

天奈科技的高成长逻辑

天奈科技 (688116)

► 行业需求驱动，碳纳米管导电剂有望加速渗透

新能源汽车产业链开启高景气度阶段。1) 国内：短期新能源汽车销量环比向上，长期渗透率加速提升逻辑不变。2) 全球：欧洲电动化进程加速，美国市场低渗透率具备可观市场空间。根据GGII，预计2025年全球新能源汽车渗透率将提升至20%以上，动力电池出货量将达到1,100GWh，正式迈入“TWh”时代。全球电动化大势所趋，需求市场空间广阔。

碳纳米管 (CNT) 导电剂有望加速渗透。CNT在导电剂中替代炭黑对电池性能的影响主要体现在：1) 提高锂电池的导电性，有效提升倍率性能；2) 提升电池能量密度；3) 改善电池循环寿命等。高镍正极、硅碳负极的应用以及快充需求有望加速CNT应用。我们预计，2025年全球碳纳米管浆料需求将近50万吨，2020-2025年需求复合增速将近60%。

持续开拓非锂电新应用领域。我们定义天奈科技为新材料公司而非单纯的锂电材料公司，公司核心产品CNT在多个领域具备替代应用潜力，业务有望实现同源性的横向拓展。

► 产能+出货规模不断攀升，龙头地位不断稳固

公司供货能力持续增强。截至2021年7月5日公告，公司目前拥有2,000吨碳纳米管粉体及30,000吨导电浆料年产能。规划产能达产后，公司将拥有8,000吨碳纳米管、300吨纳米碳材、106,000吨导电浆料、7,000吨导电母粒年产能，不断扩充产品供应实力。

销量规模持续扩大，龙头优势不断显现。根据公司公告，2020年，公司实现碳纳米管粉体、碳纳米管导电浆料销量15.23吨、14,742.22吨，同比增加154.7%、52.5%；2021年上半年，公司碳纳米管导电浆料出货量13,033.10吨，同比增长约157.2%，实现快速提升。随着行业逐步渗透叠加客户放量，公司销量规模有望实现大幅提升。

根据GGII数据，2020年，公司碳纳米管导电浆料产品出货量稳居行业首位。

► 单吨扣非净利同比修复明显，盈利预计稳中有升

2021年上半年，公司实现营业收入5.23亿元，同比增长224.9%；实现归母净利润1.20亿元，同比增长267.4%；实现扣非归母净利润1.03亿元，同比增长380.7%。

公司已于2月份完成主要客户产品定价政策的调整，NMP价格波动影响基本消除。我们认为，随着后续产品结构以及客户结构持续优化，预计平均单吨扣非净利稳中有升。

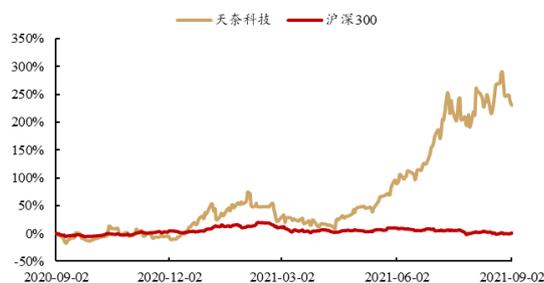
► 产品+客户结构持续优化，有望进一步增强盈利能力

高代产品具备更高的盈利能力，随着高镍、硅碳负极等材料应用规模提升，导电性能更加优异、产品差异化更高的高代产品存在持续上量的趋势，结构优化有望带来整体盈利能力增强。

公司主要客户包括CATL、ATL、比亚迪、中航锂电等，客户

评级及分析师信息

评级:	买入
上次评级:	买入
最新收盘价:	152.00
股票代码:	688116
52周最高价/最低价:	184/37.27
总市值(亿)	352.42
自由流通市值(亿)	268.35
自由流通股数(百万)	176.55



分析师：杨睿

邮箱：yangrui2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520050003

联系电话：010-5977 5338

分析师：李唯嘉

邮箱：liwj1@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070008

联系电话：010-5977 5349

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S112051910000

华西电新&化工联合覆盖

结构优质。海外客户的导入正在稳步进行，随着后续海外客户顺利批量导入，公司客户结构以及盈利能力有望再上台阶。

投资建议

公司为碳纳米管导电剂龙头企业，下游需求扩大，客户结构优质；产能加速扩张，出货量规模不断提升；原材料成本传导，产品迭代有望提升盈利能力。公司综合优势领先，将不断受益于新能源汽车行业景气度向好发展。将前期预期 2021-2022 年营业收入 8.80 亿元、11.83 亿元，调整至 2021-2023 年营业收入分别为 11.99 亿元、21.92 亿元、31.90 亿元；将前期预期 2021-2022 年 EPS 分别为 1.02 元、1.52 元，调整至 2021-2023 年 EPS 分别为 1.25 元、2.59 元、4.26 元，对应 PE 为 121X、59X、36X（以 2021 年 9 月 2 日收盘价计算），维持“买入”评级。

风险提示

(1) 行业政策变化或技术路线发生重大调整；(2) 新能源汽车等下游行业发展不达预期，导致碳纳米管导电剂需求不达预期；(3) 公司产能释放不达预期；(4) 公司订单及出货量释放不达预期；(5) 客户回款不达预期；(6) 原材料价格大幅波动等。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	386	472	1,199	2,192	3,190
YoY (%)	18.0%	22.1%	154.0%	82.9%	45.5%
归母净利润(百万元)	110	107	291	600	987
YoY (%)	62.9%	-2.6%	171.1%	106.5%	64.3%
毛利率 (%)	47.8%	39.1%	43.8%	46.0%	49.4%
每股收益 (元)	0.47	0.46	1.25	2.59	4.26
ROE	7.0%	6.5%	14.8%	23.0%	27.0%
市盈率	320	329	121	59	36

资料来源：Wind、华西证券研究所

正文目录

1. 行业需求驱动，碳纳米管导电剂有望加速渗透	4
1.1. 全球锂电池高景气，带动碳纳米管导电剂需求扩大	4
1.2. 性能优异性显现，碳纳米管导电剂进入加速替代阶段	4
2. 产能+出货规模不断攀升，龙头地位优势稳固	5
2.1. 产能规模加速扩张，出货量有望持续攀升	5
2.2. 综合优势加持，龙头优势不断显现	6
3. 单吨扣非净利同比修复明显，盈利预计稳中有升	7
3.1. 盈利同比明显修复，未来业绩有望持续增长	7
3.2. 产品+客户结构持续优化，有望进一步增强盈利能力	8
4. 投资建议	9
5. 风险提示	10

图目录

图 1 国内新能源汽车产销量走势	4
图 2 全球动力电池出货量及预测 (GWh)	4
图 3 全球锂电池需求预测 (GWh)	5
图 4 全球碳纳米管浆料需求预测 (万吨)	5
图 5 2020 年国内碳纳米管导电浆料 (出货量) 市场格局	7
图 6 NMP 价格走势 (元/吨)	8
图 7 公司营收、归母/扣非归母净利润情况 (百万元)	8
图 8 公司 CNT 导电浆料单吨扣非净利情况 (元)	8
图 9 公司前五大客户营业收入结构	9

表目录

表 1 公司产品具备性能优势	5
表 2 公司产能布局情况 (吨/年、万元、万美元)	6
表 3 公司主要产品销量情况 (吨)	6
表 4 公司产品销售结构 (吨)	9
表 5 可比公司盈利预测	10

本篇报告旨在讨论天奈科技的高成长逻辑，将分别从需求、量与利三个角度进行阐述：

- 1、需求：锂电高景气叠加替代效应，预计 CNT 浆料需求增速高于行业平均；
- 2、量：公司产能快速释放支撑出货量持续攀升，产能弹性较大；
- 3、利：盈利水平同比明显修复，产品结构+成本管控助力盈利能力持续优化。

1.行业需求驱动，碳纳米管导电剂有望加速渗透

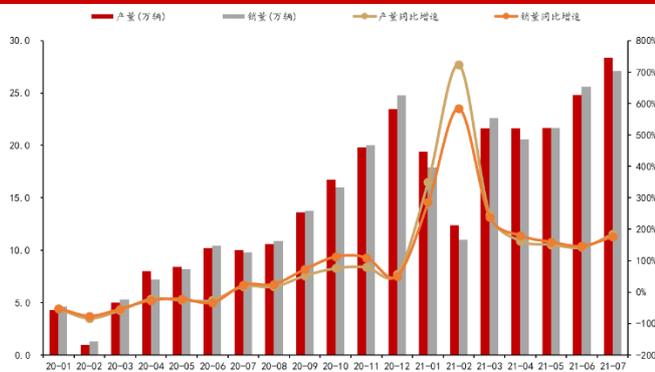
1.1.全球锂电池高景气，带动碳纳米管导电剂需求扩大

全球新能源汽车产业链开启高景气度阶段。

1) 国内：短期新能源汽车销量环比向上，2021 年 7 月销量同环比分别增长 164.4%、5.8%至 27.1 万辆，持续刷新历史月度销量记录；1-7 月新能源汽车累计销量 147.8 万辆，超过 2020 年全年水平。长期看渗透率加速提升逻辑不变，《新能源汽车产业发展规划(2021-2035 年)》提出：2025 年，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%左右。2021 年 1-7 月渗透率为 10.0%，与目标存在较大差距。

2) 全球：欧洲电动化进程加速，美国市场低渗透率具备可观市场空间。根据 GGII，预计 2025 年全球新能源汽车渗透率将提升至 20%以上，动力电池出货量将达到 1,100GWh，正式迈入“TWh”时代。全球电动化大势所趋，需求市场空间广阔。

图 1 国内新能源汽车产销量走势



资料来源：Wind、中汽协、华西证券研究所

图 2 全球动力电池出货量及预测 (GWh)



资料来源：GGII、华西证券研究所

注：2020-2025 年为复合增速。

1.2.性能优异性显现，碳纳米管导电剂进入加速替代阶段

碳纳米管 (CNT) 为锂电池领域最具替代潜力的导电剂材料之一。碳纳米管在力学、电学、热学等性能方面具备优异表现，是具备多领域应用潜能的新型材料。在锂电池领域，与传统炭黑导电剂相比，碳纳米管具有更好的导电性能，达到同样的导电效果，碳纳米管的用量仅为炭黑的 1/6-1/2。CNT 在导电剂中替代炭黑对电池性能的影响主要体现在：1) 提高锂电池的导电性，有效提升倍率性能；2) 提升电池能量密度；3) 改善电池循环寿命等。

表 1 公司产品具备性能优势

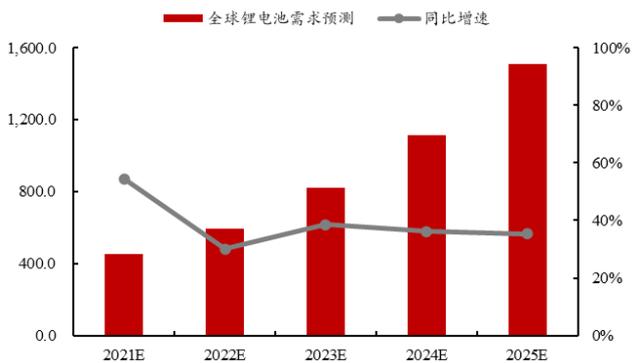
优化性能	作用原理
可提升锂电池能量密度	碳纳米管的用量仅为炭黑的 1/6-1/2，并能降低 PVDF 粘接剂的用量，从而提高正极活性物质的占比，进而提升锂电池能量密度
具有更优的导电性能，可以提升电池倍率性能	由于碳纳米管形貌为一维管状结构，长径比和比表面积大，作为导电剂能与活性物质形成线接触并能固定正极材料，导电性能更优，能有效提升锂电池倍率性能
可提升电池寿命性能	碳纳米管作为空心管状结构，能够提升极片的吸液性，从而降低电池使用过程中的电解液损耗，从而提升其寿命性能
高温性能更优	由于碳纳米管有着优异的导热性能，能够将电池中的热量较好传导出来，提升电池的高温性能

资料来源：公司公告、华西证券研究所

高镍正极、硅碳负极的应用以及快充需求有望加速 CNT 对传统炭黑的替代。由于高镍三元正极材料及硅基负极材料的导电性能相对较差，需要添加导电性更为优异的碳纳米管导电剂来提升导电性能。此外，碳纳米管导电剂具备优化电池倍率性能的效果，有望助推缓解新能源汽车快充痛点。高镍正极和硅碳负极材料的应用以及市场对快充需求明确将加大电池厂商对 CNT 的使用诉求。

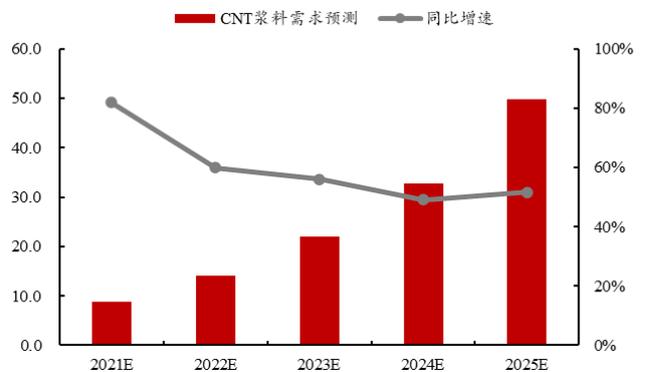
渗透率提升，CNT 浆料需求预计保持高增长。根据公司公告，2020 年国内锂电池市场仍以常规类导电剂（炭黑+导电石墨）为主，占比份额超 50%；GGII 预测，到 2025 年碳纳米管导电浆料在动力电池领域占比将达 60%。我们认为，受到动力电池高镍化以及硅碳使用量提升的带动，加之市场对快充需求扩大，碳纳米管导电剂应用有望加速，我们预计，2025 年全球碳纳米管浆料需求将近 50 万吨，2020-2025 年需求复合增速将近 60%。

图 3 全球锂电池需求预测 (GWh)



资料来源：华西证券研究所

图 4 全球碳纳米管浆料需求预测 (万吨)



资料来源：华西证券研究所

公司持续开拓非锂电新应用领域。我们定义天奈科技为新材料公司而非单纯的锂电材料公司，因为公司核心产品 CNT 在多个领域具备替代应用潜力，业务有望实现同源性的横向拓展。公司率先行业实现碳纳米管在锂电池中的应用，可提升锂电池的能量密度、改善循环寿命等。同时，依托在锂电池应用的经验，公司持续开拓碳纳米管在导电塑料（提升导电性和结构强度）、芯片、金属基复合材料、润滑油、防腐控制涂层产品等领域的应用，不断寻求业绩增长新机遇。

2. 产能+出货规模不断攀升，龙头地位优势稳固

2.1. 产能规模加速扩张，出货量有望持续攀升

公司供货能力持续增强。截至 2021 年 7 月 5 日公告，公司目前拥有 2,000 吨碳纳米管粉体及 30,000 吨导电浆料年产能。规划产能达产后，公司将拥有 8,000 吨碳纳米管、300 吨纳米碳材、106,000 吨导电浆料、7,000 吨导电母粒年产能，不断扩充产品供应实力。

表 2 公司产能布局情况 (吨/年、万元、万美元)

产能基地	碳纳米管	导电浆料	纳米碳材	导电母粒	碳管纯化加工	拟投资总额
镇江新区青龙山路	2,000	30,000				目前已有产能
镇江新区大港松林山路		8,000	300	2,000		45,010.18
镇江新区新材料产业园	6,000	10,000				63,581.21
常州西太湖科技产业园		50,000		5,000	3,000	100,000.00
美国内华达州		8,000				5,000.00
合计	8,000	106,000	300	7,000	3,000	

资料来源：公司公告、华西证券研究所

受益于行业需求增长，销量规模不断扩大。自 2019 年，公司销量规模持续增长。根据公司公告，2019 年公司实现碳纳米管粉体、碳纳米管导电浆料销量 5.98 吨、9,669.78 吨；2020 年，公司实现碳纳米管粉体、碳纳米管导电浆料销量 15.23 吨、14,742.22 吨，同比增加 154.7%、52.5%。根据公司公告，2021 年上半年，公司碳纳米管导电浆料出货量 13,033.10 吨，同比增长约 157.2%，实现快速提升。

除已经实现批量出货的三代产品外，公司持续研发新一代产品。已经和日韩知名动力电池企业共同开发碳纳米管导电浆料在硅基负极中的应用，并且测试情况良好，预计未来将实现大批量供货。随着高代产品推出、行业加速渗透叠加客户放量，公司销量规模有望实现持续提升。

表 3 公司主要产品销量情况 (吨)

主要产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-6 月
碳纳米管粉体	2.31	4.48	4.56	5.98	15.23	6.68
碳纳米管导电浆料	3,569.97	8,714.72	7,891.31	9,669.78	14,742.22	13,033.10

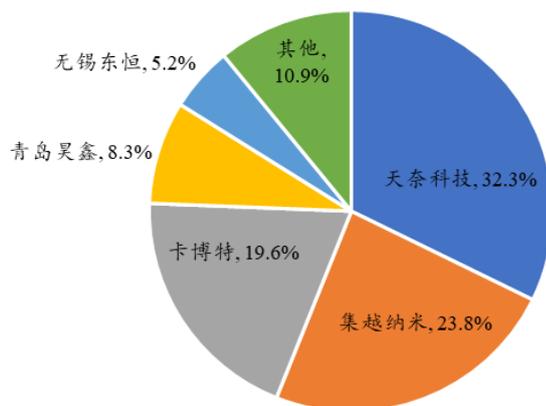
资料来源：公司公告、华西证券研究所

2.2.综合优势加持，龙头优势不断显现

公司出货量居行业首位。碳纳米管属于新型碳纳米材料，对于稳定批量生产高长径比、高纯度的碳纳米管技术、工艺要求较高，行业技术壁垒显著。公司在技术和产品等方面具备综合优势，出货量规模持续扩大，连续多年市占率行业领先，稳居首位。根据 GGII 数据，2020 年，公司碳纳米管导电浆料产品出货量占 32.3%，较第二位高出 8.5 个百分点。

优势地位显著，预计市占率将持续提升。与多数 CNT 导电浆料供应厂商相比较，我们认为，公司具备两点突出优势：1) 碳纳米管粉体自供，可推进产品技术的持续迭代升级，不断巩固核心技术壁垒，且在成本和整体盈利能力上具备优势；2) 具备生产碳纳米管用的流化床的设备设计能力，利于公司在生产效率、产品升级以及成本管控方面获取优势。此外，公司产品具备规模效应，连续化稳定生产叠加工艺优异，产品稳定性以及一致性行业领先。凭借公司产品性能优势，随着新增产能释放和出货量增长，我们预计，公司国内碳纳米管导电剂出货量市占率将持续提升。

图 5 2020 年国内碳纳米管导电浆料（出货量）市场格局



资料来源：公司公告、华西证券研究所

3.单吨扣非净利同比修复明显，盈利预计稳中有升

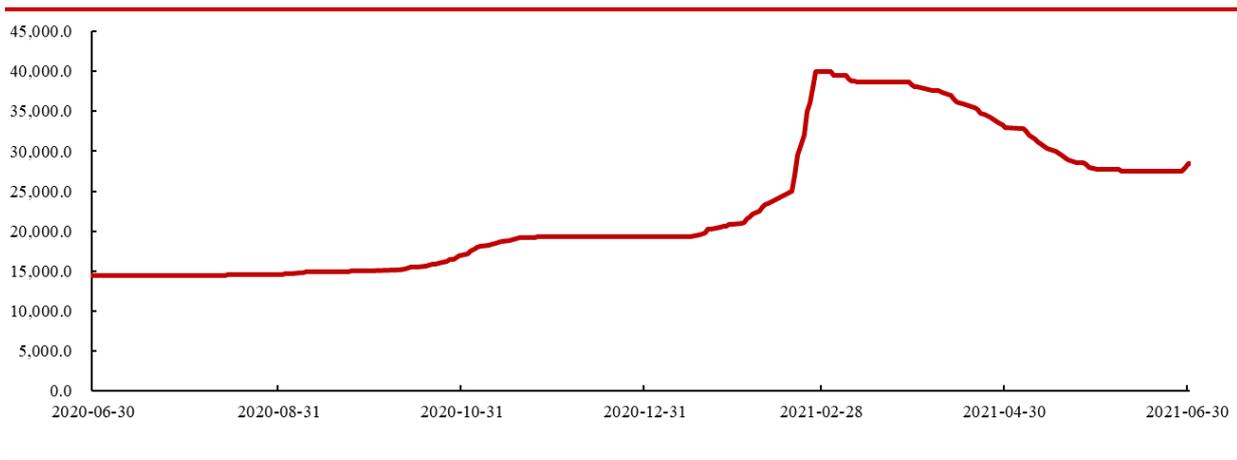
3.1.盈利同比明显修复，未来业绩有望持续增长

2020 年，公司实现营业收入 4.72 亿元，同比增长 22.1%；实现归母净利润 1.07 亿元，同比下滑 2.6%；实现扣非归母净利润 0.76 亿元，同比下滑 20.4%。净利润同比下滑主要受到疫情以及原材料价格的波动影响。2021 年上半年，公司实现营业收入 5.23 亿元，同比增长 224.9%；实现归母净利润 1.20 亿元，同比增长 267.4%；实现扣非归母净利润 1.03 亿元，同比增长 380.7%。我们预计，在出货持续放量叠加单吨盈利恢复的带动下，2021 年业绩有望实现增长。

原材料价格波动影响基本消除，单吨盈利同比明显修复。2020 年，公司实现碳纳米管导电浆料销量 14,742.2 吨，平均单吨扣非净利为 0.52 万元（碳纳米管粉体利润贡献占比较小暂不考虑），同比下滑 47.8%，主要是受到疫情以及原材料 NMP 价格的波动影响。其中，重要原材料 NMP 价格受上游 BDO 供求紧张等因素的影响，NMP 价格自 2020 年第四季度起大幅上涨，我们认为对于公司盈利存在较大影响。

公司已于 2021 年 2 月份完成主要客户产品定价政策的调整，NMP 价格波动影响基本消除。2021 年上半年，公司碳纳米管导电浆料单吨扣非净利约 0.79 万元（碳纳米管粉体利润贡献占比较小暂不考虑），恢复历史较高水平。我们认为，新的价格政策下，中长期 NMP 价格波动影响基本消除，短期的原材料价格迅速变化影响将随时间维度扩大而被抵消；随着后续产品结构以及客户结构持续优化，预计平均单吨扣非净利稳中有升。

图 6 NMP 价格走势（元/吨）



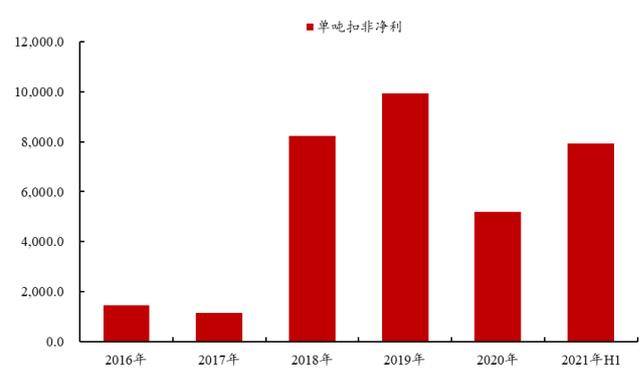
资料来源：Wind、华西证券研究所

图 7 公司营收、归母/扣非归母净利润情况（百万元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

图 8 公司 CNT 导电浆料单吨扣非净利情况（元）



资料来源：公司公告、华西证券研究所

注：碳纳米管粉体利润贡献占比较小暂不考虑。

3.2. 产品+客户结构持续优化，有望进一步增强盈利能力

公司导电剂产品持续更新迭代。公司目前主要供应的有三代产品，根据下游客户采购情况，公司一代产品主要用于磷酸铁锂电池领域，二代产品主要用于三元锂电池以及部分高端磷酸铁锂电池领域，三代产品主要应用于高镍三元锂电池领域，新一代产品主要应用于硅碳负极等高端锂电池领域。公司产品的下游市场最终应用场景主要为新能源汽车、3C 电子等领域。

高盈利产品占比扩大，盈利能力有望不断增强。根据公司公告，2021 年上半年，公司第二代产品销量占比约 62%，为主要销售产品类型；2018-2021 年上半年，第三代及以上产品销量占比分别为 0.5%、1.4%、2.2%、3.9%。公司以第二代产品销售为主，第三代及以上产品占比较低但不断上量。

高代产品具备更高的盈利能力，随着高镍、硅碳负极等材料应用规模提升，导电性能更加优异、产品差异化更高的高代产品存在持续上量的趋势，结构优化有望带来整体盈利能力增强。

表 4 公司产品销售结构 (吨)

产品	2021年1-6月		2020年度		2019年度		2018年度	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
第三代及以上	513.47	3.9%	317.75	2.2%	133.11	1.4%	42.64	0.5%
第二代	8,064.38	61.9%	9,739.36	66.1%	7,308.86	75.6%	5,400.91	68.4%
第一代	4,455.26	34.2%	4,685.11	31.8%	2,227.81	23.0%	2,447.76	31.0%
合计	13,033.10	100.0%	14,742.22	100.0%	9,669.78	100.0%	7,891.31	100.0%

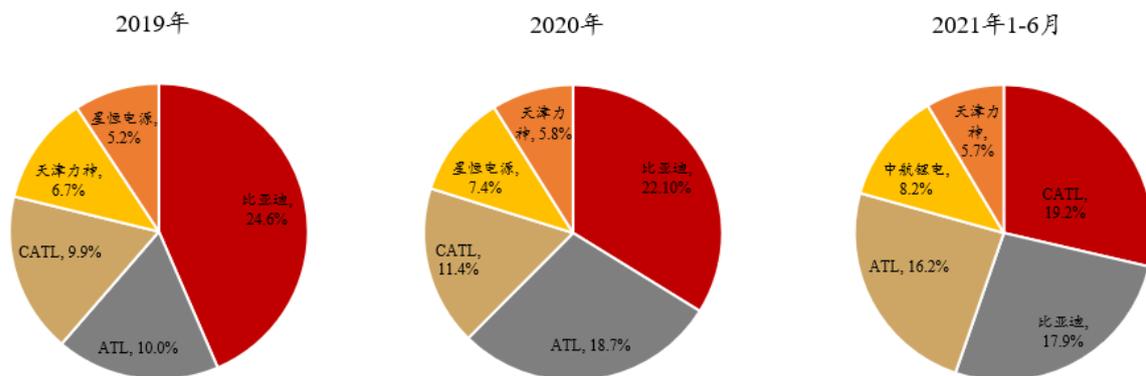
资料来源：公司公告、华西证券研究所

大客户结构稳定。根据公司公告，2018年-2021年上半年，公司前五大客户合计收入占比维持在56%-68%之间，客户结构较为稳定。

覆盖主流锂电池客户。公司产品已进入CATL、ATL、比亚迪、中航锂电、星恒电源、天津力神、孚能科技、欣旺达、珠海冠宇、亿纬锂能、卡耐新能源、万向等国内一流锂电池生产企业的供应商名录。其中，2021年上半年，前五大客户分别为CATL、比亚迪、ATL、中航锂电、天津力神，销售收入占比分别为19.2%、17.9%、16.2%、8.2%、5.7%，客户结构优质。

未来海外有望贡献增量。根据公司7月披露，目前公司海外客户导入的主要是第三代产品，海外客户的导入正在稳步进行。随着后续海外客户顺利批量导入，公司客户结构以及盈利能力有望再上台阶。

图 9 公司前五大客户营业收入结构



资料来源：公司公告、华西证券研究所

4. 投资建议

公司为碳纳米管导电剂龙头企业，下游需求扩大，客户结构优质；产能加速扩张，出货量规模不断提升；原材料成本传导，产品迭代有望提升盈利能力。公司综合优势领先，将不断受益于新能源汽车行业景气度向好发展。将前期预期2021-2022年营业收入8.80亿元、11.83亿元，调整至2021-2023年营业收入分别为11.99亿元、21.92亿元、31.90亿元；将前期预期2021-2022年EPS分别为1.02元、1.52元，调整至2021-2023年EPS分别为1.25元、2.59元、4.26元，对应PE为121X、59X、36X（以2021年9月2日收盘价计算），维持“买入”评级。

表 5 可比公司盈利预测

股票代码	股票简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002812.SZ	恩捷股份	269.80	1.25	2.52	3.92	5.31	216	107	69	51
603659.SH	璞泰来	146.80	0.96	2.18	3.09	4.15	153	67	48	35
300769.SZ	德方纳米	422.00	-0.32	3.79	6.77	9.15	-1326	111	62	46

资料来源：公司公告，华西证券研究所

注：来自 Wind 一致预期，PE 以 2021 年 9 月 2 日收盘价计算。

5.风险提示

- (1) 行业政策变化或技术路线发生重大调整；
- (2) 新能源汽车等下游行业发展不达预期，导致碳纳米管导电剂需求不达预期；
- (3) 公司产能释放不达预期；
- (4) 公司订单及出货量释放不达预期；
- (5) 客户回款不达预期；
- (6) 原材料价格大幅波动等。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	472	1,199	2,192	3,190	净利润	107	290	599	985
YoY(%)	22.1%	154.0%	82.9%	45.5%	折旧和摊销	30	29	31	36
营业成本	288	674	1,183	1,615	营运资金变动	-49	-99	-148	-135
营业税金及附加	6	14	25	37	经营活动现金流	65	222	466	851
销售费用	17	42	72	96	资本开支	-123	-245	-430	-570
管理费用	35	79	136	191	投资	56	-50	-60	-70
财务费用	2	15	27	30	投资活动现金流	-44	-283	-446	-576
资产减值损失	0	0	0	0	股权募资	9	0	0	0
投资收益	33	12	44	64	债务募资	20	127	80	70
营业利润	124	334	689	1,132	筹资活动现金流	-30	813	53	41
营业外收支	-1	0	0	0	现金净流量	-11	752	72	316
利润总额	123	334	689	1,132	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	16	43	90	147	成长能力 (%)				
净利润	107	290	599	985	营业收入增长率	22.1%	154.0%	82.9%	45.5%
归属于母公司净利润	107	291	600	987	净利润增长率	-2.6%	171.1%	106.5%	64.3%
YoY(%)	-2.6%	171.1%	106.5%	64.3%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.46	1.25	2.59	4.26	毛利率	39.1%	43.8%	46.0%	49.4%
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	净利率	22.6%	24.2%	27.3%	30.9%
货币资金	197	949	1,021	1,337	总资产收益率 ROA	5.7%	9.2%	14.7%	18.5%
预付款项	6	7	12	16	净资产收益率 ROE	6.5%	14.8%	23.0%	27.0%
存货	55	148	250	332	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1,053	1,257	1,549	1,818	流动比率	9.03	8.42	6.00	5.63
流动资产合计	1,311	2,360	2,832	3,503	速动比率	8.61	7.87	5.45	5.07
长期股权投资	0	0	0	0	现金比率	1.36	3.39	2.16	2.15
固定资产	255	378	583	856	资产负债率	10.6%	37.1%	35.5%	31.2%
无形资产	152	210	288	386	经营效率 (%)				
非流动资产合计	570	806	1,240	1,830	总资产周转率	0.25	0.38	0.54	0.60
资产合计	1,881	3,166	4,072	5,334	每股指标 (元)				
短期借款	13	0	0	0	每股收益	0.46	1.25	2.59	4.26
应付账款及票据	96	221	376	491	每股净资产	7.16	8.50	11.24	15.74
其他流动负债	36	59	96	131	每股经营现金流	0.28	0.96	2.01	3.67
流动负债合计	145	280	472	622	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	24	164	244	314	估值分析				
其他长期负债	31	731	731	731	PE	329	121	59	36
非流动负债合计	55	895	975	1,045	PB	9	18	14	10
负债合计	200	1,175	1,447	1,667					
股本	232	232	232	232					
少数股东权益	20	20	19	17					
股东权益合计	1,681	1,991	2,625	3,667					
负债和股东权益合计	1,881	3,166	4,072	5,334					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师简介

杨睿，华北电力大学硕士，专注能源领域研究多年，曾任民生证券研究院院长助理、电力设备与新能源行业首席分析师。2020年加入华西证券研究所，任电力设备与新能源行业首席分析师。

李唯嘉，中国农业大学硕士，曾任民生证券研究院电力设备与新能源行业分析师，2020年加入华西证券研究所。

杨伟，华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。