

## ST 龙净 (600388.SH)

### 业绩符合预期，储能、绿电业务加速展开

公司公告 2022 年收入、归上净利润、扣非净利润 118.8、8.04、6.54 亿元，分别同比增长 5.16%、-6.52%、-6.08%，业绩符合预期。公司同时披露，2021 年审计报告否定意见涉及事项已经消除，如果后续能撤销风险提示 ST 风险警示，公司发展将更顺畅。公司大股东更换后，在环保业务基础上培育储能+绿电的战略构架已经形成。维持增持评级与 23-25 元目标价。

- **经营业绩符合预期。** 2022 年公司收入利润仍由传统的环保业务贡献，经营规模稳健扩张，实现收入 118.8 亿，小幅增长 5.16%，毛利率、费用率基本持平。报告期内公司计提信用减值损失 2.3 亿增加较多主要系华泰保险事项计提 0.99 亿元所致，资产减值损失 0.85 亿主要系存货及商誉计提，上述事项影响了公司盈利表现。22 年期末公司负债率 71.3%，年末在手现金、交易性金融资产、理财等近 30 亿，带息负债近 50 亿元，带息负债水平可控。
- **原股东资金占用问题已消除。** 3 月 16 日会计事务所正式出具《2021 年度内部控制审计报告否定意见涉及事项影响已消除的审核报告》，2021 年由于原股东资金占用，审计机构出具“保留意见”，公司被实施 ST，若顺利撤销 ST 风险警示，对公司业务发展会更有利。
- **与紫金协同共赢发展绿电业务。** 公司公告将投资 10.93 亿建设紫金黑龙江多宝山铜矿一期 200MW 风光项目，其中光伏 40MW、风电 160MW，配套 10%×2h 电化学储能，预计 Q4 建成发电。该项目形成了紫金、龙净的共赢的业务范式。低碳趋势下，紫金加快推进矿山清洁能源应用，规划到 2030 年实现 30%的清洁能源占比，仅以当前能耗估算总容量近 4-5GW。未来随合作项目范围拓开，绿电业绩贡献将会不断加大。
- **产线建设启动，有望在储能赛道壮大。** 去年 Q4 以来公司以投资、参控方式高效完成 5GWh 电芯、2+3GW PACK 模组（60%股权）、6GWh 系统集成（49%股权）的规划布局，3 月初与蜂巢合资一期 2GWh PACK 模组项目正式开工。公司原有环保业务客户（发电集团、大型的工业客户等）与储能终端场景高度重合，未来有望为储能业务赋能。大股东紫金矿业过去几年向能源金属拓展，完成千万吨级碳酸锂资源储备，2022 年实现 2 万吨铁锂材料量产在上游进行储备，也有望增强公司储能制造环节的竞争力。
- **传统业务稳中加快。** 公司大气污染治理的第一大下游火电行业 2021 年之前经历了持续多年的投资下行，但在 2022 年迎来拐点，全年核准量近百 GW，预计未来几年火电投资有望维持较强增长，此外钢铁、建材等领域的超低排放改造也将有持续稳定贡献，传统环保业务有望实现稳健发展。
- **投资建议：** 紫金矿业控股后，制定环保+新能源的双轮驱动战略，有望在管理、资源、市场等多个维度赋能，公司发展进入新阶段。调升公司 2023-2024 年归母净利润预测值至 11.3、15.8 亿，维持“增持”评级与 23-25 元目标价。
- **风险提示：** ST 与华泰保险事项影响公司发展、新业务进度不及预期、传统业务不及预期。

#### 财务数据与估值

会计年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万元)	11297	11880	13798	19882	27104
同比增长	11%	5%	16%	44%	36%
营业利润(百万元)	980	941	1306	1866	2628
同比增长	16%	-4%	39%	43%	41%
归母净利润(百万元)	860	804	1127	1577	2216
同比增长	22%	-7%	40%	40%	40%
每股收益(元)	0.80	0.75	1.05	1.47	2.07
PE	21.3	22.9	16.3	11.7	8.3
PB	2.7	2.5	2.2	1.9	1.6

资料来源：公司数据、招商证券

## 增持 (维持)

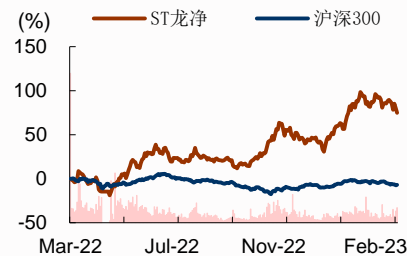
中游制造/电力设备及新能源  
目标估值：23.00 - 25.00 元  
当前股价：17.17 元

#### 基础数据

总股本 (万股)	107146
已上市流通股 (万股)	107146
总市值 (亿元)	184
流通市值 (亿元)	184
每股净资产 (MRQ)	6.9
ROE (TTM)	10.9
资产负债率	71.3%
主要股东	紫金矿业集团股份有限公司
主要股东持股比例	14.99%

#### 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	54	86
相对表现	-2	54	92



资料来源：公司数据、招商证券

#### 相关报告

- 《ST 龙净 (600388) 一原业务稳健增长，在储能与绿电领域开启新发展》2023-02-08

游家训 S1090515050001

youjx@cmschina.com.cn

张伟鑫 S1090521070003

zhangweixin@cmschina.com.cn

## 正文目录

一、业绩符合预期 .....	3
二、紫金控股进入新阶段，新能源加速展开 .....	5
1、紫金入局后公司进入新阶段 .....	5
2、借紫金资源禀赋，共赢发展绿电业务 .....	5
3、制造项目开工，有望在储能赛道壮大 .....	7
三、火电复苏带动主业扩张，非电平稳增长 .....	8
盈利预测 .....	9

## 图表目录

图 1 控制权转移过程 .....	5
图 2 紫金多宝山铜矿概况 .....	5
图 3: 紫金应对气候变化行动方案 .....	6
图 4: 公司储能产业布局 .....	7
图 5: 国内电源新增装机容量结构变化 .....	8
图 6: 国内火电核准容量 (MW) .....	8
图 7: 2021-2025 年非电领域烟气治理市场空间 (亿元) .....	8
图 8: ST 龙净历史 PE Band .....	9
图 9: ST 龙净历史 PB Band .....	9
表 1: 主要财务数据 .....	3
表 2: 经营情况表现 .....	4
表 3: 盈利能力分析 .....	4
表 4: 负债情况 .....	4
表 5: 固定资产及在建工程 .....	4
表 6: 紫金能源消耗情况 .....	6
表 7: 紫金“两湖一矿”布局 .....	7
表 8: 收入拆分及盈利预测 .....	9
附: 财务预测表 .....	10

## 一、业绩符合预期

**经营业绩符合预期。**2022 年公司收入利润仍由传统的环保业务贡献，经营规模稳健扩张，实现收入 118.8 亿，小幅增长 5.16%，其中除尘、脱硫脱硝业务比例小幅提升，业务更加聚焦在优势领域，全年毛利率 23.4%、费用率 13.6%，与 2021 年基本持平。

报告期内公司计提信用减值损失 2.3 亿增加较多主要系华泰保险事项计提 0.99 亿元所致，资产减值损失 0.85 亿主要系存货及商誉计提，上述事项影响了公司盈利表现。

2022 年期末公司负债率 71.3%，年末在手现金、交易性金融资产、理财等近 30 亿，带息负债近 50 亿元，带息负债水平可控。

**原股东资金占用问题已消除。**3 月 16 日会计事务所正式出具《2021 年度内部控制审计报告否定意见涉及事项影响已消除的审核报告》，2021 年由于原股东资金占用，审计机构出具“保留意见”，公司被实施 ST，若顺利撤销 ST 风险警示，对公司业务发展会更有利。

表 1: 主要财务数据

(人民币, 百万)	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	同比变化(%)
营业收入	10935.03	10180.76	11296.74	11880.15	5.16
营业成本	8503.06	7979.31	8677.95	9100.72	4.87
毛利润	2431.97	2201.45	2618.79	2779.42	6.13
销售税金	84.73	80.50	82.18	79.23	-3.59
毛利润(扣除销售税金)	2347.23	2120.95	2536.61	2700.19	6.45
销售费用	269.86	254.03	266.49	262.66	-1.44
管理费用	577.34	563.80	612.85	651.36	6.28
研发费用	462.09	482.17	494.30	528.52	6.92
经营利润	1037.94	820.95	1162.98	1257.65	8.14
资产和信用减值损失	-98.99	-38.76	-189.36	-313.14	65.37
财务费用	138.61	176.00	190.39	175.02	-8.07
投资收益	87.73	26.90	48.07	60.80	26.49
资产处置收益	-1.22	87.62	24.65	2.54	-89.70
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	2.44	
其他收益	116.51	122.65	123.80	105.52	-14.76
营业外收入	5.31	20.27	11.34	6.67	-41.20
营业外支出	4.41	6.44	14.40	9.41	-34.63
利润总额	1004.27	857.19	976.70	938.05	-3.96
所得税	143.42	146.40	105.45	129.28	22.60
税后净利润	860.84	710.79	871.25	808.78	-7.17
少数股东损益	9.81	8.00	10.90	4.49	-58.81
归母净利润	851.03	702.79	860.35	804.29	-6.52
非经常性损益	179.92	217.63	163.98	150.27	-8.36
扣非归母净利润	671.11	485.16	696.37	654.01	-6.08
<b>主要比率</b>					<b>百分点变化</b>
毛利率	22.24	21.62	23.18	23.40	0.21
销售费用率	2.47	2.50	2.36	2.21	-0.15
管理费用率	5.28	5.54	5.42	5.48	0.06
研发费用率	4.23	4.74	4.38	4.45	0.07
财务费用率	1.27	1.73	1.69	1.47	-0.21
经营利润率	9.49	8.06	10.29	10.59	0.29
所得税率	15.65	17.63	11.36	14.74	3.38
净利率	7.87	6.98	7.71	6.81	-0.90
扣非净利率	6.14	4.77	6.16	5.51	-0.66

资料来源: 公司公告、招商证券

表 2: 经营情况表现

	2019	2020	2021	2022	百分点变化
赊销比	34.47	30.16	28.93	33.03	4.10
存货营收比	71.39	90.63	75.24	62.48	-12.76
销售商品、劳务获现金(百万元)	7929.04	8935.82	8015.47	7523.55	-6.14
销售商品、劳务获现金/营收	72.51	87.77	70.95	63.33	-7.63
经营性现金流净额(百万元)	16.52	2093.80	1213.76	834.55	-31.24
经营现金流净额/税后净利润	1.94	297.93	141.08	103.76	-37.32

资料来源: 公司公告、招商证券

表 3: 盈利能力分析

	2019	2020	2021	2022	百分点变化
归上净利率(%)	7.78	6.90	7.62	6.77	-0.85
总资产周转率(%)	0.54	0.44	0.43	0.45	0.01
权益乘数	3.76	3.92	3.98	3.74	-0.24
ROE(%)	15.82	11.81	13.15	11.27	-1.88
ROA(%)	4.26	3.04	3.35	3.03	-0.32
ROIC(%)	11.59	8.45	9.00	7.83	-1.17

资料来源: 公司公告、招商证券

表 4: 负债情况

	2019	2020	2021	2022	百分点变化
负债率%	73.21	74.79	73.90	71.32	-2.58
短期借款(百万元)	2,041.93	1,179.36	1,171.97	723.38	-38.28
一年内到期的非流动负债(百万元)	103.07	188.92	358.84	676.44	88.51
长期借款(百万元)	1,169.67	983.11	1,906.32	1,864.09	-2.22
应付债券(百万元)	0.00	1,757.21	1,816.88	1,846.71	1.64
长期应付款(百万元)	190.67	206.80	35.00	170.86	388.18
在手现金(百万元)	2,719.99	2,736.53	2,379.54	1,970.01	-17.21

资料来源: 公司公告、招商证券

表 5: 固定资产及在建工程

百万元	2019	2020	2021	2022	同比变化(%)
固定资产	929.12	1,455.62	1,974.34	2,201.96	11.53
在建工程	541.64	271.94	686.01	1,004.78	46.47

资料来源: 公司公告、招商证券

## 二、紫金控股进入新阶段，新能源加速展开

### 1、紫金入局后公司进入新阶段

2022年5月紫金矿业控股公司后进行管理梳理与调整，公司进入全新的发展阶段。

- **战略方向调整：**确立“在坚持可持续发展低碳环保产业的基础上，依托紫金矿业丰富的资源储备全力拓展新能源产业，并以环保+新能源业务双轮驱动”的核心发展目标，新能源成为公司的战略方向。
- **管理团队改组：**紫金控股后高管团队进行了更新调整，由紫金矿业董事、常务副总裁林泓富先生任公司董事长，财务总监、监事会主席等同样来自紫金矿业团队，管理层面完成了紫金与龙净原团队的融合。同时配合战略调整，适度对原有非核心业务完成精简或转型。
- **资源赋能：**紫金为全球矿业领军企业，有望从产业资源、市场渠道等多个维度对龙净未来的业务发展赋能，龙净有望形成污染治理、储能、绿电有机互动的业务构架。

图1 控制权转移过程

2017/6	2022/2	2022/3	2022/4	2022/5
阳光集团入股	拟定增引入紫金矿业	与紫金战略合作	公司划分ST	正式实现控股
实际控制人6名股东将其所持有的东正投资100%股权全部转让给阳光集团和阳光环保	公告拟向紫金矿业发行1.19亿股，完成后紫金将持有公司10%股权（注：方案于2022年5月终止）	设立紫金龙净，合作期限内完成3GW以上清洁能源项目，承诺所属30MW以上清洁能源项目由合资公司承担	公司发布被实施其他风险警示的提示性公告，审计机构对其2021年财务报表出具了保留意见	紫金矿业以每股10.80元的对价受让阳光集团持有的龙净环保15.02%的股权，并受托对所持有的10.02%股权行使表决权

资料来源：公司公告、招商证券

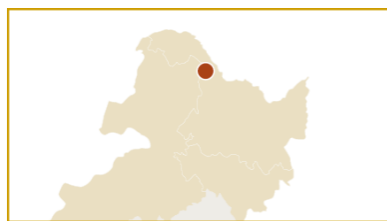
### 2、借紫金资源禀赋，共赢发展绿电业务

紫金在国内17个省（区）、海外14个国家布局矿业投资项目，铜、金资源量达到7238万吨、2978吨，均位列全国首位，矿山资源遍及全球。

低碳趋势下紫金推进矿山矿场环保减排，加快风光等清洁能源替代，形成了与龙净的合作契机，共赢发展风电光伏清洁能源发电业务。

图2 紫金多宝山铜矿概况

#### 多宝山/铜山铜矿



地理位置	黑龙江省黑河市嫩江县
持股比例	100%
项目状态	在产
矿床类型	斑岩型
资源量	铜228万吨@0.41%，金70吨@0.12克/吨
采选方法	露采、铜采+浮选
2021年产量	矿产铜10.9万吨、金2.3吨

资料来源：企业官网、招商证券

公司公告将投资 10.93 亿建设紫金黑龙江多宝山铜矿一期 200MW 风光项目，其中光伏 40MW、风电 160MW，配套 10%×2h 电化学储能，预计 Q4 建成发电。该项目形成了紫金、龙净的共赢的业务范式。

绿电业务资源获取、消纳模式清晰，资金成本控制更灵活。

- **资源获取:** 分布式项目资源分散，2021 年以前国内风光均以集中式为主。紫金的矿山矿场提供先天的资源便利，此外矿山地区空间场景更好，相较普通的工商业电站能更好的保证利用小时数。
- **消纳空间:** 自用比例影响项目回报率，矿业先天高能耗属性提供了风光电源的消纳空间，实现更高的回报率。
- **建设模式:** 电站业务扩张对企业资金有较高的要求，2022 年末龙净与中广核等签署合作协议，未来或依据项目规模、资源差异，灵活采取合资共建等模式，尤其在初期控制资本开支及费用支出。

环保业务有新空间。公司脱硫脱硝和除尘技术可以服务于紫金矿业的冶炼加工业务，实现燃煤烟气的脱硫脱硝、粉尘等污染物处理等。同时公司具有固危废处置、资源循环利用的技术储备和项目经验，在紫金尾矿资源利用、土壤和生态修复等领域有望形成深度合作。

图 3: 紫金应对气候变化行动方案



资料来源：企业官网、招商证券

表 6: 紫金能源消耗情况

能源类型	单位	2021	2020	2019	
直接能源	煤油	吨	1481	1833	3929
	柴油	吨	345894	256856	202336
	汽油	吨	1502	1457	1162
	煤炭	吨	636682	859536	610665
	液化天然气	吨	372	471	464
	天然气	百万立方米	2.25	1.41	3.59
	其他直接能源	TJ	230.61	425.46	520.57
间接能源	电力	GWh	6331	5011	4687
	蒸汽	TJ	-802.56	-783.41	-907.62
可再生能源	水电	GWh	347	324	206
	太阳能	GWh	3.2	-	-

资料来源：公司公告、企业官网、招商证券

### 3、制造项目开工，有望在储能赛道壮大

在紫金控股后，紫金与龙净构成了完整的储能产业布局，由上游锂矿及材料，到中游制造，再到下游市场应用的储能产业蓝图已经呈现端倪。

图 4：公司储能产业布局

上游	中游	下游
紫金矿业	龙净环保	紫金+龙净
<ul style="list-style-type: none"> <li>3Q盐湖</li> <li>拉果错盐湖</li> <li>湘源锂矿</li> <li>紫金锂元</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>电芯</li> <li>模组PACK</li> <li>系统集成</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>矿山风光电站</li> <li>环保业务客户重叠</li> <li>合资渠道拓展</li> </ul>

资料来源：公司公告、企业官网、招商证券

#### 1) 中游制造：高效完成制造端部署，吸纳先进人才团队

2022Q4 以来，公司以极高的效率落实储能布局，进入电芯、PACK、系统集成以及 BMS、EMS 等辅助变换部件等各环节。

- 电芯：2022 年 10 月，公司公告拟在上杭县投资建设 5GWh 磷酸铁锂储能电芯项目；
- 集成及电控辅助：同月与量道新能源合资设厂（49%股比），规划投建 6GWh 储能系统，一期 1GWh，涵盖集成、控制系统研发、冷却系统研发等；
- 模组 PACK+集成：2022 年 12 月，公司再与蜂巢合作建设两期 2+3GWh 储能 PACK 生产项目（60%股比）；今年 3 月初与蜂巢合资一期 2GWh PACK 模组项目正式开工；
- 此外公司也在积极的引进产业团队，补强研发制造端的竞争力。

#### 2) 上游资源：紫金已经跃升锂矿资源前十，铁锂产能快速释放

2021 年开始，紫金矿业加快向能源金属延伸，先后完成 3Q 盐湖、拉果错盐湖、湘源锂矿并购，碳酸锂当量资源超过 1000 万吨，跃升为全球第 9 位。

此外，紫金在上杭投建 5 万吨铁锂项目，2022 年 8 月完成千吨级量产，12 月末一期 2 万吨开始试产。

2021 年碳酸锂价格大幅上涨，控股股东的锂资源及正极供应协同，有希望为公司材料获取的量价稳定性增加筹码。

#### 3) 下游市场：紫金+龙净合力形成储能的市场渠道

紫金方面，矿山矿场风光电站配储有望提供应用空间。龙净方面，公司原有环保业务客户（发电集团、大型的工业客户等）与储能终端场景高度重合，未来有望为储能业务赋能。

表 7：紫金“两湖一矿”布局

日期	锂矿	持股比例	碳酸锂当量（万吨）
2021-10	3Q 盐湖项目	100%	763
2022-04	拉果错盐湖项目	70%	214
2022-06	湘源锂矿	71%	216

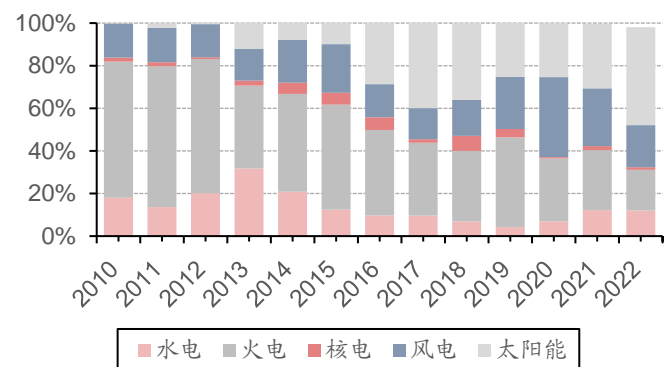
资料来源：公司公告、企业官网、招商证券

### 三、火电复苏带动主业扩张，非电平稳增长

公司大气污染治理的第一大下游火电行业 2021 年之前经历了持续多年的投资下行，但在 2022 年迎来拐点，全年核准量近百 GW，预计未来几年火电投资有望维持较强增长。

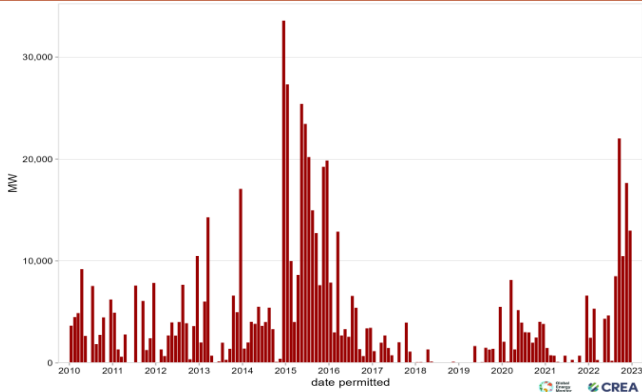
公司在火电除尘领域市占率第一，尤其大型机组更有优势，脱硫脱硝份额领先，下游火电的强复苏背景下，原主业有望稳健增长。

图 5：国内电源新增装机容量结构变化



资料来源：国家能源局、中电联、招商证券

图 6：国内火电核准容量 (MW)

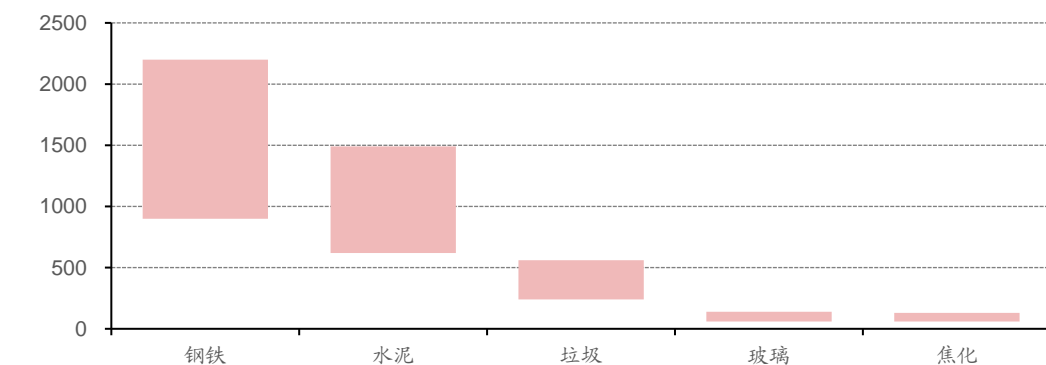


资料来源：CREA、招商证券

非电烟气市场集中在钢铁、水泥、垃圾焚烧等行业，预计对钢铁、水泥、玻璃行业烟气超低改造将在十四五期间完成，参考环境保护协会数据，对应非电烟气市场空间约为 1800-2600 亿上下。

非电行业污染源多、过程工艺不同，排放的污染物种类复杂，处理设备、方案有比较大的差异，市场格局比较分散，公司在非电方向储备充分，形成技术差异化，钢铁、建材等领域的超低排放改造也将有持续稳定贡献。

图 7：2021-2025 年非电领域烟气治理市场空间 (亿元)



资料来源：环境保护协会、招商证券



## 盈利预测

公司在大气治理领域具有全球竞争力，在下游火电强复苏背景下，公司原主业有望稳健增长。

2022年紫金矿业控股公司后进行管理梳理与调整，确立“环保+新能源”双轮驱动战略。新能源方面，公司与紫金合作协同，共赢发展风电光伏清洁能源发电业务；在储能领域，公司从锂电池及储能系统环节入手，目前已启动电芯制造基地建设，并与蜂巢合资进入储能PACK与系统集成业务。

公司在电力领域有深厚积累，未来有望形成污染治理、储能、绿电有机互动的业务构架，而历史遗留的财务问题在逐步解决，2023年有望成为公司新起点，调升公司2023-2024年归上净利润预测至11.3、15.8亿，维持“增持”评级。

表 8: 收入拆分及盈利预测

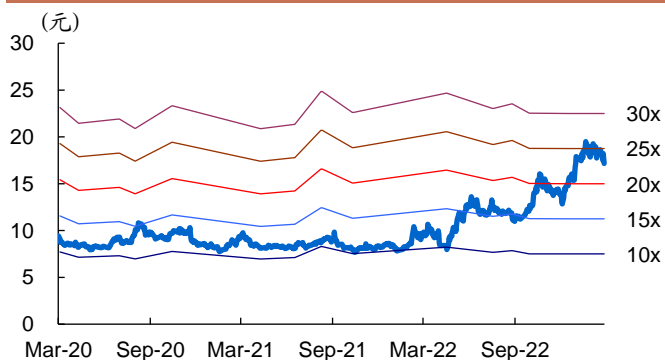
报告期		2021	2022	2023E	2024E	2025E
合计						
收入	亿元	113.0	118.8	138.0	198.8	271.0
成本	亿元	86.8	91.0	104.8	152.0	206.4
毛利	亿元	26.2	27.8	33.2	46.8	64.7
毛利率	%	23.2%	23.4%	24.1%	23.6%	23.9%
环保业务						
收入	亿元	112.3	115.9	127.0	135.7	140.3
成本	亿元	86.4	88.4	96.3	103.3	107.5
毛利	亿元	25.9	27.5	30.7	32.4	32.8
毛利率	%	23.0%	23.7%	24.2%	23.9%	23.4%
新能源业务						
收入	亿元	-	-	8.1	60.2	127.8
成本	亿元	-	-	6.0	46.2	96.4
毛利	亿元	-	-	2.0	14.0	31.4
毛利率	%	-	-	25.4%	23.2%	24.6%

资料来源：公司公告、招商证券

## 风险提示

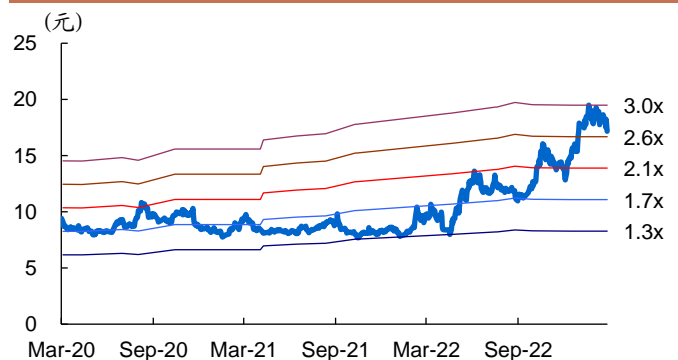
- 1) ST 或影响公司业务开展。
- 2) 新业务进度不及预期：储能等新能源业务是未来的重要增量，目前储能项目仍处在建设推进阶段，若进度不及预期或对公司业绩有影响。
- 3) 环保业务不及预期：大气治理的传统业务需求可能不及预期，另外土壤修复业务由于商业模式有不及预期可能。
- 4) 历史遗留问题：华泰保险事项仍在处理过程中，关注后续进展影响。

图 8: ST 龙净历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 9: ST 龙净历史 PB Band



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	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	19958	18492	21651	31362	42185
现金	2380	1970	1251	2046	2455
交易性投资	0	417	417	417	417
应收票据	454	729	847	1221	1664
应收款项	2815	3002	3701	5333	7270
其它应收款	2143	1518	1764	2541	3464
存货	8499	7422	10466	15182	20617
其他	3668	3432	3205	4622	6297
<b>非流动资产</b>	6952	7927	8346	8919	9480
长期股权投资	109	40	40	40	40
固定资产	1974	2202	2612	3177	3731
无形资产商誉	2847	3363	3377	3389	3400
其他	2021	2321	2317	2312	2309
<b>资产总计</b>	<b>26910</b>	<b>26418</b>	<b>29997</b>	<b>40281</b>	<b>51665</b>
<b>流动负债</b>	15616	14434	16851	25807	35325
短期借款	1172	723	1938	4449	6542
应付账款	4880	5253	6047	8772	11912
预收账款	8424	7014	8074	11713	15906
其他	1140	1445	792	872	965
<b>长期负债</b>	4270	4407	4407	4407	4407
长期借款	1906	1864	1864	1864	1864
其他	2363	2543	2543	2543	2543
<b>负债合计</b>	<b>19885</b>	<b>18841</b>	<b>21258</b>	<b>30214</b>	<b>39732</b>
股本	1069	1071	1071	1071	1071
资本公积金	756	723	723	723	723
留存收益	5062	5596	6723	7962	9705
少数股东权益	137	187	221	310	434
归属于母公司所有者权益	6888	7390	8517	9757	11499
<b>负债及权益合计</b>	<b>26910</b>	<b>26418</b>	<b>29997</b>	<b>40281</b>	<b>51665</b>

现金流量表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	1214	835	(108)	(37)	287
净利润	860	804	1127	1577	2216
折旧摊销	282	361	579	623	684
财务费用	198	232	230	295	400
投资收益	(50)	(62)	(82)	(152)	(152)
营运资金变动	(62)	(454)	(2007)	(2488)	(3007)
其它	(14)	(46)	46	108	147
<b>投资活动现金流</b>	(2293)	(47)	(919)	(1048)	(1098)
资本支出	(1525)	(645)	(1001)	(1200)	(1250)
其他投资	(767)	599	82	152	152
<b>筹资活动现金流</b>	490	(1037)	308	1878	1219
借款变动	1664	(738)	538	2512	2093
普通股增加	0	2	0	0	0
资本公积增加	0	(33)	0	0	0
股利分配	(1048)	(268)	0	(338)	(473)
其他	(127)	0	(230)	(295)	(400)
<b>现金净增加额</b>	<b>(589)</b>	<b>(249)</b>	<b>(719)</b>	<b>794</b>	<b>409</b>

利润表

单位：百万元	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	11297	11880	13798	19882	27104
营业成本	8678	9101	10477	15199	20639
营业税金及附加	82	79	83	109	149
营业费用	266	263	345	517	705
管理费用	613	651	759	1093	1491
研发费用	494	529	621	895	1165
财务费用	190	175	230	295	400
资产减值损失	(189)	(313)	(60)	(60)	(80)
公允价值变动收益	0	2	2	2	2
其他收益	124	106	40	40	40
投资收益	73	63	40	110	110
<b>营业利润</b>	980	941	1306	1866	2628
营业外收入	11	7	5	5	5
营业外支出	14	9	3	3	3
<b>利润总额</b>	977	938	1308	1868	2630
所得税	105	129	146	202	290
少数股东损益	11	4	35	88	124
<b>归属于母公司净利润</b>	860	804	1127	1577	2216

主要财务比率

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	11%	5%	16%	44%	36%
营业利润	16%	-4%	39%	43%	41%
归母净利润	22%	-7%	40%	40%	40%
<b>获利能力</b>					
毛利率	23.2%	23.4%	24.1%	23.6%	23.9%
净利率	7.6%	6.8%	8.2%	7.9%	8.2%
ROE	12.5%	10.9%	13.2%	16.2%	19.3%
ROIC	9.9%	8.8%	10.8%	11.7%	13.2%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	73.9%	71.3%	70.9%	75.0%	76.9%
净负债比率	12.8%	12.4%	12.7%	15.7%	16.3%
流动比率	1.3	1.3	1.3	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
存货周转率	1.0	1.1	1.2	1.2	1.2
应收账款周转率	3.6	3.4	3.3	3.6	3.5
应付账款周转率	1.9	1.8	1.9	2.1	2.0
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	0.80	0.75	1.05	1.47	2.07
每股经营净现金	1.14	0.78	-0.10	-0.03	0.27
每股净资产	6.44	6.90	7.95	9.11	10.73
每股股利	0.00	0.25	0.32	0.44	0.62
<b>估值比率</b>					
PE	21.3	22.9	16.3	11.7	8.3
PB	2.7	2.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	25.7	25.7	16.3	12.4	9.3

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。