

海泰新能 (835985)

光伏组件“小巨人”，向下游光伏电站运营商拓展

投资评级 (暂无)

2022年07月24日

证券分析师 刘博

执业证书: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书: S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	4,528	7,714	10,473	12,896
同比	71%	70%	36%	23%
归属母公司净利润 (百万元)	147	235	455	555
同比	137%	60%	94%	22%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.49	0.78	1.51	1.84
P/E (现价&最新股本摊薄)	18.58	11.62	6.00	4.91

投资要点

- 公司简介:** 公司是晶硅光伏组件“小巨人”企业，以晶硅太阳能光伏组件的研发、生产、加工和销售为核心，并开展太阳能光伏电站的开发、建设、运营等业务，致力于实现“成为最具价值的绿色能源智造者”。依靠创新的设计理念、严格的技术标准及过硬的质量水平，公司已经成为葛洲坝集团、国电投集团、华电集团、日本西控、BELL、联合再生、KIOTO等国内外知名企业的供应商。截至2021年12月31日，王永和和张凤慧是公司的前两大股东，分别持有公司股份48.07%和11.31%。
- 行业判断:** 1) 行业景气度高企: 我们测算2022-2025年风光加总要新增装机超过400GW，其中光伏新增46GW/年。我们判断2030年1200GW装机更多是下限目标，真实装机容量可能远远超出，在此背景下，光伏行业将迎来持续高景气时代。2) 全球光伏制造业企业加速整合。根据BNEF预计，2020年全球将有约300家光伏制造企业发生合并。3) 平价上网是光伏行业爆发的基石，平价时代渐近。2019年1月，国家发改委、能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》提出推进光伏发电无补贴平价上网的有关要求和相关支持政策措施，从而促进可再生能源高质量发展，提高光伏发电的市场竞争力。国内光伏发电即将进入平价上网时代，对政策的依赖程度将逐步降低。中国光伏行业协会预计，到2025年，中国组件生产成本将下降至0.97元/W，未来转换率不断提升、成本不断下降仍然是行业发展的主线。
- 核心竞争力:** 1) 公司是BNEF第一梯队组件生产商。以组件产量口径计算，2019-2021年公司组件在国内市占率为2.21%、2.60%和2.00%。2) 公司坚持研发投入，不断提高产品质量及组件转换率，获得一大批知名企业的认可。公司2019-2021年三年累计研发投入3.03亿元，占三年总营收3.33%。公司产品得到了国内外知名客户的广泛认可，包括葛洲坝集团、国电投集团、日本西控、BELL、联合再生、KIOTO等客户。3) 公司主营业务进一步向光伏产业链下游延伸，开始布局光伏电站业务。截至2021年底，公司建成并持有多家光伏电站。
- 盈利预测与投资评级:** 我们预计公司2022-2024年营收为77.14、104.73、128.96亿元，同比增长70.34%、35.77%、23.14%；实现归母净利润2.35、4.55、5.55亿元，同比增长59.82%、93.80%、22.06%，新股上市暂不给予投资评级。
- 风险提示:** 光伏政策变化风险；行业竞争加剧风险；海外装机不及预期风险。

股价走势



市场数据

发行价(元)	9.05
一年最低/最高价	N.A
市净率(倍)	3.56
流通 A 股市值(百万元)	656.76
总市值(百万元)	2727.67

基础数据

每股净资产(元,LF)	2.54
资产负债率(% ,LF)	77.47
总股本(百万股)	301.40
流通 A 股(百万股)	72.57

相关研究

内容目录

1. 公司简介：晶硅光伏组件“小巨人”企业	4
1.1. 业绩：光伏组件业务收入持续增加带动公司收入高增，毛利率小幅降低.....	4
1.2. 募集资金：用于高效组件产能扩张.....	5
2. 行业：星辰大海，繁花似锦	6
2.1. 实际装机量会远远超出 1200GW，光伏行业迎来高光时代.....	6
2.2. 光伏组件行业加速整合，市场集中度持续提升.....	7
2.3. 平价上网时代渐近，成本下降、转换率提升是行业长期趋势.....	8
3. 核心竞争力：BNEF 第一梯队组件生产商，布局光伏电站业务	9
3.1. BNEF 第一梯队组件生产商	9
3.2. 凭借高质量产品，公司已获得核心客户认可.....	9
3.3. 向产业链下游延伸，布局光伏电站业务.....	10
4. 盈利预测	11
5. 风险提示	12

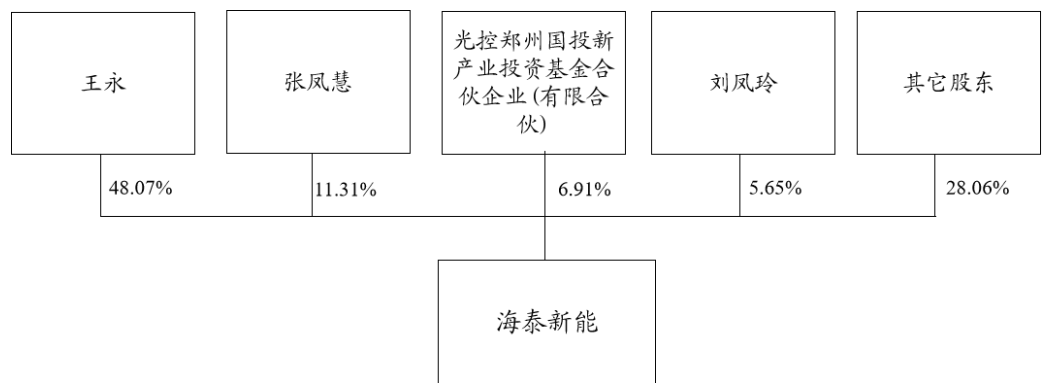
图表目录

图 1:	公司股权结构图 (截至 2021 年 12 月 31 日)	4
图 2:	2019-2021 年公司营收及归母净利润	5
图 3:	2019-2021 年公司毛利率、归母净利率及 ROE	5
图 4:	2019-2021 年公司各业务收入情况 (亿元)	5
图 5:	2019-2021 年公司各业务毛利率情况	5
图 6:	2011-2020 年中国光伏的装机容量 (GW)	7
图 7:	2011-2020 年全球光伏的装机容量 (GW)	7
图 8:	2020 年全球光伏组件产能分布	7
图 9:	2019-2020 年全球前十光伏组件企业出货情况	7
图 10:	2012-2020 年光伏组件平均转换率走势	8
图 11:	2019-2025 年组件生产成本变化趋势 (元/瓦)	8
图 12:	2019-2021 年公司市占率	9
图 13:	2019-2021 年公司研发投入情况	10
表 1:	公司募集资金用途 (万元)	6
表 2:	公司光伏电站案例介绍	10
表 3:	营业收入拆分表 (亿元)	11
表 4:	可比公司估值表 (亿元, 截至 2022 年 7 月 22 日)	12

1. 公司简介：晶硅光伏组件“小巨人”企业

公司是晶硅光伏组件“小巨人”企业。公司以晶硅太阳能光伏组件的研发、生产、加工和销售为核心，并开展太阳能光伏电站的开发、建设、运营等业务，致力于实现“成为最具价值的绿色能源智造者”。依靠创新的设计理念、严格的技术标准及过硬的质量水平，公司已经成为葛洲坝集团、国电投集团、华电集团、中国电建、日本西控、BELL、联合再生、KIOTO 等国内外知名企业的供应商。截至 2021 年 12 月 31 日，王永和张凤慧是公司的前两大股东，分别持有公司股份 48.07%和 11.31%。

图1：公司股权结构图（截至 2021 年 12 月 31 日）



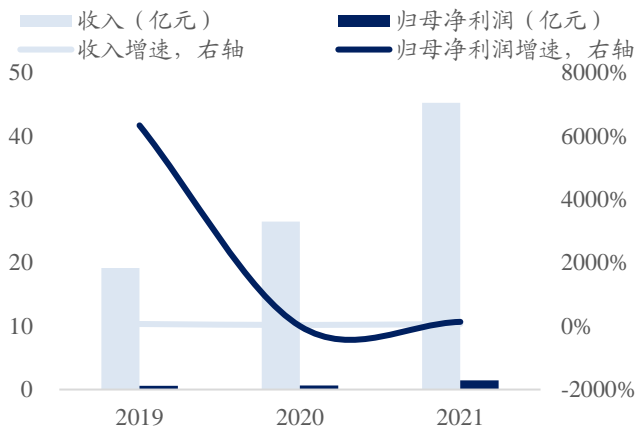
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1. 业绩：光伏组件业务收入持续增加带动公司收入高增，毛利率小幅降低

近三年收入增幅较大，但归母净利润波动较大。2019-2021 年，公司营业收入分别为 19.18 亿元、26.50 亿元、45.28 亿元，同比增长 68.92%、38.12%、70.90%；归母净利润分别为 0.60 亿元、0.62 亿元、1.47 亿元，同比增长 6339.63%、3.95%、136.65%；从盈利能力看，2019-2021 年，公司毛利率为 14.29%、12.20%、7.91%，归母净利率为 3.11%、2.34%、3.24%，平均 ROE 为 13.02%、12.34%、25.92%。

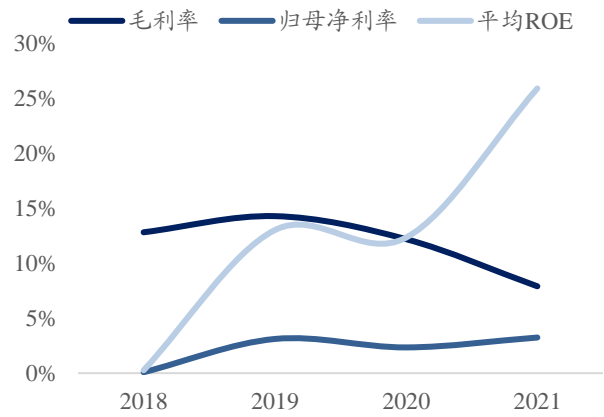
分业务看，光伏组件业务收入占比较大，毛利率小幅降低。2019-2021 年，公司光伏组件业务营收为 16.57 亿元、23.57 亿元、43.83 亿元，占比公司营收 87.19%、89.26%、96.98%。从其盈利能力看，公司光伏组件业务剔除运输费用的毛利率为 10.30%、10.51%、8.79%。受原材料价格上涨影响，2021 年光伏组件业务毛利率下降，同时这一影响也延续到 2022Q1，2022Q1 光伏组件业务毛利率仅为 5.51%（未剔除运输费用）。

图2：2019-2021 年公司营收及归母净利润



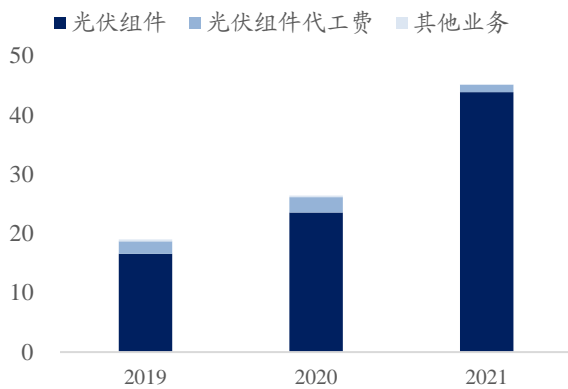
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图3：2019-2021 年公司毛利率、归母净利率及 ROE



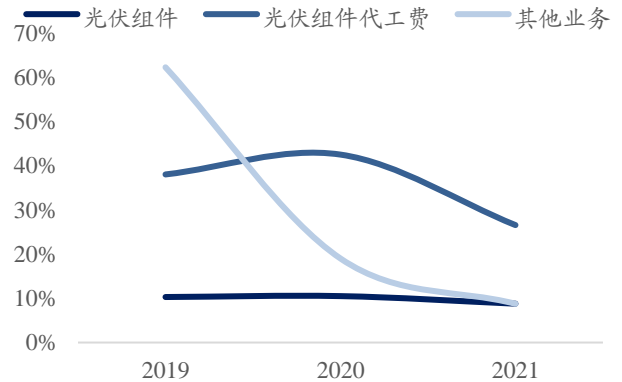
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2019-2021 年公司各业务收入情况 (亿元)



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图5：2019-2021 年公司各业务毛利率情况



注：2020 年起公司销售产品发生的运输费用计入合同履行成本，由销售费用调整至主营业务成本进行核算，为保证可比性，图中及文中各业务毛利率为剔除了运输费用对毛利率的影响。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 募集资金：用于高效组件产能扩张

本次 IPO 公司募集资金用于投资两大光伏组件研发及产业化项目、研发实验中心扩建项目、偿还银行贷款以及补充流动资金，两大光伏组件项目情况：1) 2GW 高效 HJT 光伏组件研发及产业化项目：本项目投资 3 亿元，拟利用厂区内现有土地新建厂房约 2 万平方米及相关配套设施，拟购置生产工艺设备约 222 台（套），建设 HJT 光伏组件生产线。达产后可实现年产高效 HJT 光伏组件 2GW。2) 1000MW 高效光伏组件研发及产业化项目：该项目总投资 3 亿元，分为一期、二期，项目一期已建成。其中，项目二期投资 1 亿元，为本次募集资金投向项目。本项目拟建设两座生产车间，每座车间建筑

面积 2500 平方米，拟购置生产设备 46 台（套）。项目达产后建成后运营期内合计将新增年产值 18.02 亿元，项目投资财务内部收益率（税后）为 21.16%，项目投资回收期（税后）为 5.05 年。

表1: 公司募集资金用途（万元）

序号	项目名称	实施主体	投资总额	拟投入募集资金
1	2GW 高效 HJT 光伏组件研发及产业化项目	海泰新能	30000	30000
2	1000MW 高效光伏组件研发及产业化项目	海泰朔州	30000	10000
3	研发实验中心扩建项目	海泰新能	5000	5000
4	偿还银行贷款	海泰新能	6500	6500
5	补充流动资金	海泰新能	15000	15000
合计			86,500	66,500

数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2. 行业：星辰大海，繁花似锦

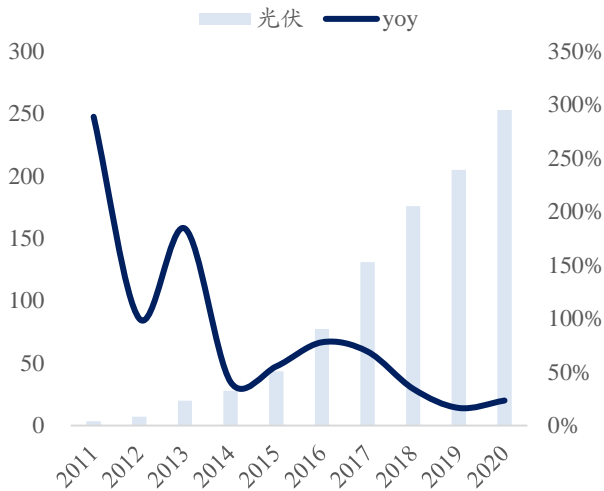
2.1. 实际装机量会远远超出 1200GW，光伏行业迎来高光时代

风电：2011-2020 年，全球风电装机容量从 220GW 增长至 733GW，CAGR 为 14.31%；其中，2011-2020 年，中国风电装机容量从 46GW 增长至 282GW，CAGR 为 22.22%，2020 年中国风电装机容量已经占到全球的 38.46%。光伏：2011-2020 年，全球光伏装机容量从 71GW 增长至 760GW，CAGR 为 30.14%；其中，2011-2020 年，中国光伏装机容量从 4GW 增长至 253GW，CAGR 为 60.90%，2020 年中国光伏装机容量已经占到全球的 33.29%。

未来：2021 年 12 月 12 日，国家主席习近平在气候雄心峰会上通过视频发表题为《继往开来，开启全球应对气候变化新征程》的重要讲话，明确提出：到 2030 年，中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比 2005 年下降 65%以上，非化石能源占一次能源消费比重将达到 25%左右，森林蓄积量将比 2005 年增加 60 亿立方米，风电、太阳能发电总装机容量将达到 12 亿千瓦以上。2022 年 6 月 1 日，国家发改委等 9 部门联合印发《“十四五”可再生能源发展规划》，提出目标要求：1) 到 2030 年，风电、光伏总装机容量达到 12 亿千瓦以上；2) 到 2025 年，可再生能源、非水可再生能源消纳比重分别达到 33%、18%。根据国家能源局数据，2021 年可再生能源、非水可再生能源消纳比重分别 29.4%、13.7%，假设全社会用电量保持每年 5% 的增长，则对应到 2025 年可再生能源、非水可再生能源分别为 3.33、1.82 亿千瓦时，CAGR 分别为 8.08%、12.42%。按照 2021 年年底风电装机 328GW、光伏装机 306GW 测算，2022-2025 年风光加总要新增装机超过 400GW，其中风电新增 49GW/年、光伏新增 46GW/年。同时，我们需要注意到，12 亿千瓦以上的目标装机总量虽然与此前保持一致，但是参考历史上我们国家重大

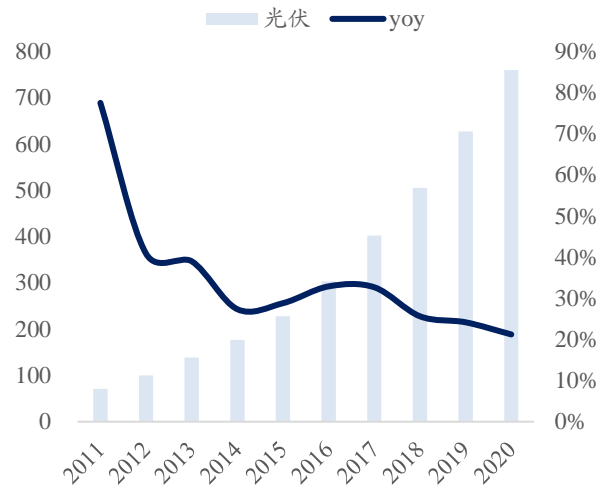
战略目标完成程度均大幅超过初始规划，因此我们判断 12 亿千瓦更多是下限目标，真实装机容量可能远远超出，在此背景下，光伏行业将迎来持续高景气时代。

图6：2011-2020 年中国光伏的装机容量（GW）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

图7：2011-2020 年全球光伏的装机容量（GW）



数据来源：Wind、东吴证券研究所

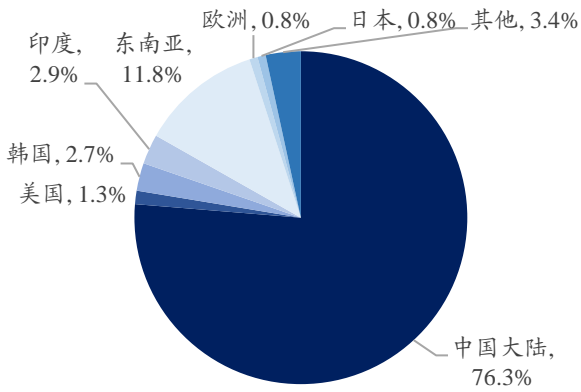
2.2. 光伏组件行业加速整合，市场集中度持续提升

全球光伏制造业企业加速整合。随着全球能源短缺和环境污染等问题日益突出，光伏发电因其清洁、安全、便利、高效等特点，已成为世界各国普遍关注和重点发展的战略新兴产业。近年来，以晶科能源、晶澳科技、天合光能、隆基股份等为代表的全球领先的光伏企业凭借其资金、技术、成本、渠道方面等优势，不断进行海外扩张，持续加码产能，与此同时，受制于资金等限制，部分中小企业和落后产能相继退出，促使光伏产业链各环节集中度进一步提升。根据 BNEF 预计，2020 年全球将有约 300 家光伏制造企业发生合并。

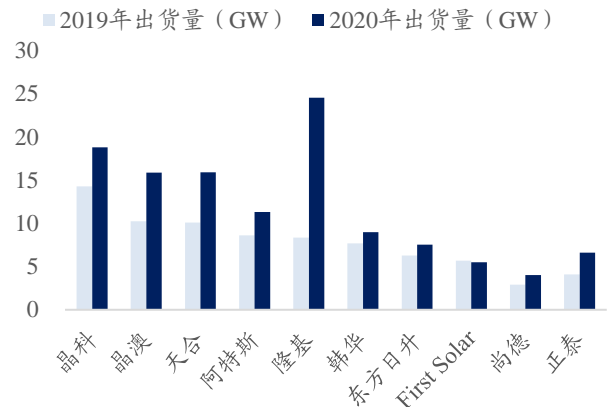
行业市场集中度提升持续提升。从全球布局来看，以中国为代表的亚洲地区是全球组件的生产制造中心。根据中国光伏行业协会数据，2019 年亚洲地区组件产能、产量分别为 207.90GW、132.20GW，占比分别达 95.10%、95.70%。中国是全球组件的最大生产区域，2020 年产量为 124.6GW、占比达 76%。从全球企业出货来看，2020 年全球前十企业组件出货 119.4GW、占全球组件产量的 72.9%，较 2019 年增加 39.7GW、同比提升 15.3%。

图8：2020 年全球光伏组件产能分布

图9：2019-2020 年全球前十光伏组件企业出货情况



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.3. 平价上网时代渐近，成本下降、转换率提升是行业长期趋势

平价上网是光伏行业爆发的基石，平价时代渐近。新能源发电要想替代传统能源必须实现平价上网，从技术上看，近年来在高效产品需求量持续增加倒逼技术加速创新升级的背景下，我国光伏制造企业光伏电池转换效率不断提升，助推行业成本下降。国内光伏在“531新政”出台前，组件成本已较10年前下降90%以上，国内部分项目已经可以做到无需补贴下的平价上网。受“531新政”的影响，国内光伏产业链价格出现了进一步的调整，导致全球不少区域光伏发电项目经济性凸显，部分区域光伏甚至成为当地最便宜的电源。2019年1月9日，国家发改委、能源局发布《关于积极推进风电、光伏发电无补贴平价上网有关工作的通知》提出推进光伏发电无补贴平价上网的有关要求和相关支持政策措施，从而促进可再生能源高质量发展，提高光伏发电的市场竞争力。国内光伏发电即将进入平价上网时代，对政策的依赖程度将逐步降低。中国光伏行业协会预计，到2025年，中国组件生产成本将下降至0.97元/W，未来转换率不断提升、成本不断下降仍然是行业发展的主线。

图10: 2012-2020年光伏组件平均转换率走势

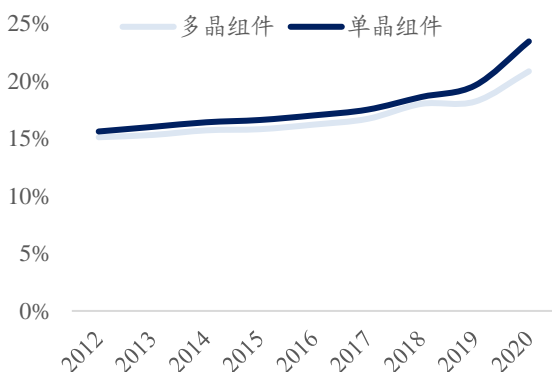
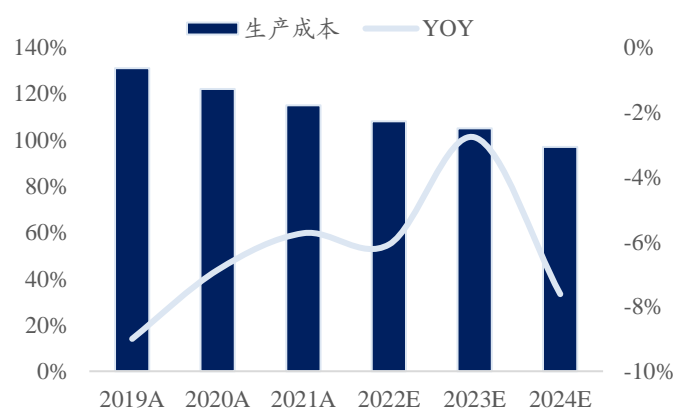


图11: 2019-2025年组件生产成本变化趋势 (元/瓦)



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

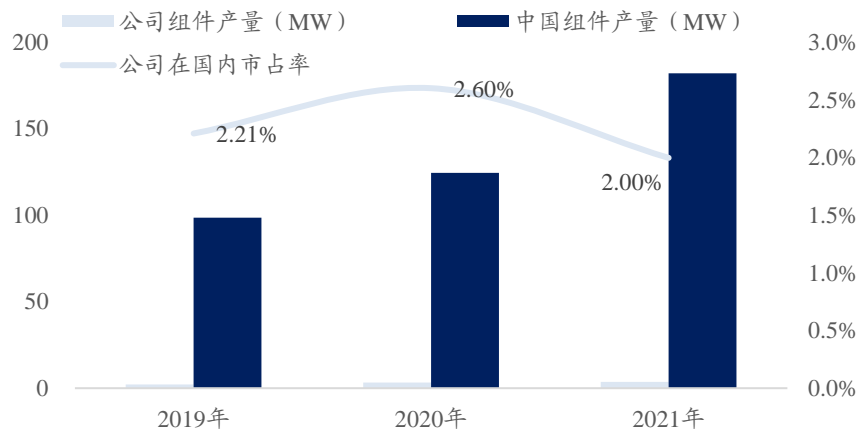
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3. 核心竞争力：BNEF 第一梯队组件生产商，布局光伏电站业务

3.1. BNEF 第一梯队组件生产商

公司是 BNEF 第一梯队组件生产商。公司是工信部公布的第一批符合《光伏制造行业规范条件》的企业，曾先后荣获中国光伏技术领跑企业、光伏技术方向卓越品质奖、中国户用光伏组件十大品牌、“中国好光伏”户用光伏组件十大品牌、中国工商业分布式光伏品牌领跑奖、“光能杯”最具影响力组件企业、全国工商业与户用光伏优秀企业、中国光伏智能制造示范应用创新推动奖、金组件奖等多项荣誉或奖项。公司的核心产品超高效板块互联单晶硅太阳能光伏组件获得“SNEC 十大亮点点评”吉瓦级金奖及荣耀奖。2020 年，公司跻身为 BNEF 第一梯队组件生产商。根据组件产量口径计算，2019-2021 年公司组件在国内市占率为 2.21%、2.60%和 2.00%，本次的募投项目 2GW 高效 HJT 光伏组件研发及产业化项目和 1000MW 高效光伏组件研发及产业化项目在投产后，公司产能将进一步提升，有助于提升公司市场话语权。

图12：2019-2021 年公司市占率



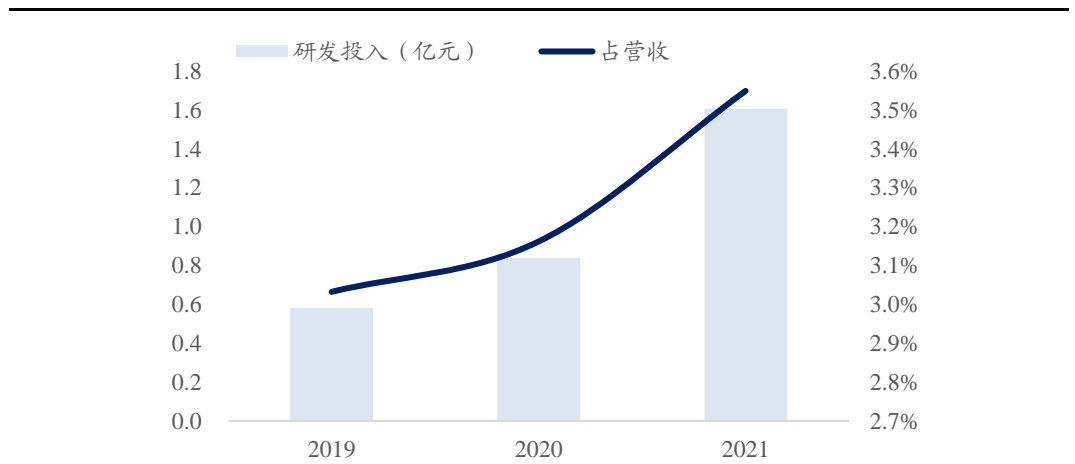
数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.2. 凭借高质量产品，公司已获得核心客户认可

公司坚持研发投入，不断提高产品质量及组件转换率，获得一大批知名企业的认可。本着“做专做强组件制造”的发展理念，公司 2019-2021 年三年累计研发投入 3.03 亿元，占三年总营收 3.33%，通过产线升级改造、智能制造，采用高效电池技术、优化 BOM 材料和组件结构等手段，相继推出了高效、高功率组件产品，“泰合-210”品牌，最高功率可达 670W，转换效率为 21.57%；“泰极-182”品牌，最高功率可达 550W，转换效率为

21.28%。凭借着创新的设计理念、严格的技术标准、过硬的质量水平及良好的品牌形象，公司产品得到了国内外知名客户的广泛认可，公司是葛洲坝集团、国电投集团、华电集团、阳光电源、晶科电力等国内主流光伏客户的供应商，公司还开发了日本西控、BELL、联合再生、KIOTO 等世界级客户，同时也为夏普、比亚迪、晶科能源、天合光能、东方日升、晶澳科技等知名厂商提供组件产品加工服务。

图13: 2019-2021 年公司研发投入情况



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 向产业链下游延伸，布局光伏电站业务

2017 年公司全资设立了玉泰电力，公司主营业务进一步向光伏产业链下游延伸，开始布局光伏电站业务。截至 2021 年 12 月 31 日，公司建成并持有 3.6MW 厂区屋顶分布式光伏电站、2MW “光伏+煤改电” 户用分布式光伏电站。子公司玉田恒泰开发建设的 30MW 集中式光伏电站、芜湖祥泰开发的 60MW “渔光一体光伏平价上网项目” 均已并网发电，且实现对外市场化出售。未来，随着公司光伏电站承建数量的增加及电站发电量的稳步提升，光伏电站运营收入将逐步增加。

表2: 公司光伏电站案例介绍

序号	项目名称	项目规模	项目图示
1	芜湖祥泰渔光一体光伏平价上网项目	60MW	

2 玉田县 400MW 整县推进分布式光伏项目 400MW



3 玉田县恒泰玉田县 3 万 kW 光伏电站项目 30MW



4 “光伏示范村” 户用分布式光伏电站 2MW



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

4. 盈利预测

核心假设：考虑到：1) 公司募投项目陆续投产，公司光伏组件业务产能将进一步释放；2) 光伏行业装机量将持续高景气，我们预计未来公司各项业务收入会继续增长，作出以下假设：1) 假设 2022-2024 年公司光伏组件销售收入增长率为 72.98%、36.50%、23.50%，毛利率为 9.00%、9.50%、10.00%；2) 假设 2022-2024 年公司光伏组件代工业务收入增长率为-2.97%、-6.40%、-7.30%，毛利率为 20.00%、20.00%、20.00%；3) 假设 2022-2024 年公司其他业务收入增长率为-46.91%、0%、0%，毛利率为 8.00%、9.00%、10.00%。

表3：营业收入拆分表（亿元）

	2021A	2022E	2023E	2024E
整体				
营业收入	45.28	77.14	104.73	128.96
YOY	70.90%	70.34%	35.77%	23.14%
毛利率	7.91%	9.17%	9.62%	10.08%

光伏组件销售				
收入	43.83	75.81	103.48	127.80
YOY	85.95%	72.98%	36.50%	23.50%
毛利率	8.79%	9.00%	9.50%	10.00%
光伏组件代工业务				
收入	1.27	1.23	1.15	1.07
YOY	-50.58%	-2.97%	-6.40%	-7.30%
毛利率	26.58%	20.00%	20.00%	20.00%
其他业务				
收入	0.19	0.10	0.10	0.10
YOY	-30.12%	-46.91%	0.00%	0.00%
毛利率	8.77%	8.00%	9.00%	10.00%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

盈利预测：我们预计公司 2022-2024 年营收为 77.14、104.73、128.96 亿元，同比增长 70.34%、35.77%、23.14%；实现归母净利润 2.35、4.55、5.55 亿元，同比增长 59.82%、93.80%、22.06%，新股上市暂不给予投资评级。

表4：可比公司估值表（亿元，截至 2022 年 7 月 22 日）

证券代码	股票简称	市值	2022 归母 净利润	2023 归母净 利润	2024 归母净 利润	2022PE	2023PE	2024PE
300118.SZ	东方日升	295.0	10.7	15.1	22.15	27	20	13
688599.SH	天合光能	1589.9	36.2	51.3	66.50	44	31	24
可比公司平均估值						36	25	19
835985.BJ	海泰新能	27.28	2.35	4.55	5.55	12	6	5

数据来源：Wind，东吴证券研究所（盈利预测来自 Wind 一致预期，公司所有估值数据均根据发行价计算得出）

5. 风险提示

- 1) 光伏政策变化风险。若政策推进速度、试点地区政策落地不及预期，可能会不利于公司业务发展。
- 2) 行业竞争加剧风险。光伏组件行业竞争者较多，行业内出于产能持续扩张阶段，若行业内竞争加剧可能会使公司盈利水平不及预期。
- 3) 海外装机不及预期风险。公司有部分海外业务，若海外装机量不及预期可能会不利于公司业务扩张。

海泰新能三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	2,493	4,608	5,838	7,378	营业总收入	4,528	7,714	10,473	12,896
货币资金及交易性金融资产	1,133	2,483	2,876	3,812	营业成本(含金融类)	4,170	7,006	9,466	11,596
经营性应收款项	602	952	1,341	1,620	税金及附加	7	16	19	25
存货	677	1,069	1,490	1,797	销售费用	96	233	269	361
合同资产	6	15	17	22	管理费用	81	170	209	271
其他流动资产	75	90	114	127	研发费用	12	30	35	47
非流动资产	631	736	825	922	财务费用	6	2	-5	-6
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	5	7	10	12
固定资产及使用权资产	558	653	749	846	投资净收益	0	1	1	1
在建工程	9	20	17	20	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	12	12	6	4	减值损失	-23	-10	-10	-10
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	43	36	74	76
长期待摊费用	12	12	12	12	营业利润	180	291	556	683
其他非流动资产	40	40	40	40	营业外净收支	-2	0	0	0
资产总计	3,124	5,345	6,662	8,300	利润总额	178	291	556	683
流动负债	2,252	3,657	4,453	5,443	减:所得税	27	27	69	74
短期借款及一年内到期的非流动负债	248	248	248	248	净利润	150	263	487	608
经营性应付款项	1,256	2,530	3,135	4,014	减:少数股东损益	4	29	32	53
合同负债	229	279	448	505	归属母公司净利润	147	235	455	555
其他流动负债	520	601	623	676	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.49	0.78	1.51	1.84
非流动负债	230	295	330	370	EBIT	162	258	475	597
长期借款	0	50	65	95	EBITDA	248	265	454	589
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	7.91	9.17	9.62	10.08
租赁负债	20	35	55	65	归母净利率(%)	3.24	3.04	4.34	4.30
其他非流动负债	210	210	210	210	收入增长率(%)	70.90	70.34	35.77	23.14
负债合计	2,482	3,952	4,783	5,813	归母净利润增长率(%)	136.65	59.82	93.80	22.06
归属母公司股东权益	615	1,337	1,792	2,347					
少数股东权益	26	55	87	141					
所有者权益合计	642	1,392	1,879	2,488					
负债和股东权益	3,124	5,345	6,662	8,300					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	181	894	372	932	每股净资产(元)	2.49	4.44	5.95	7.79
投资活动现金流	-15	-135	-102	-72	最新发行在外股份(百万股)	301	301	301	301
筹资活动现金流	-166	542	22	25	ROIC(%)	15.53	17.77	20.96	20.70
现金净增加额	-2	1,301	293	886	ROE-摊薄(%)	23.86	17.55	25.38	23.65
折旧和摊销	86	7	-21	-8	资产负债率(%)	79.46	73.95	71.79	70.03
资本开支	-15	-85	-2	-23	P/E(现价&最新股本摊薄)	18.58	11.62	6.00	4.91
营运资本变动	-71	575	-39	345	P/B(现价)	3.64	2.04	1.52	1.16

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

注:公司所有估值数据均根据发行价计算得出

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

