

宁德时代 (300750.SZ)

业绩超预期高增，强化储能第二成长曲线

核心观点:

- **业绩大幅高增，原材料普涨下毛利率超预期实现小幅上扬。**公司披露三季报,21Q1-3 营收 733.62 亿元,同比+132.73%,归母净利 77.51 亿元,同比+130.90%,扣非归母净利 66.04 亿元,同比+157.21%,毛利率 27.51%,同比+0.10pct,其中 Q3 营收 292.87 亿元,同比+130.73%,环比+17.58%,归母净利 32.67 亿元,同比+130.16%,环比+29.18%,扣非归母净利 26.85 亿元,同比+125.49%,环比+19.55%,毛利率 27.90%,环比+0.66pct,原材料普涨下毛利率超预期上涨,高研发投入与全产业链投资下龙头议价能力凸显。公司近期相继与国家能源集团、中国华电、三峡集团和中国建材等实现战略合作,有望深度受益双碳目标变革。
- **股权激励叠加新一轮产能扩张彰显未来发展信心。**公司公布新一轮 516.10 万股股权激励计划,其中股权激励计划 294.03 万股,行权价格 612.08 元/股,限制性股票 222.07 万股,授予价格 306.04 元/股,考核目标为 2021 年起四年累计营收分别不低于 1050/2400/4100/6200 亿元。叠加公司新一轮 137GWh 动力电池、30GWh 储能电柜扩产和新建宜宾锂电池基地、宜昌电池材料基地,预计 21-23 年名义产能达 176/351/452GWh,产能放量拥抱行业景气趋势,彰显企业发展信心。
- **合纵连横强化储能第二增长曲线。**2021 年以来储能支持政策加速出台持续扫清储能行业发展的制度性和经济性障碍,公司发力构建以新能源为主体的新型电力系统,布局“风光水火储”等一体化能源项目,充分受益行业变革、持续强化储能产业优势,有望带动产业链上游材料企业如富临精工、永太科技和储能 EPC 企业永福股份加速放量。
- **盈利预测与投资建议。**预计 21-23 年 EPS 4.96/11.28/18.10 元,综合考虑公司增长空间、市场地位和行业估值,给予 22 年 60 倍 PE,对应合理价值 676.75 元/股,维持“买入”评级。
- **风险提示。**动力电池技术创新进度较慢;新能源汽车销量不及预期。

盈利预测:

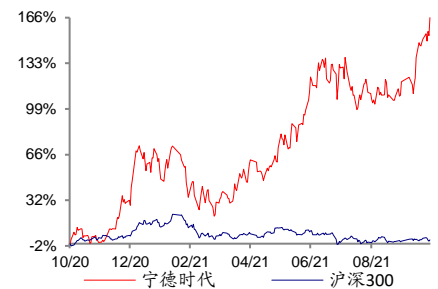
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	45,788	50,319	117,544	245,659	351,887
增长率 (%)	54.6	9.9	133.6	109.0	43.2
EBITDA (百万元)	10,461	10,989	21,423	42,069	65,939
归母净利润 (百万元)	4,560	5,583	11,551	26,269	42,149
增长率 (%)	34.6	22.4	106.9	127.4	60.5
EPS (元/股)	2.06	2.40	4.96	11.28	18.10
市盈率 (P/E)	51.53	146.49	128.89	56.67	35.32
ROE (%)	12.0	8.7	15.2	25.7	29.2
EV/EBITDA	20.30	70.76	66.69	32.82	20.09

数据来源:公司财务报表,广发证券发展研究中心

识别风险,发现价值

公司评级	买入
当前价格	639.22 元
合理价值	676.75 元
前次评级	买入
报告日期	2021-10-31

相对市场表现



分析师: 陈子坤



SAC 执证号: S0260513080001



010-59136752



chenzikun@gf.com.cn

分析师: 纪成炜



SAC 执证号: S0260518060001



SFC CE No. BOI548

021-38003594



jichengwei@gf.com.cn

请注意,陈子坤并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人,不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

宁德时代 (300750.SZ):迈向 2021-08-26

能源巨头,全产业链整合深化壁垒

宁德时代 (300750.SZ):定增 2021-08-13

全面扩产,引领动力与储能市场

宁德时代 (300750.SZ):一季 2021-04-30

度营收环比走高,经营性现金流大增

联系人: 蒋淑霞

jiangshuxia@gf.com.cn

请务必阅读末页的免责声明

目录索引

一、前三季度营收增长超预期，毛利率稳定凸显一体化龙头优势.....	4
二、新能源汽车超预期增长，技术赋能助力全球化扩张.....	7
三、盈利预测及投资建议.....	9
四、风险提示.....	10

图表索引

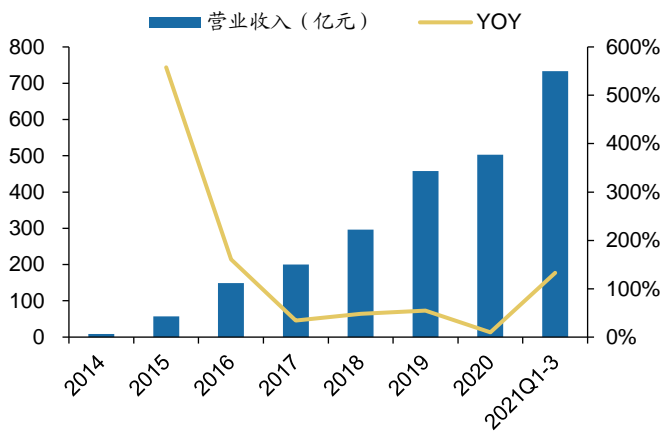
图 1: 公司历年营业收入及增速.....	4
图 2: 公司历年归母净利润及增速.....	4
图 3: 公司季度营业收入及增速.....	4
图 4: 公司季度归母净利润及增速.....	4
图 5: 公司季度毛利率和季度净利率.....	5
图 6: 公司历年期间费用率情况.....	5
图 7: 公司历年研发投入及研发费用率.....	5
图 8: 公司季度经营性现金净流量情况.....	6
图 9: 公司历年经营现金流情况.....	6
图 10: 公司历年应收账款情况.....	6
图 11: 公司历年资产结构情况.....	6
图 12: 公司历年产能与同行对比 (GWh).....	7
图 13: 公司历年单位折旧与同行对比 (亿元/GWh).....	7
图 14: 全球新能源汽车销量及增速.....	7
图 15: 国内历年新能源汽车销量及增速.....	7
表 1: 国内动力电池企业装车量布局 (GWh).....	8
表 2: 公司动力电池业务盈利预测.....	10
表 3: 公司动力电池业务盈利预测.....	10

一、前三季度营收增长超预期，毛利率稳定凸显一体化龙头优势

新能源汽车与储能景气高增带动公司前三季度营收实现同比大幅增长。

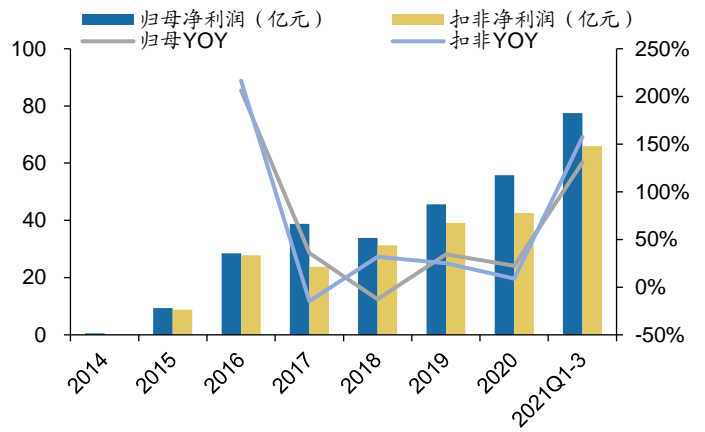
2021Q1-3公司实现营业收入733.62亿元，同比增长132.73%，归母净利润77.51亿元，同比增长130.90%，扣非归母净利润66.04亿元，同比增长157.21%，主要源于下游需求旺盛，景气度持续上行。21Q3毛利率和扣非净利率27.90%和9.17%，同比变化0.12和-0.21pct，环比提升0.66和0.15pct。新能源汽车与储能景气高增带动公司前三季度营收和业绩超预期增长，原材料普涨背景下公司毛利率超预期实现小幅上扬彰显企业产业链议价能力。未来随着生产经营规模的持续扩大，公司在供应链管理、成本控制、市场开拓、技术迭代、客户服务等方面的竞争优势逐渐凸显。

图1：公司历年营业收入及增速



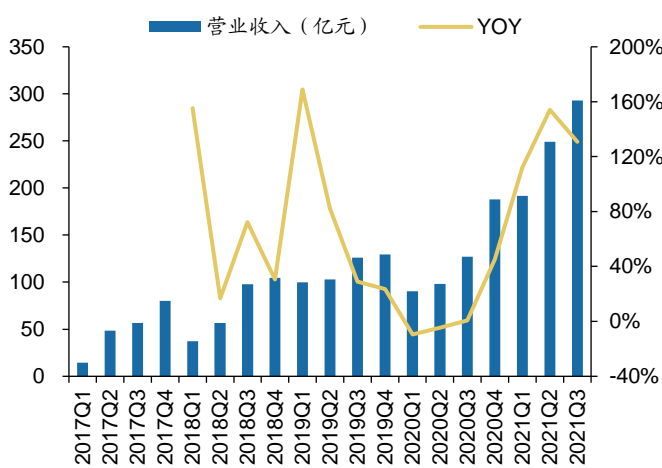
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图2：公司历年归母净利润及增速



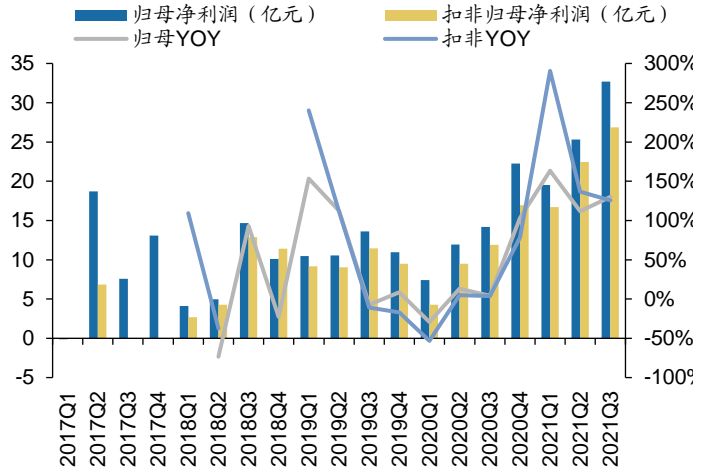
数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图3：公司季度营业收入及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

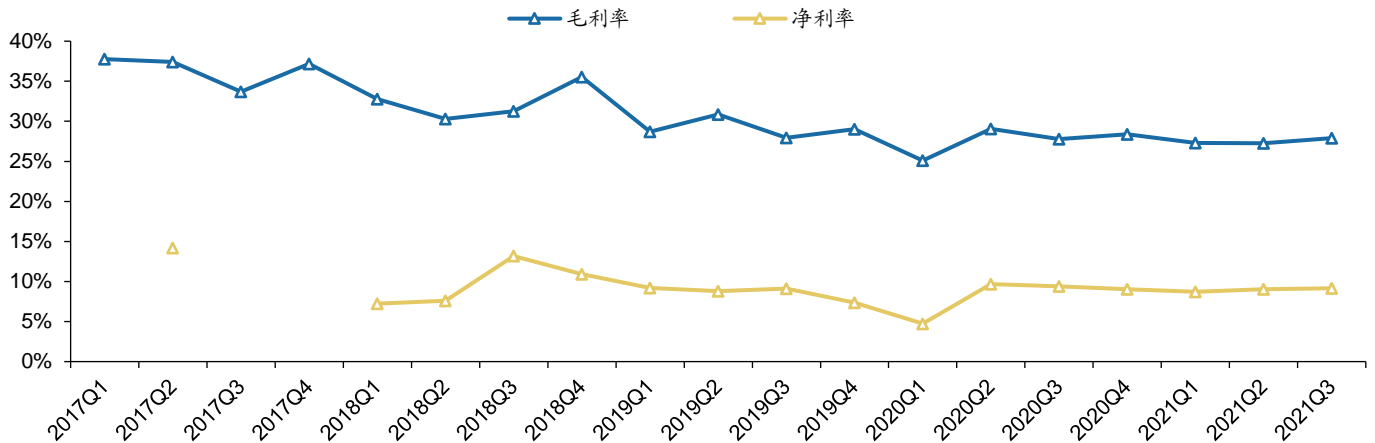
图4：公司季度归母净利润及增速



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：已剔除极端值。

图5：公司季度毛利率和季度净利率

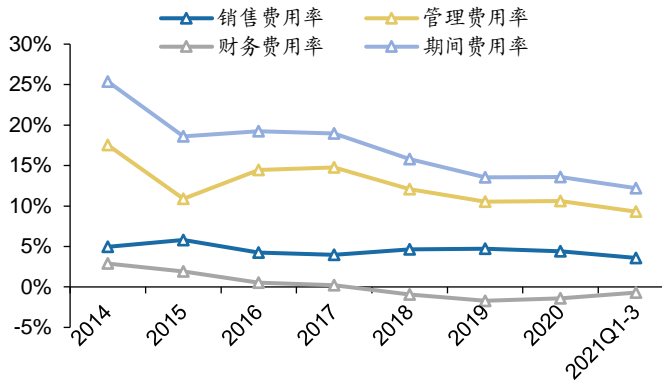


数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：已剔除极端值。

费用管控良好，前三季度期间费用率同比小幅下滑0.12pct。2021Q1-3期间费用率12.20%，同比降低0.12pct，其中销售费用率3.58%，同比下降0.55pct，管理费用率9.30%，同比降低1.09pct，财务费用率-0.68%，同比降低1.51pct。2021Q1-3公司持续强化研发优势，研发支出45.95亿元，同比增长116.73%，研发费用率6.26%，同比下滑0.46pct。

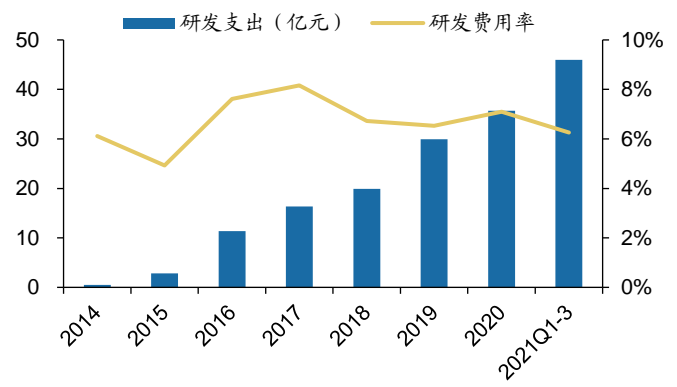
图6：公司历年期间费用率情况



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：管理费用率包含研发费用。

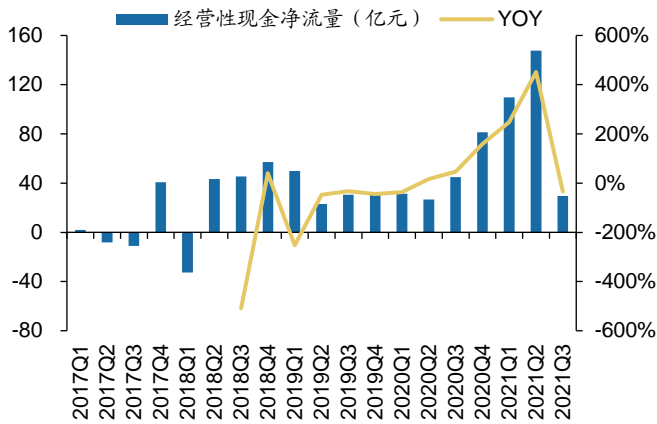
图7：公司历年研发投入及研发费用率



数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

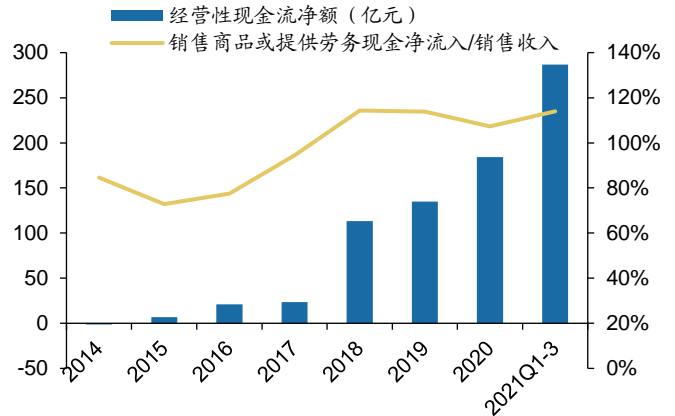
原材料供应紧张下应付账款增加，经营性现金流短期承压。2021年Q3公司经营性现金流净额29.44亿元，同比下滑34.27%，主要系上游原材料价格受供需错配影响价格持续上涨，公司为保障后续经营提前备货，预付账款增加所致。Q1-3公司应收账款占收入的比重19.55%，较2020年Q1-3的28.51%下滑8.97pct，应收账款周转率提升至5.72%，同比+2.09pct，公司应收账款回款能力向好，在手现金流充裕。Q1-3营收现金比率113.99%，系由于2021Q3销售收入确认大幅增加所致。

图8: 公司季度经营性现金净流量情况



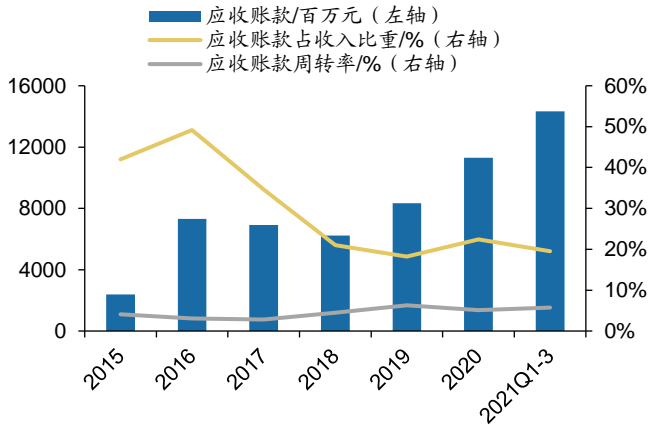
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图9: 公司历年经营现金流情况



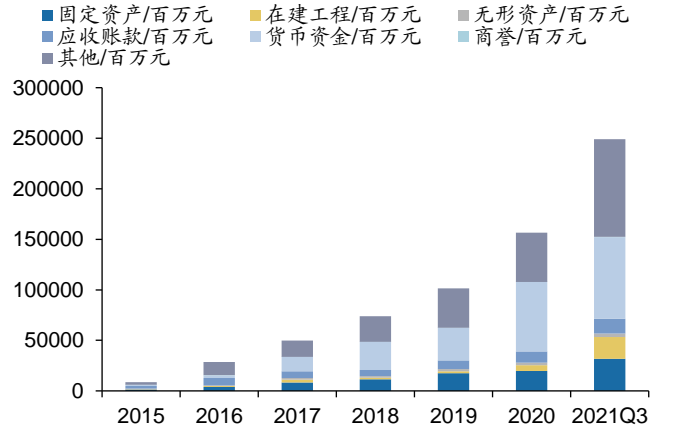
数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

图10: 公司历年应收账款情况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

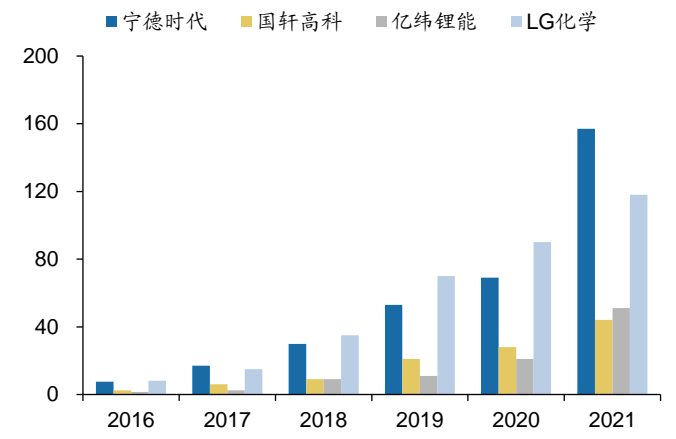
图11: 公司历年资产结构情况



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

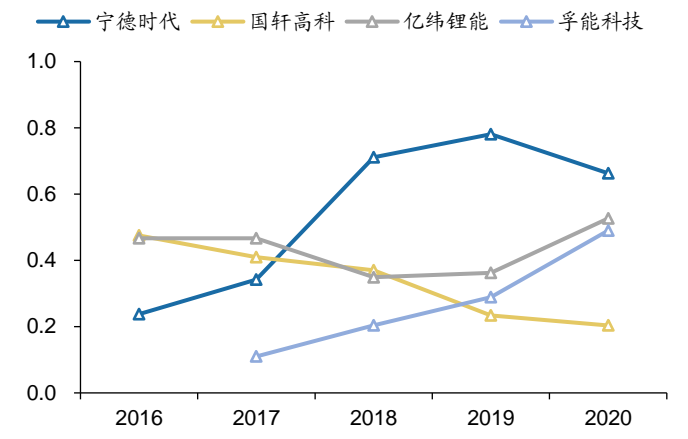
折旧政策相对激进, 蕴含利润弹性。2021年公司新增产能进入加速投产期, 预计2021年产能可达157GWh, 远高于国内外同类型竞争企业, 相比业内其他企业, 公司设备折旧年限下限较短, 折旧政策相对激进。2019年公司计提折旧共41.38亿元, 单GWh折旧接近0.87亿元为2016年来的最高值, 主要系2017年后加大资本开支, 加之公司2019年将早期动力电池生产设备的折旧年限由5年变更为4年所致。横向来看, 公司单GWh折旧远高于可比公司, 利润弹性较大, 且随着产能领先优势扩大而提高。

图12: 公司历年产能与同行对比 (GWh)



数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

图13: 公司历年单位折旧与同行对比 (亿元/GWh)

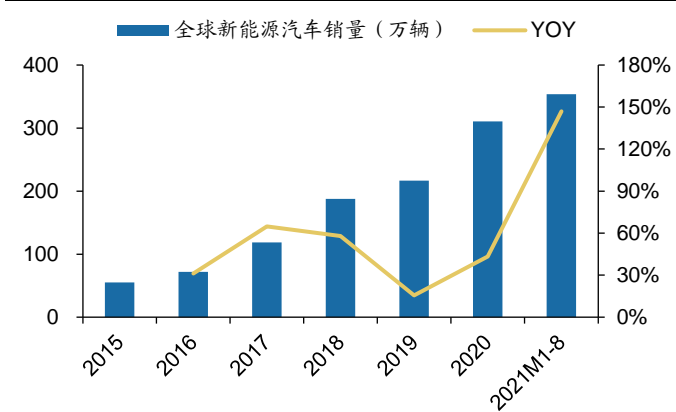


数据来源: 各公司年报, 广发证券发展研究中心

二、新能源汽车超预期增长, 技术赋能助力全球化扩张

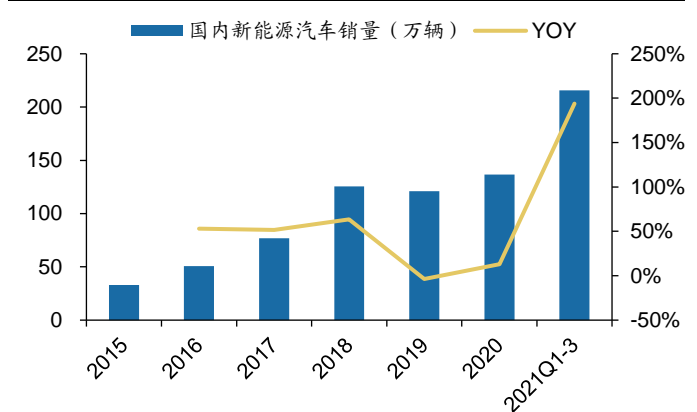
全球新能源汽车同频共振, CTP技术输出占领技术与品牌先机。根据EV Sales数据, 2021年1-8月全球新能源汽车销量353.74万辆, 同比+146.94%; 2021Q1-3国内新能源汽车销量215.7万辆, 同比+193.87%, 增速高于全球。海外乘用车业务方面, 2020年起公司新增多个重要客户关键平台定点, 811体系产品在海外实现大批量交付, 陆续得到海外主流汽车企业的认可。2021年10月27日, 公司与现代摩比斯签署技术许可与合作意向协议, 授权摩比斯使用CTP(高效成组)技术并支持其在韩国乃至全球范围内的CTP相关电池产品供应, 此次合作进一步拓展宁德时代电池创新技术的全球应用, 加快公司塑造全球品牌力与竞争力。随着海外车企客户逐渐起量, 公司海外乘用车订单即将迎来交付拐点。

图14: 全球新能源汽车销量及增速



数据来源: EV Sales, 广发证券发展研究中心

图15: 国内历年新能源汽车销量及增速



数据来源: 中汽协, 广发证券发展研究中心

三季度电池装车量份额环比提高25.82pct, 国内市占率进一步提升。据中国汽车动力电池产业创新联盟, 21Q3公司动力电池装车量为21.03GWh, 同比+168.24%环比55.32%, 市占率53.16%, 相较Q2的46.31%环比提升6.85pct; 21Q1-3公司动力电池装车量为46.79GWh, 同比+187.41%, 国内市占率50.84%, 龙头地位持续强化。全球来看随着特斯拉标准续航版车型全面使用磷酸铁锂电池, 上海超级工厂产能持续扩张并加快磷酸铁锂版车型的海外出口, 铁锂全球化趋势进一步加强, 目前

公司作为特斯拉磷酸铁锂电池供应商有望率先受益。全球来看，海外市场2020年开始放量，目前已获得特斯拉、宝马、大众、通用、丰田等全球化车企定点配套，有望充分受益全球新能源趋势变革。

表1: 国内动力电池企业装车量布局 (GWh)

2020.1		2020.2		2020.3		2020.4		2020.5		2020.6	
企业名称	装车量	企业名称	装车量	企业名称	装车量	企业名称	装车量	企业名称	装车量	企业名称	装车量
宁德时代	1.33	宁德时代	0.26	宁德时代	1.21	宁德时代	1.76	宁德时代	1.59	宁德时代	2.29
比亚迪	0.25	松下	0.10	比亚迪	0.65	比亚迪	0.53	比亚迪	0.39	LG 化学	0.57
国轩高科	0.19	LG 化学	0.10	松下	0.27	松下	0.31	LG 化学	0.37	比亚迪	0.53
松下	0.07	比亚迪	0.08	LG 化学	0.26	LG 化学	0.29	松下	0.28	中航锂电	0.27
亿纬锂能	0.07	亿纬锂能	0.01	中航锂电	0.07	中航锂电	0.14	中航锂电	0.22	国轩高科	0.20
LG 化学	0.07	国轩高科	0.01	国轩高科	0.06	时代上汽	0.13	国轩高科	0.12	松下	0.13
力神电池	0.06	塔菲尔	0.01	亿纬锂能	0.05	国轩高科	0.09	时代上汽	0.10	亿纬锂能	0.11
塔菲尔	0.05	力神电池	0.01	塔菲尔	0.04	力神	0.07	力神电池	0.06	时代上汽	0.11
中航锂电	0.05	中航锂电	0.00	捷威动力	0.03	亿纬锂能	0.05	塔菲尔	0.06	力神电池	0.08
孚能科技	0.04	鹏辉能源	0.00	力神电池	0.02	鹏辉电源	0.05	亿纬锂能	0.05	鹏辉电源	0.06
其他	0.14	其他	0.02	其他	0.11	其他	0.17	其他	0.27	其他	0.35
总计	2.32	总计	0.60	总计	2.77	总计	3.59	总计	3.51	总计	4.70
2020.7		2020.8		2020.9		2020.10		2020.11		2020.12	
企业名称	装车量	企业名称	装车量	企业名称	装车量	企业名称	装车量	企业名称	装车量	企业名称	装车量
宁德时代	2.26	宁德时代	2.46	宁德时代	3.12	宁德时代	3.06	宁德时代	5.19	宁德时代	6.79
比亚迪	0.63	比亚迪	0.71	比亚迪	1.09	比亚迪	1.00	比亚迪	1.57	比亚迪	2.03
LG 化学	0.59	LG 化学	0.47	中航锂电	0.49	中航锂电	0.43	LG 化学	0.84	国轩高科	0.94
国轩高科	0.36	松下	0.27	LG 化学	0.47	合肥国轩	0.31	中航锂电	0.64	中航锂电	0.79
松下	0.23	中航锂电	0.27	松下	0.26	瑞浦能源	0.12	合肥国轩	0.62	瑞浦能源	0.33
中航锂电	0.16	合肥国轩	0.19	国轩高科	0.22	孚能科技	0.11	瑞浦能源	0.22	亿纬锂能	0.31
时代上汽	0.11	星恒电源	0.12	孚能科技	0.12	捷威动力	0.10	松下	0.19	孚能科技	0.19
瑞浦能源	0.10	孚能科技	0.11	亿纬锂能	0.11	力神电池	0.09	孚能科技	0.17	蜂巢能源	0.17
亿纬锂能	0.08	亿纬锂能	0.08	瑞浦能源	0.11	蜂巢能源	0.09	亿纬锂能	0.17	力神电池	0.17
力神	0.08	力神	0.05	蜂巢能源	0.08	亿纬锂能	0.08	力神电池	0.16	塔菲尔	0.15
其他	0.42	其他	0.40	其他	0.51	其他	0.48	其他	0.84	其他	1.08
总计	5.02	总计	5.13	总计	6.58	总计	5.87	总计	10.61	总计	12.95
2021.1		2021.2		2021.3		2021.4		2021.5		2021.6	
企业名称	装车量	企业名称	装车量	企业名称	装车量	企业名称	装车量	企业名称	装车量	企业名称	装车量
宁德时代	4.62	宁德时代	3.08	宁德时代	4.52	宁德时代	3.82	宁德时代	4.28	宁德时代	5.44
比亚迪	1.13	比亚迪	0.74	比亚迪	1.12	比亚迪	1.23	比亚迪	1.68	比亚迪	1.73
中航锂电	0.49	LG 化学	0.55	LG 化学	0.95	中航锂电	0.78	LG 化学	1.31	LG 化学	0.80
LG 化学	0.42	中航锂电	0.34	中航锂电	0.58	LG 化学	0.70	中航锂电	0.73	中航锂电	0.71
孚能科技	0.40	国轩高科	0.22	国轩高科	0.45	国轩高科	0.59	国轩高科	0.49	国轩高科	0.64
国轩高科	0.38	蜂巢能源	0.14	亿纬锂能	0.23	亿纬锂能	0.22	亿纬锂能	0.13	亿纬锂能	0.22
蜂巢能源	0.16	亿纬锂能	0.08	蜂巢能源	0.18	塔菲尔	0.12	塔菲尔	0.13	蜂巢能源	0.21
爱思特	0.13	星恒电源	0.07	鹏辉电源	0.10	瑞浦能源	0.11	力神电池	0.11	力神电池	0.17

塔菲尔	0.11	捷威动力	0.06	孚能科技	0.10	鹏辉电源	0.11	孚能科技	0.09	塔菲尔	0.16
瑞浦能源	0.11	瑞浦能源	0.05	多氟多	0.10	孚能科技	0.09	蜂巢能源	0.07	捷威动力	0.15
其他	0.71	其他	0.25	其他	0.67	其他	0.63	其他	0.72	其他	0.87
总计	8.66	总计	5.58	总计	9.00	总计	8.40	总计	9.74	总计	11.10
2021.7		2021.8		2021.9							
企业名称	装车量	企业名称	装车量	企业名称	装车量						
宁德时代	5.66	宁德时代	6.50	宁德时代	8.87						
比亚迪	1.90	比亚迪	2.40	比亚迪	2.79						
中航锂电	0.77	国轩高科	0.69	国轩高科	0.64						
国轩高科	0.62	中航锂电	0.62	中航锂电	0.63						
亿纬锂能	0.28	蜂巢能源	0.34	塔菲尔	0.47						
蜂巢能源	0.24	孚能科技	0.28	欣旺达	0.31						
欣旺达	0.22	塔菲尔	0.22	蜂巢能源	0.28						
孚能科技	0.21	欣旺达	0.20	亿纬锂能	0.26						
塔菲尔	0.20	捷威动力	0.20	孚能科技	0.22						
LG 化学	0.20	亿纬锂能	0.20	捷威动力	0.16						
其他	1.00	其他	0.91	其他	1.07						
总计	11.30	总计	12.56	总计	15.70						

数据来源：中国汽车动力电池产业创新联盟，广发证券发展研究中心

储能系统放量迎来景气拐点。海外：碳减排目标加码刺激能源体系变革提速，气候与地缘政治带来的欧洲新一轮能源危机进一步推高欧美电价，储能价值凸显。美国通过BEST法案强化储能发展，将储能纳入变革性能源技术予以支持；欧盟完善辅助服务市场培育储能商业模式。**国内：**储能发展指导意见明确发展目标，新版“两个细则”将新型储能列为市场主体，完善分时电价机制扩大峰谷价差，绿电交易发掘清洁能源环境价值，煤电市场化扩大价格幅度，五大政策奠定储能发展根基。全球碳中和背景下储能政策出台加速叠加系统成本下探，储能需求全面扩张，行业景气拐点到来，我们预计到2025年全球电化学储能需求量达315GWh，五年复合增速62%。据公司中报披露，2021H1储能业务营收同比增长727.36%，21年Q3起随着多个大型储能项目开工招标，公司储能业务有望迎来持续高速扩张。

三、盈利预测及投资建议

公司动力电池系统业务盈利预测假设如下：

(1) 募投项目逐步扩产后，预计2021-2023年底动力电池名义产能可达176GWh、351GWh和452GWh，受益于动力电池行业中高速增长，考虑产能爬坡因素，2021年起国内新能源汽车销量大幅增长，且公司海外订单持续放量，同时考虑美国、日本等海外储能需求启动，储能需求超预期增长，对应销量可实现130GWh、300GWh和450GWh，复合增速约113%；

(2) 在过去三年行业价格竞争激烈，电池组售价降幅较大，随着动力电池行业出清，公司加大CTP等新技术应用，议价权有望逐步提升，预计未来几年降幅逐渐收窄，同时随着长协等机制的灵活运用，2021年下半年毛利率有望小幅提升，2022年预计持稳。

(3) 下游新能源汽车需求景气度提升同时, 考虑公司管理优化, 预计2021-2023年产销率可达约100%。

表2: 公司动力电池业务盈利预测

	2016	2017	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
产能 (GWh)	7.60	17.00	29.90	53.00	97.90	175.90	350.90	451.90
产能利用率	92.37%	75.94%	87.02%	89.17%	52.82%	73.91%	85.49%	99.58%
产量 (GWh)	7.02	12.91	26.02	47.26	51.71	73.91%	85.49%	99.58%
产销率	97.01%	91.79%	81.90%	86.67%	90.58%	73.91%	85.49%	99.58%
销量 (GWh)	6.81	11.85	21.31	40.96	46.84	130.00	300.00	450.00
YOY	208.14%	74.01%	79.83%	92.21%	14.36%	177.54%	130.77%	50.00%
售价 (元/Wh) (含税)	2.41	1.65	1.36	1.08	1.00	0.98	0.90	0.86
YOY	-10.29%	-31.63%	-17.61%	-20.28%	-7.70%	-1.81%	-8.16%	-4.44%
营业收入 (百万元)	13975.59	16656.83	24515.43	38583.53	39425.82	104070.80	215044.25	304424.78
YOY	180.60%	19.19%	47.18%	57.38%	2.18%	163.97%	106.63%	41.56%
营业成本 (百万元)	7735.26	10799.41	16155.47	27604.67	28955.60	75432.75	156145.80	219760.75
单位成本 (元/Wh)	1.14	0.91	0.77	0.68	0.64	0.63	0.58	0.55
YOY	-16.82%	-19.93%	-16.13%	-10.73%	-5.63%	-2.50%	-8.00%	-5.00%
毛利率	44.84%	35.14%	34.10%	28.45%	26.56%	27.52%	27.39%	27.81%

数据来源: 公司招股说明书, 公司年报, 广发证券发展研究中心

公司纵向布局产业链、横向拓宽业务线深化护城河, 打开成长上限, 拓展电池资产管理服务挖掘产品全生命周期商业价值, 以CTP、CTC技术推动整车模块化发展, 重塑产业链核心地位。公司全面推进海内外市场, 预计2021-2023年EPS为4.96、11.28、18.10元/股, 考虑公司以综合制造能力和国际化管理能力推动全球竞争力提升, 在上游原材料价格大幅上涨的情况下仍维持稳定毛利率, 随着公司强化一体化优势和全球化布局, 成本、技术、渠道日趋成熟, 有望带来产业链上下游议价权和市场格局的持续强化, 同时全球新能源汽车销量持续超预期带动公司动力电池出货量高增。我们上调公司2021-2023年归母净利润至116/263/421亿元, 给予22年60倍PE, 对应合理价值676.75元/股, 维持“买入”评级。

表3: 公司动力电池业务盈利预测

股票代码	公司名称	净利润 (百万元)			净利润增速 (%)			PE 估值		
		2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E
002594.SZ	比亚迪	4234.27	5089.23	8194.65	162.3%	20.2%	61.0%	125.19	175.02	108.69
002074.SZ	国轩高科	149.67	431.15	840.41	192.02%	188.06%	94.92%	334.70	176.61	93.14
300014.SZ	亿纬锂能	1652.03	3313.49	4825.68	8.54%	100.57%	45.64%	93.18	64.97	44.61
	平均				120.95%	102.94%	67.19%	184.36	138.87	82.15

数据来源: Wind 一致预期, 广发证券发展研究中心

四、风险提示

动力电池技术创新进度较慢; 新能源汽车销量不及预期。

资产负债表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	71,695	112,865	178,180	306,567	422,355
货币资金	32,270	68,424	95,400	146,227	205,179
应收及预付	18,527	22,168	37,139	70,902	91,899
存货	11,481	13,225	30,309	63,578	90,686
其他流动资产	9,418	9,048	15,330	25,860	34,591
非流动资产	29,657	43,753	61,803	85,853	117,903
长期股权投资	1,540	4,813	5,013	5,213	5,413
固定资产	17,417	19,622	32,622	50,622	75,622
在建工程	1,997	5,750	10,750	16,750	23,750
无形资产	2,302	2,518	2,368	2,218	2,068
其他长期资产	6,400	11,050	11,050	11,050	11,050
资产总计	101,352	156,618	239,983	392,421	540,259
流动负债	45,607	54,977	120,649	241,219	339,740
短期借款	2,126	6,335	8,571	8,571	8,571
应付及预收	34,274	31,271	90,467	189,648	270,704
其他流动负债	9,208	17,371	21,612	43,000	60,465
非流动负债	13,557	32,447	37,447	40,447	43,447
长期借款	4,981	6,068	11,068	14,068	17,068
应付债券	1,508	14,382	14,382	14,382	14,382
其他非流动负债	7,068	11,996	11,996	11,996	11,996
负债合计	59,164	87,424	158,096	281,666	383,187
股本	2,208	2,329	2,329	2,329	2,329
资本公积	21,630	41,662	41,662	41,662	41,662
留存收益	14,750	19,799	31,349	57,619	99,768
归属母公司股东权益	38,135	64,207	75,758	102,027	144,176
少数股东权益	4,053	4,987	6,130	8,728	12,896
负债和股东权益	101,352	156,618	239,983	392,421	540,259

现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	13,472	18,430	48,077	86,386	107,555
净利润	5,013	6,104	12,693	28,867	46,318
折旧摊销	4,409	4,868	9,150	13,150	18,150
营运资金变动	2,929	6,498	23,898	41,609	40,084
其它	1,121	960	2,336	2,759	3,003
投资活动现金流	1,856	-15,052	-26,965	-36,954	-49,848
资本支出	-9,612	-13,302	-27,000	-37,000	-50,000
投资变动	-898	-4,044	-200	-200	-200
其他	12,366	2,294	235	246	352
筹资活动现金流	4,168	37,431	5,864	1,395	1,245
银行借款	4,617	9,451	7,236	3,000	3,000
股权融资	1,218	20,536	0	0	0
其他	-1,666	7,444	-1,371	-1,605	-1,755
现金净增加额	19,511	40,232	26,976	50,827	58,952
期初现金余额	3,689	23,200	68,424	95,400	146,227
期末现金余额	23,200	63,432	95,400	146,227	205,179

主要财务比率

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入增长	54.6%	9.9%	133.6%	109.0%	43.2%
营业利润增长	38.2%	20.8%	107.3%	127.4%	60.5%
归母净利润增长	34.6%	22.4%	106.9%	127.4%	60.5%
获利能力					
毛利率	29.1%	27.8%	27.0%	26.8%	27.1%
净利率	10.9%	12.1%	10.8%	11.8%	13.2%
ROE	12.0%	8.7%	15.2%	25.7%	29.2%
ROIC	10.2%	5.5%	9.2%	17.1%	21.2%
偿债能力					
资产负债率	58.4%	55.8%	65.9%	71.8%	70.9%
净负债比率	140.2%	126.3%	193.1%	254.3%	244.0%
流动比率	1.57	2.05	1.48	1.27	1.24
速动比率	1.31	1.79	1.21	0.99	0.96
营运能力					
总资产周转率	0.45	0.32	0.49	0.63	0.65
应收账款周转率	5.49	4.46	7.30	8.11	9.13
存货周转率	3.99	3.80	3.88	3.86	3.88
每股指标 (元)					
每股收益	2.06	2.40	4.96	11.28	18.10
每股经营现金流	6.10	7.91	20.64	37.09	46.18
每股净资产	17.27	27.56	32.53	43.81	61.90
估值比率					
P/E	51.53	146.49	128.89	56.67	35.32
P/B	6.16	12.74	19.65	14.59	10.33
EV/EBITDA	20.30	70.76	66.69	32.82	20.09

利润表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	45,788	50,319	117,544	245,659	351,887
营业成本	32,483	36,349	85,759	179,891	256,593
营业税金及附加	272	295	705	1,228	1,759
销售费用	2,157	2,217	5,289	9,826	12,316
管理费用	1,833	1,768	5,289	9,826	12,316
研发费用	2,992	3,569	8,228	15,968	21,113
财务费用	-782	-713	-765	-1,354	-2,574
资产减值损失	-1,434	-827	-1,200	-1,400	-1,600
公允价值变动收益	27	287	0	0	0
投资净收益	-80	-118	235	246	352
营业利润	5,759	6,959	14,424	32,804	52,634
营业外收支	2	23	0	0	0
利润总额	5,761	6,983	14,424	32,804	52,634
所得税	748	879	1,731	3,936	6,316
净利润	5,013	6,104	12,693	28,867	46,318
少数股东损益	452	521	1,142	2,598	4,169
归属母公司净利润	4,560	5,583	11,551	26,269	42,149
EBITDA	10,461	10,989	21,423	42,069	65,939
EPS (元)	2.06	2.40	4.96	11.28	18.10

广发新能源和电力设备研究小组

- 陈子坤：首席分析师，5年产业经验，10年证券从业经验。2013年加入广发证券发展研究中心。目前担任电力设备与新能源行业首席分析师，历任有色行业资深分析师、环保行业联席首席分析师。
- 纪成炜：资深分析师，ACCA会员，毕业于香港中文大学、西安交通大学，2016年加入广发证券发展研究中心。
- 李蒙：资深分析师，毕业于北京大学计算机技术硕士，中央财经大学经济学学士，2017年加入广发证券发展研究中心。
- 李航：资深分析师，毕业于中央财经大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 曹瑞元：高级分析师，毕业于复旦大学，2021年加入广发证券发展研究中心。
- 蒋淑霞：研究助理，毕业于香港大学、南京大学，2020年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路26号广发证券大厦35楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉北路429号泰康保险大厦37楼	香港德辅道中189号李宝椿大厦29及30楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部

分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。