

强烈推荐-A (维持)

思源电气 002028.SZ

目标估值: 30-33 元

当前股价: 23.85 元

2020 年 07 月 09 日

中报超预告上限, 业绩再超预期

基础数据

上证综指	3451
总股本(万股)	76021
已上市流通股(万股)	58723
总市值(亿元)	181
流通市值(亿元)	140
每股净资产(MRQ)	6.7
ROE(TTM)	12.2
资产负债率	38.2%
主要股东	董增平
主要股东持股比例	17.29%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《思源电气(002028.SZ): 思源电气投资价值分析》2020-07-01
- 2、《思源电气(002028) — Q1 业绩贴预告上限, 中报指引高增长》2020-04-27
- 3、《思源电气(002028) — 业绩高速增长, 盈利能力有望显著提升》2020-04-19

游家训

021-68407937
youjx@cmschina.com.cn
S1090515050001

普绍增

pushaozeng@cmschina.com.cn
S1090520060001

公司发布 2020 年上半年业绩快报, 收入、净利润分别同比增长 23.1%、139.8%, 公司业绩再超预期, 并超预告上限。综合行业态势与公司现状, 公司今年业绩高速增长有确定性, 明年业绩增长也有支撑。而中长期看, 变压器、海外 EPC 等业务有望推动公司上新台阶, 公司现有业务与管理都支撑成为较大的企业。维持“强烈推荐”评级, 上调盈利预测, 上调目标价为 30-33 元。

- **中报超预告上限, 业绩再超预期。**公司发布 2020 年上半年业绩快报, 收入、净利润分别为 29.7 亿元、4.6 亿元, 分别同比增长 23.1%、139.8%。其中 Q2 收入增长 34%, 净利润增长 117%, 公司业绩再超预期, 并超预告上限(公司 1 季报预计中报利润 3-4 亿元)。
- **业绩持续快速增长有确定性。**在 2-3 月疫情期间招投标活动大幅削减情况下, 公司上半年国内不含税订单达 30.48 亿元, 同比增 8%, 预计下半年中标量将有显著提振。最低价中标带来一系列恶性质量问题, 电网公司 2019 年开始修订招投标规则, 主要一次设备中标价格温和回升(2020 年仍在提升), 预计公司 2021 年毛利率水平还会有所提升。综上, 预计 2021 年经营也有良好的支撑。
- **清晰的阿尔法和中期路径。**公司从线圈小业务起家, 过去 10 年通过产品拓展穿越行业周期。目前, 新的三大业务正在崛起(变压器、柔性直流与电力软件、海外 EPC)。其中, 软件稳居国内前六, 2018 年整合的东芝变压器已开始盈利。此外, 公司直流、轨交业务也开始产生贡献。公司海外 EPC 布局 10 年已成体系, 综合解决方案、一站式采购优势正在体现。目前海外市场收入占比近 20%, 未来 4-5 年有望提升到 40% 以上, 海外市场大有可为。
- **进入新一轮拓展期。**公司整合能力强, 2005-2008 年先做了多宗整合, 到目前基本都实现了当时的产业愿景。2018 年后公司整合与投资在加快, 目前公司报表在手净现金 20 亿元(另有 10 亿元半导体投资), 如没有特别开支, 2021 年末公司净现金有望达 60 亿元, 有能力进行扩张和新业务探索。
- **投资建议:**公司产品架构与管理能力, 能支撑成为更大的企业。短期确定性高, 中期发展路径清晰。维持“强烈推荐”评级, 上调盈利预测, 上调目标价为 30-33 元。
- **风险提示:** 国电电网投资波动, 变压器等新业务不及预期, 半导体与超级电容等新业务迟迟不能产出。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	4807	6380	8235	9748	12298
同比增长	7%	33%	29%	18%	26%
营业利润(百万元)	275	628	1140	1406	1836
同比增长	-0%	128%	82%	23%	31%
净利润(百万元)	295	558	1011	1245	1624
同比增长	18%	89%	81%	23%	30%
每股收益(元)	0.39	0.73	1.33	1.64	2.14
PE	61.5	32.5	17.9	14.6	11.2
PB	4.0	3.6	3.1	2.7	2.3

资料来源: 公司数据、招商证券

正文目录

一、中报业绩超预告上限.....	4
二、业绩持续快速增长有确定性.....	5
三、通过产品加法持续增长，清晰的经营阿尔法.....	7
3.1 通过产品加法实现持续增长.....	7
3.2 变压器、海外 EPC、柔性直流与电力软件有望推动新增长.....	9
四、公司进入一轮并购整合和拓展期.....	10
五、投资建议.....	11
相关报告:	11
风险提示.....	12

图表目录

图 1 公司收入持续创新高.....	4
图 2 公司业绩有望再创新高.....	4
图 3 公司整体新增订单持续创新高.....	5
图 4 公司国内、海外新增订单情况.....	5
图 5 公司盈利能力有望持续提升.....	6
图 6 国网一次设备招标价格逐步上升.....	6
图 7 国网一次设备招标价格逐步上升.....	6
图 8 一次设备上游主要原料价格逐步下降-钢（元/吨）.....	6
图 9 一次设备上游主要原料价格逐步下降-铜（元/吨）.....	6
图 10 公司通过产品做加法获得持续增长（单位，百万元）.....	7
图 11 公司产品布局及解决方案.....	8
图 12 公司新业务布局情况.....	11
图 13: 思源电气历史 PE Band.....	12
图 14: 思源电气历史 PB Band.....	12
表 1: 中报预告再超预期.....	4
表 2: 主要子公司净利率情况（单位，%）.....	6
表 3: 公司业务布局情况.....	7
表 4: 主要子公司经营情况（百万元）.....	8

表 5: 主要子公司经营情况 (百万元)	8
表 6: 常州东芝主要经营数据 (单位, 百万元)	9
表 7: 思源弘瑞子公司主要经营数据	9
表 8: 海外业务分析	9
表 9: 公司部分海外标杆项目情况	9
表 10: 公司 2004 年-2008 年并购整合、设立子公司情况 (单位, 百万元)	10
表 11: 思源电气近几年收购、设立公司梳理	10
表 12: 公司资产负债表分析 (百万元)	11
附: 财务预测表	13

一、中报业绩超预告上限

中报业绩超预告上限。公司发布 2020 年上半年业绩快报，收入、净利润分别为 29.7 亿元、4.6 亿元，分别同比增长 23.1%、139.8%。其中 Q2 收入增长 34%，净利润增长 117%，公司业绩再超预期，并超预告上限（公司 1 季报预计中报利润 3-4 亿元）。

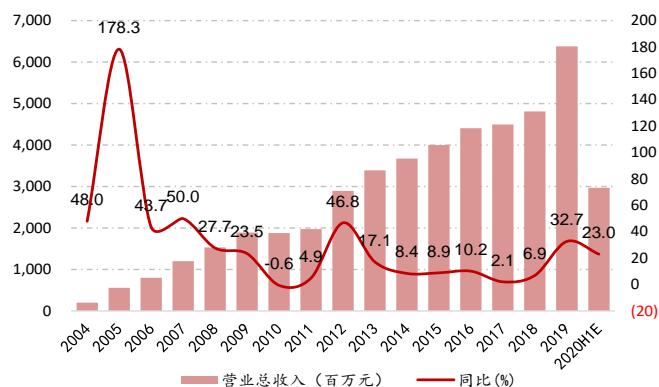
公司高增长主要系：在手订单充沛、国内交付加速、订单质量毛利率提升明显。2020 年上半年公司销售毛利率、归上净利润分别上升 4.53、7.56 个百分点。

表 1：中报预告再超预期

(百万元)	19H1	20H1E	同比/百分点变动 (%)	19Q2	20Q2E	同比/百分点变动 (%)
营业总收入	2411.8	2967.6	23.0	1569.5	2102.7	34.0
营业利润	215.1	553.0	157.1	184.8	453.9	145.6
利润总额	225.3	554.0	145.9	194.4	454.6	133.9
归上净利润	192.3	461.0	139.8	172.0	372.8	116.7
销售毛利率(%)	29.29	33.82	4.53	20.20	33.61	13.41
归上净利率 (%)	7.97	15.53	7.56	10.96	17.73	6.77

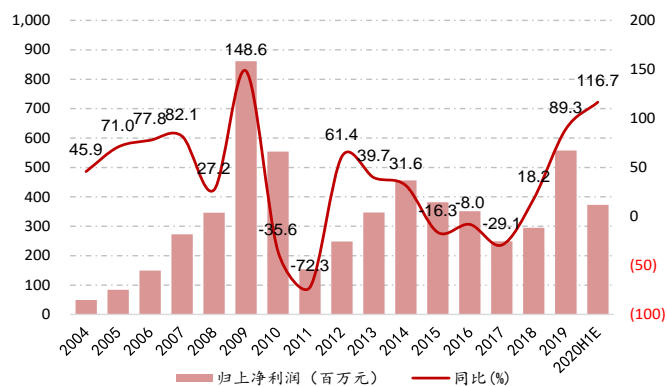
资料来源：公司公告、招商证券

图 1 公司收入持续创新高



资料来源：Wind、招商证券

图 2 公司业绩有望再创新高



资料来源：Wind、招商证券

注：公司 2009、2010 年归上净利润较高主要系有较多非经常性受益

二、业绩持续快速增长有确定性

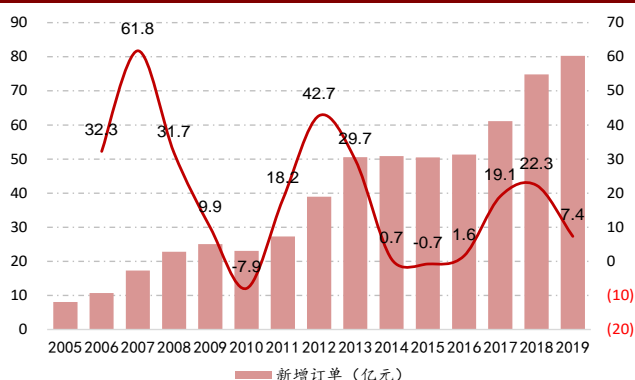
公司 2020 年收入有望实现较快增长。2019 年公司新增合同订单(不含税)81.21 亿元, 同期增长 21.53%。在 2-3 月疫情期间招投标活动大幅削减情况下, 公司上半年国内不含税订单达 30.48 亿元, 同比增 8%, 预计下半年中标量将有显著提振。

最低价中标带来一系列恶性质量问题, 电网公司 2019 年开始修订招投标规则, 主要一次设备中标价格温和回升(2020 年仍在提升), 预计公司 2021 年毛利率水平还会有所提升。综上, 预计 2021 年经营也有良好的支撑。

公司盈利能力有望显著提升:

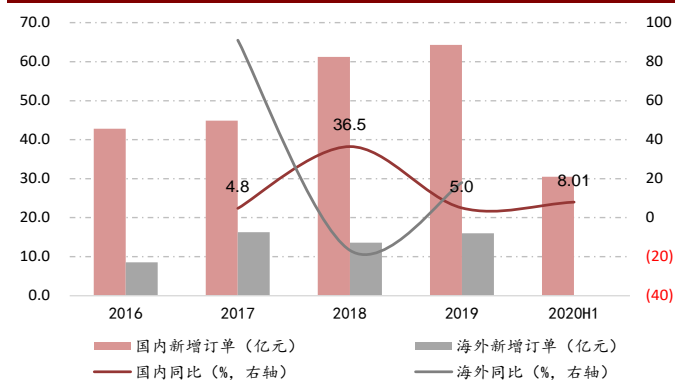
- 1) **原材料的影响在反向演绎。**2019-2020 年, 上游原材料价格开始陆续下跌, 近期跌幅在加大, 部分招投标是闭口合同, 其盈利会提升。其中, 对采购上游材料较多的一次设备会更加明显。
- 2) **招投标准则的优化。**国家电网等公司在招投标根据招投标法, 之前采用最低价中标规则, 后来在商务评分中采用中间价下折(最中间价下折一定幅度的靶心, 商务打分最高), 2019 年 2 季度之后, 开关、保护等重要产品的招投标中, 中间价下折幅度显著压缩。2019 年下半年以来, 开关、继电保护等重要产品的中标价格, 已经有一定幅度的回升。我们预计这个态势还会延续。
- 3) **省、市公司主导招投标, 头部企业可能受益。**目前更大比例的常规产品招投标, 在向省、市电力公司下移, 一线单位可能更倾向优质产品特别是经济发达地区; 同时, 省市公司招投标中, 中标限额可能会稍微松绑, 优势企业份额可能有所提升。
- 4) **收入增长对成本的自然摊薄。**由于资产折旧、人员费用等成本相对固定, 收入增长会对盈利能力有正向提振。
- 5) **部分企业在退出或边缘化。**电力装备产业新进入者少, 部分中小企业在逐步边缘化。从报表上看, 主流企业 2015-2016 年之后的资产开支显著缩减, 现金流、回款、自由现金流都有显著的好转。

图 3 公司整体新增订单持续创新高



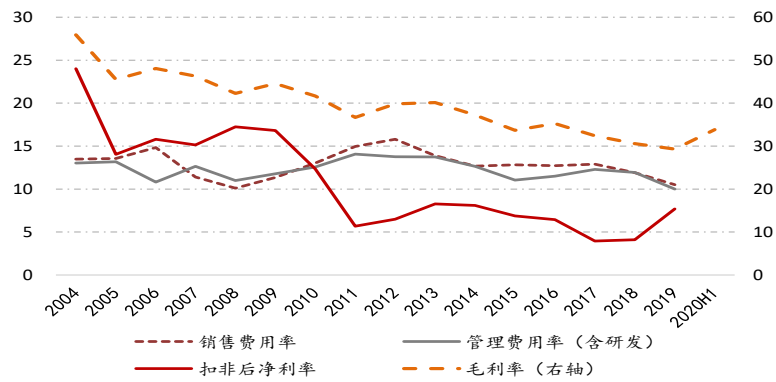
资料来源: 公司公告、招商证券

图 4 公司国内、海外新增订单情况



资料来源: 公司公告、招商证券

图 5 公司盈利能力有望持续提升



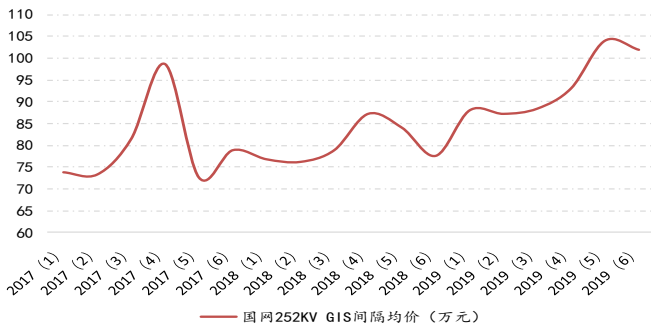
资料来源：公司数据、招商证券

表 2: 主要子公司净利率情况 (单位, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	百分点变动
如高高压	16.47	14.89	14.87	9.49	8.23	11.54	3.31
思源高压	15.42	4.09	3.26	4.11	2.03	6.99	4.96
思源赫兹器	16.29	15.30	13.80	9.02	9.84	14.21	4.37
电力电容器	24.48	22.83	24.46	19.11	6.14	6.70	0.56
思弘瑞	8.39	-0.40	9.12	1.92	4.90	11.14	6.23

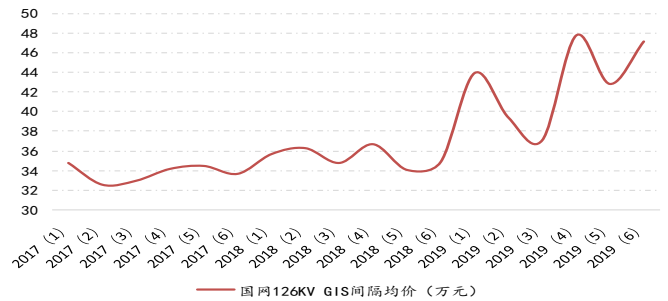
资料来源：公司数据、招商证券

图 6 国网一次设备招标价格逐步上升



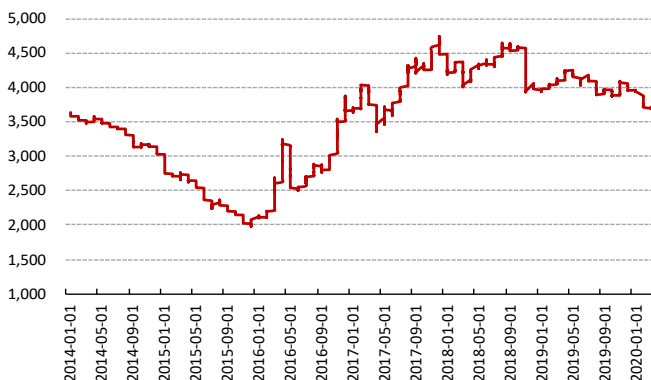
资料来源：国家电网、招商证券

图 7 国网一次设备招标价格逐步上升



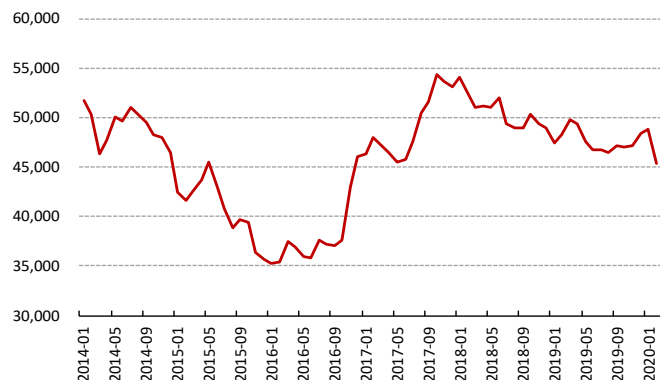
资料来源：国家电网、招商证券

图 8 一次设备上游主要原料价格逐步下降-钢 (元/吨)



资料来源：Wind、招商证券

图 9 一次设备上游主要原料价格逐步下降-铜 (元/吨)



资料来源：Wind、招商证券

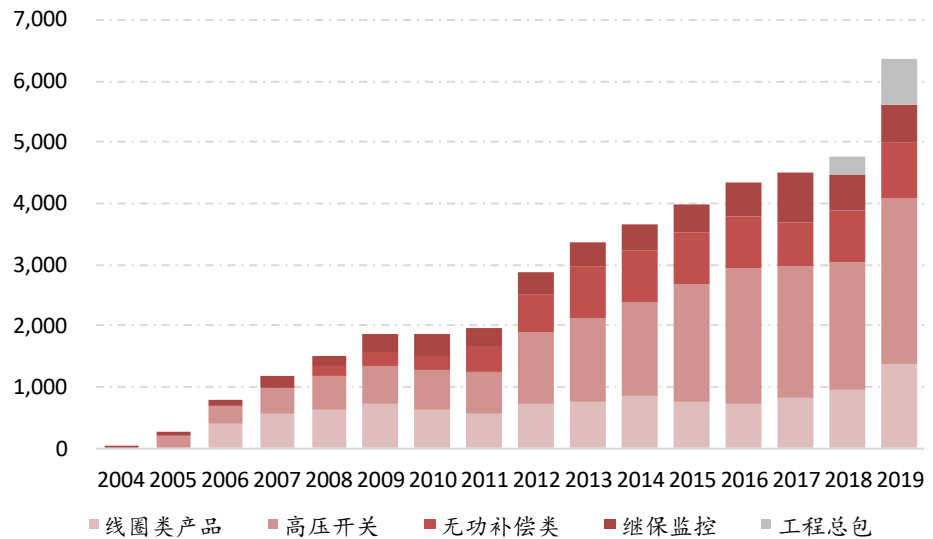
三、通过产品加法持续增长，清晰的经营阿尔法

3.1 通过产品加法实现持续增长

公司过去超越行业的增长，主要是通过不同的新产品壮大实现的。国内输配电投资在 2013-2014 年之后总量基本低速增长，思源的增长似乎独立于电网投资走势，主要是因为开关等培育业务的市占率长期提升、以及海外业务的突破带来的。

公司 2008 年开始在原有开关业务基础上开始大力投入 GIS 开关业务，规模跃居国内前三，规模超 10 亿元。类似的，2007 年设立的思源弘瑞（继保自动化业务）、2006 年开始的电容器（变电站电容）等业务，都是从无到有的发展。总体看，公司业务目标非常清晰，管理、整合能力突出。

图 10 公司通过产品做加法获得持续增长（单位，百万元）



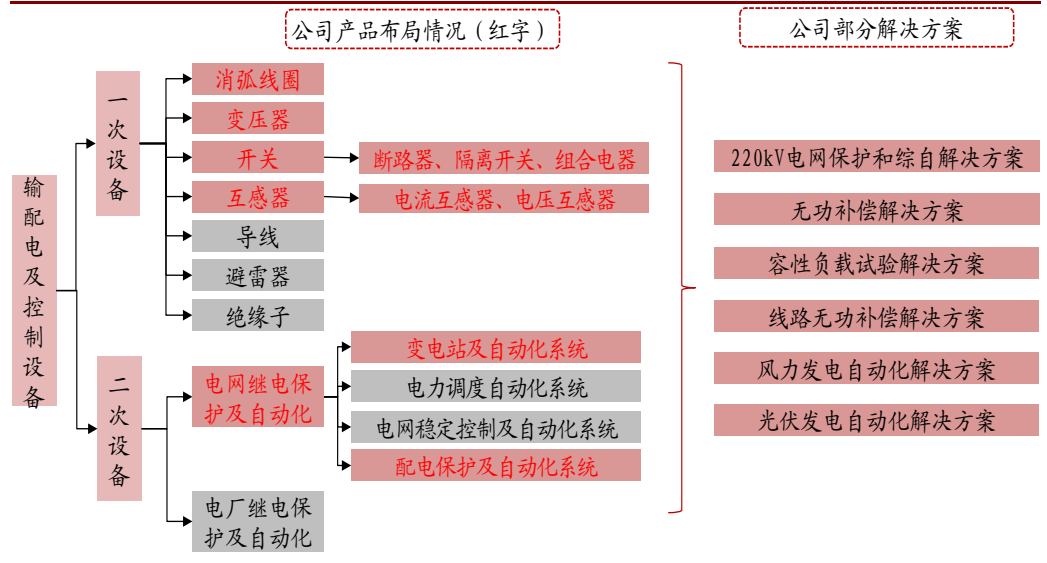
资料来源：公司数据，招商证券

表 3: 公司业务布局情况

一级分类	二级分类	业务布局情况
高压开关	GIS	07 年募投 4 亿元，由子公司思源高压负责，12 年收入贡献 3 亿元以上，并开始盈利
	隔离开关 断路器	主要经营主体为如高高压，04 年以前公司持有如高 49% 的股权，04 到 08 年增持股权至 95.48%。05 年起收入贡献 2 亿元以上
线圈类产品	高压互感器	经营主体为思源赫兹互感器，06 年增持 24% 股权至 75%。06 年贡献收入近 2 亿元
	电力自动化保护 铁心电抗器 变压器	经营主体为第一分公司，公司起家产品 经营主体为第一分公司，09 年产品进步显著，10 年收入超过 1 亿元 18 年收购常州东芝舒电变压器 90% 股权，开始布局
	无功补偿类	10 年收入超过 1 亿元
继保、监控等	电力电子成套设备 电力电容器	经营主体为电容器子公司，04 年底开始布局，08 年收入贡献近 2 亿元 经营主体为思源弘瑞自动化，09 年开始布局，12 年收入超过 1 亿元

资料来源：公司公告，招商证券

图 11 公司产品布局及解决方案



资料来源：公司官网、招商证券

表 4: 主要子公司经营情况 (百万元)

子公司	业务		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
如高高压	隔离开关、断路器	收入	287.7	389.9	554.0	631.2	688.5	654.2	662.3	903.8	894.1
		净利润	19.3	30.3	40.4	101.0	140.2	101.5	77.3	112.2	162.0
思源高压	GIS	收入								327.7	566.5
		净利润						(21.7)	(15.0)	25.5	33.8
思源赫兹	互感器	收入	66.6	167.7	228.4	245.3	320.8	309.5	262.6	312.5	329.4
		净利润	20.5	57.6	73.7	52.2	66.2	50.6	38.4	46.5	53.6
思源电力电容	电容器	收入			80.9	170.1	260.0	254.1	248.1	323.4	492.9
		净利润		(5.8)	7.4	30.3	56.0	62.6	34.5	60.0	169.4
思弘瑞	继保、监控	收入								140.9	164.1
		净利润						(7.6)	(31.5)	7.6	(13.9)

资料来源：Wind、招商证券

表 5: 主要子公司经营情况 (百万元)

子公司	业务		2014	2015	2016	2017	2018	2019	同比 (%)
如高高压	隔离开关、断路器	收入	854.7	948.5	1,076.2	1,065.2	1,084.4	1,087.	0.3
		净利润	140.8	141.2	160.0	101.1	89.2	125.5	40.7
思源高压	GIS	收入	766.3	1,078.4	1,222.2	1,307.9	1,190.8	1,800.	51.2
		净利润	118.2	44.1	39.8	53.8	24.2	125.9	420.0
思源赫兹	互感器	收入	381.8	430.2	431.3	435.7	458.5	533.5	16.3
		净利润	62.2	65.8	59.5	39.3	45.1	75.8	68.0
思源电力	电容器	收入	366.8	390.2	468.5	412.4	378.0	411.9	9.0
		净利润	89.8	89.1	114.6	78.8	23.2	27.6	18.9
思弘瑞	继保、监控	收入	268.1	300.8	406.9	332.6	432.4	588.2	36.0
		净利润	22.5	(1.2)	37.1	6.4	21.2	65.5	208.8

资料来源：Wind、招商证券

3.2 变压器、海外 EPC、柔性直流与电力软件有望推动新增长

变压器、海外 EPC、电力软件业务推动新一轮增长。公司 GIS/隔离开关、互感器、电抗器等业务均已国内领先，目前投入的重点，可能主要是变压器、柔性直流与电力软件、海外 EPC 等方向。

公司 2018 年并购常州东芝，变压器单机产值大、产品偏成熟，预计公司该业务在未来几年有望达 10-20 亿元收入级别。保护自动化软件(主要在思源弘瑞子公司)前几年稳定在 4 亿元多收入规模，近几年新产品较多，有望中速以上增长。

公司较早开始海外业务布局，在欧洲、非洲耕耘较久，2018 年通过英国电网资质审查，海外订单占比超 20%；随着变压器业务上量，公司主要一次设备实现自供，解决方案的能力更强。

表 6：常州东芝主要经营数据（单位，百万元）

利润表项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年
收入	129.48	143.53	53.84	125.8
净利润	-24.10	-39.30	-22.69	1.99
资产	169.97	155.94	140.41	217.83
负债	277.14	302.40	162.90	238.4
所有者权益	-107.17	-146.46	-22.49	-20.5

资料来源：公司数据，招商证券

表 7：思源弘瑞子公司主要经营数据

	2016	2017	2018	2019
收入（百万元）	406.86	332.63	432.39	588.2
净利润（百万元）	37.13	6.43	21.24	65.5

资料来源：公司数据，招商证券

表 8：海外业务分析

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
营业总收入（百万元）	3,671	3,997	4,404	4,495	4,807	6,380
海外收入（百万元）	136	262	413	617	840	1,360
海外收入占比（%）	3.70	6.55	9.37	13.73	17.47	21.3
海外业务毛利率（%）	19.43	30.37	44.86	38.76	34.10	21.89

资料来源：公司数据，招商证券

表 9：公司部分海外标杆项目情况

年份	地区	业务
2014	巴西世界杯	贝拉里奥体育场变电站建设
2014	俄罗斯	圣彼得堡亚尼诺 2 号变电站、亚罗斯拉夫市燃气电站
2015	巴基斯坦机场	变电站（国外首个总包工程）
2016	墨西哥	墨西哥 CFE-1701 CHIMALPA 420kV GIS 项目
2016	肯尼亚	肯尼亚东西输电项目
2018	加纳	加纳 330kV 变电站项目
2018	英国电网	54 台油浸倒立式电流互感器（LVB）

资料来源：公司资料，招商证券

四、公司进入一轮并购整合和拓展期

公司历史并购整合能力强。公司整合能力强，2005-2008 年先做了多宗整合，到目前基本都实现了当时的产业愿景。2018 年后公司整合与投资在加快，目前公司报表在手净现金 20 亿元（另有 10 亿元半导体投资），2021 年末公司净现金有望达 60-70 亿元，有能力进行扩张和新业务探索。

公司 2018 年开始进入新一轮整合和拓展时期。2016-2017 年，公司上一轮整合和培育业务基本进入正轨，基本都已经具有竞争力，并开始持续盈利。同时，公司通过输变电主业的积累，资产负债表较强，在手现金较充沛，从 2018 年开始，公司进入新一轮的整合和拓展期。

2018 年设立瑞士 SECH SA 公司开发超级电容应用，2017 年参股烯晶碳能（GMCC）公司，并在 2018 年设立上海稊米汽车科技，研发超级电容等汽车电子业务。公司近几年还收购上海整流器公司，参股上海陆芯，并投资设立上海集岑在集成电路与半导体领域进行投资。

资产负债表强壮，扩张支撑。公司上市 IPO 与再融资合计 4.2 亿元，公司上市以来的长期增长是较高质量的内生增长。公司 2019 年末在手净现金近 20 亿元，另外投资 10 亿元设立上海集岑合伙（占集岑合伙 75.64% 份额），集岑合伙直接和间接合计持有北京君正 5596 万股股权（目前股价超过 120 元/股）。公司近几年有一定产能扩张，但预计仍有较好的自由现金流，如果北京君正股权能在该价位出售，预计 2021 年末公司净现金可能达 50-60 亿元以上。

表 10: 公司 2004 年-2008 年并购整合、设立子公司情况（单位，百万元）

子公司	时间	取得方式	持股比例	业务	2019 年 收入	2019 年利润
思源赫兹互感器	2006	06 年取得如高高压对思源赫兹互感器的投资 106 万美元的出资	90%	互感器	533.45	75.76
思弘瑞	2007	非同一控制下企业合并取得	91.39%	变电、配电自动化	588.23	65.47
北京思源清能	2008	非同一控制下企业合并取得	100.00%	软件开发	-	-
如高高压	2004	持续增持股权至 95.48%	95.48%	高压开关，断路器	1,087.56	125.52
思源高压	2007	设立	100%	GIS	1,800.58	125.85
思源电容器	2004	设立	75%	电力电容器	411.93	27.58

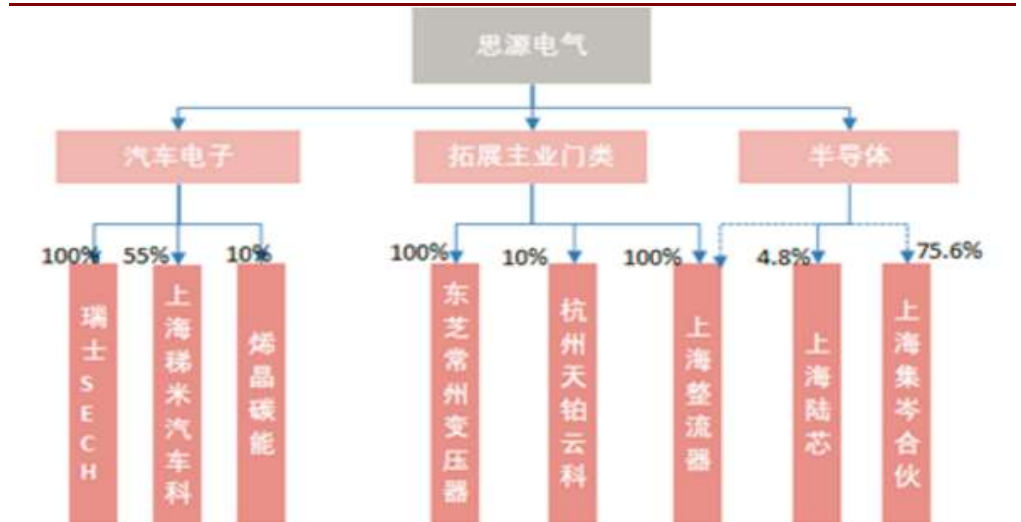
资料来源：公司公告、招商证券

表 11: 思源电气近几年收购、设立公司梳理

公司名称	时间	形式	金额 (万元)	思源持 股 (%)	产品
驹电电气	2016.1.26	合资设立	4000	60	电力设备检测产品及服务
常州高压	2017.8.22	独资设立	25000	100	封闭组合开关产品
烯晶碳能	2017.12.02	增资	3000	10	超级电容器
SECH SA	2018 之前	独立设立		100	超级电容
稊米汽车科技	2018.1.25	合资设立	1650	55	超级电容等汽车电子产品、智能驾驶
常州东芝	2018.3.23	收购	18834.75	90	电力变压器
上海整流器厂	2018.4.21	收购	6612	100	电力半导体器件
上海集岑	2018.6.28	合资设立	100000	75.64	集成电路及芯片投资
上海陆芯	2019.10.16	增资	1000	4.76	功率半导体

资料来源：公司公告、招商证券

图 12 公司新业务布局情况



资料来源：公司数据，招商证券

表 12: 公司资产负债表分析 (百万元)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
负债率 (%)	25.55	30.17	31.14	30.68	33.58	32.62	33.57	37.9	41.23
短期借款	0.0	30.0	20.0	0.0	0.0	0.0	0.0	105.4	25.0
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
短融	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0
一年到期非流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应付票据及账款	593.0	774.2	847.2	1063.8	1392.6	1285.8	1491.4	1802.2	2386.0
带息负债	0.0	30.0	20.0	0.0	0.0	0.3	0.0	105.4	25.0
货币资金	1146.5	1102.7	1043.1	677.5	1149.0	1433.4	1447.7	1297.8	1668.5
交易性金融资产		0.0	92.3	105.5	139.6	0.3			283.7
一年内到期的非流动资	314.1	355.0	420.0	670.0	696.0	500.0	510.0	30.0	
可供出售金融资产	120.0	104.5	114.1	15.7	13.2	13.2	93.2	1070.2	1047.7

资料来源：Wind、招商证券

五、投资建议

投资建议：公司订单充裕，且未来几个季度毛利率会不断提升，今年、明年业绩确定性高。

中期看，公司通过提升变压器、电力软件与柔性直流、海外 EPC 市占率的提升，有望推动公司业务规模上台阶。

公司资产负债表健康，2018 年开始进入新一轮并购整合期，未来可能带来较好的回报。

公司现有的业务构架、管理能力，能支撑成为更大规模的企业。维持“强烈推荐-A”投资评级，上调盈利预测，上调目标价至 30-33 元。

相关报告：

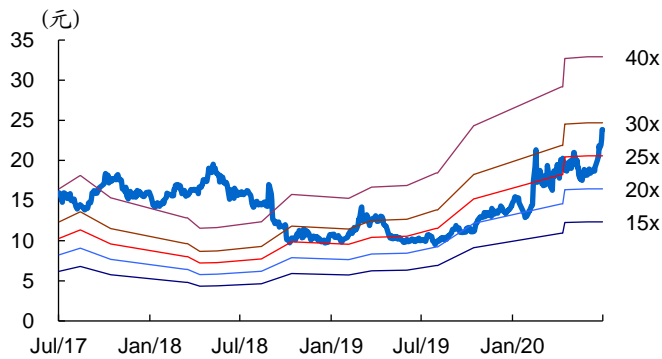
1. 思源电气：思源电气投资价值分析，2020.7.1

2. 思源电气：业绩高增长，盈利能力有望显著提升，2020.4.19
3. 思源电气：Q1 大幅增长，管理能力与现有业务都支撑成为大公司，2020.3.31
4. 思源电气：通过产品加法持续增长，超级电容等业务受关注，2020.2.24
5. 思源电气：业绩高增长，经营持续创历史新高，2020.1.14
6. 思源电气：经营创新高，三大业务推动未来增长，2019.10.27
7. 思源电气：半年报业绩快速增长，再获国网大单，2019.8.12
8. 行业报告：特高压等电网投资加速，一次装备业绩弹性大，2020.3.15
9. 行业报告：电网加大投资，电力装备板块盈利将大幅回升，2020.3.1

风险提示

- 1、**电网投资波动**：公司目前收入主要集中在电网自动领域，尽管海外比例不断提升，但国内目前仍占 80%左右，可能受投资波动影响。
- 2、**变压器等新业务不及预期**：公司通过并购常州东芝发展变压器等业务，目前主要面向海外市场，可能有不及预期风险。
- 3、**半导体、超级电容等业务业务迟迟不能产出**：公司也进行了一些新业务孵化，有可能进度不及预期。

图 13：思源电气历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 14：思源电气历史 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	5601	6831	8212	9299	11047
现金	1298	1669	1801	1783	1648
交易性投资	0	284	284	284	284
应收票据	320	537	693	821	1036
应收款项	2619	2514	3219	3811	4807
其它应收款	151	130	168	199	251
存货	1061	1542	1854	2175	2738
其他	152	156	192	226	285
非流动资产	1978	2014	2097	2639	3245
长期股权投资	10	4	4	4	4
固定资产	528	513	827	1096	1327
无形资产	223	301	271	244	219
其他	1218	1196	996	1295	1695
资产总计	7579	8845	10309	11938	14292
流动负债	2842	3596	4237	4883	5934
短期借款	105	25	43	65	25
应付账款	1802	2386	2885	3385	4260
预收账款	528	591	714	838	1054
其他	407	595	595	595	595
长期负债	30	51	51	51	51
长期借款	0	0	0	0	0
其他	30	51	51	51	51
负债合计	2872	3647	4288	4933	5984
股本	760	760	760	760	760
资本公积金	62	70	70	70	70
留存收益	3748	4212	5002	5944	7194
少数股东权益	137	156	189	230	283
归属于母公司所有者权益	4570	5042	5832	6774	8025
负债及权益合计	7579	8845	10309	11938	14292

现金流量表

单位：百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	174	831	468	889	1004
净利润	295	558	1011	1245	1624
折旧摊销	87	86	106	150	187
财务费用	(28)	4	8	8	8
投资收益	(30)	(5)	(74)	(82)	(82)
营运资金变动	(153)	154	(633)	(487)	(804)
其它	4	35	50	56	71
投资活动现金流	(379)	(382)	(126)	(618)	(718)
资本支出	(59)	(147)	(200)	(700)	(800)
其他投资	(320)	(234)	74	82	82
筹资活动现金流	(57)	(169)	(210)	(289)	(422)
借款变动	8	114	18	22	(40)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(14)	8	0	0	0
股利分配	(76)	(304)	(220)	(303)	(374)
其他	25	12	(8)	(8)	(8)
现金净增加额	(263)	281	133	(18)	(135)

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	4807	6380	8235	9748	12298
营业成本	3336	4510	5453	6399	8052
营业税金及附加	34	35	45	53	67
营业费用	573	671	824	970	1187
管理费用	228	251	329	390	467
研发费用	345	387	511	604	762
财务费用	(33)	8	8	8	8
资产减值损失	(132)	25	(53)	(54)	(27)
公允价值变动收益	0	4	4	4	4
投资收益	55	76	46	57	58
营业利润	30	5	24	21	20
营业外收入	275	628	1140	1406	1836
营业外支出	47	9	9	9	9
利润总额	5	5	5	5	5
所得税	317	632	1144	1410	1840
净利润	23	56	100	124	162
少数股东损益	(1)	18	33	41	53
归属于母公司净利润	295	558	1011	1245	1624

主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
年成长率					
营业收入	7%	33%	29%	18%	26%
营业利润	0%	128%	82%	23%	31%
净利润	18%	89%	81%	23%	30%
获利能力					
毛利率	30.6%	29.3%	33.8%	34.4%	34.5%
净利率	6.1%	8.7%	12.3%	12.8%	13.2%
ROE	6.4%	11.1%	17.3%	18.4%	20.2%
ROIC	4.6%	11.1%	17.2%	18.2%	20.2%
偿债能力					
资产负债率	37.9%	41.2%	41.6%	41.3%	41.9%
净负债比率	1.4%	0.3%	0.4%	0.5%	0.2%
流动比率	2.0	1.9	1.9	1.9	1.9
速动比率	1.6	1.5	1.5	1.5	1.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
存货周转率	3.6	3.5	3.2	3.2	3.3
应收帐款周转率	1.7	2.1	2.4	2.3	2.3
应付帐款周转率	2.0	2.2	2.1	2.0	2.1
每股资料 (元)					
EPS	0.39	0.73	1.33	1.64	2.14
每股经营现金	0.23	1.09	0.62	1.17	1.32
每股净资产	6.01	6.63	7.67	8.91	10.56
每股股利	0.40	0.29	0.40	0.49	0.64
估值比率					
PE	61.5	32.5	17.9	14.6	11.2
PB	4.0	3.6	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	65.0	28.9	16.4	13.2	10.2

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：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。

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。

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。

刘晓飞：南开大学硕士，2015 年加入招商证券，覆盖光伏产业。

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。

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。