

晶澳科技 (002459.SZ)

三季度组件单瓦盈利提升显著

公司发布 2022 年三季报，2022 年前三季度公司收入同比增长 89 %至 493 亿元，归母净利润同比增长 151%至 33 亿元。2022 年前三季度公司海外出货及分销占比较 2021 年进一步提升，单季度组件单瓦净利提升显著，主要是因经营管理得当。公司以电池技术起家，在电池领域积淀深厚，目前在建及规划 TOPCon 产能 27GW，此外，公司明确 2023 年 TOPCon 组件出货占比将达总体指引的 30%，预计将进一步提升公司组件业务盈利水平。

□ 2022 年三季报简析。公司发布 2022 年三季报，2022 年前三季度公司收入同比增长 89.00%至 493.24 亿元，归母净利润同比增长 150.66%至 32.90 亿元，扣非归母净利润同比增长 200.93%至 32.41 亿元。2022 年三季度公司收入同比增长 110.55%至 208.55 亿元，归母净利润同比增长 164.97%至 15.87 亿元。

□ Q3 组件单瓦盈利环比显著提升。2022 年前三季度公司加大经营管理力度，单季度组件出货达到 11.43GW (Q1、Q2 分别为 6.83GW、8.84GW)，环比提升显著。前三季度公司海外出货占比为 64%，分销比例为 37%，较 2021 年全年均有提升 (2021 年海外出货占比 67%，分销占比 35%)。三季度公司组件单瓦净利约为 0.15 元，多方面因素影响公司组件单瓦盈利环比 Q2 提升：1) 上半年欧洲铺货在三季度加速确认；2) 三季度电池环节新产能放量；3) 出口美国销量增长较多；4) 经营管理得当，汇率有较为积极的影响。

□ 拟发行可转债，继续扩张一体化并推进 N 型产能。公司拟公开发行可转债，募集资金不超过 100 亿元，用于“包头晶澳 (三期) 20GW 拉晶、切片项目”、曲靖“年产 10GW 高效电池和 5GW 高效组件项目”、扬州“年产 10GW 高效率太阳能电池项目”及补充流动资金。预计公司本次可转债将进一步提升自身一体化规模及 N 型电池产能规模，进一步加强公司长期竞争力。

□ 积极推进 N 型 TOPCon。公司以电池业务起家，是 PERC 专利持有者，也是我国最早、最大规模应用 PERC 技术的企业。公司管理层对电池技术理解深刻，高度重视技术迭代，2022 年把握技术方向进一步扩张 TOPCon 产能，根据公司半年报电话会议披露，公司在建和规划的 TOPCon 电池产能达 27GW，预计 2023 年 TOPCon 组件出货量将达全年出货指引的 30%，随着 TOPCon 产量提升，预计公司组件业务盈利水平将进一步提升。

□ 盈利预测与投资建议：预计公司 2022-2023 年归母净利润分别为 51.57、88.09 亿元，对应估值 30 倍、18 倍，维持“强烈推荐”评级。

□ 风险提示：全球光伏装机低于预期，原材料价格持续上涨。

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	25847	41302	70574	106265	118994
同比增长	22%	60%	71%	51%	12%
营业利润(百万元)	1918	2600	6344	10645	13664
同比增长	15%	36%	144%	68%	28%
归母净利润(百万元)	1507	2039	5157	8809	11253
同比增长	20%	35%	153%	71%	28%
每股收益(元)	0.94	1.27	2.19	3.74	4.78
PE	69.6	51.5	30.0	17.6	13.8
PB	7.2	6.4	7.0	5.3	4.1

资料来源：公司数据、招商证券

强烈推荐 (维持)

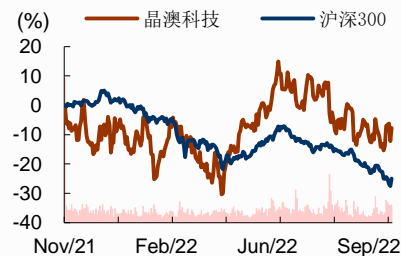
中游制造/电力设备及新能源
目标估值：105.00 - 110.00 元
当前股价：65.7 元

基础数据

总股本 (万股)	235514
已上市流通股 (万股)	107431
总市值 (亿元)	1547
流通市值 (亿元)	706
每股净资产 (MRQ)	10.7
ROE (TTM)	16.0
资产负债率	63.4%
主要股东	东台市晶泰福科技有限公司
主要股东持股比例	47.65%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-6	11	6
相对表现	2	24	34



资料来源：公司数据、招商证券

相关报告

- 《晶澳科技 (002459) 一组件二季度单瓦盈利持稳，稳步推进 TOPCon 产能》2022-08-30
- 《晶澳科技 (002459) 一组件盈利持续向上，全年高增长有望延续》2022-05-03
- 《晶澳科技 (002459) 一进一步扩大一体化规模》2022-02-28

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

赵旭 S1090519120001

zhaoxu2@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

正文目录

一、2022 年三季度报简析	4
二、三季度组件单瓦盈利提升	6
三、2023 年 N 型 TOPCon 电池量产有望增厚业绩	8
投资建议	12
盈利预测	12
相关报告	13
风险提示	14

图表目录

图 1: 公司主要产品	6
图 2: 公司产能结构 (GW)	6
图 3: 公司是 PERC 专利持有者	8
图 4: TOPCon 组件在电站端的溢价 (目前)	8
图 5: TOPCon 组件在电站端的溢价 (量产效率 25.5%、浆料降至 90mg, 硅片 4 元/片)	9
图 6: TOPCon 电池结构示意图	9
图 7: 选择性钝化接触示意	9
图 8: TOPCon 钝化层技术路线及优劣	10
图 9: PERC/TOPCon 工艺对比	10
图 10: LPCVD 设备结构示意图	11
图 11: LPCVD 工作原理	11
图 12: PECVD 工艺流程图	11
图 13: PECVD 工作原理	11
图 14: 蒸发 PVD 原理图	11
图 15: 溅射 PVD 原理图	11
图 16: 晶澳科技历史 PEBand	14
图 17: 晶澳科技历史 PBBand	14
表 1: 业绩摘要	4
表 2: 主要比率	4
表 3: 单季度业绩摘要	5
表 4: 单季度主要比率	5

表 5: 可转债资金用途.....	7
表 6: TOPCon 主流工艺流程对比.....	9
表 7: 盈利预测.....	12
附: 财务预测表.....	15

一、2022 年三季度报简析

2022 年三季度报简析。公司发布 2022 年三季度报,2022 年前三季度公司收入同比增长 89.00% 至 493.24 亿元,归母净利润同比增长 150.66% 至 32.90 亿元,扣非归母净利润同比增长 200.93% 至 32.41 亿元。2022 年三季度公司收入同比增长 110.55% 至 208.55 亿元,归母净利润同比增长 164.97% 至 15.87 亿元。

单瓦盈利提升。2022 年前三季度公司综合毛利率为 13.44%, 同比下降 0.54 个百分点, 其中三季度毛利率 13.74%, 同比下降 1.79 个百分点, 环比提升 1.74 个百分点, 主要受原材料价格持续上涨影响。三季度公司组件业务单瓦净利环比二季度提升较为, 略高于 0.15 元/W, 在硅料价格持续上涨的背景下公司组件业务单瓦盈利向上。

费用率下降。2022 年前三季度公司销售、管理、财务费用率分别为 1.62%、2.23%、-0.67%, 同比下降 0.39、0.86、2.30 个百分点, 2022 年第三季度公司销售、管理、财务费用率分别为 1.53%、2.39%、-1.49%, 同比下降 0.44、0.67、3.22 个百分点, 三季度公司财务费用率有积极变化, 主要是经营管理措施较好带来的汇兑影响。

表 1: 业绩摘要

百万元	2019 年	2020 年	2021 年	同比变化 (%)	2021Q1-3	2022Q1-3	同比变化 (%)
营业收入	21155.48	25846.52	41301.75	59.80	26097.22	49323.66	89.00
营业成本	16657.53	21617.12	35259.77	63.11	22449.46	42696.41	90.19
毛利润	4497.95	4229.40	6041.99	42.86	3647.76	6627.25	81.68
销售税金	136.82	129.72	139.71	7.70	103.72	152.26	46.80
毛利润 (扣除销售税金)	4361.13	4099.67	5902.27	43.97	3544.04	6474.99	82.70
销售费用	1197.14	559.61	735.67	31.46	525.44	801.11	52.46
管理费用	699.29	812.43	1125.78	38.57	808.66	1102.08	36.29
经营利润	2464.71	2727.63	4040.82	48.14	2209.93	4571.79	106.87
资产减值损失	-0.34	-145.40	-605.99	316.79	-92.40	-334.22	261.72
财务费用	569.33	690.83	813.47	17.75	476.86	-231.77	-148.60
投资收益	-115.78	273.07	425.28	55.74	175.98	147.27	-16.31
资产处置收益	-26.03	-81.73	-91.85	12.38	-16.42	6.49	-139.50
其他收益	94.31	173.23	215.54	24.42	156.60	244.16	55.91
营业外收入	22.36	34.98	33.05	-5.51	17.84	32.33	81.19
营业外支出	79.76	139.39	207.32	48.74	61.07	137.56	125.25
利润总额	1611.32	1813.80	2425.90	33.75	1584.70	3914.16	147.00
所得税	327.22	265.46	337.74	27.23	227.61	518.69	127.89
税后净利润	1284.10	1548.34	2088.16	34.86	1357.09	3395.47	150.20
少数股东损益	32.14	41.76	49.53	18.62	44.70	105.90	136.89
归母净利润	1251.96	1506.58	2038.63	35.31	1312.39	3289.57	150.66
非经常性损益	-30.66	145.77	191.83	31.60	235.48	48.83	-79.26
扣非归母净利润	1282.62	1360.81	1846.80	35.71	1076.90	3240.74	200.93

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 2: 主要比率

(%)	2019 年	2020 年	2021 年	同比变化 (%)	2021Q1-3	2022Q1-3	同比变化 (%)
毛利率	21.26	16.36	14.63	-1.73	13.98	13.44	-0.54
销售费用率	5.66	2.17	1.78	-0.38	2.01	1.62	-0.39
管理费用率	3.31	3.14	2.73	-0.42	3.10	2.23	-0.86
财务费用率	2.69	2.67	1.97	-0.70	1.83	-0.47	-2.30
经营利润率	11.65	10.55	9.78	-0.77	8.47	9.27	0.80
所得税率	20.31	14.64	13.92	-0.71	14.36	13.25	-1.11
净利率	5.92	5.83	4.94	-0.89	5.03	6.67	1.64

(%)	2019年	2020年	2021年	同比变化(%)	2021Q1-3	2022Q1-3	同比变化(%)
扣非净利率	6.06	5.26	4.47	-0.79	3.34	5.74	2.40

资料来源：公司公告，招商证券

表 3: 单季度业绩摘要

百万元	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q3 同比 (%)	22Q3 环比 (%)
营业收入	9236	9905	15205	12321	16148	20855	110.55	29.15
营业成本	7877	8366	12810	10499	14209	17989	115.02	26.60
销售费用	170	195	210	232	251	318	63.57	26.68
管理费用	290	299	317	272	340	490	64.02	44.27
财务费用	155	171	337	212	-134	-310	-280.67	130.80
所得税	103	100	110	134	134	251	150.91	87.27
归母净利润	557	599	726	750	952	1587	164.97	66.67

资料来源：公司公告，招商证券

表 4: 单季度主要比率

(%)	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22Q3 同比 (%)	22Q3 环比 (%)
毛利率	14.71	15.54	15.75	14.79	12.01	13.74	-1.79	1.74
销售费用率	1.84	1.96	1.38	1.88	1.56	1.53	-0.44	-0.03
管理费用率	3.14	3.02	2.09	2.21	2.10	2.35	-0.67	0.25
财务费用率	1.68	1.73	2.21	1.72	-0.83	-1.49	-3.22	-0.65
净利率	6.03	6.05	4.78	6.09	5.90	7.61	1.56	1.71

资料来源：公司公告，招商证券

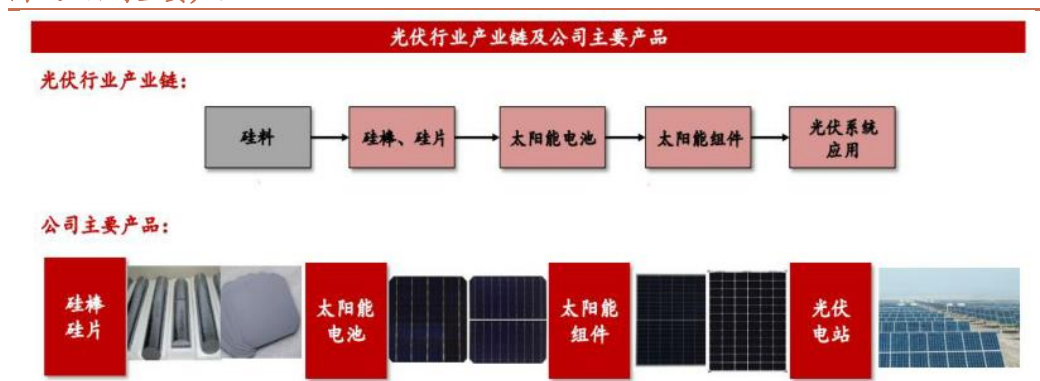
二、三季度组件单瓦盈利提升

Q3 组件单瓦盈利环比显著提升。2022 年前三季度公司加大经营管理力度，单季度组件出货达到 11.43GW（Q1、Q2 分别为 6.83GW、8.84GW），环比提升显著。前三季度公司海外出货占比为 64%，分销比例为 37%，较 2021 年全年均有提升（2021 年海外出货占比 67%，分销占比 35%）。三季度公司组件单瓦净利约为 0.15 元，多方面因素影响公司组件单瓦盈利环比 Q2 提升：1）上半年欧洲铺货在三季度加速确认；2）三季度电池环节新产能放量；3）出口美国销量增长较多；4）经营管理得当，汇率有较为积极的影响。

一体化程度持续提升。2021 年底公司组件产能近 40GW，预计 2022 年底公司组件产能超 50GW，其中硅片和电池产能约为组件产能的 80%。2023 年公司将进一步扩张一体化产能，根据公司披露，2023 年底公司硅片、电池、组件产能分别达 65GW、70GW、75GW，一体化程度持续提升。

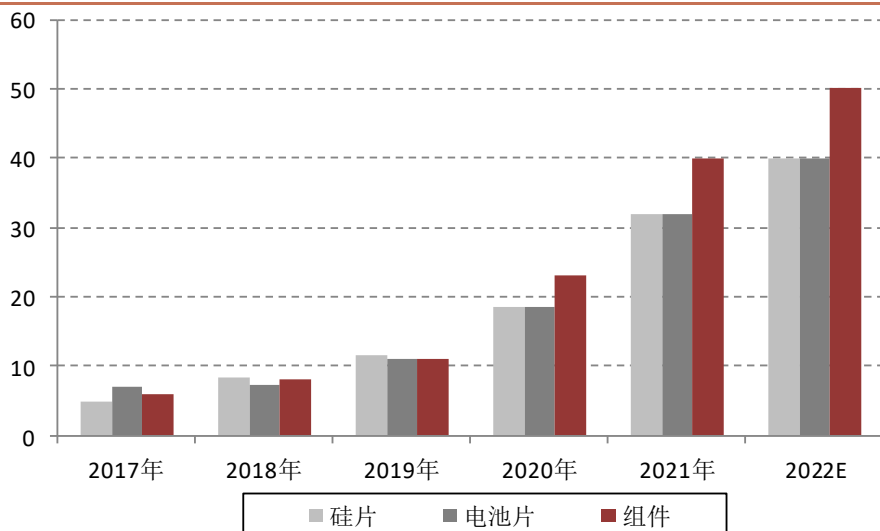
拟发行可转债，继续扩张一体化并推进 N 型产能。公司拟公开发行可转债，募集资金不超过 100 亿元，用于“包头晶澳（三期）20GW 拉晶、切片项目”、曲靖“年产 10GW 高效电池和 5GW 高效组件项目”、扬州“年产 10GW 高效率太阳能电池项目”及补充流动资金。预计公司本次可转债将进一步提升自身一体化程度及 N 型产能规模，进一步加强公司长期竞争力。

图 1：公司主要产品



资料来源：公司公告、招商证券

图 2：公司产能结构（GW）



资料来源：公司公告、招商证券

表 5: 可转债资金用途

项目名称	项目总投资额 (亿元)	募集资金拟投入 额(亿元)
包头晶澳(三期)20GW 拉晶、切片项目	58	27
年产 10GW 高效电池和 5GW 高效组件项目	54.05	28
年产 10GW 高效率太阳能电池片项目	26.03	15
补充流动资金	30	30
合计	168.08	100

资料来源: Wind、招商证券

三、2023 年 N 型 TOPCon 电池量产有望增厚业绩

公司在电池环节有深厚底蕴。公司以电池业务起家，在进行一体化同时，管理层始终高度重视电池技术研发，在电池技术领域具备较强优势。公司是 PERC 专利持有者，也是我国最早、最大规模应用 PERC 技术的企业。

积极推进 N 型 TOPCon。公司对电池技术理解深刻，高度重视技术变化方向，2022 年把握技术方向进一步扩张 TOPCon 产能，根据公司季报电话会议披露，公司在建和规划的 TOPCon 电池产能达 27GW，预计 2023 年 TOPCon 组件出货量将达全年出货指引的 30%。公司以电池业务起家，TOPCon 进展相对较快，有望进一步提升公司盈利水平。

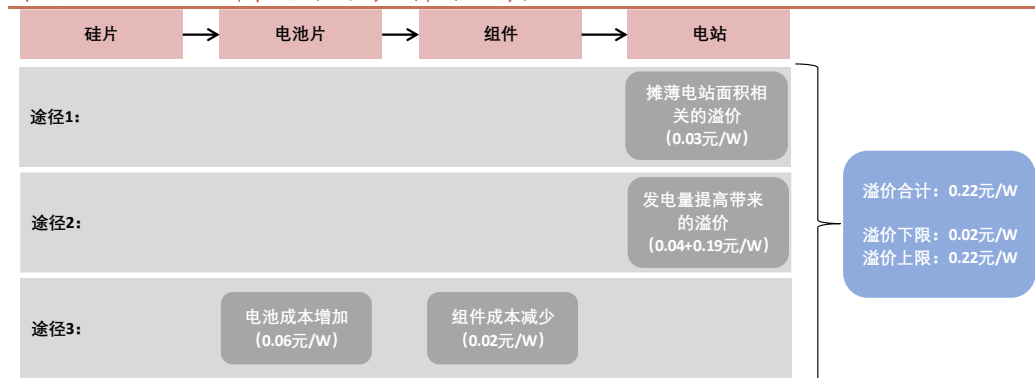
TOPCon 部分溢价尚未完全体现。TOPCon 组件（硅片至组件一体化）相对 PERC 的溢价主要通过三条路径实现：1、摊薄电站面积相关的成本；2、发电量提高带来的收益；3、TOPCon 电池、组件端自身成本的变化；其中发电量提高带来的收益可分为两部分：a) 衰减低带来的收益；b) 双面率、弱光性、温度系数等性能带来的收益，前者可以较快验证，后者需要一定时间，目前看，Topcon 组件在电站端的初期溢价下限 0.02 元/W，上限可能是 0.22 元/W。随着 TOPCon 大规模推广后进一步降本提效，预计其相对 PERC 会有更高的溢价，溢价估算为 0.17 元/W，上限约为 0.365 元/W（量产效率 25.5%、浆料降至 90mg，硅片 4 元/片）。

图 3：公司是 PERC 专利持有者



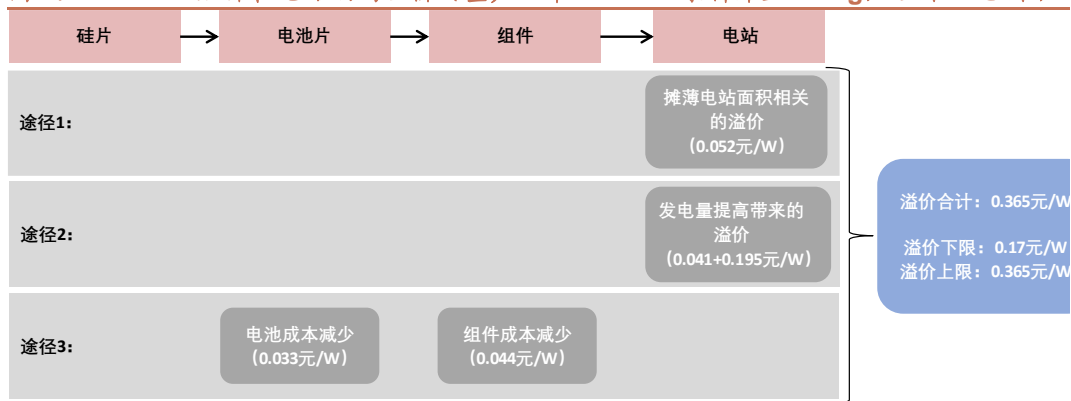
资料来源：公司官网、招商证券

图 4：TOPCon 组件在电站端的溢价（目前）



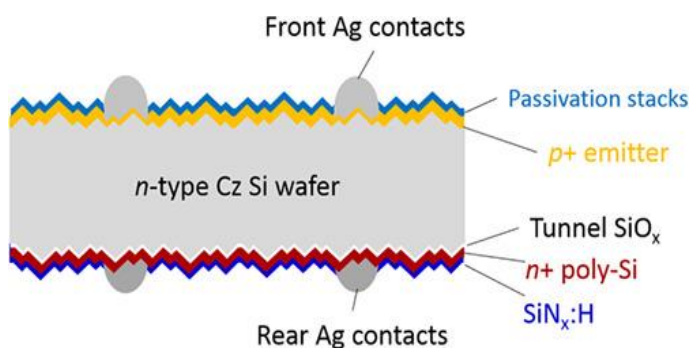
资料来源：招商证券

图 5: TOPCon 组件在电站端的溢价 (量产效率 25.5%、浆料降至 90mg, 硅片 4 元/片)



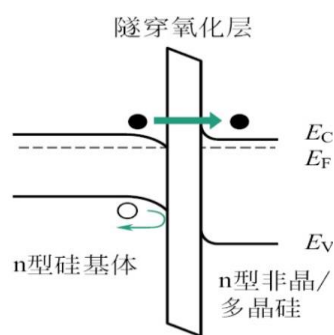
资料来源: 招商证券

图 6: TOPCon 电池结构示意图



资料来源: PhotoVoltaics、招商证券

图 7: 选择性钝化接触示意



资料来源: 《高效晶体硅太阳能电池技术》、招商证券

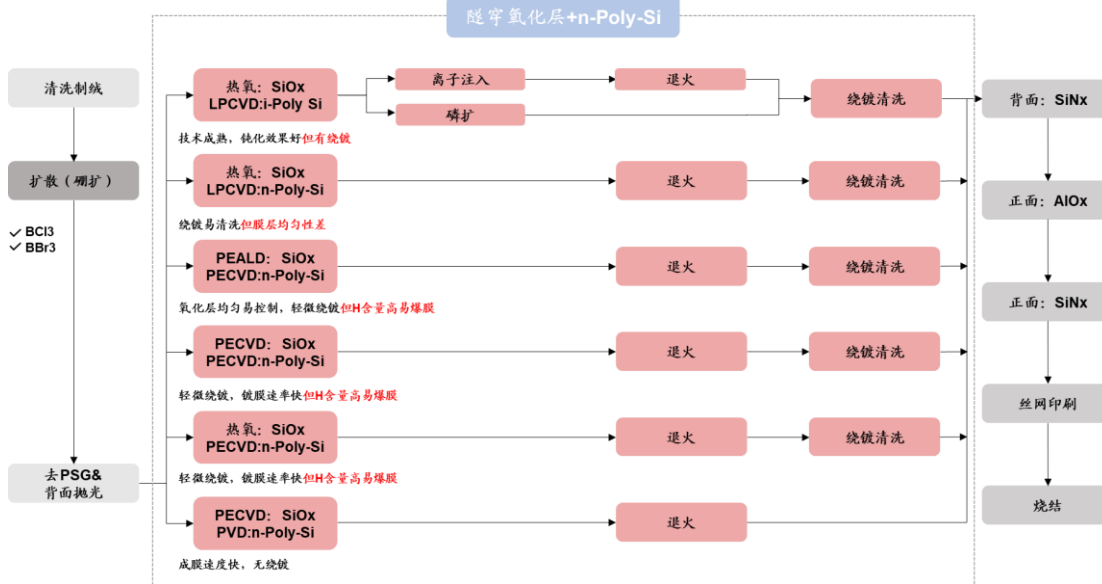
表 6: TOPCon 主流工艺流程对比

	LPCVD	PECVD	PVD
设备投资	低	低	高
绕镀	严重	小	基本无绕镀影响
不同尺寸兼容性	可以	可以	高
产能	高	可以	高
原位掺杂	较难, SiH4+PH3	容易, SiH4+PH3/B2H6	容易, 硅靶+PH3
膜层质量	较好	一般, 易爆膜	较好
耗气量	低	高	低
特气	SiH4, PH3	SiH4+PH3/B2H6, H2	PH3
易耗品成本	高 (石英舟、石英管)	一般 (石墨舟清洗)	低 (载板清洗)
占地面积	小 (L 9m*W 2m*H 4m)	小 (L 9m*W 2m*H 4m)	大 (~L 30m)
能耗	高	中	低
优点	工艺成熟度高, 多年规模量产经验 气体用量小 成膜质量较好 设备投资少 占地面积小	工艺时间短 (沉积速率快) 易原位掺杂 (p型和n型, 沉积速率基本不受掺杂影响) 占地面积小	基本无绕镀 工艺时间短 易原位掺杂 (p型和n型) 不同尺寸硅片兼容 利于薄片化 多功能升级

缺点	LPCVD	PECVD	PVD
	绕镀	绕镀	设备投资大
	原位掺杂较难	膜层均匀性差	占地面积大
	能耗大	易爆膜	
	石英耗材成本较高	气体用量大	
	不同尺寸硅片兼容性差	不同尺寸硅片兼容性差	

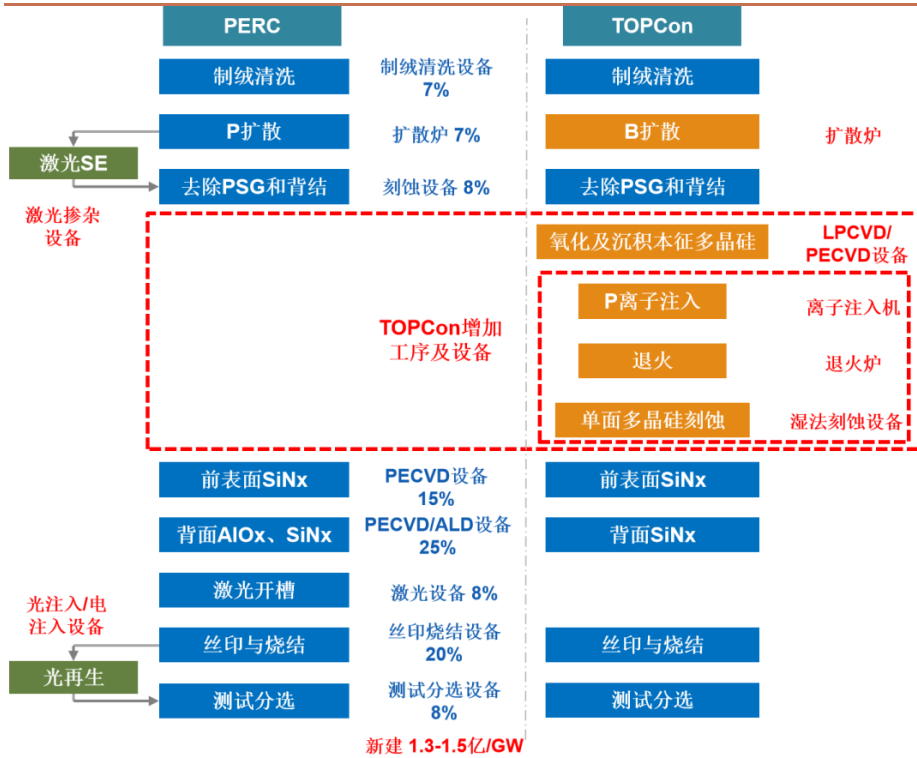
资料来源：普乐新能源、CPIA、招商证券

图 8: TOPCon 钝化层技术路线及优劣



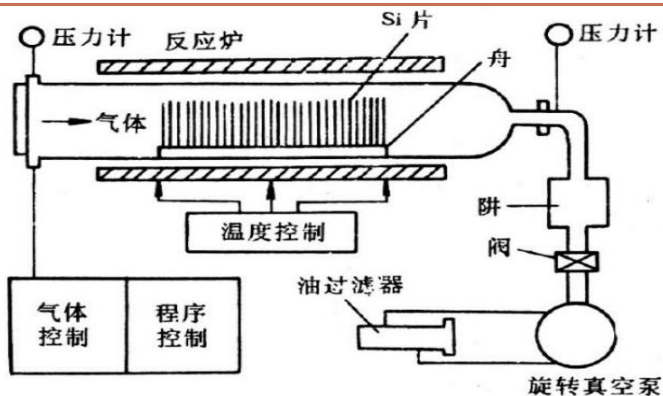
资料来源：PVInfolink、招商证券

图 9: PERC/TOPCon 工艺对比



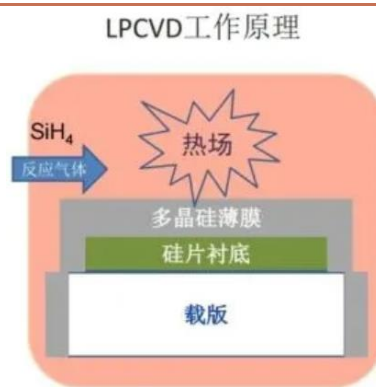
资料来源：Continuously Evolving Tech、招商证券

图 10: LPCVD 设备结构示意图



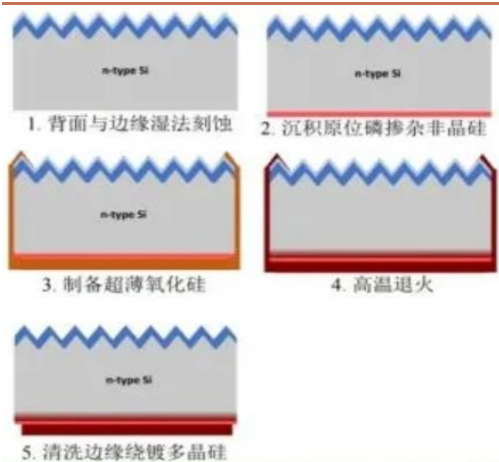
资料来源：北方华创官网、招商证券

图 11: LPCVD 工作原理



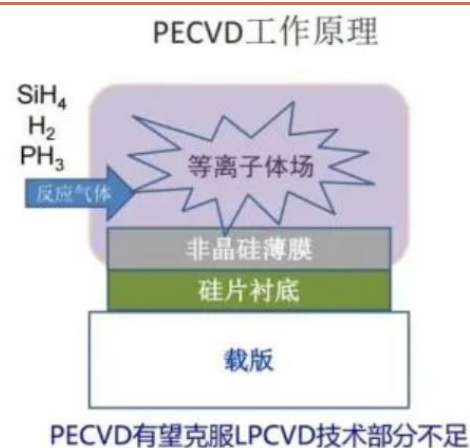
资料来源：中科院宁波材料所、招商证券

图 12: PECVD 工艺流程图



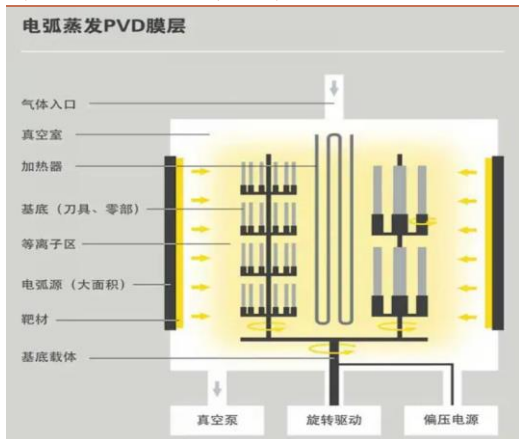
资料来源：中科院宁波材料所、招商证券

图 13: PECVD 工作原理



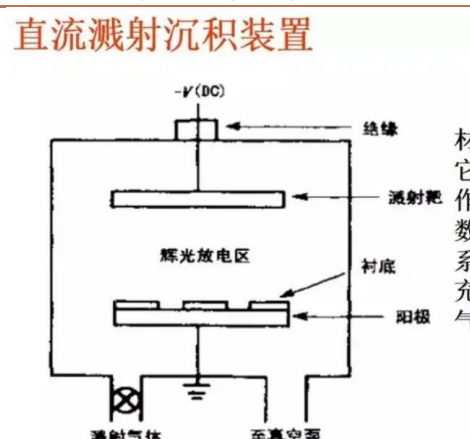
资料来源：中科院宁波材料所、招商证券

图 14: 蒸发 PVD 原理图



资料来源：pvtvacuum、招商证券

图 15: 溅射 PVD 原理图



真空系统中，靶材是需要溅射的材料，它作为阴极。相对于作为阳极的衬底加有数千伏的电压。在对系统预抽真空以后，充入适当压力的惰性气体。

资料来源：蒂姆新材料、招商证券

投资建议

公司发布 2022 年三季报，2022 年前三季度公司收入同比增长 89% 至 493 亿元，归母净利润同比增长 151% 至 33 亿元。2022 年前三季度公司海外出货及分销占比较 2021 年进一步提升，单季度组件单瓦净利提升显著，主要是因经营管理得当。公司以电池技术起家，公司以电池技术起家，在电池领域积淀深厚，目前在建及规划 TOPCon 产能 27GW，此外，公司明确 2023 年 TOPCon 组件出货占比将达总体指引的 30%，预计将进一步提升公司组件业务盈利水平。

预计公司 2022-2023 年归母净利润分别为 51.57 亿、88.09 亿元，维持“强烈推荐”评级。

盈利预测

表 7：盈利预测

百万元		2020	2021	2022E	2023E	2024E
组件	营业收入	24,028	39,460	68,425	103,540	116,150
	YOY(%)	24	64	73	51	12
	毛利率(%)	16	14	14	16	17
电站	营业收入	599	436	462	786	865
	YOY(%)	-1	-27	6	70	10
	毛利率(%)	50	50	50	50	50
其他	营业收入	1,220	1,405	1,687	1,940	1,978
	YOY(%)	9	15	20	15	2
	毛利率(%)	40	61	35	35	35
汇总	营业收入	25,847	41,302	70,574	106,265	118,994
	YOY(%)	22	60	71	51	12
	毛利率(%)	16	15	15	17	18

资料来源：Wind、招商证券

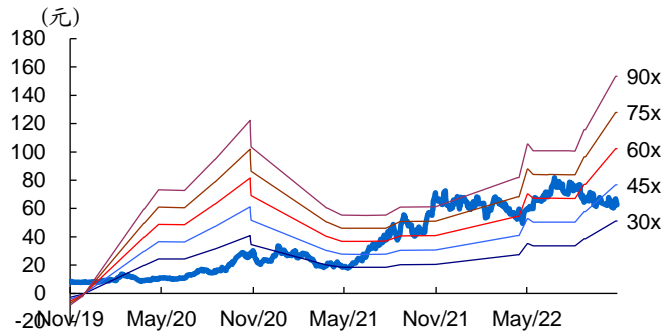
相关报告

- 1、《晶澳科技(002459)—组件二季度单瓦盈利持稳,稳步推进 TOPCon 产能》2022-08-28
- 2、《晶澳科技(002459)—组件盈利持续向上,全年高增长有望延续》2022-05-03
- 3、《晶澳科技(002459)——进一步扩大一体化规模》2022-02-27
- 4、《晶澳科技(002459)——Q3 业绩顶格预告上限,产能快速扩张推动公司上新台阶》2020-10-28
- 5、《晶澳科技(002459)——拟投资超百亿建设一体化产能,公司发展将上新台阶》2020-09-16
- 6、《晶澳科技投资价值分析》2020-09-14
- 7、《晶澳科技(002459)——中报业绩高增长,多环节加快产能投放》2020-08-18
- 8、《晶澳科技(002459)——中报业绩再超预期,一体化布局分享产业多环节红利》2020-07-14
- 9、《晶澳科技(002459)——业绩稳健增长,定增加速扩张》2020-04-29

风险提示

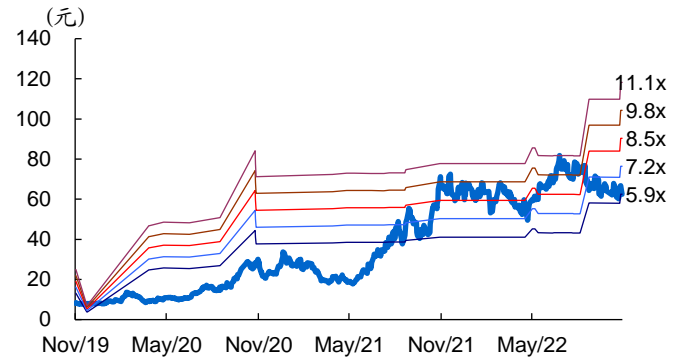
- 1) 全球光伏装机低于预期。我国光伏产业链具备极强全球竞争力，相关企业面向全球市场，若全球光伏装机不达预期，有可能会影响相关上市公司业绩。
- 2) 原材料价格持续上涨。若原材料价格持续上涨，公司业绩可能会受到影响。

图 16: 晶澳科技历史 PEBand



资料来源：公司数据、招商证券

图 17: 晶澳科技历史 PBBand



资料来源：公司数据、招商证券

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	21473	31629	47903	67634	79502
现金	9493	13219	16532	21069	27770
交易性投资	66	86	86	86	86
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	3512	5635	9595	14447	16178
其它应收款	600	737	1259	1896	2123
存货	4988	7957	13600	19965	22029
其他	2814	3995	6831	10171	11316
非流动资产	15825	25338	27521	29396	31006
长期股权投资	220	550	550	550	550
固定资产	11634	14225	16630	18693	20464
无形资产商誉	921	1047	943	848	764
其他	3049	9516	9398	9304	9229
资产总计	37297	56967	75424	97029	110508
流动负债	18565	32651	45303	59420	64000
短期借款	4631	7592	9000	9000	9000
应付账款	9033	13635	23329	34246	37788
预收账款	1130	3772	6454	9474	10454
其他	3771	7652	6520	6700	6759
长期负债	3893	7599	7599	7599	7599
长期借款	778	1264	1264	1264	1264
其他	3115	6335	6335	6335	6335
负债合计	22458	40250	52902	67019	71599
股本	1595	1599	2355	2355	2355
资本公积金	8804	8965	8965	8965	8965
留存收益	4257	5930	10846	18109	26718
少数股东权益	184	223	355	581	870
归属于母公司所有者权益	14656	16494	22167	29429	38039
负债及权益合计	37297	56967	75424	97029	110508

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	2265	3750	6609	10339	13848
净利润	1507	2039	5157	8809	11253
折旧摊销	1853	2259	2243	2551	2816
财务费用	634	795	(200)	950	800
投资收益	(273)	(425)	(300)	(1124)	(724)
营运资金变动	(1583)	(842)	(446)	(1100)	(595)
其它	128	(74)	155	252	299
投资活动现金流	(2495)	(4010)	(4128)	(3305)	(3705)
资本支出	(3198)	(5421)	(4428)	(4428)	(4428)
其他投资	703	1411	300	1124	724
筹资活动现金流	1163	2171	832	(2497)	(3443)
借款变动	(3602)	253	117	0	0
普通股增加	254	4	756	0	0
资本公积增加	4949	162	0	0	0
股利分配	0	(384)	(240)	(1547)	(2643)
其他	(438)	2136	200	(950)	(800)
现金净增加额	932	1911	3313	4537	6701

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	25847	41302	70574	106265	118994
营业成本	21617	35260	60327	88559	97718
营业税金及附加	130	140	239	359	403
营业费用	560	736	1164	2125	2380
管理费用	812	1126	1553	2975	3213
研发费用	339	574	847	1275	1190
财务费用	691	813	(200)	950	800
资产减值损失	(169)	(625)	(600)	(500)	(350)
公允价值变动收益	25	24	(300)	24	24
其他收益	173	216	300	200	200
投资收益	191	333	300	900	500
营业利润	1918	2600	6344	10645	13664
营业外收入	35	33	33	33	33
营业外支出	139	207	207	207	207
利润总额	1814	2426	6169	10471	13490
所得税	265	338	880	1436	1948
少数股东损益	42	50	132	226	289
归属于母公司净利润	1507	2039	5157	8809	11253

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
年成长率					
营业总收入	22%	60%	71%	51%	12%
营业利润	15%	36%	144%	68%	28%
归母净利润	20%	35%	153%	71%	28%
获利能力					
毛利率	16.4%	14.6%	14.5%	16.7%	17.9%
净利率	5.8%	4.9%	7.3%	8.3%	9.5%
ROE	10.3%	12.4%	23.3%	29.9%	29.6%
ROIC	10.6%	10.7%	15.9%	24.5%	25.0%
偿债能力					
资产负债率	60.2%	70.7%	70.1%	69.1%	64.8%
净负债比率	15.6%	17.8%	13.6%	10.6%	9.3%
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.9	0.7	0.8	0.8	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.7	0.9	1.1	1.1
存货周转率	5.6	5.4	5.6	5.3	4.7
应收账款周转率	7.0	9.0	9.3	8.8	7.8
应付账款周转率	3.2	3.1	3.3	3.1	2.7
每股资料(元)					
EPS	0.94	1.27	2.19	3.74	4.78
每股经营净现金	1.42	2.34	2.81	4.39	5.88
每股净资产	9.19	10.31	9.41	12.50	16.15
每股股利	0.24	0.15	0.66	1.12	1.43
估值比率					
PE	69.6	51.5	30.0	17.6	13.8
PB	7.2	6.4	7.0	5.3	4.1
EV/EBITDA	31.2	25.5	16.0	9.5	7.7

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。

投资评级定义

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。