# 华友钴业（603799）2020 年年报点评

## 全面开花，一体化锂电材料龙头初现

买入（维持）

2021 年 03 月 30 日

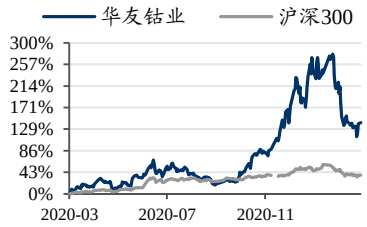
| 盈利预测与估值 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入（百万元） | 21187 | 27862 | 37105 | 44033 |
| 同比（%） | 12% | 32% | 33% | 19% |
| 归母净利润（百万元） | 1165 | 2670 | 3284 | 4101 |
| 同比（%） | 874% | 129% | 23% | 25% |
| 每股收益（元/股） | 0.96 | 2.20 | 2.88 | 3.59 |
| P/E（倍） | 72.70 | 31.72 | 24.26 | 19.43 |

**投资要点**

- **2020 年归母净利 11.65 亿元，同比增长 874.5%，符合市场预期。**2020 年公司营收 211.87 亿元，同比增长 12.38%；归母净利润 11.65 亿元，同比增长 874.5%；扣非净利润 11.24 亿元，同比增 1549.03%。公司 2020 年毛利率为 15.66%，同比增加 4.49pct；净利率 5.31%，同比增加 4.74pct，景气周期下业绩大幅改善。
- **Q4 持续向好，盈利能力进一步提升。**20Q4 公司实现营收 63.48 亿元，同比增加 31.43%，环比增长 9.70%；归母净利润 4.78 亿元，同比增长 1685.89%，环比增长 41.90%，扣非归母净利润 4.96 亿元，同比增长 1918.08%，环比增长 48.65%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 16.5%，同比增长 4.8pct，环比持平；净利率 7.53%，同比增长 6.98pct，环比增长 1.71pct；Q4 扣非净利率 7.81%，同比提升 7.30pct，环比提升 2.05pct，其中 Q4 计提 0.24 亿元信用减值损失（主要为坏账准备），冲回 0.29 亿元的资产减值损失，整体对业绩影响不大。
- **绑定 LG，三元前驱体市占率大幅提升。**公司 2020 年前驱体营收 25.32 亿元，同比+120%，毛利率 17.3%，同比+1.38pct，单吨毛利 1.3 万/吨，基本持平，其中 20H2 收入 15.75 亿元，环比+65%，毛利率 19.23%，环比+5.13pct。公司 2020 年生产前驱体 3.47 万吨，同比大增 163.7%，销售前驱体 3.33 万吨，同比增长 136.13%，华海新能源 2020 年营收 19.18 亿元，净利润 0.48 亿元，同比+242%，净利率达 2.5%，后续提升空间较大。公司深度绑定 LG，并与 POSCO 及其关联企业签订了合计约 9 万吨的长期供货合同；其他大客户拓展顺利，多元高镍新产品已分别进入 CATL、比亚迪等重要客户及汽车产业链；根据物理化学协会数据计算，公司 2020 年市占率提升至 11%，同比+6pct，市占率提升明显。
- **公司合资产能顺利推进，远期产能规划庞大。**2020 年底 5.5 万吨自营三元前驱体产能投产，浦华、乐友项目 2020 年下半年完成认证并进入量产阶段，华浦项目部分产线于 2021 年一季度开始批量生产，华金项目今年上半年完成认证，全年有效产能我们预计达 7-8 万吨左右，我们预计 2021 年公司受益于国内市场需求爆发及 LG 持续高增，三元前驱体出货有望超 6 万吨，同比翻番。此外公司募投项目扩建 5 万吨高镍前驱体产能，我们预计于 2022 年建成投产。未来三年，公司规划自营产能提升至 15 万吨以上，合资产能提升至 13 万吨（LG10 万吨+浦项 3 万吨）以上，产能扩张迅速。
- **盈利预测：**行业景气度持续，铜、钴、镍价格较 20 年上涨，我们上修公司 2021-22 年归母净利润 21/29 亿至 26.7/32.8 亿，预期 2023 年公司归母净利 41 亿，同比增长 129%/23%/25%，EPS 为 2.2/2.88/3.59 元，对应 PE 为 32x/24x/19x，给予 2021 年 45xPE，对应目标价 99 元，维持"买入"评级。
- **风险提示：**政策及销量不达预期

**证券分析师 曾朵红**
执业证号：S0600516080001
021-60199793
zengdh@dwzq.com.cn
**证券分析师 阮巧燕**
执业证号：S0600517120002
021-60199793
ruanqy@dwzq.com.cn
**研究助理 岳斯瑶**
yuesy@dwzq.com.cn

**股价走势**




**市场数据**

| | |
|---|---|
| 收盘价(元) | 69.82 |
| 一年最低/最高价 | 28.35/116.52 |
| 市净率(倍) | 8.53 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 79682.88 |

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 每股净资产(元) | 8.18 |
| 资产负债率(%) | 53.79 |
| 总股本(百万股) | 1212.90 |
| 流通 A 股(百万股) | 1141.26 |

**相关研究**

1、《华友钴业（603799）业绩预告：同比高增，打造锂电材料综合平台》2021-01-24
2、《华友钴业（603799）三季报点评：业绩持续向好，三元前驱体开始放量》2020-11-01
3、《华友钴业（603799）中报点评：钴产品盈利持续回升，前驱体开始放量》2020-09-01



请务必阅读正文之后的免责声明部分

**2020 年归母净利 11.65 亿元，同比增长 874.5%，符合市场预期。**2020 年公司营收 211.87 亿元，同比增长 12.38%；归母净利润 11.65 亿元，同比增长 874.5%；扣非净利润 11.24 亿元，同比增长 1549.03%，其中非经常性损益主要为 0.63 亿元的政府补助。公司 2020 年毛利率为 15.66%，同比增加 4.49pct；净利率为 5.31%，同比增加 4.74pct，景气周期下业绩大幅改善。

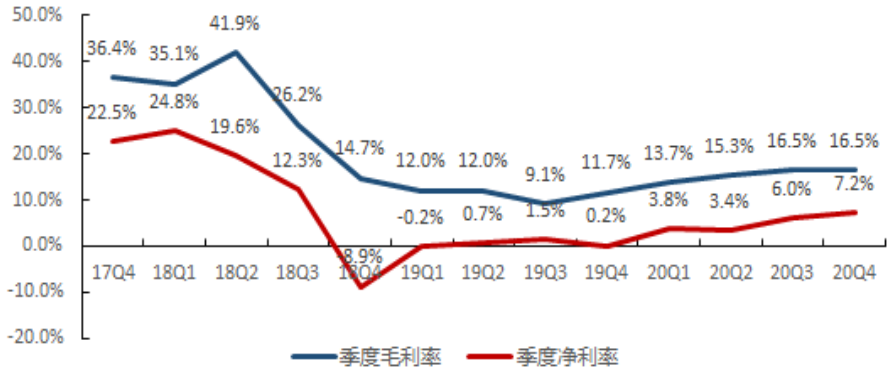
**Q4 持续向好，盈利能力进一步提升。**20Q4 公司实现营收 63.48 亿元，同比增加 31.43%，环比增长 9.70%；归母净利润 4.78 亿元，同比增长 1685.89%，环比增长 41.90%，扣非归母净利润 4.96 亿元，同比增长 1918.08%，环比增长 48.65%。盈利能力方面，Q4 毛利率为 16.5%，同比增长 4.8pct，环比持平；净利率 7.53%，同比增长 6.98pct，环比增长 1.71pct；Q4 扣非净利率 7.81%，同比提升 7.30pct，环比提升 2.05pct，其中 Q4 计提 0.24 亿元信用减值损失（主要为坏账准备），冲回 0.29 亿元的资产减值损失，整体对业绩影响不大。

**表 1：华友钴业季度经营情况**

| | 2020Q4 | 2020Q3 | 2020Q2 | 2020Q1 |
|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万) | 6,348.2 | 5,786.6 | 4,627.6 | 4,424.4 |
| -同比 | 31.43% | 17.64% | -1.60% | 0.53% |
| 毛利率 | 16.50% | 16.50% | 15.33% | 13.68% |
| 归母净利润(百万) | 478.2 | 337.0 | 166.2 | 183.5 |
| -同比 | 1685.89% | 462.26% | 711.87% | 1385.10% |
| 归母净利率 | 7.53% | 5.82% | 3.59% | 4.15% |
| 扣非归母净利润（百万） | 495.72 | 333.47 | 162.59 | 132.20 |
| -同比 | 1918.08% | 293.53% | -381.28% | 693.42% |
| 扣非归母净利率 | 7.81% | 5.76% | 3.51% | 2.99% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 1：华友钴业季度经营情况




数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**分业务看，2020 年三元前驱体提升明显，铜产品贡献主要利润，2H 钴盈利大幅回升。**1）钴产品 2020 年营收 50.81 亿元，同比下滑 10.6%，毛利率 21.1%，同比上 9.82pct，其中 20H2 营收 28.21 亿元，同比上升 5.7%，环比增长 24.82%，毛利率达 26.2%，环比增 11.58pct，增长显著。2）三元前驱体 2020 年收入 25.32 亿，同比大幅提升 120%，毛利率 17.3%，同比增加 1.38pct，20H2 营收 15.75 亿元，同比增长 162.94%，毛利率 19.23%，环比进一步提升。3）铜产品 2020 年营收 30.14 亿元，同比提升 14.5%，毛利率 45%，同比提升 12.5pct，其中 H2 营收 14.14 亿元，同比增 7.69%，毛利率进一步提升至 47.9%。4）镍产品 2020 年营收 4.81 亿元，同比上升 31.8%；毛利率 12.3%，同比增加 9.41pct，其中 H2 营收 3.56 亿元，毛利率 13.14%。5）贸易及其他 2020 年营收 93 亿，同比增 7.6%，毛利率 0.93%，同比-2.4pct。

表 2：华友钴业分业务情况

| | 2020年 | | | | 2020H2 | | 2020H1 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 营业收入(亿) | 同比 | 毛利率 | 同比 | 营业收入(亿) | 毛利率 | 营业收入(亿) | 毛利率 |
| 钴产品 | 50.81 | -10.6% | 21.1% | 9.82 pct | 28.21 | 26.20% | 22.6 | 14.62% |
| 铜产品 | 30.14 | 14.5% | 45.0% | 12.50 pct | 14.14 | 47.87% | 16.00 | 42.41% |
| 镍产品 | 4.81 | 31.8% | 12.3% | 9.41 pct | 3.56 | 13.14% | 1.25 | 9.95% |
| 三元前驱体 | 25.32 | 120.0% | 17.3% | 1.38 pct | 15.75 | 19.23% | 9.57 | 14.10% |
| 贸易及其他 | 92.83 | 7.6% | 0.93% | -2.37 pct | 54.06 | 0.45% | 38.77 | 1.60% |

数据来源：Wind，东吴证券研究所


请务必阅读正文之后的免责声明部分

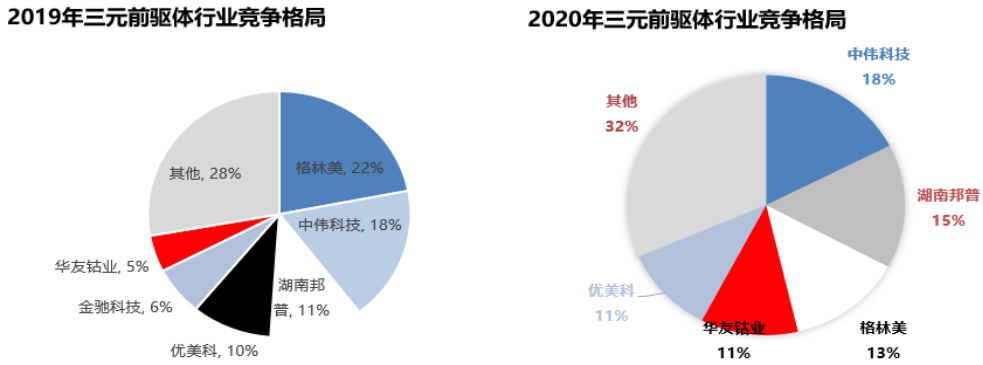
**表 3：华友钴业分子公司情况**

| 公司名称 | 2020 | | | | 2020H2 | | 2020H1 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 营业收入(亿元) | 营收-同比 | 净利润(亿元) | 净利润-同比 | 营业收入(亿元) | 净利润(亿元) | 营业收入(亿元) | 净利润(亿元) |
| 华友衢州 | 64.47 | 4% | 4.83 | 148% | 37.04 | 4.15 | 27.43 | 0.68 |
| CDM公司 | 22.71 | -25% | 1.74 | 770% | 9.03 | 0.89 | 13.68 | 0.85 |
| 华友香港 | 57.57 | 7% | 1.18 | -65% | 29.23 | 0.01 | 28.34 | 1.17 |
| 华友矿业香港 | | | 0.15 | -171% | 0.00 | 0.13 | | 0.02 |
| 华友新加坡 | 86.97 | 10% | 0.12 | 9% | 52.28 | 0.00 | 34.69 | 0.12 |
| 华友新能源科技 | 47.02 | | -0.05 | -69% | 47.00 | 0.01 | 0.02 | -0.06 |
| 华海新能源 | 19.18 | 479% | 0.48 | 243% | 13.27 | 0.38 | 5.91 | 0.10 |
| MIKAS | 9.76 | | 0.54 | | | | | |
| 华越镍钴 | | | -0.45 | | | | | |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**绑定 LG，三元前驱体市占率大幅提升。**公司 2020 年前驱体营收 25.32 亿元，同比+120%，毛利率 17.3%，同比+1.38pct，单吨毛利 1.3 万/吨，基本持平，其中下半年收入 15.75 亿元，环比+65%，毛利率 19.23%，环比+5.13pct。公司 2020 年生产前驱体 3.47 万吨，同比大增 163.7%，销售前驱体 3.33 万吨，同比增长 136.13%，华海新能源 2020 年营收 19.18 亿元，净利润 0.48 亿元，同比+242%，净利率达 2.5%，后续提升空间较大。公司深度绑定 LG，N65 系列三元前驱体产品通过 POSCO-LGC 电池产业链，应用于大众 MEB 平台、雷诺日产联盟、沃尔沃、福特等全球知名车企，并与 POSCO 及其关联企业签订了合计约 9 万吨的长期供货合同；其他大客户拓展顺利，多元高镍系列新产品已分别进入 LGC、CATL、比亚迪等重要客户及汽车产业链，下一代 NCMA 产品进入欧美主流车企吨级 B 样认证;根据物理化学协会数据计算,公司 2020 年市占率提升至 11%，同比+6pct，市占率提升明显。

**图 2：三元前驱体竞争格局**




数据来源：物理化学协会，东吴证券研究所

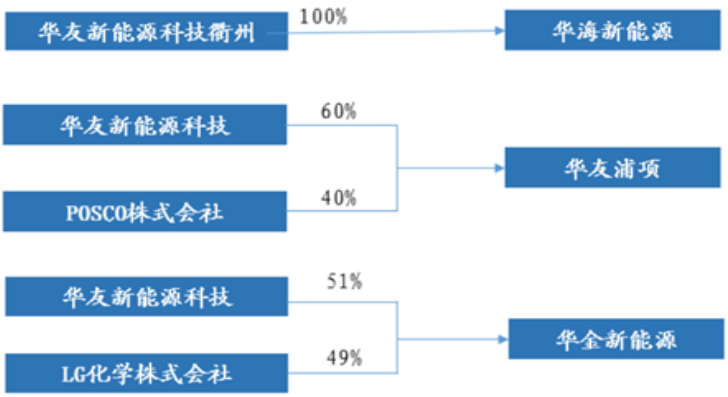
**表 4：华友钴业三元前驱体情况**

| | 2020年 | | | | 2020H2 | | 2020H1 | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | 销量（吨） | 单吨售价（万元） | 单吨毛利润（万元） | 同比 | 单吨售价（万元） | 单吨毛利润（万元） | 单吨售价（万元） | 单吨毛利润（万元） |
| 三元前驱体 | 33320 | 7.60 | 1.31 | 1.23% | 7.66 | 1.47 | 7.51 | 1.06 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**公司合资产能顺利推进，远期产能规划庞大。**公司华海前驱体项目建设完成，2020 年底 5.5 万吨自营三元前驱体产能投产，浦华、乐友项目 2020 年下半年完成认证并进入量产阶段，华浦项目（与 POSCO 合资）部分产线于 2021 年一季度开始批量生产，华金项目（与 LG 合资）公司预计今年上半年完成认证，4.5 万吨合资产能预计于 2021H1 开始放量，全年有效产能我们预计达 7-8 万吨左右，我们预计 2021 年公司受益于国内市场需求爆发及 LG 持续高增，三元前驱体出货有望超 6 万吨，同比翻番。此外公司募投项目扩建 5 万吨高镍前驱体产能，我们预计于 2022 年建成投产。未来三年，公司规划自营产能提升至 15 万吨以上，合资产能提升至 13 万吨（LG10 万吨+浦项 3 万吨）以上，产能扩张迅速。

**图 3：公司三元前驱体布局**

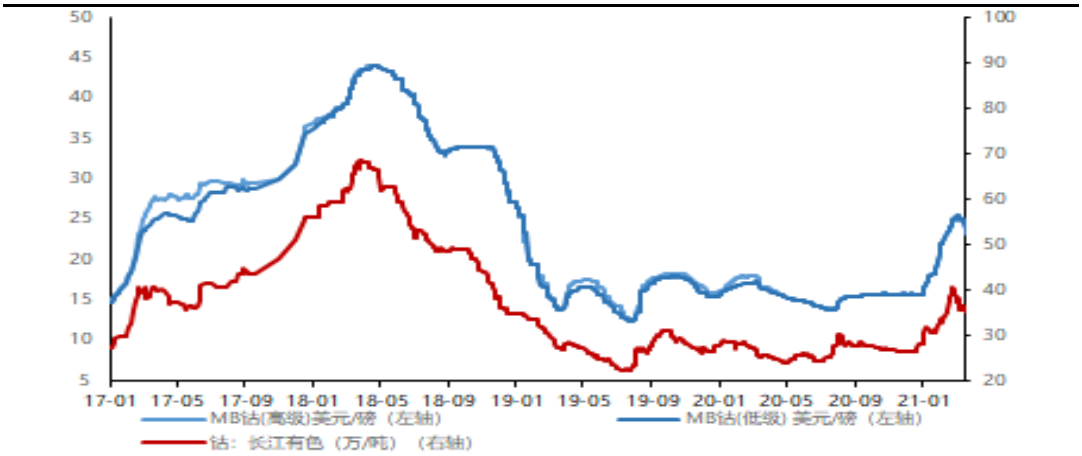



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**金属钴供需结构改善，价格震荡上行。**公司 2020 年生产钴产品 3.34 万吨（含代工 0.71 万吨及自供 0.26 万吨），同比增长 10.63%，20Q4 公司钴产品我们预计出货 9 千吨以上，环比增长 20%以上。价格方面，20Q4 起钴价反弹趋势明显，3 月底已突破 35 万/吨。2021 年我们预计全球金属钴需求 17 万吨，同比增 16%，供给端看全球的产量预计为 19 万吨，供需紧平衡，嘉能可旗下 Mutanda 矿（年产能约 2.7 万吨，占全球总产能约 20%）进入维护性停产，我们预计 2022 年及之后才会复产，手抓矿产量收缩非常明

显，新增供给减少，国内金属钴库存逐步消化完毕，我们预计金属钴 2021 年供需格局改善趋势不变，价格继续震荡上行。我们预计 2021 年公司钴产品生产 3.5 万吨左右，同比微增，钴价回升带来盈利能力回升，价格弹性较大。

**图 4：钴价格情况**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**Mikas 电积铜价格回暖，带动业绩大增：**公司铜业务 2020 年营收 30.14 亿元，同比+14.5%，毛利率 45%，同比+12.5pct，提升明显。公司 2020 年生产铜产品 9.86 万吨（含代工 1.54 万吨），同比增长 38.19%，2020 年 Q4 铜期货官方价接近 8000 美元/吨，从 20 年 2 月底部价格上涨 60%以上，2020 年上半年铜产品毛利率达 42.41%，随着铜价上升，下半年毛利率达 47.87%，盈利能力大幅增长。2021 年 PE527 矿权鲁库尼矿年产 3 万吨电积铜项目技改完成建设，合计产能达到 11 万吨，2021 年 Q1 铜价最高突破 9000 美元/吨，我们预计 21Q1 出货 2.5 万吨左右，贡献 7-8 亿元毛利。2021 全年我们预计铜产品产量 11 万吨左右，全年毛利率维持 40%以上，贡献 20 亿元以上毛利。

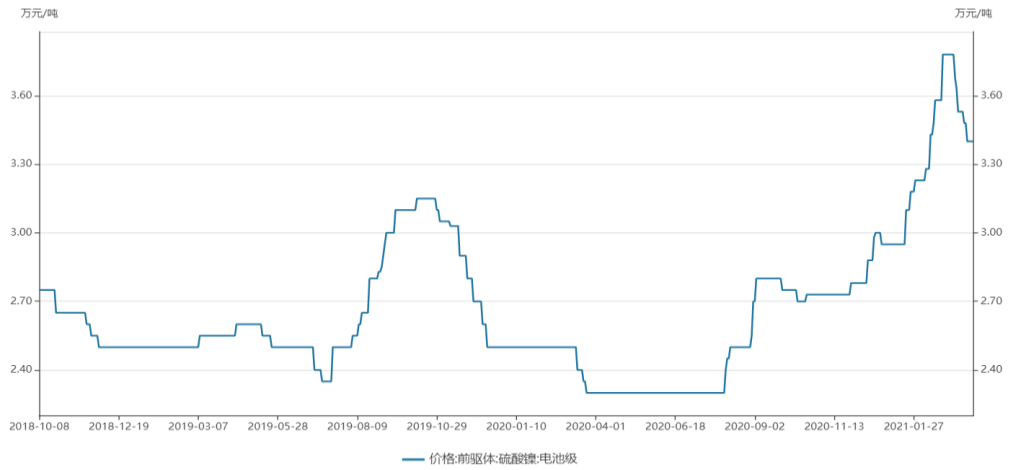
**图 5：铜价格情况（美元/吨）**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**公司镍项目即将落地，贡献新业绩增量。**公司 2020 年生产镍产品 1.17 万吨（包含自供 0.74 万吨），同比+64.84%。公司 2018 年公司启动与青山集团合作的印尼年产 6 万吨镍金属量氢氧化镍钴湿法冶炼项目，公司持股 57%，已于 2020 年初开工建设，我们预计 2021 年底建成试产，在保守价格假设下，达产后可实现 8 亿元以上归母净利；公司投资 5.16 亿美元建设印尼年产 4.5 万吨高冰镍项目，公司持股 70%，前期工作有序推进，2021 年上半年开工建设，公司预计 2022 年底建成，在保守价格假设下，达产后我们预计可实现 4 亿元以上归母净利。公司坚定打造由钴镍资源到三元前驱体的一体化布局，为公司向新能源锂电材料龙头转型升级奠定基础，公司现有 1 万吨电池级硫酸镍产能，3 万吨产能在建，新建产能我们预计 2021 年年底投产，2022 年实现出货，为公司贡献利润。

**图 6：电池级硫酸镍价格情况（万元/吨）**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**公司期间费用控制良好。**2020 年公司期间费用合计 16.1 亿元，同比增长 21.41%，费用率为 7.60%，同比增长 0.57pct，主要为研发费用率增长所致。2020Q4 销售费用 0.38 亿元，销售费用率 0.6%，同比下降 0.31pct；管理费用 1.86 亿元，管理费用率 2.9%，同比增 0.5pct，主要为职工薪酬增加所致；财务费用 1.39 亿元，财务费用率 2.18%，同比上升 0.63pct；研发费用 1.51 亿元，研发费用率 2.4%，同比增 0.56pct。公司 2020 年计提资产减值损失 0.46 亿（主要为存货跌价损失），计提信用减值损失 0.59 亿。

**表 5：公司分季度费用情况（百万）**

| 单位：百万元 | 19Q1 | 19Q2 | 19Q3 | 19Q4 | 20Q1 | 20Q2 | 20Q3 | 20Q4 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 销售费用 | 31.53 | 46.42 | 41.59 | 44.23 | 40.25 | 49.93 | 43.28 | 38.17 |
| -销售费用率 | 0.72% | 0.94% | 0.85% | 0.92% | 0.91% | 1.08% | 0.75% | 0.60% |
| 管理费用 | 102.93 | 133.67 | 113.71 | 117.28 | 131.26 | 186.80 | 160.82 | 186.16 |
| -管理费用率 | 2.34% | 2.72% | 2.31% | 2.43% | 2.97% | 4.04% | 2.78% | 2.93% |
| 研发费用 | 42.35 | 77.66 | 59.90 | 87.70 | 51.36 | 74.69 | 93.77 | 150.96 |
| -研发费用率 | 0.96% | 1.58% | 1.22% | 1.82% | 1.16% | 1.61% | 1.62% | 2.38% |
| 财务费用 | 125.38 | 111.83 | 114.91 | 74.98 | 113.16 | 75.83 | 75.02 | 138.52 |
| -财务费用率 | 2.85% | 2.27% | 2.34% | 1.55% | 2.56% | 1.64% | 1.30% | 2.18% |
| 期间费用 | 302.19 | 369.58 | 330.11 | 324.20 | 336.04 | 387.25 | 372.90 | 513.80 |
| -期间费用率 | 6.87% | 7.51% | 6.71% | 6.71% | 7.60% | 8.37% | 6.44% | 8.09% |
| 资产减值损失 | 161.22 | -164.94 | 67.99 | -70.68 | -32.48 | -25.46 | -17.18 | 28.78 |
| 信用减值损失 | -7.93 | -0.10 | -8.28 | -37.18 | -17.55 | -13.49 | -3.90 | -24.22 |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**经营性现金流净额有所下滑，合同负债大幅增加。**报告期末公司存货为 40.69 亿，较年初减少 20.04%；应收账款 11.41 亿，较年初增长 31.41%；期末公司预收账款及合同负债 13.2 亿元，较年初增长 450.91%。2020 年公司经营活动净现金流为 18.60 亿，同比下降 28%，主要为上期存货金额大幅下降所致；资本开支为 36.25 亿，同比上升 38%。账面现金为 23.34 亿，较年初下降 19%。

**盈利预测：**行业景气度持续，铜、钴、镍价格较 2020 年上涨，我们上修公司 2021-22 年归母净利润 21/29 亿至 26.7/32.8 亿，预期 2023 年公司归母净利 41 亿，同比增长 129%/23%/25%，EPS 为 2.2/2.88/3.59 元，对应 PE 为 32x/24x/19x，给予 2021 年 45xPE，对应目标价 99 元，维持"买入"评级。

**风险提示：**销量及政策不及预期



请务必阅读正文之后的免责声明部分

华友钴业三大财务预测表

| 资产负债表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **流动资产** | 9,826 | 12,072 | 32,537 | 38,191 |
| 现金 | 2,334 | 2,786 | 3,710 | 4,403 |
| 应收账款 | 1,141 | 1,775 | 2,364 | 2,805 |
| 存货 | 4,069 | 5,027 | 17,952 | 21,168 |
| 其他流动资产 | 1,319 | 1,319 | 7,012 | 8,075 |
| **非流动资产** | 17,119 | 19,331 | 21,956 | 24,550 |
| 长期股权投资 | 2,078 | 2,078 | 2,078 | 2,078 |
| 固定资产 | 8,321 | 8,107 | 7,865 | 7,642 |
| 无形资产 | 802 | 734 | 763 | 689 |
| 其他非流动资产 | 5,918 | 8,411 | 11,250 | 14,140 |
| **资产总计** | 26,945 | 31,403 | 54,493 | 62,740 |
| **流动负债** | 11,991 | 14,370 | 34,900 | 39,937 |
| 短期借款 | 7,310 | 8,988 | 27,961 | 31,874 |
| 应付账款 | 1,789 | 2,252 | 3,019 | 3,570 |
| 其他流动负债 | 2,891 | 3,130 | 3,920 | 4,494 |
| **非流动负债** | 2,503 | 2,503 | 2,503 | 2,503 |
| 长期借款 | 1,422 | 1,422 | 1,422 | 1,422 |
| 其他非流动负债 | 1,081 | 1,081 | 1,081 | 1,081 |
| **负债合计** | 14,494 | 16,873 | 37,403 | 42,440 |
| 少数股东权益 | 2,530 | 2,503 | 2,640 | 2,856 |
| 归属母公司股东权益 | 9,922 | 12,027 | 14,450 | 17,444 |
| **负债和股东权益** | 26,945 | 31,403 | 54,493 | 62,740 |

| 现金流量表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 经营活动现金流 | 1,860 | 2,629 | -13,374 | 1,714 |
| 投资活动现金流 | -3,929 | -2,946 | -3,390 | -3,390 |
| 筹资活动现金流 | 1,459 | 769 | 17,689 | 2,368 |
| 现金净增加额 | -611 | 452 | 924 | 693 |
| 折旧和摊销 | 778 | 744 | 775 | 807 |
| 资本开支 | 3,625 | 3,300 | 3,400 | 3,400 |
| 营运资本变动 | -465 | -1,239 | -18,129 | -3,969 |

| 利润表（百万元） | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | 21,187 | 27,862 | 37,105 | 44,033 |
| 减：营业成本 | 17,870 | 22,493 | 30,149 | 35,651 |
| 营业税金及附加 | 194 | 279 | 408 | 484 |
| 销售费用 | 172 | 228 | 301 | 352 |
| 管理费用 | 1,036 | 1,198 | 1,558 | 1,761 |
| 财务费用 | 403 | 344 | 424 | 437 |
| 资产减值损失 | 106 | 147 | 144 | 133 |
| 加：投资净收益 | 73 | 10 | 10 | 10 |
| 其他收益 | -29 | 0 | 0 | 0 |
| **营业利润** | 1,515 | 3,224 | 4,170 | 5,264 |
| 加：营业外净收支 | 3 | 10 | 10 | 10 |
| **利润总额** | 1,479 | 3,224 | 4,172 | 5,265 |
| 减：所得税费用 | 353 | 580 | 751 | 948 |
| 少数股东损益 | -39 | -26 | 137 | 216 |
| **归属母公司净利润** | 1,165 | 2,670 | 3,284 | 4,101 |
| EBITDA | 2,696 | 4,311 | 5,369 | 6,507 |

| 重要财务与估值指标 | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
|---|---|---|---|---|
| 每股收益（元） | 0.96 | 2.20 | 2.88 | 3.59 |
| 每股净资产（元） | 8.69 | 10.54 | 12.66 | 15.28 |
| 发行在外股份（百万股） | 1,141 | 1,213 | 1,213 | 1,213 |
| ROIC（%） | 7.0% | 11.7% | 8.1% | 8.7% |
| ROE（%） | 11.7% | 22.2% | 22.7% | 23.5% |
| 毛利率（%） | 15.7% | 19.3% | 18.7% | 19.0% |
| 销售净利率（%） | 5.3% | 9.5% | 9.2% | 9.8% |
| 资产负债率（%） | 60.3% | 61.7% | 78.6% | 78.5% |
| 收入增长率（%） | 12% | 32% | 33% | 19% |
| 净利润增长率（%） | 874% | 129% | 23% | 25% |
| P/E | 72.70 | 31.72 | 24.26 | 19.43 |
| P/B | 8.53 | 7.04 | 5.86 | 4.85 |
| EV/EBITDA | 36 | 22 | 18 | 15 |

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所



请务必阅读正文之后的免责声明部分

## 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