

还原炉业绩订单高增, 大尺寸硅片盈利可期

投资要点

- 业绩总结:** 公司2021年上半年实现营收12.49亿元, 同比+69.21%; 实现归母净利润1.02亿元, 同比+470.35%; 实现扣非归母净利润0.85亿元, 同比+552.78%, EPS 0.06元。其中Q2实现营收8.15亿元, 环比+87.83%; 实现归母净利润0.75亿元, 环比+173.78%。毛利率和净利率稳中有升, 2021H1毛利率为32.62%, 相比2020年+3.13pp; 净利率为8.68%, 相较2020年+2.13pp。半年报业绩偏此前业绩预告上限。
- “双碳”目标下, 公司节能节水系统订单业绩快速增加, 营收同比增长超100%。** 2021H1公司溴冷机(热泵)业务实现营收5.13亿元, 同比+159.5%; 换热器实现营收1.72亿元, 同比+115.4%; 空冷业务实现营收2.71亿元, 同比+191.9%。公司节能节水营收高增主要来自于: 1) 2020年受疫情影响, 部分订单推迟至2021年交付。2) “双碳”目标下减排需求高增, 节能节水订单迎来爆发式增长。
- 多晶硅行业扩产加速, 还原炉订单高增, 为利润最大来源, 且下半年还原炉业务营收有望持续增长。** 受益于下游硅料行业大幅扩产, 2021H1公司还原炉系统实现营收2.55亿元, 同比+197.15%; 净利润约0.61亿元, 占净利润总额比例约55.83%。2021年公司先后与大全、通威、新特、丽豪等硅料企业签订还原炉及相关设备订单, 估算年内交付的订单总额已超14亿元, 在手订单充足。根据合同履行期限, 公司还原炉订单大部分于下半年交付, 故H2还原炉业务将持续增长。另一方面, 合同负债来看, 至2021年6月末公司合同负债约10.16亿元, 相比于2020年末增长约100%, 进一步印证公司业绩确定性强。
- 包头一期硅片项目年末投产, 明年硅片出货放量, 为公司业绩新亮点。** 2021年3月公司宣布于包头建设首期20GW大尺寸拉棒切片项目, 6月首根硅棒成功出炉, 项目预计2023年完全达产。随着公司硅片项目产能持续投放, 在210硅片渗透率不断提高的趋势下, 公司硅片业务有望贡献良好的盈利能力。
- 盈利预测与投资建议。** 公司节能节水系统业务增长稳定, 还原炉业务将高速增长, 同时硅片项目将贡献新收益, 预计未来三年公司归母净利润复合增长率为72.34%。考虑到硅片产能将于明年释放, 给予公司2022年35倍PE估值, 对应目标价10.90元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 多晶硅行业扩产进度低于预期; 公司硅片产能投放进度、盈利能力低于预期。

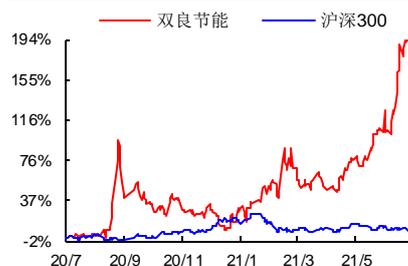
| 指标/年度 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 2071.56 | 3825.17 | 6949.97 | 9819.60 |
| 增长率 | -18.03% | 84.65% | 81.69% | 41.29% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 137.42 | 280.04 | 506.96 | 703.46 |
| 增长率 | -33.54% | 103.79% | 81.03% | 38.76% |
| 每股收益EPS(元) | 0.08 | 0.17 | 0.31 | 0.43 |
| 净资产收益率ROE | 6.13% | 11.39% | 7.34% | 19.99% |
| PE | 105 | 52 | 29 | 21 |
| PB | 6.58 | 5.90 | 4.98 | 4.13 |

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 韩晨
执业证号: S1250520100002
电话: 021-58351923
邮箱: hch@swsc.com.cn
联系人: 敖颖晨
电话: 021-58351917
邮箱: ayc@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

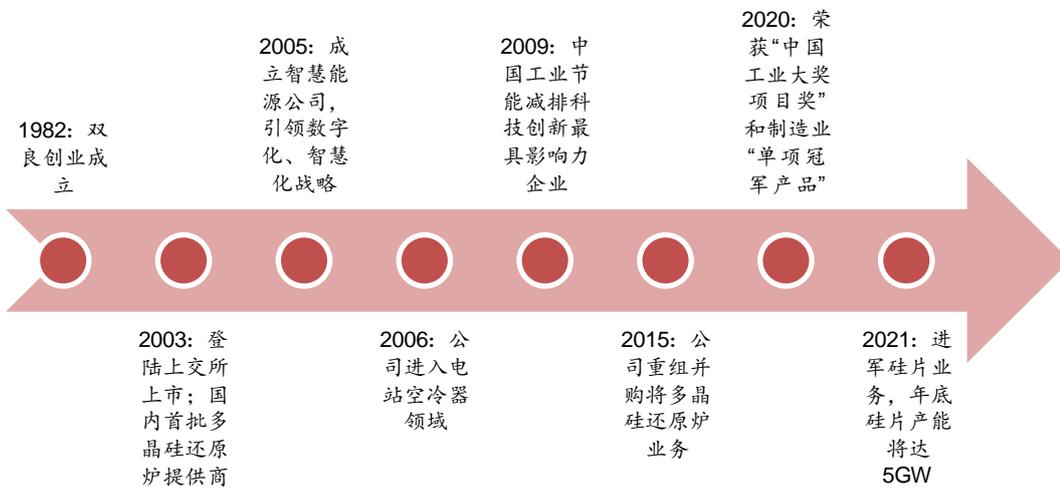
| | |
|-------------|-----------|
| 总股本(亿股) | 16.27 |
| 流通A股(亿股) | 16.27 |
| 52周内股价区间(元) | 3.06-8.97 |
| 总市值(亿元) | 141.57 |
| 总资产(亿元) | 44.68 |
| 每股净资产(元) | 1.36 |

相关研究

1 节能节水与光伏系统双龙头，大尺寸硅片新秀

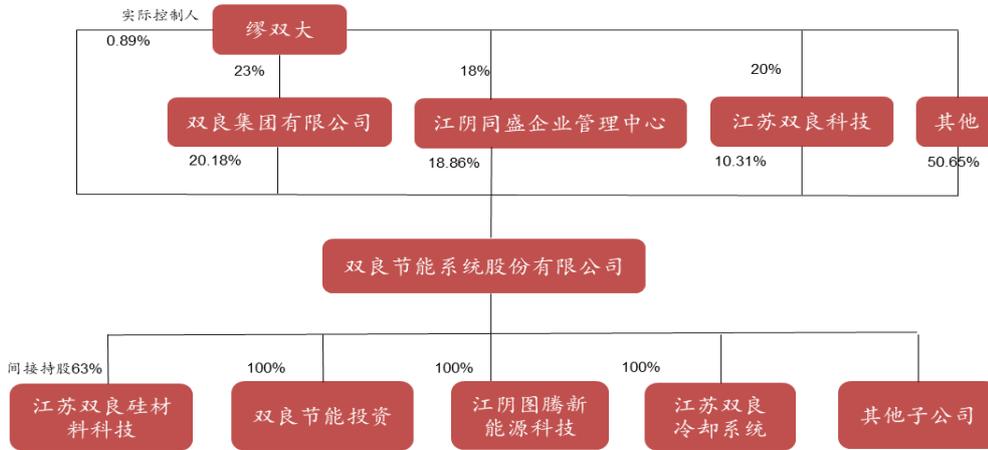
四十年节能系统服务供应商，新能源业务开辟新天地。双良节能为双良集团控股子公司，2003年公司登陆上交所上市。公司主要业务为溴冷机、换热器、空冷器、烟气余热回收系统等节能节水系统，并为客户提供设计、制造、安装调试、智慧运维等综合能源管理与节能服务。当前公司拥有世界领先的溴化锂吸收式冷（温）水机组研发制造基地、空冷钢结构塔研发制造基地，并推进智慧能源管理解决方案，开展在产品和商业领域的数字化变革，完成从专业设备制造商到综合能源服务提供商的转变。在传统节能节水系统业务的基础上，公司进入光伏业务领域，主营多晶硅还原系统及模块，目前市占率居市场首位。2021年公司宣布进军大尺寸硅片制造领域，拟在包头建立40GW拉棒和切片项目，充分利用设备领域经验积累，业务范围进一步向光伏产业链下游延伸。

图 1：公司发展历经 2003、2015、2021 年等重要时间节点



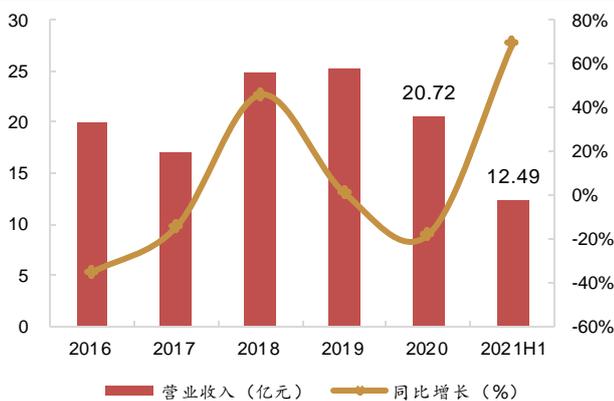
数据来源：Wind，西南证券整理

公司股权结构稳定，有利于公司持续稳定经营。公司前三大股东分别为双良集团、江阴同盛企业管理中心和江苏双良科技有限公司，持股比例分别为 20.18%、18.86%和 10.31%。**公司实际控制人为双良集团董事长兼总裁缪双大**，通过直接持股 0.89%，以及间接持股上述三大股东 23%、18%、20%和其他股东的方式，达成对公司的实际控制。稳定的股权结构为公司持续稳定经营提供了必要保证。

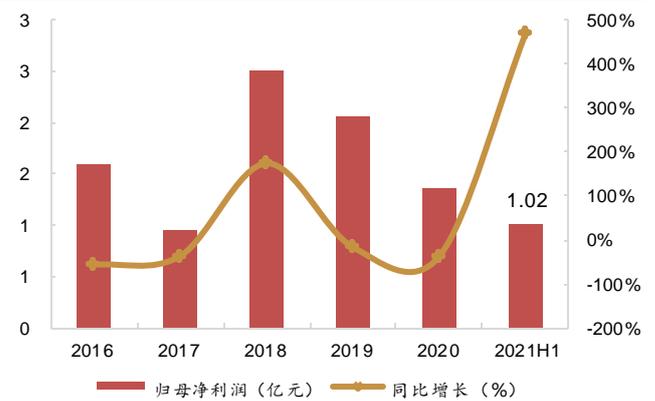
图 2：公司实际控制人为双良集团董事长、总裁缪双大


数据来源：Wind, 西南证券整理

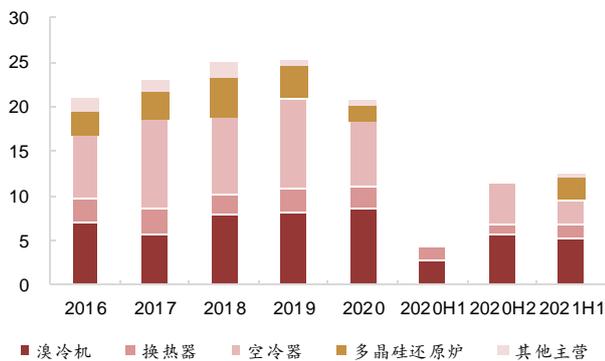
近年来公司营收与毛利率总体保持稳定状态。2020 年公司实现营收 20.72 亿元，同比下降 18.03%；实现归母净利润 1.37 亿元，同比下降 33.53%。2020 年公司营收下降的主要原因在于节能节水业务订单因新冠疫情等因素确认时间变更、交付时间推迟，导致业绩暂时下滑；同时 2020 年多晶硅行业近无新增产能，因此还原炉设备营收也有所下降。2021 年疫情影响因素解除，下游需求在“双碳”目标下高增；同时由于硅料行业扩产潮开启，还原炉业务订单迎来爆发式增长，故营收和盈利能力增长显著。2021 年上半年公司实现营收 12.49 亿元，同比增长 69.21%；实现归母净利润 1.02 亿元，同比增长 470.35%，接近 2020 年全年归母净利润。整体来看，近年来公司毛利率保持稳定，2021H1 毛利率略有增长，超过 32%。

图 3：2021H1 营收高增，同比增长 69% (亿元)


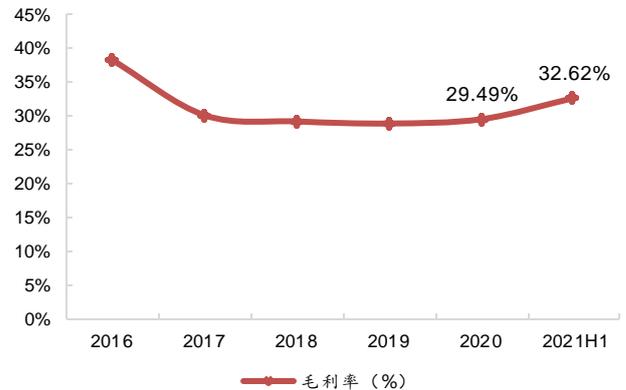
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 4：2021H1 归母净利润 1.02 亿元，同比增长 470% (亿元)


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 5：2021H1 公司还原炉与溴冷机业务大幅增长（亿元）


数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：2021H1 毛利率提升 3 个百分点至 32.62%


数据来源：Wind，西南证券整理

传统节水节能业务优势地位稳固，“双碳”目标下迎来再次发展机遇，订单数量与规模保持高增。公司在节能节水业务领域拥有四十年的经验积累，发挥为客户提供定制化能源解决方案业务优势，与世界五百强中三百余家企业建立良好的合作关系，客户群体覆盖电力、钢铁、白酒、医院、机场等多领域。2020 年受疫情影响，公司节能节水系统业务订单交付有所推迟，部分于 2021 年交付，贡献 2021H1 节能节水业务部分增量。另一方面，在“双碳”国家战略规划下，“国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进”的新发展格局正在构建中，下游客户节能节水需求不断增长。根据公司中标项目与合同公告，2020H2 以来节能节水订单合同数量与规模均实现增长，尤其是亿元以上订单数量显著增加。

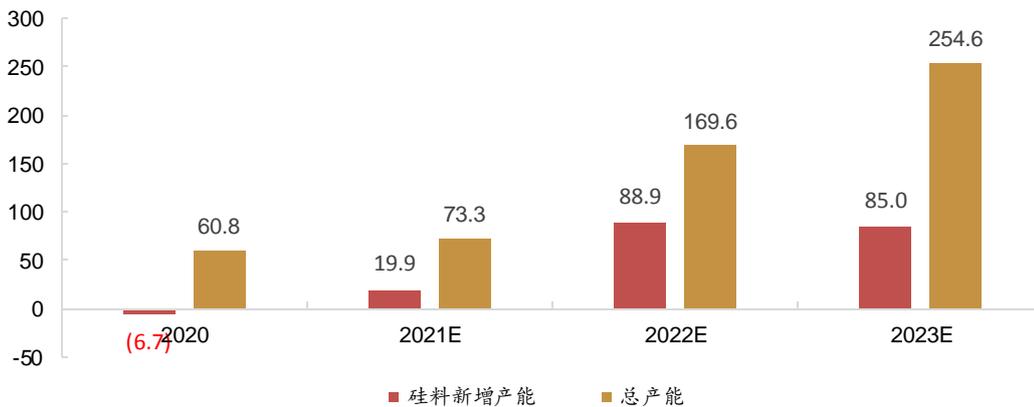
表 1：2020H2 以来公司节能节水业务订单规模与数量持续增长

| 企业 | 项目与合同内容 | 金额 (万元) | 订单交付时间 | 签订时间 |
|----------------|-----------------------------|----------|--|------------|
| 陕煤化工物资集团黄陵分公司 | 店头电厂间接空冷设备 | 10927.8 | 12 个月内到货 | 2020.12.3 |
| 石家庄环网供热有限公司 | 补燃型大温差机组设备 | 9573 | — | 2020.12.4 |
| 贵州茅台 | 冷却水循环改造及制冷设备采购安装 | 11666.7 | — | 2020.12.7 |
| 嘉峪关宏晟电热 | 乏汽余热回收系统及其配套设备设施 | 9193.85 | 2021.12.31 竣工 | 2020.12.14 |
| 内蒙古京宁热电 | 间接空冷系统设备采购 | 12100 | 2022.10.15 前 3 号机组投产 2022.12.31 前 4 号机组投产 | 2021.1.21 |
| 大全新能源 | 再沸器、冷却器等换热器设备 | 5200 | 2021.7.30 前交付 | 2021.2.4 |
| 宜兴中医院 | 合同能源管理 | 8790 | 2021.5.1-2031.4.30 | 2021.3.2 |
| 通威股份 | 保山一期 4 万吨换热器设备 | 6830.75 | 2021.8.31 前交付 | 2021.3.12 |
| 杭州汽轮机股份有限公司 | 空冷器 | 7849.55 | 2021.10.1 前交付 | 2021.3.10 |
| 国电电力内蒙古上海庙发电公司 | 间冷塔及间冷系统 | 39507.77 | 工期为 630 天 | 2021.6.21 |
| 中能建广东电力设计院 | 内蒙古长滩电厂间接空冷系统 EPC | 29508 | 2022.11.13 前完成 | 2021.6.21 |
| 新特能源 | 10 万吨项目循环水冷却塔设备 (空冷+蒸发冷) | 12100 | 预计 2021 年内交付 | 2021.6.24 |
| 电力工程顾问集团华北设计院 | 间冷系统设备及采购安装 | 18998 | 2023.6.30 前完成 | 2021.7.12 |

数据来源：公司公告，西南证券整理

多晶硅行业扩产潮开启，还原炉设备需求将迎来爆发式增长。在行业预见 2021 年硅料供给“紧平衡”趋势以及光伏装机需求的中长期成长性后，2020H2 以来头部多晶硅企业纷纷开启扩产规划，于 2021 年末逐步建成并投产。另一方面，2021H1 硅料价格一路高涨超 200 元/kg，硅料环节毛利率最高超 70%，高盈利模式也吸引众多新进者入局多晶硅环节，2021Q2 以来新疆晶诺、青海丽豪等新进者不断涌现。根据各家产能规划与投放节奏，不考虑产能爬坡和检修等因素，至 2022 年末全球多晶硅名义产能将达 170 万吨，其中我国产能将达 156 万吨。2021-2023 年多晶硅产能将实现翻倍增长。硅料环节大举扩产下，还原炉设备需求骤增，行业将迎来景气度将步入上行期。

图 7：2021 年起硅料行业扩产速度加快，2022 年年末各家新增名义产能近 90 万吨（万吨）



数据来源：CPIA，公司公告，西南证券整理（注：2020 年海外部分企业关停产能）

还原炉优势地位显著，深度绑定下游多晶硅企业，硅料扩产潮下订单高增。在还原炉业务领域，公司拥有长期的生产经验与工艺储备，自主开发的第二代 40 对棒还原炉为当前国内主导炉型，深得客户认可，在还原炉业务领域常年保持国内市占率第一。在规模优势基础上，公司引领还原系统大型化方向，2020 年为通威交付业内首台 60 对棒还原炉；同时公司也完成电子级多晶硅还原炉的开发和技术储备，迎合高品质硅料，特别是 N 型料的趋势和需求。基于还原炉业务优势，公司已与下游多晶硅企业建立稳定的合作关系。2021 年以来随着下游硅料企业持续扩产，公司与硅料龙头和新进者均签订还原炉销售合同，2021 年需交付的还原炉订单总额已超过 14 亿元，大部分订单将于年内完成交付，还原炉业务将实现爆发式增长。

表 2：公司还原炉业务与各硅料企业深度绑定，在硅料扩产潮下 2021 年以来订单已实现高增

| 企业 | 项目与合同内容 | 金额（亿元） | 订单交付时间 | 公告日期 |
|------|--------------------------|--------|-----------------|-----------|
| 通威 | 乐山二期 4.5 万吨项目 40 对棒还原炉设备 | 1.56 | 2021.5.31 前交付 | 2020.11.5 |
| 东方希望 | 6 万吨项目 56 对棒还原炉设备 | 1.59 | 2021.8.30 前交付 | 2021.1.26 |
| 亚硅 | 3 万吨项目 48 对棒还原炉及撬块 | 0.57 | 收到预付款后 180 天内交付 | 2021.1.26 |
| 大全 | 还原炉及撬块等 | 2.92 | 2021.8.5 前交付 | 2021.2.1 |
| 通威 | 保山一期 4 万吨项目还原炉设备 | 1.77 | 2021.10.25 前交付 | 2021.1.30 |
| | 包头二期 5 万吨还原炉设备 | 0.77 | 2021.10.1 前交付 | 2021.2.23 |
| 新特能源 | 技改 2 万吨+内蒙 10 万吨项目还原炉撬块 | 1.29 | 预计 2021 年内交付完毕 | 2021.6.29 |
| 青海丽豪 | 40 对棒还原炉 | .60 | 210 天内分批交货完毕 | 2021.7.6 |

| 企业 | 项目与合同内容 | 金额（亿元） | 订单交付时间 | 公告日期 |
|------|-------------------|--------|------------------------|-----------|
| 新特能源 | 2万吨多晶硅还原炉项目（合同一） | 3.32 | 2021.9.30前/2021.10.20前 | 2021.7.28 |
| | 10万吨多晶硅还原炉项目（合同二） | | | |

数据来源：公司公告，西南证券整理

大尺寸硅片新进者，设备工艺优势显著，2022年营收增益逐渐释放。2021年3月公司发布大尺寸单晶硅片投资公告，公司拟在包头建设两期共40GW的拉晶和切片项目，其中一期20GW拉晶切片项目预计于2023年完全投产。2021年6月公司首根大尺寸单晶硅棒出浴。作为硅片领域新玩家，公司利用自身在节能设备业务方面的优势积累，成立合资公司进入单晶炉设备领域，助力公司在硅片环节实现良好的生产工艺水平和盈利能力，2022年起将带来长期营收增益。

2 盈利预测与投资建议

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司节能节水系统各项业务保持较为稳定的增长，2021H2 营收增速为 5%，2022-2023 营收增速分别为 10%、5%，毛利率维持在 32%。

假设 2：多晶硅还原炉业务随下游多晶硅扩产速度而增长，根据公司在手还原炉订单及多晶硅未来扩产计划，预计 2021-2023 年含税收入分别为 14 亿元、10 亿元和 6 亿元；毛利率分别为 33%、33%和 32%。

假设 3：公司位于包头的硅片项目如期投产，2021-2023 年硅片销量分别为 0.5GW、8GW、15GW，硅片业务毛利率分别为 3%、25%、25%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

| 单位：百万元 | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|--------|-----|--------|---------|---------|---------|
| 溴冷机 | 收入 | 852.99 | 1139.99 | 1253.98 | 1316.68 |
| | 增速 | 5.7% | 33.6% | 10.0% | 5.0% |
| | 成本 | 588.4 | 775.2 | 852.7 | 895.3 |
| | 毛利率 | 31.0% | 32.0% | 32.0% | 32.0% |
| 换热器 | 收入 | 257.55 | 291.29 | 320.42 | 336.44 |
| | 增速 | -7.9% | 13.1% | 10.0% | 5.0% |
| | 成本 | 179.5 | 198.1 | 217.9 | 228.8 |
| | 毛利率 | 30.3% | 32.0% | 32.0% | 32.0% |
| 空冷器 | 收入 | 721.64 | 801.60 | 881.76 | 925.85 |
| | 增速 | -28.1% | 11.1% | 10.0% | 5.0% |
| | 成本 | 527.0 | 545.1 | 599.6 | 629.6 |
| | 毛利率 | 27.0% | 32.0% | 32.0% | 32.0% |

| 单位：百万元 | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|-----|--------|---------|---------|--------|
| 多晶硅还原炉 及其他 | 收入 | 176.76 | 1238.94 | 884.96 | 530.97 |
| | 增速 | -50.5% | 600.9% | -28.6% | -40.0% |
| | 成本 | 118.9 | 830.1 | 592.9 | 361.1 |
| | 毛利率 | 32.7% | 33.0% | 33.0% | 32.0% |
| 硅片 | 收入 | — | 287.6 | 3539.8 | 6637.2 |
| | 增速 | — | — | 1130.8% | 87.5% |
| | 成本 | — | 279.0 | 2654.9 | 4977.9 |
| | 毛利率 | — | 3.0% | 25.0% | 25.0% |
| 其他 | 收入 | 62.61 | 65.74 | 69.03 | 72.48 |
| | 增速 | -22.3% | 5.0% | 5.0% | 5.0% |
| | 成本 | 46.9 | 49.3 | 51.8 | 54.4 |
| | 毛利率 | 25.0% | 25.0% | 25.0% | 25.0% |
| 合计 | 收入 | 2071.6 | 3825.2 | 6950.0 | 9819.6 |
| | 增速 | -18.0% | 84.7% | 81.7% | 41.3% |
| | 成本 | 1460.7 | 2676.7 | 4969.8 | 7147.0 |
| | 毛利率 | 29.5% | 30.0% | 28.5% | 27.2% |

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

公司节能节水系统业务增长稳定，还原炉业务将高速增长，同时硅片项目将贡献新收益，预计未来三年公司归母净利润复合增长率为 72.34%。考虑到硅片产能将于明年释放，因此给予公司 2022 年 35 倍 PE 估值，对应目标价 10.90 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

| 证券代码 | 可比公司 | 股价（元） | EPS（元） | | | | PE（倍） | | | |
|-----------|------|--------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 20A | 21E | 22E | 23E | 20A | 21E | 22E | 23E |
| 002129.SZ | 中环股份 | 50.06 | 0.36 | 0.89 | 1.19 | 1.54 | 71.02 | 55.95 | 42.16 | 32.51 |
| 601012.SH | 隆基股份 | 85.92 | 2.27 | 2.14 | 2.76 | 3.40 | 40.66 | 40.19 | 31.16 | 25.27 |
| 603185.SH | 上机数控 | 227.93 | 2.18 | 6.43 | 10.44 | 14.00 | 63.53 | 35.44 | 21.82 | 16.28 |
| 601908.SH | 京运通 | 10.69 | 0.22 | 0.45 | 0.78 | 1.06 | 46.60 | 23.90 | 13.74 | 10.12 |
| 平均值 | | | | | | | 55.45 | 38.87 | 27.22 | |

数据来源：Wind，西南证券整理

3 风险提示

- 1) 多晶硅行业扩产进度低于预期的风险；
- 2) 公司硅片产能投放进度、盈利能力低于预期的风险。

附表：财务预测与估值

| 利润表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 现金流量表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---------------|----------------|----------------|-----------------|-----------------|-------------------|----------------|-----------------|-----------------|----------------|
| 营业收入 | 2071.56 | 3825.17 | 6949.97 | 9819.60 | 净利润 | 135.64 | 280.97 | 505.86 | 703.22 |
| 营业成本 | 1460.71 | 2676.74 | 4969.75 | 7147.00 | 折旧与摊销 | 55.69 | 116.01 | 258.69 | 353.69 |
| 营业税金及附加 | 18.04 | 32.57 | 59.62 | 84.02 | 财务费用 | 13.10 | 39.16 | 155.16 | 261.59 |
| 销售费用 | 211.28 | 382.52 | 590.75 | 765.93 | 资产减值损失 | -15.81 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 管理费用 | 126.30 | 382.52 | 590.75 | 736.47 | 经营营运资本变动 | 165.31 | -419.18 | -780.08 | -617.23 |
| 财务费用 | 13.10 | 39.16 | 155.16 | 261.59 | 其他 | -19.75 | -20.43 | -31.76 | -10.62 |
| 资产减值损失 | -15.81 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 经营活动现金流净额 | 334.18 | -3.48 | 107.86 | 690.64 |
| 投资收益 | 0.80 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 资本支出 | 29.51 | -2000.00 | -4000.00 | -1000.00 |
| 公允价值变动损益 | 20.07 | 17.30 | 18.22 | 17.91 | 其他 | 12.41 | 23.83 | 17.91 | 17.83 |
| 其他经营损益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 投资活动现金流净额 | 41.93 | -1976.17 | -3982.09 | -982.17 |
| 营业利润 | 159.43 | 328.98 | 602.17 | 842.49 | 短期借款 | 10.85 | 207.84 | 2897.88 | 441.47 |
| 其他非经营损益 | 7.06 | 10.74 | 9.51 | 9.92 | 长期借款 | 0.00 | 1000.00 | 1500.00 | 500.00 |
| 利润总额 | 166.49 | 339.71 | 611.68 | 852.41 | 股权融资 | -15.19 | -5.04 | 0.00 | 0.00 |
| 所得税 | 30.85 | 58.75 | 105.82 | 149.20 | 支付股利 | -195.04 | -27.48 | -56.01 | -101.39 |
| 净利润 | 135.64 | 280.97 | 505.86 | 703.22 | 其他 | -16.11 | -33.04 | -155.16 | -261.59 |
| 少数股东损益 | -1.78 | 0.93 | -1.10 | -0.25 | 筹资活动现金流净额 | -215.49 | 1142.27 | 4186.71 | 578.49 |
| 归属母公司股东净利润 | 137.42 | 280.04 | 506.96 | 703.46 | 现金流量净额 | 159.39 | -837.37 | 312.48 | 286.96 |
| | | | | | | | | | |
| 资产负债表 (百万元) | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 财务分析指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 货币资金 | 1219.89 | 382.52 | 695.00 | 981.96 | 成长能力 | | | | |
| 应收和预付款项 | 964.45 | 1810.81 | 3322.72 | 4725.64 | 销售收入增长率 | -18.03% | 84.65% | 81.69% | 41.29% |
| 存货 | 443.42 | 648.73 | 1262.63 | 1868.08 | 营业利润增长率 | -31.84% | 106.35% | 83.04% | 39.91% |
| 其他流动资产 | 566.40 | 17.16 | 24.78 | 30.96 | 净利润增长率 | -36.78% | 107.15% | 80.04% | 39.02% |
| 长期股权投资 | 271.32 | 271.32 | 271.32 | 271.32 | EBITDA 增长率 | -23.06% | 112.14% | 109.86% | 43.48% |
| 投资性房地产 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 获利能力 | | | | |
| 固定资产和在建工程 | 449.90 | 2349.50 | 6106.43 | 6768.36 | 毛利率 | 29.49% | 30.02% | 28.49% | 27.22% |
| 无形资产和开发支出 | 90.47 | 74.99 | 59.52 | 44.04 | 三费率 | 16.93% | 21.02% | 19.23% | 17.96% |
| 其他非流动资产 | 103.09 | 102.95 | 102.80 | 102.66 | 净利率 | 6.55% | 7.35% | 7.28% | 7.16% |
| 资产总计 | 4108.93 | 5657.97 | 11845.20 | 14793.02 | ROE | 6.13% | 11.39% | 17.34% | 19.99% |
| 短期借款 | 381.24 | 589.08 | 3486.96 | 3928.43 | ROA | 3.30% | 4.97% | 4.27% | 4.75% |
| 应付和预收款项 | 862.30 | 1373.59 | 2505.33 | 3714.62 | ROIC | 10.67% | 12.51% | 10.27% | 9.80% |
| 长期借款 | 0.00 | 1000.00 | 2500.00 | 3000.00 | EBITDA/销售收入 | 11.02% | 12.66% | 14.62% | 14.85% |
| 其他负债 | 652.98 | 228.34 | 436.10 | 631.34 | 营运能力 | | | | |
| 负债合计 | 1896.52 | 3191.00 | 8928.39 | 11274.39 | 总资产周转率 | 0.52 | 0.78 | 0.79 | 0.74 |
| 股本 | 1632.30 | 1627.26 | 1627.26 | 1627.26 | 固定资产周转率 | 4.65 | 2.74 | 1.64 | 1.65 |
| 资本公积 | 26.06 | 26.06 | 26.06 | 26.06 | 应收账款周转率 | 2.19 | 3.44 | 3.32 | 3.01 |
| 留存收益 | 549.83 | 802.39 | 1253.34 | 1855.41 | 存货周转率 | 4.00 | 4.75 | 5.15 | 4.55 |
| 归属母公司股东权益 | 2198.43 | 2452.06 | 2903.01 | 3505.09 | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 95.19% | — | — | — |
| 少数股东权益 | 13.97 | 14.90 | 13.80 | 13.55 | 资本结构 | | | | |
| 股东权益合计 | 2212.41 | 2466.96 | 2916.81 | 3518.64 | 资产负债率 | 46.16% | 56.40% | 75.38% | 76.21% |
| 负债和股东权益合计 | 4108.93 | 5657.97 | 11845.20 | 14793.02 | 带息债务/总负债 | 20.10% | 49.80% | 67.06% | 61.45% |
| | | | | | 流动比率 | 1.69 | 1.31 | 0.83 | 0.92 |
| | | | | | 速动比率 | 1.45 | 1.01 | 0.63 | 0.69 |
| | | | | | 股利支付率 | 141.93% | 9.81% | 11.05% | 14.41% |
| | | | | | 每股指标 | | | | |
| | | | | | 每股收益 | 0.08 | 0.17 | 0.31 | 0.43 |
| | | | | | 每股净资产 | 1.35 | 1.51 | 1.78 | 2.15 |
| | | | | | 每股经营现金 | 0.21 | 0.00 | 0.07 | 0.42 |
| | | | | | 每股股利 | 0.12 | 0.02 | 0.03 | 0.06 |
| 业绩和估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | | | | | |
| EBITDA | 228.22 | 484.15 | 1016.01 | 1457.77 | | | | | |
| PE | 105.27 | 51.66 | 28.54 | 20.56 | | | | | |
| PB | 6.58 | 5.90 | 4.98 | 4.13 | | | | | |
| PS | 6.98 | 3.78 | 2.08 | 1.47 | | | | | |
| EV/EBITDA | 59.42 | 32.14 | 19.34 | 13.93 | | | | | |
| 股息率 | 1.35% | 0.19% | 0.39% | 0.70% | | | | | |

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

| | |
|------|--|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上 |
| | 持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间 |
| | 中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间 |
| | 回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间 |
| 行业评级 | 卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上 |
| | 跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间 |
| | 弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|-----|------|-------------|--------------|--------------------|----------------------|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfy@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| | 陈慧琳 | 销售经理 | 18523487775 | 18523487775 | chhl@swsc.com.cn |
| 王昕宇 | 销售经理 | 17751018376 | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn | |
| 北京 | 李杨 | 地区销售总监 | 18601139362 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 地区销售副总监 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 彭博 | 销售经理 | 13391699339 | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn |
| 广深 | 林芷璇 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 郑龔 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 销售经理 | 17628609919 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn |