

业绩符合预期，现金流显著改善

评级：买入(维持)

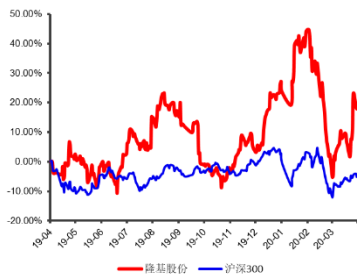
市场价格：28.15

分析师：苏晨
执业证书编号：S0740519050003
Email: suchen@r.qizq.com.cn
分析师：花秀宁
执业证书编号：S0740519070001
Email: huaxn@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	3772
流通股本(百万股)	3768
市价(元)	28.15
市值(百万元)	106182
流通市值(百万元)	106057

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 光伏龙头再起航
- 2 业绩符合预期，现金流明显改善
- 3 业绩符合预期，海外组件业务靓丽

公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	21987.61	32897.46	51989.73	72449.41	82630.80
增长率 yoy%	34.38%	49.62%	58.04%	39.35%	14.05%
净利润	2557.96	5279.55	6451.55	8598.41	10942.39
增长率 yoy%	-28.24%	106.40%	22.20%	33.28%	27.26%
每股收益(元)	0.68	1.40	1.71	2.28	2.90
每股现金流量	-0.62	2.64	2.97	3.19	1.59
净资产收益率	15.55%	19.11%	18.64%	20.20%	20.60%
P/E	41.51	20.11	16.46	12.35	9.70
PEG	0.82	0.76	0.72	0.24	0.36
P/B	6.45	3.84	3.07	2.49	2.00

投资要点

- 事件：**公司公布 2019 年报及 2020 年一季报：(1) 2019 年实现营收 328.97 亿元，同增 49.62%；归母净利润 52.80 亿元，同增 106.40%；扣非归母净利润 50.94 亿元，同增 117.35%；EPS 1.47 元，ROE 19.11%；(2) 1Q20 实现营收 85.99 亿元，同增 50.60%；归母净利润 18.64 亿元，同增 204.92%；扣非归母净利润 17.61 亿元，同增 195.39%；EPS 0.49 元，ROE 6.32%，业绩符合预期。
- 盈利能力不断提升，现金流改善。**2019 年，公司毛利率和净利率分别为 28.90%/16.89%，同比分别增加 6.65/5.22 PCT。1Q20 毛利率和净利率分别为 31.87%/22.85%，同比分别增加 8.33/11.11 PCT，环比分别增加 0.13/4.51PCT。2019 年公司经营性净现金流 81.58 亿元，同增 595.34%，主要原因是销售规模扩大，回款改善。
- 单晶硅片量利齐升，非硅成本快速降低。**2019 年公司单晶硅片实现营业收入 129.13 亿元，同比增加 111.13%，毛利率 32.18%，同比增加 15.91PCT。营收增长主要原因是海外需求高增叠加单晶渗透率提升，与此同时，公司产能逐步释放(2019 年底产能增加由 2018 年底的 28GW 至 42GW)，这些导致公司共计销售单晶硅片 47.02 亿片，同增 139.17%。2019 单晶硅片单片毛利为 0.88 元/片，同增 74.64%，主要原因是硅片硅成本和非硅成本均大幅下降，其中拉晶环节平均单位非硅成本同比下降 25.46%，切片环节平均单位非硅成本同比下降 26.5%。
- 单晶组件销量大幅提升，海外销量占比提升。**2019 年公司单晶组件实现营业收入 145.70 亿元，同比增加 11.30%，毛利率 25.18%，同比增加 1.35PCT。营收增长主要原因是海外需求高增公司产能逐步释放(2019 年底产能增加由 2018 年底的 8.8GW 至 14GW)，这些导致公司共计销售单晶组件 7,394MW，同增 23.43%。2019 单晶组件单瓦毛利为 0.50 元/片，同降 4.71%，基本持平。2019 公司 4,991MW，同比增长 154%，占单晶组件对外销售总量的 67%，占比同增 35%。
- 投资建议：**我们预计 2020-2022 年分别实现净利 64.52、85.98 和 109.42 亿元，同比分别增长 22.20%、33.28%、27.26%，当前股价对应三年 PE 分别为 16、12、10 倍，维持“买入”评级。
- 风险提示：**国际贸易保护风险、经营规模加速扩大带来的管理风险。

1、年报业绩概览：业绩高增，符合预期

- 事件：**公司公布 2019 年报及 2020 年一季报：（1）2019 年实现营收 328.97 亿元，同增 49.62%；归母净利润 52.80 亿元，同增 106.40%；扣非归母净利润 50.94 亿元，同增 117.35%；EPS 1.47 元，ROE 19.11%；（2）1Q20 实现营收 85.99 亿元，同增 50.60%；归母净利润 18.64 亿元，同增 204.92%；扣非归母净利润 17.61 亿元，同增 195.39%；EPS 0.49 元，ROE6.32%，业绩符合预期。

图表 1：2019 年报概览

	2019	2018	同比	4Q19	4Q18	同比	3Q19	环比
营业总收入 (亿元)	328.97	219.88	49.62%	102.04	73.16	39.47%	85.82	18.90%
营业利润 (亿元)	62.98	28.69	119.48%	20.32	10.11	101.12%	18.20	11.67%
利润总额 (亿元)	62.47	28.67	117.86%	20.21	10.04	101.18%	18.14	11.41%
归母净利润 (亿元)	52.80	25.58	106.40%	17.95	8.67	107.12%	14.75	21.74%
销售毛利率 (%)	28.90%	22.25%	6.65PCT	31.74%	22.33%	9.41PCT	29.93%	1.80PCT
销售净利率 (%)	16.89%	11.67%	5.22PCT	18.34%	12.02%	6.32PCT	18.11%	0.23PCT
ROE (%)	19.11%	15.55%	3.56PCT	6.72%	5.42%	1.30PCT	6.17%	0.55PCT
股本 (亿股)	37.72	27.91	-	37.72	27.91	-	37.73	-
EPS (元)	1.47	0.93	58.06%	0.48	0.31	53.22%	0.39	21.74%

来源：Wind，中泰证券研究所，单位：亿元

图表 2：1Q20 概览

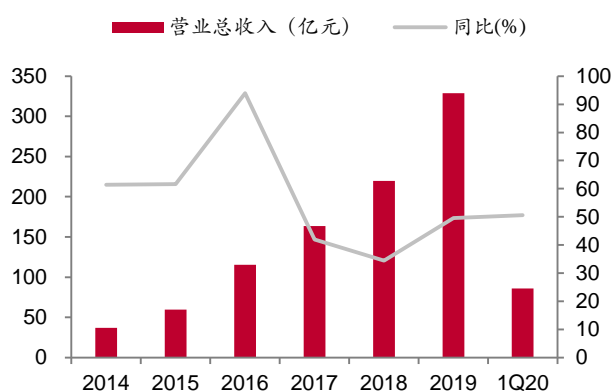
	1Q20	1Q19	同比	4Q19	环比
营业总收入 (亿元)	85.99	57.10	50.60%	102.04	-15.73%
营业利润 (亿元)	22.69	7.41	206.27%	20.32	11.62%
利润总额 (亿元)	22.60	7.43	204.34%	20.21	11.84%
归母净利润 (亿元)	18.64	6.11	204.92%	17.95	3.82%
销售毛利率 (%)	31.87%	23.54%	8.33PCT	31.74%	0.13PCT
销售净利率 (%)	22.85%	11.74%	11.11PCT	18.34%	4.51PCT
ROE (%)	6.32%	3.59%	2.73PCT	6.72%	-0.41PCT
股本 (亿股)	37.72	27.91	-	37.72	-
EPS (元)	0.49	0.22	122.73%	0.48	2.96%

来源：Wind，中泰证券研究所，单位：亿元

2、财务状况：盈利能力回升，现金流大幅改善

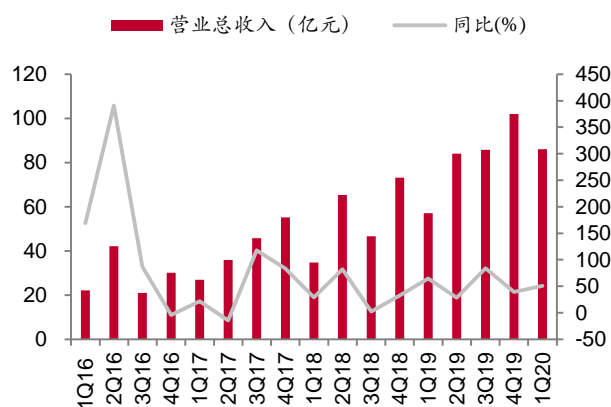
- 光伏产品出货大幅增加，2019 年营收同增 49.62%，1Q20 营收同增 50.60%。由于硅片和组件环节产能增加，公司单晶硅片 (yoy +139%) 和单晶组件 (yoy +23%) 出货大幅增较，2019 年营收高增，公司 2019 年实现营业收入 328.97 亿元，同比增加 49.62%；1Q20 实现营业收入 85.99 亿元，同比增加 50.60%。

图表 3: 2019 营收 328.97 亿元，同增 49.62%



来源: Wind, 中泰证券研究所

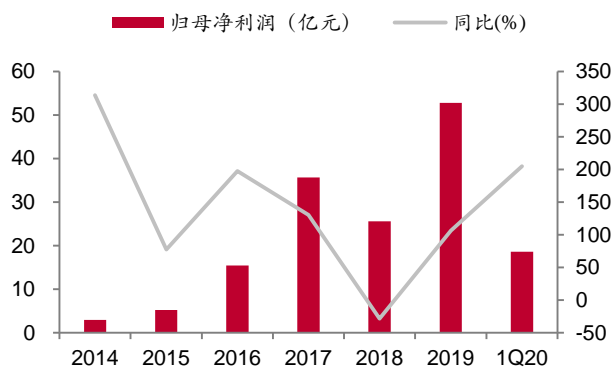
图表 4: 1Q20 营收 85.99 亿元，同增 50.60%



来源: Wind, 中泰证券研究所

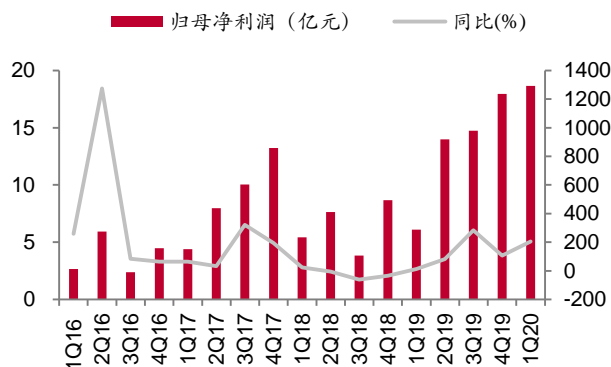
- 2019 年归母净利润同增 106.40%，1Q20 同增 204.92%。2019 年，公司实现归母净利润 52.80 亿元，同增 106.40%；1Q20 归母净利润 18.64 亿元，同增 204.92%。公司业绩高增的主要原因是出货高增带来的收入增长以及毛利率回升。

图表 5: 2019 归母净利润 52.80 亿元，同增 106.40%



来源: Wind, 中泰证券研究所

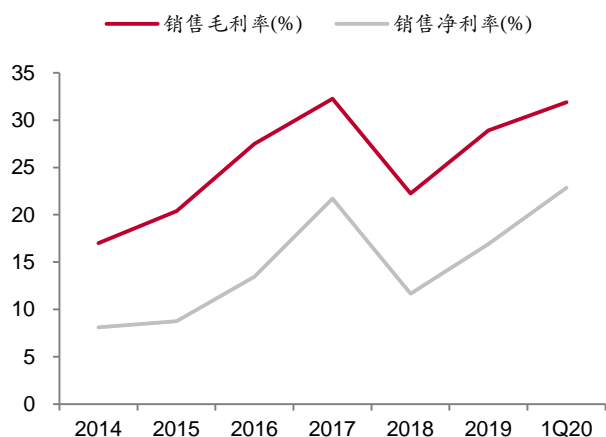
图表 6: 1Q20 归母净利润 18.64 亿元，同增 204.92%



来源: Wind, 中泰证券研究所

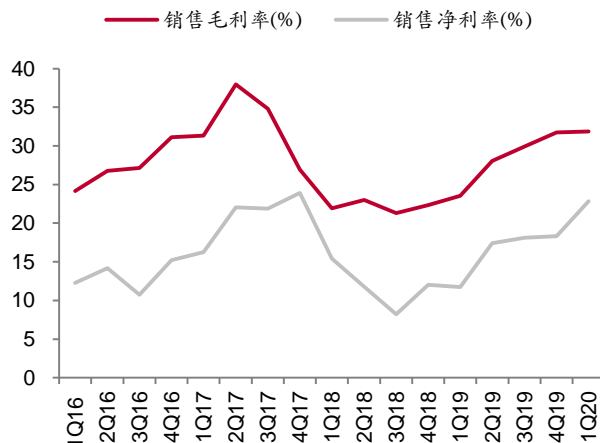
- 公司盈利水平不断提升。2019 年，公司毛利率和净利率分别为 28.90%/16.89%，同比分别增加 6.65/5.22 PCT。1Q20 毛利率和净利率分别为 31.87%/22.85%，同比分别增加 8.33/11.11 PCT，环比分别增加 0.13/4.51PCT。

图表 7: 2019 毛利率、净利率为 28.90%、16.89%



来源: Wind, 中泰证券研究所

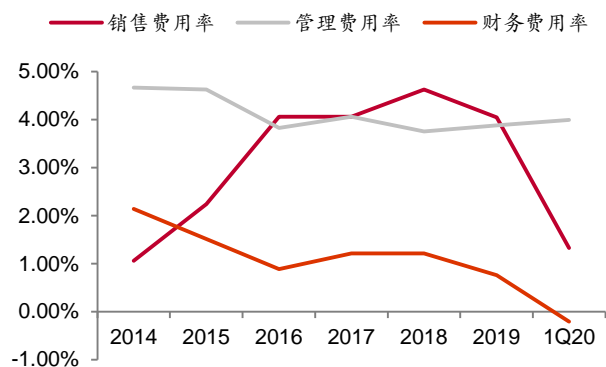
图表 8: 1Q20 毛利率、净利率为 31.87%、22.85%



来源: Wind, 中泰证券研究所

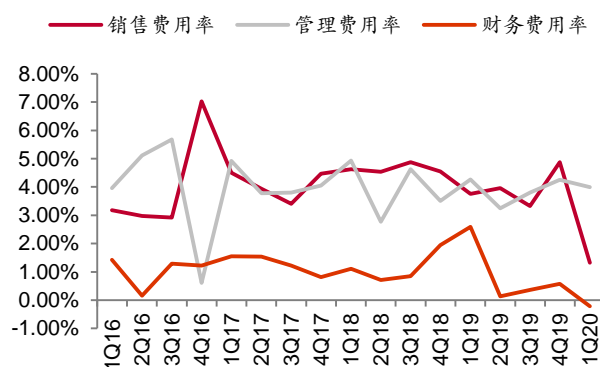
- 期间费用整体略降。三大费用方面，2019 年期间费用率 8.68%，较 2018 年同期降低 0.91PCT，其中销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率分别为 4.04%/3.88%/0.76%，较 2019 年同期分别变化 -0.58/+0.12/-0.45 PCT；管理费用率（含研发）增加主要原因是经营规模扩大，人员增加导致薪酬总额增加；财务费用率下降主要由于存量资金利息收入及汇兑收益增加。1Q20 期间费用率 5.11%，较 1Q19 下滑 5.50PCT，其中销售费用率、管理费用率（含研发）、财务费用率分别为 1.33%/3.99%/-0.21%，较 1Q19 分别变化-2.43/-0.27/-2.80 PCT；销售费用率下滑主要是 2020 年开始执行新收入准则后，将运杂费计入合同履行成本所致；财务费用率下滑主要是汇兑收益增加。

图表 9: 2019 三费分别为 4.04%、3.88%、0.76%



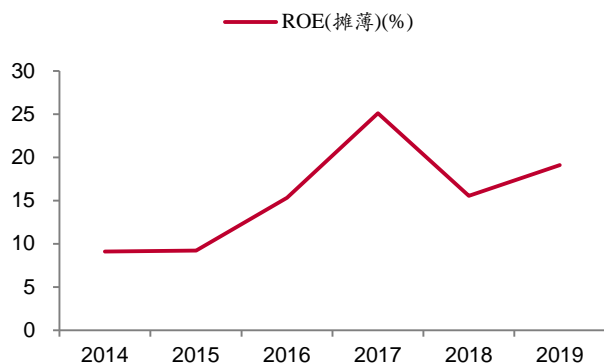
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 10: 1Q20 三费分别为 1.33%、3.99%、-0.21%

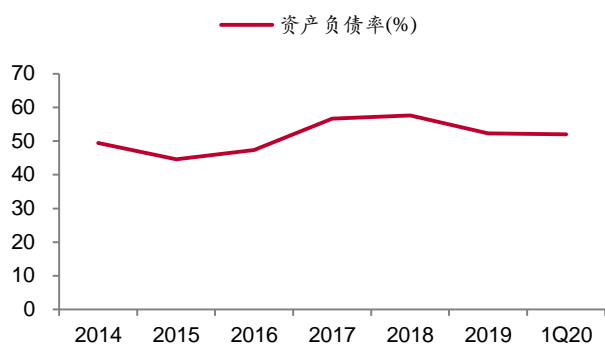


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **净资产收益率回升。**2019 年公司净资产收益率 (ROE) 为 19.11%，同比增加 3.56PCT。杜邦分析结果显示，2019 年 ROE 回升是主要是盈利能力和周转率增加所致，2019 年销售净利率同增 4.42PCT；资产周转率 0.66，同增 0.05 倍；权益乘数 2.25，同降 5.07%；。

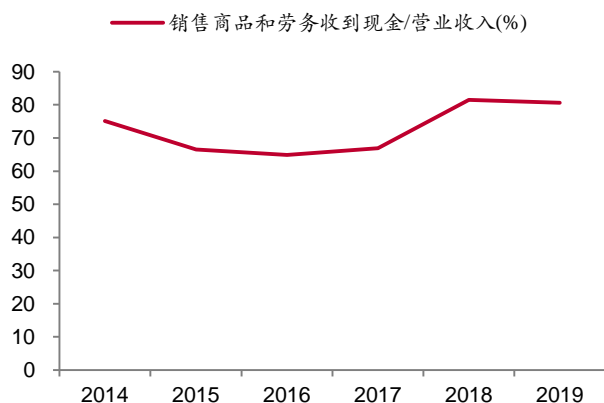
图表 11: 2019ROE 为 19.11%，同增 3.56PCT


来源: Wind, 中泰证券研究所

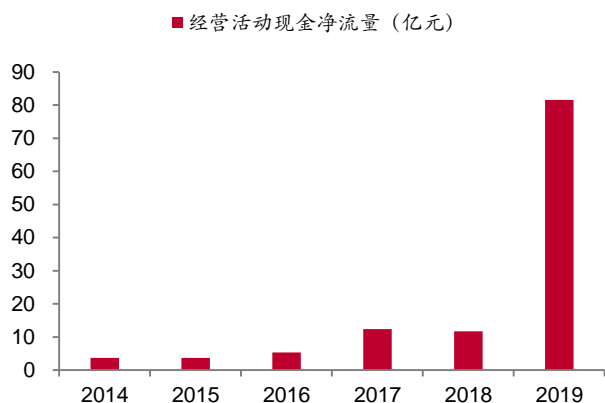
图表 12: 2019 年末资产负债率 52.29%


来源: Wind, 中泰证券研究所

- **资产负债率略降，现金收入基本持平，现金流状况大幅改善。**2019 年末公司资产负债率为 52.29%，较 2018 年年底降低 5.29PCT。2019 年公司销售商品提供劳务收到的现金为 265.05 亿元，同比增长 48.01%；现金收入比率为 80.57%，同比降低 0.87PCT。此外，2019 年公司经营性净现金流 81.58 亿元，同增 595.34%，主要原因是销售规模扩大，回款改善。

图表 13: 2019 现金收入比 80.57%，同降 0.87PCT


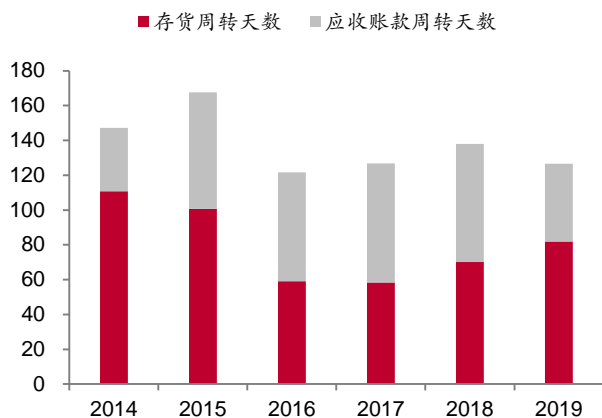
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 2019 年经营现金流净额同增 595.34%


来源: Wind, 中泰证券研究所

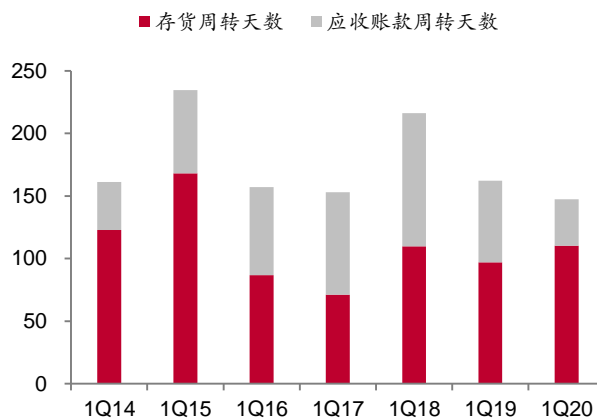
- 应收账款周转加快，营业周期缩短，营运能力提升。2019 年公司营业周期 126.68 天，较 2018 年同期降低 11.33 天，其中存货/应收账款周转天数分别为 81.87/44.80 天，较 2018 年同期分别变化+11.72/-23.05 天。1Q20 公司营业周期 147.44 天，同降 14.66 天，公司整体营运能力有所提升。

图表 15: 2019 年营业周期为 126.68 天



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 16: 1Q20 营业周期同比减少 14.66 天

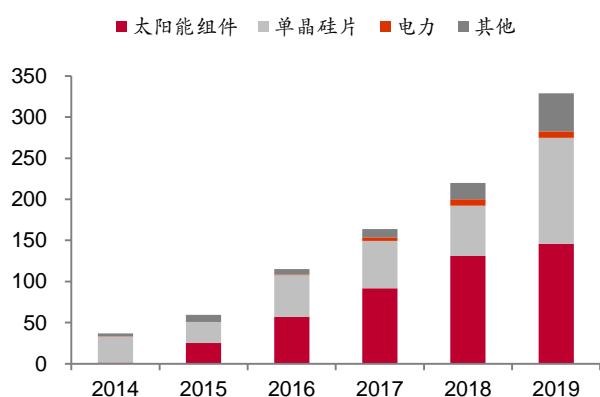


来源: Wind, 中泰证券研究所

3、主营业务：硅片量利齐升，海外组件销售占比达 67%

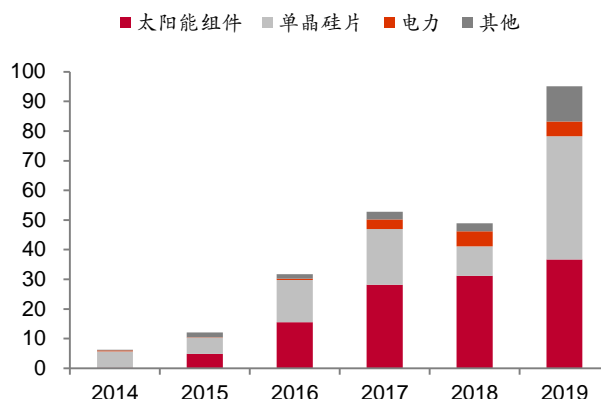
- **组件和硅片是公司两大主营业务。**从公司的营收和毛利情况可以看出，组件和硅片是公司最大的主营业务，2019 年组件和硅片营收分别为 145.70/129.13 亿元，在总营收中的占比分别为 44.29%/39.25%，占比分别较 2018 年同期变化-15.25/11.44 PCT；2019 年组件和硅片毛利分别为 145.70/129.13 亿元，在总毛利中的占比分别为 38.59%/43.71%，占比分别较 2018 年同期变化-25.17/+23.37 PCT。

图表 17：公司近年主营构成（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

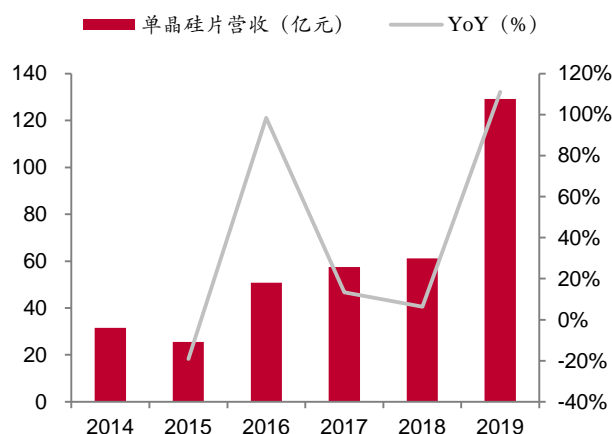
图表 18：公司近年主营毛利构成（亿元）



来源：Wind，中泰证券研究所

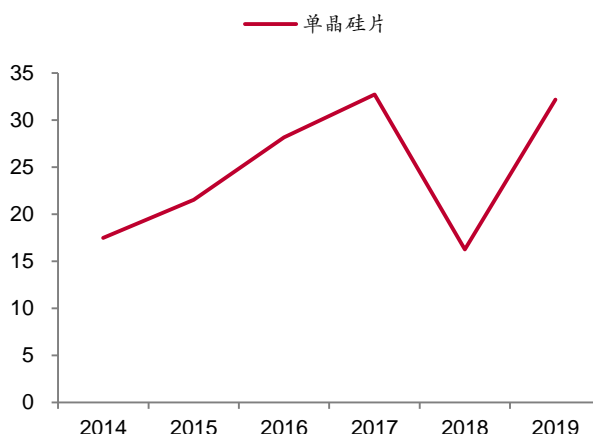
- **单晶硅片量利齐升，非硅成本快速降低。**2019 年公司单晶硅片实现营业收入 129.13 亿元，同比增加 111.13%，毛利率 32.18%，同比增加 15.91PCT。营收增长主要原因是海外需求高增叠加单晶渗透率提升，与此同时，公司产能逐步释放（2019 年底产能增加由 2018 年底的 28GW 至 42GW），这些导致公司共计销售单晶硅片 47.02 亿片，同增 139.17%。2019 单晶硅片单片毛利为 0.88 元/片，同增 74.64%，主要原因是硅片硅成本和非硅成本均大幅降低，其中拉晶环节平均单位非硅成本同比下降 25.46%，切片环节平均单位非硅成本同比下降 26.5%。

图表 19：2019 单晶硅片营收同增 111.13%

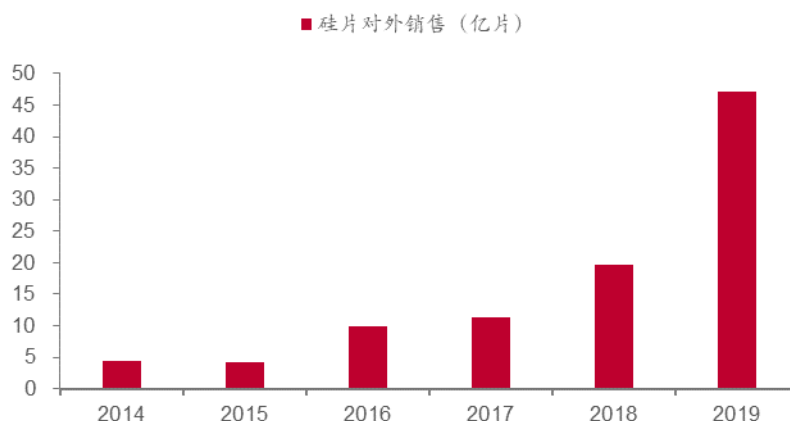


来源：Wind，中泰证券研究所

图表 20：2019 单晶硅片毛利率同增 15.91PCT

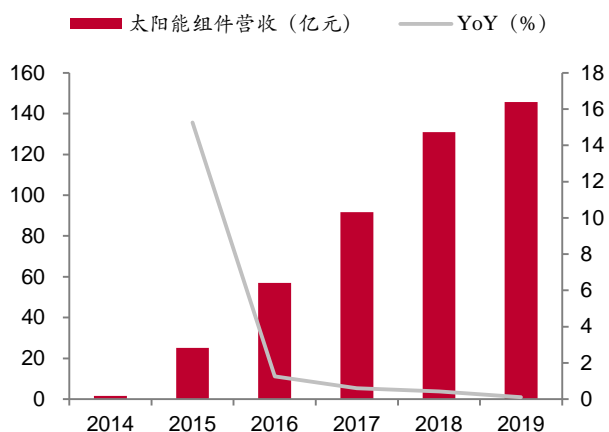


来源：Wind，中泰证券研究所

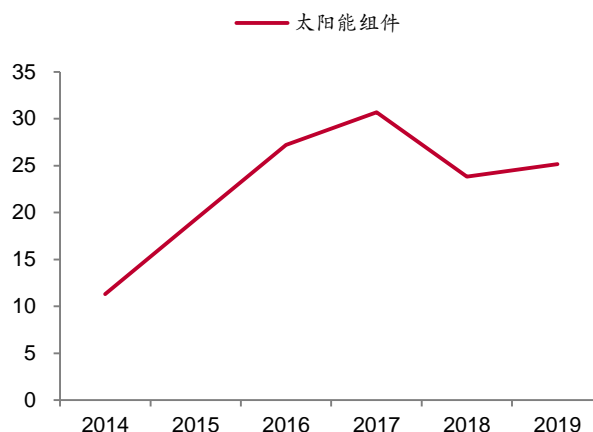
图表 21: 2019 年单晶硅片对外销售量同增 74.64%


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 单晶组件销量大幅提升, 海外销量占比提升。**2019 年公司单晶组件实现营业收入 145.70 亿元, 同比增加 11.30%, 毛利率 25.18%, 同比增加 1.35PCT。营收增长主要原因是海外需求高增公司产能逐步释放 (2019 年底产能增加由 2018 年底的 8.8GW 至 14GW), 这些导致公司共计销售单晶组件 7,394MW, 同增 23.43%。2019 单晶组件单瓦毛利为 0.50 元/片, 同降 4.71%, 基本持平。2019 公司 4,991MW, 同比增长 154%, 占单晶组件对外销售总量的 67%, 占比同增 35%。

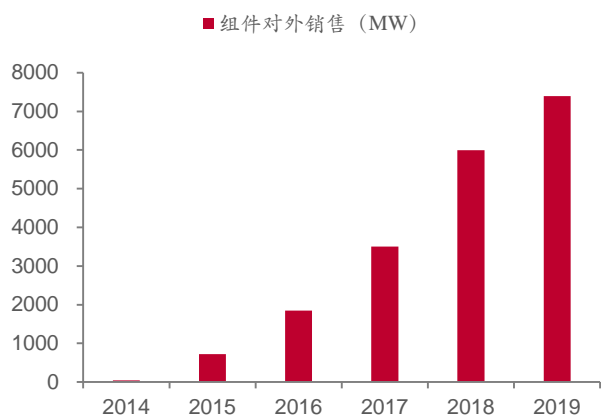
图表 22: 2019 单晶组件营收同增 11.30%


来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 2019 单晶硅片毛利率同增 1.35PCT


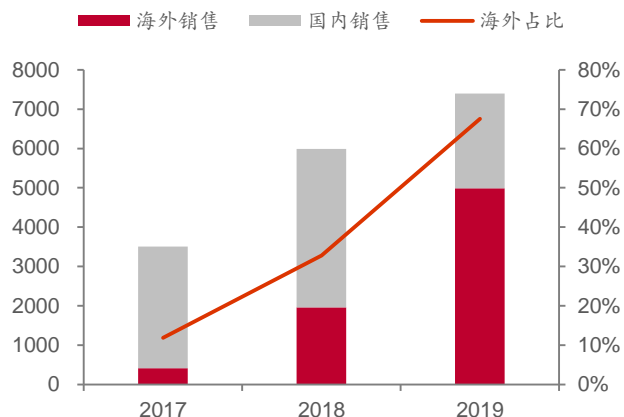
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: 2019 年单晶硅片对外销售量同增 23.43%



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 2019 海外组件销售占比达 67%



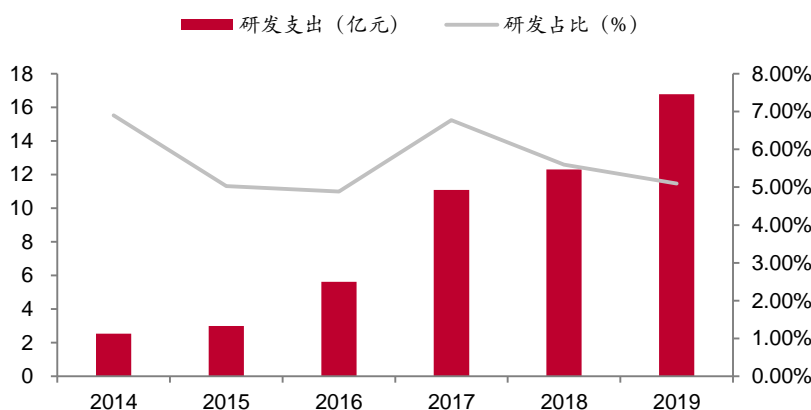
来源: Wind, 中泰证券研究所

4、公司战略：科技引领，效率驱动，构筑长期竞争能力

4.1 核心竞争力：技术创新和产品领先

- 技术成本领先，预留改造空间。**从成本角度来看，2018年在工艺优化提升、能耗控制、细线化应用、薄片化切割、辅材国产化替代及智能制造等方向均取得积极进展，产品非硅成本进一步降低，其中拉晶环节平均单位非硅成本同比下降 25.46%，切片环节平均单位非硅成本同比下降 26.5%，核心关键品质指标持续优化改善，硅片质量和成本继续领先行业。从技术角度来看，隆基 2017 年 10 月以来连续 4 次打破 PERC 电池效率世界纪录，最新纪录为 2019 年 1 月 16 日创下的 24.06%，技术领先，公司坚持“不领先不扩产”的原则，新建的产能在全球范围内都处在技术领先、成本领先的水平。公司在投资时相对稳健，一方面考虑设备的技术成本领先，另一方面也让产线具备技术升级的能力。

图表 26：2019 年研发支出占比为 5.10%



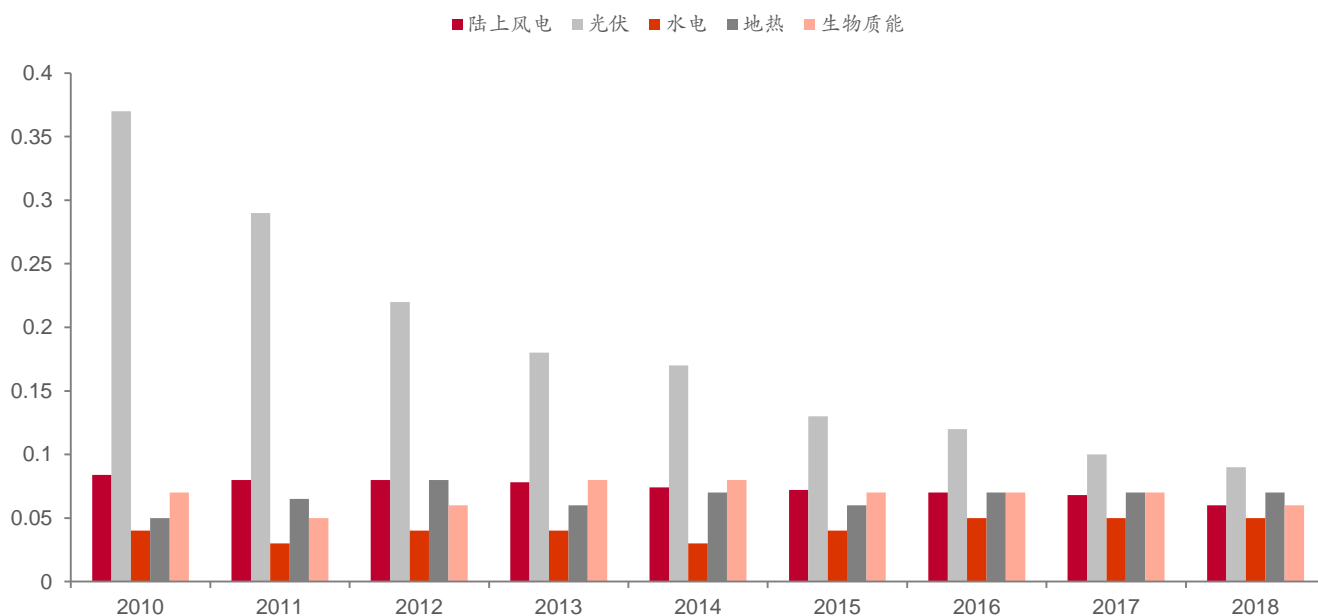
来源：Wind，中泰证券研究所

- 持续研发支出，雄厚的技术储备和领先的研发优势。**公司组建了组建了 630 人的专业研发团队，建立了硅材料研发中心、电池研发中心和组件研发中心，拥有 1 个国家级企业技术中心和 5 个省级企业技术中心，构建了具备全球竞争力的研发体系，多年研发投入占营业收入比例超过 5%。2019 年公司研发支出 16.77 亿元，同增 36.23%，占营收比例为 5.10%。持续的研发支出，一方面保持雄厚的技术储备，公司累计获得各类专利 702 项，在单晶生长及品质控制技术、单晶硅片切割能力、单晶电池高效化和组件技术产业化应用研究等方面均形成了较强的技术积累，迭代技术和新产品储备充足，自主创新能力不断增强；另一方面，也可以保证对市场上已经商业化或者具备商业化潜力的技术进行密切跟踪，保持技术和成本领先。

4.2 战略：科技引领，效率驱动，构筑长期竞争能力

- 快速成长，全球经营，占据行业优势地位；科技引领，效率驱动，构筑长期竞争能力。**2010-2018年，全球光伏平均LCOE下降75.7%，降幅位列所有可再生新能源第一。随着降本增效的推进，光伏系统成本会进一步降低，光伏有望成为成本最低的可再生能源，引领能源结构转型。在此过程中，公司持续密切关注市场需求及产品趋势，不断聚焦提升客户价值和服务满意度，强化技术创新，全面提升全球化运营能力，产品策划与管理能力，加快单晶产品的产出，降本增效，实现产品技术，成本与市场“领跑”，巩固全球单晶龙头地位；扩大现有竞争优势，建立持久新优势，加强内外部风险的识别、防控和应对，赋能赋权激发组织活力。以实现“快速成长，全球经营，占据行业优势地位；科技引领，效率驱动，构筑长期竞争能力”的战略定位。

图表 27：2010-2018 年光伏 LCOE 降幅最快 (USD/kWh)



来源：中泰证券研究所估算

5、盈利预测和投资建议

- 单晶环节低成本产能扩张，业绩高增。**全球光伏平价区域增加，逐步进入内生增长阶段，加之全球光伏渗透率极低，增长潜力大。公司作为光伏单晶路线龙头，结合自身多年来在单晶领域积累的技术储备和成本优势，拟加大单晶产能建设，公司计划 2020 年底硅片产能 75GW 以上、组件产能 30GW 以上，硅片出货 58GW (含自用)、组件出货 20GW (含自用)，实现营收 496 亿元。我们预计 2020-2022 年分别实现净利 64.52、85.98 和 109.42 亿元，同比分别增长 22.20%、33.28%、27.26%，当前股价对应三年 PE 分别为 16、12、10 倍，维持“买入”评级。

图表 28：可比公司估值 (2020-04-23)

证券代码	名称	总市值	2018 年归	2019E	PE	2020E	PE	2021E	PE
			母净利	归母净利		归母净利		归母净利	
600438.SH	通威股份	564.71	20.19	26.35	21	31.61	18	41.40	14
603806.SH	福斯特	246.04	7.51	9.57	26	10.32	24	12.10	20
300274.SZ	阳光电源	144.37	8.10	8.91	16	12.42	12	15.25	9
601877.SH	正泰电器	533.62	35.92	39.67	13	46.17	12	53.82	10
601222.SH	林洋能源	89.99	7.61	8.24	11	10.63	8	13.20	7
002129.SZ	中环股份	442.84	6.32	9.04	49	15.24	29	20.73	21
601865.SH	福莱特	180.30	4.07	7.17	25	10.58	17	14.55	12
300751.SZ	迈为股份	78.96	1.71	2.48	32	3.56	22	4.82	16
300724.SZ	捷佳伟创	177.51	3.06	3.88	46	6.08	29	7.84	23
300316.SZ	晶盛机电	271.67	5.82	6.36	43	9.63	28	11.88	23
300393.SZ	中来股份	61.45	1.26	2.42	25	4.29	14	5.85	11
300118.SZ	东方日升	115.55	2.32	9.74	12	10.80	11	13.12	9
	平均值				27		19		15
	中位数				25		17		13

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

- **国际贸易保护风险：**太阳能光伏发电是目前最具发展潜力的可再生能源之一，世界各国均对其发展给予高度的关注。出于保护本国光伏产业的目的，近几年欧洲、美国、印度等国家相继已对我国光伏企业多次发起“双反”调查。这种国际间不断挑起的贸易争端，对我国光伏产业发展造成了一定的冲击，未来不排除其他国家仿效，从而导致更多贸易争端产生。报告期内，随着公司国际化战略步伐加快，海外收入占比快速提升，虽然公司已通过实施海外生产布局等措施规避相关贸易壁垒，但仍面临严峻的国际贸易壁垒及贸易政策变化带来的不确定风险。
- **经营规模加速扩大带来的管理风险：**随着公司资产规模和业务规模的不断扩大，公司将在管理方面面临较大的风险与挑战，在经营管理、科学决策、资源整合、内部控制、市场开拓、人力资源等诸多方面对公司管理团队提出了更新和更高的要求。面对复杂多变的经营环境和日趋激烈的市场竞争，公司如不能有效地进行风险控制和内控管理，进一步提升管理水平和市场应变能力，将对公司的综合竞争能力和经营效益造成较大不利影响。公司将广泛调动全体员工的工作积极性，通过实施各种有效的激励措施，保障各项业务的有效推进和工作目标的达成。
- **市场竞争风险：**光伏行业经过市场充分竞争和淘汰，落后过剩产能逐步得到出清，市场和资源逐步向优势企业集中，市场竞争格局得到重塑，但与此同时也加剧了行业内骨干企业的竞争程度，且竞争焦点也由原来的规模和成本转向企业的综合竞争力，包括商业模式创新、技术研发、融资能力、运营管理、市场营销等，市场竞争更加激烈。公司作为太阳能单晶硅领域的龙头企业，具有较强的规模优势、技术优势、产品品质优势、成本优势以及品牌优势，但如果未来行业竞争格局发生重大变化，而公司不能利用自身的竞争优势进一步巩固和提升现有市场地位，将面临竞争优势丧失和市场份额下降的风险。

图表 29: 公司财务数据预测 (百万元)

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	21,987.6	32,897.5	51,989.7	72,449.4	82,630.8	成长性					
减: 营业成本	17,095.7	23,389.4	39,837.1	55,708.6	62,090.9	营业收入增长率	34.4%	49.6%	58.0%	39.4%	14.1%
营业税费	117.2	178.4	347.0	483.5	551.4	营业利润增长率	-28.2%	119.5%	16.6%	34.3%	28.2%
销售费用	1,017.4	1,329.7	2,079.6	2,898.0	3,305.2	净利润增长率	-28.2%	106.4%	22.2%	33.3%	27.3%
管理费用	622.9	971.0	2,017.2	2,811.0	3,206.1	EBITDA增长率	-11.8%	113.8%	0.3%	37.0%	28.6%
财务费用	266.9	249.6	144.5	330.4	468.0	EBIT增长率	-23.3%	142.8%	-3.6%	36.1%	28.6%
资产减值损失	727.7	-501.3	519.9	652.0	661.0	NOPLAT增长率	-24.2%	107.5%	14.4%	36.1%	28.6%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	30.8%	-36.0%	82.1%	7.9%	38.2%
投资和汇兑收益	793.8	240.0	300.0	300.0	300.0	净资产增长率	18.1%	68.2%	25.0%	23.1%	25.0%
营业利润	2,869.5	6,297.8	7,344.5	9,865.9	12,648.1	利润率					
加: 营业外净收支	-2.0	-50.9	25.0	25.0	25.0	毛利率	22.2%	28.9%	23.4%	23.1%	24.9%
利润总额	2,867.4	6,246.9	7,369.5	9,890.9	12,673.1	营业利润率	13.1%	19.1%	14.1%	13.6%	15.3%
减: 所得税	300.8	689.8	810.6	1,088.0	1,394.0	净利润率	11.6%	16.0%	12.4%	11.9%	13.2%
净利润	2,558.0	5,279.6	6,451.5	8,598.4	10,942.4	EBITDA/营业收入	19.4%	27.7%	17.6%	17.3%	19.5%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	14.6%	23.6%	14.4%	14.1%	15.9%
货币资金	7,707.9	19,335.8	30,557.4	42,582.7	48,566.9	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	197	157	117	103	110
应收账款	5,057.3	3,825.7	10,212.7	9,350.3	12,961.9	流动资产周转天数	19	-11	-14	-7	-6
应收票据	4,090.8	4,553.4	9,107.6	9,929.4	11,782.8	流动资产周转天数	342	330	354	358	373
预付款项	608.7	1,031.4	1,762.0	2,144.3	2,209.5	应收账款周转天数	76	49	49	49	49
存货	4,282.5	6,356.1	11,763.8	13,575.3	14,666.8	存货周转天数	55	58	63	63	62
其他流动资产	1,153.6	2,264.1	1,516.2	1,644.6	1,808.3	总资产周转天数	594	541	507	483	504
可供出售金融资产	78.0	-	46.1	41.4	29.2	投资资本周转天数	219	136	95	91	99
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	733.2	1,074.2	1,354.6	1,634.4	1,934.8	ROE	15.5%	19.1%	18.6%	20.2%	20.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	6.5%	9.4%	7.5%	8.2%	9.1%
固定资产	13,260.0	15,467.3	18,240.3	23,222.2	27,423.5	ROIC	24.2%	36.4%	68.6%	51.3%	61.1%
在建工程	850.3	-	-	-	-	费用率					
无形资产	226.4	245.2	240.0	236.6	232.7	销售费用率	4.6%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
其他非流动资产	1,610.5	5,150.8	2,448.5	2,618.3	2,754.4	管理费用率	2.8%	3.0%	3.9%	3.9%	3.9%
资产总额	39,659.2	59,304.0	87,249.1	106,979.8	124,370.8	财务费用率	1.2%	0.8%	0.3%	0.5%	0.6%
短期债务	687.7	854.4	5,045.6	8,438.1	10,664.9	二费/营业收入	8.7%	7.8%	8.2%	8.3%	8.4%
应付账款	6,196.8	5,602.0	14,493.9	13,608.5	17,713.5	偿债能力					
应付票据	4,721.2	8,111.9	13,745.5	16,820.1	17,247.3	资产负债率	57.6%	52.3%	59.4%	59.3%	56.2%
其他流动负债	3,272.9	10,051.5	6,916.6	10,547.3	9,630.7	负债权益比	135.7%	109.6%	146.6%	145.7%	128.5%
长期借款	2,658.9	2,508.6	7,060.6	9,430.3	10,314.9	流动比率	1.54	1.52	1.61	1.60	1.66
其他非流动负债	5,297.1	3,880.7	4,607.2	4,595.0	4,361.0	速动比率	1.25	1.26	1.32	1.33	1.40
负债总额	22,834.5	31,009.2	51,869.3	63,439.4	69,932.2	利息保障倍数	11.99	31.13	51.81	30.86	28.02
少数股东权益	373.2	666.0	773.3	977.8	1,314.4	分红指标					
股本	2,790.8	3,772.0	3,772.0	3,772.0	3,772.0	DPS(元)	0.10	-	0.14	0.17	0.15
留存收益	13,073.1	23,846.5	30,834.4	38,790.6	49,352.2	分红比率	14.2%	0.0%	8.1%	7.4%	5.2%
股东权益	16,824.8	28,294.8	35,379.8	43,540.3	54,438.6	股息收益率	0.3%	0.0%	0.5%	0.6%	0.5%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	2,566.8	5,557.2	6,451.5	8,598.4	10,942.4	EPS(元)	0.68	1.40	1.71	2.28	2.90
加: 折旧和摊销	1,201.5	1,487.5	1,664.2	2,346.1	3,017.9	BVPS(元)	4.36	7.32	9.17	11.28	14.08
资产减值准备	727.7	562.5	-	-	-	PE(X)	41.5	20.1	16.5	12.3	9.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.5	3.8	3.1	2.5	2.0
财务费用	371.2	181.2	144.5	330.4	468.0	P/FCF	-435.5	11.9	12.9	8.2	16.4
投资收益	-793.8	-240.0	-300.0	-300.0	-300.0	P/S	4.8	3.2	2.0	1.5	1.3
少数股东损益	8.7	277.6	107.3	204.5	336.6	EV/EBITDA	11.1	8.3	9.8	6.6	4.9
营运资金的变动	-822.1	1,394.0	-2,789.5	3,123.7	-3,539.7	CAGR(%)	50.8%	26.6%	22.7%	50.8%	26.6%
经营活动产生现金	1,173.3	8,158.2	5,278.1	14,303.1	10,925.3	PEG	0.8	0.8	0.7	0.2	0.4
投资活动产生现金	-3,169.0	-2,752.9	-4,171.9	-7,017.3	-6,906.8	ROIC/WACC	2.6	4.1	7.3	5.5	6.5
融资活动产生现金	267.5	4,560.0	10,115.5	4,739.5	1,965.7	REP	1.2	1.9	0.7	0.8	0.5

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。