

## 二季度盈利修复，硅片产能有望倍增

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布 2022 年半年度报告。22H1 实现营收 49.9 亿元，同比增长 112.5%；归母净利润 3.9 亿元，同比下降 14.6%；扣非净利润 3.6 亿元，同比下降 15.1%。其中二季度实现营收 30.6 亿元，同比增长 143.6%；归母净利润 3.8 亿元，同比增长 59.6%；扣非净利润 3.7 亿元，同比增长 68.9%。二季度业绩恢复增长。
- **乐山拉棒、切方项目逐步投产，乌海基地检修后复产，22Q2 利润同环比恢复增长。** 一季度公司乌海拉晶基地检修，对硅片出货带来一定影响；乐山基地处于爬坡阶段，毛利率水平偏低。二季度公司乌海基地改造完成，乐山基地逐步达产，出货与盈利水平提升。综合盈利能力方面，二季度综合毛利率提升至 24.7%，较一季度提升约 14pp；净利率 12.7%，较一季度提升约 11.7pp。另一方面，2022 年以来硅料价格不断上涨，公司硅片生产成本持续承压，因此 22 年上半年公司硅片业务毛利率较 2021 年整体下降；22H1 公司硅片业务实现营收 40.74 亿元，同比增长 172.6%；但毛利率约 11.6%，较 2021 年下降约 15.2pp。
- **投建乐山二期 22GW 拉棒、切片项目，2023 年底硅片产能有望倍增。** 2021 年 12 月公司公告建设乐山二期拉棒、切片项目，因技术进步和设备升级等原因，规划产能由原 12GW 提升至 22GW，总投资约 53.6 亿元。22 年 8 月，公司公告将原定增项目乌海二期变更为乐山二期，为项目建设提供资金保障，预计 23 年 12 月投产。当前公司硅片产能规模超 20GW，因此 23 年底乐山二期项目投产后，公司硅片产能规模将超过 42GW，较当前产能规模翻倍增长。
- **新能源发电业务盈利保持稳定。** 截至 2022 年 6 月末，公司已并网的新能源发电站累计装机 1.4GW，其中光伏电站累计装机 1.3GW，风力发电站累计装机 148.5MW。22H1 公司新能源发电业务实现营收 6.5 亿元，同比下降 14.5%，但毛利率提升至 61.4%，较 2021 年提升约 2.7pp。
- **盈利预测与投资建议:** 公司乌海与乐山一期项目爬坡完成后盈利趋于稳定，2023 年乐山二期 22GW 硅片投产，后期硅片出货有望倍增。我们预计未来三年公司归母净利润 CAGR 为 49.1%，给予公司 23 年 20 倍 PE，目标价 13.4 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 公司产能未能如期释放；原材料成本持续上涨，公司盈利能力下降的风险；全球装机不及预期，硅片产量不及预期的风险；政策变化的风险。

| 指标/年度         | 2021A   | 2022E    | 2023E    | 2024E    |
|---------------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 5525.60 | 13245.00 | 17470.00 | 27445.00 |
| 增长率           | 36.23%  | 139.70%  | 31.90%   | 57.10%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 828.16  | 876.25   | 1626.91  | 2744.81  |
| 增长率           | 88.17%  | 5.81%    | 85.67%   | 68.71%   |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.34    | 0.36     | 0.67     | 1.14     |
| 净资产收益率 ROE    | 8.11%   | 7.58%    | 12.51%   | 17.80%   |
| PE            | 28      | 27       | 14       | 8        |
| PB            | 2.16    | 2.03     | 1.80     | 1.52     |

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

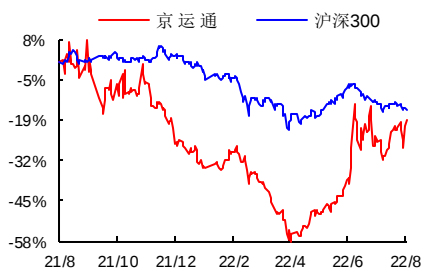
分析师: 韩晨  
执业证号: S1250520100002  
电话: 021-58351923  
邮箱: hch@swsc.com.cn

分析师: 敖颖晨  
执业证号: S1250521080001  
电话: 021-58351917  
邮箱: ayc@swsc.com.cn

联系人: 池天惠  
电话: 13003109597  
邮箱: cth@swsc.com.cn

联系人: 谢尚师  
电话: 021-58351679  
邮箱: xss@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

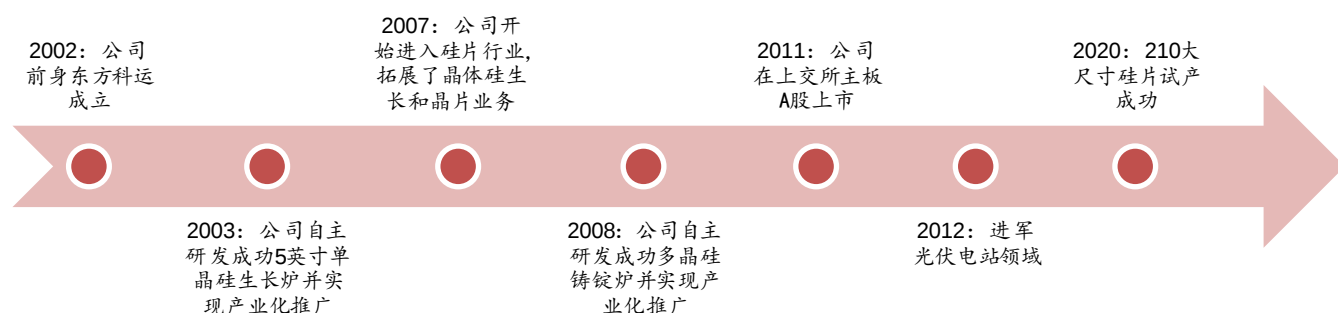
|              |            |
|--------------|------------|
| 总股本(亿股)      | 24.15      |
| 流通 A 股(亿股)   | 24.15      |
| 52 周内股价区间(元) | 5.17-13.16 |
| 总市值(亿元)      | 239.53     |
| 总资产(亿元)      | 218.72     |
| 每股净资产(元)     | 4.47       |

### 相关研究

## 1 光伏设备起家，硅片业务盈利触底回升

**光伏设备起家，技术实力雄厚。**公司成立于2002年，是一家以光伏设备制造业务为核心、硅片材料、新能源发电和节能环保四大产业综合发展的集团化企业。2003年公司自主研发成功5英寸单晶硅生长炉并实现产业化推广，打破了同类产品被国外公司垄断的格局，此后相继推出6英寸、6.5英寸、8英寸单晶硅生长炉。着眼于光伏产业链垂直整合的趋势，公司于2007年开始进入硅片行业，拓展了晶体硅生长和晶片业务。2008年公司自主研发成功多晶硅铸锭炉并实现产业化推广，迅速占领市场，成为仅次于美国GT公司的国内第二大供应商。2011年公司在上交所主板A股成功上市。2012年公司进军光伏电站领域，陆续在宁夏、浙江、山东、吉林等地投建太阳能光伏电站。2017年公司开始主攻硅片领域，自主开发的210mm尺寸大硅片于2020年试产成功，硅片产品尺寸覆盖市场主流需求。

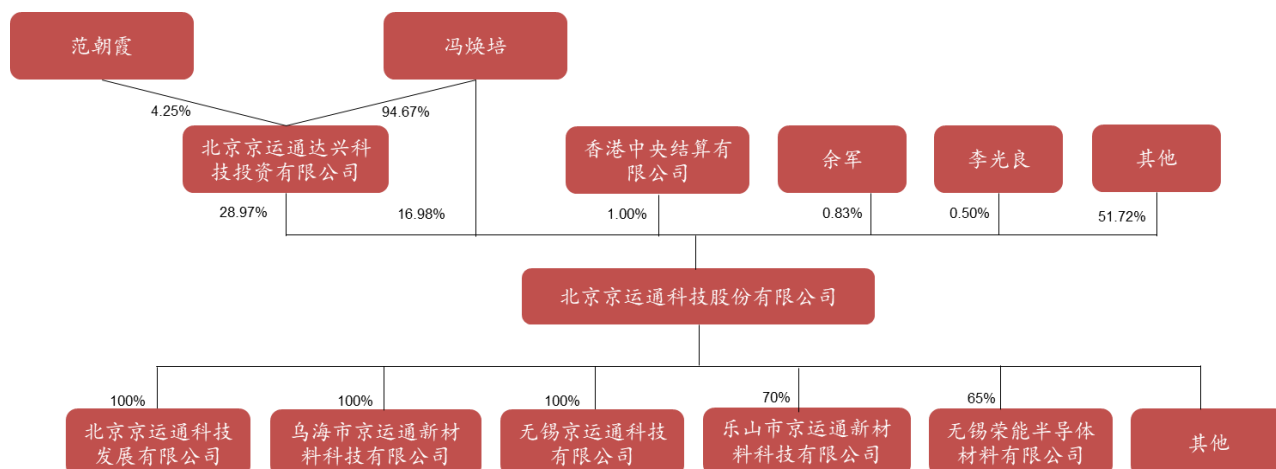
图1：公司主要发展历程



数据来源：公司公告，西南证券整理

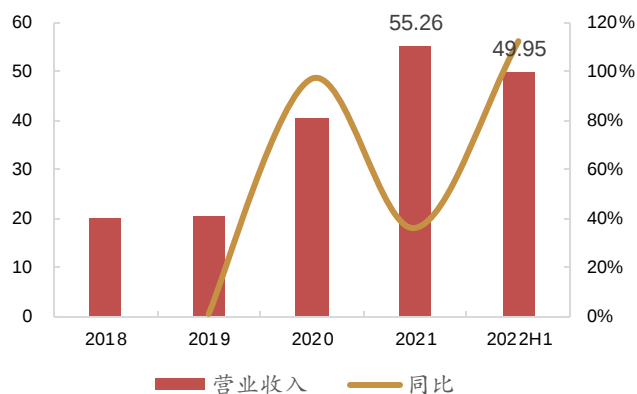
**公司股权结构稳定，董事长冯焕培先生为实际控制人。**截至2022年6月末，公司董事长冯焕培通过直接持股方式持有公司17%的股份，另与其妻范朝霞通过控股股东北京京运通达兴科技投资有限公司间接持有公司29%的股份。实际控制人冯焕培、范朝霞夫妇持股比例合计约46%，股权结构相对稳定。

图2：公司实控人为董事长冯焕培先生

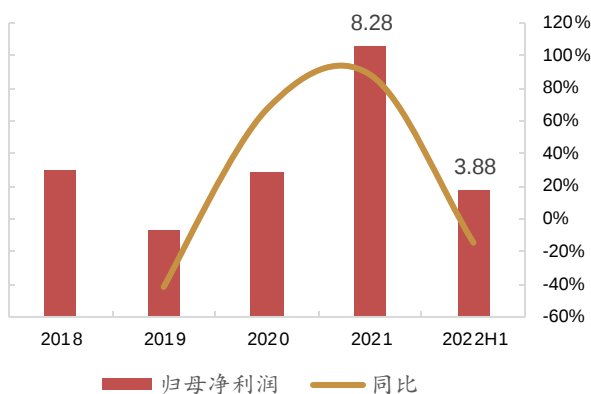


数据来源：Wind，西南证券整理

**公司营收规模稳步增长。**得益于近两年光伏市场的需求爆发，公司营收规模逐年增长。2020、2021 公司营收增速为 97.2%、37.2%；归母净利润增速分别达到 67.1%、88.2%。2022H1 公司实现营收 49.9 亿元，同比增长 112.5%；实现归母净利润 3.9 亿元，同比下降 14.6%。2022H1 公司归母净利润同比减少主要受原材料价格上涨、乐山一期爬产、一季度乌海基地检修等内外因素叠加影响。

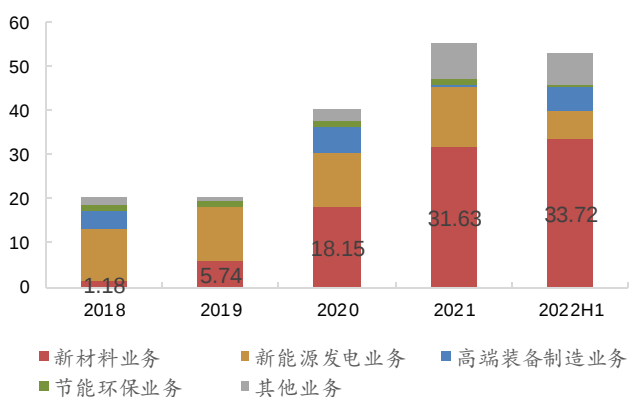
**图 3：2022H1 营收增至 49.95 亿元，同比增长 112%（亿元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

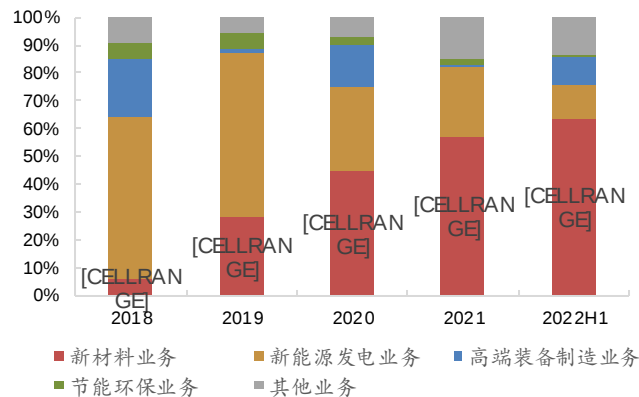
**图 4：2022H1 原材料成本上涨，归母净利润 3.88 亿元（亿元）**


数据来源：Wind，西南证券整理

**新材料业务成为战略发展方向。**公司主营业务包括新材料业务（硅棒、硅片）、新能源发电业务、高端装备业务及节能环保业务。从营收构成与占比来看，公司自 2017 年开始大力布局硅片业务以来，硅片营收逐年增加，从 2018 年的 1.2 亿元增至 2022H1 的 33.7 亿元，占总营收比例提升至 67.5%。新能源发电业务稳步发展，2022H1 实现营收 6.45 亿元。高端装备业务主要采用以销定产模式，同时优先供应新材料业务扩张所需，对外销售减少。

**图 5：2022H1 新材料业务营收达 33.72 亿元（亿元）**


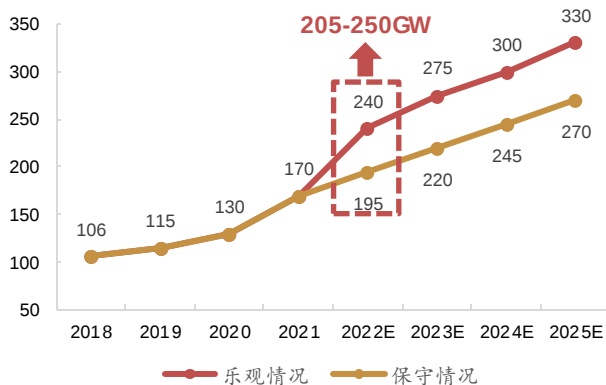
数据来源：Wind，西南证券整理

**图 6：公司各业务营收占比**


数据来源：Wind，西南证券整理

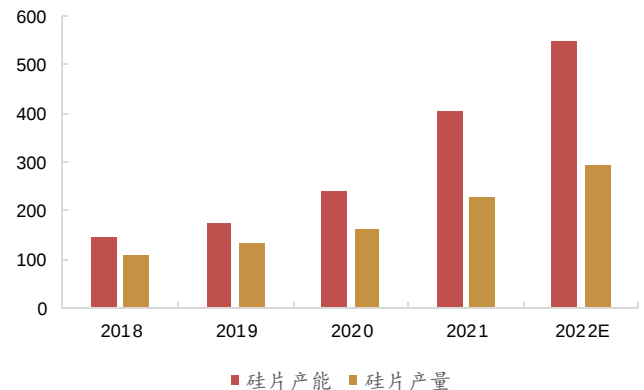
**光伏行业加速成长，硅片产能不断扩张。**随着越来越多的国家提出“碳中和”的气候目标，发展包括光伏在内的可再生能源已成为全球共识，推动全球光伏市场持续高速增长。CPIA 上修 2022 年全球光伏新增装机预期至 205-250GW（此前预期 195-240GW），全球光伏市场发展或将开启加速模式。光伏行业快速增长，带动硅片需求和产能的快速扩张。截至 2021 年底，中国大陆企业硅片产能约 407.2GW，占全球的 98.1%；产量达 226.6GW，占全球的 97.3%。2022H1 我国硅片产量 152.8GW，同比增长 45.5%。硅片行业市场空间广阔。

图 7: CPIA 预期 2022 年全球光伏新增装机 205-250GW (GW)



数据来源: CPIA, 西南证券整理

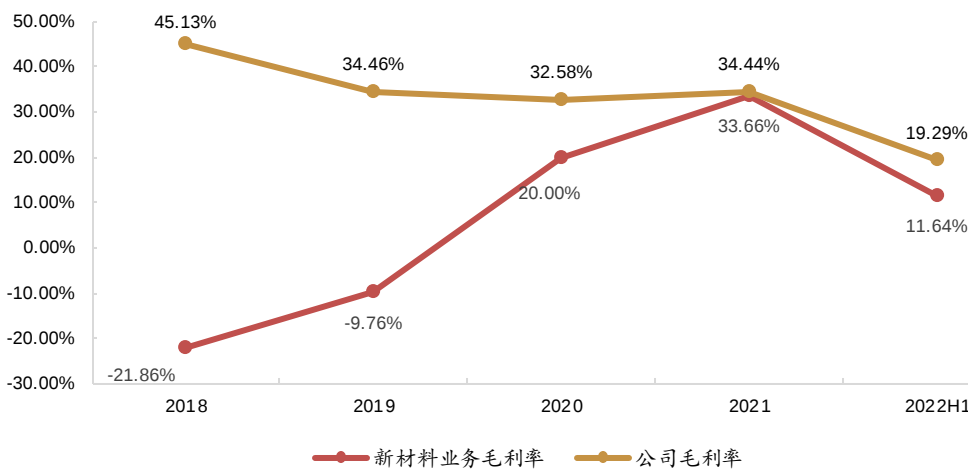
图 8: 中国大陆企业硅片产能产量加速扩张 (GW)



数据来源: CPIA, 西南证券整理

硅片业务稳步推进, 盈利能力有望提升。2022 年一季度公司乐山一期处于爬产阶段, 毛利水平偏低或不稳定, 同时乌海基地一季度升级检修, 设备分批停炉, 影响出货量及毛利水平, 叠加硅料价格大幅增长, 公司硅片生产成本增加。二季度乌海项目恢复生产, 毛利率已企稳回升。展望下半年, 乐山项目逐渐供应稳定增量, 硅料价格趋于稳定, 公司硅片业务盈利有望继续提升。

图 9: 公司硅片业务毛利率整体呈上升趋势, 22H1 受检修和爬坡影响有所下降



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

硅片产能持续扩张, 出货量有望持续增长。2022H1 公司四川乐山一期 12GW 拉棒、切片项目逐步达产, 乌海基地经检修升级后实际产能提升至 8.5GW 左右。其中, 乐山一期 12GW 拉棒项目与高测在机加和切片方面合作。2022 年 8 月公司将部分原定增项目资金投入已取得关键手续的“乐山二期 22GW 高效单晶硅棒、切片项目”, 在一定程度上保障产能建设资金需求。乐山二期预计 2023 年 12 月投产, 届时公司切片产能将达到 42GW, 充分保障未来硅片出货量。

表 1：乐山二期 22GW 硅片产能预计于 2023 年底投产

| 生产基地 | 项目                    | 年产能（GW） | 投产时间   | 备注         |
|------|-----------------------|---------|--------|------------|
| 乌海   | 乌海一期拉棒项目              | 8.5     | ——     |            |
| 乐山   | 乐山一期 12GW 拉棒、切方项目     | 12      | 2022Q1 |            |
|      | 乐山二期 22GW 高效单晶硅棒、切片项目 | 22      | 2023Q4 | 2021.12 公告 |
| 无锡   | 年产 10GW 大尺寸光伏硅片项目     | 10      | 2021Q4 | 切片产能       |

数据来源：公司公告，西南证券整理

**单晶炉自供，年内与晶澳签订 5 亿元销售合同。**公司以晶体生长设备业务起家，高端装备业务主要产品包括单晶硅生长炉、金刚线开方机、金刚线切片机等光伏设备，区熔单晶硅炉、碳化硅晶体生长设备等半导体设备。公司光伏生产设备的技术水平始终处于行业领先地位，拉棒业务均使用自产设备进行生产，降低投资成本。公司最新设备 JD-1600 全自动软轴单晶炉可控制 12 英寸及以下单晶，适配 210 大尺寸；同时预留 CCZ 连续投料接口，后续或可规模化采用连续投料方式进行拉棒生产。公司与龙头企业合作关系稳定，单晶炉产品主要客户包括晶澳、上机、协鑫等，已于 2022H1 与曲靖晶澳签订 5.4 亿元设备销售合同。

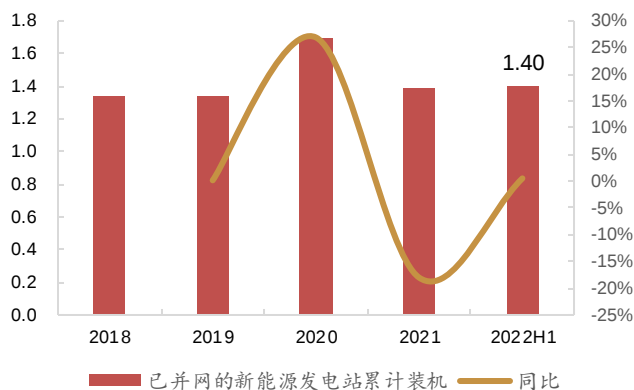
表 2：2022 年公司与曲靖晶澳签订 5.4 亿元设备销售合同

| 对方公司 | 合同类型     | 设备                | 签约/投产时间    | 总金额（亿元）  |
|------|----------|-------------------|------------|----------|
| 曲靖晶澳 | 设备销售合同   | 软轴全自动单晶炉及单晶生长控制系统 | 2022.02.16 | 5.4（含税）  |
| 宁夏协鑫 | 产能提升技改项目 | 66 台 JD1200 型单晶炉  | 2019.12    | 1.41     |
| 上机数控 | 供需合同     | 软轴单晶炉及单晶炉控制系统     | 2019.08.13 | 4.41（含税） |
| 北京晶澳 | 设备供需合同   | 软轴单晶硅炉、多晶铸锭炉      | 2016.12.28 | 2.76（含税） |

数据来源：公司公告，西南证券整理

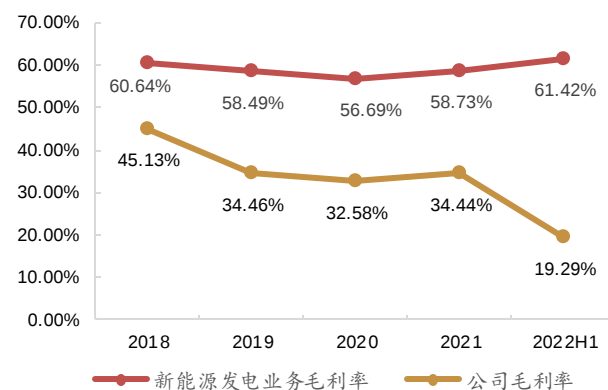
**新能源发电业务盈利稳定。**公司于 2012 年开始进军光伏电站领域，至 2018 年已并网的光伏电站（含地面电站和分布式电站）和风力发电站累计装机容量达到 1.34GW。“531”后公司及时调整业务拓展方向，以已投建项目的收尾工作为主，装机容量增速放缓，几无新增光伏电站。2020 年公司新增装机部分主要为存量在建电站并网后实现的增量。至 2022H1 公司已并网的新能源发电站累计装机容量仅达到 1.40GW。同时，得益于集中运营维护、精细化管理等科学方法的持续运用，2018 至 2022H1 公司新能源发电业务毛利率水平基本维持在 60%左右，盈利能力突出。

图 10：公司 2018 年以来基本无新增光伏电站（GW）



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 11：公司新能源发电业务毛利率一直维持高位



数据来源：公司公告，西南证券整理

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设：

假设 1: 根据公司硅片产能投建节奏, 2022~2024 年公司硅片销量分别为 12GW、20GW、40GW, 盈利能力随硅料价格下降和产能爬坡结束而提升, 2022~2024 年公司硅片毛利率分别为 15%、18%、20%。

假设 2: 得益于与曲靖晶澳 5.4 亿元单晶炉销售合同, 2022~2024 年公司光伏设备（高端装备业务）销量分别为 500/400/400 台, 毛利率稳定在 28%。

假设 3: 电力和其他业务收入和盈利能力保持稳定。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 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 |     | 2021A   | 2022E   | 2023E   | 2024E   |
|---------|-----|---------|---------|---------|---------|
| 高端装备业务  | 收入  | 21.6    | 750.0   | 560.0   | 520.0   |
|         | 增速  | -96.46% | 3366.4% | -25.3%  | -7.1%   |
|         | 毛利率 | 28.6%   | 28.0%   | 28.0%   | 28.0%   |
| 硅片      | 收入  | 3162.9  | 9600.0  | 14000.0 | 24000.0 |
|         | 增速  | 59.25%  | 203.5%  | 45.8%   | 71.4%   |
|         | 毛利率 | 26.83%  | 15.00%  | 18.00%  | 20.00%  |
| 电力      | 收入  | 1387.3  | 1300.0  | 1300.0  | 1300.0  |
|         | 增速  | 8.1%    | -6.3%   | 0.0%    | 0.0%    |
|         | 毛利率 | 58.7%   | 60.0%   | 60.0%   | 60.0%   |
| 其他      | 收入  | 953.8   | 1595.0  | 1610.0  | 1625.0  |
|         | 增速  | 134.6%  | 67.2%   | 0.9%    | 0.9%    |
|         | 毛利率 | 29.9%   | 20.0%   | 20.0%   | 20.0%   |
| 合计      | 收入  | 5525.6  | 13245.0 | 17470.0 | 27445.0 |
|         | 增速  | 36.2%   | 139.7%  | 31.9%   | 57.1%   |
|         | 毛利率 | 34.4%   | 18.9%   | 21.6%   | 22.0%   |

数据来源: Wind, 西南证券

### 2.2 相对估值

我们选取光伏硅片与设备环节的三家公司作为可比公司, 三家公司 2023 年平均 PE 为 20 倍。公司乌海与乐山一期项目爬坡完成后盈利趋于稳定, 2023 年乐山二期 22GW 硅片投产, 后期硅片出货有望倍增。预计未来三年公司归母净利润 CAGR 为 49.1%, 我们给予公司 23 年 20 倍 PE, 目标价 13.4 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） |       |       |       |
|-----------|--------|--------|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |        |        | 21A    | 22E  | 23E   | 24E   | 21A   | 22E   | 23E   | 24E   |
| 002129.SZ | TCL 中环 | 50.95  | 1.25   | 2.01 | 2.52  | 3.14  | 33.48 | 25.40 | 20.23 | 16.23 |
| 600481.SH | 双良节能   | 17.12  | 0.19   | 0.54 | 0.85  | 1.11  | 52.79 | 31.98 | 20.03 | 15.45 |
| 603185.SH | 上机数控   | 151.99 | 6.22   | 6.31 | 10.69 | 12.76 | 26.85 | 24.10 | 14.22 | 11.91 |
| 平均值       |        |        |        |      |       |       | 33.48 | 25.40 | 20.23 | 16.23 |

数据来源：Wind，西南证券整理

**附表：财务预测与估值**

| 利润表（百万元）      | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           | 现金流量表（百万元）        | 2021A           | 2022E           | 2023E          | 2024E           |
|---------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-------------------|-----------------|-----------------|----------------|-----------------|
| 营业收入          | 5525.60         | 13245.00        | 17470.00        | 27445.00        | 净利润               | 879.12          | 876.25          | 1626.91        | 2744.81         |
| 营业成本          | 3622.63         | 10741.91        | 13691.20        | 21394.40        | 折旧与摊销             | 616.30          | 858.40          | 891.76         | 906.03          |
| 营业税金及附加       | 36.81           | 52.98           | 78.62           | 137.23          | 财务费用              | 460.53          | 210.70          | 258.81         | 361.36          |
| 销售费用          | 35.08           | 291.39          | 401.81          | 548.90          | 资产减值损失            | -7.59           | -20.00          | -20.00         | -20.00          |
| 管理费用          | 426.87          | 927.15          | 1135.55         | 1783.93         | 经营营运资本变动          | -818.07         | -4249.14        | -1534.48       | -4988.40        |
| 财务费用          | 460.53          | 210.70          | 258.81          | 361.36          | 其他                | -436.00         | -123.59         | -10.00         | -10.00          |
| 资产减值损失        | -7.59           | -20.00          | -20.00          | -20.00          | <b>经营活动现金流净额</b>  | <b>694.30</b>   | <b>-2447.38</b> | <b>1213.00</b> | <b>-1006.20</b> |
| 投资收益          | 113.94          | 30.00           | 30.00           | 30.00           | 资本支出              | 1178.45         | -200.00         | -200.00        | -100.00         |
| 公允价值变动损益      | 1.03            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 其他                | -2357.52        | 375.53          | -24.44         | -0.37           |
| 其他经营损益        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>投资活动现金流净额</b>  | <b>-1179.07</b> | <b>175.53</b>   | <b>-224.44</b> | <b>-100.37</b>  |
| <b>营业利润</b>   | <b>1068.94</b>  | <b>1030.88</b>  | <b>1914.01</b>  | <b>3229.19</b>  | 短期借款              | 785.38          | 1198.73         | -232.00        | 2690.81         |
| 其他非经营损益       | -3.87           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 长期借款              | -255.55         | 50.00           | 100.00         | 100.00          |
| <b>利润总额</b>   | <b>1065.07</b>  | <b>1030.88</b>  | <b>1914.01</b>  | <b>3229.19</b>  | 股权融资              | 2434.19         | 0.00            | 0.00           | 0.00            |
| 所得税           | 185.95          | 154.63          | 287.10          | 484.38          | 支付股利              | 0.00            | -165.63         | -175.25        | -325.38         |
| 净利润           | 879.12          | 876.25          | 1626.91         | 2744.81         | 其他                | 286.58          | -1320.44        | -258.81        | -361.36         |
| 少数股东损益        | 50.96           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | <b>筹资活动现金流净额</b>  | <b>3250.59</b>  | <b>-237.34</b>  | <b>-566.06</b> | <b>2104.07</b>  |
| 归属母公司股东净利润    | 828.16          | 876.25          | 1626.91         | 2744.81         | <b>现金流量净额</b>     | <b>2765.24</b>  | <b>-2509.19</b> | <b>422.50</b>  | <b>997.50</b>   |
|               |                 |                 |                 |                 |                   |                 |                 |                |                 |
| 资产负债表（百万元）    | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           | 财务分析指标            | 2021A           | 2022E           | 2023E          | 2024E           |
| 货币资金          | 3833.69         | 1324.50         | 1747.00         | 2744.50         | <b>成长能力</b>       |                 |                 |                |                 |
| 应收和预付款项       | 3223.23         | 3166.90         | 4129.38         | 6475.75         | 销售收入增长率           | 36.23%          | 139.70%         | 31.90%         | 57.10%          |
| 存货            | 1622.72         | 4296.76         | 5476.48         | 8557.76         | 营业利润增长率           | 114.16%         | -3.56%          | 85.67%         | 68.71%          |
| 其他流动资产        | 1542.17         | 3907.25         | 5017.94         | 7542.06         | 净利润增长率            | 96.43%          | -0.33%          | 85.67%         | 68.71%          |
| 长期股权投资        | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | EBITDA 增长率        | 38.59%          | -2.13%          | 45.93%         | 46.73%          |
| 投资性房地产        | 44.41           | 44.41           | 44.41           | 44.41           | <b>获利能力</b>       |                 |                 |                |                 |
| 固定资产和在建工程     | 10381.19        | 9751.91         | 9089.28         | 8312.38         | 毛利率               | 34.44%          | 18.90%          | 21.63%         | 22.05%          |
| 无形资产和开发支出     | 237.71          | 209.46          | 181.20          | 152.94          | 三费率               | 16.69%          | 10.79%          | 10.28%         | 9.82%           |
| 其他非流动资产       | 986.49          | 985.62          | 984.76          | 983.89          | 净利率               | 15.91%          | 6.62%           | 9.31%          | 10.00%          |
| <b>资产总计</b>   | <b>21871.61</b> | <b>23686.81</b> | <b>26670.44</b> | <b>34813.68</b> | ROE               | 8.11%           | 7.58%           | 12.51%         | 17.80%          |
| 短期借款          | 1594.43         | 2793.16         | 2561.16         | 5251.97         | ROA               | 4.02%           | 3.70%           | 6.10%          | 7.88%           |
| 应付和预收款项       | 2681.28         | 3822.24         | 4886.39         | 7639.31         | ROIC              | 14.12%          | 9.73%           | 13.46%         | 18.01%          |
| 长期借款          | 309.70          | 359.70          | 459.70          | 559.70          | EBITDA/销售收入       | 38.83%          | 15.85%          | 17.54%         | 16.38%          |
| 其他负债          | 6443.63         | 5158.52         | 5758.34         | 5938.42         | <b>营运能力</b>       |                 |                 |                |                 |
| <b>负债合计</b>   | <b>11029.04</b> | <b>12133.63</b> | <b>13665.59</b> | <b>19389.40</b> | 总资产周转率            | 0.29            | 0.58            | 0.69           | 0.89            |
| 股本            | 2414.60         | 2414.60         | 2414.60         | 2414.60         | 固定资产周转率           | 0.53            | 1.38            | 1.88           | 3.17            |
| 资本公积          | 4905.76         | 4905.76         | 4905.76         | 4905.76         | 应收账款周转率           | 2.24            | 5.59            | 7.58           | 8.15            |
| 留存收益          | 3522.58         | 4233.20         | 5684.86         | 8104.29         | 存货周转率             | 2.97            | 3.56            | 2.80           | 3.05            |
| 归属母公司股东权益     | 10782.70        | 11493.31        | 12944.98        | 15364.41        | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 39.24%          | —               | —              | —               |
| 少数股东权益        | 59.87           | 59.87           | 59.87           | 59.87           | <b>资本结构</b>       |                 |                 |                |                 |
| <b>股东权益合计</b> | <b>10842.57</b> | <b>11553.19</b> | <b>13004.85</b> | <b>15424.28</b> | 资产负债率             | 50.43%          | 51.23%          | 51.24%         | 55.69%          |
| 负债和股东权益合计     | 21871.61        | 23686.81        | 26670.44        | 34813.68        | 带息债务/总负债          | 17.26%          | 25.98%          | 22.11%         | 29.97%          |
|               |                 |                 |                 |                 | 流动比率              | 1.77            | 1.86            | 1.98           | 1.82            |
|               |                 |                 |                 |                 | 速动比率              | 1.49            | 1.23            | 1.32           | 1.21            |
|               |                 |                 |                 |                 | 股利支付率             | 0.00%           | 18.90%          | 10.77%         | 11.85%          |
| 业绩和估值指标       | 2021A           | 2022E           | 2023E           | 2024E           | <b>每股指标</b>       |                 |                 |                |                 |
| EBITDA        | 2145.77         | 2099.98         | 3064.58         | 4496.58         | 每股收益              | 0.34            | 0.36            | 0.67           | 1.14            |
| PE            | 28.14           | 26.59           | 14.32           | 8.49            | 每股净资产             | 4.47            | 4.76            | 5.36           | 6.36            |
| PB            | 2.16            | 2.03            | 1.80            | 1.52            | 每股经营现金            | 0.29            | -1.01           | 0.50           | -0.42           |
| PS            | 4.22            | 1.76            | 1.33            | 0.85            | 每股股利              | 0.00            | 0.07            | 0.07           | 0.13            |
| EV/EBITDA     | 9.52            | 11.15           | 7.44            | 5.47            |                   |                 |                 |                |                 |
| 股息率           | 0.00%           | 0.71%           | 0.75%           | 1.40%           |                   |                 |                 |                |                 |

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  
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

### 行业评级

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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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 | 总经理助理/销售总监   | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn      |
|    | 崔露文 | 高级销售经理       | 15642960315  | 15642960315 | clw@swsc.com.cn      |
|    | 王昕宇 | 高级销售经理       | 17751018376  | 17751018376 | wangxy@swsc.com.cn   |
|    | 高宇乐 | 销售经理         | 13263312271  | 13263312271 | gylyf@swsc.com.cn    |
|    | 薛世宇 | 销售经理         | 18502146429  | 18502146429 | xsy@swsc.com.cn      |
|    | 岑宇婷 | 销售经理         | 18616243268  | 18616243268 | cyrlyf@swsc.com.cn   |
|    | 张玉梅 | 销售经理         | 18957157330  | 18957157330 | zymyf@swsc.com.cn    |
| 北京 | 李杨  | 销售总监         | 18601139362  | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn     |
|    | 张岚  | 销售副总监        | 18601241803  | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
|    | 杜小双 | 高级销售经理       | 18810922935  | 18810922935 | dxsyf@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理         | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
|    | 王宇飞 | 销售经理         | 18500981866  | 18500981866 | wangyuf@swsc.com     |
| 广深 | 郑龔  | 广州销售负责人/销售经理 | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 销售经理         | 17628609919  | 17628609919 | xyy@swsc.com.cn      |
|    | 张文锋 | 销售经理         | 13642639789  | 13642639789 | zwf@swsc.com.cn      |
|    | 陈韵然 | 销售经理         | 18208801355  | 18208801355 | cyrlyf@swsc.com.cn   |
|    | 龚之涵 | 销售经理         | 15808001926  | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn   |
|    | 陈慧玲 | 销售经理         | 18500709330  | 18500709330 | chl@swsc.com.cn      |