

钧达股份 (002865.SZ)

无评级
定增获证监会受理，全面转型光伏电池业务
◆ 公司研究 · 公司快评
◆ 电力设备 · 光伏设备
◆ 投资评级：无评级

证券分析师：	王蔚祺	010-88005313	wangweiqi2@guosen.com.cn	执证编码：S0980520080003
证券分析师：	李恒源	021-60875174	lihengyuan@guosen.com.cn	执证编码：S0980520080009
联系人：	王昕宇	021-60375422	wangxinyu6@guosen.com.cn	

事项：

近期公司公告收到中国证监会出具的《中国证监会行政许可申请受理单》。中国证监会对公司提交的 2022 年度非公开发行股票的申请进行了审查，认为该申请材料齐全，符合法定形式，决定予以受理。

国信电新观点：

1) 钧达股份此前主营汽车饰件业务，通过一系列资产重组，一方面分步收购电池厂商捷泰科技的 100% 股权（2021 年 9 月收购 51%，2022 年 7 月收购剩余 49%），另一方面剥离汽车饰件业务。本次定增募集资金主要方向是支付收购捷泰科技 49% 股权的对价，完成后公司将全面转型光伏电池业务。

2) 捷泰科技是具备技术领先优势的专业化光伏电池厂商，根据 pv infolink 信息，2022 年上半年捷泰科技全球电池片出货排名第五（不含一体化企业）。未来捷泰科技将利用资本市场资源，深化全球合作，加快科技创新，扩大产能规模，目标是成为全球领先的光伏电池企业。截至 2022 年 6 月底，公司拥有 PERC 电池产能 8.8GW，此外滁州 N 型 TOPCon 电池项目一期 8GW 产能已于 7 月投产，二期 8GW 项目亦在规划中。公司作为 N 型 TOPCon 路线的先驱者之一，有望享受 N 型电池变革初期的技术红利。

3) 我们预计公司 22-24 年电池片出货量 9.9/17.3/24.1GW，其中 N 型 TOPCon 出货量 2.3/10.0/17.3GW。预计公司 22-24 年归母净利润 4.68/11.24/17.48 亿元，其中 22 年扭亏为盈（21 年主要由于原汽车饰件业务带来亏损），23/24 年归母净利润同比增长 140.3%/55.5%（22 年 1-7 月捷泰科技 51% 并表，23 年全年 100% 并表），预计 22-24 年归母净利润对应当前 PE 为 59.4/24.7/15.9 倍。

风险提示：原材料供应和价格波动，导致毛利率下行的风险；公司产能扩张速度或产能利用率不及预期的风险；新型电池技术路线迭代的风险；市场开拓不及预期的风险；国际贸易形势产生不利变化的风险；下游组件商向上一体化导致需求减弱的风险；单一客户占比相对较高的风险

评论：
◆ 公司此前主营汽车饰件业务，通过资产重组收购捷泰科技进入光伏领域

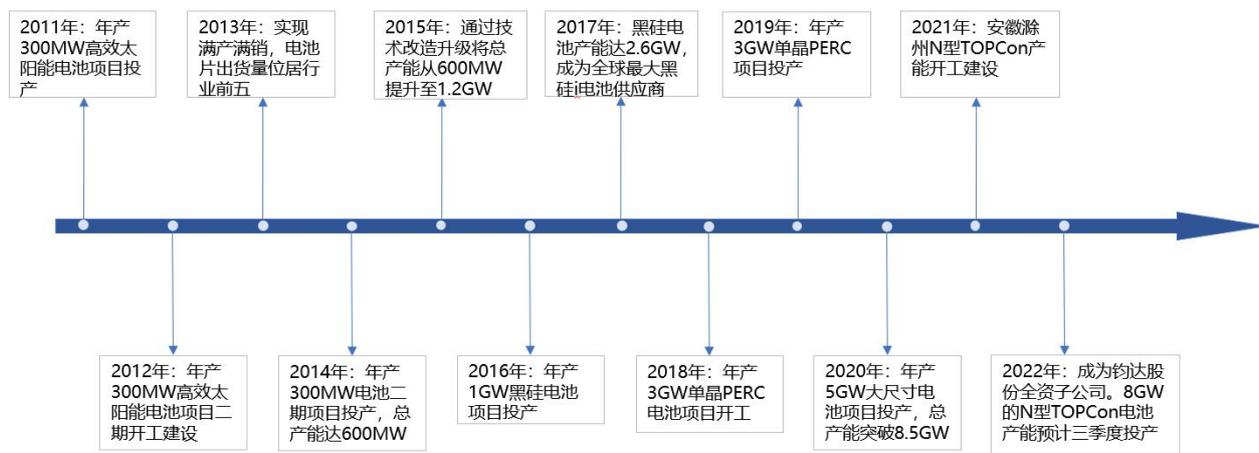
公司此前主营汽车饰件业务，于 2021 年 9 月收购上饶捷泰新能源科技 51% 的股权，进入光伏电池领域。2022 年 6 月，公司公告拟通过支付现金的方式受让宏富光伏持有的捷泰科技 33.97% 股权，交易金额 10.53 亿元；通过协议转让方式受让苏泊尔集团持有的捷泰科技 15.03% 股权，交易金额 4.66 亿元。2022 年 7 月 28 日，捷泰科技股权过户的工商登记手续办理完毕，上市公司持有捷泰科技 100% 股权。同时，公司向实际控制人杨氏家族出售与汽车饰件业务相关的资产组，相关交易已于 2022 年 6 月 10 日完成交割。公司通过资产重组，完成了主营业务从汽车饰件向光伏电池的转变。

1、历史沿革

海南钧达汽车饰件股份有限公司成立于 2003 年，原主营业务为汽车塑料内外饰件的研发。2021 年公司收购了捷泰科技 51% 的股权，主营业务新增光伏电池片业务，2022 年公司剥离原汽车饰件业务资产组，未来

将专注于发展光伏业务。捷泰科技前身是展宇科技，专注于光伏电池的研发、生产和销售。

图1：捷泰科技历史沿革

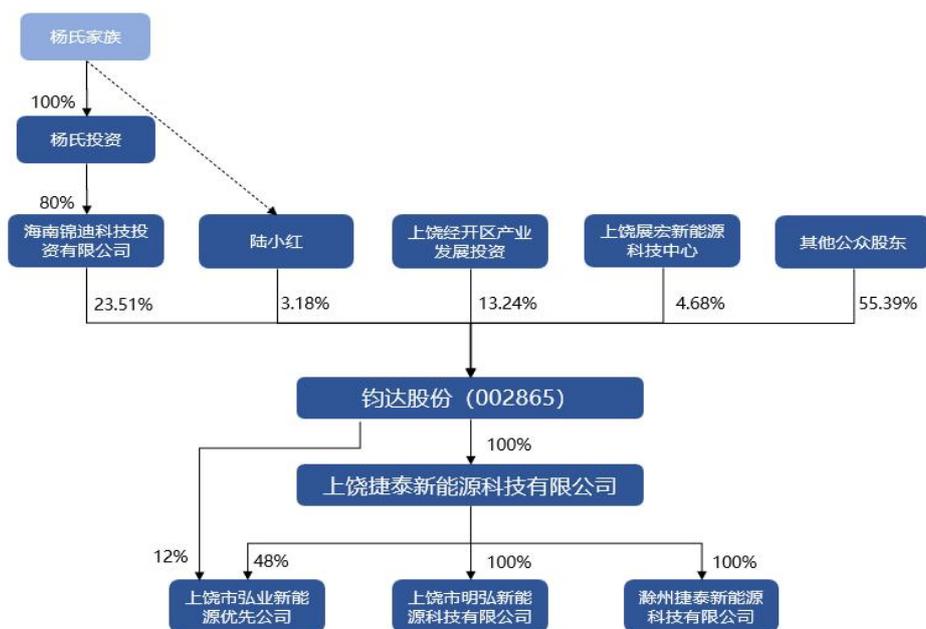


资料来源：捷泰科技官网、钧达股份相关公告，国信证券经济研究所整理

2、股权结构

钧达股份实际控制人为杨氏家族，具体为家族9名自然人组成的一致行动人，其中包括钧达股份现任副董事长、副总经理徐晓平先生，非执行董事陆小红女士和徐勇先生。杨氏家族通过杨氏投资间接控制上市公司23.51%的股权，同时陆小红女士直接持有3.18%股份，实际控制人杨氏家族合计控制钧达股份26.69%的股权。此外，上饶经济技术开发区产业发展投资有限公司持有13.24%股权，上饶展宏新能源科技中心持有4.68%股权。其他55.39%股权为社会公众持股。

图2：钧达股份股权结构示意图



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

3、股权激励

公司分别于 2021 年 11 月和 2022 年 5 月披露了两次股票期权激励计划草案，授予数量分别为 330.5 万份和 280.9 万份，合计约占公司当前总股本的 4.32%。两次股票期权计划的激励对象均为捷泰科技高管及核心管理、技术、业务人员。2021 年股票期权计划的行权价格为 40.40 元/股，2022 年股票期权计划的行权价格为 60.92 元/股。股权激励项目的实施，有利于绑定公司高管及核心员工的利益，激发员工积极性，促进公司平稳转型以及未来光伏业务快速发展。

表 1: 2021 年股票期权计划授予情况

姓名	时任职务	获授的股票期权数量（万份）	占授予股票期权总量比例	占总股本比例
张满良	董事、副总经理，捷泰科技总经理	22	6.66%	0.16%
郑洪伟	董事、副总经理，捷泰科技副总经理兼董秘	20	6.05%	0.14%
白玉馨	捷泰科技副总经理	12	3.63%	0.08%
捷泰科技核心管理、技术、业务人员（107 人）		231.6	70.08%	1.64%
预留		44.9	13.59%	0.32%
合计		330.5	100.00%	2.34%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

表 2: 2022 年股票期权计划授予情况

姓名	时任职务	获授的股票期权数量（万份）	占授予股票期权总量比例	占总股本比例
张满良	董事、总经理，捷泰科技总经理	20	6.05%	0.14%
郑彤	董事、董事会秘书，捷泰科技总经理助理	6	1.82%	0.04%
黄发连	财务总监，捷泰科技财务总监	12	3.63%	0.08%
捷泰科技核心管理、技术、业务人员（133 人）		185.9	56.25%	1.31%
预留		57	17.25%	0.40%
合计		280.9	84.99%	1.98%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

公司两次股权激励计划的等待期均为自授予之日起 12 个月、24 个月、36 个月，行权比例分别 30%/30%/40%。公司总经理张满良先生因其岗位重要性，其所获授的股票期权等待期延长为 48 个月、60 个月，行权比例分别为 50%/50%。两次股权激励计划的公司层面业绩考核要求也相同，具体如下表所示：

表 3: 公司两次股票期权计划行权时间和业绩考核目标

行权期	行权时间	行权比例	业绩考核目标
第一个行权期	自首次授予日起 12 个月后的首个交易日起，至首次授予日起 24 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2022 年度子公司捷泰科技实现净利润不低于 27,000 万元
第二个行权期	自首次授予日起 24 个月后的首个交易日起，至首次授予日起 36 个月内的最后一个交易日当日止	30%	2023 年度子公司捷泰科技实现净利润不低于 31,000 万元
第三个行权期	自首次授予日起 36 个月后的首个交易日起，至首次授予日起 48 个月内的最后一个交易日当日止	40%	2024 年度子公司捷泰科技实现净利润不低于 38,000 万元

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 主营光伏电池业务，N 型 TOPCon 量产先驱

1、领先的专业化电池厂商，多次位列行业前五

捷泰科技专注于高效太阳能电池研发、制造、销售和服务于一体，致力于为客户提供高性能，高可靠性，满足 IEC 双倍标准的高效太阳能电池产品，目标成为全球领先的专业化电池片厂商。公司深耕光伏电池行业多年，前身为展宇科技。根据 PV infolink 信息，公司多年位列电池片出货（不含一体化企业）排名前五。

表4: 近几年光伏电池片出货量前五排名 (不含一体化企业)

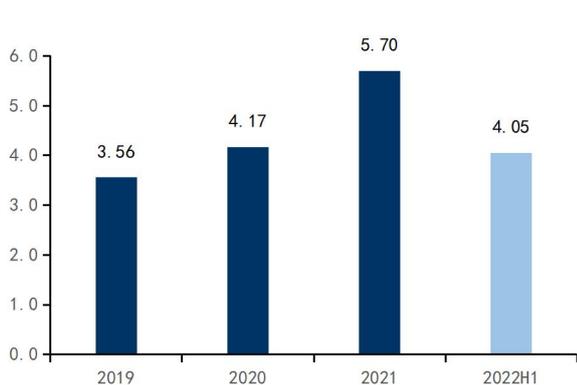
排名	2018年	2019年	2020年	2021年	2022H1
1	通威	通威	通威	通威	通威
2	爱旭	爱旭	爱旭	爱旭	爱旭
3	展宇(捷泰)	中宇	润阳	润阳	润阳
4	联合再生能源	展宇(捷泰)	潞安	中宇	中润(中宇)
5	茂迪	润阳	中宇	潞安	捷泰

资料来源: PVinfolink、wind, 国信证券经济研究所整理

2、产能快速增长, 结构持续优化

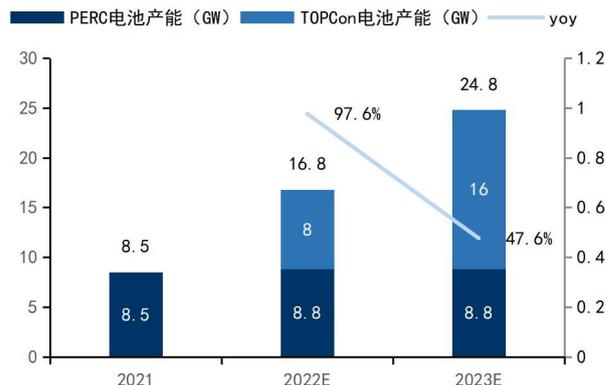
截至 2022 年 6 月底, 公司拥有大尺寸 PERC 电池产能 8.8GW, 位于江西上饶。公司在滁州的 N 型 TOPCon 电池生产基地总规划规模 16GW, 截至 7 月底项目一期 8GW 已投产, 二期 8GW 未来或视市场情况择机启动建设。基于滁州基地的产能投放进度, 我们预期公司 2022/2023 年底产能分别为 16.8/24.8GW, 同比增长 97.6%/47.6%, N 型 TOPCon 产能占比分别为 47.6%/64.5%。此外, 公司始终致力于优化产能结构, 提高生产价值, 公司于 2020 年底停产多晶电池, 全面转向单晶, 并且在 2022 年对 3.8GW 的 PERC 产能进行大尺寸改造。

图3: 捷泰科技近三年一期电池片出货量 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图4: 公司电池产能规模及结构 (GW)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理和预测

3、N 型 TOPCon 量产进度领先行业, 有望享受技术红利

公司是 N 型 TOPCon 电池技术路线先驱者之一, 截至目前, 公司滁州 N 型 TOPCon 电池生产基地一期 8GW 已投产, 2022 年可贡献一定的 N 型电池出货。N 型组件在下游市场已经取得良好的认可度, 国内招标市场中部分项目的 N 型组件溢价 (相对于 P 型组件) 达到 0.1 元/W。成本端, 从中环的硅片报价来看, N 型硅片与 P 型硅片的单瓦价格基本趋同, 未来随着 N 型电池转换效率进一步提升, N 型硅片单瓦价格将低于 P 型硅片。

表5: N 型硅片与 P 型硅片单 W 成本测算 (基于 TCL 中环 7 月 21 日报价数据)

规格	厚度 (μm)	假设电池转换效率	单片功率 (W)	单片价格 (元/片)	单瓦价格与 P 型 155 厚度价差 (元/W)	厚度价差 (元/W)
210P	155	23.50%	10.36	9.93	0.958	0.000
210N	150	24.50%	10.80	10.42	0.964	0.006
210N	150	24.70%	10.89	10.42	0.957	-0.002
210N	150	25.00%	11.03	10.42	0.945	-0.013

资料来源: 报价数据来自 TCL 中环官网及官方微信, 国信证券经济研究所整理和测算

综上，从售价、成本两方面来看，N型 TOPCon 的经济性愈发凸显，在量产方面领先的企业有望在 N 型电池导入初期享受较高的技术红利。捷泰科技 PERC 电池产能较少，滁州一期 8GW 达产后，公司 N 型电池占比即接近 50%，未来还将继续大比例提升。

4、与晶科能源保持良好合作关系，同时优化客户结构

捷泰科技前身名为展宇科技，与晶科能源合作紧密，晶科能源一直是捷泰科技的第一大客户和第一大供应商。捷泰科技从晶科能源购买硅片，加工成电池片之后再销售给晶科能源或其他相关客户。与晶科能源多年的紧密合作，帮助公司在先进技术、生产工艺、员工队伍、产品认可等方面积累了一定的竞争优势。从 2020 年和 2021 年数据来看，捷泰科技对晶科能源单一客户的销售额占营业收入比重从 44.00% 降至 40.9%，前五大客户占营业收入比重从 73.6% 降至 70.9%。以往公司产能规模较小，单一客户占比较高具备一定合理性，未来捷泰科技有望依托资本市场进行规模的快速扩张，适度降低客户集中度符合公司的发展需要。

表6: 公司 2020、2021 年度前五大客户情况

序号	客户名称	销售额 (亿元)	占主营业务收入比例
2021 年度			
1	晶科能源	19.93	40.92%
2	锦州润阳	5.64	11.58%
3	尚德电力	4.81	9.87%
4	晶隆新能源	2.59	5.31%
5	英利能源	1.58	3.24%
合计		34.55	70.92%
2020 年度			
1	晶科能源	12.24	44.02%
2	英利能源	3.42	12.29%
3	中电建国际	2.32	8.33%
4	江苏弘德	1.39	4.99%
5	阳光能源	1.09	3.92%
合计		20.46	73.55%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

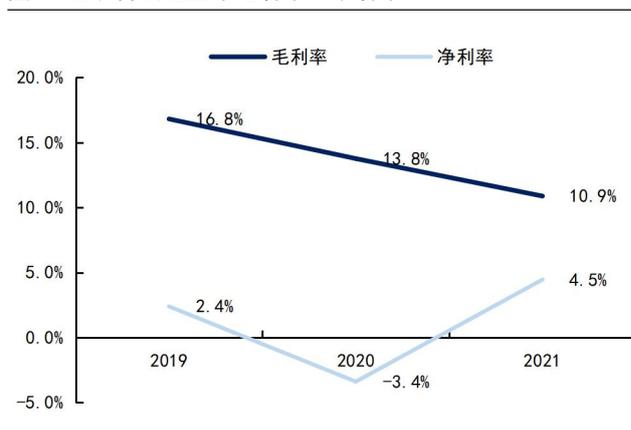
◆ 营收规模快速增长，期间费用率稳中有降

捷泰科技 2021 年营业收入 50.5 亿元，同比大幅增长 81.6%，我们认为主要有三方面原因：一是出货增长，公司电池片出货的同比增速 36.7%；二是产品结构优化，2020 年公司销售产品中有 1.5GW 多晶电池片，占当年公司电池片销量的 36%，2021 年开始公司生产和销售 100% 为单晶电池；三是原材料价格上涨带动电池片售价提升。利润率方面，公司近三年毛利率连续下降，部分原因是产品售价提升，利润率指标分母变大。净利率 2020 年为负，主要是公司从 2020 年 12 月开始全面停产多晶电池并处置相关固定资产，造成资产减值损失 3.33 亿元。公司 2021 年净利率 4.5%，显著高于 2019 年的 2.4%，体现公司费用管控能力的提升。

图5: 捷泰科技近三年营业收入及同比增速 (亿元)



图6: 捷泰科技近三年毛利率和净利率

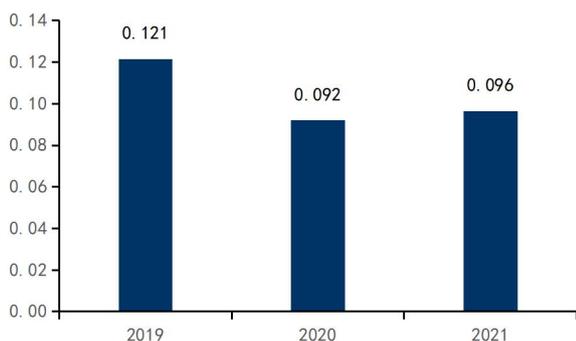


资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理

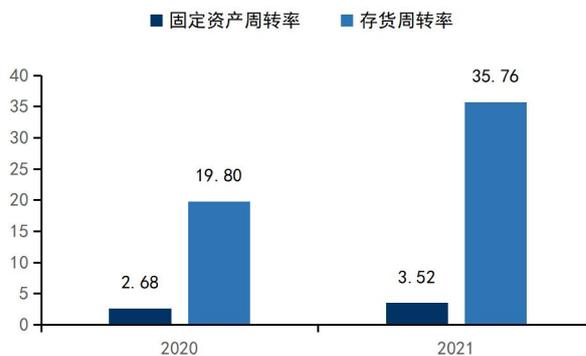
2019-2021 年公司电池片单瓦毛利分别为 0.121/0.092/0.096 元/W，2021 年同比略有提升，从行业层面来看，未来电池片环节盈利有望进一步修复，同时随着公司 TOPCon 产品开始量产、销售，有望带动单瓦盈利能力显著提升。从周转率指标来看，2021 年公司的固定资产周转率 3.52 次/年，存货周转率 35.76 次/年，同比均显著提升。

图7：捷泰科技近三年单瓦毛利（元/W）



资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理

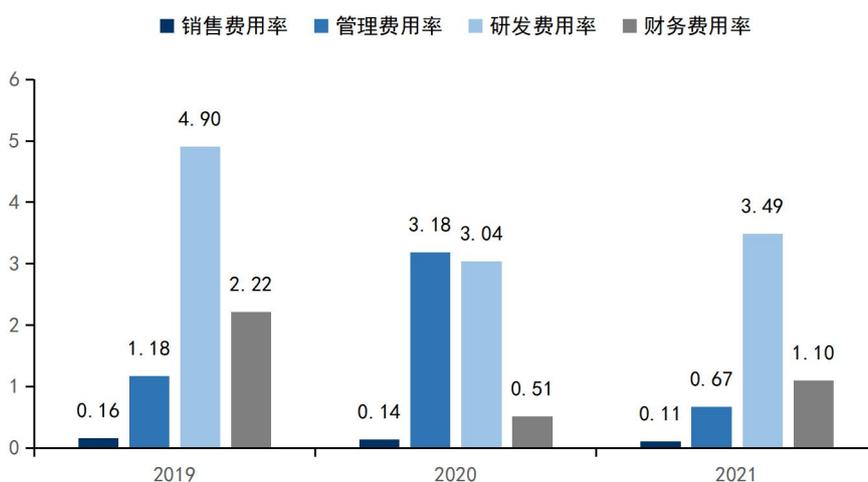
图8：捷泰科技部分周转率指标（次/年）



资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理

公司处在光伏制造产业链中间环节，下游客户集中，并且以往晶科能源单一客户占比相对较高，公司销售费用率一直处在较低水平。管理费用率，2020 年为 3.18%显著高于其他年份，主要是公司当年实施了员工激励计划，一次性计入管理费用 4745 万元，占营业收入比重约 1.7%。2021 年管理费用率为 0.67%，比往年年度显著改善。公司在研发方面的投入一直较高，近三年研发费用率始终高于其他三项费用率之和（2020 年管理费用中剔除员工激励计划计算），体现出公司对技术工艺研发的重视，也帮助公司在 N 型 TOPCon 技术路线中占得一定先机。财务费用率以往年份波动较大，随着公司资本市场融资渠道的拓宽，未来有望逐步趋稳。

图9：捷泰科技近三年各项费用率（%）



资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理

◆ 定增加码 TOPCon 工艺研发，强化 N 型电池技术竞争力

公司本次非公开发行股票目及资金总额 28.3 亿元，其中 15.19 亿元用于收购捷泰科技 49% 股权，8.11 亿元用于补流或偿还银行借款，另有 5 亿元投入位于滁州的 N 型 TOPCon 光伏电池研发中试项目，对 N 型 TOPCon 电池生产、工艺技术领域的选择性发射极（SE）工艺开发、正背面钝化介质制备工艺开发、全背面接触钝化高效电池等课题进行研究，以进一步提升 TOPCon 系列电池产品效率、降低生产成本并提升 TOPCon 电池的中试生产能力，打造成本、效率、良率等方面的市场竞争力，为该产品的规模化产业化生产打下良好基础。

表7：公司本次非公开发行股票募集资金使用计划

序号	项目名称	拟使用募集资金金额（亿元）
1	收购捷泰科技 49% 股权	15.19
2	高效 N 型太阳能电池研发中试项目	5.00
3	补充流动资金及偿还银行借款	8.11
合计		28.30

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

◆ 盈利预测

光伏行业高景气，未来随着硅料供给释放，行业装机空间打开，电池片环节一方面整体需求放量，另一方面盈利性有望提升。N 型电池片导入期，目前市场认可度较好，未来相关企业有望充分享受技术红利。我们预计公司 PERC 为 8.8GW 保持不变，N 型 TOPCon 年底产能 22-24 年分别为 8/16/24GW。盈利性方面，预计电池片环节 2022、2023 年取得一定盈利修复，2024 年随着行业 N 型产能增加，传统 PERC 产品单瓦盈利有所下降；随着技术工艺的成熟和下游市场的开拓，TOPCon 电池片较 PERC 电池片的单瓦毛利优势逐年提升至 2025 年接近稳定。具体主营业务预测如下表所示：

表8：公司营收毛利拆分

	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
PERC 电池片					
出货量 (GW)	5.7	7.7	7.2	6.8	6.4
增速	36.9%	34.1%	-5.6%	-5.9%	-6.3%
收入 (百万元)	4864	7925	6141	4692	4335
增速	97.2%	62.9%	-22.5%	-23.6%	-7.6%
毛利 (百万元)	513	811	795	612	510
增速		58.0%	-2.0%	-23.0%	-16.7%
毛利率	10.5%	10.2%	12.9%	13.0%	11.8%
单瓦毛利 (元)	0.09	0.11	0.11	0.09	0.08
N 型 TOPCon 电池片					
出货量 (GW)	0	2.3	10.1	17.3	24.5
增速			348.0%	71.4%	41.7%
收入 (百万元)	0	2421	8971	12787	17870
增速			270.6%	42.5%	39.8%
毛利 (百万元)	0	284	1411	2419	3182
增速			397.8%	71.4%	31.5%
毛利率	0.0%	11.7%	15.7%	18.9%	17.8%
单瓦毛利 (元)		0.13	0.14	0.14	0.13
合计					
出货量 (GW)	5.7	9.9	17.3	24.1	30.9
增速	36.9%	73.6%	74.8%	39.2%	28.1%
主营业务收入 (百万元)	4864	10346	15112	17479	22205
增速		112.7%	46.1%	15.7%	27.0%
毛利 (亿元)	513	1094	2206	3031	3692
增速		113.3%	101.6%	37.4%	21.8%
毛利率	10.5%	10.6%	14.6%	17.3%	16.6%

资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理和预测

在上述主营业务收入和毛利预测的基础上，我们对公司期间费用、税率、股利分配比率等预测如下：

表9：公司盈利预测假设条件

指标	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入增长率	233.5%	261.3%	46.1%	15.7%	27.0%
营业成本/营业收入	88.0%	89.4%	85.4%	82.7%	83.4%
销售费用/营业收入	0.7%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
管理费用/营业收入	4.6%	1.6%	1.4%	1.2%	1.0%
研发费用/营业收入	4.3%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
营业税及附加/营业收入	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
所得税税率	-32.9%	15.0%	15.0%	15.0%	15%
股利分配比率	0.0%	10.0%	10.0%	15.0%	20%

资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理和预测

综上所述，我们预计 22-24 年公司整体营业收入分别为 103.5/151.1/174.8 亿元，同比增长 261.3%/46.1%/15.7%，综合毛利率分别为 10.6%/14.6%/17.3%。毛利率的快速提升，一方面由于公司 N 型电池产品占比快速提升，产品结构优化，另一方面光伏产业链进入降价周期，原材料价格和产品售价均下降，带动毛利率提升。预计公司 22-24 年归属母公司净利润分别为 4.68/11.23/17.47 亿元，2022 年扭亏为盈，2023/2024 年归母净利润同比增速分别为 140.3%/55.5%。公司近两年经历资产重组，对归母净利润影响较大，同比数据的参考性较低。2021 年汽车饰件业务亏损，捷泰科技虽并表贡献收入利润，但持股比例仅 51%；2022 年上半年完成了汽车饰件业务的剥离，下半年实现对捷泰科技的 100%控股。随着公司资产重组的完成，业务结构趋于稳定，未来的收入利润将直接体现光伏电池业务经营情况。

表10：未来 3 年盈利预测表（百万元）

指标	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
营业收入	2863	10346	15112	17479	22205
营业成本	2521	9252	12907	14448	18513
综合毛利率	12.0%	10.6%	14.6%	17.3%	16.6%
销售费用	20	52	76	87	111
管理费用	132	170	211	205	230
研发费用	123	310	453	524	666
财务费用	45	66	89	96	84
营业利润	-101	668	1322	2056	2524
利润总额	-101	668	1322	2056	2524
归属于母公司净利润	(179)	468	1124	1748	2146
EPS	-1.30	3.30	7.94	12.35	15.16
ROE	-10.1%	29.9%	41.1%	42.7%	36.7%

资料来源：公司公告、wind，国信证券经济研究所整理和预测

◆ 风险提示

盈利预测的风险

- 1、原材料供应和价格波动，导致毛利率下行的风险
- 2、公司产能扩张速度或产能利用率不及预期的风险
- 3、新型电池技术路线迭代的风险
- 4、下游头部组件企业自建电池片产能增加，使得光伏电池片市场需求减弱的风险
- 5、单一客户占比相对较高的风险

政策风险

光伏产品有较大比例用于出口，部分国家的关税政策和贸易政策对公司产品销售和盈利影响较大，可能存在国际贸易形势恶化导致公司产销量不达预期的风险。

市场风险

光伏电池环节受到来自一体化组件商的挤压，排名靠前的一体化组件商提高电池自产比例，给专业化电池片厂商市场开拓形成压力。

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	333	491	591	691	791	营业收入	858	2863	10346	15112	17479
应收款项	214	217	425	621	718	营业成本	648	2521	9252	12907	14448
存货净额	189	438	709	1035	1197	营业税金及附加	9	15	31	45	52
其他流动资产	108	442	740	1033	1156	销售费用	34	20	52	76	87
流动资产合计	858	1682	2915	4004	4555	管理费用	86	132	170	211	205
固定资产	471	2653	4088	5509	6747	研发费用	53	123	310	453	524
无形资产及其他	141	300	318	336	354	财务费用	38	45	66	89	96
其他长期资产	332	1337	1035	1360	1398	投资收益	21	(8)	0	0	0
长期股权投资	56	44	44	44	44	资产减值及公允价值变动	(16)	(103)	203	(10)	(10)
资产总计	1858	6015	8400	11252	13097	其他收入	29	106	0	0	0
短期借款及交易性金融负债	111	559	1417	2003	1851	营业利润	6	(101)	668	1322	2056
应付款项	369	1417	1725	2392	2653	营业外净收支	9	(0)	0	0	0
其他流动负债	51	949	1567	2042	2119	利润总额	15	(101)	668	1322	2056
流动负债合计	579	3018	4813	6588	6798	所得税费用	2	33	100	198	308
长期借款及应付债券	214	192	192	192	192	少数股东损益	0	44	100	0	0
其他长期负债	17	1200	1200	1200	1200	归属于母公司净利润	14	(179)	468	1124	1748
长期负债合计	230	1393	1393	1393	1393	现金流量表（百万元）					
负债合计	810	4411	6205	7981	8190	净利润	14	(179)	468	1124	1748
少数股东权益	0	602	703	703	703	资产减值准备	(10)	(100)	203	(10)	(10)
股东权益	1048	1002	1492	2569	4204	折旧摊销	57	87	257	431	614
负债和股东权益总计	1858	6015	8400	11252	13097	公允价值变动损失	0	0	0	0	0
关键财务与估值指标						财务费用	38	45	66	89	96
每股收益	0.11	(1.30)	3.30	7.94	12.35	营运资本变动	119	1325	(198)	201	(89)
每股红利	0.05	(0.16)	0.33	0.79	1.85	其它	(129)	(553)	(37)	99	106
每股净资产	8.14	11.69	15.50	23.12	34.67	经营活动现金流	50	581	693	1845	2368
ROIC	2%	4%	16%	30%	33%	资本开支	(120)	(154)	(1710)	(1870)	(1870)
ROE	1%	-10%	30%	41%	43%	其它投资现金流	139	(408)	302	(325)	(38)
毛利率	25%	12%	11%	15%	17%	投资活动现金流	20	(562)	(1408)	(2195)	(1908)
EBIT Margin	3%	2%	5%	9%	12%	权益性融资	127	139	0	0	0
EBITDA Margin	10%	5%	8%	12%	16%	负债净变化	(56)	(199)	859	585	(152)
收入增长	4%	234%	261%	46%	16%	支付股利、利息	(12)	(7)	22	(47)	(112)
净利润增长率	-21%	-1419%	-362%	140%	55%	其它融资现金流	39	(178)	859	585	(152)
资产负债率	44%	73%	74%	71%	63%	融资活动现金流	21	(112)	815	450	(360)
股息率	0.0%	-0.1%	0.2%	0.4%	1.0%	现金净变动	91	(93)	100	100	100
P/E	1816.1	(146.8)	57.8	24.0	15.5	货币资金的期初余额	241	333	491	591	691
P/B	23.5	16.3	12.3	8.3	5.5	货币资金的期末余额	333	491	591	691	791
EV/EBITDA	300.8	219.2	42.2	18.9	12.7	企业自由现金流	80	1328	(1199)	(29)	493
						权益自由现金流	85	1185	(396)	481	259

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