料方面的专业技术优势, 参与客户新产品的设计过程, 提供全方位技术解决方案。在新能源汽车领域, 公司是特斯拉、比亚迪、博世集团等新能源汽车驱动电机的磁钢供应商, 上汽集团、蔚来、理想汽车都是公司的最终用户, 公司也是大众 MEB 和通用 BEV3 平台的定点磁钢供应商。公司与行业优质客户保持稳定合作关系, 在未来竞争中享有先发优势。

盈利预测: 预测公司 21-23 年营业收入 33.73/48.38/63.24 亿元, 归母净利润 3.76/5.55/7.19 亿元, 净利增速 53.63%/47.64%/29.71%, EPS 分别为 0.54/0.80/1.04 元, 对应 PE 分别为 70X/48X/37X。首次覆盖, 给予公司“推荐”评级。

风险提示: 下游需求或不及预期; 原材料价格或大幅波动。

财务指标预测

| 指标 | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 营业收入 (百万元) | 1,696.84 | 2,419.31 | 3,372.98 | 4,837.52 | 6,323.56 |
| 增长率 (%) | 31.61% | 42.58% | 39.42% | 43.42% | 30.72% |
| 归母净利润 (百万元) | 156.88 | 244.48 | 375.60 | 554.52 | 719.29 |
| 增长率 (%) | 6.87% | 56.26% | 53.63% | 47.64% | 29.71% |
| 净资产收益率 (%) | 11.79% | 15.60% | 16.35% | 20.23% | 21.69% |
| 每股收益 (元) | 0.38 | 0.59 | 0.54 | 0.80 | 1.04 |
| PE | 100.58 | 64.78 | 70.49 | 47.74 | 36.81 |
| PB | 11.88 | 10.14 | 11.52 | 9.66 | 7.98 |

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

根据公司 2020 年年报, 金力永磁成立于 2008 年, 是集研发、生产和销售高性能钕铁硼永磁材料于一体的高新技术企业, 是国内新能源和节能环保领域高性能稀土永磁材料的领先供应商。其产品被广泛应用于新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、3C 电子、风力发电、节能电梯、机器人及智能制造、轨道交通等领域。

未来 3-6 个月重大事项提示:

2021-08-28 中报预计披露日

交易数据

| | |
|-----------------|---------------|
| 52 周股价区间 (元) | 42.37-19.70 |
| 总市值 (亿元) | 271 |
| 流通市值 (亿元) | 173 |
| 总股本/流通 A 股 (万股) | 69,271/44,193 |
| 流通 B 股/H 股 (万股) | / |
| 52 周日均换手率 | 6.45 |

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@dxqz.net.cn

执业证书编号:

S1480519070001

分析师: 洪一

0755-82832082

hongyi@dxqz.net.cn

执业证书编号:

S1480516110001

分析师: 沈一凡

010-66554026

shenyf@dxqz.net.cn

执业证书编号:

S1480520090001

分析师: 张阳

010-66554016

zhangyang_yjs@dxqz.net.cn

执业证书编号:

S1480521070001

目 录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1. 稀土永磁龙头, 迎新能源盛宴..... | 3 |
| 2. 下游需求多点开花, 高性能钕铁硼磁材成风口 | 4 |
| 3. 产能扩张解除供应瓶颈, 牵手行业顶尖客户共成长 | 8 |
| 4. 盈利预测与估值分析 | 10 |
| 5. 风险提示..... | 10 |

表格目录

| | |
|--------------------------------------|----|
| 表 1: 烧结、粘接、热压钕铁硼制作工艺与特点..... | 4 |
| 表 2: 金力永磁营业收入拆分预测 (单位: 百万元人民币) | 10 |

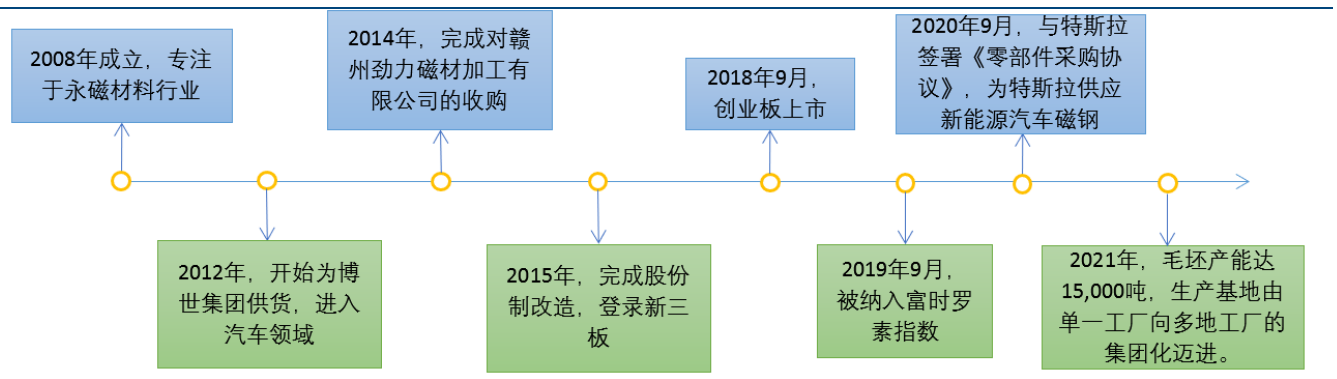
插图目录

| | |
|--|---|
| 图 1: 金力永磁历史发展进程..... | 3 |
| 图 2: 2020 年公司营收下游应用结构..... | 3 |
| 图 3: 公司 2013-2020 年毛利率与净利率 (%) | 3 |
| 图 4: 公司股权结构及主要下属公司示意 (截至 2021 年一季度末) | 4 |
| 图 5: 2019 年全球稀土产量分布..... | 5 |
| 图 6: 2019 年全球钕铁硼永磁材料产量分布..... | 5 |
| 图 7: 国内高性能钕铁硼永磁材料应用结构 (2019 年) | 5 |
| 图 8: 全球新能源汽车销量与钕铁硼需求量..... | 6 |
| 图 9: 2012-2020 年变频空调销量增速与渗透率..... | 7 |
| 图 10: 全球智能手机与平板电脑出货量与增速..... | 7 |
| 图 11: 高性能钕铁硼主要原料配比..... | 8 |
| 图 12: 2021 年 8 月 2 日主要稀土原料价格 (元/kg) | 8 |
| 图 13: 2020 年钕铁硼磁材主要上市公司毛利率与净利率对比 (%) | 9 |
| 图 14: 金力永磁各领域大客户 (或不限于) | 9 |

1. 稀土永磁龙头, 迎新能源盛宴

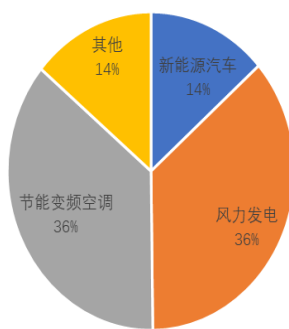
金力永磁成立于2008年8月, 公司专注于高性能钕铁硼永磁材料的研发、生产和销售, 现已具备全产品生产能力, 具体涵盖产品研究与开发、模具开发与制造、坯料生产、成品加工、表面处理等各环节。公司掌握毛坯生产和晶界渗透技术等核心技术, 并根据应用领域的需求, 配备生产、检验和研发设备, 建立完善的生产工艺流程和质量管理体系。公司目前已批量供应 N56、56M、56H、54SH、54UH、50EH、45AH、38VH 等牌号系列高性能烧结钕铁硼磁钢, 产品种类齐全, 稳定性强, 综合品质及性价比较高, 被广泛应用于新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、3C、风力发电、节能电梯、机器人及智能制造、轨道交通等领域, 并与各领域国内外龙头企业建立了长期稳定的合作关系。

图 1: 金力永磁历史发展进程



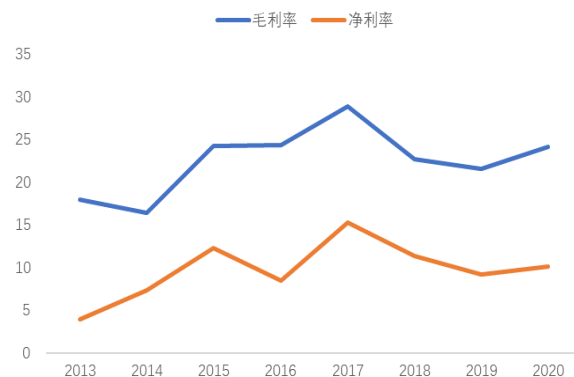
资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

图 2: 2020 年公司营收下游应用结构



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

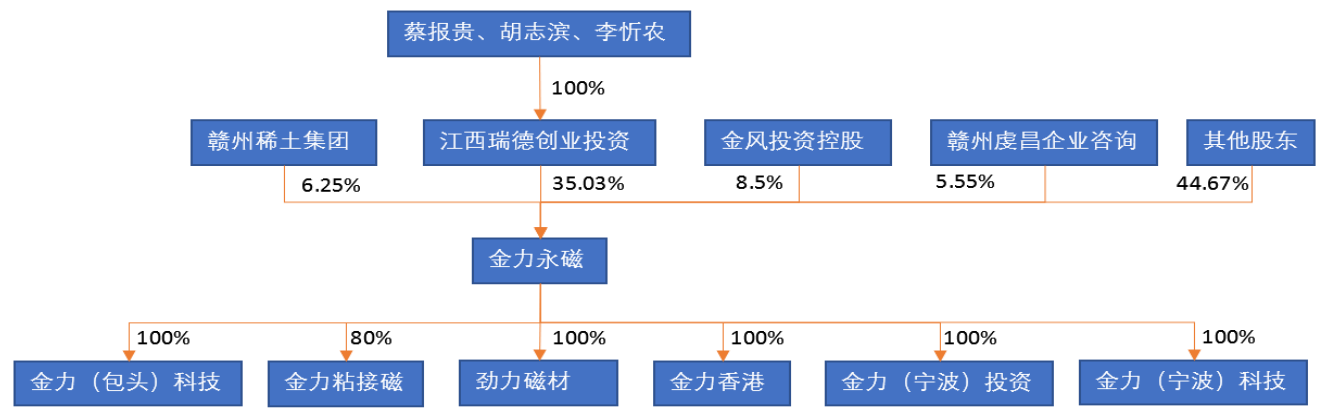
图 3: 公司 2013-2020 年毛利率与净利率 (%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

公司控股股东瑞德创投持股比例为 **35.03%**。截至 2021 年一季度末, 公司实际控制人为蔡报贵、胡志滨、李忻农三人, 通过瑞德创投持股 **35.03%**。此外, 金风投资控股为公司第二大股东, 持股 **8.50%**, 金风投资控股是风电整机龙头企业金风科技的全资子公司。赣州稀土集团为公司第三大股东, 持股 **6.25%**, 赣州稀土集团是南方稀土第一大资源平台, 现有稀土采矿权 **56** 本, 占全国矿证总数的 **67%**, 掌握了全国 **50%** 以上的中重稀土生产配额和稀土氧化物供应量。两大战略股东的引入有利于资源共享, 为公司的主业发展助力。

图 4: 公司股权结构及主要下属公司示意 (截至 2021 年一季度末)



资料来源: 公司公告、Wind, 东兴证券研究所

2. 下游需求多点开花, 高性能钕铁硼磁材成风口

根据公司招股说明书, 永磁材料主要分为稀土永磁材料、金属永磁材料、复合永磁材料和铁氧体永磁材料, 其中, 钕铁硼永磁材料凭借高磁能积、高矫顽力、高工作温度等特性, 成为了目前产量最高、应用最广泛的稀土永磁材料, 按照制造工艺的不同, 可分为烧结钕铁硼、粘结钕铁硼和热压钕铁硼等, 其在性能和应用上各具特色。

- 钕铁硼磁材是应用粉末冶金工艺, 将预烧料制成微粉, 压制成型制成坯料, 再进行烧结而制成, 相比粘接钕铁硼, 具有更优良的特性, 主要应用于电动机、发电机等领域, 据 2019 年中国稀土行业协会公布的数据, 烧结钕铁硼占钕铁硼磁材总量的 94.3%。
- 粘结钕铁硼永磁材料是把钕铁硼磁粉与高分子材料及各种添加剂均匀混合, 再用模压或注塑等成型方法制造的磁体, 其具备工艺简单、造价低廉、体积小、精度高、磁场均匀稳定等优点, 主要应用于信息技术、办公自动化、消费类电子等领域。
- 热压钕铁硼永磁材料目前专利壁垒和制作成本高, 总产量较小。

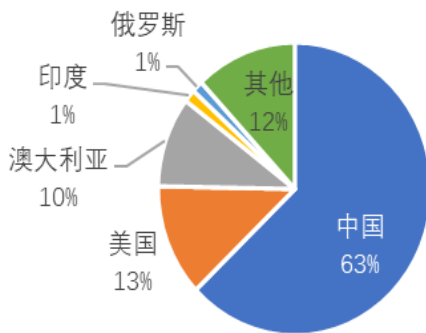
表 1: 烧结、粘接、热压钕铁硼制作工艺与特点

| 类型 | 优点 | 制作工艺 | 应用 |
|-------|---------------------------|---|-------------------------------------|
| 烧结钕铁硼 | 高磁能积、高矫顽力、高工作温度 | 应用粉末冶金工艺, 将预烧料熔炼后制成微粉, 并在磁场中压制成型制成坯料, 坯料在惰性气体或真空中烧结成型 | 汽车工业、工业电机、消费类电子、清洁能源、航空清洁能源、航空航天等领域 |
| 粘接钕铁硼 | 工艺简单、造价低廉、体积小、精度高、磁场均匀稳定等 | 用可塑性物质粘接剂与钕铁硼永磁粉末相混合制成磁性可塑性粒料, 再通过各种可塑性材料的成型工艺而制成 | 办公室自动化设备、电装机械、视听设备、仪器仪表和小心马达等领域 |
| 热压钕铁硼 | 致密度高、取向度高、耐腐蚀性好、矫顽力高和近终成型 | 通过热挤压、热变形工艺制成的磁性能较高的磁体 | - |

资料来源: 世界制造业发展报告 2014-2015, 东兴证券研究所

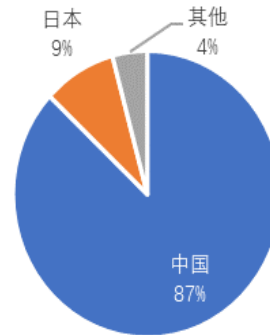
中国占据全球 87% 的钕铁硼永磁材料市场份额。中国拥有全球最完整的稀土产业链, 凭借稀土资源优势 and 成本优势, 海外较大的烧结钕铁硼企业仅存信越化学、日立金属等几家。目前全球的钕铁硼永磁材料产业主要集中分布在中国与日本, 日本产量主要满足其国内需求, 中国占据全球 87% 的市场份额, 并主要向美国、德国和韩国等国家和地区出口, 国外对中国烧结钕铁硼永磁材料的依赖程度较高。根据中国稀土行业协会数据: 2019 年我国稀土永磁材料产量保持平稳增长, 其中, 烧结钕铁硼毛坯产量约 17 万吨, 同比增长 9.7%。目前, 高性能钕铁硼永磁材料主要应用于新能源和节能环保领域 (风力发电、新能源汽车及汽车零部件、节能变频空调、节能电梯、机器人及智能制造等), 以及传统的消费电子领域。

图 5: 2019 年全球稀土产量分布



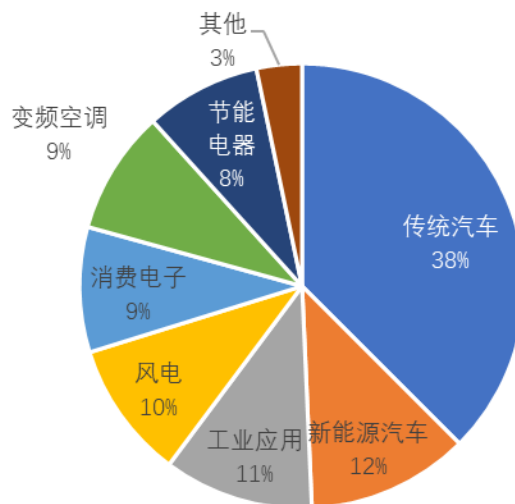
资料来源: 中国稀土行业协会, 东兴证券研究所

图 6: 2019 年全球钕铁硼永磁材料产量分布



资料来源: 中国稀土行业协会, 东兴证券研究所

图 7: 国内高性能钕铁硼永磁材料应用结构 (2019 年)

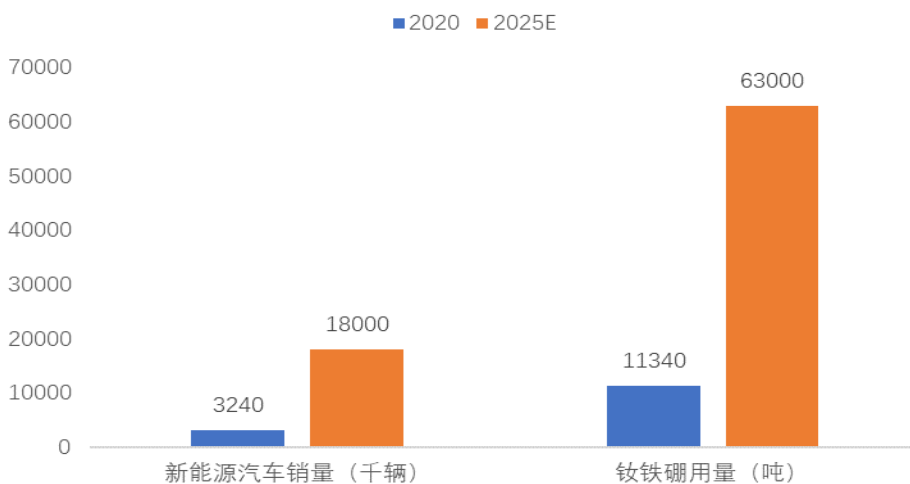


资料来源: marketmonitor, 东兴证券研究所

新能源汽车是未来高性能钕铁硼磁钢需求量增长最快的领域之一。根据 marketmonitor 搜狐号的统计数据, 2019 年新能源汽车领域高性能钕铁硼需求占比为 11.8%, 传统汽车需求占比为 37.5%。新能源汽车主要包括混合动力汽车 (HEV) 和纯电动汽车 (EV)。钕铁硼材料除应用于新能源汽车驱动电机外, 汽车零部件

件中的微特电机也会大量使用高性能钕铁硼永磁材料，包括电动助力转向系统（EPS）、防抱死制动系统（ABS）、汽车油泵、点火线圈等。如图 8 所示，根据 EVTank 的数据，预计 2025 年全球新能源汽车销量为 1800 万辆，根据安泰科的数据，假设新能源汽车单车耗钕铁硼量在 3.5kg/辆左右，测算 2025 年新能源车领域全球钕铁硼需求量将达到 63000 吨。新能源汽车的放量、EPS 和 ABS 等零部件渗透率提升，将助力汽车用高端钕铁硼需求快速增长。

图 8：全球新能源汽车销量与钕铁硼需求量

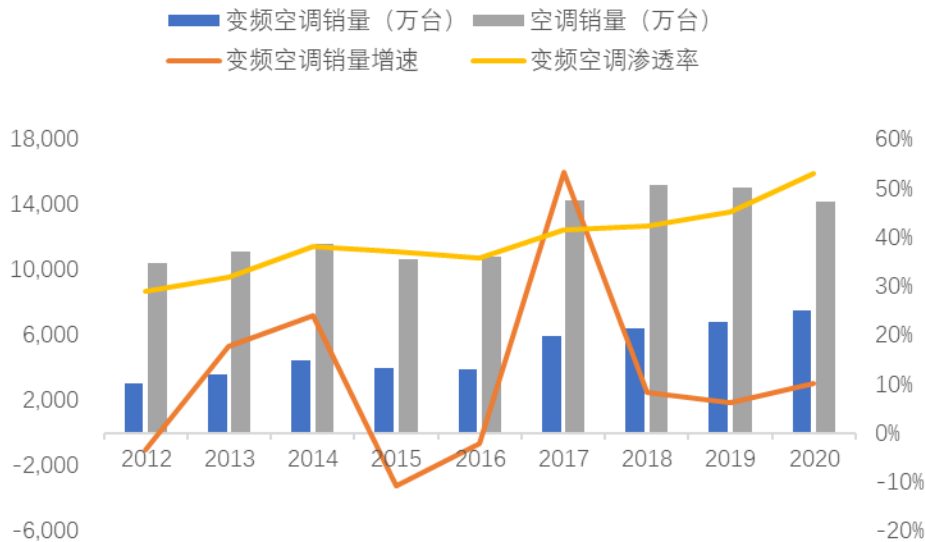


资料来源：EVTank、安泰科，东兴证券研究所

根据前述来源的 marketmonitor 统计数据，19 年风电领域钕铁硼需求占比为 10.0%。目前风电机组主要有直驱、半直驱、双馈式三种，其中高性能钕铁硼磁钢主要应用于永磁直驱式和半直驱式风机的发电机中。根据国家能源局数据，截至 2021 年 6 月，全国风电累计装机达 292GW，占 12.9%。碳中和目标下，风力发电作为重要的清洁能源之一，风电装机占我国电力结构比重仍将提升，风电行业对高性能钕铁硼磁钢需求也将持续旺盛。

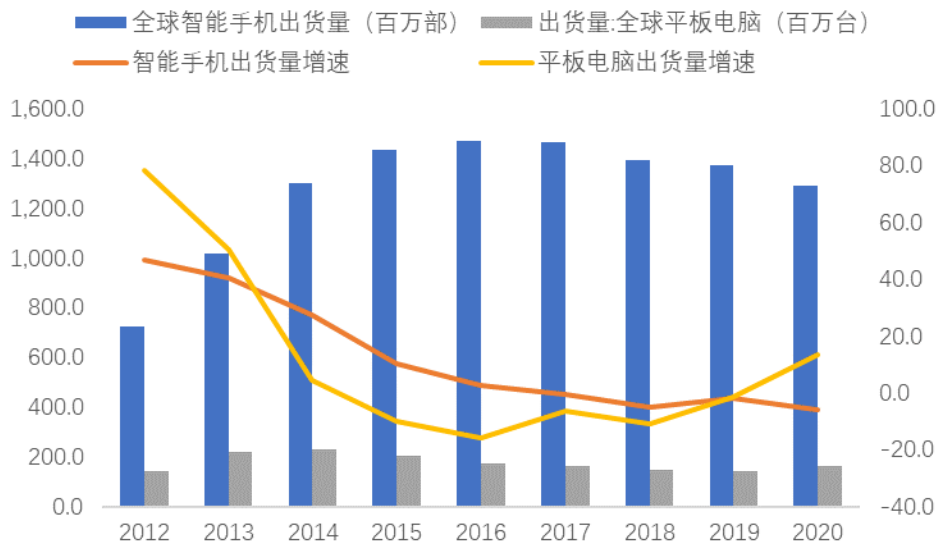
稀土永磁材料还广泛应用于节能家电领域，其中变频空调是节能家电领域稀土永磁材料应用的代表。根据前述来源的 marketmonitor 统计数据，19 年变频空调、节能电器领域高性能钕铁硼需求量占比分别为 9.0%、8.4%。变频空调具有低频启动、启动电流小、快速制热制冷、节能等优点。变频空调的压缩机所使用的磁体主要为铁氧体永磁材料和钕铁硼永磁材料。其中铁氧体永磁材料磁性能较低，相对廉价，多用于生产中低端变频空调，高性能钕铁硼永磁材料主要用于生产高端变频空调。

2019 年 12 月，中国标准化委员会公布《房间空气调节器能效限定值及能效等级》，新标将定频、变频空调评价标准统一，具体能效等级划分由旧标准的 3 级转变为 5 级，各等级对应能效标准也都有所提升。随着新标于 2020 年 7 月 1 日正式实施，定频空调产品将逐步淘汰，高效能的变频空调将成为市场主流，铁氧体永磁材料在变频空调中的应用也将逐步被高性能钕铁硼永磁材料所取代。除变频空调以外，其他家用电器未来小型化、节能化的发展趋势，也将带动家电领域高性能钕铁硼磁钢需求增长。

图 9: 2012-2020 年变频空调销量增速与渗透率


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

消费电子领域, 钕铁硼是智能手机中不可或缺的一种高端配件组成, 其电声部分 (微型麦克风, 微型扬声器/受话器、蓝牙耳机、高保真立体声耳机)、震动电机、相机调焦甚至以后的传感器应用、无线充电等功能均需要应用钕铁硼的强磁特性。根据 IDC 预测数据, 2021 年全球智能手机出货量有望增长 7.7%, 2020-2025 年 CAGR 为 3.7%, 5G 换购潮有望驱动智能手机市场持续回暖, 未来消费电子将沿着 5G 手机创新、TWS、无线磁吸充电、可穿戴智能设备等主线进一步提升景气度。据前述来源的 marketmonitor 统计数据, 2019 年消费电子领域需求量占比为 9.1%, 预计未来该领域钕铁硼磁材需求仍将小幅稳定增长。

图 10: 全球智能手机与平板电脑出货量与增速


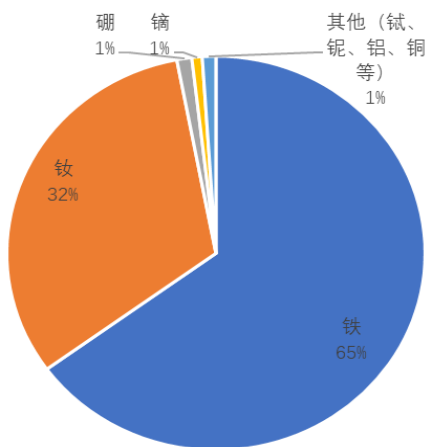
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

从需求端看，钕铁硼下游应用领域新能源汽车、风电、节能家电、消费电子等多点开花，行业需求旺盛。从供给端看，高性能钕铁硼制造工艺繁琐，需要长时间的技术积累才能获得稳定的质量和较高的成材率，生产技术壁垒高、扩产难度较大，同时高端钕铁硼多为定制化产品，认证周期长、客户粘性高，目前产销 5000 吨以上的高端钕铁硼生产企业全球仅有个位数家数。预计未来在下游需求的驱动下，高性能钕铁硼永磁材料行业将持续高景气。

3. 产能扩张解除供应瓶颈，牵手行业顶尖客户共成长

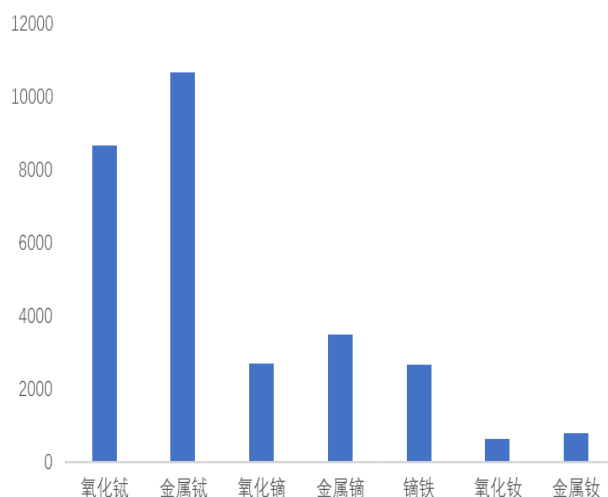
公司晶界渗透技术国际领先，可减少中重稀土用量。公司拥有在配方和生产工艺方面的核心技术，包括晶界渗透技术、配方体系、细晶技术、一次成型技术、生产工艺自动化技术等，构成了公司的强竞争力。尤其是晶界渗透技术在 2020 年，完成了“耐高温、低重稀土高性能稀土永磁关键技术研究及产业化”科技成果评价，根据中国稀土学会理事长及行业顶级专家组综合评价结论：公司发明耐高温、高性能烧结钕铁硼材料的成分与制造技术，开发出 56SH、54UH、50EH 产品，显著降低了重稀土的用量，实现了工业化生产，该技术成果达到国际领先水平。镨、铽等重稀土元素会降低产品剩磁指标，晶界渗透技术通过将部分重稀土的添加从坯料工序后置到成品工序，可以在保持剩磁基本不降低的前提下提高产品的内禀矫顽力，同时如图 12、13 所示，中重稀土、铽、镨单价较高，减少重稀土用量达到帮助客户降低成本的目标。公司通过技术攻关，已经实现降低中重稀土超过 50% 的目标，未来还有继续优化的空间。如图 14 所示，公司的盈利能力领先主要竞争对手，反映了公司的综合管理水平较好。

图 11：高性能钕铁硼主要原料配比



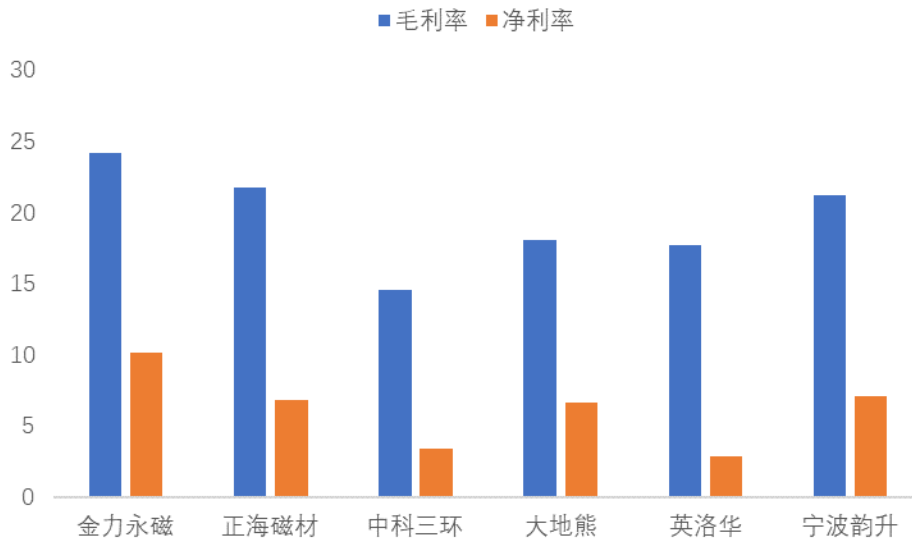
资料来源：瀚海新材料官网，东兴证券研究所

图 12：2021 年 8 月 2 日主要稀土原料价格（元/kg）



资料来源：中国稀土行业协会，东兴证券研究所

图 13: 2020 年钕铁硼磁材主要上市公司毛利率与净利率对比 (%)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

凭借行业领先的产品交付能力及先进的精益生产管理能力,公司牵手行业顶尖客户,建立稳定供应关系。公司坚持以客户为导向,不断进行技术升级和产品差异化设计。公司实行严格的质量管理体系并具备行业领先的精益生产能力,并将技术服务前移到客户端,运用自身在钕铁硼永磁材料方面的专业技术优势,参与客户新产品的设计过程,协助客户优化产品性能、降低产品成本,提供全方位技术解决方案。钕铁硼磁钢下游行业知名大客户对产品品质的要求严格,产品评鉴及认证周期较长,拥有行业优质客户资源,即可在未来竞争中拥有先发优势。

- 在新能源汽车领域,公司是特斯拉、比亚迪、联合汽车电子等新能源汽车驱动电机的磁钢供应商,上汽、蔚来、理想汽车等都是公司的最终用户,公司也是博世集团多年的汽车零部件磁钢供应商。公司还是大众集团 MEB 纯电动平台项目配套的稀土永磁材料供应商,以及美国通用汽车公司 BEV3 全球电动车平台的稀土永磁材料的定点供应商。
- 在风电领域,公司的主要客户包括金风科技、西门子-歌美飒、中国中车、明阳智能等,节能变频空调领域,公司客户为美的、格力、上海海立、三菱公司等。节能电梯领域,公司是通力电梯的磁钢供应商。机器人与智能制造领域,公司是汇川技术、博世力士乐的磁钢供应商。

图 14: 金力永磁各领域大客户 (或不限于)

| 新能源汽车 | 风电 | 变频空调 | 智能制造 | 节能电梯 |
|-------------------------------|---------------|---------------|------------|------|
| 特斯拉、比亚迪、联合汽车电子、上汽、蔚来、理想、通用、大众 | 金风科技、西门子、明阳智能 | 美的、格力、上海海立、三菱 | 汇川技术、博世力士乐 | 通力电梯 |

资料来源: 公司招股说明书、公司公告, 东兴证券研究所

应对下游市场需求快速增长，公司积极推进产能扩张计划破除产能瓶颈。截止2020年底，公司拥有1.5万吨毛坯产能，公司规划在2022年具备2.3万吨高性能稀土永磁材料产能、到2025年建成4万吨高性能稀土永磁材料产能，形成赣州、包头、宁波三大生产基地。根据扩产计划，若公司在2025年实现4万吨的高性能钕铁硼产能，假设产能利用率为95%，则毛坯产量为3.8万吨，根据中国稀土行业协会数据，2018年高性能钕铁硼毛坯产量为4.8万吨，假设2019-2025年全国高性能钕铁硼总产量复合增速为10%，测算公司2025年市占率将达到40.6%的，随着产能瓶颈打开，公司行业地位将得到巩固提升。

4. 盈利预测与估值分析

根据公司目前业务进展及行业趋势，预测公司21-23年营业收入33.73/48.38/63.24亿元，净利润3.76/5.55/7.19亿元，净利增速53.63%/47.64%/29.71%，EPS分别为0.54/0.80/1.04元，对应PE分别为70X/48X/37X。我们认为，公司作为国内高性能钕铁硼磁材的龙头企业，通过技术深耕和精益生产能力，拥有行业领先的产品交付能力及高性价比产品，建立起行业竞争优势，未来将受益下游新能源及节能领域的快速发展，首次覆盖，给予公司“推荐”评级，公司的营业收入拆分如下表所示。

表2：金力永磁营业收入拆分预测（单位：百万元人民币）

| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------|------|-------|-------|-------|
| 新能源汽车业务 | 326 | 665 | 1434 | 2349 |
| 增速 | 48% | 104% | 116% | 64% |
| 变频空调业务 | 878 | 1298 | 1685 | 1981 |
| 增速 | 108% | 48% | 30% | 18% |
| 风力发电业务 | 879 | 926 | 1000 | 1050 |
| 增速 | 3% | 5% | 8% | 5% |
| 其他业务业务 | 336 | 484 | 719 | 944 |
| 增速 | 68% | 44% | 49% | 31% |
| 总计 | 2419 | 3373 | 4838 | 6324 |
| 增速 | 43% | 39% | 43% | 31% |

资料来源：公司年报，东兴证券研究所

5. 风险提示

下游需求或不及预期；原材料价格或大幅波动。

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 | | | | |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 流动资产合计 | 2276 | 2760 | 3730 | 4848 | 6305 | 营业收入 | 1697 | 2419 | 3373 | 4838 | 6324 |
| 货币资金 | 779 | 757 | 1012 | 968 | 1265 | 营业成本 | 1331 | 1835 | 2574 | 3750 | 4925 |
| 应收账款 | 705 | 743 | 924 | 1259 | 1559 | 营业税金及附加 | 6 | 9 | 13 | 18 | 24 |
| 应收款项融资 | 51 | 40 | 47 | 52 | 57 | 营业费用 | 25 | 27 | 35 | 44 | 55 |
| 其他应收款 | 2 | 15 | 21 | 29 | 38 | 管理费用 | 55 | 95 | 121 | 152 | 190 |
| 预付款项 | 10 | 57 | 123 | 219 | 346 | 研发费用 | 62 | 55 | 132 | 165 | 206 |
| 存货 | 637 | 925 | 1298 | 1890 | 2483 | 财务费用 | 37 | 77 | 65 | 68 | 88 |
| 合同资产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 其他收益 | 10 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 其他流动资产 | 8 | 15 | 15 | 15 | 15 | 资产减值损失 | -4 | -5 | -7 | -9 | -12 |
| 非流动资产合计 | 550 | 779 | 1026 | 1043 | 1052 | 信用减值损失 | -7 | -7 | -9 | -12 | -15 |
| 其他权益投资工具 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 公允价值变动收益 | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 长期股权投资 | 13 | 11 | 11 | 11 | 11 | 投资净收益 | -1 | -2 | -2 | -2 | -2 |
| 长期应收款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业利润 | 179 | 282 | 431 | 635 | 823 |
| 投资性房地产 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业外收入 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 385 | 515 | 622 | 633 | 637 | 营业外支出 | 1 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 无形资产 | 35 | 84 | 225 | 233 | 239 | 利润总额 | 179 | 279 | 428 | 632 | 820 |
| 商誉 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 所得税 | 22 | 34 | 52 | 77 | 100 |
| 递延所得税资产 | 8 | 18 | 18 | 18 | 18 | 净利润 | 157 | 245 | 376 | 555 | 720 |
| 其他非流动资产 | 56 | 87 | 87 | 87 | 87 | 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 |
| 资产总计 | 2826 | 3538 | 4755 | 5891 | 7357 | 归属母公司净利润 | 157 | 244 | 376 | 555 | 719 |
| 流动负债合计 | 872 | 1271 | 1730 | 2419 | 3306 | BPS (元) | 0.38 | 0.59 | 0.54 | 0.80 | 1.04 |
| 短期借款 | 300 | 178 | 381 | 622 | 1085 | 主要财务比率 | | | | | |
| 应付票据 | 234 | 285 | 400 | 616 | 810 | | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 应付账款 | 242 | 364 | 503 | 733 | 963 | 成长能力 | | | | | |
| 预收款项 | 28 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营业收入增长 | 31.61% | 42.58% | 39.42% | 43.42% | 30.72% |
| 合同负债 | 0 | 18 | 20 | 22 | 24 | 营业利润增长 | 11.54% | 57.66% | 53.09% | 47.32% | 29.58% |
| 一年内到期的非流动负债 | 21 | 201 | 201 | 201 | 201 | 归属于母公司净利润增长 | 53.63% | 47.64% | 53.63% | 47.64% | 29.71% |
| 非流动负债合计 | 623 | 700 | 706 | 712 | 719 | 获利能力 | | | | | |
| 长期借款 | 249 | 267 | 267 | 267 | 267 | 毛利率 (%) | 21.58% | 24.15% | 23.68% | 22.48% | 22.11% |
| 应付债券 | 322 | 344 | 344 | 344 | 344 | 净利率 (%) | 9.23% | 10.11% | 11.14% | 11.47% | 11.38% |
| 递延收益-非流动负债 | 36 | 58 | 64 | 70 | 77 | 总资产净利润 (%) | 5.55% | 6.91% | 7.90% | 9.41% | 9.78% |
| 负债合计 | 1496 | 1971 | 2436 | 3131 | 4025 | ROE (%) | 11.79% | 15.60% | 16.35% | 20.23% | 21.69% |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 22 | 19 | 27 | 偿债能力 | | | | | |
| 实收资本 (或股本) | 413 | 416 | 693 | 693 | 693 | 资产负债率 (%) | 53% | 56% | 51% | 53% | 55% |
| 资本公积 | 382 | 472 | 736 | 736 | 736 | 流动比率 | 2.61 | 2.17 | 2.16 | 2.00 | 1.91 |
| 未分配利润 | 362 | 535 | 817 | 1240 | 1790 | 速动比率 | 1.88 | 1.44 | 1.41 | 1.22 | 1.16 |
| 归属母公司股东权益合计 | 1330 | 1567 | 2297 | 2741 | 3316 | 营运能力 | | | | | |
| 负债和所有者权益 | 2826 | 3538 | 4755 | 5891 | 7369 | 总资产周转率 | 0.69 | 0.76 | 0.81 | 0.91 | 0.95 |
| 现金流量表 | 单位: 百万元 | | | | | 应收账款周转率 | 3 | 3 | 4 | 4 | 4 |
| | 2019A | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 应付账款周转率 | 7.10 | 8.00 | 7.78 | 7.83 | 7.46 |
| 经营活动净现金流 | 43 | 102 | 87 | 36 | 207 | 每股指标 (元) | | | | | |
| 投资活动净现金流 | -121 | -208 | -345 | -143 | -140 | 每股收益 (最新摊薄) | 0.38 | 0.59 | 0.54 | 0.80 | 1.04 |
| 筹资活动净现金流 | 324 | 56 | 513 | 62 | 230 | 每股净现金流 (最新摊薄) | 0.60 | -0.12 | 0.37 | -0.06 | 0.43 |
| 汇率变动影响 | 1 | -1 | -2 | 0 | 0 | 每股净资产 (最新摊薄) | 3.22 | 3.77 | 3.32 | 3.96 | 4.79 |
| 现金及等价物净增加 | 248 | -51 | 476 | -100 | 297 | 估值比率 | | | | | |
| 期初现金及等价物余额 | 397 | 644 | 593 | 1067 | 968 | P/E | 100.58 | 64.78 | 70.49 | 47.74 | 36.81 |
| 期末现金及等价物余额 | 644 | 593 | 1067 | 968 | 1265 | P/B | 11.88 | 10.14 | 11.52 | 9.66 | 7.98 |

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、电新等研究领域，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。

沈一凡

康奈尔大学硕士，纽约大学本科，曾供职于中国能建华东电力设计院，5 年基础设施建设经验，2018 年加盟东兴证券研究所，2020 年 Wind 金牌分析师第 5 名。

张阳

中国人民大学经济学硕士，北京科技大学材料科学与工程专业学士，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