

特变电工 (600089.SH)

强烈推荐 (维持)

业绩表现超预期, 硅料及能源业务贡献加大

公司公告预计 2022 年上半年实现归上净利润 68-72 亿元, 同比增长 119%-132%, 扣非归上净利润 70-73 亿元, 同比增长 259%-274%。调升公司盈利预测, 维持强烈推荐, 调整目标价为 33-37 元。

- **业绩超预期。**公司预计 Q2 归上净利润 36.8-40.8 亿元, 同比增加 273-313%, 环比增加 17.8-30.6%, 业绩超预期。公司完成新疆产线技改爬坡, 改造升级后新疆基地设计产能达 10 万吨, 且 Q2 硅料价格有所上升, 硅料贡献加大。同时, 煤炭交易均价、新能源电站规模较去年同期都有明显提升, 推动业绩高增长。
- **新产能进入调试, 硅料业务贡献将进一步加大。**内蒙 10 万吨硅料项目进入调试, 预计至 2022 年底公司硅料产能将达 20 万吨, 今年出货 11-12 万吨。子公司新特能源计划募资投建准东 20 万吨电子级多晶硅项目, 预计 2023-2024 年陆续投产。此外, 公司规划于内蒙古达茂旗投建两期合计 40 万吨工业硅项目, 利用公司的能源优势向上游延伸。2022 年以来光伏装机需求持续超预期, 且对光伏组件价格容忍度在提高。在新增供给有限的情况下, 硅料价格在经过 2021Q4 的短暂小幅回调后, 2022 年持续上涨, 当前复投料价格最高达到 30 万, 较年初价格不降反升, 硅料是主产业链盈利最丰厚的环节。考虑近期美国对东南亚组件实施 2 年期关税豁免, 阶段性关税障碍消除后, 美国市场会带来新的增量需求。我们预计, 硅料价格到明年上半年可能仍有较强支撑, 公司硅料贡献也将进一步加大。
- **新特能源首次公开发行 A 股获受理, 业务发展有望提速。**子公司新特能源已向证监会提交在上交所主板上市的申请材料, 6 月 28 日获得受理。新特能源主营业务包括多晶硅料、新能源电站 ECC、BOO 业务等, 此前融资能力不足对公司发展造成制约。考虑 A/H 股估值差异, 回 A 将大幅改善其融资能力, 优化资产结构, 硅料等业务投入与竞争力都将进一步加强, 对公司贡献有望加大。
- **煤炭与发电业务贡献加大。**1) 公司准东地区煤矿储量 120 亿吨, 在产产能包括南露天煤矿 3000 万吨/年、将二矿 2000 万吨/年。2021 年四季度销售均价略有抬升, 煤炭业务盈利改善。考虑公司煤炭大部分以 1 年期长单形式销售, 新签订单价格可能更优, 盈利有望继续提升。2) 2021 年公司内蒙和新疆准东特高压基地风电项目陆续建成并网发电, 自持新能源电站规模扩张, 电费贡献也在加大。公司过去围绕能源领域进行了 10 多年的布局和投入, 资本消耗巨大, 目前公司煤炭(含配套铁路)、清洁能源、火电(含自备电厂)规模都已经很大。2021 年能源板块利润贡献超 30 亿元, 未来有望维持比较强的贡献, 而且从长期来看, 公司的这个能源优势是比较稀缺和难以复制的, 可能是比较宝贵的资源和资产。
- **特高压逐步启动, 电网装备业务也将有较好发展。**国内风光大基地项目建设陆续启动, 催生了对特高压的新需求, 未来特高压交流、直流发展都会加快。公司在特高压领域核心业务包括直流换流变、交流主变压器、直流换流阀、电抗器、套管等核心产品, 将受益于特高压建设。
- **投资建议:** 调升公司 2022、2023 年归上净利润至 145、147 亿, 维持强烈推荐, 调整目标价为 33-37 元。
- **风险提示:** 电网投资低迷、硅料扩产或装机不及预期、疫情影响海外业务。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	44166	61371	80378	91748	101883
同比增长	19%	39%	31%	14%	11%
营业利润(百万元)	3760	11548	23234	23441	24187
同比增长	32%	207%	101%	1%	3%
归母净利润(百万元)	2488	7256	14513	14706	15173
同比增长	23%	192%	100%	1%	3%
每股收益(元)	0.67	1.92	3.83	3.88	4.01
PE	42.4	14.8	7.4	7.3	7.1
PB	2.8	2.4	2.0	1.7	1.4

资料来源: 公司数据、招商证券

中游制造/电力设备及新能源
目标估值: 33.00 - 37.00 元
当前股价: 28.43 元

基础数据

总股本(万股)	379079
已上市流通股(万股)	379079
总市值(亿元)	1078
流通市值(亿元)	1078
每股净资产(MRQ)	12.6
ROE(TTM)	17.3
资产负债率	54.1%
主要股东	新疆特变电工集团有限公司
主要股东持股比例	11.79%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	24	47	126
相对表现	19	55	139



资料来源: 公司数据、招商证券

相关报告

- 《特变电工(600089)一新特能源回 A 获受理, 新能源业务贡献有望进一步加大》2022-06-29
- 《特变电工(600089)一硅料新产能即将投运, 能源与电网装备业务也向好》2022-06-13
- 《特变电工(600089)一业绩高增, 加快硅料扩张和一体化延伸》2022-04-12

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

正文目录

一、上半年业绩超预期	4
二、硅料盈利丰厚，公司新产能逐步释放，	5
三、能源和电网装备业务向好	6
1 煤炭、发电业务贡献加大	6
2 特高压项目逐步启动，电网装备业务受益	7
盈利预测	9
风险提示	9

图表目录

图 1 公司单季度归上净利润（亿元）	4
图 2: 新特能源主营业务	4
图 3: 硅料相关企业负债率对比	4
图 4: 新特能源硅料销量（万吨）	5
图 5: 公司硅料产能结构（万吨）	5
图 6: 硅料价格走势（元/kg）	5
图 7: 全球硅料产出情况与光伏装机量	5
图 8 硅料新增产能释放进度及预期（万吨）	6
图 9 公司煤炭业务表现	6
图 10: 公司各类型电站当年累计发电量（亿 kWh）	7
图 11: 公司电站装机容量（MW，含自备电厂）	7
图 12: 国家电网在建在运特高压工程示意	8
图 13: 十四五风光大基地布局	8
图 14: 特变电工历史 PE Band	9
图 15: 特变电工历史 PB Band	9
表 1: 子公司新特能源 A 股首发募投项目	4
表 2: 2022Q1 公司电站发电情况（亿 kWh）	7
表 3: 国网特高压交流项目统计	8
表 4: 盈利预测	9

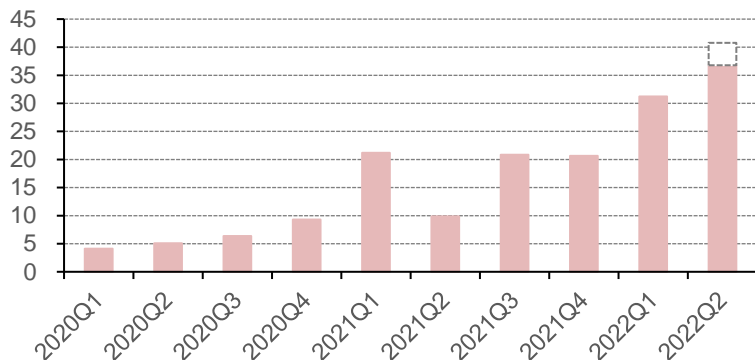
附：财务预测表..... 11

一、上半年业绩超预期

公司公告预计 2022 年上半年实现归母净利润 68-72 亿元，同比增长 119%-132%，扣非归母净利润 70-73 亿元，同比增长 259%-274%。预计 Q2 实现归母净利润 36.8-40.8 亿元，同比增加 273-313%，环比增加 17.8-30.6%，业绩表现超预期。

Q2 硅料价格持续上升，公司完成新疆产线技改爬坡，改造升级后新疆基地设计产能达 10 万吨，硅料贡献加大。同时煤炭交易均价、新能源电站规模较去年同期都有明显提升，推动公司业绩高增长。

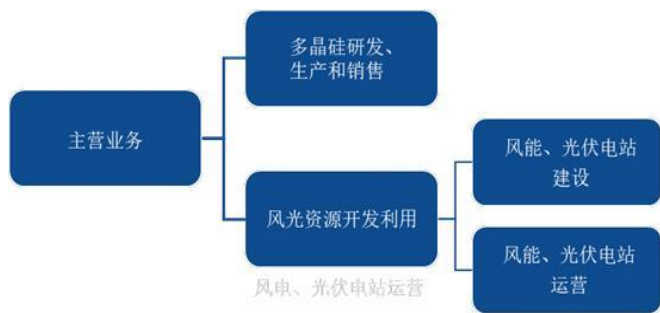
图 1 公司单季度归母净利润（亿元）



资料来源：公司公告、招商证券

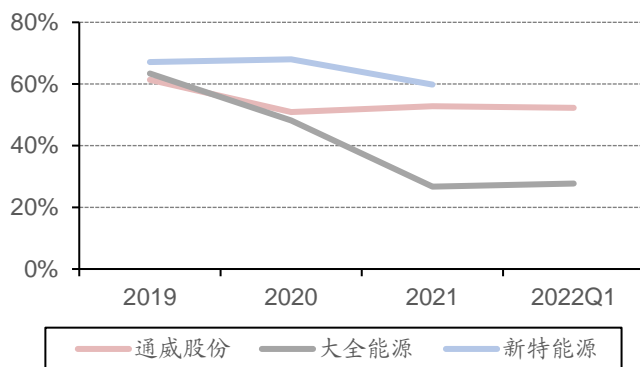
新特能源首次公开发行 A 股获受理，业务发展有望提速。公司公告子公司新特能源已向证监会提交了首次公开发行 A 股股票并在上交所主板上市的申请材料，6 月 28 日获得受理。新特能源主营业务包括多晶硅料、新能源电站 ECC、BOO 业务等，此前融资能力不足对公司发展造成制约。考虑 A/H 股估值差异，回 A 将大幅改善其融资能力，优化资产结构，硅料等业务投入与竞争力都将进一步加强，对公司贡献有望加大。

图 2：新特能源主营业务



资料来源：公司公告、招商证券

图 3：硅料相关企业负债率对比



资料来源：公司公告、招商证券

表 1：子公司新特能源 A 股首发募投项目

项目名称	投资总额（亿元）	募集资金投资额（亿元）
年产 20 万吨高端电子级多晶硅绿色低碳循环经济建设项目	176	88
合计	176	88

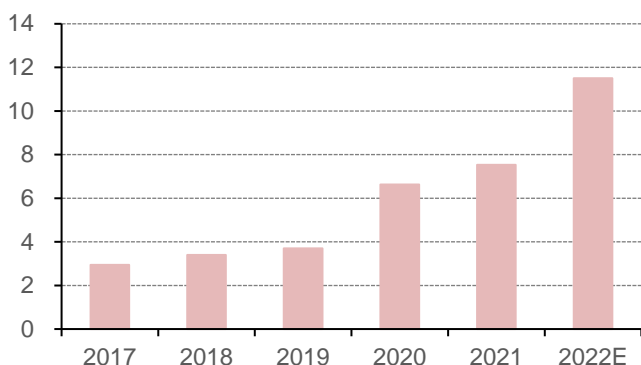
资料来源：公司公告、招商证券

二、硅料新产能逐步释放，贡献将加大

Q2 公司完成新疆产线技改爬坡,改造升级后新疆基地设计产能达 10 万吨。内蒙 10 万吨硅料项目进入调试,预计至 2022 年底公司硅料年化产能将达 20 万吨,今年出货 11-12 万吨。新特 A 股发行募集资金计划投建准东 20 万吨电子级多晶硅项目,预计在 2023-2024 年陆续投产。

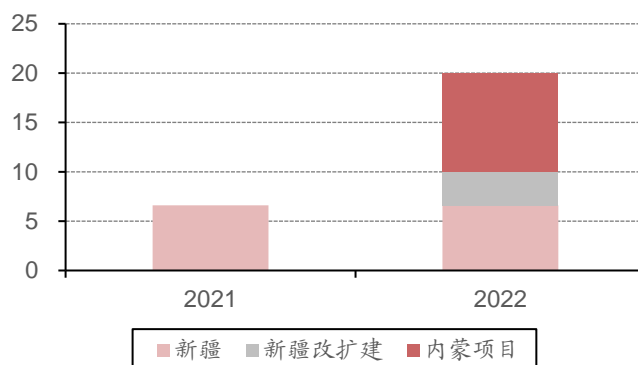
此外,公司规划于内蒙古达茂旗投建两期合计 40 万吨工业硅项目,利用公司充沛的煤炭与自备电厂等优势向上游延伸一体化,有望增厚盈利。

图 4: 新特能源硅料销量 (万吨)



资料来源:公司公告、招商证券

图 5: 公司硅料产能结构 (万吨)

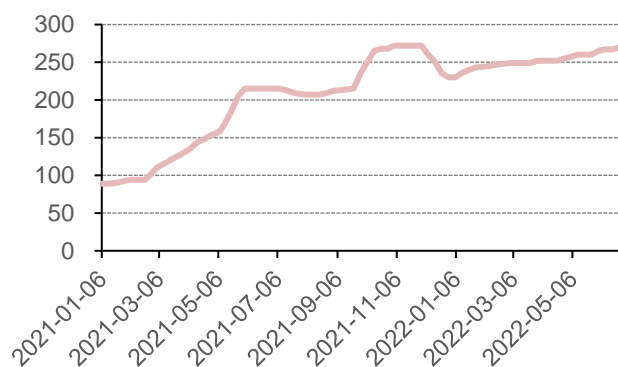


资料来源:公司公告、招商证券

今年硅料供需仍吃紧,明年上半年仍在紧平衡。尽管近期国内电站等市场对组件价格接受度有所减弱,但预计影响时间长度与力度总体比较有限,考虑到海外市场需求潜力比较大,行业仍将保持较快的增长。

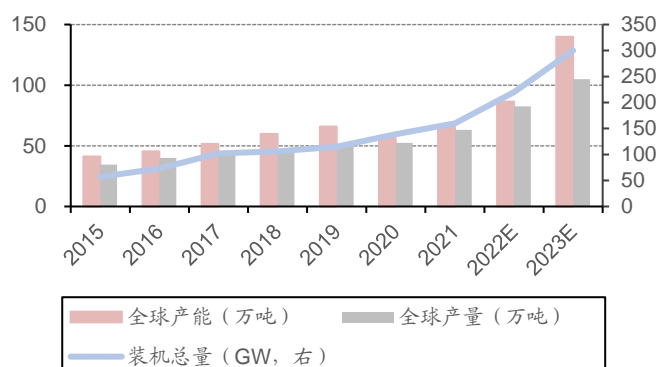
估算 2022 年 220GW 装机对应硅料需求在 85 万吨上下,2022 年期末名义产能可能达到 115 万吨,但大部分新增产能在 Q3 开始爬坡,Q4 贡献加大,有效产能大致为 86 万吨,再考虑到众多新扩产的硅片企业库存需要,总供需比较紧张。今年 Q4 可能有所改善,但明年上半年可能仍在紧平衡状态。公司产能规模领先、新增产能投放较快,将充分受益

图 6: 硅料价格走势 (元/kg)



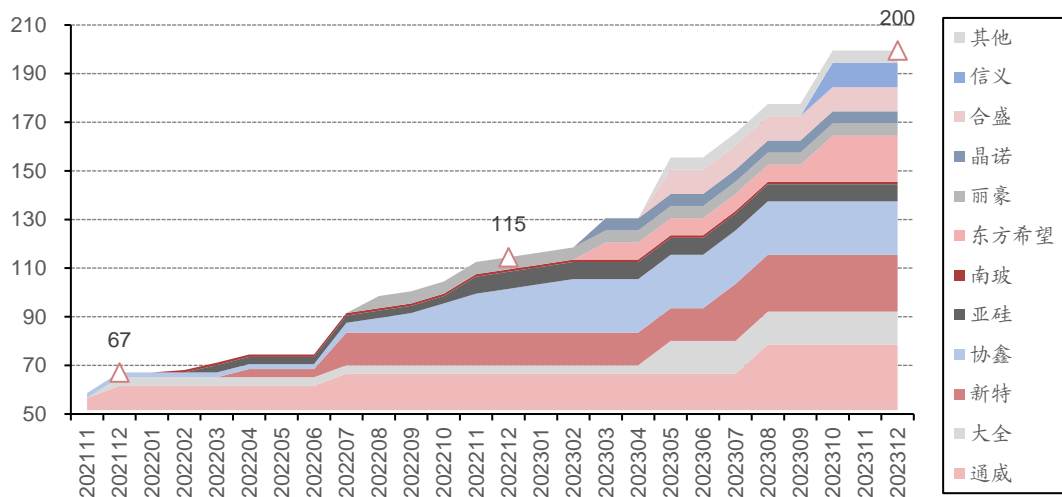
资料来源:硅业分会、招商证券

图 7: 全球硅料产出情况与光伏装机量



资料来源:CPIA、硅业分会、IRENA 等、招商证券

图 8 硅料新增产能释放进度及预期 (万吨)



资料来源：公司公告、硅业分会、Solarzoom 等、招商证券 (注：1) 统计数据为新增投运产能，实际产出需考虑产能爬坡；2) 包含未获得能评项目等)

三、能源和电网装备业务向好

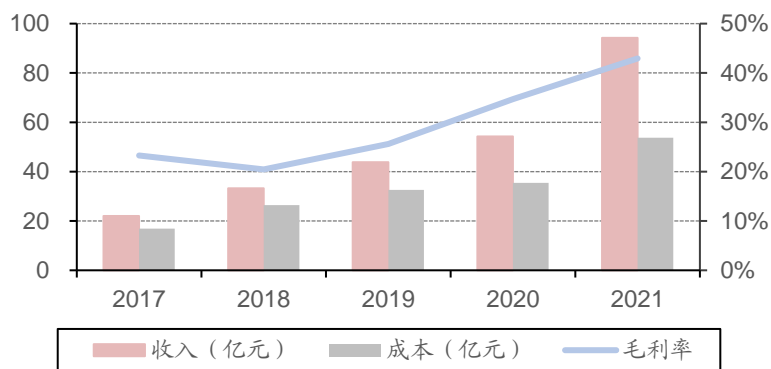
1 煤炭、发电业务贡献加大

公司准东地区煤矿储量 120 亿吨，目前产能包括南露天煤矿产能 3000 万吨/年、将二矿产能 2000 万吨/年。2021 年四季度销售均价略有抬升，煤炭业务盈利改善。

公司煤炭大部分以 1 年期长单形式销售 (以电煤为主)，新签订单价格可能更优，盈利也有更大空间。

考虑露天矿开采难度更低，公司配套自动化程度高，若未来采掘核准量提升，产能扩张也比较容易。

图 9 公司煤炭业务表现



资料来源：公司公告、招商证券

电站规模增加，电费收入增长。2021 年公司内蒙和新疆准东特高压基地风电项目陆续建成并网发电，自持新能源电站规模扩张。截止一季度末，公司运营电站总容量近 5GW，同比增长 40%，电费贡献也在加大。

2021 年末，公司在手核准新能源光伏电站容量约 3.5GW，风电项目容量 0.3GW。5 月子公司新特能源以 17 亿增资特变电工新疆新能源股份有限公司，电站规模有望进一步平稳扩大，贡献稳定收益。

公司过去围绕能源领域进行了 10 多年的布局和投入，资本消耗巨大，目前公司煤炭 (含配套铁路)、清洁能源、火电 (含自备电厂) 规模都已经很大。2021 年能源板块利润贡献超 30 亿元，未来有望维持比较强的贡献，而且从长期来看，公司的这个能源优势是比较稀缺和难以复制的，可能是比较宝贵的资源和资产。

图 10: 公司各类型电站当年累计发电量 (亿 kWh)

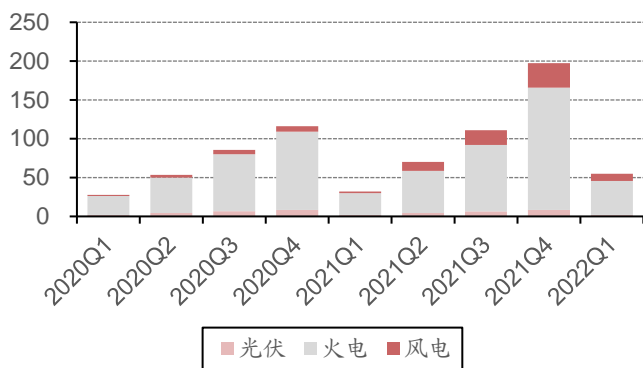
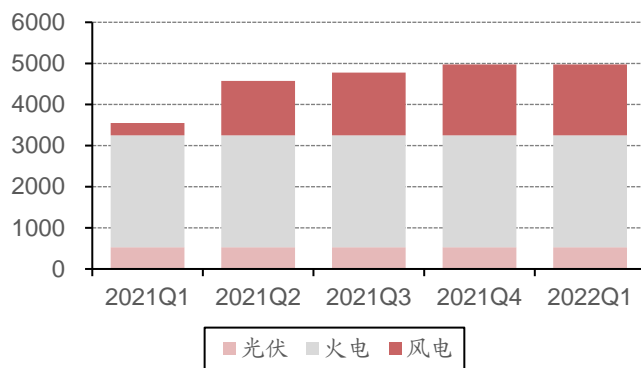


图 11: 公司电站装机容量 (MW, 含自备电厂)



资料来源: 公司公告、招商证券 (注: 2021Q4 起包含自备电厂) 资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 2022Q1 公司电站发电情况 (亿 kWh)

电源	所在地	项目名称	装机 MW	发电量	yoy	上网电量	yoy
煤电	新疆	昌吉 2×350MW 热电联产项目	700	11.35	2.39%	10.49	1.89%
	新疆	准东五彩湾北一电厂 2×660MW 坑口电站项目	1,320	19.43	15.41%	17.92	18.97%
	新疆	新特能源 2×350MW 自备电厂	700	12.75	11.54%	11.37	11.48%
风电	新疆	哈密风电基地二期景峡第六风电场 B 区 200MW 工	200	0.83	-31.10%	0.81	-31.24%
	内蒙古	固阳兴顺西风场一期 100MW 风电工程项目	100	0.60	-26.94%	0.59	-26.57%
	内蒙古	风盛正镶白旗特高压外送 200MW 风电项目	200	1.00	/	0.99	/
	内蒙古	新园正镶白旗特高压外送 200MW 风电项目	200	1.00	/	0.99	/
	内蒙古	风盛正镶白旗特高压外送 275MW 风电项目	275	1.49	/	1.47	/
	新疆	特变电工木垒大石头 200MW 风力发电项目	200	1.06	/	1.03	/
	新疆	准东新能源基地阿勒泰地区布尔津县 150MW 风	150	1.03	/	1.01	/
	新疆	特变电工木垒老君庙 100MW 风力发电项目	100	0.53	/	0.52	/
	新疆	中闽(木垒)大石头 200MW 风力发电项目	200	1.29	/	1.26	/
	江西	江西崇仁县 50MW 风电项目	50	0.22	/	0.21	/
	山东	王浩屯 50MW 风电项目	50	0.31	/	0.30	/
光伏	新疆	哈密东南部山口光伏园区 150MW 光伏发电项目	150	0.61	1.44%	0.60	1.73%
	云南	云南省临沧市云县干龙潭 30MW 并网光伏电站	30	0.13	2.97%	0.12	3.26%
	内蒙古	固阳兴顺西光伏电场 20MW 风光同场太阳能光伏	20	0.08	4.42%	0.08	4.66%
	内蒙古	奈曼旗一期 30MW 并网光伏	30	0.12	0.80%	0.12	0.70%
	内蒙古	内蒙古包头市石拐区领跑者 1 号 100MW 光伏项目	100	0.44	11.18%	0.43	10.34%
	山东	山东新泰市四槐片区 50MW 农光互补光伏发电项	50	0.14	-15.64%	0.14	-15.72%
	山西	山西芮城县光伏技术领跑基地 50MW 光伏发电项	50	0.16	-12.24%	0.16	-12.32%
	山西	山西阳泉市采煤沉陷区国家先进技术光伏发电示	100	0.36	-3.22%	0.36	-3.18%
合计			4,975	54.94	26.51%	51.00	28.89%

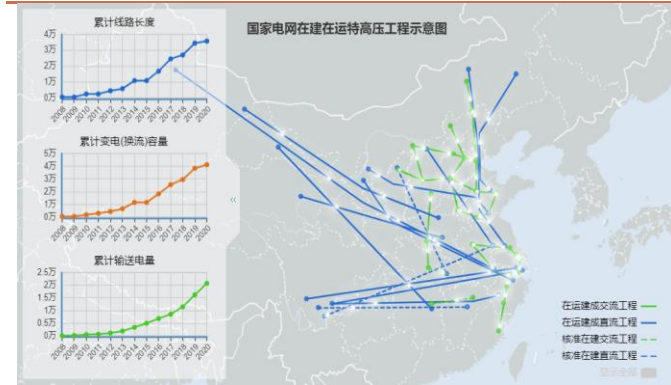
资料来源: 公司公告、招商证券

2 特高压项目逐步启动, 电网装备业务受益

6月武汉-南昌特高压交流项目获发改委核准, 新建线路长度 2×462.9 公里, 总投资 90.82 亿元。在 1 月福州-厦门特高压交流项目核准后, 上半年可能因疫情等因素, 特高压整体核准进度放缓, 近期武汉-南昌项目获得核准, 可能是后续进展加快的积极信号。我们预计, 十四五期间特高压直流与柔性直流将保持较快的发展, 而特高压交流建设可能会大幅加速, 其强度有可能赶超前几次大发展时期。

公司是国内特高压领域的核心供应商, 业务包括直流换流变、交流主变压器、直流换流阀、电抗器、套管等, 今年又投资 6.4 亿发展特高压套管研发制造项目, 进一步巩固优势, 也将受益于特高压建设。

图 12: 国家电网在建在运特高压工程示意



资料来源：国家电网、招商证券

图 13: 十四五风光大基地布局



资料来源：新华网、招商证券

表 3: 国网特高压交流项目统计

	核准	开建	投运	投资 (亿元)
晋东南-荆门 1000 千伏特高压交流	2006 年	2006 年 8 月	2009 年 1 月	57
淮南-浙北-上海 1000 千伏特高压输电交流	2011 年 9 月	2011 年 10 月	2013 年 9 月	185.46
浙北-福州 1000 千伏特高压交流输电	2013 年 3 月	2013 年 4 月	2014 年 12 月	200
淮南-南京-上海 1000 千伏特高压交流输电	2014 年 4 月	2014 年 7 月	2016 年 11 月	268
锡盟-山东 1000 千伏特高压交流输电	2014 年 7 月	2014 年 11 月	2016 年 7 月	173.6
蒙西-天津南 1000 千伏特高压交流输电	2015 年 1 月	2015 年 3 月	2016 年 11 月	175
榆横-潍坊 1000 千伏特高压交流输电	2015 年 5 月	2015 年 5 月	2017 年 8 月	241.8
锡盟-胜利 1000 千伏特高压交流输电	2016 年 1 月	2016 年 4 月	2017 年 7 月	49.56
北京西-石家庄 1000 千伏特高压交流输电	2017 年 7 月	2018 年 3 月	2019 年 6 月	34.72
山东-河北 1000 千伏特高压交流输电	2017 年 10 月	2018 年 5 月	2020 年 1 月	140.4
苏通 GIL 综合管廊	2016 年 7 月	2016 年 8 月	2019 年 9 月	47.63
蒙西-晋中 1000 千伏特高压交流	2018 年 3 月	2018 年 11 月	2020 年 9 月	54
张北-雄安特高压交流	2018 年 11 月	2019 年 4 月	2020 年 8 月	60
驻马店-南阳特高压交流	2018 年 11 月	2019 年 2 月	2020 年 7 月	50.8
荆门-武汉	2020 年 12 月	2021 年 3 月	2021 年 12 月	65
南昌-长沙	2020 年 12 月	2021 年 3 月	2021 年 12 月	102
南阳-荆门-长沙	2021 年 4 月	2021 年 6 月	在建	
驻马店-武汉	2021 年 11 月	2022 年 3 月	在建	38
福州-厦门	2022 年 1 月	2022 年 3 月	在建	71
武汉-南昌	2022 年 6 月			90.82
甘孜-天府南-成都东		待核准		
阿坝-成都东		待核准		
天府南-铜梁		待核准		
张北-胜利		待核准		
蒙西、石家庄、雄安、红墩界等扩建		待核准		

资料来源：国网电网等、招商证券

盈利预测

目前公司新疆硅料产线技改完成，内蒙 10 万吨进入调试，硅料业务将贡献高盈利。传统业务方面，煤炭盈利及自持电站规模较去年均有提升，贡献稳定收益，而随特高压项目启动，电网装备业务也有望实现较好增长。调升公司 2022、2023 年归上净利润至 145、147 亿，维持强烈推荐。

表 4: 盈利预测

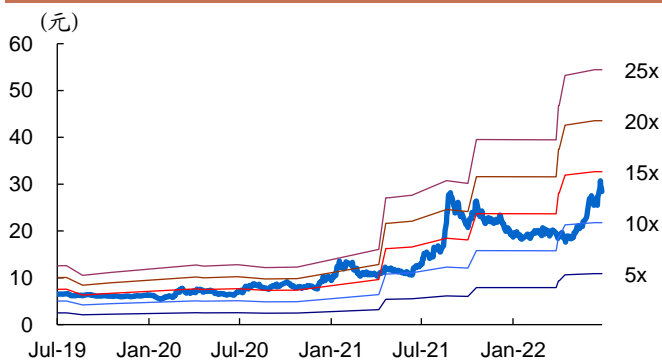
单位: 亿元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (合计)	442	614	804	917	1019
yoy	19%	39%	31%	14%	11%
变压器	109	109	118	127	138
yoy	20%	0%	8%	8%	8%
新能源产业及配套工程	122	200	335	408	473
yoy	61%	64%	68%	22%	16%
电线电缆	74	90	97	105	114
yoy	9%	22%	8%	9%	8%
煤炭	54	94	116	118	124
yoy	24%	74%	23%	2%	5%
输变电成套工程	22	33	45	61	67
yoy	-44%	54%	35%	35%	10%
电费	31	40	46	49	53
yoy	54%	29%	15%	8%	8%

资料来源: 公司公告、招商证券

风险提示

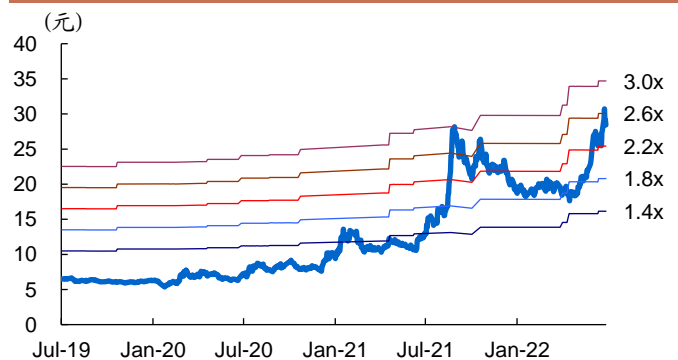
- 1) 电网投资低迷:** 尽管目前电力供需走紧且新型电力系统需要更大的投入，但如果电网公司考虑到盈利不好而保持疲软投资，可能影响公司传统的变压器、线缆业务贡献。
- 2) 硅料扩产或装机不及预期:** 硅料有比较高的壁垒，同行过去投产与调试出现过不及预期的情况。目前硅料价格比较高，如果供需走弱可能有所调整，进而影响其盈利能力。
- 3) 疫情影响海外业务:** 如果全球疫情迟迟不能平息，公司海外输变电成套工程业务可能低于预期。

图 14: 特变电工历史 PE Band



资料来源: 公司数据、招商证券

图 15: 特变电工历史 PB Band



资料来源: 公司数据、招商证券

参考报告:

- 1、特变电工：新特能源回 A 获受理，新能源业务贡献有望进一步加大，2022-6-29
- 2、特变电工：硅料新产能即将投运，能源与电网装备业务也向好，2022-06-12
- 3、特变电工：业绩高增，加快硅料扩张和一体化延伸，2022-04-12
- 4、特变电工：1-2 月表现超预期，硅料业绩饱满，2022.3.15
- 5、特变电工：硅料拉动公司业绩大超预期，有望保持高增长，2021.11.01
- 6、特变电工：硅料业务贡献加大，新能源领域投入加大，2021.8.31
- 7、特变电工：2020 业绩符合预期，迎接 2021 年高增长，2021.4.18
- 8、特变电工：子公司再拿长单，硅料业务将贡献较大的利润弹性，2021.1.23
- 9、特变电工：新特能源拟回归 A 股，光伏业务贡献有望进一步加大，2021.1.14
- 10、特变电工：隆基长单锁定近 7 成产能，硅料业务将加大业绩贡献，2020.12.16
- 11、特变电工：投资价值分析，2020.9.20

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	51396	59144	77418	97031	109368
现金	20423	19561	28080	39912	45384
交易性投资	914	1303	1303	1303	1303
应收票据	2219	2675	3504	4000	4441
应收款项	12616	12661	16556	18898	20986
其它应收款	1415	1295	1696	1935	2149
存货	6018	8270	9456	11445	13172
其他	7790	13380	16823	19538	21933
非流动资产	58099	67214	74178	78650	82879
长期股权投资	2315	2753	2753	2753	2753
固定资产	33958	42277	49389	54016	58327
无形资产商誉	4992	5851	5863	5877	5929
其他	16833	16333	16173	16005	15870
资产总计	109494	126358	151595	175681	192247
流动负债	39321	43009	52929	61529	62141
短期借款	4299	2058	6800	7630	2000
应付账款	22803	25695	29411	35598	40967
预收账款	3802	4730	5414	6554	7542
其他	8417	10525	11304	11747	11632
长期负债	23576	26384	26484	26584	26584
长期借款	20754	23724	23824	23924	23924
其他	2822	2660	2660	2660	2660
负债合计	62898	69394	79414	88114	88725
股本	3714	3789	3789	3789	3789
资本公积金	16027	15729	15729	15729	15729
留存收益	17860	24671	34789	45141	55903
少数股东权益	8995	12775	17875	22908	28102
归属于母公司所有者权益	37601	44189	54307	64659	75421
负债及权益合计	109494	126358	151595	175681	192247

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	5258	11657	18290	24078	25026
净利润	2488	7256	14513	14706	15173
折旧摊销	2622	3315	3584	4126	4409
财务费用	1130	1226	930	953	1031
投资收益	(908)	(594)	(750)	(730)	(660)
营运资金变动	(569)	(1742)	(5096)	(17)	(128)
其它	495	2195	5109	5041	5200
投资活动现金流	(3585)	(11444)	(9800)	(7870)	(7980)
资本支出	(7364)	(10989)	(10550)	(8600)	(8640)
其他投资	3779	(456)	750	730	660
筹资活动现金流	(1522)	(1134)	29	(4377)	(11573)
借款变动	(268)	1175	5354	930	(6130)
普通股增加	0	74	0	0	0
资本公积增加	435	(298)	0	0	0
股利分配	(613)	(780)	(4395)	(4354)	(4412)
其他	(1076)	(1306)	(930)	(953)	(1031)
现金净增加额	151	(922)	8519	11832	5473

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	44166	61371	80378	91748	101883
营业成本	35007	42729	48908	59197	68124
营业税金及附加	580	817	1070	1221	1223
营业费用	2200	2017	2331	2477	2547
管理费用	1823	2472	3054	3395	3566
研发费用	870	1105	1366	1560	1630
财务费用	1253	1036	930	953	1031
资产减值损失	(445)	(1591)	(235)	(235)	(235)
公允价值变动收益	116	1042	50	50	50
其他收益	449	306	400	370	300
投资收益	1207	595	300	310	310
营业利润	3760	11548	23234	23441	24187
营业外收入	93	79	80	90	90
营业外支出	191	87	90	90	90
利润总额	3662	11540	23224	23441	24187
所得税	465	1725	3612	3701	3820
少数股东损益	710	2559	5099	5034	5194
归属于母公司净利润	2488	7256	14513	14706	15173

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	19%	39%	31%	14%	11%
营业利润	32%	207%	101%	1%	3%
归母净利润	23%	192%	100%	1%	3%
获利能力					
毛利率	20.7%	30.4%	39.2%	35.5%	33.1%
净利率	5.6%	11.8%	18.1%	16.0%	14.9%
ROE	6.6%	16.4%	26.7%	22.7%	20.1%
ROIC	5.3%	12.3%	19.1%	16.6%	15.9%
偿债能力					
资产负债率	57.4%	54.9%	52.4%	50.2%	46.2%
净负债比率	27.1%	23.2%	22.8%	20.2%	15.3%
流动比率	1.3	1.4	1.5	1.6	1.8
速动比率	1.2	1.2	1.3	1.4	1.5
营运能力					
总资产周转率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
存货周转率	4.5	6.0	5.5	5.7	5.5
应收账款周转率	3.2	4.1	4.5	4.3	4.2
应付账款周转率	1.6	1.8	1.8	1.8	1.8
每股资料(元)					
EPS	0.67	1.92	3.83	3.88	4.01
每股经营净现金	1.42	3.08	4.83	6.36	6.61
每股净资产	10.12	11.66	14.33	17.07	19.91
每股股利	0.21	0.58	1.73	1.16	0.71
估值比率					
PE	42.4	14.8	7.4	7.3	7.1
PB	2.8	2.4	2.0	1.7	1.4
EV/EBITDA	20.9	9.8	5.3	5.2	5.0

资料来源：公司数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了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。

游家训：浙江大学硕士，曾就职于国家电网公司上海市电力公司、中银国际证券，2015 年加入招商证券，现为招商证券电气设备新能源行业首席分析师。

刘珺涵：美国克拉克大学硕士，曾就职于台湾元大证券，2017 年加入招商证券，覆盖新能源汽车中游产业，现为招商证券电气设备与新能源行业联席首席分析师。

刘巍：德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷汽车、沙利文咨询公司，2020 年加入招商证券，覆盖新能源车汽车产业链、工控自动化。

赵旭：中国农业大学硕士，曾就职于川财证券，2019 年加入招商证券，覆盖风电、光伏产业。

张伟鑫：天津大学电气工程硕士，曾就职于国金证券，2021 年加入招商证券，覆盖新能源发电产业。

评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

股票评级

强烈推荐：预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

增持：预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

中性：预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

减持：预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

行业评级

推荐：行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

中性：行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。