通威股份(600438)/电源设备

一季度业绩高增，硅料景气超预期

评级：买入(维持)

市场价格：31.08

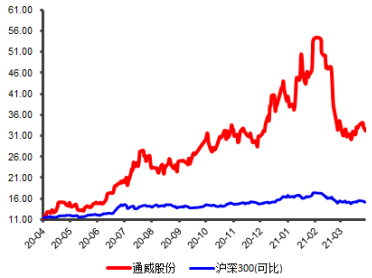
分析师：苏晨
执业证书编号：S0740519050003
Email：suchen@r.qlzq.com.cn

分析师：花秀宁
执业证书编号：S0740519070001
Email：**huaxn@r.qlzq.com.cn**

基本状况

总股本(百万股)	4502
流通股本(百万股)	4288
市价(元)	31.08
市值(百万元)	139908
流通市值(百万元)	133267

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、业绩基本符合预期，硅料和电池趋势向好

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	37555.12	44200.27	61239.64	85571.84	93889.28
增长率 yoy%	36.39%	17.69%	38.55%	39.73%	9.72%
净利润	2634.57	3607.92	6070.77	10817.90	13471.19
增长率 yoy%	30.51%	36.95%	68.26%	78.20%	24.53%
每股收益（元）	0.59	0.80	1.35	2.40	2.99
每股现金流量	-0.13	0.91	0.54	0.77	1.58
净资产收益率	14.99%	11.81%	16.23%	22.43%	21.84%
P/E	53.10	38.78	23.05	12.93	10.39
PEG	0.87	0.70	0.51	0.21	0.19
P/B	7.96	4.58	3.74	2.90	2.27

注：股价为 4 月 12 日收盘价

投资要点

- **事件：**（1）公司公布 2020 年报和 2021 年一季报，2020 实现营收 442 亿元，同增 17.69%，归母净利润 36.08 亿元，同增 36.95%，扣非归母净利 24.09 亿元，同增 4.06%，ROE11.81%，同降 3.18PCT，EPS 0.86 元；1Q21 实现营收 106.18 亿元，同增 35.69%，归母净利润 8.47 亿元，同增 145.99%，扣非净利润 7.96 亿元，同增 151.86%，ROE 2.75%，EPS 0.19。（2）公司拟发行 120 亿元可转债，用于投资高纯晶硅技改项目、15GW 单晶拉棒拉芳、补充流动资金等。

- **2020 盈利水平基本持平，1Q21 盈利水平显著提升。**2020 公司毛利率和净利率分别为 17.09%/8.40%，同比分别变化-1.60/+1.26PCT。1Q21 毛利率和净利率分别为 20.75%/8.41%，同比分别提升 3.78/3.82PCT，环比分别提升 2.38/5.96PCT。

- **多晶硅新产能成本降至 3.87 万元/吨，一季度硅料价格超预期。**产能方面，公司已形成高纯晶硅产能 8 万吨，在建产能超过 15 万吨；销量方面，公司实现高纯晶硅销量 8.66 万吨，同比增长 35.79%；盈利能力方面，全年实现毛利率 36.78%，同增 12.33PCT，体现了公司在高纯晶硅领域的核心竞争力；成本方面，公司全年平均生产成本 3.87 万元/吨，其中新建产能 2020 年乐山一期和包头一期平均生产成本下降至 3.63 万元/吨；单晶料占比方面，单晶料占比已达到 98%以上。我们认为一季度硅料价格持续上涨也是公司一季度业绩高增的主要原因。

- **电池销量同增 66.23%，非硅成本优势明显。**产能方面，公司太阳能电池产能达到 27.5GW，其中高效单晶电池 24.5GW；销量方面，2020 年电池及组件出货量 22.16GW，同比增长 66.23%，太阳能电池出货量继续位居全球第一；盈利能力方面，公司单晶电池毛利率 16.78%；成本方面，公司电池产品非硅成本达到 0.2 元/W 以内，成本优势明显，未来随着技术工艺的进步和产能的扩大，非硅成本将进一步下降。

- **投资建议：**光伏中长期成长趋势不变，电池片盈利底部区间，同时硅料环节景气超预期。我们预计 2021-2023 年分别实现净利 60.70、108.18 和 134.71 亿元，同比分别增长 68.26%、78.20%、24.52%，当前股价对应三年 PE 分别为 23、13、10 倍，维持“买入”评级。

- **风险提示：**终端市场波动风险；技术更新的风险；弃光限电风险。

1、年报和一季报业绩概览：一季度业绩高增

■ **事件：**（1）公司公布 2020 年报和 2021 年一季报，2020 实现营收 442 亿元，同增 17.69%，归母净利润 36.08 亿元，同增 36.95%，扣非归母净利 24.09 亿元，同增 4.06%，ROE11.81%，同降 3.18PCT，EPS 0.86 元；1Q21 实现营收 106.18 亿元，同增 35.69%，归母净利润 8.47 亿元，同增 145.99%，扣非净利润 7.96 亿元，同增 151.86%，ROE 2.75%，EPS 0.19。

（2）公司拟公开发行总额不超过 120 亿元、期限 6 年 A 股可转债，用于投资高纯晶硅技改项目、15GW 单晶拉棒拉芳、补充流动资金等。

（3）每 10 股派发现金红利 2.41 元（含税）。

图表 1：2020 年年报概览

	2020	2019	同比	4Q20	4Q19	同比	3Q20	环比
营业总收入（亿元）	442.00	375.55	17.69%	125.22	95.30	31.39%	129.40	-3.23%
营业利润（亿元）	47.13	31.23	50.92%	7.21	4.14	74.24%	27.73	-74.01%
利润总额（亿元）	42.74	31.52	35.61%	2.85	4.34	-34.18%	27.74	-89.71%
归母净利润（亿元）	36.08	26.35	36.95%	2.75	3.92	-29.67%	23.22	-88.14%
扣非归母净利润(亿元)	24.09	23.14	4.06%	4.96	2.29	116.74%	9.54	-47.99%
销售毛利率(%)	17.09%	18.69%	-1.60PCT	18.37%	16.83%	1.54PCT	16.81%	1.56PCT
销售净利率(%)	8.40%	7.14%	1.26PCT	2.45%	4.22%	-1.77PCT	18.32%	-15.87PCT
ROE(%)	11.81%	14.99%	-3.18PCT	1.00%	2.25%	-1.25PCT	10.01%	-9.00PCT
股本(亿股)	45.02	38.83	-	45.02	38.83	-	42.88	-
EPS（元）	0.86	0.68	26.45%	0.06	0.10	-39.31%	0.54	-88.70%

来源：Wind，中泰证券研究所，单位：亿元

图表 2：2021 年一季报概览

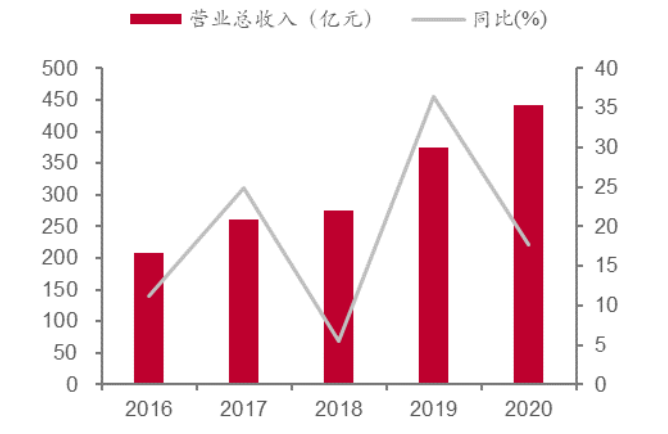
	1Q21	1Q20	同比	4Q20	环比
营业总收入（亿元）	106.18	78.25	35.69%	125.22	-15.21%
营业利润（亿元）	10.55	4.25	148.32%	7.21	46.35%
利润总额（亿元）	10.53	4.26	147.38%	2.85	269.03%
归母净利润（亿元）	8.47	3.44	145.99%	2.75	207.73%
扣非归母净利润（亿元）	7.96	3.16	151.86%	4.96	60.54%
销售毛利率(%)	20.75%	16.97%	3.78PCT	18.37%	2.38PCT
销售净利率(%)	8.41%	4.59%	3.82PCT	2.45%	5.96PCT
ROE(%)	2.75%	1.73%	1.01PCT	1.00%	1.74PCT
股本(亿股)	45.02	42.88	-	45.02	-
EPS（元）	0.19	0.08	134.37%	0.06	207.52%

来源：Wind，中泰证券研究所，单位：亿元

2、财务状况：营收稳定增长，1Q21 扣非净利高增

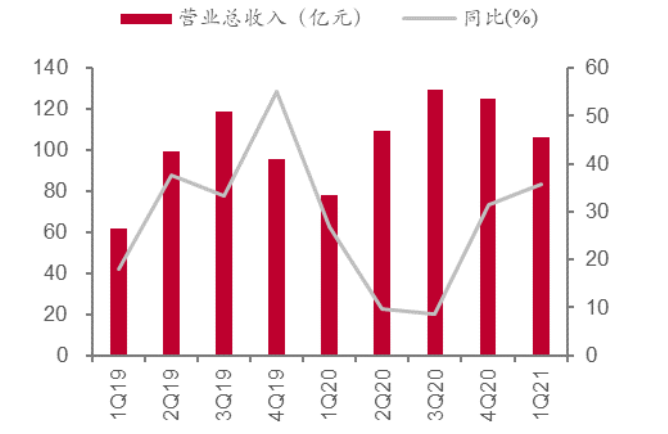
- **硅料、电池出货量提升带动 2020 营收增长 17.69%。**受硅料、电池产销规模扩大带动，2020 年公司营收较快增长，实现营业收入 442 亿元，同比增加 17.69%; 1Q21 实现营业收入 106.18 亿元，同比增加 35.69%。

图表 3：2020 营收 442 亿元，同增 17.69%



来源：Wind，中泰证券研究所

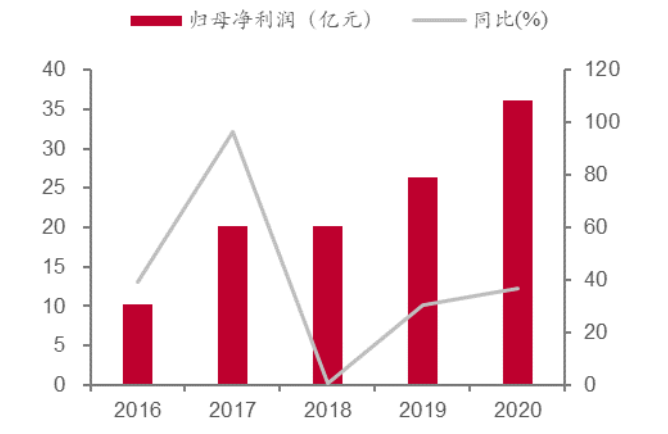
图表 4：1Q21 营收 106.18 亿元，同增 35.69%



来源：Wind，中泰证券研究所

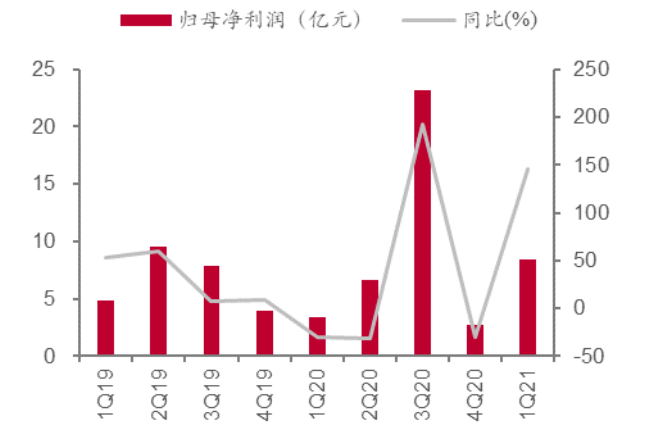
- **2020 归母净利润同增 36.95%,1Q21 扣非净利高增 151.86%。**2020 年公司实现归母净利润 36.08 亿元，同增 36.95%，业绩增长主要源自出货高增带来的收入增长；1Q21 归母净利润 8.47 亿元，同增 145.99%，扣非归母净利润 7.96 亿元，同增 151.86%，我们认为业绩高增主要源自硅料产品一季度以来价格持续上涨。

图表 5：2020 归母净利润 36.08 亿元，同增 36.95%



来源：Wind，中泰证券研究所

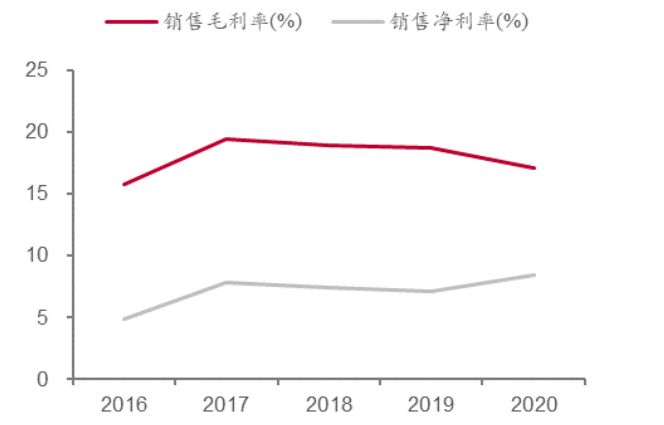
图表 6：1Q21 归母净利 8.47 亿元，同增 145.99%



来源：Wind，中泰证券研究所

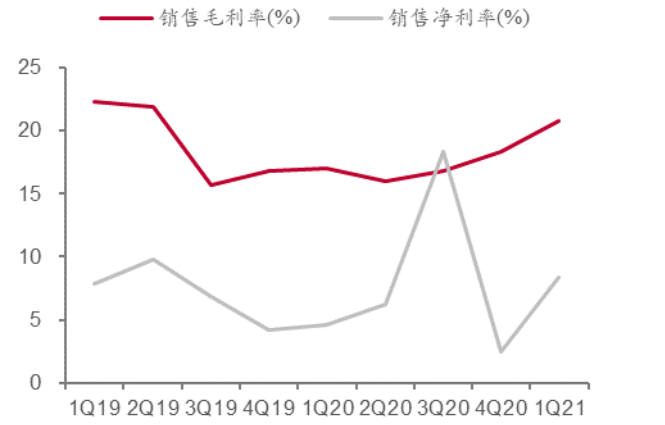
■ **2020 盈利水平基本持平，1Q21 盈利水平显著提升。**2020 公司毛利率和净利率分别为 17.09%/8.40%，同比分别变化-1.60/+1.26PCT。1Q21 毛利率和净利率分别为 20.75%/8.41%，同比分别提升 3.78/3.82PCT，环比分别提升 2.38/5.96PCT。

图表 7：2020 毛利率、净利率为 17.09%/8.40%



来源：Wind，中泰证券研究所

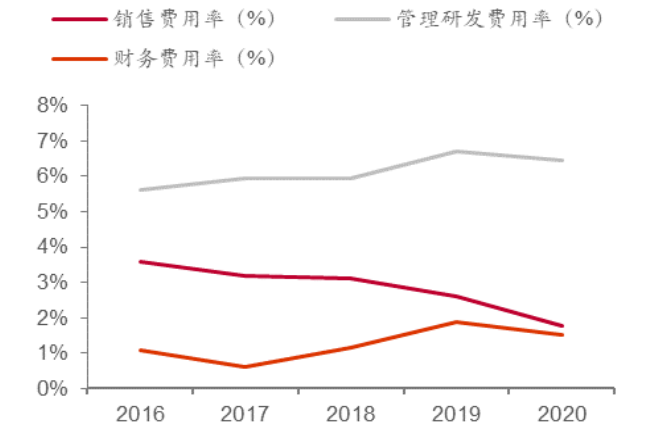
图表 8：1Q21 毛利率、净利率为 20.75%/8.41%



来源：Wind，中泰证券研究所

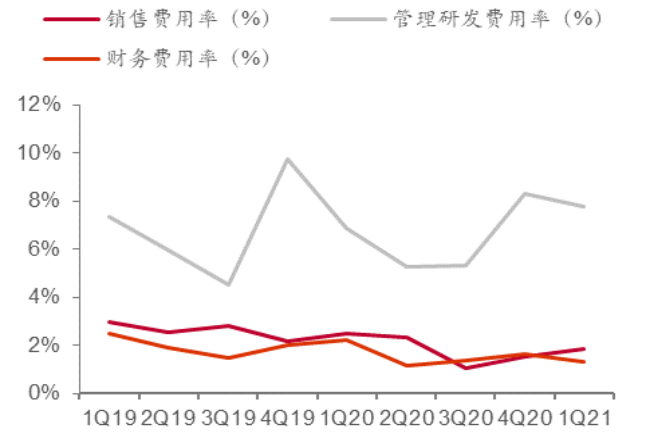
■ **期间费用下降。**三大费用方面，2020 期间费用率 9.72%，较 2019 年下降 1.45PCT，其中销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率分别为 1.76%/6.43%/1.53%，较去年同期分别降低 0.84/0.26/0.36 PCT。1Q21 期间费用率 10.96%，同比下降 0.63PCT，其中销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率分别为 1.86%/7.78%/1.32%，较去年同期分别变化-0.64/+0.93/-0.92 PCT，管理费用率（含研发费用）增加主要源自研发投入的增加。

图表 9：2020 三费分别为 1.76%、6.43%、1.53%



来源：Wind，中泰证券研究所

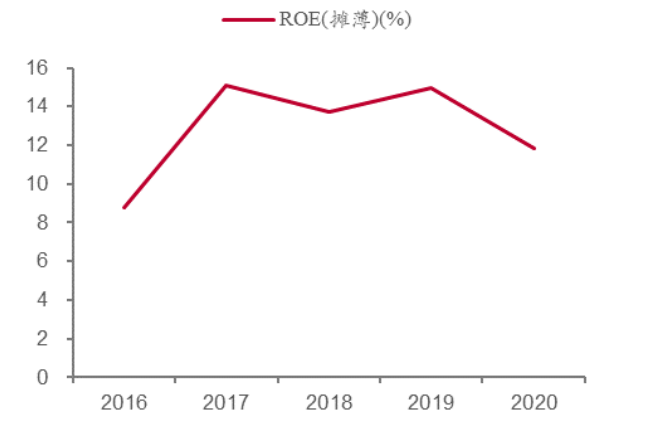
图表 10：1Q21 三费分别为 1.86%、7.78%、1.32%



来源：Wind，中泰证券研究所

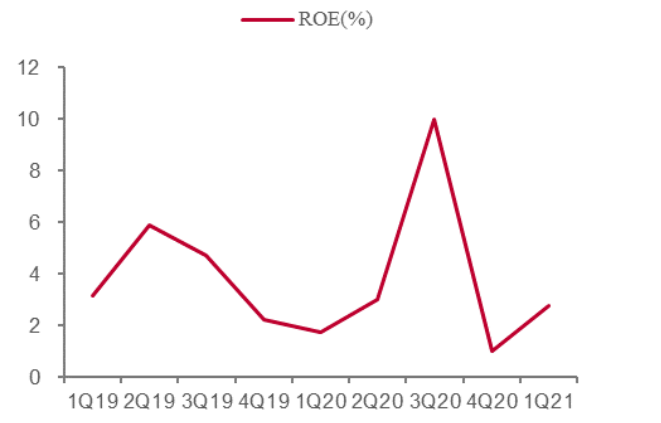
■ **净资产收益率下降。**2020 公司净资产收益率（ROE）为 11.81%，同比下降 3.18PCT。杜邦分析结果显示，2020 ROE 下降是主要是周转率和杠杆率下降所致，2020 年权益乘数 2.31，同降 12.5%；资产周转率 0.80，同降 9.09%。1Q21 公司 ROE2.75%，同增 1.02 PCT，环增 1.75PCT。

图表 11：2020 年 ROE 为 11.81%，同降 3.18PCT



来源：Wind，中泰证券研究所

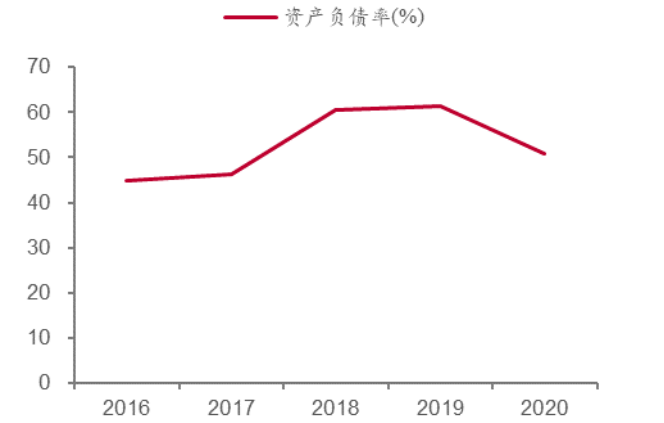
图表 12：1Q21 ROE 为 2.75%，同增 1.02PCT



来源：Wind，中泰证券研究所

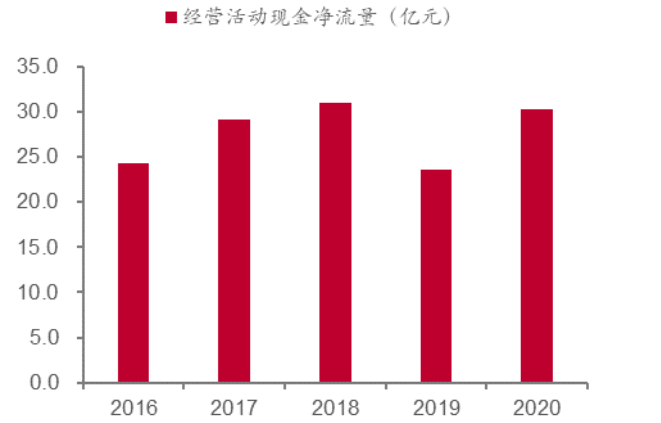
■ **资产负债率下降，现金流提升。**2020 年末公司资产负债率为 50.91%，较 2019 年年底降低 10.46 PCT，主要系非公开发行募集资金所致。2020 年公司经营性净现金流 30.25 亿元，较 2019 年增加 6.68 亿元，同增 28.34%，主要系硅料、电池经营规模扩大，相应产生的现金流量净额增加。

图表 13：2020 年资产负债率 50.91%



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 14：2020 经营性净现金流 30.25 亿元

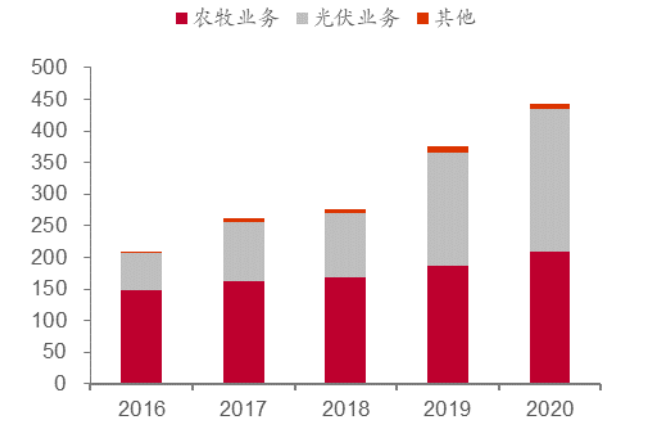


来源：Wind，中泰证券研究所

3、主营业务：光伏业务持续增长

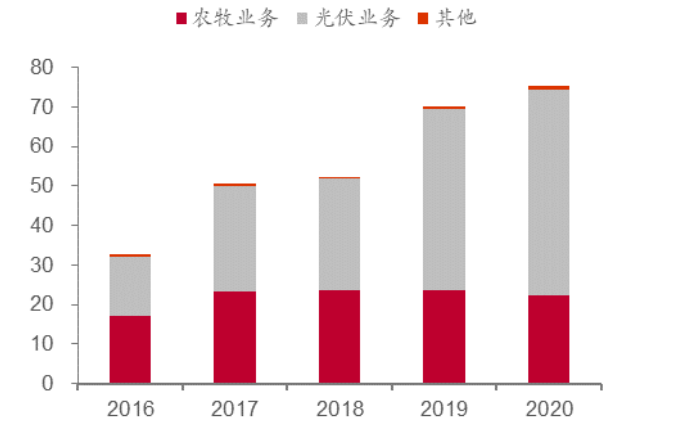
■ **农牧、光伏双主业，光伏业务占比持续增加。**从营收和毛利情况可以看出，2020 年公司仍然维持农牧和光伏双主业，光伏营收/毛利分别为 225.02/52.18 亿元，在总营收和总毛利中的占比分别为 50.91%/69.09%，占比分别较 2019 年同期增加 3.51/3.44PCT，主要原因是硅料、电池和电站产能不断增加。

图表 15：公司近年主营构成（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 16：公司近年主营毛利构成（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

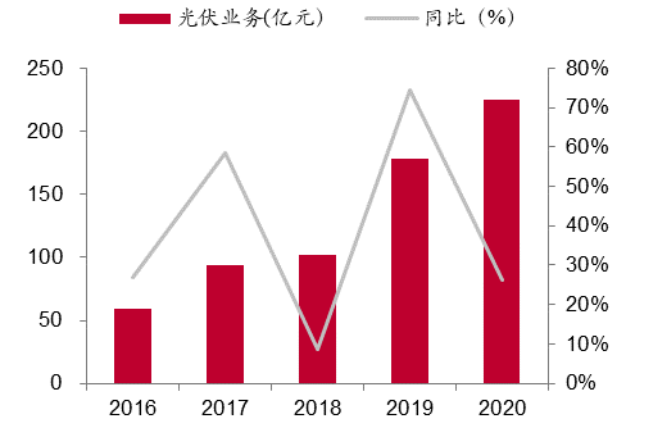
■ **光伏业务营收持续增加。**2020 公司光伏业务实现营业收入 225.02 亿元，同比增加 26.41%，毛利率 23.19%，同比降低 2.70PCT，光伏业务营收持续增长。2021 年，高纯晶硅业务力争实现 9 万吨的产销量，太阳能电池业务力争实现 30GW 以上产销量；光伏发电业务预计新增投资建设“渔光一体”项目 1GW 以上。具体各业务板块经营如下。

■ **高效晶硅：**（1）产能方面，公司已形成高纯晶硅产能 8 万吨，在建产能超过 15 万吨；（2）销量方面，公司实现高纯晶硅销量 8.66 万吨，同比增长 35.79%；（3）盈利能力方面，全年实现毛利率 36.78%，同增 12.33PCT，体现了公司在高纯晶硅领域的核心竞争力；（4）成本方面，公司全年平均生产成本 3.87 万元/吨，其中新建产能 2020 年乐山一期和包头一期平均生产成本下降至 3.63 万元/吨；（5）单晶料占比方面，单晶料占比已达到 98%以上。

■ **太阳能电池：**（1）产能方面，随着 2020 年眉山一期 7.5GW 21X 大尺寸电池项目投产，公司太阳能电池产能达到 27.5GW，其中高效单晶电池 24.5GW；（2）销量方面，2020 年电池及组件出货量 22.16GW，同比增长 66.23%，太阳能电池出货量继续位居全球第一；（3）盈利能力方面，公司单晶电池毛利率 16.78%；（4）成本方面，公司电池产品非硅成本达到 0.2 元/W 以内，领先行业水平，成本优势明显，未来随着技术工艺的进步和产能的扩大，非硅成本将进一步下降。

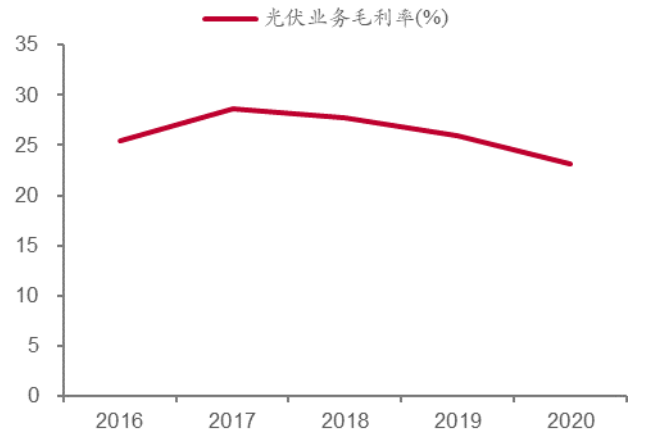
■ **终端光伏发电：**（1）产能方面，公司累计实现以“渔光一体”为主的装机并网规模超过 2GW；（2）销量方面，2020 年实现发电 21.65 亿度，同增 25.68%。

图表 17：2020 光伏业务实现营收 225.02 亿元



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 18：2020 光伏业务毛利率 23.19%



来源：Wind，中泰证券研究所

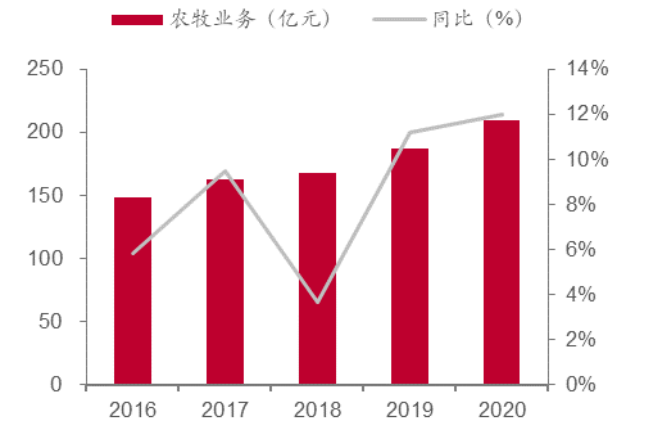
■ **饲料销量高增。**2020 公司农牧业务实现营业收入 209.36 亿元，同比增加 11.96%，毛利率 10.68%，同比降低 1.89PCT。

在饲料方面，2020 年实现营收 188.69 亿元，同比增加 13.06%，实现饲料销量 524.92 万吨，同比增长 7.12%，在水产饲料行业产量同比下降的形势下保持了水产饲料销量的增长，其中高附加值产品占比持续提升，膨化料同比增长 11.37%，特种料同比增长 18.81%。

在食品及加工业务方面，2020 年实现收入 19.82 亿元，同比增长 4.03%，通威品牌鲜活鱼逐步实现“一鱼一码，扫码追溯”，与其他鲜活鱼产品形成明显差异，获得了消费者的认可与好评，品牌知名度进一步提升。

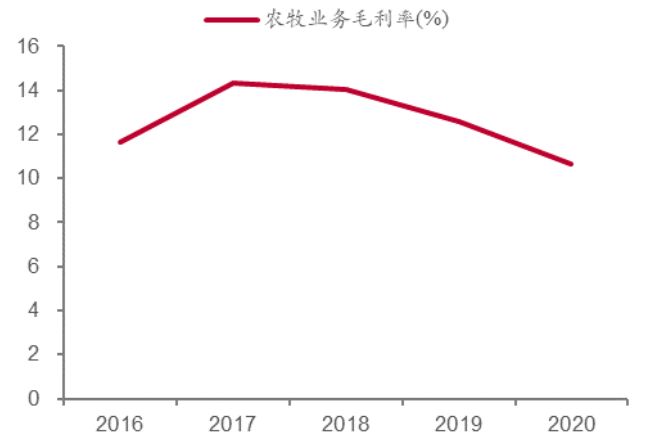
2021 年，公司饲料、食品及相关产业链业务力争实现营业收入同比增长 10%以上，超过 230 亿元，执行“质量方针”，巩固公司在水产饲料行业的优势地位。

图表 19：2020 农牧业务实现营收 209.36 亿元



来源：Wind，中泰证券研究所

图表 20：2020 农牧业务毛利率 10.68%



来源：Wind，中泰证券研究所

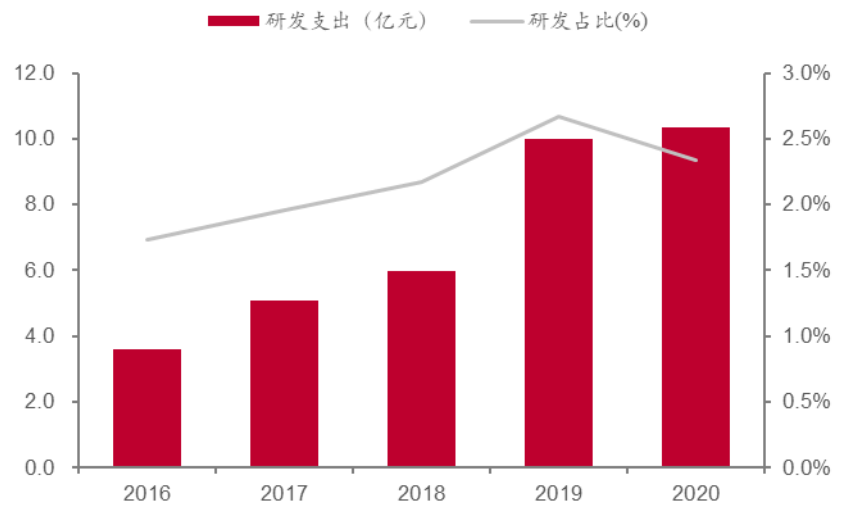
4、发展战略：世界级安全食品供应商和清洁能源运营商

- **光伏新能源板块：打造世界级清洁能源运营商。**公司已成为光伏行业领先的产品制造商之一，未来将继续扩大光伏制造重点环节规模优势，加快推广“渔光一体”协同发展模式，向世界级清洁能源运营商迈进。

（1）在光伏制造领域，充分发挥公司领先的技术研发及成本管控能力，夯实公司在产品制造领域的龙头地位。加快高纯晶硅产能扩张，把握进口替代及落后产能淘汰的时间窗口；在太阳能电池环节，把握行业集中度提升的机遇，不断扩大规模、成本领先优势。

（2）在光伏发电领域，推广“渔光一体”发展模式。将公司的农业优势资源和光伏行业资源有机结合，形成立体的“渔光共生”经济，构筑饲料、安全水产品生产和绿色新能源开发为一体的经营模式，打造公司差异化核心竞争力。

图表 21：2020 年研发支出 10.35 亿元，占营收比例为 2.34%



来源：Wind，中泰证券研究所

- **农业板块：打造世界级安全食品供应商。**

（1）饲料产业：巩固公司全球水产饲料行业龙头地位，根据行业发展趋势，坚持专业化和规模化并行。完善并优化产业链，通过海外建厂、国内外并购等外延式发展和内生式增长，实现产业稳定发展。

（2）水产养殖：基于公司水产饲料行业龙头的资源优势（养殖资源、渠道资源），向下游深入拓展水产养殖，在保证品质的前提下提高产量。提升水产养殖的自动化、智能化水平和环保标准，推动传统渔业向现代化渔业转型升级，打造领先的全程可追溯安全水产品生产基地。

（3）水产品贸易与加工：加快推进水产品贸易与深加工业务，打通从养殖端到消费端的产业链条。公司的绿色安全食品标杆“通威鱼”已经在区域市场取得了高度认可，未来将在多地复制成功模式。同时，积极进行水产销售大数据布局，将电商平台与线下水产批发市场相结合，打造鲜活水产品流通体系。发挥“通威鱼”品牌优势，着力沿养殖—批发—零售—消费端路径拓展，实现养殖、生产、加工、贸易的全覆盖。

5、盈利预测和投资建议

■ **电池片盈利有望筑底回升，硅料环节中短期进入供给收缩周期。**光伏中长期成长趋势不变，电池片盈利底部区间，同时硅料环节景气超预期。我们预计 2021-2023 年分别实现净利 60.70、108.18 和 134.71 亿元，同比分别增长 68.26%、78.20%、24.52%，当前股价对应三年 PE 分别为 23、13、10 倍，维持“买入”评级。。

图表 22：可比公司估值（2021-04-12）

证券代码	名称	总市值	2019 年归母净利	2020E		2021E		2022E	
				归母净利	PE	归母净利	PE	归母净利	PE
601012.SH	隆基股份	3150.73	52.80	84.96	37	114.83	27	141.58	22
603806.SH	福斯特	597.94	9.57	15.65	38	18.75	32	23.01	26
300274.SZ	阳光电源	937.25	8.93	19.46	48	28.53	33	36.78	25
601877.SH	正泰电器	733.14	37.62	46.71	16	50.35	15	58.69	12
601222.SH	林洋能源	117.70	7.00	10.29	11	12.76	9	16.09	7
002129.SZ	中环股份	852.86	9.04	10.89	78	21.47	40	29.60	29
601865.SH	福莱特	432.19	7.17	16.29	27	24.95	17	30.36	14
300751.SZ	迈为股份	333.65	2.48	3.94	85	5.38	62	7.35	45
300724.SZ	捷佳伟创	349.49	3.82	5.97	59	8.77	40	11.55	30
300316.SZ	晶盛机电	403.06	6.37	8.54	47	12.28	33	16.20	25
300393.SZ	中来股份	58.92	2.43	3.58	16	5.39	11	7.28	8
300118.SZ	东方日升	119.88	9.74	8.28	14	12.85	9	16.89	7
	平均值				40		27		21
	中位数				38		30		24

来源：Wind，中泰证券研究所，*公司盈利预测来自 Wind 一致预期，单位：亿元

6、风险提示

- **市场波动风险：**随着国家光伏补贴加速退坡、技术进步和生产规模化等因素，可能导致电站收益率降低、市场需求出现波动，未来光伏市场将会由政策引导转向技术与应用驱动，技术、成本优势和未来多样光伏应用模式将成为未来取胜市场的关键。

- **技术更新的风险：**光伏行业的技术更新换代快，特别是多晶硅及太阳能电池属于技术、资本双密集型行业。2020 年太阳能电池效率多次刷新记录，组件端转换效率刷新四次记录，随着电池和组件效率的不断提升，成本逐渐下降。降本压力倒逼企业不断研发新技术，导致企业面临较大的挑战，因此需要紧跟行业技术发展的步伐，才能实现未来业绩稳步增长。

- **弃光限电风险：**国部分光伏电站建设地区存在地区电网输送能力有限、当地用电负荷不足等情况,导致光伏电站未能满负荷运行,即弃光限电，将直接影响光伏发电的运行效益。

图表 23：公司财务数据预测（百万元）

利润表	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**37,555.1**	**44,200.3**	**61,239.6**	**85,571.8**	**93,889.3**
减:营业成本	30,536.0	36,648.4	48,788.3	65,875.1	70,779.6
营业税费	122.9	124.0	206.7	269.6	292.1
销售费用	975.3	778.0	1,592.2	2,224.9	2,441.1
管理费用	1,513.8	1,808.6	2,505.8	3,501.4	3,841.7
财务费用	707.8	676.3	780.5	538.1	87.8
资产减值损失	-4.9	-267.8	-4.9	-4.9	-4.9
加:公允价值变动收益	-	4.9	-	-	-
投资和汇兑收益	118.4	1,569.4	118.4	118.4	118.4
营业利润	**3,123.0**	**4,713.2**	**7,489.5**	**13,286.0**	**16,570.2**
加:营业外净收支	28.5	-439.4	-136.0	-182.3	-252.5
利润总额	**3,151.5**	**4,273.8**	**7,353.5**	**13,103.7**	**16,317.7**
减:所得税	469.2	559.1	1,103.0	1,965.6	2,447.7
净利润	**2,634.6**	**3,607.9**	**6,070.8**	**10,817.9**	**13,471.2**
资产负债表	**2019**	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
货币资金	2,692.7	6,264.2	8,679.0	12,127.4	19,242.0
交易性金融资产	-	1,531.9	1,531.9	1,531.9	1,531.9
应收帐款	2,477.6	1,866.9	4,152.5	4,258.5	4,970.0
应收票据	457.1	531.0	838.0	1,074.9	1,023.9
预付帐款	389.9	1,113.5	887.9	1,814.4	1,089.0
存货	2,415.7	2,773.1	4,134.5	5,192.3	4,828.9
其他流动资产	5,310.4	11,511.2	11,511.2	11,511.2	11,511.2
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	439.7	477.7	587.2	689.0	772.1
投资性房地产	107.1	103.0	104.5	107.6	107.7
固定资产	24,536.1	29,829.7	39,118.1	42,299.4	44,873.8
在建工程	3,537.7	2,933.1	3,437.4	1,834.1	1,266.3
无形资产	1,709.8	1,663.7	1,739.9	1,805.5	1,808.6
其他非流动资产	2,747.2	3,653.2	3,560.2	3,461.5	3,421.3
资产总额	**46,821.0**	**64,251.9**	**80,282.1**	**87,707.6**	**96,446.7**
短期债务	3,622.9	2,349.2	4,535.5	2,066.4	-
应付帐款	4,167.3	4,661.0	7,091.7	8,777.0	8,273.1
应付票据	5,294.6	9,411.9	10,166.2	16,268.6	12,134.3
其他流动负债	4,758.6	5,958.5	8,114.2	6,842.9	8,416.5
长期借款	4,089.0	6,296.6	7,760.0	-	-
其他非流动负债	6,800.4	4,030.9	4,030.9	4,030.9	4,030.9
负债总额	**28,732.8**	**32,708.0**	**41,698.4**	**37,985.8**	**32,854.9**
少数股东权益	**511.1**	**1,002.5**	**1,182.3**	**1,502.5**	**1,901.4**
股本	3,882.6	4,501.5	4,501.5	4,501.5	4,501.5
留存收益	12,854.0	26,097.4	32,899.8	43,717.7	57,188.9
股东权益	**18,088.2**	**31,543.9**	**38,583.7**	**49,721.8**	**63,591.8**
现金流量表	**2019**	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
净利润	2,682.3	3,714.7	6,070.8	10,817.9	13,471.2
加:折旧和摊销	1,995.7	2,479.0	3,278.8	3,890.9	4,500.9
资产减值准备	47.9	267.8	-	-	-
公允价值变动损失	-	-4.9	-	-	-
财务费用	753.8	726.5	780.5	538.1	87.8
投资收益	-118.4	-1,569.4	-118.4	-118.4	-118.4
少数股东损益	47.8	106.8	179.7	320.3	398.8
营运资金的变动	-10,581.6	-7,481.0	1,576.9	4,161.4	-2,688.7
经营活动产生现金	**2,357.5**	**3,024.9**	**11,768.3**	**19,610.3**	**15,651.6**
投资活动产生现金	**-4,290.8**	**-4,740.3**	**-13,011.9**	**-5,394.6**	**-6,382.9**
融资活动产生现金	**1,441.1**	**5,795.4**	**3,658.5**	**-10,767.2**	**-2,154.2**

财务指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长性					
营业收入增长率	36.4%	17.7%	38.6%	39.7%	9.7%
营业利润增长率	30.4%	50.9%	58.9%	77.4%	24.7%
净利润增长率	30.5%	36.9%	68.3%	78.2%	24.5%
EBITDA增长率	47.0%	39.6%	26.9%	53.4%	19.4%
EBIT增长率	40.6%	47.5%	23.7%	67.2%	20.5%
NOPLAT增长率	42.0%	43.7%	50.1%	67.2%	20.5%
投资资本增长率	54.7%	22.8%	25.5%	-6.3%	12.2%
净资产增长率	18.8%	74.4%	22.3%	28.9%	27.9%
利润率					
毛利率	18.7%	17.1%	20.3%	23.0%	24.6%
营业利润率	8.3%	10.7%	12.2%	15.5%	17.6%
净利润率	7.0%	8.2%	9.9%	12.6%	14.3%
EBITDA/营业收入	17.4%	20.6%	18.9%	20.7%	22.5%
EBIT/营业收入	12.1%	15.1%	13.5%	16.2%	17.7%
运营效率					
固定资产周转天数	198	221	203	171	167
流动营业资本周转天数	-42	-7	-3	-14	-16
流动资产周转天数	108	160	168	146	157
应收帐款周转天数	20	18	18	18	18
存货周转天数	19	21	20	20	19
总资产周转天数	409	452	425	353	353
投资资本周转天数	207	239	214	165	154
投资回报率					
ROE	15.0%	11.8%	16.2%	22.4%	21.8%
ROA	5.7%	5.8%	7.8%	12.7%	14.4%
ROIC	19.2%	17.8%	21.8%	29.0%	37.3%
费用率					
销售费用率	2.6%	1.8%	2.6%	2.6%	2.6%
管理费用率	4.0%	4.1%	4.1%	4.1%	4.1%
财务费用率	1.9%	1.5%	1.3%	0.6%	0.1%
三费/营业收入	8.5%	7.4%	8.0%	7.3%	6.8%
偿债能力					
资产负债率	61.4%	50.9%	51.9%	43.3%	34.1%
负债权益比	158.8%	103.7%	108.1%	76.4%	51.7%
流动比率	0.77	1.14	1.06	1.10	1.53
速动比率	0.63	1.02	0.92	0.95	1.37
利息保障倍数	6.40	9.88	10.60	25.69	189.74
分红指标					
DPS(元)	0.18	-	-	-	-
分红比率	30.3%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
业绩和估值指标	**2019**	**2020**	**2021E**	**2022E**	**2023E**
EPS(元)	0.59	0.80	1.35	2.40	2.99
BVPS(元)	3.90	6.78	8.31	10.71	13.70
PE(X)	53.1	38.8	23.0	12.9	10.4
PB(X)	8.0	4.6	3.7	2.9	2.3
P/FCF	-130.6	-36.3	94.4	44.3	20.7
P/S	3.7	3.2	2.3	1.6	1.5
EV/EBITDA	9.2	19.2	12.4	7.3	5.7
CAGR(%)	60.7%	55.1%	45.5%	60.7%	55.1%
PEG	0.9	0.7	0.5	0.2	0.2
ROIC/WACC	1.9	1.8	2.2	2.9	3.7
REP	1.2	3.0	1.6	1.2	0.8

来源：Wind，中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。