

风华高科(000636)

深度报告

行业公司研究
— 元件行业 —

风华高科：被动元件国产化先锋！

——风华高科深度报告

✍️：蒋高振 执业证书编号：S1230520050002
☎️：021-80106844
✉️：jianggaozhen@stocke.com.cn

报告导读

被动元件国产化进入确定性加速期，公司作为中国 MLCC 本土龙头企业，随定增募投项目落地，公司产品+产能同步扩张升级，产能端——MLCC+电阻同步倍增扩产，2022 年有望至 600 亿只/月；产品端——由家电/消费→小尺寸/高容车规等，21H2~2022 年射频 MLCC 及车规产品有望逐步量产；公司有望于 21H2~2022 年迎来戴维斯双击行情。

投资要点

□ 被动元件国产化加速期，公司有望成为最具经营弹性容阻厂商之一

以 MLCC 为例，全球被动元件 300 亿美金市场规模→其中 70%左右为电容→40~50%为陶瓷电容→90%+为 MLCC，受制于产品规格及产能限制，本土厂商此前在全球份额占比基本维持 2%左右；受益终端客户大力扶持及本土厂商新增产能逐步落地，被动元件国产化进入确定性加速期；基于全球市场成长驱动力（5G、汽车电子等）及当前本土厂商产品规格升级趋势，我们认为以 MLCC 及电阻为核心主业的风华高科有望拾级而上，中远期对标海外被动元件龙头厂商！

□ 产品升级>产能扩张>价格因素，品类拓展+大幅扩产推动业绩估值双升

以 2021 年为起点，我们认为本轮中国 MLCC 企业成长逻辑的重心，在于从传统家电/消费类产品→手机小尺寸（射频/电源 MLCC 等）、高容车规等品类的持续拓张，传统品类价格跟随下游需求端的周期性波动已非核心要素。产业跟踪来看，随公司祥和工业园一期产能落地，于 21Q3 开始进入业绩环比中长期成长阶段；公司手机小尺寸、高容车规 MLCC 等品类有望于 21H2~2023 年逐步放量，带动中国 MLCC 产业在全球供应链地位稳步提升！

□ 盈利预测及估值

我们预计公司 2021-2023 年实现归母净利润为 11.5、16.5、23.0 亿元，对应 EPS 分别为 1.29、1.84、2.57 元。对应 2021-2023 年 PE 分别为 29/20/15 倍，调高至“买入”评级，给予 2022 年 36 倍 PE，目标市值 600 亿元。

□ 主要风险

产能扩产进度不及预期；手机/车规新品拓展不及预期。

财务摘要

(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
主营收入	4331.98	6479.77	9595.75	13206.54
(+/-)	31.54%	49.58%	48.09%	37.63%
净利润	358.71	1151.19	1648.52	2301.47
(+/-)	-27.16%	220.93%	43.20%	39.61%
每股收益(元)	0.40	1.29	1.84	2.57
P/E	93.61	29.17	20.37	14.59

评级

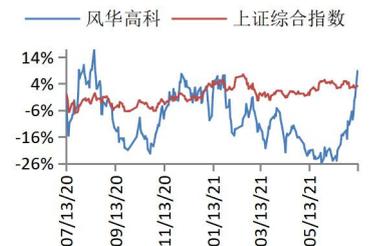
买入

上次评级 增持
当前价格 ¥37.51

单季度业绩

元/股

1Q/2021	0.21
4Q/2020	0.02
3Q/2020	0.11
2Q/2020	0.15



公司简介

相关报告

1 《风华高科：重申一份中报背后的产业逻辑》2020.08.28

报告撰写人：蒋高振

联系人：赵洪

证券研究报告

正文目录

1. 被动元件国产化加速，公司有望成为最具弹性厂商	4
1.1 被动元件老牌企业，“瘦身强体”重拾升势	4
1.2 被动元器件国内替代空间较大，风华尚处追赶阶段	5
1.3 国产替代势在必行，收入规模有望再上台阶	7
2. 产品升级>产能扩张>价格因素，汽车电子+5G 升级驱动行业景气上行	8
2.1 汽车电子高景气，2025 年单车电子元件用量有望翻番	8
2.2 5G 催生高 Q 值及小型化元器件需求	9
3. 盈利预测与投资意见	10
3.1 盈利预测	10
3.2 估值分析	11
3.3 投资建议	12
4. 风险提示	12

图表目录

图 1: 2001-2021 年风华高科收入（亿元）及 YoY	4
图 2: 2019-2020 年公司收入结构（2020-外圈）	4
图 3: 2019-2020 年公司容阻感出货量占比（2020-外圈）	4
图 4: 2011-2020 年风华高科归母净利润（亿元）及利润率水平	5
图 5: 2017-2020 年国内电容、电阻进出口金额（亿元）	6
图 6: 2016-2020 国内被动元件公司收入（亿元）对比	6
图 7: 2016-2020 年国内被动元件公司收入（亿元）综合毛利率	6
图 8: 2016-2020 同行业公司电容收入（亿美元）对比	7
图 9: 2016-2020 年同行业公司综合毛利率	7
图 10: 2020 年公司产能结构	7
图 11: 公司 2021 年定增对于扩产项目预期收入	7
图 12: 2020 年电容行业各公司产能及扩差情况（亿只/月）及日本电容月平均生产量	8
图 13: 2018-2020 年 TDK 收入（按领域，亿日元）及 YoY	8
图 14: 2018-2020 年 Murata 收入（按领域，亿日元）及 YoY	8
图 15: 不同产品 MLCC 用量	9
图 16: 2021Q1 各公司被动元件价格趋势及交货周期（天）	9
图 17: 2016-2021 年日本电容元件月度产值（亿日元）及 YoY	10
图 18: 2015 年-2021 年被动元件平均交付时间情况（天）	10
表 1: 风华高科汽车电子业务	9
表 2: 分业务预测表	11
表 3: 风华高科估值	11

表附录：三大报表预测值..... 13

1. 被动元件国产化加速，公司有望成为最具弹性厂商

1.1 被动元件老牌企业，“瘦身强体”重拾升势

公司技术与历史背景深厚，电容、电阻产能国内第一。广东风华高新科技股份有限公司成立于1984年，是一家专业从事高端新型元器件、电子材料、电子专用设备等信息基础产品的高新技术企业，1996年登陆深交所。目前产业布局主要集中于MLCC（片式电容）、片式电阻、FPC线路板等八大主要产品。公司具有完整与成熟的产品链，具备为消费电子、通讯、计算机、汽车电子、照明机器、智能终端等电子整机整合配套供货的大规模生产能力。

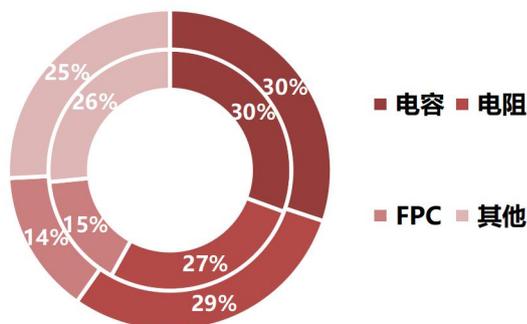
图1：2001-2021年风华高科收入（亿元）及YoY



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

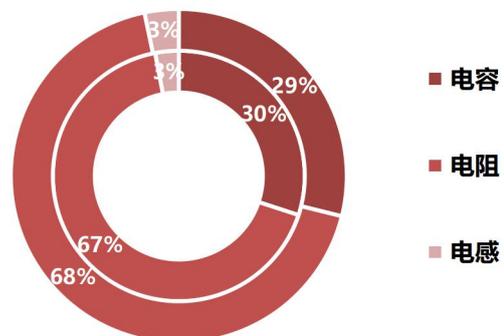
内生外延共同构筑成长轨迹：2016年，公司完成对奈电科技（主营：FPC产品制造）的收购，整体收入规模增加5-7亿元，增加15%-25%。2017年月产100万片电阻项目、月产14亿只0201MLCC扩产项目、10亿只叠层电感项目等进展顺利，2018年产能新增30%+，整体收入规模有相应的增加；2018年月产56亿只MLCC技改扩产项目开始建设，于2020年正式达产后，整体收入规模进一步增长。

图2：2019-2020年公司收入结构（2020-外圈）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图3：2019-2020年公司容阻感出货量占比（2020-外圈）



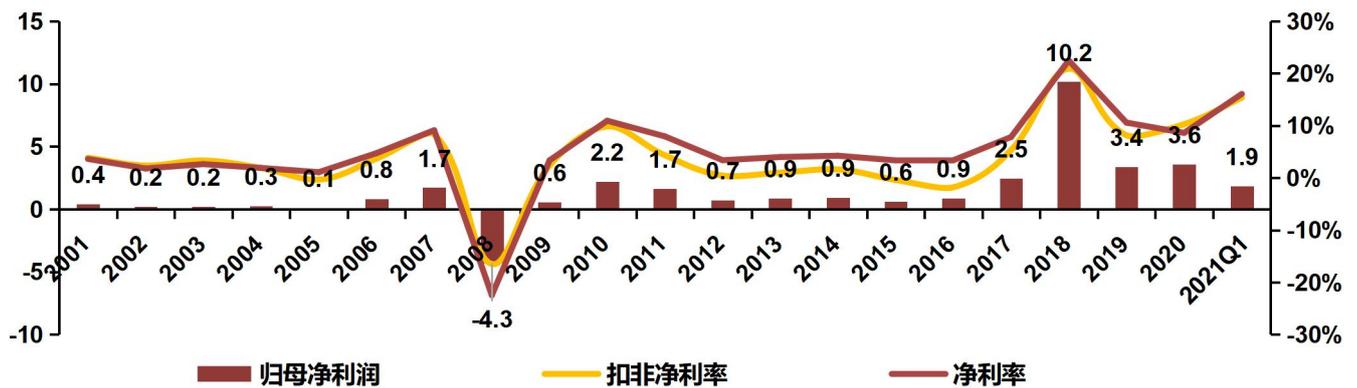
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

MLCC、电容与FPC构成三大主要业务。从收入结构上看，公司电容、电阻与FPC业务占比分别在30%/30%/15%，剩余25%左右为其它业务。从出货量来看，电阻占比达到70%、

电容占比约为 30%，电感占比较少，仅为 3%左右。

近近年利润率表现波动较大，主要系库存周期+行业突发事件的影响：MLCC 被称为“电子工业大米”，本身具有一定的周期性，但其周期性的来源一方面和库存周期有关，譬如 2020 年全球新冠疫情爆发后，行业整体进入到补库存阶段，但这种周期性有时也受到突发性事件的扰动，如 2017 年，日韩厂商转产高端车用产品，导致全球中低端 MLCC 供需失衡，下游厂商与渠道商纷纷囤货，致使价格水涨船高，公司 2018 年利润率也达到 20% 的水平；2019 年中美贸易摩擦背景下，国内 OEM 厂商对于供应链的安全更为重视，进一步刺激了 MLCC 的国产替代进程。

图 4：2011-2020 年风华高科归母净利润（亿元）及利润率水平



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

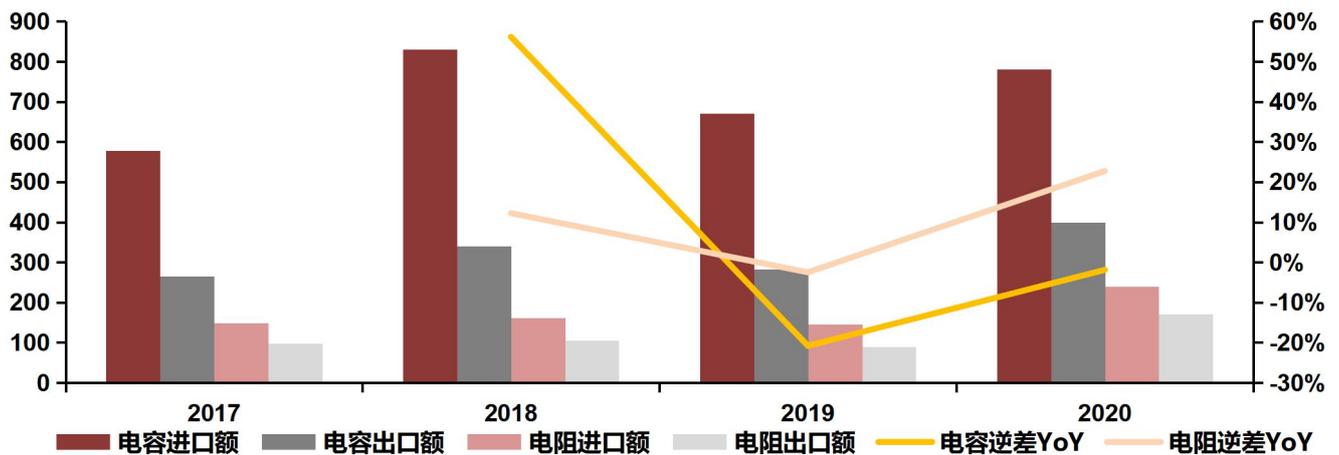
2016 年实施“瘦身强体”策略，费用率压减利润持续释放：自 2016 年 9 月王金全先生入职担任公司总裁以来，主持了一系列改革，成效明显，尤其是“瘦身强体”聚焦主业战略：2017 年压缩管理链条，完成 9 家控股、参股公司停业退出，实施职能部门整合改革，人员编制缩减达 35%，2017 年管理费用率下降至 11%（同比-3.58%），此后基本保持在 10%左右水平（加回研发费用）。提出 2018 年来看，公司净利润水平相比 2016 年之前有着较为明显的提升。

定增项目已受理，奠定公司长期稳健发展：2021 年 1 月公司发非公开发行预案，募集不超过 50 亿元，7 月 5 日公告已经获证监会受理。本次定增募集资金净额全部投向以下项目：祥和工业园月产 450 亿只高端电容基地项目（投资总额 75.1 亿元，拟投入募集资金金额 40 亿元）；新增月产 280 亿只片式电阻器技改扩产项目（投资总额 10.1 亿元，拟投入募集资金金额 10 亿元）。祥和工业园项目的持续的产能释放有望为未来公司收入奠定稳健的中长期成长基调。

1.2 被动元器件国内替代空间较大，风华尚处追赶阶段

被动元器件国产替代空间巨大：2020 年电容和电阻贸易逆差超过 449 亿元，自给率较低。2020 年被动元件进口中电容为主要元件，进口额达 781 亿元，出口额仅为 400 亿元，贸易逆差达到 381 亿元，同比检索 2%；电阻进口额达 240 亿，出口额 172 亿，贸易逆差同比增加 23%。电容产品主要为铝电解电容、钽电解电容、薄膜电容、陶瓷电容四大类，这四类占了电容市场 90%左右的份额，这其中又属陶瓷电容占比最大——目前，陶瓷电容（MLCC）市场被日韩垄断，国内自给率不足 20%，MLCC 存在国产替代空间。

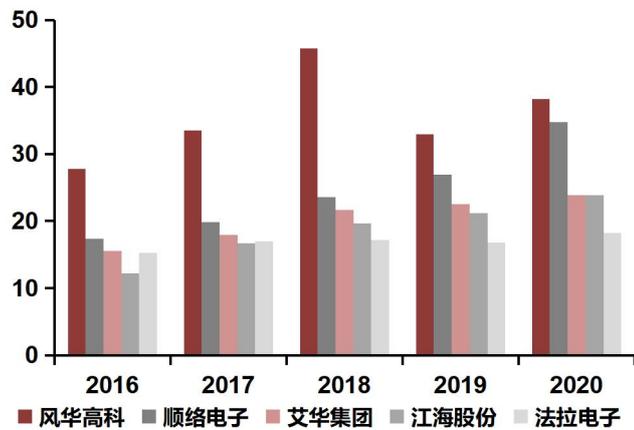
图 5：2017-2020 年国内电容、电阻进出口金额（亿元）



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

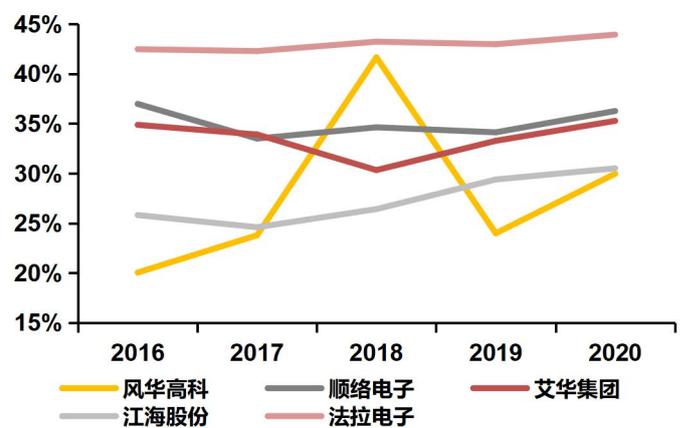
国内被动元件领域收入规模均在 40 亿元左右，仍有较大成长空间。被动元件行业集中度较高，国内厂商主要聚焦在海外龙头放弃的常规产品市场（ASP 较低，竞争环境差），国内厂商成长空间巨大。从收入端看，国内的被动元器件公司收入基本在十亿级，无论在收入端还是利润端和一线厂商都有较大的成长空间。

图 6：2016-2020 国内被动元件公司收入（亿元）对比



资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

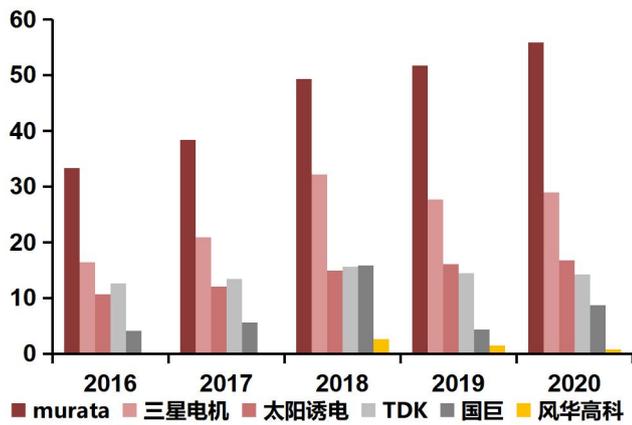
图 7：2016-2020 年国内被动元件公司收入（亿元）综合毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

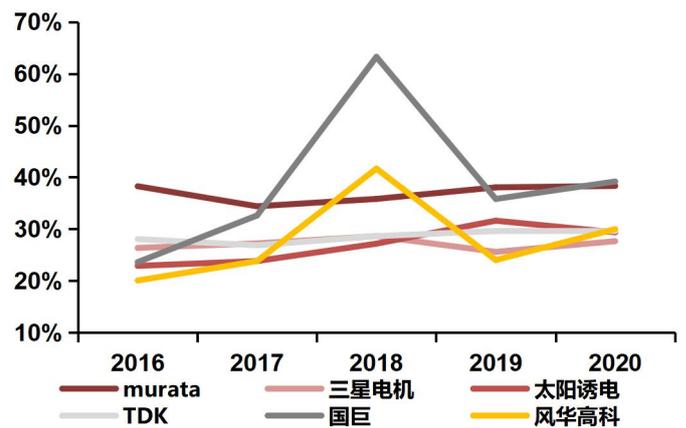
全球来看，公司和全球一线被动元器件龙头收入规模尚有差距。对比日系、台系厂商，风华收入规模与海外巨头差距较大，全球市占率不超过 1%，但随着 2018 年以来，日系厂商逐步退出常规电容、电阻产能，大陆和台系厂商加速扩产，目前台湾国巨出货量基本与 Murata（村田）、SEMCO 处于同一层次，但销售额来看和村田 SEMCO 相差较多，主要系常规产品 ASP 较低，就风华而言，由于目前主要产能仍集中在常规产品，总体收入规模与国际一线龙头仍有不小差距。

图 8：2016-2020 同行业公司电容收入（亿美元）对比



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 9：2016-2020 年同行业公司综合毛利率



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

1.3 国产替代势在必行，收入规模有望再上台阶

产能持续扩张，国产替代势在必行：2017 年公司进入产能扩张期，相关项目包括：1) 月产 100 亿只片式电阻技改项目，已扩产完毕，达产后可贡献收入 3.4 亿元，净利润 0.5 亿元；2) 月产 14 亿只 MLCC 改造项目，已扩产完毕，新增 0.3 亿收入，0.05 亿利润；3) 月产 56 亿只 MLCC 技改扩产项目，20H1 进度 87%，达产后可贡献 3.2 亿收入，0.59 亿净利润。

2021 年 1 月，公司发布定增预案预计募集资金总额不超过人民币 50 亿元，扣除发行费用后，募集资金净额将全部投向前公告的祥和工业园高端电容基地建设项目（月产电容 450 亿只）及新增月产 280 亿只片式电阻器技改扩产项目。

- 祥和工业园月产 450 亿只电容项目，投资总额 75 亿元分三期实施，第一期 20.6 亿元，第二期 32.9 亿元，第三期 19.3 亿元，建设期 28 个月。项目达产后，新增营业收入约 49 亿元（2019 年 MLCC 业务营收 10 亿元），投资回收期约为 6 年。
- 月产 280 亿只片式电阻器技改扩产项目，预计 2023 年达产后可贡献收入 9.1 亿，贡献净利润 1.4 亿。

图 10：2020 年公司产能结构

项目	目前产能	拟扩建	扩建后总产能	预计达产时间
片式电阻	360	280	640	2023Q4
电容	190	450	640	2023Q4
电感	120			
FPC	2.3万平方米			
电子材料	275吨			

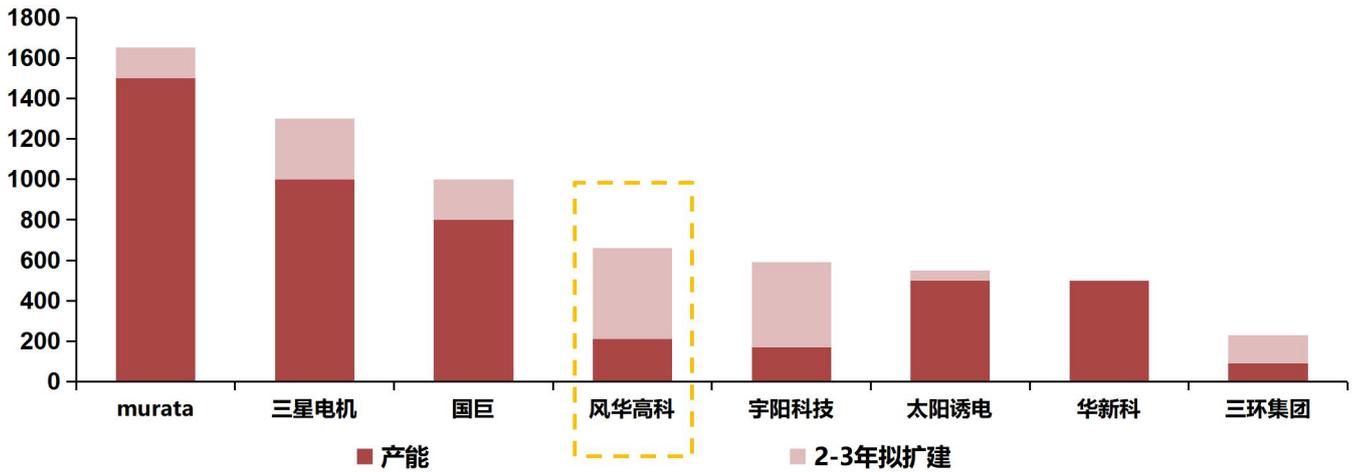
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 11：公司 2021 年定增对于扩产项目预期收入

项目	预期年收入	预期利润	细分产品	市场
月产 450 亿只电感项目	49 亿元	11 亿元	0201 及以下尺寸至少 300 亿只	5G、工控、汽车及高容领域
月产 280 亿只电阻项目	9.1 亿元	1.4 亿元		

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 12：2020 年电容行业各公司产能及扩差情况（亿只/月）及日本电容月平均生产量



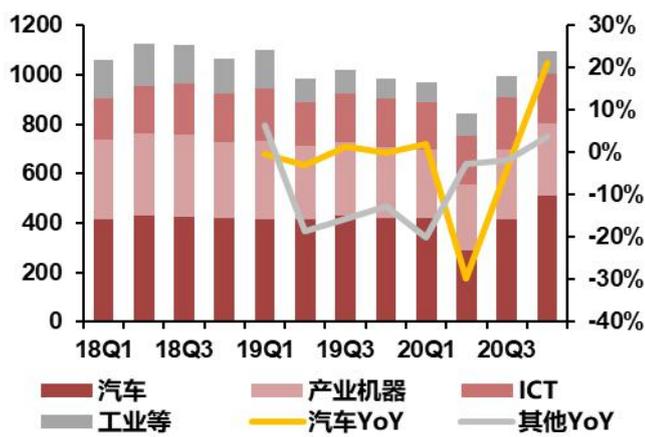
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

2. 产品升级 > 产能扩张 > 价格因素，汽车电子+5G 升级驱动行业景气上行

2.1 汽车电子高景气，2025 年单车电子元件用量有望翻番

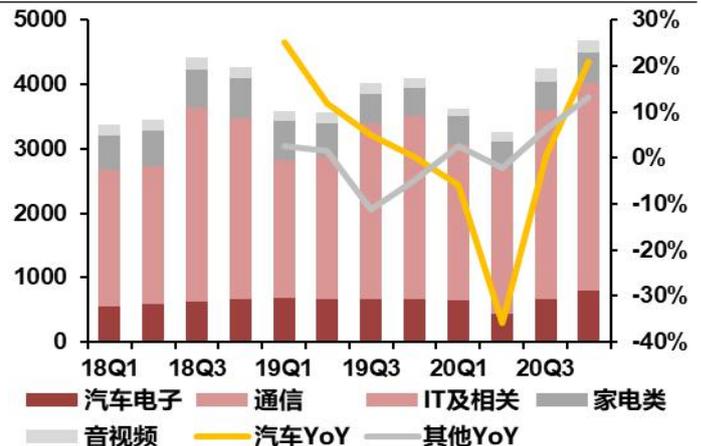
汽车走向智能化、电动化、网联化，带动单车的电子元件附加值提升。根据 IC Insights 统计，汽车电子占全球电子市场总额 9.1%，根据太阳诱电测算，2025 年车载娱乐系统、车身、安全系统和动力系统的单车电子元件用量相较于 2018 年预计将分别提升 1.6 倍、1.6 倍、1.8 倍和 1.7 倍，2021 年全球汽车电子终端将达到 1834 亿美元的规模。从 MLCC 龙头企业 2020 年 Q4 收入来看，TDK、Murata 汽车业务增速达到 20%-25% 水平，超其他领域收入增速 5%-10%。

图 13：2018-2020 年 TDK 收入（按领域，亿日元）及 YoY



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

图 14：2018-2020 年 Murata 收入（按领域，亿日元）及 YoY



资料来源：日本电子信息技术产业协会，浙商证券研究所

新能源车渗透率提升催生新增需求，预计新增市场空间在 80-100 亿美元。根据国内新能源车行动计划，新能源车出货渗透率将从 2020 年的 4.6% 提升至 2025 年的 20%，全球新能源车渗透率将从 2019 年的 2.5% 提升至 2025 年的 12%，根据单车用电容、电感、高频滤波器、DC-DC 滤波器等预测值 1.2-1.5 万颗，预计新能源车渗透率提升将催化汽车电子化节奏，

被动元件等用量将达到1.1-1.4万亿颗/年，整体市场规模接近80-100亿美元。

表 1：风华高科汽车电子业务

产品类型	应用领域	量产时间
车规厚膜片式固定电阻器	娱乐信息、动力、车身控制等系统	2018年3月
车规 MLCC	安全控制、车身控制、行驶系统	2018年3月
车规铝电解电容器	音箱、导航、照明、温度控制系统	2018年3月
车规功率电感	多媒体、无线连接、安全管理等	2018年3月
车规叠层电感	多媒体、无线连接、安全管理等	2018年3月
柔性端子 MLCC	汽车电子产品	2019年9月
车用氧化锌压敏电阻器	汽车马达、发动机控制系统以及汽车周围电子产品	2020年4月
汽车油量传感器用厚膜电路	点火器、气门、发动机调节器、雨刷器	2020年10月

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

风华高科汽车电子认证顺利，2019年小批量供货。2017H1公司MLCC、电感、铝电解电容完成AEC-Q200车规级认证，2018年片阻车规产品开始接单，2019年车规级薄膜片阻进入小批量供货阶段。公司目前片阻产能位列大陆厂商份额首位，我们看好未来公司产品扩充逐步到位以及产品技术的不断突破，实现市场地位不断提升。

2.2 5G 催生高 Q 值及小型化元器件需求

5G 基站及 5G 商用消费电子电容用量提升，技术上要求高 Q 值及元器件小尺寸。根据村田及产业信息网统计，5G 和高端手机电容用量超 4G 手机约 500 颗，主要是信号频段增加，射频、滤波器相应增加 30%-50%，需要过滤更多噪声；而 5G 基站电感用量将超 4G 基站增加 2-3 倍，主要是 5G 基站信道转为 64 信道，天线扇面增加。

图 15：不同产品 MLCC 用量

产品	预估数量 (颗)	备注
4G手机	1000	
5G手机	1400-1500	频段增加
4G基站	3500-4000	
5G基站	14000-15000	相比于4G信道转为64信道、三倍的 天线扇面
汽车	8000	根据村田年报

资料来源：村田、产业信息网，浙商证券研究所

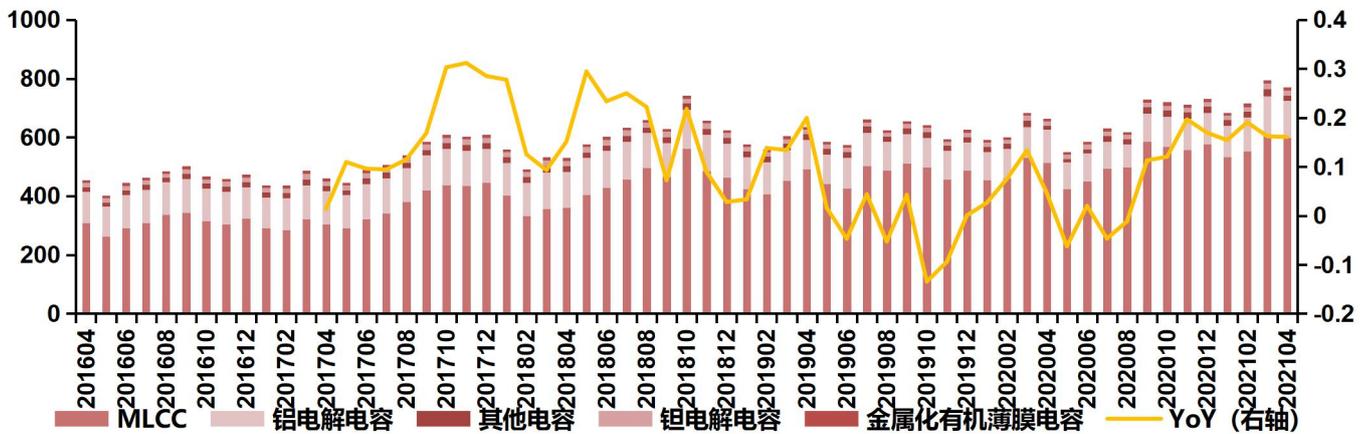
图 16：2021Q1 各公司被动元件价格趋势及交货周期 (天)

产品	公司	货期	货期趋势	价格趋势
电阻	国巨	22-24	—	—
	Vishay	10-18	—	—
	TDK	20-28	↑	↑
MLCC	Murata	20-24	↑	—
	国巨	20-24	↑	↑
	Vishay	18-20	↑	—
	AVX	20-24	↑	↑
其他陶瓷电容	Murata	20-24	—	—
	Vishay	12-16	—	—
薄膜电容	TDK	24-36	↑	—
	Murata	12-20	↑	↑
电感	TDK	14-30	—	↑

资料来源：FUTURE，浙商证券研究所

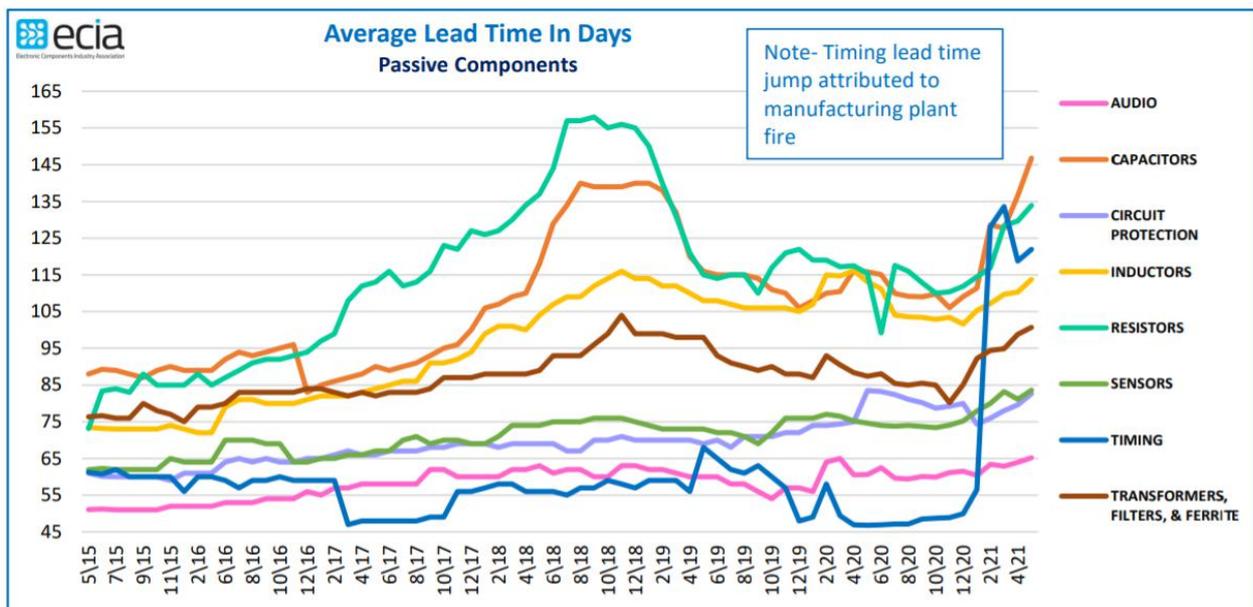
行业需求高景气，全球电容平均交货时间拉长。根据日本电感元件月度产量指引，2020年Q3开始，受益于5G商用及下游需求恢复，日本电容开始正增长，2020年以来整体保持20%-40%的同比增速。根据ECIA数据，2020年Q4以来，电容交付时间环比提升趋势，相比于2020年105-110天，目前再次进入平均145天以上的高位。

图 17：2016-2021 年日本电容元件月度产值（亿日元）及 YoY



资料来源：日本电子信息技术产业协会，浙商证券研究所

图 18：2015 年-2021 年被动元件平均交付时间情况（天）



资料来源：ECIA，浙商证券研究所

3. 盈利预测与投资意见

3.1 盈利预测

电阻业务：2020 年公司产品产销量保持 36%/40% 的增长，展望 2021H2，需求端，受益于下游 5G 通信、汽车需求恢复，行业需求旺盛，目前公司产线满负荷运转，市场订单饱满。供给端，日韩厂从中低端产品退出，同时疫情影响海外工厂开工，被动元件供给紧张。供需紧张，叠加大宗商品涨价带来的原材料价格上涨，被动元件价格上行。从各厂商的涨价情况看，国巨 21Q1 电阻价格上涨 20%-40%，订单饱和，交期拉长，华新科电阻涨价 10%-15%。2017 年以来，公司多次对 MLCC 和电阻进行扩产和技改升级，投资

10 亿的电阻技改扩产项目（产能 280 亿只/月）于 20 年 12 月完成立项，目前加速推进。我们预计 2022 电阻产能将爬坡至 550 亿只/月，同时片式电阻器 ASP 相对稳定，毛利率或将随着产能利用率的提升而得到提高。

电容业务：当前全球电容交货时间延长至 145 天以上，已经超过 2018 年巅峰时期，MLCC 等涨价幅度也接近 20%，其中三星电机 MLCC 涨价 10%-26%，华新科电容涨价。华强北电容、电阻也已涨价 25%-30%。公司前期 MLCC 技改扩产项目等产能持续释放，降本增效成果显著，有望持续受益于此轮景气周期。目前，扩产和技改项目中，投资 4.5 亿的片容技改扩产项目（产能 56 亿只/月）已顺利达产，产能逐步释放；投资 75 亿的高端电容项目（产能 450 亿只/月）预计产能爬满后可达 650 亿只/月。随着近期祥和工业园产线贯通我们，预计公司 MLCC 产能 2022 年将达到 530 亿只/月，同时毛利率或将随着产能利用率的提升而得到提高。

FPC 业务：公司引进战略投资者增资奈电科技，受益于通信、消费电子需求恢复，电路板需求开始景气。2020 年奈电科技毛利率受到开工不足影响，整体为-4%，预计 2021 年下游恢复带动整体利润率扭亏。从出货量来看，2020 年 FPC 出货面积 18 万平方米同比增长 10%+。

综上所述我们对各业务的盈利预测如下：

表 2：分业务预测表

		2020A	2021E	2022E	2023E
电容	收入(亿元)	12.8	24.0	44.4	74.8
	增速	29%	95%	85%	68%
	毛利率	45%	40%	42%	42%
电阻	收入(亿元)	12.6	19.4	27.8	32.8
	增速	42%	55%	43%	18%
	毛利率	36%	33%	34%	34%
FPC	收入(亿元)	6.1	6.9	7.4	7.8
	增速	23%	12%	7%	7%
	毛利率	-4%	0%	5%	15%

资料来源：公司财报、浙商证券研究所

3.2 估值分析

我们分别选取了上市公司中以被动元件，尤其是容阻感为主要业务的企业作为对比，PE 来自于 Wind 一致预期，得到如下结果：

表 3：风华高科估值

领域	公司	2020A	2021E	2022E	2023E
被动元件	顺络电子	45.18	37.76	29.24	23.19
	三环集团	48.21	39.53	29.88	23.37
	法拉电子	63.87	54.29	42.83	33.97
	风华高科	93.61	29.17	20.37	14.59

资料来源：Wind，浙商证券研究所

根据被动元件行业国内地位与顺络电子相当的风华高科、法拉电子、三环集团，可得 2022 年行业均值为 34X，考虑到公司在 MLCC 领域成长性突出，有望成为 MLCC 行业全球前五的公司，我们给予风华高科 2022 年 36X PE。

3.3 投资建议

我们预计公司 2021-2023 年实现营收 64.8, 96.0, 132.1 亿元, 实现归母净利润为 11.5、16.5、23.0 亿元, 对应 EPS 分别为 1.29、1.84、2.57 元。对应 2021-2023 年 PE 分别为 29/20/15 倍。被动元件国产化进入确定性加速期, 公司作为中国 MLCC 本土龙头企业, 随定增募投项目落地, 公司将迎来高成长机遇, 我们给予风华高科 2022 年 36 倍 PE, 目标市值 600 亿元。调高至“买入”评级,

4. 风险提示

- 1) **扩产节奏不及预期。**2021 年拟募集 75 亿元扩建高端电容、电阻项目, 目前产能饱满, 若扩产节奏不及预期未来增长速度将有所放缓。
- 2) **中低端市场竞争恶化。**被动元件属于标准品, 老产品 cost-down 节奏较快, 因此要不断能推出新产品且老产品出货量保持利润率, 假设中低端产品竞争剧烈将导致价格大幅下降, 降低公司利润率。
- 3) **汽车电子业务推进不顺利。**公司汽车电子已经开拓了厚层电阻、车用 MLCC、功率电感等产品, 随着 ADAS、新能源车渗透率提升, 若公司不能推出满足新市场技术要求的产品, 有望错过市场快速渗透节奏, 错过增长红利。

表附录：三大报表预测值

资产负债表					利润表				
单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E	单位: 百万元	2020	2021E	2022E	2023E
流动资产	3960	4989	7363	10470	营业收入	4332	6480	9596	13207
现金	2014	2222	3835	5888	营业成本	3048	4164	6074	8331
交易性金融资产	0	117	155	91	营业税金及附加	35	66	92	123
应收账款	947	1446	1831	2531	营业费用	61	124	181	229
其它应收款	13	19	27	39	管理费用	329	449	686	954
预付账款	15	20	30	41	研发费用	230	344	510	702
存货	508	746	1069	1449	财务费用	(37)	(14)	(32)	(56)
其他	463	419	415	432	资产减值损失	144	32	184	159
非流动资产	4819	4731	5003	5394	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0	89	30	39	投资净收益	49	49	49	49
长期投资	589	555	574	573	其他经营收益	125	82	90	99
固定资产	2395	2487	2581	2723	营业利润	696	1444	2039	2911
无形资产	242	272	319	388	营业外收支	(229)	(60)	(73)	(91)
在建工程	596	606	635	709	利润总额	467	1384	1966	2820
其他	996	722	865	962	所得税	94	188	254	430
资产总计	8779	9720	12367	15864	净利润	372	1195	1712	2390
流动负债	2214	2157	3051	4120	少数股东损益	14	44	63	88
短期借款	505	208	250	321	归属母公司净利润	359	1151	1649	2301
应付款项	1031	1327	2001	2739	EBITDA	790	1576	2155	3002
预收账款	0	32	43	41	EPS (最新摊薄)	0.40	1.29	1.84	2.57
其他	678	590	757	1018					
非流动负债	502	305	346	384	主要财务比率				
长期借款	0	0	0	0		2020	2021E	2022E	2023E
其他	502	305	346	384	成长能力				
负债合计	2717	2462	3397	4504	营业收入	31.54%	49.58%	48.09%	37.63%
少数股东权益	77	121	184	273	营业利润	27.35%	107.49%	41.21%	42.78%
归属母公司股东权益	5986	7137	8785	11087	归属母公司净利润	-27.16%	220.93%	43.20%	39.61%
负债和股东权益	8779	9720	12367	15864	获利能力				
					毛利率	29.65%	35.74%	36.70%	36.92%
					净利率	8.60%	18.45%	17.84%	18.10%
					ROE	6.13%	17.28%	20.32%	22.64%
					ROIC	5.47%	15.93%	18.39%	20.25%
					偿债能力				
					资产负债率	30.94%	25.33%	27.47%	28.39%
					净负债比率	18.60%	8.49%	7.35%	7.13%
					流动比率	1.79	2.31	2.41	2.54
					速动比率	1.56	1.97	2.06	2.19
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.70	0.87	0.94
					应收账款周转率	5.50	5.76	5.87	5.61
					应付账款周转率	3.64	3.92	4.10	3.92
					每股指标(元)				
					每股收益	0.40	1.29	1.84	2.57
					每股经营现金	0.74	1.15	2.07	2.61
					每股净资产	6.69	7.97	9.81	12.38
					估值比率				
					P/E	93.61	29.17	20.37	14.59
					P/B	5.61	4.71	3.82	3.03
					EV/EBITDA	36.71	20.09	13.99	9.44

资料来源：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。本公司的资产管理公司、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

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>