

强烈推荐-A (维持)

通威股份 600438.SH

目标估值: 32-33 元

当前股价: 25.6 元

2020 年 08 月 10 日

中报符合预期, 硅料与电池片涨价将加大业绩弹性

基础数据

上证综指	3354
总股本(万股)	428786
已上市流通股(万股)	428786
总市值(亿元)	1098
流通市值(亿元)	1098
每股净资产(MRQ)	5.1
ROE(TTM)	10.0
资产负债率	56.8%
主要股东	通威集团有限公司
主要股东持股比例	46.61%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《通威股份(600438)一硅料、电池加速出清, 疫情后盈利水平有望快速恢复》2020-04-22
- 2、《通威股份(600438)一强势扩产, 硅料和电池龙头地位愈加稳固》2020-02-12
- 3、《通威股份(600438)一电池、硅料盈利水平都已见底》2019-10-26

游家训

021-68407937  
youjx@cmschina.com.cn  
S1090515050001

普绍增

pushaozeng@cmschina.com.cn  
S1090520060001

公司发布 20 年半年报, 收入、归上净利润、扣非后归上净利润分别同比增长 16.21%、-30.35%、-30.78%。业绩符合预期。目前, 公司多晶硅料生产成本在 4 万以内, 处于行业最优水平, 我们估算公司 20 年下半年, 21 年将多晶硅产量将达 4-5、9-10 万吨, 以当前多晶硅料 8.5 万元/吨的价格看, 公司硅料业务将有很强业绩弹性。此外, 公司电池片产能持续投放, 预计 21 年公司电池片产能将超过 40GW, 目前电池片价格在逐步回升, 公司电池片业务盈利将恢复。维持“强烈推荐-A”评级, 上调盈利预测, 上调目标价至 32-33 元。

- 上半年业绩符合预期。公司发布 20 年半年报, 实现收入、归上净利润、扣非后归上净利润分别为 187.39、10.10、9.59 亿元, 分别同比增长 16.21%、-30.35%、-30.78%。其中, Q2 收入、归上净利润、扣非后归上净利润分别为 109.13、6.66、6.43 亿元, 分别同比增长 9.62%、-30.63%、-29.42%。业绩符合预期。
- 分项业务估算与分析。2020 年上半年, 公司实现饲料及相关业务收入 84.87 亿元, 同比增长 19.25%, 实现饲料销量 233.29 万吨, 同比增长 14.95%。实现高纯晶硅销量 4.50 万吨, 同比增长 97.04%。公司太阳能电池及组件业务实现销量 7.75GW, 同比增长 33.75%, 实现销售收入 58.43 亿元, 同比增长 0.22%。
- 涨价将给公司硅料业务带来很强业绩弹性。公司硅料业务产能利用率达 116%, 单晶料占比达 90.86%, 平均生产成本 3.95 万元/吨, 其中新产能平均生产成本 3.65 万元/吨, 处于行业最优水平。同时, 公司多晶硅月度产量已经超过 8000 吨, 估算公司 20 年下半年, 21 年将多晶硅产量将达 4-5、9-10 万吨, 目前, 硅料价格连续上涨, 将给公司硅料业务带来很强的业绩弹性。
- 电池片产能持续提升, 价格回暖盈利将恢复。2020 年上半年, 公司眉山一期 7.5GW 高效太阳能电池项目已投产, 目前正在产能爬坡中。同时, 公司启动了眉山二期 7.5GW 及金堂一期 7.5GW 高效太阳能电池项目, 预计 2021 年内投产, 届时公司太阳能电池产能规模将超过 40GW。同时 20 年上半年, 公司太阳能电池及组件业务实现销量 7.75GW, 同比增长 33.75%, 实现销售收入 58.43 亿元, 同比增长 0.22%。随着行业需求逐步回暖, 目前太阳能电池主流产品价格已较上半年低点提升 10% 以上。
- 投资建议: 维持“强烈推荐-A”评级, 上调盈利预测, 上调目标价至 32-33 元。
- 风险提示: 光伏装机低于预期, 硅料价格持续性低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入(百万元)	27535	37555	45066	55882	70970
同比增长	6%	36%	20%	24%	27%
营业利润(百万元)	2395	3123	4165	6711	9006
同比增长	-2%	30%	33%	61%	34%
净利润(百万元)	2019	2635	3468	5561	7452
同比增长	0%	31%	32%	60%	34%
每股收益(元)	0.52	0.68	0.81	1.30	1.74
PE	49.2	37.7	31.7	19.7	14.7
PB	6.7	5.7	4.6	3.8	3.2

资料来源: 公司数据、招商证券

## 正文目录

一、中报业绩符合预期.....	3
二、涨价将给公司硅料业务带来很强业绩弹性.....	5
三、电池片价格回升，持续投入研发新技术.....	7

## 图表目录

图 1 硅料价格连续上涨（单位，元/kg）.....	5
图 2 7 月 25 日通威电池片上调报价.....	8
图 3：通威股份历史 PE Band.....	8
图 4：通威股份历史 PB Band.....	8
表 1：业绩摘要.....	3
表 2：公司分板块业务估算与分析.....	4
表 3：公司经营指标分析（单位，%）.....	4
表 4：公司经营指标分析（单位，%/百万元/倍）.....	4
表 5：公司负债情况分析（单位，%/百万元）.....	4
表 6：公司经营指标分析.....	4
表 7：硅料价格连续上涨（单位，元/kg）.....	6
表 8：多晶硅业务盈利能力对比.....	6
表 9：通威硅料产能明细.....	6
表 10：通威硅料成本测算.....	6
表 11：电池销量明细.....	7
表 12：通威股份电池产能明细.....	7
表 13：7 月 25 日通威上调电池片价格（单位，元/W）.....	8
附：财务预测表.....	9

## 一、中报业绩符合预期

**中报业绩符合预期。**公司发布 20 年半年报，实现收入、归上净利润、扣非后归上净利润分别为 187.39、10.10、9.59 亿元，分别同比增长 16.21%、-30.35%、-30.78%。其中，Q2 收入、归上净利润、扣非后归上净利润分别为 109.13、6.66、6.43 亿元，分别同比增长 9.62%、-30.63%、-29.42%。业绩符合预期。

**分项业务估算与分析。**2020 年上半年，公司实现饲料及相关业务收入 84.87 亿元，同比增长 19.25%，实现饲料销量 233.29 万吨，同比增长 14.95%。实现高纯晶硅销量 4.50 万吨，同比增长 97.04%，在单晶料和多晶料均价同比分别下降 14.4%和 41.2%的情况下，公司高纯晶硅产品平均毛利率达到 27.70%，保持了较好的竞争力。公司太阳能电池及组件业务实现销量 7.75GW，同比增长 33.75%，实现销售收入 58.43 亿元，同比增长 0.22%。随着行业需求逐步回暖，目前太阳能电池主流产品价格已较上半年低点提升 10%以上。

**盈利能力分析。**2020 年上半年，公司综合毛利率为 16.42%，较 19 年上半年下降 5.59 个百分点，公司销售、管理、研发、财务费用率分别为 2.40%、3.47%、2.47%、1.60%，分别下降 0.3、0.21、0.35、0.51 个百分点。综合影响下，公司归上净利率为 5.39%，较去年同期下降 3.6 个百分点。

**表 1: 业绩摘要**

(百万元)	19H1	20H1	同比(%)	19Q2	20Q2	同比(%)
营业收入	16124.3	18738.6	16.2	9955.3	10913.5	9.6
销售税金	(55.0)	(59.1)	7.6	(30.3)	(32.3)	6.7
营业成本	(12575.)	(15661.0)	24.5	(7779.0)	(9163.9)	17.8
毛利润	3494.1	3018.4	(13.6)	2146.0	1717.2	(20.0)
销售费用	(435.1)	(449.1)	3.2	(250.7)	(252.9)	0.9
管理费用	(592.7)	(649.4)	9.6	(329.3)	(311.5)	(5.4)
研发费用	(455.3)	(463.3)	1.7	(266.2)	(265.1)	(0.4)
经营利润	2011.0	1456.6	(27.6)	1299.8	887.7	(31.7)
资产减值损失	0.8	1.3	55.9	23.8	(2.3)	(109.5)
公允价值变动收益	(1.2)	0.0	(100.0)	4.6	(0.1)	(102.5)
财务费用	(340.4)	(299.9)	(11.9)	(186.6)	(124.6)	(33.2)
投资收益	58.5	39.3	(32.7)	36.3	14.0	(61.4)
营业外收入	7.4	6.4	(14.1)	4.2	3.5	(16.2)
营业外支出	(3.0)	(11.9)	293.0	(1.2)	(10.1)	753.0
利润总额	1739.7	1213.9	(30.2)	1169.4	788.1	(32.6)
所得税	(279.7)	(177.0)	(36.7)	(193.8)	(110.1)	(43.2)
税后净利润	1459.9	1036.9	(29.0)	975.5	677.9	(30.5)
少数股东权益	(9.2)	(26.4)	186.0	(15.5)	(12.0)	(22.8)
归母净利润	1450.7	1010.5	(30.3)	960.1	666.0	(30.6)
扣非后归母净利润	1385.5	959.1	(30.8)	911.0	642.9	(29.4)
<b>主要比率 (%)</b>		<b>百分点变动</b>			<b>百分点变动</b>	
毛利率	22.01	16.42	(5.59)	21.86	16.03	(5.83)
销售费用率	2.70	2.40	(0.30)	2.52	2.32	(0.20)
管理费用率	3.68	3.47	(0.21)	3.31	2.85	(0.45)
研发费用率	2.82	2.47	(0.35)	2.67	2.43	(0.24)
财务费用率	2.11	1.60	(0.51)	1.87	1.14	(0.73)
经营利润率	12.47	7.77	(4.70)	13.06	8.13	(4.92)
归上净利率	9.00	5.39	(3.60)	9.64	6.10	(3.54)

(百万元)	19H1	20H1	同比(%)	19Q2	20Q2	同比(%)
所得税率	16.08	14.58	(1.50)	16.58	13.97	(2.60)
少数股东权益率	0.63	2.55	1.92	1.59	1.76	0.18

资料来源：公司数据，wind，招商证券

表 2：公司分板块业务估算与分析

	收入 (亿元)			销量 (万吨/GW/万度)		
	19H1	20H1	同比	19H1	20H1	同比
饲料及相关业务	71.17	84.87	19.25%	202.95	233.29	14.95%
高纯晶硅	15.66	23.89	52.55%	2.28	4.5	97.04%
太阳能电池及组件	58.30	58.43	0.22%	5.79	7.75	33.75%
光伏发电				82,545	97,098	17.63%
<b>公司整体</b>	<b>161.24</b>	<b>187.39</b>	<b>16.22%</b>			

资料来源：公司公告、招商证券

注：公司高纯晶硅收入为估算值

表 3：公司经营指标分析 (单位, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	19H1	20H1
赊销比	3.0	5.5	5.3	8.1	5.7	26.7	13.2
应付款项/营业收入	2.9	11.1	10.7	22.9	23.7	41.0	52.6
存货/营业收入	6.0	6.6	6.8	5.8	6.4	16.6	15.8
商品及劳务获得现金/营收比例	102.1	93.7	77.5	77.3	74.0	77.0	85.4
经营性现金流量净额/税后净利	298.0	237.6	142.8	152.6	87.9	75.8	98.0

资料来源：Wind、招商证券

表 4：公司经营指标分析 (单位, %/百万元/倍)

	2015	2016	2017	2018	2019	19H1	20H1
ROE	13.7	14.5	16.1	14.4	16.3	9.3	5.1
ROA	5.6	7.4	8.7	6.3	6.3	3.5	2.1
ROIC	9.2	11.3	12.0	10.0	11.0	5.9	3.7
收入	14079.2	20884.0	26089.2	27535.2	37555.1	16124.3	18738.6
固定资产	2217.6	8681.2	12185.0	16754.4	24531.0	24553.1	26970.8
无形资产	681.9	1198.8	1233.5	1393.5	1709.8	1666.8	1792.1
收入/(固定+无形)	4.9	2.1	1.9	1.5	1.4	0.6	0.7

资料来源：Wind、招商证券

表 5：公司负债情况分析 (单位, %/百万元)

	2015	2016	2017	2018	2019	19H1	20H1
负债率	57.61	44.85	46.36	60.43	61.37	61.39	56.80
短期借款	1119.34	2668.24	4012.96	5276.19	3622.85	4407.26	4388.32
长期借款	214.00	385.00	1008.38	690.47	4088.99	1633.07	5937.01
短融	18.42	18.33	18.42	3014.68	1123.81	2521.14	527.22
一年到期非流动	75.65	1266.45	224.50	1508.81	1142.19	1108.82	1247.29
应付票据及账款	405.88	2312.92	2779.78	6303.69	8903.66	6612.22	9855.84
带息负债	1351.8	3071.6	5039.8	8981.3	8835.6	8561.5	10852.5

资料来源：Wind、招商证券

表 6：公司经营指标分析

	2016	2017	2018	2019	19H1	20H1	同比
预付款 (百万)	201.8	217.0	228.1	389.9	421.4	505.6	20.0
预收款 (百万)	942.8	962.0	1,187.1	1,571.4	1,536.2	2,403.4	56.4
存货 (百万)	1,379.9	1,767.7	1,585.9	2,415.7	2,676.1	2,964.9	10.8

	2016	2017	2018	2019	19H1	20H1	同比
购买商品支付现金 (百万)	15,183.	14,999.	15,415.	22,185.7	9,521.0	13,243.3	39.1
调整后的购买支出 (百万)		15,466.	18,939.	24,785.6	9,829.5	14,195.4	44.4
人均薪酬 (万元/人)	9.5	10.3	8.9	11.3			
企业所得税 (百万元)	197.8	400.9	367.3	469.2	279.7	177.0	(36.7)

资料来源: Wind、招商证券

## 二、涨价将给公司硅料业务带来很强业绩弹性

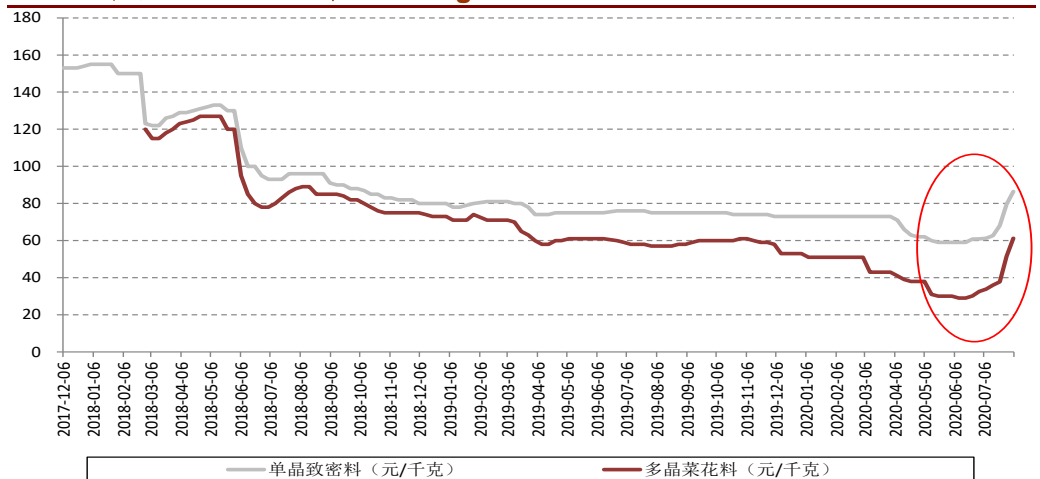
硅料业务成本优势突出，具备很强的竞争力。公司硅料业务成本优势突出，并且由于公司持续满负荷生产，产能利用率达 116%，单晶料占比达 90.86%，平均生产成本 3.95 万元/吨，其中新产能平均生产成本 3.65 万元/吨，处于行业最优水平。20 年上半年，公司实现高纯晶硅销量 4.50 万吨，同比增长 97.04%，在单晶料和多晶料均价同比分别下降 14.4%和 41.2%的情况下，公司高纯晶硅产品平均毛利率达到 27.70%，保持了较好的竞争力。

硅料价格盈利连续上涨，涨价具备延续性，向上空间比较大。据硅业分会报道，8 月 5 日国内单晶复投料均价为 8.64 万元/吨，较 7 月处上涨 42.1%，多晶免洗料均价为 6.12 万元/吨，较 7 月初上涨 102.6%，硅料价格近期盈利连续上涨。轮硅料涨价主要系光伏需求持续向好，同时部分硅料厂计划外检修，导致硅料供给偏紧，目前，在二三线硅料企业持续退出的背景下，我们判断本轮硅料涨价具备一定延续性。

同时，过去几年由于硅料产能扩张较快，叠加了行业技术进步降低了每瓦硅耗的影响，硅料价格出现了连续的下滑，目前多晶硅料价格、盈利能力都处于历史底部，向上空间比较大。

涨价将给公司硅料业务带来很强业绩弹性。由于公司目前硅料生产成本已经在 4 万元以下，同时，公司多晶硅月度产量已经超过 8000 吨，估算公司 20 年下半年，21 年将多晶硅产量将达 4-5、9-10 万吨，目前，硅料价格连续上涨，将给公司硅料业务带来很强的业绩弹性。

图 1 硅料价格连续上涨 (单位, 元/kg)



资料来源: 硅业分会、招商证券

表 7: 硅料价格连续上涨 (单位, 元/kg)

	6月24日	7月1日	7月8日	7月15日	7月22日	7月29日	8月5日
单晶复投料	60.8	60.9	61.2	62.7	68.1	79.6	86.4
周环比	0.00%	0.16%	0.49%	2.45%	8.61%	16.89%	8.54%
单晶致密料	58.6	59	59.3	60.6	70.4	76.8	83.8
周环比	0.00%	0.68%	0.51%	2.19%	16.15%	9.11%	9.11%
单晶菜花料	55.6	56	56.1	56.4	67.7	73.7	80.2
周环比	0.00%	0.72%	0.18%	0.53%	20.08%	8.82%	8.82%
多晶免洗料	30.2	32.5	33.8	36	37.8	51.5	61.2
周环比	0.00%	7.62%	4.00%	6.51%	5.00%	36.24%	18.83%

资料来源: 硅业分会、招商证券

表 8: 多晶硅业务盈利能力对比

		2015	2016	2017	2018	19H1	2019	20H1
通威	毛利率	32.8	41.0	46.8	33.88	16.98	28.4	27.7
大全	毛利率	18.8	36.1	43.8	32.53	18.29	22.89	
新特	毛利率	32.1	33.9	40.7	31	-	17.85	
瓦克	EBITDA/收入	37.8	26.1	26.3	8.80	-7.97	7.3	
OCI	EBITDA/收入	10.1	15.4	19.3	10.79	0.79	-	

资料来源: Wind、彭博、招商证券

注: OCI 未单独披露多晶硅业务, 其数据未 basic chemicals 业务类数据

表 9: 通威硅料产能明细

单位: 万吨	投资金额-亿	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
乐山老厂		1.5	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
乐山一期	27.5				3.5	3.5	3.5	3.5
包头一期	27.8				3.5	3.5	3.5	3.5
乐山二期	40.0						4.0	4.0
保山一期	40.0						4.0	4.0
合计		1.5	2.0	2.0	9.0	9.0	17.0	17.0

资料来源: wind、招商证券

表 10: 通威硅料成本测算

	通威包头一期	通威乐山一期	通威乐山二期	通威保山一期	乐山老厂
工业硅粉单耗-千克/千克	1.1	1.1	1.1	1.1	1.1
工业硅粉价格-元/千克	10.5	10.5	10.5	10.5	10.5
硅粉成本-元/千克	10.2	10.2	10.2	10.2	10.2
综合电耗-度/千克	58.0	58.0	54.0	54.0	60.0
含税电价-元/度	0.23	0.30	0.30	0.25	0.38
电力成本-元/千克	11.8	15.4	14.3	11.9	20.2
其他能源&辅料-元/千克	2.0	2.0	2.0	2.0	3.0
人工薪酬-元/千克	1.5	1.5	1.5	1.5	2.0
检修&配件-元/千克	2.0	2.0	2.0	2.0	2.2
折旧-元/千克	8.6	8.6	8.0	8.0	9.0
生产成本-元/千克	36.1	39.7	38.1	35.7	46.6
三费附加-元/千克	6.0	6.0	5.0	5.0	6.5
完全成本-元/千克	42.1	45.7	43.1	40.7	53.1

资料来源: wind、招商证券

注: 上述成本为估算数据, 20 年上半年, 公司多晶硅平均生产成本 3.95 万元/吨, 其中新产能平均生产成本 3.65 万元/吨

### 三、电池片价格回升，持续投入研发新技术

电池片产能持续提升，价格回暖盈利将恢复。2020年上半年，公司眉山一期7.5GW高效太阳能电池项目已投产，可兼容生产21X及以下所有尺寸电池产品，目前正在产能爬坡中。同时，公司启动了眉山二期7.5GW及金堂一期7.5GW高效太阳能电池项目，预计2021年内投产，届时公司太阳能电池产能规模将超过40GW。

同时20年上半年，公司太阳能电池及组件业务实现销量7.75GW，同比增长33.75%，实现销售收入58.43亿元，同比增长0.22%。随着行业需求逐步回暖，目前太阳能电池主流产品价格已较上半年低点提升10%以上。

持续投入研发新技术。技术研发方面，公司加大研发投入，在聚焦主流PERC技术在产品转换效率与可靠性的进一步提升和优化基础上，积极开展包括HJT、TOPCON、PERC+等有可能成为下一代量产主流技术路线的中试与转化工作，同时保持对包括钙钛矿、叠层电池等前瞻性技术的跟踪与研发论证。

表 11: 电池销量明细

电池经营参数:	2017A	2018A	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2019A	2020Q1	2020Q2
电池销量-MW	3,647	5,825	2,390	3,230	3,300	4,143	13,063	3,000	
单晶销量-MW	947	2,801	1,590	2,430	2,500	3,410	9,930	2,600	
多晶销量-MW	2,700	3,024	800	800	800	733	3,133	400	
组件销量-MW	370	618	123	49	40	58	270		
电池+组件销量	3,996	6,443	2,513	3,279	3,340	4,201	13,333	3,000	7750

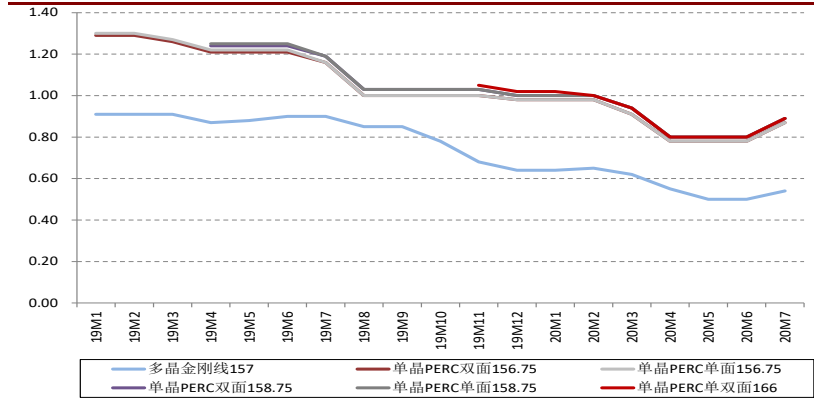
资料来源: wind、招商证券

表 12: 通威股份电池产能明细

单位: GW	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E
合肥多晶	2.4	2.4	3.0	3.0	3.0	3.0
合肥单晶			2.3	3.2	3.2	3.2
成都一期	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
成都二期		2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
成都三期			3.2	3.2	3.2	3.2
成都四期				3.8	3.8	3.8
眉山一期					7.5	7.5
眉山二期						7.5
金堂一期						7.5
金堂二期						
设计产能			12	16	24	31
实际产能	2	3	12	20	28	42.5

资料来源: wind、招商证券

图 2 7 月 25 日通威电池片上调报价



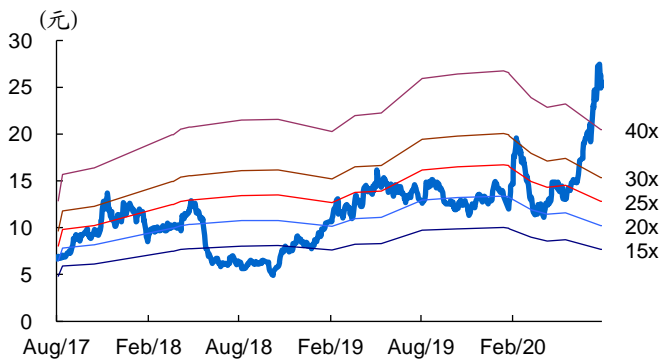
资料来源：公司官网、招商证券

表 13: 7 月 25 日通威上调电池片价格 (单位, 元/W)

通威官网电池报价	2020/5/25	2020/6/25	2020/7/24	环比
多晶金刚线 157	0.50	0.50	0.54	8.00%
单晶 PERC 双面 156.75	0.78	0.78	0.87	11.54%
单晶 PERC 单面 156.75	0.78	0.78	0.87	11.54%
单晶 PERC 双面 158.75	0.80	0.80	0.89	11.25%
单晶 PERC 单面 158.75	0.80	0.80	0.89	11.25%
单晶 PERC 单双面 166	0.80	0.80	0.89	11.25%

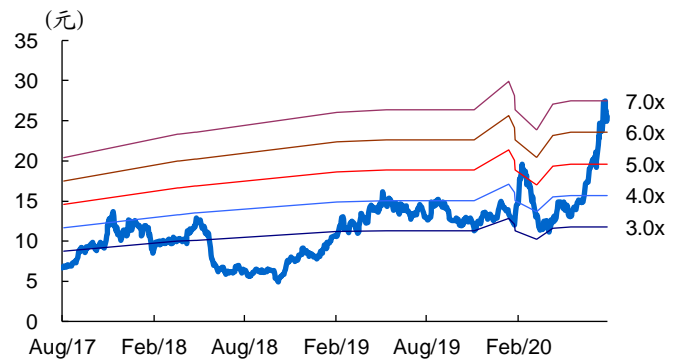
资料来源：通威股份、招商证券

图 3: 通威股份历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 4: 通威股份历史 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
<b>流动资产</b>	8745	13743	17966	21152	25877
现金	3412	2693	4780	4929	5307
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1051	457	548	680	864
应收款项	1166	1672	1983	2459	3123
其它应收款	535	805	966	1198	1522
存货	1586	2416	2854	3428	4326
其他	996	5700	6835	8457	10736
<b>非流动资产</b>	29739	33078	37152	41600	46192
长期股权投资	282	440	440	440	440
固定资产	16754	24531	28862	33518	38278
无形资产	2042	2348	2113	1902	1712
其他	10661	5759	5737	5740	5763
<b>资产总计</b>	<b>38484</b>	<b>46821</b>	<b>55118</b>	<b>62752</b>	<b>72070</b>
<b>流动负债</b>	18759	17843	19531	22543	25942
短期借款	5276	3623	4304	4548	3623
应付账款	6304	8904	10553	12678	15998
预收账款	1187	1571	1863	2238	2824
其他	5992	3745	2811	3079	3498
<b>长期负债</b>	4498	10889	10889	10889	10889
长期借款	690	4089	4089	4089	4089
其他	3808	6800	6800	6800	6800
<b>负债合计</b>	<b>23257</b>	<b>28733</b>	<b>30420</b>	<b>33432</b>	<b>36832</b>
股本	3882	3883	4288	4288	4288
资本公积金	5713	6527	10327	10327	10327
留存收益	5143	7168	9510	14030	19813
少数股东权益	489	511	574	675	810
归属于母公司所有者权益	14738	17577	24124	28645	34428
<b>负债及权益合计</b>	<b>38484</b>	<b>46821</b>	<b>55118</b>	<b>62752</b>	<b>72070</b>

## 现金流量表

单位: 百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	3100	2357	6429	8665	11185
净利润	2019	2635	3468	5561	7452
折旧摊销	1218	1996	2650	3007	3401
财务费用	403	754	436	432	410
投资收益	(76)	(118)	(204)	(171)	(193)
营运资金变动	(459)	(3051)	8	(276)	(34)
其它	(6)	143	71	112	149
<b>投资活动现金流</b>	(6442)	(4291)	(6523)	(7286)	(7804)
资本支出	(7124)	(4208)	(6727)	(7457)	(7997)
其他投资	683	(83)	204	171	193
<b>筹资活动现金流</b>	3277	1441	2182	(1229)	(3003)
借款变动	1952	(2)	(461)	244	(925)
普通股增加	0	0	405	0	0
资本公积增加	13	814	3800	0	0
股利分配	(621)	(1553)	(1126)	(1040)	(1668)
其他	1934	2182	(436)	(432)	(410)
<b>现金净增加额</b>	<b>(65)</b>	<b>(492)</b>	<b>2087</b>	<b>150</b>	<b>377</b>

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
<b>营业收入</b>	27535	37555	45066	55882	70970
营业成本	22327	30536	36193	43482	54867
营业税金及附加	111	123	147	183	232
营业费用	863	975	1352	1676	2129
管理费用	1039	1514	1803	2124	2697
研发费用	598	1001	1127	1397	1774
财务费用	316	708	436	432	410
资产减值损失	(47)	(48)	(48)	(48)	(48)
公允价值变动收益	(1)	0	0	(0)	(0)
其他收益	90	214	95	80	87
投资收益	73	258	108	92	105
<b>营业利润</b>	2395	3123	4165	6711	9006
营业外收入	16	42	42	42	42
营业外支出	13	14	14	14	14
<b>利润总额</b>	2398	3152	4193	6740	9035
所得税	367	469	662	1078	1448
少数股东损益	12	48	63	101	135
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2019</b>	<b>2635</b>	<b>3468</b>	<b>5561</b>	<b>7452</b>

## 主要财务比率

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>年成长率</b>					
营业收入	6%	36%	20%	24%	27%
营业利润	-2%	30%	33%	61%	34%
净利润	0%	31%	32%	60%	34%
<b>获利能力</b>					
毛利率	18.9%	18.7%	19.7%	22.2%	22.7%
净利率	7.3%	7.0%	7.7%	10.0%	10.5%
ROE	13.7%	15.0%	14.4%	19.4%	21.6%
ROIC	10.1%	11.9%	11.6%	15.8%	18.4%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	60.4%	61.4%	55.2%	53.3%	51.1%
净负债比率	19.4%	18.9%	15.2%	13.8%	10.7%
流动比率	0.5	0.8	0.9	0.9	1.0
速动比率	0.4	0.6	0.8	0.8	0.8
<b>营运能力</b>					
资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9	1.0
存货周转率	13.3	15.3	13.7	13.8	14.2
应收帐款周转率	15.3	17.3	19.3	19.7	19.9
应付帐款周转率	4.9	4.0	3.7	3.7	3.8
<b>每股资料 (元)</b>					
EPS	0.52	0.68	0.81	1.30	1.74
每股经营现金	0.80	0.61	1.50	2.02	2.61
每股净资产	3.80	4.53	5.63	6.68	8.03
每股股利	0.40	0.29	0.24	0.39	0.52
<b>估值比率</b>					
PE	49.2	37.7	31.7	19.7	14.7
PB	6.7	5.7	4.6	3.8	3.2
EV/EBITDA	34.9	23.5	18.7	13.3	10.6

## 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。

**刘巍：**德国斯图加特大学车辆工程硕士，曾就职于保时捷和沙利文咨询公司，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。