

强烈推荐-A (维持)

当升科技 300073.SZ

目标估值: 48-52 元

当前股价: 37.83 元

2020 年 08 月 28 日

基础数据

上证综指	3350
总股本(万股)	43672
已上市流通股(万股)	43051
总市值(亿元)	165
流通市值(亿元)	163
每股净资产(MRQ)	7.3
ROE(TTM)	-6.8
资产负债率	29.2%
主要股东	矿冶科技集团有限公司
主要股东持股比例	22.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	26	67
相对表现	16	10	43

资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《当升科技(300073)——海外放量拉动快速增长, 产能继续保持扩张》2020-08-07
- 2、《当升科技(300073)——正极业务持续恢复, 海外客户贡献提升》2020-06-21
- 3、《当升科技(300073)——海外客户占比持续提升, 单吨利润维持较高水平》2020-04-19

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

刘珺涵

liujunhan@cmschina.com.cn
S1090519040004

周铮

010-57601786
zhouzheng3@cmschina.com.cn
S1090515120001

海外客户开始放量, 常州基地产能有望快速投放

公司公告: 上半年实现营收、归上净利润、扣非净利润约 10.9、1.46、1.13 亿元, 同比下滑 18.6%、3.3%、10.1%。其中 Q2 实现营收、归上净利润、扣非净利润约 6.75、1.13、0.68 亿元, 同比下滑 1.7%、增长 30.1%、下滑 11.4%。业绩符合预期。

- **中报业绩符合预期。**上半年公司业绩有所下滑, 主要系受疫情影响出货量下滑, 以及出货价下降。二季度公司归上净利润同比增长 30%, 增速与扣非业绩增速不匹配, 主要系 Q2 确认中科电气股价变动带来的公允价值收益超过 0.4 亿元。同时, 子公司中鼎高科贡献约 0.16 亿元。
- **海外客户放量, 上半年正极出货稳定。**上半年公司正极材料业务实现营收 10.3 亿元, 同比下滑 18.5%。估算出货量超过 8000 吨, 同比下滑 4-5%, 不过 Q2 公司出货已经开始正增长。上半年公司海外客户继续放量, 出货 4143 吨, 占比超过 50%。海外客户放量带动上半年出货保持稳定。
- **成本控制力增强, 正极毛利率略有增长。**上半年公司出货均价约 12.7 万元/吨, 同比下滑 14.5%, 单吨成本约 10.5 万元/吨, 同比下滑 15.6%, 单吨成本控制较好。上半年正极材料业务毛利率约 17.2%, 同比增长 1 个百分点, 主要系多元材料业务毛利率提升 2.7%, 多元材料业务毛利率提升也部分对冲了钴酸锂毛利率的下滑。上半年公司单吨净利润约 1.2 万元/吨, 同比下滑 5.6%, 其中 Q1 和 Q2 分别为 1.4 和 1.1 万元/吨, Q2 较 Q1 下滑主要系, Q2 公司管理、销售费用率增长, 财务费用收入减少, 以及所得税率提升。
- **业务展望。**受益欧洲市场高增长, 公司下半年出货有望持续加速增长。同时, 公司正在加速投产常州基地产能, 预计 Q4 可能有所贡献。此外, 公司目前产能利用率高带动固定成本有效摊销, 叠加备有部分原材料库存, 预计下半年单吨利润将有所回升。
- **投资建议。**公司国内外标杆客户有望继续突破, 并且保持产能的持续扩张。同时, 在高镍化大趋势下, 公司高镍产品也具备较强竞争力。未来将持续成长。维持“强烈推荐”评级, 维持目标价为 48-52 元。
- **风险提示:** 新能源汽车政策和销量低于预期, 产品结构升级进度低于预期, 应收账款坏账计提风险。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	3281	2284	3171	4965	7264
同比增长	52%	-30%	39%	57%	46%
营业利润(百万元)	368	(201)	403	584	840
同比增长	25%	-155%	-300%	45%	44%
净利润(百万元)	316	(209)	359	530	760
同比增长	26%	-166%	-272%	48%	43%
每股收益(元)	0.72	-0.48	0.82	1.21	1.74
PE	52.3	-79.0	46.0	31.2	21.8
PB	5.0	5.5	4.9	4.3	3.8

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

1、中报业绩及盈利情况分析	3
2、海外客户放量，盈利能力保持稳定	5
3、下半年有望快速增长，加速扩产应对供不应求	6
4、结论与建议	7
相关报告	8
风险提示	8

图表目录

图 1：当升科技历史 PE Band	9
图 2：当升科技历史 PB Band	9
表 1：业绩摘要	3
表 2：单季度业绩摘要	4
表 3：财务费用情况	5
表 4：现金流情况	5
表 5：负债情况	5
表 6：固定资产和在建工程情况	5
表 7：回报率情况	5
表 8：收入分拆	6
表 10：2020 年前 7 月全球市场中戴姆勒、现代、起亚电动车销售情况	7
表 11：2020 年前 7 月欧洲市场中戴姆勒、现代、起亚电动车销售情况	7
表 12：产能情况	7
表 13：业绩预测	8
附：财务预测表	10

1、中报业绩及盈利情况分析

公司发布中报业绩。上半年实现营收、归上净利润、扣非净利润约 10.9、1.46、1.13 亿元，同比下滑 18.6%、3.3%、10.1%。其中 Q2 实现营收、归上净利润、扣非净利润约 6.75、1.13、0.68 亿元，同比下滑 1.7%、增长 30.1%、下滑 11.4%。业绩符合预期。

中报业绩符合预期。上半年公司业绩有所下滑，主要系受疫情影响出货量下滑，以及出货价下降。二季度公司归上净利润同比增长 30%，增速与扣非业绩增速不匹配，主要系 Q2 确认中科电气股价变动带来的公允价值收益超过 0.4 亿元。同时，子公司中鼎高科贡献约 0.16 亿元。

异常量分析

毛利率有所增长。上半年公司整体毛利率约 19.1%，同比增长 0.9 个百分点，主要系正极材料和智能装备业务毛利率同比均在提升。

销售、管理、研发费用率有所提升。上半年公司销售、管理费用约 0.17、0.3 亿元，同比增长 2.2%、18%。销售和管理费用率分别 1.6%和 2.9%，同比增长 0.3 和 0.9 个百分点。其中 Q2 管理费用的增长较多，主要系员工激励的发放、咨询服务费的增加。

上半年研发费用约 0.48 亿元，同比下滑 20.7%，研发费用率约 4.4%，同比下滑 0.1 个百分点。

财务费用收入增加。上半年公司财务费用约-0.12 亿元，去年同期约-0.52 亿元，增长较多主要系汇兑收益的增长。但 Q2 由于人民币升值，公司出口增加，汇兑收益环比减少较多。

现金流转好。上半年公司赊销比约 66.9%，同比下滑 12.8 个百分点。销售回款/营收、经营性现金流净额/净利润约 73.8%、124.9%，同比增加 9.1、54.1 个百分点。现金流转好主要系公司出口业务快速增长，而海外客户回款比较好。

表 1：业绩摘要

百万元	2018	2019	同比变化 (%)	2019 年上半年	2020 年上半年	同比变化 (%)
营业收入	3,280.67	2,284.18	-30.37	1,339.75	1,090.38	-18.61
营业成本	2,681.32	1,834.49	-31.58	1,095.89	882.19	-19.50
毛利润	599.35	449.69	-24.97	243.87	208.19	-14.63
销售税金	11.95	6.13	-48.65	3.73	2.71	-27.35
毛利润(扣除销售税金)	587.40	443.55	-24.49	240.14	205.48	-14.43
销售费用	36.77	33.06	-10.10	16.78	17.15	2.19
管理费用	53.31	51.28	-3.81	26.54	31.33	18.04
研发费用	142.58	99.14	-30.47	60.36	47.87	-20.70
经营利润	354.74	260.08	-26.68	136.44	109.13	-20.02
资产和信用减值损失	-32.35	-574.72		-9.12	-1.05	
财务费用	3.73	-2.72	-173.03	-0.52	-12.35	
投资收益	29.26	26.56	-9.22	19.38	28.91	49.16
资产处置收益	0.59	-0.01		-0.00	0.00	
其他收益	19.74	16.53	-16.25	6.87	12.40	80.48
营业外收入	0.29	2.87	887.32	1.79	0.14	-92.11

百万元	2018	2019	同比变化 (%)	2019 年上半年	2020 年上半年	同比变化 (%)
营业外支出	1.16	0.26	-77.31	0.05	0.25	366.18
利润总额	367.38	-198.80	-154.11	178.68	175.51	-1.77
所得税	51.22	10.24	-80.00	27.58	28.73	4.15
税后净利润	316.16	-209.05	-166.12	151.10	146.78	-2.86
少数股东损益	0.00	0.00		0.00	0.70	
归母净利润	316.16	-209.05	-166.12	151.10	146.08	-3.32
非经常性损益	11.83	61.90	423.47	24.83	32.61	31.30
扣非归母净利润	304.34	-270.95	-189.03	126.27	113.47	-10.13
%			百分点变化			百分点变化
毛利率	18.27	19.69	1.42	18.20	19.09	0.89
销售费用率	1.12	1.45	0.33	1.25	1.57	0.32
管理费用率	1.63	2.24	0.62	1.98	2.87	0.89
研发费用率	4.35	4.34	-0.01	4.51	4.39	-0.12
财务费用率	0.11	-0.12	-0.23	-0.04	-1.13	-1.09
经营利润率	10.81	11.39	0.57	10.18	10.01	-0.18
所得税率	15.15	-4.54	-19.69	17.32	19.60	2.28
净利率	9.64	-9.15	-18.79	11.28	13.46	2.18
扣非净利率	9.28	-11.86	-21.14	9.42	10.41	0.98

资料来源：公司公告，招商证券

表 2: 单季度业绩摘要

百万元	19Q1	19Q2	19Q3	19Q4	20Q1	20Q2	20Q2 同比 (%)	20Q2 环比 (%)
营业收入	653.86	685.90	500.32	444.10	415.84	674.54	-1.66	62.21
营业成本	543.09	552.80	396.83	341.77	342.89	539.29	-2.44	57.28
毛利润	110.76	133.10	103.49	102.33	72.95	135.24	1.61	85.39
销售费用	7.10	9.69	6.74	9.53	5.92	11.23	15.89	89.49
管理费用	11.92	14.63	9.13	15.61	8.46	22.87	56.38	170.28
研发费用	28.70	31.66	14.60	24.17	18.35	29.52	-6.77	60.88
财务费用	2.75	-3.27	-3.12	0.92	-9.27	-3.08		
所得税	11.85	15.73	11.64	-28.98	5.80	22.93	45.70	295.14
归母净利润	64.09	87.00	68.57	-428.72	32.90	113.18	30.08	243.98
非经常性损益	14.42	10.41	-1.30	38.37	-12.68	45.28	334.78	
扣非归母净利	49.67	76.59	69.87	-467.09	45.58	67.90	-11.35	48.97
%							百分点同比	百分点环比
毛利率	16.94	19.41	20.69	23.04	17.54	20.05	0.64	2.51
销售费用率	1.09	1.41	1.35	2.15	1.42	1.66	0.25	0.24
管理费用率	1.82	2.13	1.82	3.51	2.03	3.39	1.26	1.36
研发费用率	4.39	4.62	2.92	5.44	4.41	4.38	-0.24	-0.04
财务费用率	0.42	-0.48	-0.62	0.21	-2.23	-0.46	0.02	1.77
所得税率	17.80	16.97	16.41	6.36	26.96	18.33	1.36	-8.63
净利率	9.80	12.68	13.71	-96.54	7.91	16.78	4.09	8.87
扣非净利率	7.60	11.17	13.97	-105.18	10.96	10.07	-1.10	-0.89

资料来源：公司公告，招商证券

表 3: 财务费用情况

百万元	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2
财务费用合计	2.75	-3.27	-3.12	0.92	-9.27	-3.08
利息支出	1.05	2.40	1.83	0.23	1.23	-0.02
减: 利息收入	3.30	4.31	3.74	4.19	5.34	4.14
加: 汇兑损益及其他	5.00	-1.36	-1.21	4.88	-5.16	1.08

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 4: 现金流情况

%	2017	2018	2019	2019 年上半 年	2020 年上半 年	百分点变化
赊销比	42.44	33.96	25.03	79.73	66.94	-12.79
存货营收比	12.06	8.59	9.43	15.50	36.47	20.97
销售商品、劳务获现金/营 收	52.65	54.44	72.50	64.71	73.83	9.12
经营现金流净额/税后净 利润	55.96	90.48	-166.19	70.86	124.94	54.08

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 5: 负债情况

	2017	2018	2019	2019 年上半 年	2020 年上半 年	百分点变化 (%)
负债率 (%)	41.85	24.94	25.40	22.06	25.17	0.46
短期借款 (百万元)	353.69	111.88	31.82	152.51	7.17	-71.55
长期应付款 (百万元)	60.19	60.18	60.17	60.18	60.17	-0.01
在手现金 (百万元)	450.87	1,878.34	2,171.91	2,045.80	2,093.58	15.63

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 6: 固定资产和在建工程情况

百万元	2017	2018	2019	2019 年上半 年	2020 年上半 年	同比变化 (%)
固定资产	468.10	451.77	410.80	436.14	741.80	70.08
在建工程	3.32	40.59	624.47	176.63	475.46	169.18

资料来源: 公司公告, 招商证券

表 7: 回报率情况

%	2017	2018	2019	2019 年上半 年	2020 年上半 年	百分点变化
ROE	17.11	12.94	-6.61	4.51	4.72	0.20
ROA	12.68	10.23	-4.65	3.99	3.47	-0.52
ROIC	14.88	11.72	-6.39	4.24	3.98	-0.27

资料来源: 公司公告, 招商证券

2、海外客户放量，盈利能力保持稳定

海外客户放量，上半年正极出货稳定。上半年公司正极材料业务实现营收 10.3 亿元，同比下滑 18.5%。估算出货量超过 8000 吨，同比下滑 4-5%，不过 Q2 公司出货已经开始正增长。上半年公司海外客户继续放量，出货 4143 吨，占比超过 50%。海外客户放量带动上半年出货保持稳定。

成本控制力增强，正极毛利率略有增长。上半年公司出货均价约 12.7 万元/吨，同比下滑 14.5%，单吨成本约 10.5 万元/吨，同比下滑 15.6%，单吨成本控制较好。上半年正极材料业务毛利率约 17.2%，同比增长 1 个百分点，主要系多元材料业务毛利率提升 2.7%，多元材料业务毛利率提升也部分对冲了钴酸锂毛利率的下滑。上半年公司单吨净利润约 1.2 万元/吨，同比下滑 5.6%，其中 Q1 和 Q2 分别为 1.4 和 1.1 万元/吨，Q2 较 Q1 下滑主要系，Q2 公司管理、销售费用率增长，财务费用收入减少，以及所得税率提升。

表 8: 收入分拆

百万元	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年上 半年	2019 年下 半年	2020 年上 半年	YoY (%)
营业总收入	2,157.9	3,280.7	2,284.2	1,339.8	944.4	1,090.4	-18.6
锂电材料及其他业务	1,929.3	3,107.9	2,176.8	1,278.7	898.1	1,037.8	-18.8
智能装备业务	228.6	172.8	107.4	61.0	46.4	52.6	-13.9
营业总成本	1,757.7	2,681.3	1,834.5	1,095.9	738.6	882.2	-19.5
锂电材料及其他业务	1,647.9	2,597.5	1,774.6	1,063.5	711.2	856.7	-19.4
智能装备业务	109.8	83.8	59.9	32.4	27.4	25.4	-21.5
整体毛利率 (%)	18.5	18.3	19.7	18.2	21.8	19.1	0.9
锂电材料及其他业务 (%)	14.6	16.4	18.5	16.8	20.8	17.4	0.6
智能装备业务 (%)	52.0	51.5	44.3	46.9	40.8	51.6	4.7

资料来源：公司公告，招商证券

表 9: 国内外收入情况

百万元	2017 年	2018 年	2019 年	2019 年上 半年	2019 年下 半年	2020 年上 半年	YoY (%)
主营业务收入	2,157.9	3,280.7	2,284.2	1,339.8	944.4	1,090.4	-18.6
中国大陆	1,674.0	2,542.2	1,741.1	1,040.6	700.6	588.6	-43.4
国外	484.0	738.5	543.0	299.2	243.8	501.8	67.7
主营业务成本	1,757.7	2,681.3	1,834.5	1,095.9	738.6	882.2	-19.5
中国大陆	1,379.0	2,093.9	1,379.0	842.2	536.8	466.4	-44.6
国外	378.7	587.5	455.5	253.7	201.8	415.8	63.9
整体毛利率 (%)	18.5	18.3	19.7	18.2	21.8	19.1	0.9
中国大陆 (%)	17.6	17.6	20.8	19.1	23.4	20.8	1.7
国外 (%)	21.7	20.5	16.1	15.2	17.3	17.1	1.9

资料来源：公司公告，招商证券

3、下半年有望快速增长，加速扩产应对供不应求

下半年出货有望快速增长。受益欧洲市场高增长，公司下半年出货有望持续加速增长。此外，公司目前产能利用率高带动固定成本有效摊销，叠加备有部分原材料库存，预计下半年单吨利润将有所回升。

加速扩产。2019 年下半年公司海门三期 0.8 万吨产能投产后，公司现有有效产能 2.4 万吨，同时根据不同产品需求，产能有弹性，产能瓶颈得到解决。此外，考虑到下半年海外客户需求旺盛，常州金坛一期 2 万吨产能将加速投产，预计在 Q4 开始陆续投产。

表 10: 2020 年前 7 月全球市场中戴姆勒、现代、起亚电动车销售情况

辆	202001	202002	202003	202004	202005	202006	202007
戴姆勒	7227	7419	7485	3529	6002	8949	14077
现代	5110	5890	6443	3781	4345	5842	7111
起亚	5729	7741	5742	3017	4751	7374	9150
%	202001	202002	202003	202004	202005	202006	202007
戴姆勒 YoY	194	366	164	12	11	180	346
现代 YoY	38	83	9	-28	-19	18	46
起亚 YoY	129	109	16	-24	11	84	171

资料来源: Marklines, 招商证券

表 11: 2020 年前 7 月欧洲市场中戴姆勒、现代、起亚电动车销售情况

辆	202001	202002	202003	202004	202005	202006	202007
戴姆勒	6171	6830	6535	2763	5062	7618	12359
现代	3233	3486	2668	1110	2496	3997	6255
起亚	5006	6640	4180	1997	3479	6288	8097
%	202001	202002	202003	202004	202005	202006	202007
戴姆勒 YoY	286	470	169	6	103	255	449
现代 YoY	8	32	-2	-54	0	64	158
起亚 YoY	136	153	38	-19	43	156	313

资料来源: Marklines, 招商证券

表 12: 产能情况

基地	投产时间	钴酸锂	5 系/6 系三元	8 系三元	合计
燕郊		2,500	3,500 (小型/动力储能)		6,000
海门一期	2014 年投产 2,000 吨, 2017 年技改增加 2,000 吨		4,000 (动力)		4,000
海门二期一阶段	2016 年		2,000 (动力)		6,000
海门二期二阶段	2017 年			4,000 (动力)	10000
海门三期	2019 年 9 月			10000 (动力)	10000
常州金坛一期一阶段	预计 2021 年			10000 (动力)	10000
常州金坛一期二阶段	预计 2021 年以后			10000 (动力)	20000
常州金坛一期三阶段	预计 2021 年以后			20000 (动力)	20000
常州金坛二期	预计 2021 年以后			50000 (动力)	50000
合计		2500	9500	112000	124000

资料来源: 公司公告, 招商证券; 注: 燕郊钴酸锂与三元产能可切换; 江苏产能以高镍标准设计, 也可以用来做中镍产品

4、结论与建议

- 1、公司 2010 年就已经成功配套三星 SDI、LG 化学等海外主流电池企业的消费类电池产品, 并从去年开始大批量配套海外主流动力电池企业, 公司仍在积极拓展国内外主流动力电池客户。
- 2、6 月以来欧洲新能源汽车市场在强劲的政策刺激下迅速回到高增长, 公司海外大客户下游销量同比继续大增, 预计将带动公司下半年正极出货快速增长。同时, 随着海外客户需求增长, 公司海外出货占比超过 60%, 考虑到公司较高的海外出货占比, 以及国内钴价持续低于国外, 预计盈利能力有望维持。

- 3、未来除了特斯拉，大众、宝马等欧系车企也将开始大力推动高镍电池应用，公司在高镍领域也具备较强竞争力，有望持续增长。
- 4、公司国内外标杆客户有望继续突破，并且保持产能的持续扩张。同时，在高镍化大趋势下，公司高镍产品也具备较强竞争力。目前公司管理层与核心骨干股权激励计划已经完成 72.98%，彰显对公司未来发展的信心。维持“强烈推荐”评级，维持目标价为 48-52 元。

表 13: 业绩预测

	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F	
正极材料	营业收入 (百万元)	1929.3	3107.9	2176.8	3079.4	4864.6	7148.7
	YoY (%)	62.0	61.1	-30.0	41.5	58.0	47.0
	营业成本 (百万元)	1647.9	2597.4	1774.6	2518.2	3981.1	5840.2
	毛利率 (%)	14.6	16.4	18.5	18.2	18.2	18.3
中鼎高科	营业收入 (百万元)	228.6	172.8	107.4	91.3	100.4	115.4
	YoY (%)	59.1	-24.4	-37.9	-15.0	10.0	15.0
	营业成本 (百万元)	109.8	83.8	59.9	44.7	49.2	56.6
	毛利率 (%)	52.0	51.5	44.3	51.0	51.0	51.0
营业总收入 (百万元)	2157.9	3280.7	2284.2	3170.7	4965.0	7264.1	
YoY (%)	61.7%	52.0	-30.4	38.8	56.6	46.3	
营业总成本 (百万元)	1757.7	2681.1	1834.5	2562.9	4030.3	5896.8	
毛利率 (%)	18.5	18.3	19.7	19.2	18.8	18.8	

资料来源：公司公告，招商证券

相关报告

点评报告：海外放量拉动快速增长，产能继续保持扩张，20200806

点评报告：正极业务持续恢复，海外客户贡献提升，20200621

点评报告：海外客户占比持续提升，单吨利润维持较高水平，20200419

点评报告：计提减值轻装上阵，海外放量推动增长，20200202

深度报告：动力电池正极龙头，海外放量拉动业绩增长，20191224

风险提示

1) 新能源汽车销量低于预期：如果受到产业政策变化、配套设施建设和推广、客户认可度等因素影响，可能导致新能源汽车市场需求出现较大波动。

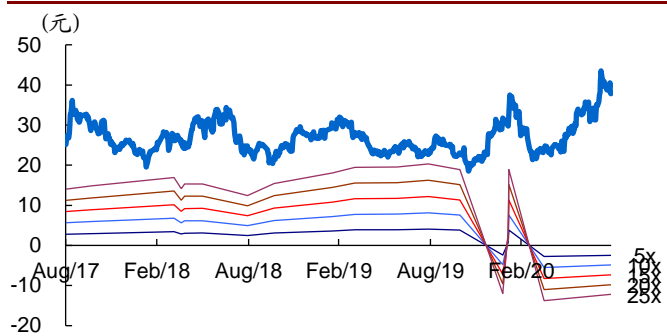
2) 产品结构升级进度低于预期：公司目前的高镍产品主要客户为国内企业，海外企业正在测试，同时高镍产品由于安全性问题始终无法得到有效解决，下游整车厂一直比较谨慎，公司可能面临一定的产品结构升级进度低于预期的风险。

3) 应收账款坏账计提风险：受比克应收账款还款不及预期的影响，公司针对比克的应收账款大幅计提坏账准备。未来公司仍有部分比克的应收账款未计提坏账准备，同时公司有部分中小型客户也可能存在应收账款还款慢于预期的风险，公司可能面临一定的应

收账款坏账计提风险。

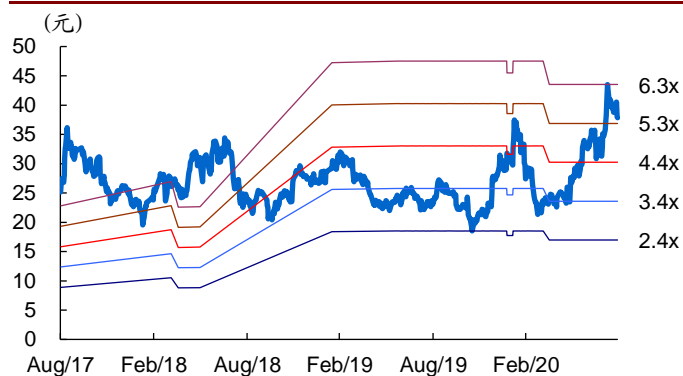
PE-PB Band

图 1: 当升科技历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 当升科技历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	3369	3265	3798	4297	5088
现金	1878	2172	2376	2157	2029
交易性投资	0	156	156	156	156
应收票据	240	0	0	0	0
应收款项	874	572	767	1201	1757
其它应收款	17	10	14	23	33
存货	282	215	290	456	668
其他	77	140	194	304	445
非流动资产	1030	1323	1446	2031	2684
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	452	411	748	1046	1310
无形资产	335	141	127	114	103
其他	242	771	571	871	1271
资产总计	4398	4588	5244	6329	7772
流动负债	952	1009	1306	1969	2811
短期借款	112	32	0	0	0
应付账款	728	814	1137	1788	2616
预收账款	25	14	20	31	46
其他	87	149	149	149	149
长期负债	145	156	156	156	156
长期借款	0	0	0	0	0
其他	145	156	156	156	156
负债合计	1097	1166	1463	2125	2968
股本	437	437	437	437	437
资本公积金	2208	2208	2208	2208	2208
留存收益	657	378	737	1159	1760
少数股东权益	0	400	400	400	400
归属于母公司所有者权益	3301	3023	3382	3804	4404
负债及权益合计	4398	4588	5244	6329	7772

现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	286	347	372	540	783
净利润	316	(209)	359	530	760
折旧摊销	48	54	63	102	137
财务费用	15	10	(4)	(3)	(3)
投资收益	(29)	(27)	(60)	(45)	(45)
营运资金变动	(54)	553	(9)	(77)	(104)
其它	(11)	(33)	23	33	38
投资活动现金流	(1101)	(222)	(140)	(655)	(755)
资本支出	(52)	(444)	(200)	(700)	(800)
其他投资	(1048)	222	60	45	45
筹资活动现金流	1181	341	(28)	(105)	(156)
借款变动	(304)	395	(32)	0	0
普通股增加	71	0	0	0	0
资本公积增加	1417	0	0	0	0
股利分配	(40)	(61)	0	(108)	(159)
其他	37	7	4	3	3
现金净增加额	367	467	205	(219)	(128)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	3281	2284	3171	4965	7264
营业成本	2681	1834	2563	4030	5897
营业税金及附加	12	6	9	13	20
营业费用	37	33	41	57	84
管理费用	53	51	67	99	145
研发费用	143	99	138	213	312
财务费用	4	(3)	(4)	(3)	(3)
资产减值损失	(32)	(575)	(15)	(15)	(15)
公允价值变动收益	0	67	30	15	15
其他收益	20	17	15	15	15
投资收益	30	27	15	15	15
营业利润	368	(201)	403	584	840
营业外收入	0	3	3	3	3
营业外支出	1	0	0	0	0
利润总额	367	(199)	406	587	842
所得税	51	10	47	57	83
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	316	(209)	359	530	760

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	52%	-30%	39%	57%	46%
营业利润	25%	-155%	-300%	45%	44%
净利润	26%	-166%	-272%	48%	43%
获利能力					
毛利率	18.3%	19.7%	19.2%	18.8%	18.8%
净利率	9.6%	-9.2%	11.3%	10.7%	10.5%
ROE	9.6%	-6.9%	10.6%	13.9%	17.2%
ROIC	9.2%	-6.2%	9.3%	12.4%	15.7%
偿债能力					
资产负债率	24.9%	25.4%	27.9%	33.6%	38.2%
净负债比率	2.5%	0.7%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	3.5	3.2	2.9	2.2	1.8
速动比率	3.2	3.0	2.7	2.0	1.6
营运能力					
资产周转率	0.7	0.5	0.6	0.8	0.9
存货周转率	9.9	7.4	10.1	10.8	10.5
应收帐款周转率	3.2	2.7	4.7	5.0	4.9
应付帐款周转率	4.1	2.4	2.6	2.8	2.7
每股资料 (元)					
EPS	0.72	-0.48	0.82	1.21	1.74
每股经营现金	0.66	0.80	0.85	1.24	1.79
每股净资产	7.56	6.92	7.74	8.71	10.09
每股股利	0.14	0.00	0.25	0.36	0.52
估值比率					
PE	52.3	-79.0	46.0	31.2	21.8
PB	5.0	5.5	4.9	4.3	3.8
EV/EBITDA	37.3	-102.3	33.7	22.8	16.0

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，研究新能源汽车上游产业。

普绍增：上海财经大学硕士，2017 年加入招商证券，覆盖光伏、工控自动化与信息化产业。

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、新能源汽车产业。

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。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。