通威股份(600438)

报告日期：2019 年 8 月 21 日

硅料业务渐入佳境，电池市场或将回暖

——通威股份 2019 年半年报点评

：王鹏 执业证书编号：S1230514080002
：021-80106010
：wangpeng@stocke.com.cn

评级 买入

上次评级	买入
当前价格	￥15.07

单季度业绩	元/股
2Q/2019	0.25
1Q/2019	0.12
4Q/2018	0.09
3Q/2018	0.19

事件描述

公司发布 2019 年半年度报告，上半年实现营业收入 161.24 亿元，同比增长 29.39%；归母净利 14.51 亿元，同比增长 58.01%。

投资要点

❑ **电池片业务：上半年表现突出，9-11 月市场价格有望回升**

成都、合肥共 6.4GW 单晶 PERC 电池片产能一季度迅速达产，至中报发布，上述新产线的产能利用率已超 110%，年内产能利用率有望进一步突破 120%。据 PV Infolink 数据，2019 年 1-6 月单晶 PERC 电池片市场均价处在 1.16-1.30 元/W 之间，维持较高水平，上半年公司单晶 PERC 电池片毛利率接近 30%，多晶电池片毛利率超过 20%，均保持市场领先水平。

7 月由于国内竞价项目产品需求尚未释放，叠加海外市场进入淡季等因素，电池片价格暂时低迷。我们预计，9-10 月随着国内竞价项目的充分释放和海外市场逐步进入旺季，电池片市场价格预计逐步回暖，下半年公司电池片业务整体毛利率仍有望维持在 20%左右。

公司目前在建成都 4 期和眉山 1 期高效晶硅电池项目，预计 2019 年底至 2020 年上半年有望建成投产，届时公司电池片产能将由 12GW 进一步提升至 20GW，电池片业务盈利能力有望进一步提升。

❑ **多晶硅业务：下半年将迎完全释放，致密料率不断提升**

上半年出货量 2.2 万吨，整体单晶率 40%，主要由于新投乐山、包头各 3 万吨产能爬坡及品质提升晚于预期。据公司半年报披露，包头、乐山新产能分别于 3 月、6 月达到 100 吨/天产量，生产成本已降至 4 万元/吨，新产能毛利水平已达 30%。下半年乐山、包头新产能单晶率有望分别由 60%、40%提升至 80-85%；鉴于当前致密料价格高于菜花料价格 30%以上的情况，下半年公司多晶硅业务盈利有望显著改善，乐山、包头新产能毛利率有望进一步接近 40%。

❑ **饲料业务：降价提量，盈利情况稳中有升**

受非洲猪瘟、养殖环保要求及国际贸易争端引起的原材料价格波动影响，饲料企业成本增高。公司采取让利客户的销售策略，实现上半年饲料销量同比增长 17%，营业收入同比增长 14%，毛利润同比增长约 10%。下半年随着销售旺季的来临，相关业绩有望继续提升。

❑ **盈利预测及估值**

我们预计，2019-2021 年公司将实现净利润 30.41 亿元、40.80 亿元、50.07 亿元，当前股本下 EPS 为 0.78 元、1.05 元、1.29 元，对应 19.24 倍、14.34 倍、11.68 倍 P/E，继续给予“买入”评级。

❑ **风险提示**

光伏产品市场价格下跌或超预期；公司产品出货量不达预期。

公司简介

公司是农业、光伏领域的优秀企业，农业传统强项为水产饲料，光伏板块专注上游多晶硅料及下游电池片的生产、销售。公司产品具有规模大、品质好、成本低的优秀特质，行业竞争优势凸显。

相关报告

1《通威股份（600438.SH）2018 年年报及 2019 年一季报点评：增产降本优势显著，持续布局后劲十足》2019.04.19

2《Q1 业绩预期增长稳健，Q2-Q4 产能有望迎来完全释放——通威股份 Q1 业绩预告点评》2019.04.02

3《通威股份（600438）：精诚为本，耕耘未来——通威股份深度报告》2019.03.12

报告撰写人：王鹏

数据支持人：王俊阳、胡阳艳

财务摘要

（百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	27,535	37,897	47,959	54,490
(+/-)		37.63%	26.55%	13.62%
净利润	2,019	3,041	4,080	5,007
(+/-)		50.65%	34.17%	22.71%
每股收益（元）	0.52	0.78	1.05	1.29
P/E	28.98	19.24	14.34	11.68

正文目录

1. 单晶电池价格超年初预期，硅料新产能将迎放量提质 4
1.1. 年初单晶 PERC 电池片价格高企，上半年均价水平超预期 4
1.2. 新建多晶硅料产能已达产，下半年单晶率有望进一步提升 4
2. 光伏市场下半年有望迎来需求爆发 5
2.1. 国内市场下半年以竞价项目为主，设备需求或密集于 9-11 月 5
2.2. 海外出口市场 7 月逢淡季，8 月起或逐渐回暖 7
2.3. 单晶 PERC 电池片 9 月起供应或偏紧，看好市场价格回暖 7

图表目录

图 1：2017-2020 年公司太阳能电池非硅成本变化情况 4
图 2：2016-2020 年公司太阳能电池年末产能变化情况 4
图 3：公司多晶硅料年末产能变化情况 5
图 4：2019 年初至今多晶硅致密料、菜花料价格走势 5
图 5：2019 年国内各类光伏新增装机项目占比 5
图 6：2019 年 H1、H2 国内新增光伏装机规模预期对比 5
图 7：2018-2021E 年全球新增光伏装机容量 7
图 8：2019 年全球各国及地区新增光伏装机容量占比预测 7
图 9：2018-2019 年我国光伏组件逐月出口情况 7
图 10：2019 光伏组件出口逐月情况与历年平均对比 7
图 11：2019 年下半年国内市场以竞价补贴项目为主 8
图 12：2019 年下半年组件市场国内及出口总需求逐月预测 8
图 13：2019 年我国单晶 PERC 产能变化与终端市场需求对比 9
图 14：2019 年年初至今单晶 PERC、多晶电池片价格走势 9

表 1：2019 年国内光伏竞价项目各省申报及审核通过情况 5
表 2：2019 年下半年国内装机及出口光伏组件总需求预测 8
表 3：2019 年国内部分单晶 PERC 电池厂商扩产计划 9
表附录：三大报表预测值 10

1. 单晶电池价格超年初预期，硅料新产能将迎放量提质

1.1. 年初单晶 PERC 电池片价格高企，上半年均价水平超预期

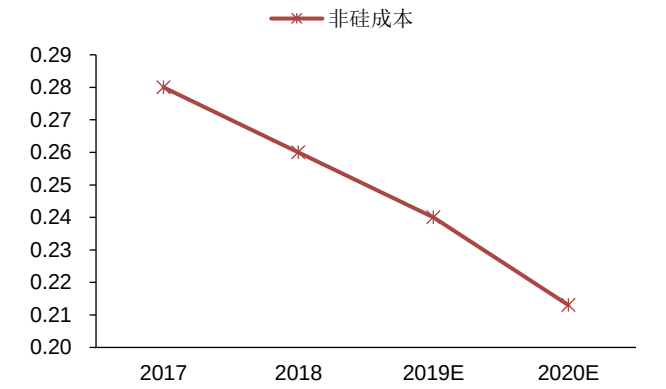
2019 年上半年，单晶 PERC 电池片市场均价处在 1.16-1.30 元/W 之间，维持较高水平，超年初市场预期。上述情况主要由于国内外市场对单晶 PERC 电池片需求火爆，年初市场供给能力相对不足，造成产品价格高企；随着上半年新产能的持续释放，至 6 月 30 日单晶 PERC 电池片价格已逐步降至 1.16 元/W。上半年公司单晶 PERC 电池片毛利率接近 30%，多晶电池片毛利率超过 20%，均保持市场领先水平。

7 月，由于国内竞价项目产品需求尚未释放，叠加海外市场进入淡季等因素，电池片价格暂时低迷。我们预计，9-10 月随着国内竞价项目的充分释放和海外市场逐步进入旺季，电池片市场价格预计逐步回暖，下半年公司电池片业务整体毛利率仍有望维持在 20%左右。

上半年，随着公司合肥、双流新建单晶 PERC 电池片产能的逐步达产，产品效率及良率均不断提升，目前公司量产单晶 PERC 电池片效率已提升至 22%以上，生产良率已提升至 98-99%，生产水平行业领先。产能利用率方面，新投单晶 PERC 电池产能经过一季度爬坡和二季度效率的进一步提升，至半年报产能利用率已达 110%，下半年将进一步向 120%产能利用率提升。

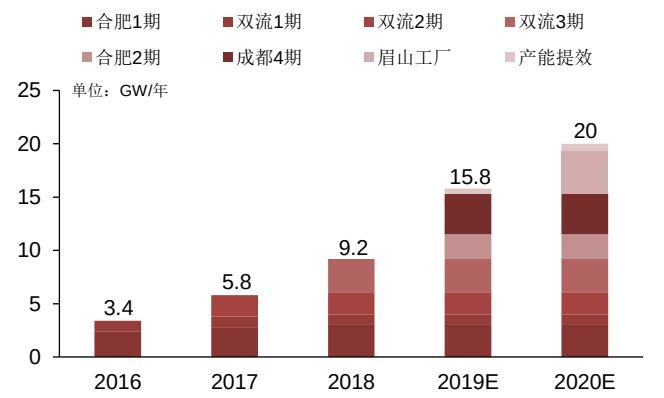
2019 年，公司继续启动成都 4 期 3.8GW 及眉山一期 4GW 两处单晶电池片产能的建设工程，预计将于 2019 年底至 2020 年上半年建成投产，届时公司电池片产能将进一步由当前 12GW/年提升至 20GW/年。

图 1：2017-2020 年公司太阳能电池非硅成本变化情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 2：2016-2020 年公司太阳能电池年末产能变化情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

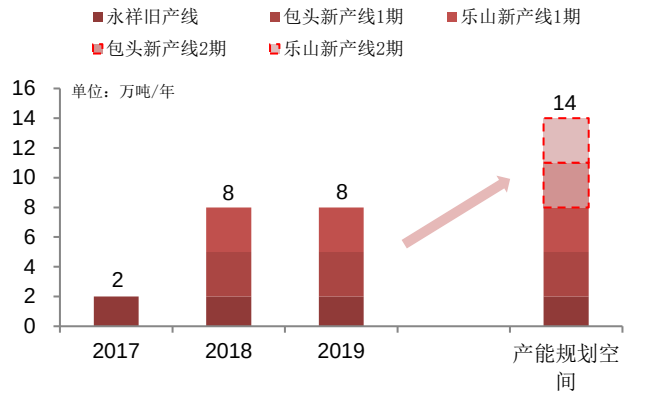
1.2. 新建多晶硅料产能已达产，下半年单晶率有望进一步提升

上半年公司多晶硅料出货量 2.2 万吨，整体单晶率 40%，产能释放及单晶率水平低于年初预期。上述情况主要由于包头产能事故造成的短暂停产检修，以及单晶率爬坡时间超预期所致。

上述情况有望于下半年得到显著改善。据公司半年报披露，包头、乐山新产能分别于 3 月、6 月达到 100 吨/天产量，生产成本已降至 4 万元/吨，新产能毛利水平已达 30%。下半年乐山、包头新产能单晶率有望分别由 60%、40%提升至 80-85%；鉴于当前致密料价格高于菜花料价格 30%以上的情况，下半年公司多晶硅业务盈利有望显著改善，乐山、包头新产能毛利率有望进一步接近 40%。

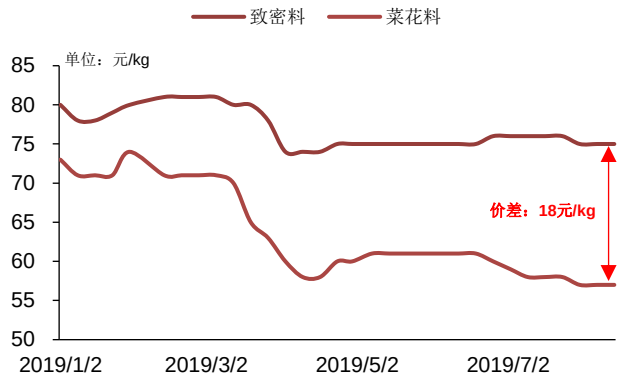
上半年，多晶硅致密料价格较菜花料更为稳定，主要系国内致密料自给率仍较低，对于瓦克、OCI 等海外产能仍有依赖；菜花料部分则相对跌幅较大，主要由于国内低成本产能的释放，然而由于仍需部分中等成本产能供给，因此价格仍保持在接近 60 元/kg 的水平。

图 3：公司多晶硅料年末产能变化情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 4：2019 年初至今多晶硅致密料、菜花料价格走势



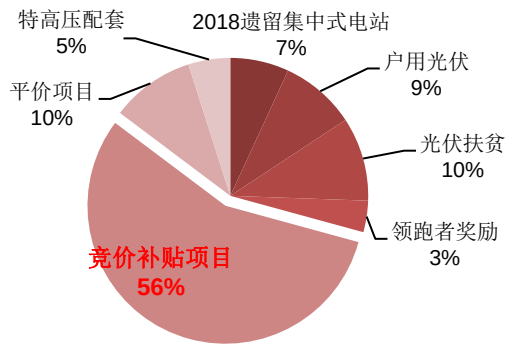
资料来源：PV Infolink，浙商证券研究所

2. 光伏市场下半年有望迎来需求爆发

2.1. 国内市场下半年以竞价项目为主，设备需求或密集于 9-11 月

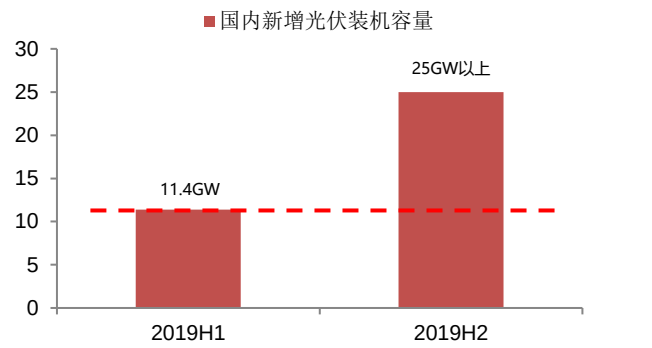
国内市场方面，我们统计国内已建成或具有在 2019 年内建成预期的光伏项目规模，包括：1）2018 年遗留的集中式电站 2.8GW，2019 年一季度已建成；2）2019 年户用光伏指标 3.6GW；3）2018 年遗留及 2019 年新下达第二批共接近 4GW 光伏扶贫项目；4）领跑者奖励项目 1.5GW；5）审核通过光伏竞价项目 22.79GW；6）2019 年内预计建成光伏平价项目 4GW；7）2019 年内预计建成特高压配套项目 2GW；上述 2019 年内已建成或有建成预期的光伏项目共约 40.69GW。据国家能源局公布数据，2019 年上半年我国共新增并网光伏装机 11.4GW，预计下半年新增装机规模有望达到 25GW 以上，其中主要装机规模来自上述竞价补贴项目。

图 5：2019 年国内各类光伏新增装机项目占比



资料来源：国家能源局，浙商证券研究所

图 6：2019 年 H1、H2 国内新增光伏装机规模预期对比



资料来源：国家能源局，浙商证券研究所

7 月 11 日，国家能源局正式公布 2019 年光伏发电竞价项目申报排序结果。据统计，拟纳入国家竞价补贴范围的项目共 3921 个，覆盖省份 22 个，总装机容量 22.79GW，测算需国家年度补贴约 17 亿元。由于光伏电站项目进入施工建设阶段之前，需要首先完成用地许可和电网接入许可；进入施工阶段后，需要首先进行土地平整等前期施工作业，组件等光伏设备的采购和进场预期将有一定滞后；如需在年内并网，还需要在完成主体建设后预留半个到一个月的并网施工时间，因此预计国内竞价补贴项目的主要施工阶段为 8 月下旬至 12 月上旬。随着 7-8 月国内光伏竞价项目前期工作的逐步完成，下游需求市场有望持续回升。

表 1：2019 年国内光伏竞价项目各省申报及审核通过情况

序号	省份	申报规模（GW）	审核通过规模（GW）	对应光伏补贴地区	2019 年各省市脱硫燃煤电价 （元/千瓦时）	标杆电价	申报平均电价	电价降幅	平均补贴规模
1	北京市	0.20	0.20	II	0.360	0.450	0.399	0.051	0.039
2	天津市	0.44	0.44	II	0.366	0.450	0.413	0.037	0.048
3	河北省	1.18	1.18	冀北 2 类，其余 3 类	0.368	0.500	0.434	0.066	0.066
4	山西省	3.07	3.07	II	0.332	0.450	0.415	0.035	0.083
5	内蒙古自治区	0.45	0.45	蒙西 1 类，蒙东 2 类	0.293	0.425	0.321	0.104	0.028
6	辽宁省	0.17	0.16	II	0.375	0.450	0.419	0.031	0.044
7	上海市	0.22	0.22	III	0.416	0.550	0.467	0.083	0.051
8	江苏省	1.68	0.53	III	0.391	0.550	0.439	0.111	0.048
9	浙江省	2.49	2.46	III	0.415	0.550	0.450	0.100	0.034
10	安徽省	0.75	0.75	III	0.384	0.550	0.445	0.105	0.061
11	江西省	1.16	1.12	III	0.414	0.550	0.470	0.080	0.056
12	山东省	0.99	0.99	III	0.395	0.550	0.443	0.107	0.048
13	河南省	0.27	0.27	III	0.378	0.550	0.436	0.114	0.058
14	湖北省	1.27	1.25	III	0.416	0.550	0.467	0.083	0.050
15	湖南省	0.86	0.86	III	0.450	0.550	0.486	0.064	0.036
16	广东省	1.67	1.67	III	0.453	0.550	0.486	0.064	0.033
17	广西壮族自治区	0.45	0.44	III	0.421	0.550	0.462	0.088	0.041
18	重庆市	0.21	0.01	III	0.396	0.550	0.461	0.089	0.065
19	四川省	0.01	0	II	0.401	0.450	0.439	0.011	0.038
20	贵州省	3.60	3.60	III	0.352	0.550	0.467	0.083	0.115
21	陕西省	1.32	1.32	II	0.355	0.450	0.401	0.049	0.046
22	青海省	0.32	0	海西 1 类，西宁、海东、海北、黄南、海南、果洛、玉树 2 类	0.325			0.000	
23	宁夏回族自治区	1.79	1.79	I	0.260	0.400	0.331	0.069	0.072

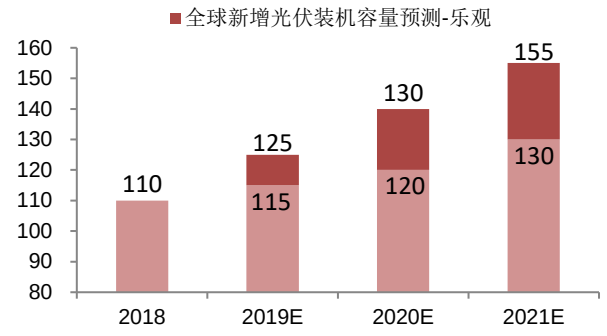
合计		24.56	22.79						

资料来源：国家能源局，浙商证券研究所

2.2. 海外出口市场 7 月逢淡季，8 月起或逐渐回暖

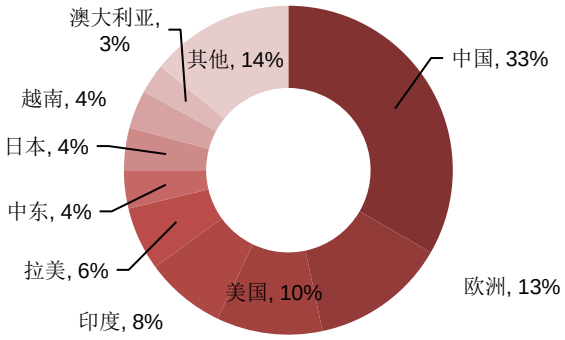
出口市场方面，由于 2018 年光伏产品价格大幅下降，在全球范围内光伏能源竞争力逐渐显现。我们根据市场调研信息进行预测，2019 年全球光伏新增装机容量约为 115-125GW 左右，较 2018 年全球新增装机 110GW 大幅增长。根据上半年市场表现来看，欧洲、印度、越南、澳大利亚等国家和地区均预计将于 2019 年贡献较多装机量，其中：1）欧洲预计 15-18GW，约占全球份额的 13%；2）印度预计 9-10GW，约占全球份额的 8%；3）越南、澳大利亚预计约占全球份额的 4%和 3%。

图 7：2018-2021E 年全球新增光伏装机容量



资料来源：浙商证券研究所

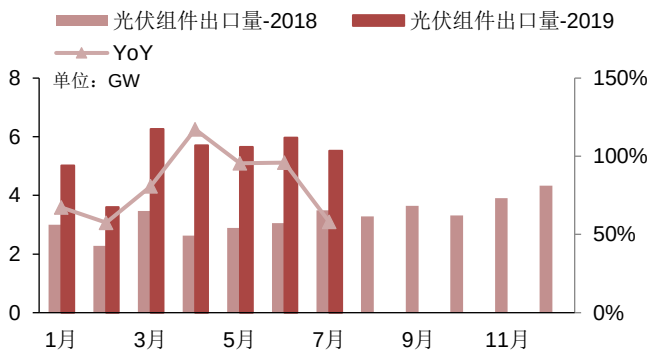
图 8：2019 年全球各国及地区新增光伏装机容量占比预测



资料来源：浙商证券研究所

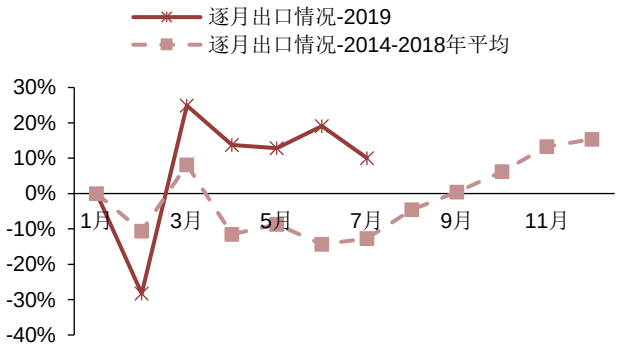
我们参考 Solarzoom 统计数据：2019 年上半年，我国共实现光伏组件出口量 32.22GW，同比增长 86.05%，其中 3-6 月出口量同比增长均超过 80%，出口市场需求火爆。2019 年 7 月，我国共出口光伏组件 5.52GW，同比增长 58.11%，环比下降 7.61%。我们将 2019 年组件出口数据与往年平均情况进行对比，7-8 月为出口淡季，9 月起有望逐步进入旺季，届时出口需求有望进一步提升。

图 9：2018-2019 年我国光伏组件逐月出口情况



资料来源：Solarzoom，浙商证券研究所

图 10：2019 光伏组件出口逐月情况与历年平均对比



资料来源：Solarzoom，浙商证券研究所

2.3. 单晶 PERC 电池片 9 月起供应或偏紧，看好市场价格回暖

基于上述国内外市场分析，我们对 2019 年下半年国内装机以及海外出口的光伏组件需求量进行逐月预测：

1）国内市场部分：假设国内下半年的装机需求约为 25GW，其中 20GW 为竞价补贴项目，对光伏组件的需求主要集中在 9-11 月；剩余 5GW 主要包括户用、平价、特高压配套等其他项目，同样由于在年底之前并网的需求，其对组件需求更多分布于 7-11 月，少量分布于 12 月；

2）出口市场部分：根据对 2014-2018 年光伏组件出口数据统计分析，下半年光伏组件出口量平均较上半年高出 9.78%，同时根据 2019 年上半年光伏组件出口总量 32.22GW，预测 2019 年下半年光伏组件出口总量约 35GW，逐月分布假设依据 2014-2018 历年下半年逐月分布的平均值假设。

需要说明的是：下表所预测的是 2019 年下半年光伏组件需求量，而非装机量预测；同时受供给限制影响，9-11 月的实际出货量未必能够完全满足市场需求，实际情况或体现为光伏主要产品价格回暖。

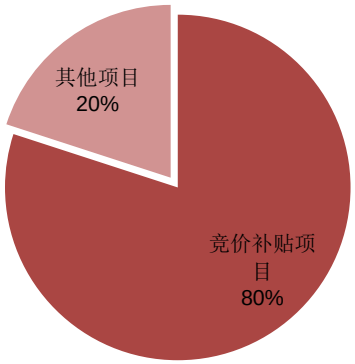
表 2：2019 年下半年国内装机及出口光伏组件总需求预测

		估测指标	7 月	8 月	9 月	10 月	11 月	12 月	小计
国内装机需求	竞价补贴项目	逐月占比（%）	5%	10%	25%	25%	25%	10%	100%
		组件需求（GW）	1.0	2.0	5.0	5.0	5.0	2.0	20
	户用、平价、特高压配套等其他	逐月占比（%）	18%	18%	18%	18%	18%	12%	100%
		组件需求（GW）	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9	0.6	5
出口需求	/	逐月占比（%）	14%	15%	16%	17%	18%	19%	100%
		组件出口（GW）	5.0	5.5	5.7	6.1	6.5	6.6	35
需求合计（GW）			6.9	8.3	11.6	12.0	12.4	9.2	60.4

资料来源：国家能源局，Solarzoom，浙商证券研究所

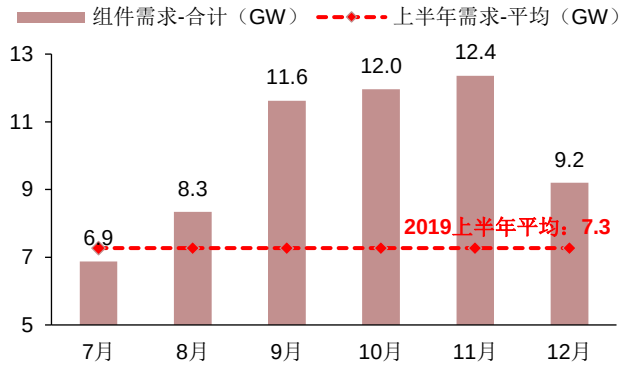
我们对比 2019 年上半年国内组件产品的出货量月平均值以及下半年光伏组件的市场需求，下半年需求量较上半年月均出货量预期显著提升。其中，由于下半年国内装机的约 80%为竞价补贴项目，因此国内需求主要集中在 9-11 月，叠加出口市场逐步进入旺季，9-11 月光伏组件需求量提升幅度预期较大。

图 11：2019 年下半年国内市场以竞价补贴项目为主



资料来源：浙商证券研究所

图 12：2019 年下半年组件市场国内及出口总需求逐月预测



资料来源：国家能源局，Solarzoom，浙商证券研究所

由于组件产能弹性较大，且单多晶之间可以随市场需求调整，我们考察上游电池片环节的产能情况。据统计数据显示，2019 年部分主要单晶 PERC 电池片企业的扩产规模约为 45GW/年，其中上半年投产部分 21.5GW，对应月产能约 1.8GW/月。我们估测，2018 年底国内单晶 PERC 电池片的月产能约为 5-6GW，至 2019 年年中估测已提升至约 7-8GW，目前由于单晶 PERC 电池片价格下降幅度较大，或影响部分电池片企业扩产意愿，但预估下半年仍将有部分单晶 PERC 电池片产能继续投产，年末国内电池片产能或提升至 8-9GW。

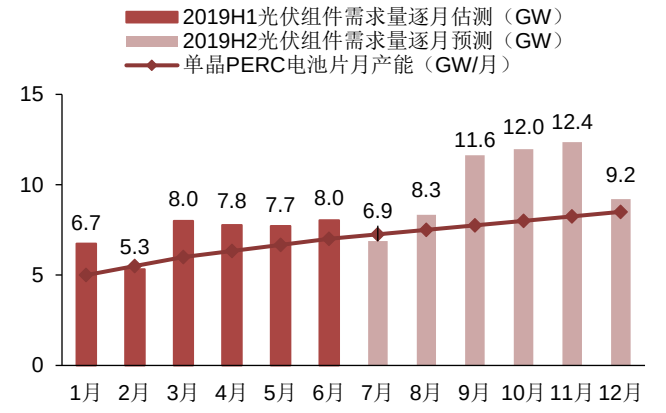
表 3：2019 年国内部分单晶 PERC 电池厂商扩产计划

	电池厂商	投产期	硅片需求增加（万片/月）	折算电池片产能（GW/年）
2019 年上半年	阳光中科	1-2 月	2400	1.5
	通威股份	1-3 月	11000	6.8
	潞安光伏	1-3 月	3900	2.4
	爱旭太阳能	2 月	1800	1.1
	阿特斯	2-4 月	1200	0.7
	天合光能	3 月	1500	0.9
	晶科能源	3-4 月	2500	1.6
	晶澳太阳能	3-4 月	2400	1.5
	东方日升	4-5 月	3200	2.0
	润阳悦达	4-6 月	4700	2.9
	合计		**34600**	**21.5**
2019 年下半年	爱旭太阳能	三季度	6000	3.7
	苏民新能源	三季度	3200	1.2
	上海尚德	三季度	6400	0.9
	浙江鸿禧	三季度	6300	0.9
	银川隆基	三、四季度	1500	5.0
	通威股份	四季度	2000	4.0
	展宇光伏	四季度	3000	3.9
	平煤隆基	四季度	1500	2.0
	潞安光伏	四季度	8000	1.9
	合计		**37900**	**23.5**

资料来源：SolarWit，浙商证券研究所

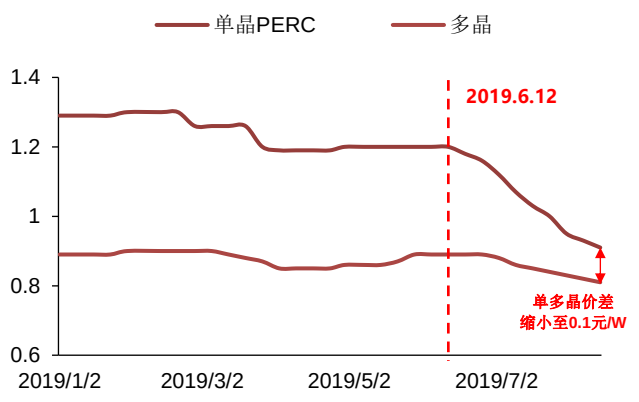
当前电池片环节新扩产能以单晶 PERC 为主，其产能变化对市场供需影响较大。我们将国内工程与海外出口的综合需求与单晶 PERC 电池片产能变化进行逐月对比，可以观察到：上半年单晶 PERC 电池产能逐步提升，供需缺口不断缩小，对应年初至今的价格变化体现为缓慢下降；6-7 月产品价格迅速下降或可理解为产能增加与需求放缓的因素叠加；下半年 9-11 月市场需求预期将有显著改善，利好产品价格重回合理盈利区间。

图 13：2019 年我国单晶 PERC 产能变化与终端市场需求对比



资料来源：国家能源局，Solarzoom，浙商证券研究所

图 14：2019 年年初至今单晶 PERC、多晶电池片价格走势



资料来源：PV Infolink，浙商证券研究所

表附录：三大报表预测值

资产负债表				单位：百万
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	8744.89	9764.97	11438.90	12206.42
现金	3412.05	3167.48	3289.77	3228.62
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账项	2216.60	2614.10	3359.82	3663.88
其它应收款	534.64	615.13	829.38	923.03
预付账款	228.05	308.85	386.64	436.43
存货	1585.86	2271.47	2792.10	3171.02
其他	767.68	787.94	781.19	783.44
非流动资产	29738.74	34955.31	40544.66	46571.51
金额资产类	146.69	146.69	146.69	146.69
长期投资	281.59	281.59	281.59	281.59
固定资产	16754.36	24787.87	32326.06	39334.56
无形资产	1393.50	1357.77	1318.29	1280.69
在建工程	8247.17	4873.59	2936.79	1968.40
其他	2915.43	3507.80	3535.23	3559.59
资产总计	38483.63	44720.28	51983.56	58777.93
流动负债	18758.82	18678.65	21882.07	24527.74
短期借款	5276.19	5976.19	4677.57	6465.89
应付款项	6303.69	6356.80	9512.08	9973.71
预收账款	1187.13	1515.64	1992.89	2221.75
其他	5991.81	4830.03	5699.53	5866.39
非流动负债	4498.17	8363.60	8930.89	8647.25
长期借款	690.47	5690.47	5690.47	5690.47
其他	3807.70	2673.14	3240.42	2956.78
负债合计	23256.99	27042.26	30812.95	33174.99
少数股东权益	488.92	520.30	553.74	600.09
归属母公司股东权益	14737.72	17157.72	20616.86	25002.85
负债和股东权益	38483.63	44720.28	51983.56	58777.93

现金流量表				单位：百万元
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	3099.62	2043.37	10136.88	8318.04
净利润	2031.02	3072.56	4113.77	5053.51
折旧摊销	1217.89	1382.38	1944.39	2503.95
财务费用	316.04	665.30	915.84	871.23
投资损失	75.50	100.00	100.00	100.00
营运资金变动	8040.22	(1899.90)	3576.91	168.35
其它	(8581.05)	(1276.98)	(514.03)	(379.00)
投资活动现金流	(6441.57)	(6024.51)	(7517.43)	(8505.86)
资本支出	(11399.98)	(6117.42)	(7611.29)	(8599.35)
长期投资	(126.74)	0.00	0.00	0.00
其他	5085.15	92.91	93.86	93.50
筹资活动现金流	3277.40	3736.56	(2497.16)	126.68
短期借款	1263.23	700.00	(1298.62)	1788.32
长期借款	(317.92)	5000.00	0.00	0.00
其他	2332.09	(1963.44)	(1198.55)	(1661.64)
现金净增加额	(64.55)	(244.58)	122.29	(61.14)

利润表				单位：百万元
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	27535.17	37896.60	47959.31	54489.67
营业成本	22326.90	30133.66	37767.06	42613.79
营业税金及附加	111.40	142.91	187.04	211.49
营业费用	862.70	1222.22	1528.61	1738.71
管理费用	1038.90	1821.01	2230.55	2482.57
研发费用	597.63	411.26	607.20	739.16
财务费用	316.04	665.30	915.84	871.23
资产减值损失	47.42	92.96	118.06	127.26
公允价值变动损益	(0.97)	0.00	0.00	0.00
投资净收益	75.50	100.00	100.00	100.00
其他经营收益	86.61	123.27	156.00	177.24
营业利润	2395.31	3630.56	4860.95	5982.72
营业外收支	3.02	21.42	12.64	13.96
利润总额	2398.33	3651.98	4873.58	5996.68
所得税	367.31	579.42	759.82	943.17
净利润	2031.02	3072.56	4113.77	5053.51
少数股东损益	12.27	31.38	33.44	46.35
归属母公司净利润	2018.75	3041.18	4080.33	5007.16
EBITDA	3870.27	5574.60	7575.55	9208.39
EPS（最新摊薄）	0.52	0.78	1.05	1.29

主要财务比率				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力				
营业收入增长率	5.54%	37.63%	26.55%	13.62%
营业利润增长率	-1.70%	51.57%	33.89%	23.08%
归属于母公司净利润	0.33%	50.65%	34.17%	22.71%
获利能力				
毛利率	18.91%	20.48%	21.25%	21.79%
净利率	7.38%	8.11%	8.58%	9.27%
ROE	13.96%	18.48%	21.01%	21.41%
ROIC	8.76%	11.01%	13.56%	13.85%
偿债能力				
资产负债率	60.43%	60.47%	59.27%	56.44%
净负债比率	32.14%	46.35%	37.50%	39.74%
流动比率	0.47	0.52	0.52	0.50
速动比率	0.38	0.40	0.40	0.37
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.91	0.99	0.98
应收账款周转率	28.15	28.95	28.60	26.98
应付账款周转率	7.44	7.24	7.23	6.65
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.52	0.78	1.05	1.29
每股经营现金流(最	0.80	0.53	2.61	2.14
每股净资产(最新摊	3.80	4.42	5.31	6.44
估值比率				
P/E	28.98	19.24	14.34	11.68
P/B	3.97	3.41	2.84	2.34
EV/EBITDA	10.37	12.69	9.27	7.78

资料来源：Wind，浙商证券研究所

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、买入 ：相对于沪深 300 指数表现 +20％以上；
2、增持 ：相对于沪深 300 指数表现 +10％～+20％；
3、中性 ：相对于沪深 300 指数表现－10％～+10％之间波动；
4、减持 ：相对于沪深 300 指数表现－10％以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：
1、看好 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10%以上；
2、中性 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%～+10%以上；
3、看淡 ：行业指数相对于沪深 300 指数表现－10%以下。
我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。
建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 29 层
邮政编码：200120
电话：(8621)80108518
传真：(8621)80106010
浙商证券研究所：http://research.stocke.com.cn