

乾景园林 (603778.SH) 国晟能源入主，乘异质结电池之风而起

2023 年 01 月 01 日

——中小盘首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）
任浪（分析师）

renlang@kysec.cn

证书编号：S0790519100001

日期 2022/12/28

当前股价(元)	6.66
一年最高最低(元)	7.86/2.77
总市值(亿元)	42.81
流通市值(亿元)	42.81
总股本(亿股)	6.43
流通股本(亿股)	6.43
近 3 个月换手率(%)	494.49

中小盘研究团队

● 国晟能源入主并收购资产切入光伏领域

国晟能源拟以 4.12 元/股的价格受让乾景园林 8%股份，并以 2.43 元/股认购公司非公开发行的 1.93 亿股股份。股份转让和定增顺利实施后，国晟能源将持有公司总股本的 29.23%，成为公司新控股股东及实控人。同时，乾景园林拟以 1.54 亿元向国晟能源购买江苏国晟世安等四家公司 51%股权及安徽国晟世安等三家公司 100%股权。国晟能源顺利入主后，公司全面转型介入新能源异质结电池领域，随着公司产能迅速扩张，未来收入有望持续高增。我们预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 0.11 /0.25/0.42 亿元，对应 EPS 为 0.02/0.04/0.07 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 378.9 /170.7/102.0 倍，首次覆盖给予“买入”评级。

● 异质结：下一代光伏电池大规模量产在即

异质结电池转换效率上限高，在光照稳定性、弱光发电性能、温度系数、热损耗等性能优秀，且加工良率高、降本路线清晰，是具有潜力的下一代光伏技术路线。目前异质结电池技术不断进步，在银浆成本上已有银包铜、铜电镀等解决方案，转换效率最高已达 26.81%。随着技术进步和产能扩张，异质结电池有望进一步降本，国内外厂商纷纷布局。据各公司公告、官网，目前国内现有异质结电池产能约 4.7GW，规划产能约 72.9GW。现有产能中，华晟新能源（2.7GW）、通威股份（1.4GW）、金刚玻璃（1.2GW）和东方日升（0.5GW）产能位居前列。

● 国晟能源：异质结电池领先厂商，产能与订单加速落地

国晟能源是迅速崛起为异质结电池产业化领先企业，公司聘请以张忠卫博士为首的研发团队，技术与研发实力强劲。乘异质结电池之风，公司产能扩张与订单加速落地。公司远期计划全国布局建设 30GW 电池、30GW 组件和相关产业链项目，目前已投产异质结组件产能 1GW，近期正规划落地异质结电池产能 2GW、异质结组件产能 4GW。并且公司已同中广核、中国电力等央企签署战略合作协议，与拜泉县政府签署框架协议。

● **风险提示：**控制权变更及资产交易进度不及预期，异质结大规模量产低预期。

财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	258	177	229	400	709
YOY(%)	-27.4	-31.6	29.3	75.2	76.9
归母净利润(百万元)	-80	-201	11	25	42
YOY(%)	-579.6	-150.3	105.6	122.0	67.4
毛利率(%)	5.1	8.5	11.1	13.8	15.1
净利率(%)	-31.1	-113.9	4.9	6.3	5.9
ROE(%)	-5.2	-16.6	1.2	2.2	3.4
EPS(摊薄/元)	-0.13	-0.31	0.02	0.04	0.07
P/E(倍)	-53.2	-21.3	378.9	170.7	102.0
P/B(倍)	3.0	3.5	3.5	3.4	3.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 国晟能源入主并收购资产切入光伏领域.....	
1.1、 协议转让+定增全额认购，国晟能源入主	
1.2、 收购国晟能源旗下资产转型异质结新能源电池.....	
1.3、 光伏业务整装待发，业绩承诺彰显信心.....	
2、 异质结：下一代光伏电池大规模量产在即.....	
3、 国晟能源：异质结电池领先厂商，产能与订单加速落地.....	
4、 盈利预测与投资建议	
5、 风险提示	1
附：财务预测摘要	1

图表目录

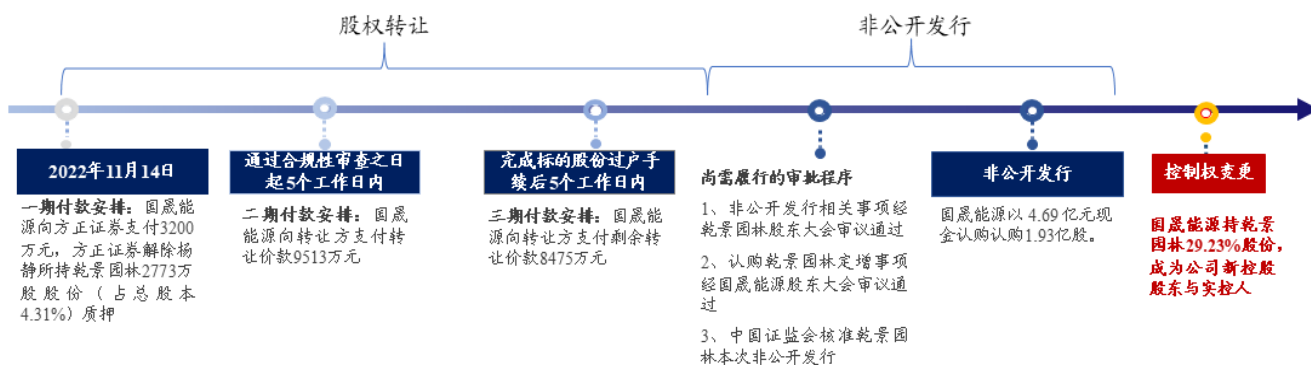
图 1： 本次控制权转让由股权转让与非公开发行两部分组成.....	
图 2： 三家产业基金增资 9.9 亿，获国晟能源 33.24%股份	
图 3： 标的资产分两步交易	
图 4： 乾景园林拟以 1.54 亿元现金购买标的资产	
图 5： 异质结电池由两侧掺杂非晶硅薄膜及本征非晶硅薄膜夹住单晶硅片构成.....	
图 6： 异质结主要有清洗制绒、非晶硅沉积、TCO 膜制备和电极制备四步工艺流程.....	
图 7： 塔拉滩光伏产业园区将光伏电站与牧场融合.....	
表 1： 三家产业基金已出资 2.6 亿元，待出资 7.3 亿元.....	
表 2： 异质结电池结合晶体硅和非晶硅薄膜技术优点.....	
表 3： 国内外厂商纷纷布局异质结电池	
表 4： 公司已投产异质结组件产能 1GW，近期规划电池产能 2GW、组件产能 8GW	
表 5： 可比公司盈利预测与估值	1

1、国晟能源入主并收购资产切入光伏领域

1.1、协议转让+定增全额认购，国晟能源入主

乾景园林本次控制权转让由股权转让与非公开发行两部分组成。根据公司公告，国晟能源拟以4.12元/股受让回全福、杨静持有的公司5142.86万股股份(占总股本8%)，并以2.43元/股认购公司非公开发行的1.93亿股股份。以上两项交易顺利实施后，国晟能源预计将持有公司总股本的29.23%，成为公司新控股股东及实际控制人。若非公开发行未能实施完成，国晟能源将通过二级市场增持、协议受让等方式，获得及巩固在上市公司的实际控制人地位。

图1：本次控制权转让由股权转让与非公开发行两部分组成



资料来源：公司公告、开源证券研究所

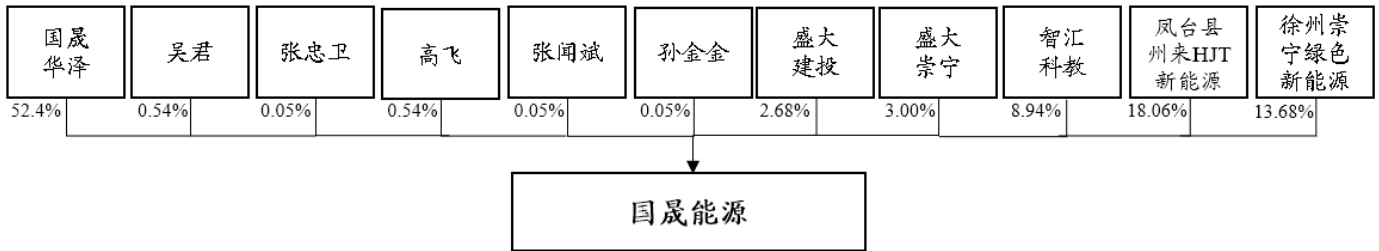
资金来源方面，国晟能源已与凤台县州来异质结新能源产业基金合伙企业（有限合伙）、淮北盛大崇宁绿色能源产业投资基金（有限合伙）、徐州崇宁绿色新能源产业基金合伙企业（有限合伙）签署《增资协议》，分别对公司增资5亿元、0.4亿元、4.5亿元，获公司18.06%、1.50%、13.68%股份。截至2022年11月25日，三家产业基金已缴付首期认购款合计2.6亿元，剩余7.3亿元投资款将在增资协议签署后10个月内陆续缴足。

表1：三家产业基金已出资2.6亿元，待出资7.3亿元

基金名称	已出资	待出资
州来新能源	2亿元	3亿元 (2023年2月28日前缴付)
盛大崇宁	0.4亿元	-
徐州崇宁	0.2亿元	4.3亿元 (增资协议签署后10个月内缴付)
合计	2.6亿元	7.3亿元

数据来源：公司公告、开源证券研究所

图2：三家产业基金增资 9.9 亿，获国晟能源 33.24%股份

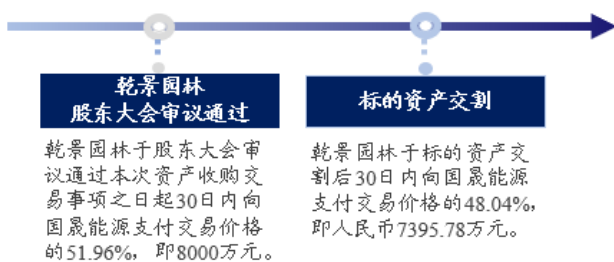


资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、收购国晟能源旗下资产转型异质结新能源电池

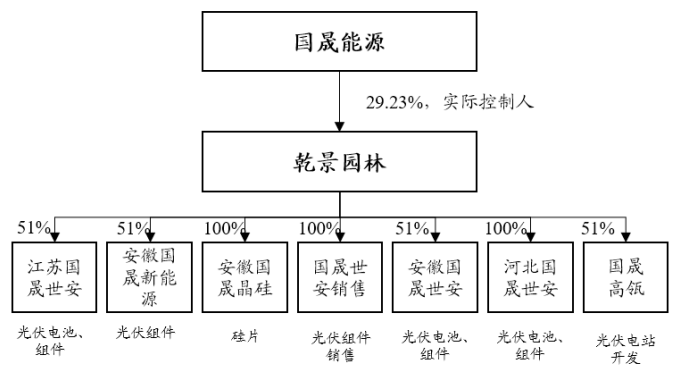
国晟能源将光伏组件、电池、硅片的研发、生产、销售业务（以下简称“光伏业务”）相关的资产、业务、人员均剥离至上市公司。根据公司公告，乾景园林拟以 1.54 亿元现金向国晟能源购买其合计持有的江苏国晟世安新能源有限公司 51%股权、安徽国晟新能源科技有限公司 51%股权、国晟高瓴（江苏）电力有限公司 51%股权、江苏国晟世安新能源销售有限公司 51%股权、安徽国晟世安新能源有限公司 100%股权、安徽国晟晶硅新能源有限公司 100%股权、河北国晟新能源科技有限公司 100%股权（以下合称“标的资产”）；并约定在标的资产交割后 60 日内，国晟能源将光伏业务相关的人员变更劳动关系至上市公司或其附属企业、光伏业务相关的商标申请权及专利申请权等无形资产无偿转移至上市公司或其附属企业、光伏业务相关的业务合同转移至上市公司。本次资产收购不以控制权转让为前提条件。截至 2022 年 12 月 27 日，公司已向国晟能源支付第一笔股权转让款 8000 万元，标的公司已分别办理完毕相关工商变更登记手续。

图3：标的资产分两步交易



资料来源：公司公告、开源证券研究所

图4：乾景园林拟以 1.54 亿元现金购买标的资产



资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.3、光伏业务整装待发，业绩承诺彰显信心

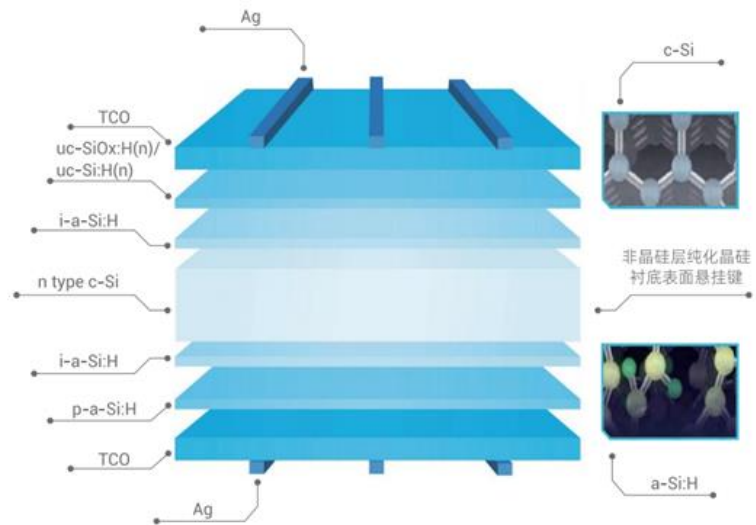
国晟能源承诺标的公司在 2023-2025 年度实现的扣非合计净利润分别不低于人民币 3000 万元、4000 万元和 5000 万元，累计不低于 12000 万元（“合计净利润”指拟收购的 7 家标的公司 100%股权对应的合计净利润）。若标的公司未实现业绩承诺，应按照下列方式计算出的当期业绩补偿金额，以现金方式对乾景园林进行补偿：当期业绩补偿金额=（目标公司截至当年末累计承诺净利润-目标公司截至当年末累计实际净利润）÷业绩承诺期目标公司各年度的承诺净利润合计数×交易价格-累计已

补偿金额。国晟能源实控人吴君、高飞对上述业绩补偿责任承担补充赔偿责任。

2、异质结：下一代光伏电池大规模量产在即

异质结电池转换效率上限高、性能优秀，且工艺简单、降本路线清晰，是具有潜力的下一代光伏技术路线。异质结电池是以光照射侧的掺杂非晶硅薄膜及本征非晶硅薄膜和背面侧的本征非晶硅薄膜及掺杂非晶硅薄膜夹住单晶硅片而构成。电池正面依次为透明导电膜（简称 TCO）、P 型非晶硅薄膜和本征非晶硅薄膜；背面依次为 TCO 导电膜，N 型非晶硅薄膜和本征非晶硅膜。

图5：异质结电池由两侧掺杂非晶硅薄膜及本征非晶硅薄膜夹住单晶硅片构成



资料来源：华晟新能源官网

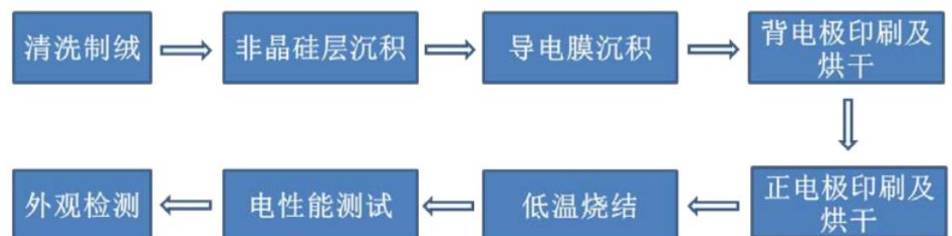
异质结电池结合了晶体硅和非晶硅薄膜技术的优点，具有以下优势：（1）开路电压更高，可获得更高的光电转换效率；（2）低温工艺下硅片有望向薄片化发展，进一步降低成本；（3）温度系数低，电输出特性更好；（4）弱光发电性能更优；（5）光照稳定性更强；（6）TCO 导电膜层使电池热损耗更低；（7）对称结构可双面发电，提升转换效率。同时，异质结可作为平台技术，为具有更大的成本优势和发展前景的异质结/钙钛矿叠层电池的发展打下基础。

表2：异质结电池结合晶体硅和非晶硅薄膜技术优点

特点	优势
高开路电压	异质结结构可改变禁带宽度，从而改变电池真空能级差，同时由于本征层的加入有效地钝化了晶体硅表面的缺陷，降低了表面少数载流子的复合，异质结电池的开路电压可以比常规晶硅电池的要高许多，从而可获得更高的光电转换效率。
低温工艺	异质结电池制备非晶硅膜层及透明导电膜层得工艺温度约为 250 °C，避免了常规电池制备 p-n 结时采用热扩散的高温（900 °C 左右）工艺，相对传统电池更省能耗。并且，金属电极的制备也采用低温银浆印刷、采用低温烧结，可以降低电池在制备过程中因高温产生的形变和热损伤，使得硅片有望向薄片化发展，进一步节省成本。
低温度系数	同功率的异质结电池组件的电输出特性更好，常规晶体硅电池的温度系数约为-0.45%，而异质结电池的温度系数约为-0.28%。
弱光发电性能	由于异质结电池中非晶硅薄膜的加入，其弱光发电性能优于传统晶硅电池。
光照稳定性	异质结电池通常采用 n 型硅片作为衬底，不存在 P 型硅片中的 B-O 复合对，在光照一段时间后不会有 B-O 复合对引起的光致衰减问题。
低热损耗	异质结电池中的 TCO 导电膜层实现了杂质浓度和导电性的分离，在低掺杂的前提下，也可以降低载流子横向输运过程中的损耗，同时 TCO 导电膜层的存在，可以使得电极金属化的技术路线拓展空间增大。
双面发电	异质结电池为对称结构，可封装为双面发电组件，进一步提升电池转换效率。据统计，异质结电池封装成双玻组件后，年平均发电量较常规单面组件可以提高 10% 左右。同时，双玻组件无需金属边框，在电站运行中可极大地降低因电位诱导衰减引起的发电量降低问题。

资料来源：《高效晶硅异质结电池及其与钙钛矿叠层电池研究》、开源证券研究所

异质结电池的制造工艺流程较简单，加工良率高。异质结电池的制造主要为清洗制绒、非晶硅沉积、TCO 膜制备和电极制备四步。在 N 型硅片清洗制绒后，通过沉积的方式形成本征非晶硅层、N 型非晶硅层和 P 型非晶硅层，制备 TCO 膜层，最后通过丝网印刷或电镀工艺在电池两面制备金属电极，再经过低温固化工艺，即可完成制造。

图6：异质结主要有清洗制绒、非晶硅沉积、TCO 膜制备和电极制备四步工艺流程


资料来源：《高效晶硅异质结电池及其与钙钛矿叠层电池研究》

随着技术的进步和产能扩张带来的规模效应，异质结电池有望进一步降本，国内外厂商纷纷布局。银浆消耗方面，目前已有银包铜、铜电镀等解决方案。转换效率方面，隆基绿能自主研发的硅异质结电池转换效率已达 26.81%。产能方面，据各公司公告、官网等披露的信息，目前国内现有异质结电池产能约 4.7GW，规模较大的规

划产能约 67.9GW。现有产能中，华晟新能源（2.7GW）、通威股份（1.4GW）、金刚玻璃（1.2GW）和东方日升（0.5GW）产能位居前列；规划产能中，华晟新能源（17.3GW）、东方日升（15GW）、爱康系（爱康科技、爱康&中智、爱康&捷佳，共 14GW）和华耀光电（10GW）等产能位居前列。

表3：国内外厂商纷纷布局异质结电池

厂商	建设地点	现有产能(GW)	规划产能(GW)	远期规划
华晟新能源	安徽宣城	2.7	17.3	
通威股份	四川成都	1.4		
金刚玻璃	江苏吴江	1.2	6.8	
国晟能源	安徽淮南	-	2	远期规划 30GW
东方日升	浙江宁海	-	15	
	江苏常州	0.5	4	
晋能科技	山西晋中	0.1	5	
爱康科技	浙江湖州	-	6	远期规划 22GW
爱康中智	山东泰兴	-	6	
爱康&捷佳	浙江湖州	-	2	
阿特斯	浙江嘉兴	0.25		
宝馨科技	安徽蚌埠	-	2	
	鄂托克旗	-	2	
华润电力	浙江舟山	-	3	远期规划 12GW
华耀光电	常州金坛	-	10	
明阳智能		-	5	
润阳股份	江苏盐城	-	5	
中建材	江苏江阴	-	5	
中苏湖广	江西玉山	-	5	
国润能源	河北张家口	-	3	
厦门神科	衢饶示范区	-	2	
国投电力	河北张家口	-	1.5	
中利集团	河北阜平	-	5	
斯坦得	安徽和县	-	1	
海源复材	扬州	-	0.6	
梅耶博格	瑞士	-	5	
REC	印度	-	4	
	新加坡	-	1.8	
VSUN	越南	-	2	
合计		4.7	67.9	

资料来源：各公司公告、各公司官网、北极星光伏网、开源证券研究所

3、国晟能源：异质结电池领先厂商，产能与订单加速落地

国晟能源成立于 2022 年 1 月，主要从事大尺寸高效异质结光伏电池、组件、原材料生产等，已迅速崛起为异质结电池产业化领先企业。公司聘请了以张忠卫博士为首

异质结光伏行业管理团队主持生产和研发工作，技术与研发实力强劲。公司目前已经完成了高效超薄异质结电池的研发工作，掌握了异质结电池和组件成产相关生产工艺，异质结产品已获得 TUV 南德认证。专利方面，公司研发并提交了包括“纳米全钝化接触晶硅异质结双面太阳能电池及其制造方法”在内的 16 项专利申请。同时，管理团队人员与国晟能源签订了劳动合同及竞业禁止协议、领取薪酬；且张忠卫博士、张闻斌博士直接或间接持有国晟能源股权，团队稳定性较高。

乘异质结电池之风而起，公司产能与订单加速落地。公司电池生产线将于 2023 年一季度搬入并投产。公司在“十四五”期间计划总投资 400 亿元，按照“1+N”模式规划在全国布局建设 30GW 电池、30GW 组件和相关产业链项目。目前，公司淮北烈山基地已投产异质结组件产能 1GW；近期规划落地异质结电池产能 2GW（其中徐州贾汪 1GW，预计 2023 年 3 月底前投产 0.5GW，2023 年 8 月底前投产 0.5GW；淮南凤台 1GW）、异质结组件产能 4GW（河北阳原 2GW、安徽凤台 2GW）。公司持续开发国内外客户，已同中广核、中国电力等央企签署战略合作协议，并与中广核签订 1.94 亿元光伏组件销售合同；已与拜泉县政府就 800MW 牧渔风光一体化暨百万只湖羊产业链项目签署框架协议。

表4：公司已投产异质结组件产能 1GW，近期规划电池产能 2GW、组件产能 8GW

标的公司	地区	主要业务	产能及建设进度	总投资 (亿元)
江苏国晟世安新能源有限公司	江苏徐州贾汪区	光伏电池、组件	1GW 异质结电池项目，2023 年 3 月底前投产 0.5GW，2023 年 8 月底前投产 0.5GW；远期规划 10GW	7.5
安徽国晟新能源科技有限公司	安徽淮北烈山区	光伏组件	1GW 已投产，远期规划 15GW	25
河北国晟新能源科技有限公司	河北张家口市阳原县	光伏电池、组件	2GW 光伏异质结组件项目，2022 年 9 月开工	10
安徽国晟世安新能源有限公司	安徽省淮南市凤台县	光伏电池、组件	1GW 高效异质结电池生产项目（募投项目） 2GW 高效异质结太阳能组件生产项目（募投项目）	7.3 5.0

资料来源：公司公告、河北新闻网、开源证券研究所

EOD 模式实现园林景观与光伏双主业协同。本次控制权转让与资产交易完成后，乾景园林将实施园林景观与光伏双主业战略，通过 EOD（生态环境导向开发）模式将原本的主营业务园林工程施工、景观设计同转型目标光伏产业进行结合，实现具有协同效应的整体转型。参考国家电投集团黄河上游水电开发有限责任公司的塔拉滩光伏产业园区项目，公司有机会通过园林业务进行植物种植对沙漠地区实现生态治理的同时，引入国晟能源资源铺设光伏电站，实现创新化协同。

图7：塔拉滩光伏产业园区将光伏电站与牧场融合



资料来源：中新网

4、盈利预测与投资建议

- **核心假设：**(1) 光伏业务方面，根据公司产能规划，预计公司光伏组件 2023 / 2024 年底产能为 3 / 5GW，对应出货量 1.4 / 3.4GW；光伏电池片 2023 / 2024 年底产能为 1 / 2GW，对应出货量 0.2 / 1.2GW。(2) 园林业务方面，预计随地产景气度回暖，公司业绩有望逐步恢复。
- **盈利预测：**基于以上假设，我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 2.29/4.00/7.09 亿元，毛利率分别为 11.1%/13.8%/15.1%。
- **估值分析：**国晟能源入主后，公司将转型切入新能源异质结电池领域。国晟能源为迅速崛起为异质结电池产业化领先企业，技术与研发实力强劲，已掌握了异质结电池和组件成产相关生产工艺，异质结产品已获 TUV 南德认证。国晟能源目前已投产异质结组件产能 1GW，近期规划落地异质结电池产能 2GW、异质结组件产能 4GW，远期规划 30GW 电池、30GW 组件和相关产业链项目。同时，国晟能源已同中广核签署战略合作协议并签订 1.94 亿元光伏组件销售合同，同中国电力等签署战略合作协议。我们预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 0.11 / 0.25 / 0.42 亿元，对应 EPS 分别为 0.02 / 0.04 / 0.07 元/股，当前股价对应的 PE 分别为 378.9 / 170.7 / 102.0 倍。相比可比公司在光伏领域已有多年投入，公司新切入光伏领域，前期资本开支较大且产能爬坡、规模效应形成需要一定时间。公司专注异质结技术路线，且自身产能扩张速度加快，未来收入有望持续高增，公司估值相对可比公司较高，首次覆盖给予“买入”评级。

表5：可比公司盈利预测与估值

股票代码	公司简称	EPS			PE		
		2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002459.SZ	晶澳科技	1.99	3.02	3.90	30.0	19.8	15.3
688599.SH	天合光能	1.70	3.07	4.01	36.9	20.4	15.6
300118.SZ	东方日升	1.22	1.81	2.46	20.7	14.0	10.3
	均值	1.64	2.63	3.46	29.2	18.1	13.7
603778.SH	乾景园林	0.02	0.04	0.07	378.9	170.7	102.0

数据来源：Wind、开源证券研究所（晶澳科技、天合光能、东方日升盈利预测来自 Wind 一致预测，数据截至 12 月 28 日）

5、风险提示

鉴于国晟能源与原实控人间的股权转让尚未完成、拟向国晟能源增资的三家产业基金尚有 4.3 亿元认缴款待缴付、非公开发行尚待股东大会通过与证监会核准，控制权变更及仍存在不确定性以及不及预期的风险。

鉴于资产交易尚未完成，且标的资产及相应研发团队、专利技术尚未转入上市公司，资产交易仍存在不确定性以及不及预期的风险。

当前异质结组件单瓦造价仍高于 PERC 和 TOPCon 电池，若技术进步与产能扩张后降本不及预期，公司产品在竞争中或将处于劣势。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	1327	848	1087	1495	3018
现金	385	144	187	327	578
应收票据及应收账款	300	395	0	0	0
其他应收款	80	42	116	160	329
预付账款	9	12	16	33	54
存货	5	4	7	12	20
其他流动资产	548	251	761	963	2037
非流动资产	837	986	1117	1271	1458
长期投资	188	275	371	470	572
固定资产	58	55	55	72	111
无形资产	184	153	183	218	262
其他非流动资产	407	504	507	511	514
资产总计	2164	1835	2203	2766	4477
流动负债	564	427	597	1140	2812
短期借款	50	0	311	852	2457
应付票据及应付账款	202	178	0	0	0
其他流动负债	312	249	287	288	355
非流动负债	63	92	82	74	66
长期借款	30	55	46	37	30
其他非流动负债	33	37	37	37	37
负债合计	627	519	680	1214	2879
少数股东权益	111	95	99	104	110
股本	643	643	836	836	836
资本公积	385	391	391	391	391
留存收益	398	197	211	239	286
归属母公司股东权益	1426	1220	1424	1448	1488
负债和股东权益	2164	1835	2203	2766	4477

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	-74	-150	-316	-207	-1063
净利润	-81	-219	15	30	48
折旧摊销	2	10	6	8	11
财务费用	5	1	13	38	101
投资损失	-23	-20	-12	-14	-17
营运资金变动	22	-320	-298	-183	-1027
其他经营现金流	0	398	-40	-85	-180
投资活动现金流	-181	-60	-124	-147	-182
资本支出	5	8	40	63	97
长期投资	-36	-43	-96	-99	-102
其他投资现金流	-140	-10	12	14	17
筹资活动现金流	431	-30	172	-47	-109
短期借款	-62	-50	311	542	1605
长期借款	0	25	-10	-9	-7
普通股增加	143	0	193	0	0
资本公积增加	361	6	0	0	0
其他筹资现金流	-10	-11	-322	-580	-1707
现金净增加额	176	-240	-268	-401	-1353

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	258	177	229	400	709
营业成本	245	162	203	345	602
营业税金及附加	1	1	1	2	4
营业费用	3	2	3	4	8
管理费用	33	44	23	40	71
研发费用	12	11	23	40	71
财务费用	5	1	13	38	101
资产减值损失	-4	-58	0	0	0
其他收益	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	23	20	12	14	17
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	-92	-196	16	30	48
营业外收入	0	0	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0	0
利润总额	-92	-196	16	30	48
所得税	-11	23	0	0	0
净利润	-81	-219	15	30	48
少数股东损益	-0	-18	4	5	6
归属母公司净利润	-80	-201	11.30	25.08	41.99
EBITDA	-96	-187	32	71	152
EPS(元)	-0.13	-0.31	0.02	0.04	0.07

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	-27.4	-31.6	29.3	75.2	76.9
营业利润(%)	-481.1	-113.9	107.9	94.1	60.7
归属于母公司净利润(%)	-579.6	-150.3	105.6	122.0	67.4
获利能力					
毛利率(%)	5.1	8.5	11.1	13.8	15.1
净利率(%)	-31.1	-113.9	4.9	6.3	5.9
ROE(%)	-5.2	-16.6	1.2	2.2	3.4
ROIC(%)	-5.6	-16.7	1.6	2.9	3.6
偿债能力					
资产负债率(%)	29.0	28.3	30.8	43.9	64.3
净负债比率(%)	-17.7	-3.5	16.0	44.6	139.0
流动比率	2.4	2.0	1.8	1.3	1.1
速动比率	2.3	1.9	1.7	1.2	1.0
营运能力					
总资产周转率	0.1	0.1	0.1	0.2	0.2
应收账款周转率	0.8	0.5	0.0	0.0	0.0
应付账款周转率	1.3	0.9	2.3	0.0	0.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	-0.13	-0.31	0.018	0.04	0.07
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.12	-0.23	-0.49	-0.32	-1.65
每股净资产(最新摊薄)	2.22	1.90	1.92	1.95	2.02
估值比率					
P/E	-53.2	-21.3	378.9	170.7	102.0
P/B	3.0	3.5	3.5	3.4	3.3
EV/EBITDA	-56.3	-30.1	184.0	88.6	50.3

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn