

晶澳科技

002459

审慎增持 (维持)

行稳致远，被低估的一体化组件龙头

2020年09月20日

市场数据

市场数据日期	2020-09-18
收盘价(元)	28.92
总股本(百万股)	1351.20
流通股本(百万股)	386.98
总市值(百万元)	39076.73
流通市值(百万元)	11191.55
净资产(百万元)	8736.08
总资产(百万元)	30599.34
每股净资产	6.47

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21155	26570	45437	52420
同比增长	7.7%	25.6%	71.0%	15.4%
净利润(百万元)	1252	1572	2849	3256
同比增长	74.1%	25.6%	81.2%	14.3%
毛利率	21.3%	21.0%	20.5%	20.1%
净利率	5.9%	5.9%	6.3%	6.2%
净资产收益率(%)	15.7%	16.4%	22.8%	20.7%
每股收益(元)	0.93	1.17	2.12	2.43
每股经营现金流(元)	2.75	2.39	2.56	3.53

相关报告

《海外布局优势尽显，多环节扩产坚定一体化路线-晶澳科技2020年上半年中报点评》2020-08-24

分析师：

陶宇鸥

taoyuou@xyzq.com.cn

S0190519090001

朱玥

zhuyueyj@xyzq.com.cn

S0190517060001

投资要点

- **保持一体化战略定力，稳健穿越行业周期：**公司坚持垂直布局“硅片-电池-组件”全产业链，产能结构均衡，硅片电池自供率高，组件销量全球领先。截至2019年底，公司分别拥有硅片、电池、组件的产能为11.5GW、11GW、11GW。公司组件出货量连续2年处于行业第二名，且因一体化布局，毛利率稳定在15%以上，显著优于行业其他专业化公司。
- **行业格局加速集中，组件市占率提升：**2020年下半年国内外需求共振，国内招标中龙头份额提升，海外注重品牌渠道龙头组件出口规模增长。又因硅料事故导致产业链涨价。供需错配阶段，一体化企业优势凸显，一体化龙头组件毛利率高于专业化企业10pct以上。供需两端变化，将推动市场进一步向龙头集中。
- **上市打开融资渠道，产能扩张提升份额：**公司2019年底借壳天业通联上市，打开股权融资渠道。公司拟定增募集资金不超过52亿元，用于建设年产5GW高效电池及10GW高效组件项目。根据公司当前扩产规划，2020-2021年公司预计分别形成23GW、35GW产能，增速分别为46%、67%，市场份额有望将从2019年的8.6%稳步提升。
- **深耕海外光伏市场，抢占高端市场高地：**公司组件出货连续蝉联全球第二名，2019年晶澳组件占总出口比例8.8%，位居第二。海外光伏市场对价格敏感度低，更注重品牌及质量，且提前签订组件锁价订单。因此海外组件价格高、盈利好。公司组件遍布全球135个国家和地区，2020年上半年公司海外出货比例达71.6%，显著领先市场。
- **投资建议：**鉴于公司8月份定增的增发股本数尚未确定，不考虑该定增情况下，我们预计公司2020-2022年EPS分别为1.17元、2.12元、2.43元，对应9月18日股价估值为24.7倍、13.6倍、11.9倍，予以审慎增持评级。

风险提示：全球光伏市场需求不及预期、原材料价格大幅波动、公司产能扩张不及预期等

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

目 录

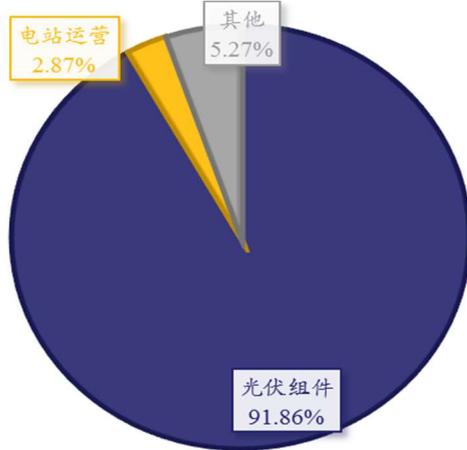
一、公司简介：一体化龙头，深耕全球渠道	- 3 -
二、保持一体化战略定力，稳健穿越行业周期	- 4 -
三、行业格局加速集中，快速扩产提升市场份额.....	- 6 -
3.1、2020 年一体化企业优势尽显，集中度快速提升.....	- 6 -
3.2、扩产再发力，一体化产能结构持续优化.....	- 8 -
四、深耕全球市场，揽获高端市场订单	- 10 -
五、盈利预测	- 11 -
六、风险提示	- 12 -
图 1、2019 年公司收入 92%来自于光伏组件业务	- 3 -
图 2、2019 年收入重回增长，2020H1 进一步提速.....	- 3 -
图 3、公司历史沿革图	- 3 -
图 4、晶澳科技为光伏一体化龙头企业	- 4 -
图 5、2016-2019 年公司产能保持均衡发展	- 4 -
图 6、2016-2019 年公司产量持续攀升	- 4 -
图 7、2016-2018 年公司组件产能利用率	- 5 -
图 8、2016-2018 年公司组件产销率.....	- 5 -
图 9、组件价格 2015 年至今大幅下降	- 5 -
图 10、纵观产业链，公司盈利能力稳定波动小.....	- 5 -
图 11、组件毛利保持在 15%以上，穿越周期	- 6 -
图 12、公司成本快速下降，有效保障盈利	- 6 -
图 13、2017 至今五家龙头组件企业出口占比提升至 50%.....	- 7 -
图 14、光伏组件集中度加速提升	- 8 -
图 15、公司产能迅速爬坡，扩产迅速聚拢市场份额.....	- 9 -
图 16、2018-2019 年公司出货量行业领先	- 10 -
图 17、2019 年全球组件出货排名第二、市占率 8.8%.....	- 10 -
图 18、公司 2016 年至今境外收入比例持续提升.....	- 10 -
图 19、2020 年上半年海外出货比例达 71.65%.....	- 10 -
图 20、布局高端市场，锁定高价订单	- 11 -
表 1、国内招标项目 TOP4 均为龙头企业	- 6 -
表 2、一体化盈利能力显著优于专业化组件企业.....	- 7 -
表 3、公司通过募资加自筹资金快速提升产能	- 8 -
表 4、公司一体化产能将持续优化扩张	- 8 -
表 5、公司分业务拆分及盈利预测	- 11 -
表 6、可比公司业绩对照	- 12 -
表 7、附表（不考虑 2020 年 8 月定增）	- 13 -

报告正文

一、公司简介：一体化龙头，深耕全球渠道

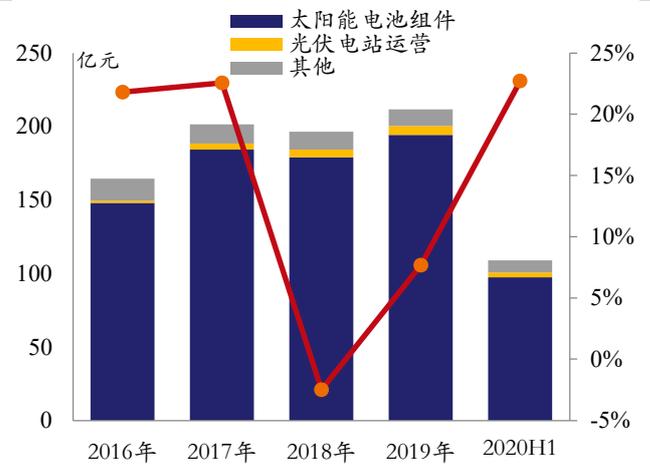
一体化组件龙头企业，营收回归增长趋势。公司为光伏一体化组件龙头，业务包括组件、电站两大板块，组件业务为核心。2019 年营收 211.6 亿元，同比增长 7.67%，其中组件业务收入占比 91.86%，为 194.3 亿元。2020 年上半年公司实现营业收入 108.84 亿元，同比增长 22.73%；实现归属于母公司的净利润 7.01 亿元，同比增长 77.74%，业绩超出市场预期。预计未来公司将把握住需求旺盛期的机遇，营业收入持续再创新高。

图 1、2019 年公司收入 92%来自于光伏组件业务



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

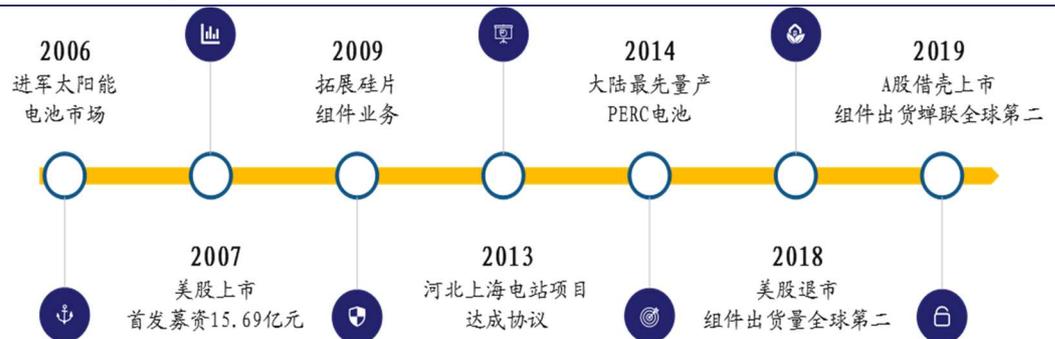
图 2、2019 年收入重回增长，2020H1 进一步提速



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

抓紧制造核心技术，打造一体化龙头品牌。公司起家于电池制造，于 2005 年创立并在 2006 年初投产首条电池生产线。公司 2007 年美股纳斯达克上市融资 15.69 亿元，自 2009 年起公司开始拓展硅片组件业务，展开一体化布局，并于 2012 年首次实现组件出货量超过电池出货量。自 2013 年起，公司延伸电站项目，当前持有电站规模近 600MW。经过多年经营，公司成功打造了光伏行业中一体化龙头品牌。公司在 2018 年美股退市后，于 2019 年底借壳 A 股天业通联上市。

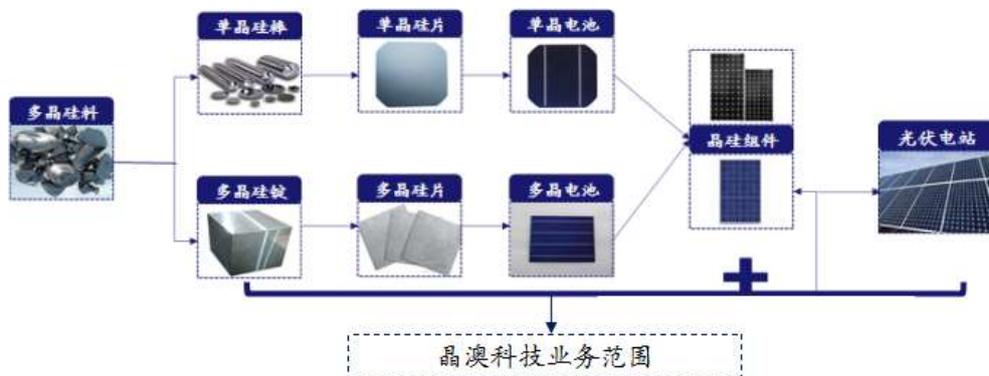
图 3、公司历史沿革图



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 4、晶澳科技为光伏一体化龙头企业

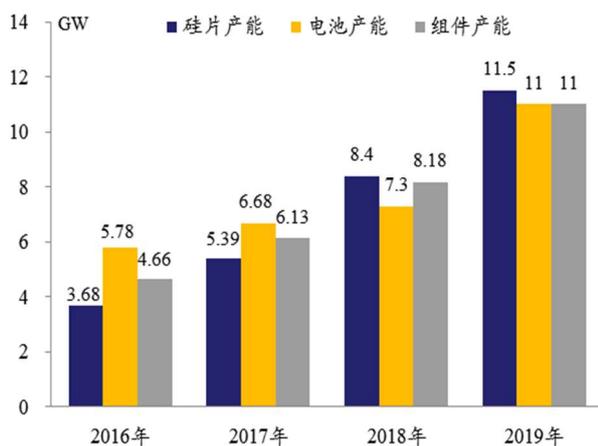


资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

二、保持一体化战略定力，稳健穿越行业周期

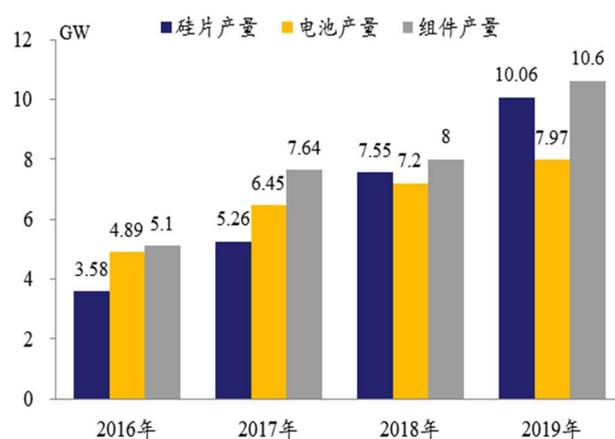
公司产能结构均衡，硅片电池自供率高，组件销量全球领先。近年来，公司持续均匀扩张产能，截至 2019 年底，公司分别拥有硅片、电池、组件的产能为 11.5GW，11GW，11GW，均处于行业前列。同时公司在产能布局上协调调配，硅片，电池片的产能锚准组件产能，保障硅片、电池供应及品质稳定，充分发挥了垂直一体化的优势。

图 5、2016-2019 年公司产能保持均衡发展



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2016-2019 公司产量持续攀升

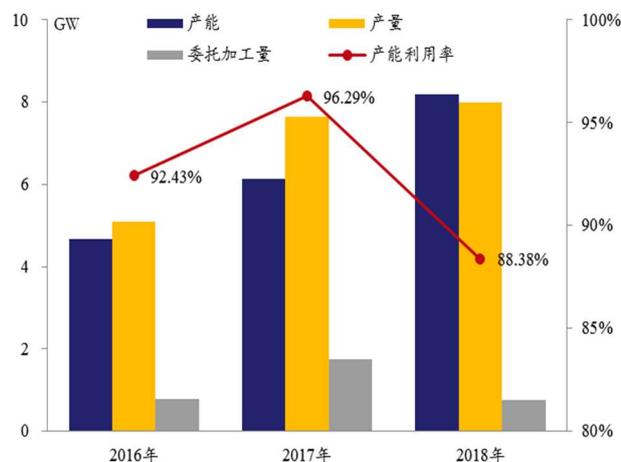


资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

在产能持续扩张的同时，公司的出货量亦同步增长，产能利用率维持高位。2016 年-2019 年，公司组件出货量分别为 5.1GW，7.64GW，8GW，10.26GW，复合增速达 19.1%，2020 年上半年，公司组件出货 5.46GW，同比增加 29.38%，其中海外市场上半年海外组件出货占比 72%，充分凸显了公司全球化的渠道能力。公司组件市场占有率也逐年攀升，2016 年到 2018 年 3 年间公司组件业务市占率

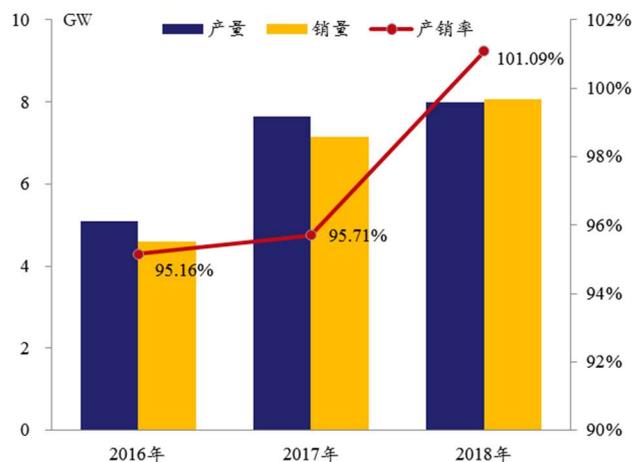
市占率分别为 6.7%，7.1%，7.5%，2018 年及 2019 年公司组件出货量及市占率连续高居全球第二。

图 7、2016-2018 年公司组件产能利用率



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、2016-2018 年公司组件产销率



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

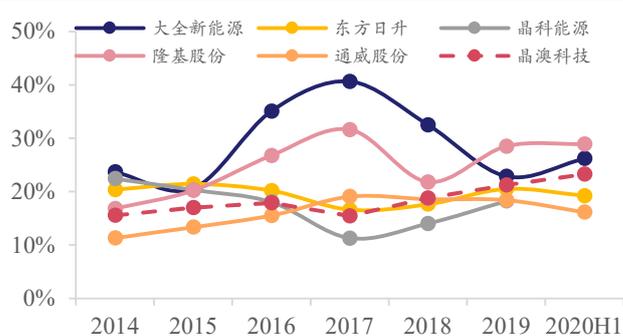
盈利稳定，毛利率穿透行业周期。自 2014 年起，公司毛利率始终稳定在 15% 以上，高于行业平均水平，盈利能力优异且稳定。值得注意的是，公司的毛利率穿透行业周期，2018 年中国“531”新政导致产业链价格大幅下降，盈利能力波动显著，而 2018 年公司毛利率仍维持在 19% 左右，充分体现公司抵御行业波动风险的能力。

图 9、组件价格 2015 年至今大幅下降



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、纵观产业链，公司盈利能力稳定波动小



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

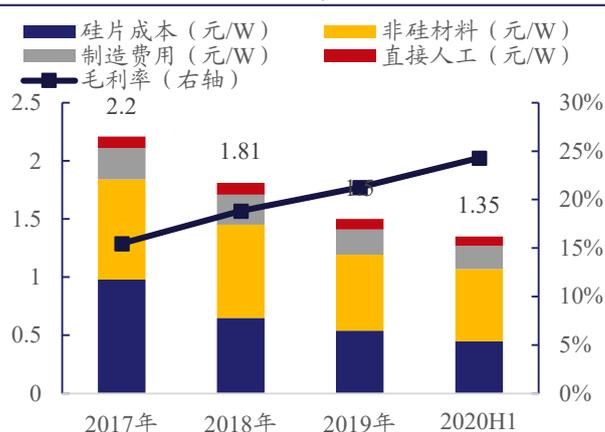
公司通过提升工艺转换效率，降低了制造成本和非硅成本，使得成本降低速度跑赢降价速度，最终在营业收入受到挤压的不利背景下使得毛利率达到新高。研发为本使得公司引领行业降本趋势，盈利能力穿越周期。

图 11、组件毛利保持在 15% 以上，穿越周期



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、公司成本快速下降，有效保障盈利



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

三、行业格局加速集中，快速扩产提升市场份额

3.1、2020 年一体化企业优势尽显，集中度快速提升

2020 年为全球光伏平价元年，需求支撑强劲。上半年因公共卫生事件需求同比持平，大量项目累积到 2020 年下半年建设并网，又因制造端硅料事故导致产业链涨价，供不应求。阶段性供需错配，利好组件企业提升市占率：

分区域看，中国 2020 年竞价项目组件招标以龙头中标为主，海外出口规模扩大，集中度进一步提升。国内外组件品牌效应正逐步形成，龙头受市场认可，份额逐步提升：

➢ 国内项目招标趋势预示组件龙头集中度提升。下半年国内以 2020 年竞价项目为主，运营主体为央企，采用招标形式采购组件。通过组件中标情况排名，能够看出隆基、天合、晶澳、东方日升等在国内排名绝对领先。随着下半年国内需求放量，龙头组件公司出货量及市占率有望进一步提升。

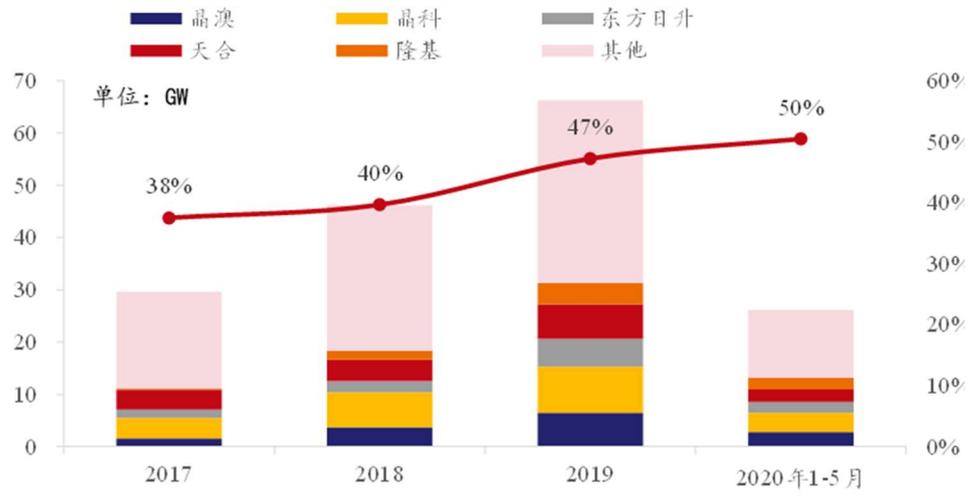
表 1、国内招标项目 TOP4 均为龙头企业

	截至7月15日	截至8月15日中标排名	排名变化
1	隆基	隆基	-
2	海泰新能	天合	↑
3	晶澳	晶澳	-
4	东方日升	东方日升	-
5	英利	海泰新能	↓
6	亿晶	亿晶	-
7	湖南红太阳	英利	↓
8	广画阳升新能源有限公司	晶科	-
9	晶科	湖南红太阳	↓
10	日托	西阳升新能源有限公司	↑

资料来源：盖锡咨询、兴业证券经济与金融研究院整理

► **海外组件出口龙头集中趋势延续。**由于海外主流市场以欧洲、美国、日本等地区为主，成熟的光伏市场更加看重组件品牌及渠道，近年出口数据中隆基、晶澳、晶科、天合、东方日升等龙头组件公司占比持续提升。2020年1-5月五家企业出口规模占比提升至50%。

图 13、2017 至今五家龙头组件企业出口占比提升至 50%



资料来源：Solarzoom、兴业证券经济与金融研究院整理

从盈利角度看，产业链涨价阶段中，一体化企业盈利更佳。本轮涨价过程中，龙头组件一体化企业优势凸显。一方面仅需承担硅料涨价的压力，另一方面，即使组件单环节不赚钱，在硅片、电池仍有丰厚利润。我们以行业平均水平为例，当前价格下，一体化企业组件毛利率仍有 17.1%，而专业化组件企业毛利率仅为 6%，差距显著。专业化组件企业或无法参与下半年光伏景气周期，一体化企业在盈利的同时有望进一步提升市场份额。因此，硅料、硅片、电池的强势提价，将出清专业组件企业，而强化一体化组件企业优势。

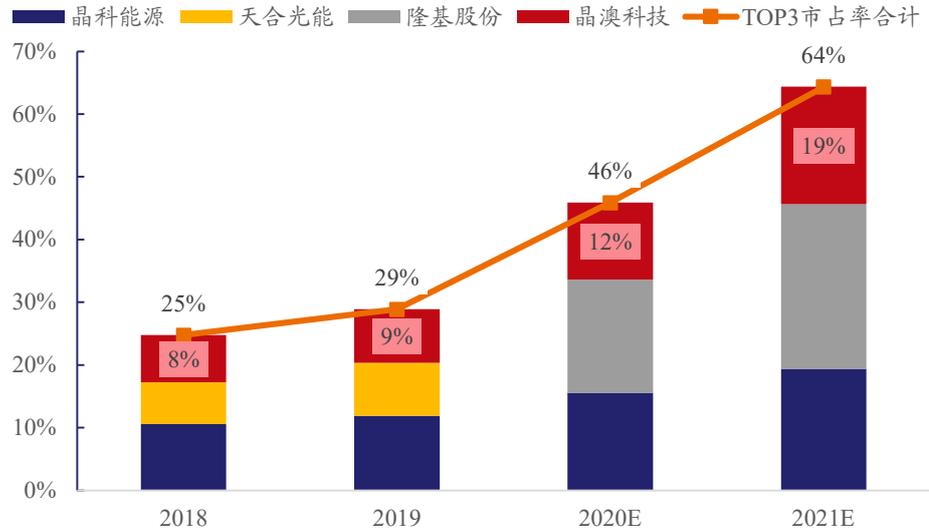
表 2、一体化盈利能力显著优于专业化组件企业

成本项目	一体化企业 (行业平均水平)	专业化组件企业 (行业平均水平)
硅料采购成本 (元/W)	0.25	
硅片非硅成本 (元/W)	0.16	
电池非硅成本 (元/W)	0.27	
组件非硅成本 (元/W)	0.53	
一体化总成本 (元/W)	1.21	
电池采购成本 (元/W)		0.84
组件非硅成本 (元/W)		0.53
专业化总成本 (元/W)		1.37
组件价格 (含税, 元/W)	1.65	1.65
毛利率	17.1%	6.1%

资料来源：Solarzoom、兴业证券经济与金融研究院整理

我们预计受益于 2020 年龙头格局重塑期，2021 年 TOP3 龙头市场市占率有望从 2019 年 23% 提升至 2021 年 60%。

图 14、光伏组件厂商 TOP3 集中度加速提升



资料来源：Solarzoom、兴业证券经济与金融研究院整理

3.2、扩产再发力，一体化产能结构持续优化

2019 年登陆 A 股，股权融资助力产能扩张。公司 2019 年底借壳天业通联上市，打开股权融资渠道。

2020 年 8 月公司非公开发行方案获批，将募集资金不超过 52 亿元，用于建设年产 5GW 高效电池及 10GW 高效组件项目。

2020 年 9 月公司公告一体化产能全面扩产，通过自筹资金 104 亿元，扩产硅片、电池、组件等产能，将来保持硅片、电池产能在组件产能的 80%左右。

表 3、公司通过募资加自筹资金快速提升产能

项目名称	建设内容	公告日期	投产时间/ 建设周期	投资金额	资金来源	
扩产一体化产能	硅片	1GW 拉晶+5GW 切片，河北宁晋	2020/9/16	12 个月	6.70 亿元	自筹
		20GW 拉晶及切片，云南曲靖	2020/9/16	36 个月	58.30 亿元	自筹
	电池	3.5GW 电池，越南	2020/9/16	15 个月	14.70 亿元	自筹
		6GW 电池，江苏扬州	2020/9/16	12 个月	17.20 亿元	自筹
	组件	3.5GW 组件，越南	2020/9/16	11 个月	7.00 亿元	自筹
义乌定增项目	一期	5 GW 电池+5 GW 组件	2020/2/18	2021 年 12 月	102 亿元	定增+自筹
	二期	5 GW 电池+5 GW 组件	2020/2/18	2023 年 12 月		
河北宁晋高效电池升级项目	3.6 GW 高效电池升级	2020/2/18	8 个月	11.3 亿元	待定	

资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

表 4、公司一体化产能将持续优化扩张

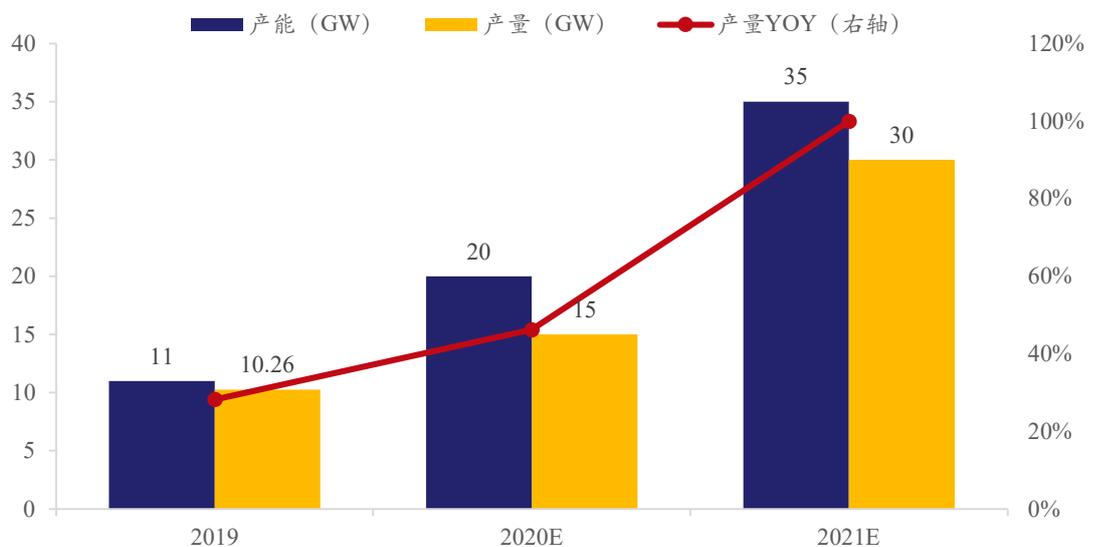
	2019	2020E	2021E	2022E
硅片产能明细 (GW)				
包头基地 (GW)	2.00	4.60	4.60	4.60
河北基地 (GW)	8.00	10.00	10.00	10.00
越南基地 (GW)	1.50	1.50	1.50	1.50

曲靖基地 (GW)	0.00	2.00	14.00	20.00
合计 (GW)	11.50	18.10	30.10	36.10
电池产能明细 (GW)				
宁晋基地 (GW)	4.90	7.30	10.80	10.80
扬州基地 (GW)	4.20	4.20	7.20	10.20
扬州基地 (GW)	0.60	0.60	0.60	0.60
马来西亚 (GW)	1.30	1.30	1.30	1.30
越南基地 (GW)	0.00	0.00	3.50	3.50
义乌基地 (GW)	0.00	5.00	5.00	5.00
合计 (GW)	11.00	18.40	28.40	31.40
组件产能明细 (GW)				
邢台基地 (GW)	3.60	3.80	3.80	8.00
合肥基地 (GW)	4.00	6.20	7.70	8.00
上海基地 (GW)	2.60	4.20	5.60	10.00
宁晋晶澳 (GW)	0.80	0.00	0.00	0.00
义乌基地 (GW)	0.00	5.00	10.00	10.00
扬州 (GW)	0.00	4.00	4.00	10.00
越南基地 (GW)	0.00	0.00	3.50	3.50
合计 (GW)	11.00	23.20	34.60	49.50

资料来源：WIND、兴业证券经济与金融研究院整理

迈入平价时代，快速扩产聚拢份额。2021 年全球主要光伏国家全面平价，光伏需求将不再受补贴政策扰动，进入快速稳步发展阶段。公司卡位平价时代，领先扩张产能，满足市场需求。根据公司当前扩产规划，2020-2021 年末公司组件端有望分别形成 23GW、35GW 产能，销量有望达到 15GW、30GW 左右，通过产能扩张迅速抢占市场份额。

图 15、公司产能迅速爬坡，扩产迅速聚拢市场份额



资料来源：公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

四、深耕海外市场，抢占高端市场高地

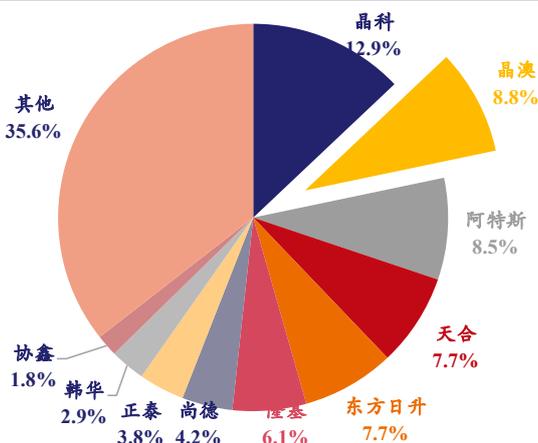
出货领先，产能利用率独占鳌头。组件端由于产能扩张快、资本开支相对较小，因此更看重渠道、订单及出货规模。自公司经营重心转移至组件以来，公司组件业务产量出货量逐步走高。2018及2019两年公司组件出货量蝉联全球第二名。随着公司义乌定增，宁晋扩产等项目的有序落实，预计2020年底公司组件产能达到20GW，产能翻倍增长。晶澳产能的快速扩张以及其稳居行业榜首的产能利用效率是对公司未来出货量稳健增长，继续居于行业前列强有力的保证。

图 16、2018-2019 公司出货量行业领先

世界排名	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	天合	天合	晶科	晶科	晶科	晶科
2	英利	阿特斯	天合	天合	晶澳	晶澳
3	阿特斯	晶科	阿特斯	阿特斯	天合	天合
4	晶澳	晶澳	晶澳	晶澳	隆基	阿特斯
5	晶科	韩华	韩华	韩华	阿特斯	隆基
6	韩华	First solar	保利协鑫	保利协鑫	韩华	韩华
7	昱辉	保利协鑫	First solar	隆基	东方日升	东方日升
8	First solar	英利	英利	英利	保利协鑫	First sola
9	顺风	顺风	隆基	First solar	顺风	无锡尚德
10	保利协鑫	昱辉	顺风	东方日升	中利	正泰

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

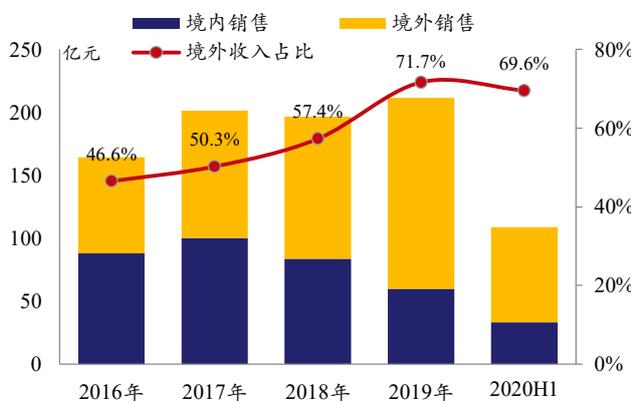
图 17、2019 年全球组件出货排名第二、市占率 8.8%



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

海外比例持续提升，布局超越行业实际水平。自2016年以来，公司海外销售收入占比持续走高，对冲2018-2019年中国光伏新增装机回落的不利影响。2020年上半年海外市场受公共卫生事件影响，海外需求下滑。1-6月组件出口规模35.6GW，同比持平增速仅为3%。在此背景下，2020H1公司组件出货5.46GW，其中，海外组件出货3.91GW，占比达71.65%。

图 18、公司 2016 年至今境外收入比例持续提升



资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

图 19、2020 年上半年海外出货比例达 71.65%

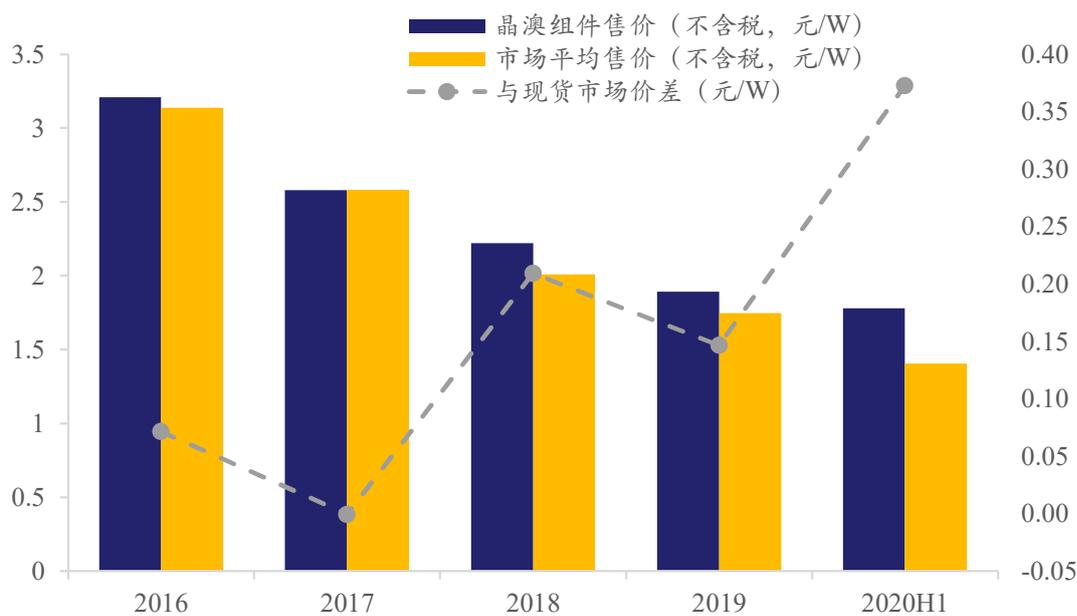


资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

保持售价市场价价差,重点布局海外高价市场。公司在海外拥有13个销售公司,销售和服务网络遍布全球135个国家和地区。由于海外光伏市场对价格敏感度低,更注重品牌及质量。同时,海外为锁定收益率,提前6个月签订组件锁价订单。因此,海外组件价格高,盈利更佳,2020年上半年,公司海外组件毛利率为25%,显著高于国内组件毛利率19%。

从整体价差来看,近2年公司组件销售价格与市场现货价保持0.15-0.35元/W价差。公司海外渠道为公司带来高价订单,进一步提升盈利能力。

图 20、布局高端市场,锁定高价订单



资料来源:公司公告、兴业证券经济与金融研究院整理

五、盈利预测

表 5、公司分业务拆分及盈利预测

分行业数据 (亿元)	2019	2020E	2021E	2022E
光伏组件				
销量 (GW)	10.26	15	30	40
平均单位价格 (元/W)	1.89	1.66	1.46	1.27
平均单位成本 (元/W)	1.5	1.31	1.17	1.02
收入	194.34	249.00	438.00	508.00
同比(%)	8%	28%	76%	16%
成本	153.49	197.21	349.52	407.42
毛利	40.85	51.79	88.48	100.58
毛利率(%)	21.02%	20.8%	20.2%	19.8%
电站运营				
收入	6.06	6.67	7.33	8.07
同比(%)	16%	10%	10%	10%
毛利	3.94	4.33	4.77	5.08

毛利率(%)	65.07%	65%	65%	63%
其他				
收入(亿元)	11.15	10.04	9.03	8.13
同比(%)	-8%	-10%	-10%	-10%
毛利	-0.48	-0.30	-0.18	-0.16
毛利率(%)	-4.28%	-3%	-2%	-2%

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

由于公司 8 月份定增的增发股本数尚未确定，不考虑定增情况下，我们预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 1.17 元、2.12 元、2.43 元，对应 9 月 18 日股价估值为 24.7 倍、13.6 倍、11.9 倍，予以审慎增持评级。

表 6、可比公司业绩对照

	EPS			PE (对应 2020 年 9 月 18 日)		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
隆基股份	2.11	2.71	3.45	34.1	26.5	20.9
通威股份	0.87	1.12	1.41	28.7	22.2	17.7
东方日升	1.13	1.44	1.71	14.7	11.5	9.7
天合光能	0.69	0.91	1.24	23.7	17.9	13.2
晶澳科技	1.17	2.12	2.43	24.7	13.6	11.9

资料来源：Wind、兴业证券经济与金融研究院整理

注：对照公司 EPS 及 PE 来源于 WIND 盈利预测

六、风险提示

全球光伏市场需求不及预期、原材料价格大幅波动、公司产能扩张不及预期等

表 7、附表（不考虑 2020 年 8 月定增）

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E	会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	14832	19395	26755	32576	营业收入	21155	26570	45437	52420
货币资金	5721	9373	12329	16548	营业成本	16658	20988	36130	41869
交易性金融资产	0	0	0	0	营业税金及附加	137	172	294	339
应收账款	3889	4926	8465	9809	销售费用	1197	1504	2571	2966
其他应收款	344	432	739	852	管理费用	699	1366	2335	2694
存货	2780	2780	2780	2780	财务费用	569	516	498	437
非流动资产	13696	12648	12084	11520	资产减值损失	-0	-0	-0	-0
可供出售金融资产	0	0	0	0	公允价值变动	42	30	30	30
长期股权投资	149	149	149	149	投资收益	-116	15	35	40
投资性房地产	0	0	0	0	营业利润	1669	2071	3673	4184
固定资产	10405	9885	9365	8845	营业外收入	22	22	22	22
在建工程	1025	1025	1025	1025	营业外支出	80	80	80	80
油气资产	0	0	0	0	利润总额	1611	2013	3616	4127
无形资产	760	831	902	973	所得税	327	409	734	838
资产总计	28528	32043	38839	44096	净利润	1284	1605	2881	3289
流动负债	15092	17514	21158	23112	少数股东损益	32	32	32	32
短期借款	4846	6011	6200	6300	归属母公司净利润	1252	1572	2849	3256
应付票据	1655	2078	3554	4100	EPS(元)	0.93	1.17	2.12	2.43
应付账款	2800	3528	6074	7039					
其他	5792	5896	5330	5673					
非流动负债	5140	4600	4840	4824					
长期借款	2388	2399	2409	2420					
其他	2752	2201	2431	2405					
负债合计	20233	22113	25998	27936					
股本	1342	1342	1342	1342					
资本公积	3854	3854	3854	3854					
未分配利润	2457	3982	6831	10088					
少数股东权益	305	338	370	402					
股东权益合计	8295	9930	12841	16160					
负债及权益合计	28528	32043	38839	44096					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	1284	1572	2849	3256
折旧和摊销	1399	673	673	673
资产减值准备	-36	15	129	14
无形资产摊销	153	153	153	153
公允价值变动损失	-42	30	30	30
财务费用	564	516	498	437
投资损失	116	-15	-35	-40
少数股东损益	32	32	32	32
营运资金的变动	85	-951	971	-350
经营活动产生现金流量	3691	3206	3439	4730
投资活动产生现金流量	-2329	-214	-184	-184
融资活动产生现金流量	-149	660	-299	-327
现金净变动	1229	3652	2956	4219
现金的期初余额	2632	5721	9373	12329
现金的期末余额	3861	9373	12329	16548

主要财务比率				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性				
营业收入增长率	7.7%	25.6%	71.0%	15.4%
营业利润增长率	67.1%	24.1%	77.4%	13.9%
净利润增长率	74.1%	25.6%	81.2%	14.3%
盈利能力				
毛利率	21.3%	21.0%	20.5%	20.1%
净利率	5.9%	5.9%	6.3%	6.2%
ROE	15.7%	16.4%	22.8%	20.7%
偿债能力				
资产负债率	70.9%	69.0%	66.9%	63.4%
流动比率	0.98	1.11	1.26	1.41
速动比率	0.78	0.94	1.12	1.28
营运能力				
资产周转率	81.1%	87.7%	128.2%	126.4%
应收帐款周转率	578.0%	572.6%	649.0%	551.0%
每股资料(元)				
每股收益	0.93	1.17	2.12	2.43
每股经营现金	2.75	2.39	2.56	3.53
每股净资产	5.95	7.15	9.30	11.75
估值比率(倍)				
PE	31.0	24.7	13.6	11.9
PB	4.9	4.0	3.1	2.5

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“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。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn

