

MLCC 龙头，多线布局开启新成长

华泰研究

2021年3月24日 | 中国内地

首次覆盖

工业/航天军工

投资评级(首评):

买入

目标价(人民币):

66.50

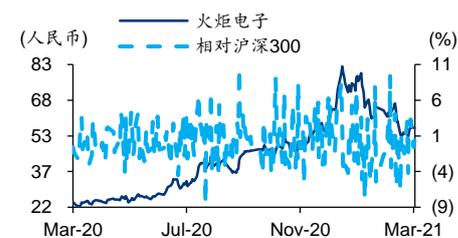
研究员 李聪
SAC No. S0570521020001 licong017951@htsc.com

研究员 胡剑
SAC No. S0570518080001 hujian@htsc.com
SFC No. BPX762 +86-21-28972072

基本数据

目标价(人民币)	66.50
收盘价(人民币 截至3月23日)	55.87
市值(人民币百万)	25,692
6个月平均日成交额(人民币百万)	561.01
52周价格范围(人民币)	22.21-82.17
BVPS(人民币)	7.76

股价走势图



资料来源: Wind

深耕电容行业，军民两大领域翘楚，首次覆盖给予“买入”评级

火炬电子主要从事以电容器为主的电子元器件的研发、生产和销售，公司产品在航天航空、通讯、电力、汽车等军民高端领域广泛应用。我们预计公司2020-2022年EPS分别1.31/1.58/2.00元/股。据Wind一致预期，可比公司2021年预测PE均值37x。公司自产业务中电容器板块通过投建项目扩大产能、提升效率，外加代理销售业务收入业绩保持稳定，电容器业务持续向好，CASAS-300项目建成后新材料业务产出量有保证，我们预计公司未来业绩有望保持快速增长，因此给予公司2021年42倍的PE估值水平，目标价为66.50元，首次覆盖给予“买入”评级。

自产代理双线并行，公司业绩增长提速

公司代理业务是通过买断式代理的方式销售AVX、KEMET和太阳诱电等品牌的多种电子元器件；公司近年来积极布局特种陶瓷新材料业务，于2016年定增募投实施CASAS-300特种陶瓷材料项目，进军高性能特种陶瓷材料领域，依托“立亚系”3家子公司开展陶瓷新材料业务；其余子公司致力于生产、研发、销售各类电容器。公司2020年前三季度营收为24.74亿元，同比增长43.3%；归母净利润为4.25亿元，同比增长46.3%。其中，受益于军用电子信息需求增加以及国产替代订单持续增长，自产元器件收入同比增长33.58%；在下游需求量增加的背景下，贸易业务收入同比增长47.56%。

电子元器件下游高景气，陶瓷业务开辟新增长点

据中国产业信息网预测，2024年我国MLCC市场规模将达到894.7亿元，2020-2024年CAGR达到7.0%。我们认为，公司作为国内军用电容主要供应商有望长期受益于MLCC陶瓷电容、钽电容等需求的持续增长。同时，公司生产的特种陶瓷材料具有替代高温合金在发动机等高温部件上应用的潜力，据前瞻产业研究院预测，随着我国空军向战略空军转型，2021-2030年歼-20系列战机数量CAGR为45.7%。随着下游应用需求增长，产线陆续投产，新材料业务有望成为公司业绩的新增长点。我们预计2020-22年公司实现营业收入37.5/50.0/66.8亿元，对应归母净利润6.0/7.3/9.2亿元。

风险提示：下游市场需求变动风险；市场竞争风险。

经营预测指标与估值

会计年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(人民币百万)	2,024	2,569	3,752	5,003	6,684
+/-%	7.21	26.92	46.04	33.33	33.59
归属母公司净利润(人民币百万)	333.18	381.44	600.18	728.06	918.25
+/-%	40.71	14.49	57.35	21.31	26.12
EPS(人民币, 最新摊薄)	0.72	0.83	1.31	1.58	2.00
ROE(%)	12.57	12.95	17.59	17.86	18.74
PE(倍)	77.11	67.36	42.81	35.29	27.98
PB(倍)	9.25	8.25	6.92	5.78	4.79
EV EBITDA(倍)	51.62	46.50	30.67	24.31	19.01

资料来源: 公司公告、华泰研究预测

报告核心要点

核心推荐逻辑

聚焦电容器行业，三大业务全面布局。公司主要从事以电容器为主的电子元器件的研发、生产、销售，电子元器件代理业务以及陶瓷新材料的研发、生产、销售业务。目前公司产品覆盖多层陶瓷电容器(MLCC)、多芯组陶瓷电容器、钽电容器等多系列、多品类的电子元器件产品。此外，公司近年积极布局特种陶瓷新材料业务，于 2016 年定增募投实施 CASAS-300 特种陶瓷材料项目，进军高性能特种陶瓷材料领域。高性能特种陶瓷材料产业化项目实施主体立亚新材获得全部军工必备资质，相关产品已经在航空航天等国防工业单位使用，逐步形成先行优势。目前公司主营业务覆盖电子元器件、新材料、贸易代理三大业务领域，产品在航天航空、通讯、电力、汽车等军民高端领域广泛应用。

军民两大领域景气度高，传统电子元器件业务发展向好。MLCC 是当前市场份额最高的电容器产品，将充分受益军用、民用两大领域电子元器件高景气度。一方面，军用 MLCC 市场需求或伴随国防信息化建设加速而放量。根据《2020 年版中国 MLCC 市场竞争研究报告》(智多星顾问)，预计 2020 年中国军用 MLCC 需求量将达到 3.5 亿只，到 2024 年需求量将达 5.2 亿只。另一方面，受益高端智能手机、5G 通讯、汽车电子、新能源发电等领域的持续高景气度，预计我国 MLCC 市场规模将稳定增长，据中国产业信息网预测，2024 年我国 MLCC 市场规模将达到 894.7 亿元，2020-2024 年 MLCC 市场规模 CAGR 达到 7.0%。我们认为公司作为国内电容主要供应商之一，有望长期受益于军民两大领域的高景气度。

新材料产线陆续投产，或开辟新增长点。公司于 2016 年定增募投实施 CASAS-300 特种陶瓷材料项目，进军高性能特种陶瓷材料领域，依托“立亚系”3 家子公司开展陶瓷新材料业务。截至 2020 年 9 月，该项目三条生产线已经建设完成并投产，另外三条生产线部分工序已经完成。2020 年 12 月公司披露因疫情因素推迟到 2020 年 11 月交付的特种陶瓷加工设备已经完成交付，在安装调试阶段。公司特种陶瓷材料是高性能特种陶瓷材料，具有替代高温合金在发动机等高温部件上应用的潜力，目前我国共有歼-20 系列战机 19 架，据前瞻产业研究院预测，随着我国空军向战略空军转型，未来十年该系列战机增量将达 800 架，由此预测 2021-2030 年歼-20 系列战机 CAGR 为 45.7%。随着下游应用需求增长，产线陆续投产，新材料业务有望成为公司业绩的新增长点。

区别于市场的观点

市场担心特种陶瓷材料生产线投产情况。市场对于 CASAS-300 特种陶瓷材料项目的投产情况存在担忧，该项目原计划于 2020 年 9 月全部建成投产，但因疫情因素部分设备推迟到 11 月交付，故项目推迟到 2021 年 3 月。我们认为随着疫情得到有效控制，各项设备将陆续交付，各产线有望在 2021 年顺利投产，根据公司《2015 年度非公开发行股票预案》及相关项目延期公告，项目完全达产预计可实现年均销售收入 5.29 亿元，年均净利润 3.05 亿元。

市场担心代理业务占比较高、毛利率较低，或影响公司业绩。公司近年来自产业业务营收占比逐渐提升，发展迅速，且为公司贡献过半毛利，我们认为在行业高景气的推动下，未来代理业务营收将保持稳步增长，而自产业业务增速将高于代理业务，且毛利占比有望突破 70%，成为公司业绩的主要增长点。

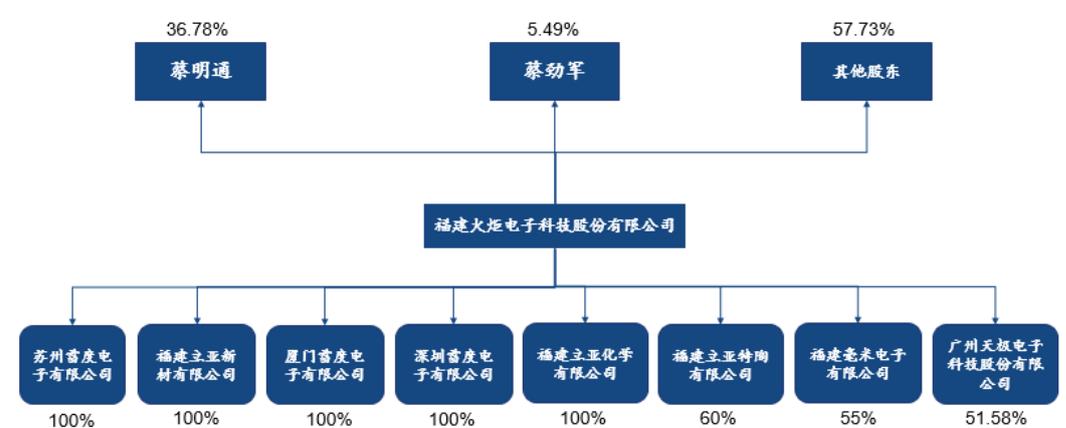
深耕电容行业，军民两大领域翹楚

聚焦电容器行业，三大业务全面布局

火炬电子主要从事以电容器为主的电子元器件的研发、生产、销售，电子元器件代理业务以及陶瓷新材料的研发、生产、销售业务。公司是国家高新技术企业，连续7年被我国电子元件行业协会评为“中国电子元件百强企业”。目前，公司自产元器件业务主要产品包括MLCC、引线式多层陶瓷电容器、多芯组陶瓷电容器、钽电容器等，下游应用以军用为主，民用为辅。

公司股权结构稳定，实际控制人为蔡明通、蔡劲军父子。截至2020Q3，二人分别持股36.78%、5.49%，共计42.27%。公司现有多家一级子公司，贸易代理业务主要通过“雷度系”子公司，代理太阳诱电、AVX、KEMET等全球知名电容器厂商的产品，并依托“立亚系”3家子公司开展陶瓷新材料业务，其余子公司致力于生产、研发、销售各类电容器。

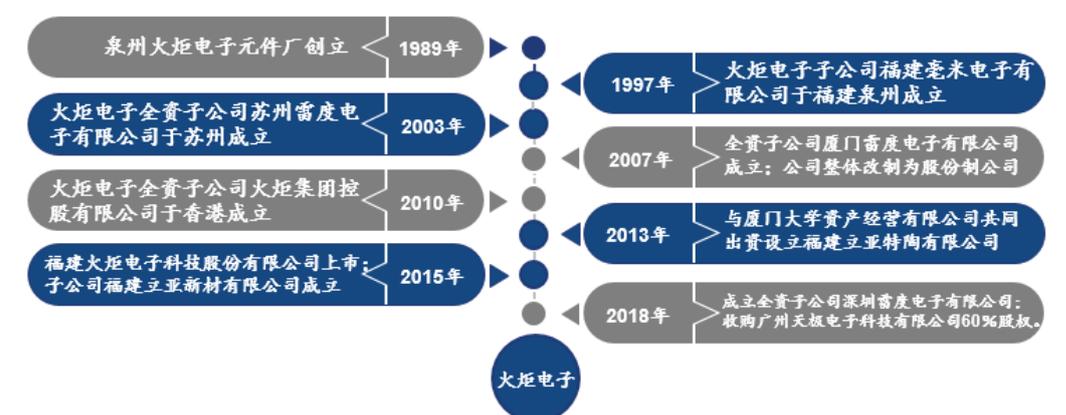
图表86：火炬电子股权结构图（截至2020Q3）



资料来源：Wind，华泰研究

公司前身是1989年成立的福建泉州火炬电子元件厂，发展至今，公司除了在传统陶瓷电容领域继续深耕外，电子元器件品类也不断丰富，目前公司产品覆盖多层陶瓷电容器（MLCC）、多芯组陶瓷电容器、钽电容器、超级电容器、单层电容器、微波元件、薄膜电路等多系列、多品类的电子元器件产品。此外，公司近年积极布局特种陶瓷新材料业务，于2016年定增募投实施CASAS-300特种陶瓷材料项目，进军高性能特种陶瓷材料领域。高性能特种陶瓷材料产业化项目实施主体立亚新材获得全部军工必备资质，相关产品已经在航空航天等国防工业单位使用，逐步形成先行优势。目前公司主营业务覆盖电子元器件、新材料、贸易代理三大业务领域，产品在航天航空、通讯、电力、汽车等军民高端领域广泛应用。

图表87：公司发展历程

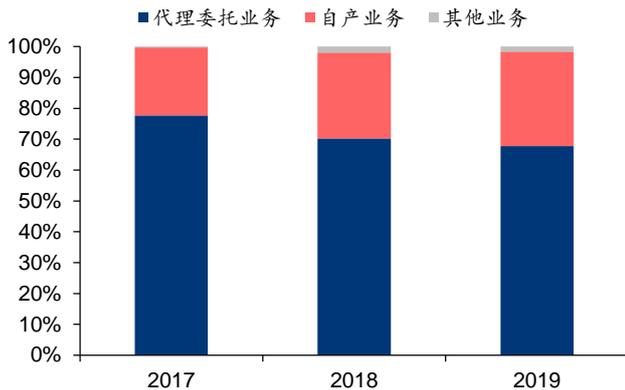


资料来源：公司官网，华泰研究

自产代理双线并行，行业景气带来高收益

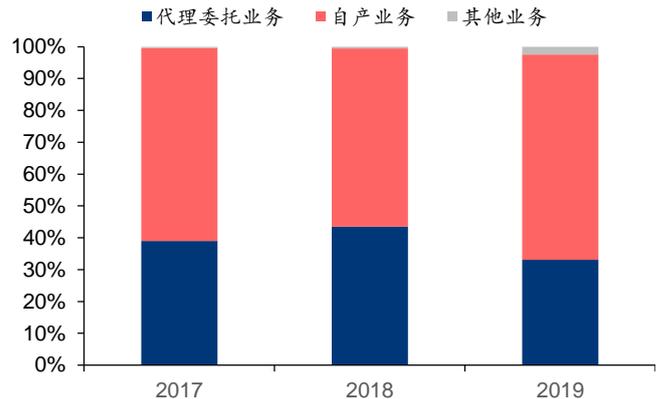
公司主营电子元器件及新材料业务，且分为自产和代理两部分，自产业务比重逐年上升，且贡献过半毛利。自产业务主要产品包括多层陶瓷电容器、多芯组陶瓷电容器、钽电容器及超级电容等，2018年公司通过收购广州天极60%股权切入微波元器件市场，主要应用于军工领域；代理业务是通过买断式代理的方式销售AVX、KEMET和太阳诱电等品牌的铝电解电容器、金属膜电容器、钽电容器和大容量陶瓷电容器等多种电子元器件。2018-2019年，公司自研产品销售收入占总收入比重由27.92%提升至30.60%，自产业务实现高速增长。同时，自产业务占总毛利的比重由55.92%提升至64.48%，为公司贡献过半毛利。

图表88：营业收入结构变化



资料来源：Wind，华泰研究

图表89：毛利结构变化



资料来源：Wind，华泰研究

在行业高景气的背景下，公司业绩高速增长。公司2018/2019年营业收入分别为20.24/25.69亿元，同比增长7.2%、26.9%；归母净利润分别为3.33/3.81亿元，同比增长40.7%/14.5%。2019年归母净利润增速下降且低于营收增速的主要原因是，占比较高的代理业务受市场行情影响，价格下调导致毛利率下降。2020年前三季度营收为24.74亿元，同比增长43.3%；归母净利润为4.25亿元，同比增长46.3%。其中自产元器件收入同比增长33.58%，主要来源于军用电子信息化需求增加以及国产替代订单持续增长。贸易业务收入同比增长47.56%，主要系下游手机通讯、安防、医疗和新能源汽车等行业需求量增加，同时公司新增品牌，拓展新的客户群体，驱动贸易业务的业绩增长。

图表90：火炬电子营收及增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

图表91：火炬电子归母净利润及增速情况



资料来源：Wind，华泰研究

首次覆盖给予“买入”评级，目标价 66.50 元

核心假设：

自产元器件业务：公司自产元器件业务 2018/2019 年分别实现营业收入 5.4/7.5 亿元，同比增长 31.5%/38.3%，2020 年前三季度实现收入 7.44 亿元，同比增长 33.58%。根据中商产业研究院预测，2022 年我国钽电容器行业市场规模将会到达 74.1 亿元。同时据中国产业信息网预测，2024 年我国 MLCC 市场规模将达到 894.7 亿元，我们认为，随着军用电子装备向小型化、集成化、智能化等方向发展，对 MLCC 陶瓷电容、钽电容等的需求会持续增长，公司作为国内军用电容主要供应商有望长期受益于这一趋势。我们预计 20-22 年公司该业务实现收入 10.5/14.4/19.9 亿元，同比增长 40%/38%/38%。

自产新材料业务：公司新材料业务前期市场培育逐步见效，2018/2019 年分别实现营业收入 0.26/0.44 亿元，同比增长 296.3%/70.6%。募集资金投资项目“CASAS-300 特种陶瓷材料产业化项目”原计划于 2020 年 9 月全部建成投产，但因疫情因素部分设备推迟到 11 月交付，故项目推迟到 2021 年 3 月。截至 2020 年 9 月，三条生产线已经建设完成并投产，另外三条生产线部分工序已经完成。2020 年 12 月公司披露因疫情因素推迟到 2020 年 11 月交付的特种陶瓷加工设备已经完成交付，在安装调试阶段。公司特种陶瓷材料是高性能特种陶瓷材料，具有替代高温合金在发动机等高温部件上应用的潜力，目前我国共有歼-20 系列战机 19 架，据前瞻产业研究院预测，随着我国空军向战略空军转型，未来十年该系列战机增量将达 800 架，由此预测 2021-2030 年歼-20 系列战机 CAGR 为 45.7%。随着下游应用需求增长，产线陆续投产，公司有望迎来新材料业绩的大幅提升。我们预计 20-22 年该业务营收将继续保持高速增长，同比增速 72%/74%/70%，实现收入 0.75/1.31/2.23 亿元。

代理业务：公司代理业务以上海紫华光作为重要平台，持续引入新产品线，丰富产品品类，并且通过持续开拓适用市场需求新的代理产品线和产品资源，不断开发新客户，同时在老客户中寻找新的交易机会，保证代理业务的整体稳定发展。公司 2018/2019 年该业务分别实现营业收入 14.2/17.4 亿元，同比增长-3.2%/22.6%。2020 年前三季度，公司代理业务延续了上半年快速增长的趋势，受益于下游需求旺盛以及代理品类逐渐丰富，前三季度共取得营业收入 16.74 亿元，同比增长 47.56%。据中国产业信息网预测，2024 年我国 MLCC 市场规模将达到 894.7 亿元，2020-2024 年 MLCC 市场规模 CAGR 达到 7.0%。我们认为，在电子元器件产业稳步增长的背景下，公司代理业务也将同样受益。我们预计 20-22 年该业务实现收入 25.8/33.5/43.6 亿元，同比增长 48%/30%/30%。

毛利率：2017/2018/2019 年公司自产元器件业务毛利率分别为 71.1%/70.8%/67.5%，19 年自产元器件业务综合毛利率有所降低，我们判断一方面是由于“原材料、人工成本、制造费用”等成本增加，另一方面公司新品处于推广期或降低毛利率提高竞争优势，长期看自产业务毛利率将有所下降，我们预计 2020/2021/2022 年的毛利率分别为 65%/63%/61%。自产新材料业务方面，2017/2018/2019 年毛利率为 29.2%/60.7%/72.8%，我们预计毛利率随新产品批量生产成本下降而略有提升，2020/2021/2022 年毛利率为 73.5%/74.0%/74.5%。代理业务方面，2017/2018/2019 年毛利率分别为 12.9%/21.8%/15.6%，受 MLCC 涨价等影响，2020 年毛利率维持高位，随着未来电容器市场供需趋于平衡，毛利率将有所下滑，预计代理委托业务 2020/2021/2022 年毛利率为 15.0%/14.5%/14%。

费用率：公司 2019 年研发投入达 0.56 亿元，较 2018 年同期增加 55.1%，2020 年前三季度研发费用为 0.40 亿元，我们认为随着自产新产品的研发以及原有产品型号的升级，未来研发费用率将稳步增长，2020/2021/2022 年研发费用率分别为 2.4%/2.6%/2.8%。公司 2018/2019 年销售费用率为 5.3%/5.1%，2020 年前三季度费用率为 2.7%，费用率大幅降低主要系受疫情影响导致销售机构经费支出减少，我们预计 2020 年销售费用率有所降低，后逐渐回归常态，2020/2021/2022 年费用率为 3.0%/4.0%/4.5%。近年来公司管理费用率呈下降趋势，2018/2019 年管理费用率为 5.8%/5.5%，2020 年前三季度管理费用率为 3.6%，随着业务进一步整合，我们预计未来费用控制能力将进一步提高，2020/2021/2022 年管理费用率分别为 4.5%/4.4%/4.3%。

我们预计 2020-22 年公司实现营业收入 37.5/50.0/66.8 亿元，同比增速为 46.0%/33.3%/33.6%，对应归母净利润 6.0/7.3/9.2 亿元，对应 EPS 为 1.31/1.58/2.00 元，对应 PE 为 43/35/28x。

图表92： 公司盈利预测核心假设（百万元）

	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
自产元器件-营业收入	410.3	539.7	746.4	1,045	1,442	1,990
YoY(%)		31.5%	38.3%	40.0%	38.0%	38.0%
自产元器件-毛利润	291.8	381.9	504.1	679.2	908.5	1213.9
自产元器件-毛利率	71.1%	70.8%	67.5%	65.0%	63.0%	61.0%
占公司收入比例 (%)	21.7%	26.7%	29.0%	27.8%	28.8%	29.8%
自产新材料-营业收入	6.5	25.7	43.8	75.4	131.1	222.9
YoY(%)		296.3%	70.6%	72.0%	74.0%	70.0%
自产新材料-毛利润	1.9	15.6	31.9	55.4	97.0	166.1
自产新材料-毛利率	29.2%	60.7%	72.8%	73.5%	74.0%	74.5%
占公司收入比例 (%)	0.3%	1.3%	1.7%	2.0%	2.6%	3.3%
代理业务-营业收入	1,467.2	1,420.8	1,741.7	2,577.7	3,351.0	4,356.3
YoY(%)		-3.2%	22.6%	48.0%	30.0%	30.0%
代理业务-毛利润	189.3	309.3	272.5	386.7	485.9	609.9
代理业务-毛利率	12.9%	21.8%	15.6%	15.0%	14.5%	14.0%
占公司收入比例 (%)	77.7%	70.2%	67.8%	68.7%	67.0%	65.2%
其他业务-营业收入	4.1	38.1	37.5	54.4	78.9	114.4
YoY(%)		820.8%	-1.6%	45.0%	45.0%	45.0%
其他业务-毛利润	2.3	3.3	16.7	28.8	41.8	60.6
其他业务-毛利率	54.8%	8.6%	44.6%	53.0%	53.0%	53.0%
占公司收入比例 (%)	0.2%	1.9%	1.5%	1.4%	1.6%	1.7%
营业收入	1,888	2,024	2,569	3,752	5,003	6,684
YoY(%)		7.2%	26.9%	46.0%	33.3%	33.6%
整体毛利率	25.7%	35.1%	32.1%	30.6%	30.6%	30.7%
销售费用率	3.9%	5.3%	5.1%	3.0%	4.0%	4.5%
管理费用率	7.0%	5.8%	5.5%	4.5%	4.4%	4.3%
研发费用率	1.9%	1.8%	2.2%	2.4%	2.6%	2.8%
财务费用率	0.6%	1.4%	1.0%	0.5%	0.6%	0.6%
净利润	228.5	335.7	386.7	607.9	737.4	930.0
少数股东损益	(8.2)	2.6	5.3	7.7	9.4	11.8
少数股东损益占比 %	-3.6%	0.8%	1.4%	1.3%	1.3%	1.3%
归属母公司所有者净利润	236.8	333.2	381.4	600.2	728.1	918.3

资料来源：Wind，华泰研究预测

采用 PE 法可比估值进行目标价预测。公司主营电子元器件，类似对标公司为鸿远电子、宏达电子、振华科技。据 Wind 一致预期，可比公司 2021 预测 PE 均值 37x。受军工电子信息化浪潮推进，以及 5G、汽车电子等民用领域需求旺盛，MLCC 行业预计未来 5 年将保持高速增长，而陶瓷新材料在航空、电力电子等领域迎来新机遇。据 Wind 一致预期，可比公司 2021 预测 PE 均值 37x，公司自产业务中电容器、新材料板块通过投建项目扩大产能、提升效率，外加代理销售业务收入业绩保持稳定，电容器业务持续向好，CASAS-300 项目建成后新材料业务产出量有保证，我们预计公司未来业绩有望保持快速增长，因此我们给予公司 2021 年 42 倍的 PE 估值水平，目标价为 66.50 元，首次覆盖给予“买入”评级。

图表93： 公司可比公司估值表（2021/3/23）

公司名称	股票代码	股价（元/股）		市值(mn)			市盈率(x)			市净率(x)			ROE(%)		
		2021/3/23	2021/3/23	20E	21E	22E	20E	21E	22E	20E	21E	22E			
鸿远电子	603267 CH	125.67	29,090	64	43	31	11.4	9.0	6.9	18%	21%	23%			
宏达电子	300726 CH	63.76	25,510	54	38	28	11.8	9.3	7.2	22%	25%	27%			
振华科技	000733 CH	52.30	26,924	52	32	24	4.6	3.9	3.4	9%	13%	15%			
平均值			27,175	57	37	27	9.3	7.4	5.8	16%	20%	22%			
火炬电子	603678 CH	55.87	25,692	43	35	28	6.9	5.8	4.8	18%	18%	19%			

注：除火炬电子外，盈利预测均来自 Wind 一致预期

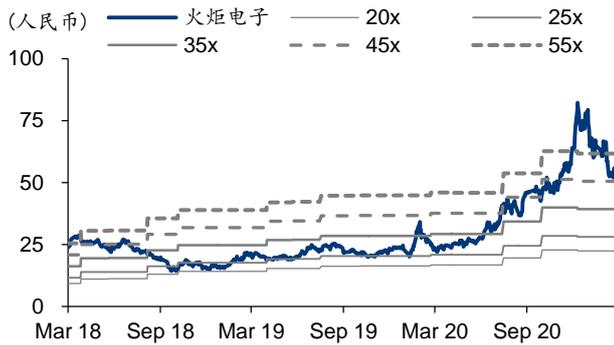
资料来源：Wind 一致预期，华泰研究预测

风险提示

下游市场需求变动风险。目前，公司主营营业收入主要来源于以电容器为主的生产和销售业务。电容器市场需求规模及变动，与下游各产业领域的市场规模及变动具有一定的相关性。如果下游市场需求规模及其增长速度出现不利调整，公司以电容器为主的电子元器件业务收入将受到一定程度的影响。

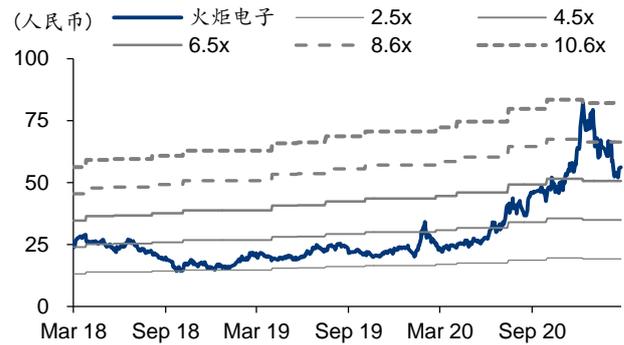
市场竞争风险。大部分国际知名电容器生产企业已形成技术、规模优势，占据电容器市场较大的份额，国内的电容器生产企业规模、技术、产品结构与国际知名电容器生产企业仍然存在一定的差距。如果国内电容器生产企业不能通过加大资金投入，持续完善产品结构来积极应对新型市场需求，则在与国际知名企业的竞争中将处于不利地位。

图表94： 火炬电子 PE-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

图表95： 火炬电子 PB-Bands



资料来源：Wind、华泰研究

盈利预测

资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	2,454	2,890	4,087	4,741	5,694
现金	217.92	441.68	699.38	428.06	182.87
应收账款	842.09	1,190	1,635	2,042	2,545
其他应收账款	42.76	61.74	90.17	120.22	160.60
预付账款	5.28	11.35	16.94	22.58	30.15
存货	564.84	707.69	1,023	1,351	1,791
其他流动资产	781.27	477.48	623.07	776.97	983.78
非流动资产	1,302	1,527	1,890	2,290	2,712
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	629.63	670.76	872.94	1,104	1,372
无形资产	153.04	144.15	157.06	176.43	182.67
其他非流动资产	518.93	711.60	860.21	1,009	1,157
资产总计	3,756	4,417	5,977	7,031	8,406
流动负债	831.71	1,077	1,430	1,746	2,191
短期借款	400.95	318.27	326.31	348.51	331.03
应付账款	347.54	600.82	896.44	1,195	1,596
其他流动负债	83.22	158.38	207.41	202.65	264.19
非流动负债	94.74	158.21	758.21	758.21	758.21
长期借款	81.82	140.51	140.51	140.51	140.51
其他非流动负债	12.92	17.70	617.70	617.70	617.70
负债合计	926.45	1,236	2,188	2,505	2,949
少数股东权益	50.89	67.99	75.70	85.05	96.85
股本	452.67	452.67	459.85	459.85	459.85
资本公积	1,105	1,107	1,107	1,107	1,107
留存公积	1,242	1,580	2,147	2,875	3,793
归属母公司股东权益	2,778	3,113	3,713	4,441	5,359
负债和股东权益	3,756	4,417	5,977	7,031	8,406

现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
经营活动现金	132.89	232.14	174.93	247.33	373.64
净利润	333.18	381.44	600.18	728.06	918.25
折旧摊销	73.39	85.30	98.12	122.51	151.09
财务费用	28.95	26.22	19.93	28.70	40.01
投资损失	(22.57)	(6.75)	(14.08)	(9.83)	(11.95)
营运资金变动	(310.89)	(302.53)	(498.70)	(631.47)	(735.56)
其他经营现金	30.84	48.47	(30.53)	9.35	11.80
投资活动现金	(177.15)	68.03	(447.73)	(512.15)	(561.34)
资本支出	340.61	349.75	450.74	510.91	562.23
长期投资	(175.48)	(409.05)	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	12.02	(8.73)	(3.01)	1.24	(0.88)
筹资活动现金	(25.20)	(65.55)	530.50	(6.50)	(57.49)
短期借款	141.23	(82.68)	8.04	22.20	(17.48)
长期借款	36.25	58.69	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	7.19	0.00	0.00
资本公积增加	10.86	1.36	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(213.54)	(42.92)	515.28	(28.70)	(40.01)
现金净增加额	(69.46)	234.62	257.70	(271.32)	(245.19)

资料来源:公司公告、华泰研究预测

利润表

会计年度 (人民币百万)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	2,024	2,569	3,752	5,003	6,684
营业成本	1,314	1,744	2,602	3,470	4,633
营业税金及附加	13.92	15.55	22.71	30.28	53.81
营业费用	107.61	131.28	112.57	200.12	300.76
管理费用	116.64	141.03	168.86	220.13	287.39
财务费用	28.95	26.22	19.93	28.70	40.01
资产减值损失	(24.20)	(6.85)	(28.10)	(36.87)	(39.04)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.57	5.58	14.08	9.83	11.95
营业利润	417.89	469.92	738.45	895.73	1,130
营业外收入	0.08	0.01	0.01	0.02	0.02
营业外支出	0.88	0.40	0.42	0.44	0.46
利润总额	417.09	469.53	738.05	895.31	1,129
所得税	81.35	82.80	130.16	157.89	199.14
净利润	335.74	386.73	607.89	737.41	930.05
少数股东损益	2.56	5.29	7.71	9.35	11.80
归属母公司净利润	333.18	381.44	600.18	728.06	918.25
EBITDA	502.52	557.82	845.80	1,067	1,365
EPS (人民币, 基本)	0.72	0.83	1.31	1.58	2.00

主要财务比率

会计年度 (%)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	7.21	26.92	46.04	33.33	33.59
营业利润	47.63	12.45	57.15	21.30	26.11
归属母公司净利润	40.71	14.49	57.35	21.31	26.12
获利能力 (%)					
毛利率	35.07	32.12	30.65	30.65	30.68
净利率	16.46	14.85	15.99	14.55	13.74
ROE	12.57	12.95	17.59	17.86	18.74
ROIC	12.49	12.66	18.54	19.53	19.80
偿债能力					
资产负债率 (%)	24.67	27.98	36.61	35.62	35.09
净负债比率 (%)	54.65	41.79	21.33	19.52	15.99
流动比率	2.95	2.68	2.86	2.71	2.60
流动比率	2.27	2.03	2.14	1.94	1.78
营运能力					
总资产周转率	0.57	0.63	0.72	0.77	0.87
应收账款周转率	2.51	2.53	2.66	2.72	2.91
应付账款周转率	3.68	3.68	3.48	3.32	3.32
每股指标 (人民币)					
每股收益(最新摊薄)	0.72	0.83	1.31	1.58	2.00
每股经营现金流(最新摊薄)	0.29	0.50	0.38	0.54	0.81
每股净资产(最新摊薄)	6.04	6.77	8.07	9.66	11.65
估值比率					
PE (倍)	77.11	67.36	42.81	35.29	27.98
PB (倍)	9.25	8.25	6.92	5.78	4.79
EV EBITDA (倍)	51.62	46.50	30.67	24.31	19.01