

恒润股份 (603985.SH)

2022 年半年报点评：风电塔筒法兰龙头，静待下半年企稳修复

买入

核心观点

2022 年上半年收入同比下降 31.92%，归母净利润同比下降 82.52%。公司 2022 年上半年实现营收 8.11 亿元，同比下降 31.92%；归母净利润 0.43 亿元，同比下降 82.52%，公司上半年业绩下滑主要是受风电行业影响，风电场开工审慎，公司风电塔筒法兰产品订单减少，以及公司所在地区于 5 月受疫情封控政策影响，公司生产及销售不及预期。单二季度来看，公司实现营收 4.39 亿元，同比下降 22.64%，环比增长 18.15%，归母净利润 0.30 亿元，同比下降 71.34%，环比增长 136.39%，二季度环比改善明显。

2022 年上半年盈利能力有所下降。公司 2022 年上半年毛利率/净利率分别为 11.66%/5.24%，同比减少 21.99/15.22 个 pct；销售费用率/管理费用率/财务费用率/研发费用率分别为 0.49%/3.28%/-0.21%/2.95%，同比变动 -0.15/+0.43/-1.51/-0.78 个 pct，期间费用率同比下滑 2 个 pct，毛利率大幅下降主要系核心产品风电塔筒法兰价格竞争加剧，毛利率由 39.68%下降至 11.09%，其他产品毛利率基本持平，导致公司毛利率大幅下降。

公司是国内风电塔筒法兰龙头，新拓轴承业务打开成长空间。公司主要从事辗制环形锻件、锻制法兰及其他自由锻件等产品的研发、生产和销售，获得了维斯塔斯、通用电气、西门子歌美飒、阿尔斯通、艾默生、三星重工、韩国重山、金风科技、明阳智能、上海电气等国际国内知名厂商的合格供应商资质或进入其供应商目录。在辗制环形锻件市场，公司已成为海上风电塔筒法兰的重要供应商，在全球同行业同类产品处于领先地位，公司也是目前全球较少能制造 7.0MW 及以上海上风电塔筒法兰的企业之一，同时公司已量产 9MW 海上风电塔筒法兰，2021 年公司募资布局风电轴承领域，年产 4,000 套风电轴承，将打开公司成长空间。

风电招标提升明显，预计下半年装机量回暖。根据各家公司公告的不完全统计，2022 年 1-7 月风电项目招标规模达到 56GW，超过去年全年的招标总量，随着下半年风电装机的回暖，尤其是海风项目逐步开工，公司海风法兰盈利水平高于陆风，叠加 5 月份以来原材料价格的持续下降，预计收入端和盈利端将有所改善。

风险提示：新产品拓展不及预期；下游行业需求不及预期；市场竞争加剧。

投资建议：考虑到公司在风电塔筒领域优势地位稳固，切入风电轴承业务打开增量空间，下半年风电基本面转好，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润为 3.72/5.85/8.30 亿元，EPS 1.10/1.72/2.45 元，对应 PE 值 32/20/14 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	2,385	2,293	2,772	4,096	5,290
(+/-%)	66.6%	-3.8%	20.8%	47.8%	29.1%
净利润(百万元)	463	442	372	585	830
(+/-%)	458.5%	-4.6%	-15.8%	57.0%	42.1%
每股收益(元)	2.27	1.30	1.10	1.72	2.45
EBIT Margin	22.0%	15.8%	10.8%	13.3%	15.3%
净资产收益率 (ROE)	30.4%	13.2%	10.3%	14.3%	17.6%
市盈率 (PE)	15.2	26.6	31.5	20.1	14.1
EV/EBITDA	14.0	29.4	35.6	21.3	14.8
市净率 (PB)	4.64	3.52	3.24	2.88	2.49

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

机械设备·通用设备

证券分析师：吴双

联系人：王向远

0755-81981362

0755-81982646

wushuang2@guosen.com.cn wangxiangyuan@guosen.com.cn
S0980519120001

基础数据

投资评级	买入(首次覆盖)
合理估值	
收盘价	32.54 元
总市值/流通市值	14350/11194 百万元
52 周最高价/最低价	57.71/17.69 元
近 3 个月日均成交额	449.93 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

图1: 恒润股份 22H1 营业收入同比下降 31.92%



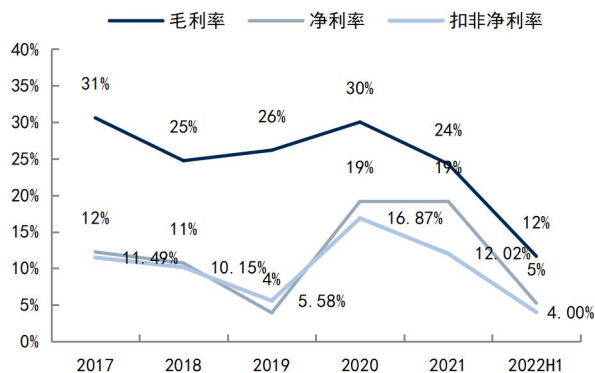
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2: 恒润股份 22H1 归母净利润同比下降 82.52%



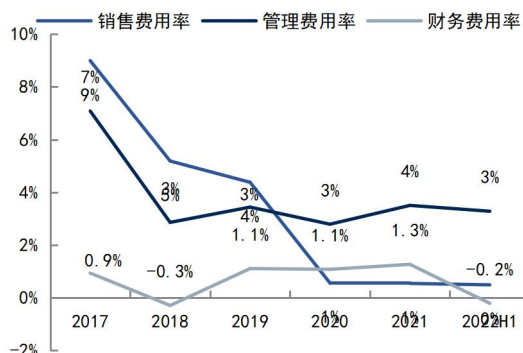
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3: 恒润股份 22H1 盈利能力有所下降



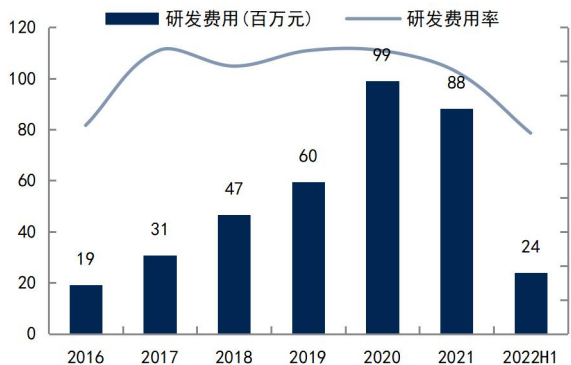
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4: 恒润股份期间费用率有所下降



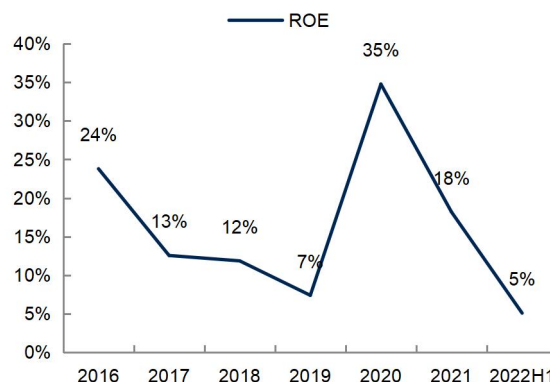
资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 恒润股份研发费用率略有下降



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 恒润股份 ROE 有所下降



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

风电塔筒法兰龙头，风电轴承打开成长空间

恒润股份成立于 2003 年，二十年深耕锻件产品研发，主要从事辗制环形锻件、锻制法兰及其他自由锻件等产品的研发、生产和销售，产品主要应用于风电行业、石化行业、金属压力容器行业、机械行业、船舶、核电等多种行业。通过多年的发展，公司已经成为能够提供高品质、高性能辗制环形锻件、锻制法兰及其他自由锻件的锻造企业，与其自身的不断资金投入、创新能力、生产经验积累、技术储备，以及客户资源的不断开拓与储备密切相关，形成了核心竞争优势。同时公司将顺应国家发展战略，努力发展成为“专、精、特、新”的重要零部件企业。

公司主要经营辗制环形锻件、锻制法兰及其他自由锻件两大业务板块，同时扩展风电轴承业务，打开成长空间。

1) 辗制环形锻件：风电塔筒法兰是风电塔筒的连接件，起支撑和连接作用，是风塔的重要零部件。大直径管道法兰可用于金属压力容器、石化行业等。辗制环形锻件还可以应用于燃气轮机、风力发电等零部件。其他辗制环形锻件主要为回转支承套圈，应用于工程机械。近年来，海上风电的发展带动了海上风电配套产品的迅速发展。公司是国内最早一批给海上风电大功率风机配套塔筒法兰的厂商。公司是目前全球较少能制造 7.0MW 及以上海上风电塔筒法兰的企业之一，已具备了给海上风电大兆瓦风机配套相关产品的能力。

2) 锻制法兰及其他自由锻件：锻制法兰是机械部件之间的连接件，广泛应用于国民经济的各个行业。自由锻件可应用于管道连接、设备连接、设备本体及零部件、模具本体、筒体、电机主轴等。经过多年的发展，公司的生产技术和经验都较为成熟，能够按照客户要求的标准体系，生产德标、美标、日标和国标标准的各种系列产品。同时，公司能够按照客户的特殊定制标准，生产和制造各种规格的“非标”产品。公司目前生产的产品直径范围涵盖了市场上绝大多数产品，从最小的公称直径 DN15 到最大直径 7.5 米。公司可以为客户提供全套口径环形锻件和法兰产品，便于客户集中采购。

3) 风电轴承：风电轴承一般包括变桨轴承、偏航轴承、传动系统轴承（主轴轴承、齿轮箱轴承）。轴承是风电设备的核心零部件，需满足风电设备的恶劣工况和长寿命、高可靠性的使用要求，因此风电轴承具有较高的技术难度，国产替代进程缓慢。公司 2021 年成功募集资金投入年产 4,000 套大型风电轴承生产线项目，布局偏航变桨轴承与主轴轴承，预计在 2022 年四季度实现收入，将打开公司成长空间。

表 1：恒润股份主要子公司业务介绍

公司简称	公司名称	公司类型	主要业务
恒润环锻	江阴市恒润环锻有限公司	子公司	锻件及其他大型精密锻件、不锈钢法兰、碳钢法兰、风力发电机组配套子公司辅机、大型工程施工机械零部件、电控内燃机零部件、精密新型回转密封元器件的制造、加工。
EB	EUROBRUCKE GMBH	子公司	法兰、连接件、锻件及其他类似产品的制造、贸易和销售。
恒宇金属	江阴市恒宇金属材料有限公司	子公司	金属材料、金属制品、机械零部件、机械设备、五金产品的销售。
恒润传动	江阴市恒润传动科技有限公司	子公司	轴承、齿轮和传动部件制造及销售；机械设备销售；机械设备研发；齿子公司轮及齿轮减、变速箱制造；齿轮及齿轮减、变速箱销售；锻件及粉末冶金制品销售。
岚润科技	北京岚润科技开发有限公司	子公司	科技推广和应用服务。

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

表2：恒润股份下游主要客户

应用领域	主要客户
辗制环形锻件	通用电气、西门子、韩国重山、阿尔斯通、中船澄西、AMBAU GmbH、Gamesa Renewable Private Limited、Broadwind Towers, Inc. 等
锻制法兰及其他自由锻件	BORDERLESS Co., Ltd.、艾默生、EUROFLANSCH GMBH、Nautic Steels Limited、Wärtsilä Svanehøj A/S、Miroslavská strojírna spol. s r.o.、江南锻造、双良节能等

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利预测

假设前提

我们的盈利预测基于以下假设条件：

辗制环形锻件：主要产品为辗制法兰和其他辗制件，其中辗制法兰主要为风电塔筒法兰。公司是国内风电塔筒法兰的龙头供应商，大尺寸法兰制造优势显著。2022年为风电平价首年，且受到疫情影响，预计交付量较低，2023-2024年交付预计将稳步增长。我们预计2022-2024年辗制锻件的销售量分别为7.5/9/11.5万吨，单价方面，预计2023-2024年大尺寸法兰交付量逐步增多，单价逐年增加，我们预计2022-2024年公司交付的法兰单价分别为1.9/2.0/2.2万/吨，由此我们预计2022-2024年公司辗制锻件的收入分别为14.25/18/25.3亿元，同比增长12%/26%/41%，毛利率随着大尺寸法兰的交付逐步提升，分别为25%/30%/32%。

锻制法兰及其他自由锻件：公司锻制法兰及锻件应用范围较广，可广泛应用于金属压力容器、石化及管道、机械、船舶等多个行业。公司深耕锻件行业，同时公司扩充轴承业务，业绩未来锻造产品销售保持稳定，我们预计2022-2024年公司销售锻件产品0.9/1.0/1.0吨，单价方面，锻造行业较为稳定，2022年受原材料价格影响价格略高一些，我们预计2022-2024年销售产品单价分别为3.35/3.3/3.2万/吨，由此我们预计2022-2024年公司辗制锻件的收入分别为3.02/3.30/3.52亿元，同比增长-6%/9%/7%，毛利率分别为23%/23.5%/24%。

风电轴承：风电轴承业务可分为公司募投偏航变桨轴承业务及未来可能开拓的主轴承业务。公司依托产业链优势地位，开拓业务进入风电轴承研发领域。随公司轴承工厂产能逐步投产，公司产品逐步放量，我们预计2022-2024年公司分别实现偏航变桨轴承销售套数为500套、2000套、2500套；根据公司公告及同业价格统计，预计2022-2024年公司偏航变桨轴承价格稳定为48.00万元/套。主轴承业务预计2024年以后产生收入。由此我们预计2022-2024年公司风电轴承部分营收分别为2.4/9.6/12亿元，2023-2024年同比增速分别为300%/25%，2022-2024年毛利率分别为17%/19%/21%。

其他：其他业务主要是公司副产品废钢的销售以及其他相关业务。由于公司其他业务与公司整体营收增长正相关，因此我们预计2022-2024年公司其他业务收入分别为8.05/10.06/12.08亿元，同比增长30%/25%/20%，毛利率分别为7%/7.5%/8%。

综上所述，预计公司2022-2024年营收27.72/40.96/52.90亿元，同比增长20.85%/47.80%/29.13%，毛利率分别为18.86%/21.41%/23.49%，毛利5.23/8.77/12.43亿元，同比增长-6.15%/67.78%/41.69%。

表3：恒润股份业务拆分预测

报告期（亿元）	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
辗制环形锻件								
收入	4.8686	6.7716	8.5879	15.1482	12.7020	14.25	18.00	25.30
增速		39.09%	26.82%	76.39%	-16.15%	12%	26%	41%
成本	3.1243	5.0827	6.1552	9.4660	8.4630	10.69	12.60	17.20
毛利	1.74	1.69	2.43	5.68	4.24	3.56	5.40	8.10
毛利率(%)	35.83%	24.94%	28.33%	37.51%	33.37%	25%	30%	32%
占主营业务收入比例	65.73%	57.13%	63.38%	63.53%	55.38%	51.41%	43.94%	47.83%
其他业务								
收入	0.7456	1.8440	1.7705	4.7656	6.1929	8.05	10.06	12.08

增速		147.32%	-3.99%	169.17%	29.95%	30%	25%	20%
成本	0.6301	1.5347	1.3976	4.1893	5.7902	7.49	9.31	11.11
毛利	0.12	0.31	0.37	0.58	0.40	0.56	0.75	0.97
毛利率(%)	15.49%	16.77%	21.06%	12.09%	6.50%	7%	8%	8%
占主营业务收入比例	10.07%	15.56%	13.07%	19.99%	27.00%	29.05%	24.57%	22.83%
锻制法兰及其他自由锻件								
收入	1.7924	3.0105	2.4579	2.9463	3.2027	3.02	3.30	3.52
增速		67.96%	-18.36%	19.87%	8.70%	-6%	9%	7%
成本	1.3868	2.1663	1.7283	2.2032	2.4645	2.32	2.51	2.68
毛利	0.41	0.84	0.73	0.74	0.74	0.69	0.79	0.84
毛利率(%)	22.63%	28.04%	29.68%	25.22%	23.05%	23%	24%	24%
占主营业务收入比例	24.20%	25.40%	18.14%	12.36%	13.96%	10.88%	8.06%	6.65%
轴承								
收入						2.40	9.60	12.00
增速							300%	25%
成本						1.99	7.78	9.48
毛利						0.41	1.82	2.52
毛利率(%)						17%	19%	21%
占主营业务收入比例						8.66%	23.44%	22.69%
营业总收入	7.4067	11.8532	14.3118	23.8451	22.9348	27.72	40.96	52.90
增速		60.03%	20.74%	66.61%	-3.82%	20.85%	47.80%	29.13%
营业总成本	5.1412	8.9216	10.5668	16.6870	17.3647	22.49	32.19	40.47
增速		73.53%	18.44%	57.92%	4.06%	29.51%	43.15%	25.71%
营业总成本/营业总收入	69.41%	75.27%	73.83%	69.98%	76%	81.14%	78.59%	76.51%
毛利率	30.59%	24.73%	26.17%	30.02%	24.29%	18.86%	21.41%	23.49%
毛利	2.27	2.93	3.75	7.16	5.57	5.23	8.77	12.43

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算

未来3年业绩预测

根据以上假设，我们预计2022-2024年归属母公司净利润分别为3.72/5.85/8.30亿元，同比增长-15.8%/57.0%/42.1%。

表4：未来三年盈利预测

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	2385	2293	2772	4096	5290
营业成本	1669	1736	2249	3219	4047
营业税金及附加	13	15	16	22	31
销售费用	13	12	15	21	28
管理费用	66	80	90	129	172
研发费用	99	88	101	159	201
财务费用	26	29	(15)	(11)	(16)
投资收益	(8)	178	57	76	104
资产减值及公允价值变动	94	3	67	55	41
其他收入	(133)	(92)	(101)	(159)	(201)
营业利润	551	510	438	688	971
营业外净收支	(1)	1	(1)	(0)	(0)
利润总额	550	511	438	687	971
所得税费用	93	71	67	106	145
少数股东损益	(6)	(2)	(2)	(3)	(4)
归属于母公司净利润	463	442	372	585	830

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测

估值与投资建议

考虑公司的业务特点，我们采用绝对估值和相对估值两种方法来估算公司的合理价值区间。

绝对估值

首先对资本成本进行假设。

Beta 值：数据样本选取 2014-2022 年风电设备行业公司，通过 Wind 估值算出无杠杆 Beta 为 0.97；

无风险利率：选取最近发行的 10 年期国债利率 2.75%；

股票风险溢价：以道琼斯指数近 20 年的年复合增长率 4.36% 为基准，考虑到我国作为新兴资本市场，给与 3% 的溢价，由此得出股票风险溢价 7.36%。

根据以上主要假设条件，测算得出加权平均资本成本 WACC 为 9.91%，考虑到公司作为成熟、且能稳定产生现金流的企业，故采用 FCFF 估值法对公司进行绝对估值，得出公司合理估值为 41.29 元。

未来 10 年估值假设条件见下表：

表5：绝对估值法资本成本假设

	合理值
无杠杆 Beta	0.97
无风险利率	2.75%
股票风险溢价	7.36%
公司股价	34.62
发行在外股数	339
股票市值 (E)	11740
债务总额 (D)	258
Kd	5.85%
T	15.39%
Ka	9.89%
有杠杆 Beta	0.99
Ke	10.02%
E/(D+E)	97.85%
D/(D+E)	2.15%
WACC	9.91%

资料来源：国信证券经济研究所预测

表6：FCFF 估值表

	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	TV
EBIT	300.1	546.2	810.2	886.5	1,173.3	1,488.4	1,737.7	2,115.0	2,432.9	2,664.1	
所得税税率	15.39%	15.39%	14.89%	15.22%	15.17%	15.10%	15.16%	15.14%	15.13%	15.15%	
EBIT*(1-所得税税率)	253.9	462.1	689.6	751.5	995.3	1,263.7	1,474.2	1,794.7	2,064.7	2,260.6	
折旧与摊销	58.8	73.9	86.8	100.5	114.0	127.6	141.3	154.9	168.5	182.1	
营运资金的净变动	(326.7)	(145.4)	(296.0)	(406.1)	(307.7)	(500.6)	(498.9)	(544.6)	(528.0)	(400.3)	
资本性投资	(158.7)	(185.3)	(226.7)	(190.2)	(200.8)	(205.9)	(199.0)	(201.9)	(202.3)	(201.0)	
FCFF	(172.7)	205.3	253.7	255.8	600.8	684.8	917.6	1,203.1	1,503.0	1,841.4	23,735.8

PV (FCFF)	(157.1)	169.9	191.0	175.2	374.5	388.4	473.5	564.8	642.0	715.6	9,224.0
核心企业价值											
值	12,761.9										
减：净债务	(1,240.3)										
股票价值	14,002.2										
每股价值	41.29										

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理及测算

绝对估值的敏感性分析

该绝对估值相对于 WACC 和永续增长率较为敏感，对折现率与永续增长率设置两档均为 0.2% 的变动幅度，折现率浮动范围为 9.5%-10.3%，永续增长率的变化范围为 1.6%-2.4%，对应计算出绝对估值法下股价的合理变动区间为 37.54-45.88 元。

表7：绝对估值相对折现率和永续增长率的敏感性分析（元）

		WACC 变化				
		9.5%	9.7%	9.91%	10.1%	10.3%
永续增长率变化	2.4%	45.88	44.32	42.85	41.46	40.14
	2.2%	44.96	43.46	42.05	40.71	39.44
	2.0%	44.09	42.65	41.29	40.00	38.78
	1.8%	43.26	41.88	40.57	39.32	38.14
	1.6%	42.48	41.14	39.88	38.68	37.54

资料来源：国信证券经济研究所分析

相对估值

我们选取 4 家风电零部件可比公司，其中日月股份主要业务为风电铸件，大金重工、天顺风能均为风电塔筒的供应商，新强联为国内风电轴承的龙头企业之一，与公司业务具备较强的可比性，故选取上述四家公司作为可比公司。综合考虑可比公司的估值及公司的成长性，我们预计 2022-2024 年归母净利润 3.72/5.85/8.30 亿元，对应 PE 32/20/14 倍，给予恒润股份一年期合理估值 39.64-44.81 元（对应 2023 年 PE 值 23-26X）。

表8：可比公司相对估值（截至 2022 年 8 月 18 日）

证券代码	证券简称	投资评级	总股本（亿股）	总市值（亿元）	收盘价	EPS				PE			
						2020	2021	2022E	2023E	2020	2021	2022E	2023E
300850	新强联	未评级	3.30	311.15	94.37	4.01	2.65	2.16	2.94	23.53	35.61	43.69	32.10
002487	大金重工	未评级	5.56	285.50	51.38	0.84	1.04	1.45	2.35	61.17	49.40	35.43	21.86
603218	日月股份	未评级	9.68	274.02	28.32	1.01	0.69	0.65	1.05	28.04	41.04	43.57	26.97
002531	天顺风能	未评级	18.03	323.01	17.92	0.59	0.73	0.81	1.10	30.37	24.55	22.12	16.29
					平均值	1.61	1.28	1.27	1.86	35.78	37.65	36.20	24.31
603985	恒润股份	买入	4.41	152.63	34.62	2.27	1.30	1.10	1.72	15.24	26.57	31.54	20.09

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理 注：新强联、大金重工、日月股份、天顺风能为 Wind 一致预测

投资建议

综合上述几个方面的估值，我们预计 2022-2024 年归母净利润 3.72/5.85/8.30 亿元，对应 EPS 为 1.10/1.72/2.45 元，当前股价对应 PE 为 39.64-44.81 元，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示

估值的风险

我们采取了绝对估值和相对估值方法，多角度综合得出公司的合理估值在 39.64-44.81 元之间，但该估值是建立在相关假设前提基础上的，特别是对公司未来几年自由现金流的计算、加权平均资本成本（WACC）的计算、TV 的假定和可比公司的估值参数的选定，都融入了很多个人的判断，进而导致估值出现偏差的风险，具体来说：

可能由于对公司显性期和半显性期收入和利润增长率估计偏乐观，导致未来 10 年自由现金流计算值偏高，从而导致估值偏乐观的风险；

加权平均资本成本（WACC）对公司绝对估值影响非常大，我们在计算 WACC 时假设无风险利率为 2.75%、风险溢价 7.36%，可能仍然存在对该等参数估计或取值偏低、导致 WACC 计算值偏低，从而导致公司估值高估的风险；

我们假定未来 10 年后公司 TV 增长率为 2%，公司所处行业可能在未来 10 年后发生较大的不利变化，公司持续成长性实际很低或负增长，从而导致公司估值高估的风险；

相对估值方面：我们选取了与公司业务相同或相近的可比公司的相对估值指标进行比较，选取了可比公司 2023 年平均 PE 做为相对估值的参考，同时考虑公司的龙头地位和成长性，在行业平均动态 PE 的基础上给予溢价，最终给予公司 23 年 24-26 倍 PE 估值，可能未充分考虑市场及该行业整体估值偏高的风险。

原材料价格上涨的风险

公司产品主要原材料为钢材，2020 年以来大宗原材料钢材的价格保持上涨态势，后续仍存在上藏的可能若钢材价格持续维持高位，或者出现大幅上涨，可能对公司的盈利能力造成一定影响。

下游风电装机量下滑的风险

公司主营业务下游主要是风电行业，受风电行业波动影响较大。如风电行业装机需求不能保持增长或出现下降态势，可能对公司业务产生负面影响。

项目建设不及的风险

公司募投项目拟建年产 5 万吨 12MW 风电法兰项目，年产 4000 套风电轴承项目，年产 10 万吨齿轮深加工项目。如整体项目建设进度不及预期，工厂产线未能及时达产，可能对公司业绩产生负面影响。

新产品开拓不及预期的风险

公司募集资金进行风电主轴承、独立变桨轴承、齿轮箱零部件等新产品研发。主轴承研发难度较大，如新产品研发进度和客户拓展不及预期，可能对公司业绩产生负面影响。

市场竞争加剧的风险

我国法兰及锻件生产厂商数量众多，市场集中度较低，市场竞争尤其是低端产品市场竞争较为激烈。若未来市场格局发生变化，或者公司不能保持和提高公司的竞争力，采取适当的竞争策略，公司可能面临市场竞争的风险。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	295	791	841	979	1048	营业收入	2385	2293	2772	4096	5290
应收款项	335	369	497	656	882	营业成本	1669	1736	2249	3219	4047
存货净额	534	405	688	929	1122	营业税金及附加	13	15	16	22	31
其他流动资产	351	169	316	457	528	销售费用	13	12	15	21	28
流动资产合计	1514	2779	3387	4067	4625	管理费用	66	80	90	129	172
固定资产	588	633	803	973	1158	研发费用	99	88	101	159	201
无形资产及其他	84	78	75	72	68	财务费用	26	29	(15)	(11)	(16)
投资性房地产	169	330	330	330	330	投资收益	(8)	178	57	76	104
长期股权投资	332	74	74	74	74	资产减值及公允价值变动	94	3	67	55	41
资产总计	2688	3893	4669	5514	6255	其他收入	(133)	(92)	(101)	(159)	(201)
短期借款及交易性金融负债	521	0	258	260	173	营业利润	551	510	438	688	971
应付款项	258	447	528	829	1017	营业外净收支	(1)	1	(1)	(0)	(0)
其他流动负债	258	88	239	337	355	利润总额	550	511	438	687	971
流动负债合计	1037	535	1025	1426	1545	所得税费用	93	71	67	106	145
长期借款及应付债券	50	0	0	0	0	少数股东损益	(6)	(2)	(2)	(3)	(4)
其他长期负债	55	20	22	19	7	归属于母公司净利润	463	442	372	585	830
长期负债合计	105	20	22	19	7	现金流量表 (百万元)					
负债合计	1142	555	1046	1444	1552	净利润	463	442	372	585	830
少数股东权益	24	0	(1)	(4)	(7)	资产减值准备	(83)	(21)	(1)	(0)	(1)
股东权益	1522	3337	3624	4073	4710	折旧摊销	62	57	59	74	87
负债和股东权益总计	2688	3893	4669	5514	6255	公允价值变动损失	(94)	(3)	(67)	(55)	(41)
关键财务与估值指标						财务费用	26	29	(15)	(11)	(16)
每股收益	2.27	1.30	1.10	1.72	2.45	营运资本变动	(336)	81	(327)	(145)	(296)
每股红利	0.50	0.31	0.25	0.40	0.57	其它	78	19	(1)	(2)	(3)
每股净资产	7.47	9.84	10.69	12.01	13.89	经营活动现金流	89	575	36	456	577
ROIC	25.35%	14.39%	12%	18%	23%	资本开支	0	(81)	(159)	(185)	(227)
ROE	30.42%	13.24%	10%	14%	18%	其它投资现金流	0	(1045)	0	0	0
毛利率	30%	24%	19%	21%	23%	投资活动现金流	(332)	(867)	(159)	(185)	(227)
EBIT Margin	22%	16%	11%	13%	15%	权益性融资	(4)	1454	0	0	0
EBITDA Margin	25%	18%	13%	15%	17%	负债净变化	(22)	(50)	0	0	0
收入增长	67%	-4%	21%	48%	29%	支付股利、利息	(102)	(106)	(86)	(135)	(194)
净利润增长率	459%	-5%	-16%	57%	42%	其它融资现金流	492	(353)	258	2	(87)
资产负债率	43%	14%	22%	26%	25%	融资活动现金流	239	789	172	(133)	(281)
股息率	0.9%	0.9%	0.7%	1.1%	1.7%	现金净变动	(3)	497	50	138	69
P/E	15.2	26.6	31.5	20.1	14.1	货币资金的期初余额	298	295	791	841	979
P/B	4.6	3.5	3.2	2.9	2.5	货币资金的期末余额	295	791	841	979	1048
EV/EBITDA	14.0	29.4	35.6	21.3	14.8	企业自由现金流	0	368	(173)	205	254
						权益自由现金流	0	(35)	98	217	180

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032