

同兴达 (002845.SZ) / 电子
产品结构优化, 新业务助力公司长期发展
评级: 买入 (首次)
市场价格: 26.11

分析师: 胡杨

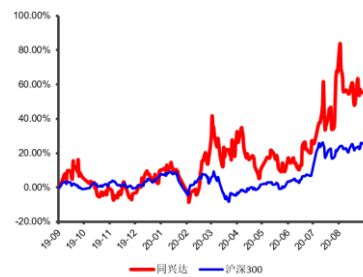
执业证书编号: S0740519090005

电话:

Email: huyang@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	234.31
流通股本(百万股)	120.13
市价(元)	26.11
市值(百万元)	6100
流通市值(百万元)	3100

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,095.39	6,195.96	10175.62	14778.06	19242.51
增长率 yoy%	11.78%	51.29%	64.23%	45.23%	30.21%
净利润	98.09	110.55	270.66	429.50	600.47
增长率 yoy%	-34.27%	12.71%	144.82%	58.68%	39.81%
每股收益(元)	0.42	0.47	1.16	1.83	2.56
每股现金流量	0.60	0.13	3.33	3.85	3.74
净资产收益率	8.56%	8.78%	16.29%	19.19%	21.42%
P/E	62.4	55.3	22.6	14.2	10.2
PEG	0.98	0.73	1.03	0.22	0.13
P/B	5.3	4.9	3.7	2.7	2.2

备注: 股价取自 2021 年 2 月 22 日收盘价

投资要点

- 全方位客户体系助力公司成长。**公司自成立起即专注于液晶模组的生产和销售, 经过多年的积累, 获得国内外众多主流厂商的供应商资格认证, 与各手机厂商、ODM 厂商和面板厂商等建立紧密的合作关系, 产品应用于华为、三星、小米、OPPO、vivo 等国内外主要终端厂商。公司深耕市场多年, 通过建立全方位客户合作体系, 形成持续稳定发展的雄厚基础。
- 产品结构持续优化, 高端产品放量引领公司发展。**公司持续推进产业链垂直整合, 完善全产业链布局, 深化产品成本控制、市场推广、及时交货等方面优势。同时加大研发投入力度, 完成高端设备和摄像头产线建立, 新产线产能的逐步释放有望助力公司品牌向高端化方向升级, 引领公司成长。
- 液晶屏市场格局重塑, 公司业务向 OLED 方向延伸前景可期。**日韩厂商自 2019 年起相继退出 LCD 相关产线, 液晶面板市场供求和产能分布格局面临重大调整。公司持续深化触显一体化优势, 同时积极响应市场需求, 完成 MiniLED 技术储备并实现 OLED 小批量试产。公司业务范围由传统液晶屏领域向 OLED 方向延伸, 顺应行业需求保障公司长期发展。
- 多摄渗透加速, 新业务打开公司成长空间。**受下游需求影响, 手机市场多摄渗透率提升成必然趋势, 根据旭日大数据, 2021 年全球摄像头出货量预计将达到 75 亿颗。公司紧随行业发展趋势, 业务布局向摄像头市场拓展, 并凭借业内领先的平台, 与华为、三星、闻泰、华勤和传音等各品牌达成合作。摄像头业务构成公司主要营业收入增量, 后续有望持续发力, 助力公司成长。
- 盈利预测和投资建议:** 我们预计 20/21/22 年收入为 102 亿/148 亿/192 亿, 归母净利润预计 20/21/22 年达到 2.7 亿/4.3 亿/6 亿。目前市值对应 PE 分别为 23x/14x/10x, 低于可比公司估值 32x/21x/17x, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示事件:** 市场竞争加剧、客户集中度高、下游需求不及预期、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、新产线产能释放速度不及预期风险。

内容目录

产品结构持续优化，保障公司长期发展.....	- 3 -
产品线齐全，涵盖显示屏和摄像头领域.....	- 3 -
经营模式多样化，建立全方位客户合作体系.....	- 4 -
生产基地全面布局，加速拓展海外业务.....	- 4 -
丰富产品矩阵，公司盈利能力稳步提升.....	- 5 -
期间费用控制合理，研发投入保障公司长期发展.....	- 5 -
液晶屏市场结构重塑，公司业务向 OLED 方向延伸.....	- 6 -
日韩厂商相继退出，中国 LCD 行业迎发展机遇.....	- 6 -
顺应行业发展方向，业务向 OLED 延伸.....	- 7 -
多摄渗透加速，新业务助力公司成长.....	- 7 -
投资建议及盈利预测.....	- 8 -

图表目录

图表 1 公司显示器件产品类型及应用.....	- 3 -
图表 2 公司摄像头模组产品类型及应用.....	- 3 -
图表 3 公司主要合作对象.....	- 4 -
图表 4 公司营业总收入及其构成（百万元）.....	- 5 -
图表 5 公司归母净利润及增速（百万元）.....	- 5 -
图表 6 公司期间费用率（%）.....	- 6 -
图表 7 研发支出及研发费用率（百万元）.....	- 6 -
图表 8 全球各地区平板显示产业产能占比情况.....	- 6 -
图表 9 全球 OLED 显示面板出货量（百万片）.....	- 7 -
图表 10 2020Q1 智能机四摄及以上渗透率.....	- 8 -
图表 11 全球摄像头市场出货量及其预测（亿颗）.....	- 8 -
图表 12 公司收入拆分及业绩预测.....	- 8 -
图表 13 可比公司估值（wind 一致预测，截取时间 2021 年 2 月 22 日）.....	- 9 -
图表 14 公司财务数据.....	- 10 -

产品结构持续优化，保障公司长期发展

产品线齐全，涵盖显示屏和摄像头领域

- 同兴达成立于 2004 年，公司自成立起即专注于从事各种规模中小尺寸液晶模组的生产销售，目前公司产品 90%以上应用于手机行业，是国内重要的液晶显示模组供应商。公司主要业务包括研发、设计、生产和销售中小尺寸液晶显示模组、触显一体化模组和摄像头模组，广泛应用于手机、平板电脑、数码相机、仪器仪表、车载等领域。
- 显示器件产品主要应用领域包括手机、平板、数码产品以及车载显示等。其中在手机应用领域，采用 in-Cell+全贴合技术、超窄边框和侧边防漏光工艺和 18+：9 显示屏比例，实现触控一体化、全面屏和超窄边框设计；在数码和平板应用领域，通过开发超薄背光模组、使用 QBEP 膜材搭配 LED 背光实现超薄高清显示和高色域；在工业应用领域采用工业级器件和各类工业硬件接口等，实现用于车载显示的高可靠性，适用各类标准接口。

图表 1 公司显示器件产品类型及应用



来源：公司官网，中泰证券研究所整理

- 摄像头模块主要产品包括单摄、双摄和生物识别摄像头模组。单摄应用广角镜头、VCM 马达对焦、OIS 马达等，包含适用于前摄、后摄和防手振摄像头的三类模组；双摄摄像头模组包含背景虚化突出实体、变焦、彩色加黑白三类摄像头模组，实现应用于不同场景的特定功能；生物识别摄像头模组通过红外光波段拍照，实现人眼生物虹膜功能。

图表 2 公司摄像头模组产品类型及应用



来源：公司官网，中泰证券研究所整理

经营模式多样化，建立全方位客户合作体系

- 公司在液晶显示模组领域分别通过与手机 ODM 厂商合作、直接与品牌手机厂商合作、与面板厂商合作三种方式开展业务。经过多年的积累，与各手机厂商、ODM 厂商和面板厂商等均建立了紧密的合作关系，获得国内外众多主流厂商的供应商资格认证，产品应用于国内外一线品牌。
- 公司在与手机 ODM 厂商合作的经营模式中，公司通过手机厂商指定的 ODM（闻泰、华勤、龙旗）交付产品，目前已通过 ODM 向联想、三星、OPPO、LG、华为、亚马逊等以及其他国家品牌手机供货；直接合作的手机品牌厂商包括华为、OPPO、vivo、联想、TCL、移动、传音等国内主要品牌手机终端厂商；在与面板厂商的合作中，主要通过京东方、群创光电、天马微电子和友达实现向手机厂商的供货。全方位客户体系为公司持续稳定发展打下良好基础。

图表 3 公司主要合作对象

公司主要合作的 ODM 厂商	 闻泰科技	 HUAQIN 华勤通讯	 LONGCHEER 龙旗控股
公司主要合作的面板厂商	 京东方 BOE	 INNOLUX 群创光电股份有限公司	 TIANMA 天马微电子
公司产品应用的主要手机厂商	 HUAWEI	 SAMSUNG	
	 TECNO	 OPPO	 TCL
			 VIVO
			 LENOVO 联想

来源：公司公告，中泰证券研究所整理

生产基地全面布局，加速拓展海外业务

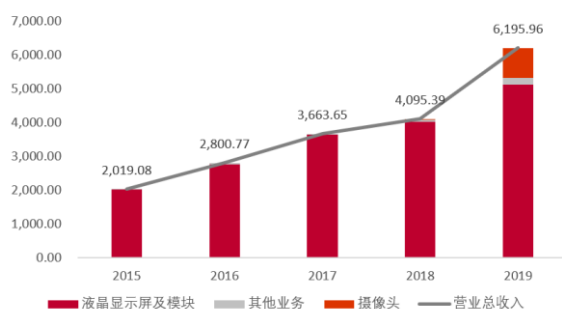
- 截至 2019 年末，公司主要在赣州、南昌、香港三地拥有 3 家全资子公司。2019 财年，公司以 1020 万元收购展宏新材 51% 股权，加速公司在液晶显示领域公司产业链的垂直整合；2019 年下半年新增印度孙公司，直接持股比例达到 99.98%。公司持续进行业务规模的拓宽和内部结构优化，通过子公司积极完善业务布局。
- 公司生产基地布局全面，国内拥有赣州和南昌两个生产基地，其中赣州主要负责液晶显示模组业务，2018 年完成赣州子公司 ON-CELL 项目生产基地的建设安装、调试、试产等一系列工作，并实现量产。2019 年继续发挥触控一体化模组的产业优势，在赣州二期建立先进的高端设备产线，实现了产品全自动化生产，极大提升公司的制程能力；截至 2020 年上半年，赣州高端设备智慧工厂已实现产能释放，有效提升了公司的盈利能力。
- 南昌主要负责光学摄像头模组的产线布局，公司 2018 年完成了南昌摄像头模组自动化工厂的建设并实现量产，2019 年产线基本达到满产状态，预计随着产线增长，摄像头模组产品销售收入将持续增长。
- 在海外产能布局方面，公司持续拓展海外业务，积极完善海外供应链布局。2019 年建立印度生产基地，并于 2019 年成功实现量产，致力将印度同兴达打造成印度本土具有高影响力的液晶显示屏模组及摄像头模组工厂。印度同兴达的设立有效提升公司海外市场占有率和品牌影响力，完善公司全

球化战略。

丰富产品矩阵，公司盈利能力稳步提升

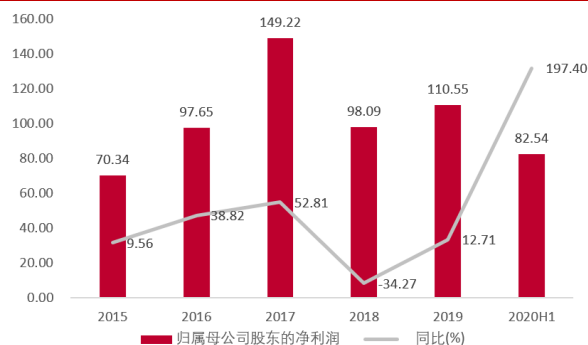
- **公司盈利能力显著提升，液晶显示模组贡献主要收入。**公司营业总收入呈稳定上升趋势，2015年公司实现营业收入20.19亿元，2019年增长至61.96亿元，2015-2019年年复合增长高达32.35%。2020年上半年，营业总收入同比增长高达80.08%，公司业绩随规模扩张显著提升。
- **从业务构成层面来看，公司主要产品分为液晶显示屏及模组、摄像头类产品和其他。**2015年液晶显示屏及模组收入占营业总收入比重高达99.64%，构成主要营业收入来源。摄像头类产品2018年初步实现小批量量产，占营业总收入比重逐年增高，2019年收入同比增长约35倍，营业收入占比由2018年0.6%增长至2020年上半年18.9%，逐步挤占液晶显示屏及模组类产品份额，构成公司第二大主营业务类型。摄像头业务成为公司未来业务主要发展方向，新业务助力公司快速成长。

图表 4 公司营业总收入及其构成 (百万元)



来源：wind，中泰证券研究所整理

图表 5 公司归母净利润及增速 (百万元)



来源：wind，中泰证券研究所整理

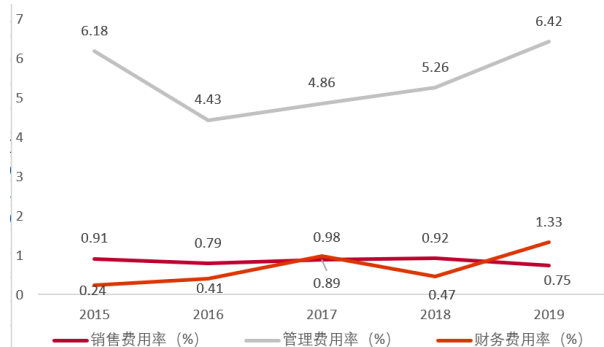
- **从公司盈利能力来看，公司归母净利润2018年首次出现负增长34.27%，**主要系赣州二期和摄像头产线投产初期，产能利用率尚处于低位。2019年随着两条产线的产能逐步释放，赣州二期带来的高端产品占比逐步提升，摄像头业务扭亏为盈，2019年和2020年上半年，营收同比增速分别达到51.29%和80.08%，归母净利润同比增长分别为12.71%和197.4%，公司产品结构逐步优化，长期增长趋势明朗。

期间费用控制合理，研发投入保障公司长期发展

- **公司规模扩张带来管理费用率高增长。**根据公司2015-2019年数据公告，公司近5年来均保持较低的财务费用和销售费用，均处于2%以下且维持稳定。2019年度管理费用快速增加，主要源于差旅费用的提高和产能扩展资产折旧费用的增多，随着公司业务规模扩张和产能投资加大，公司管理费用率呈明显上升趋势。整体来看公司规模扩张带来管理费用增长，但销售费用和财务费用均稳定保持低位，费用控制成效显著。
- **加大研发投入，逐步完善技术储备。**2019年研发支出为2.13亿元，同比增长115.95%；研发费用率3.44%，同比增1.03%。公司持续加大研发投入，以应对下游客户多样化需求，目前已自主掌握了如触显一体化

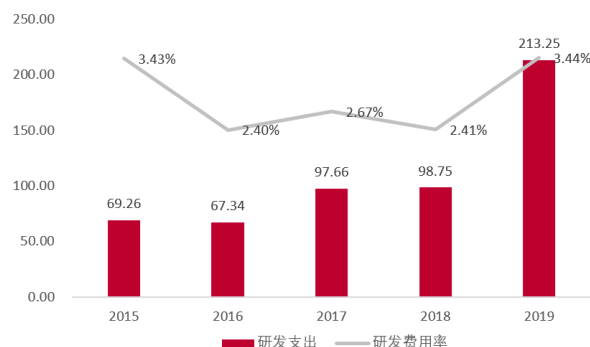
技术、全面屏、On-cell 显示模组、In-cell 显示模组、摄像头模组、AMOLED、裸眼 3D 显示模组、液晶测试云系统等前沿技术，全面化的技术储备为公司长期发展打下基础。

图表 6 公司期间费用率 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所整理

图表 7 研发支出及研发费用率 (百万元)



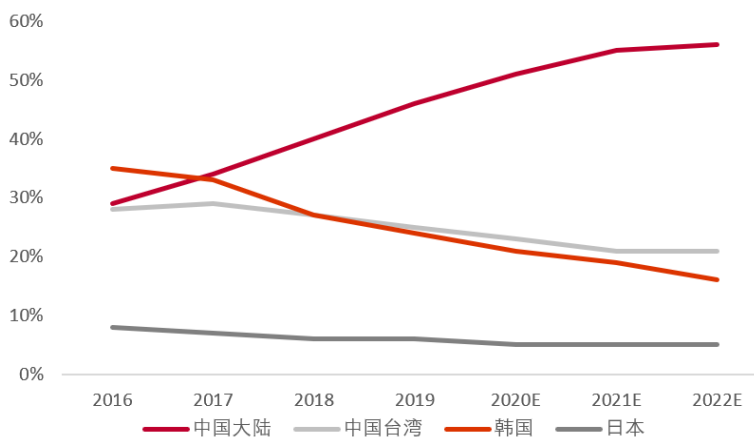
来源: wind, 中泰证券研究所整理

液晶屏市场结构重塑，公司业务向 OLED 方向延伸

日韩厂商相继退出，中国 LCD 行业迎发展机遇

- 近十年来国内面板厂商不断崛起，打破十多年前“缺芯少屏”的“少屏”局面，市场产能的极速扩张引起液晶屏市场供求失衡，频繁触发价格战，行业产品利润常年处于低位。2019 年以来日韩厂商业绩承压相继宣布退出 LCD 产线，其中三菱电机、三星、LG、松下等面板巨头相继退出 LCD 液晶面板产线。日韩厂商的退出降低行业整体产能，市场供求关系有望逐步改善。
- 公司顺应行业发展机遇，持续优化产品结构。液晶显示器需求向轻、薄、高屏占比等方面发展，全面屏已经成为智能手机市场的主流，并向折叠屏、环绕屏等方面进一步进化。公司应对市场需求变化，加快进行设备投入，新建 ON-CELL 一体化全贴合技术液晶显示模组生产线项目至 2019 年底已实现效益。另于 2019 年下半年募集 82000 万元用于年产 6000 万片异性全面屏二合一显示模组建设项目，并且该项目于 2020 年 11 月完成，顺利提升公司制程能力和出货能力。公司顺应中国 LCD 行业机遇，加速完善技术储备和产能布局，加大高端产品投入以优化产品结构，为公司盈利能力改善奠定扎实基础。

图表 8 全球各地区平板显示产业产能占比情况

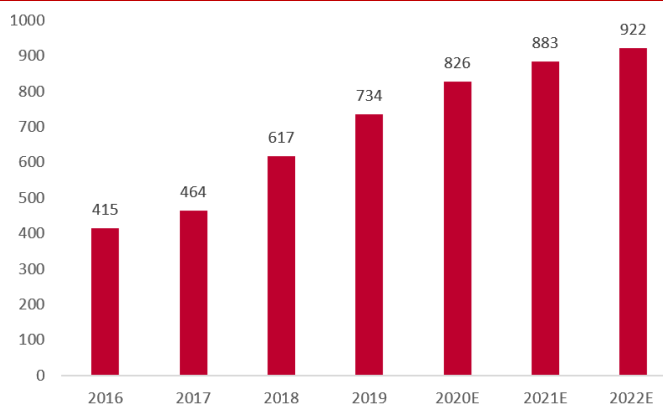


来源：DSCC，中泰证券研究所整理

顺应行业发展方向，业务向 OLED 延伸

- OLED 面板凭借超薄、可折叠、色域广等优势逐步替代传统液晶面板，成为显示屏未来主要发展方向。根据 HIS 统计数据，2016 年全球 OLED 显示面板出货量约为 4.15 亿片，至 2019 年增长至 7.34 亿片，年复合增长率为 20.93%，预计 2022 年全球 OLED 显示面板出货量将突破 9 亿，应用范围向电子产品、商业应用、交通以及工业控制等领域不断渗透，市场有望迎来爆发式增长。

图表 9 全球 OLED 显示面板出货量（百万片）

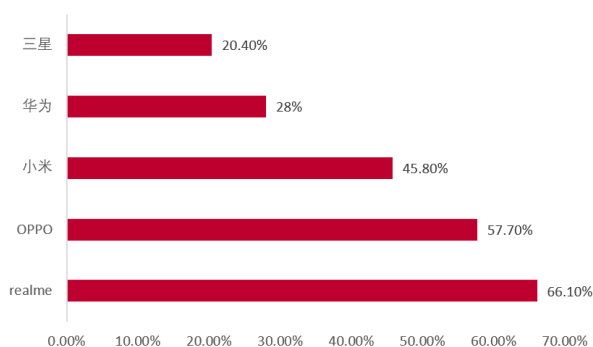


来源：IHS，中泰证券研究所整理

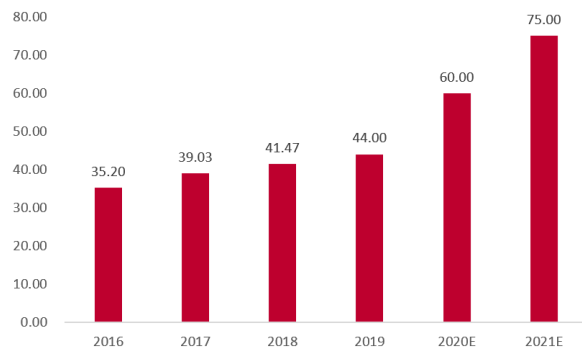
多摄渗透加速，新业务助力公司成长

- 多摄渗透趋势明确，摄像头市场维持高景气度。随着全球手机市场进入存量时代，多摄渗透率提升成为必然趋势。援引 counterpoint 预测数据，全球 2021 年三摄渗透率有望突破 50%，构成未来主流单机摄像头数量。2020 年第一季度，四摄智能机出货量占比约为 20%，分品牌来看，前五分别为 realme、OPPO、小米、华为和三星，合计占到出货四摄手机的比重约 83%，其中 realme 四摄占比高达三分之二。各品牌厂商持续发力，多摄渗透率提升趋势明确。

- 多摄渗透逐步打开全球摄像头市场成长空间,根据旭日大统计数据,2016年全球摄像头出货量尚为35.2亿颗,2019年增长至44亿颗。随着各品牌厂商新机型推出以及四摄、五摄占比逐步增加,2021年全球摄像头出货量预计将达到75亿颗,2016-2021年CAGR为16.33%。

图表 10 2020Q1 智能机四摄及以上渗透率


来源: Counterpoint, 中泰证券研究所整理

图表 11 全球摄像头市场出货量及其预测 (亿颗)


来源: 旭日大数据, 中泰证券研究所整理

- 公司积极完善产业链布局,新业务助力公司成长。公司于南昌投资设立摄像头模组工厂,2018年已经实现小批量生产状态,2019年摄像头产线基本达到满产状态。2019年摄像头类产品收入约8.78亿元,同比增长高达3494.96%,毛利率3.5%,与2018年相比扭亏为盈。公司紧跟行业发展趋势,持续研发人力、财力投入,目前在手订单稳步增长,随着摄像头产线产能扩张、产品单位成本摊薄,摄像头业务预计构成公司未来业绩重要驱动力。

投资建议及盈利预测

- 合理假设:** (1) 随着日韩厂商退出LCD市场,LCD市场供求关系逐步改善,大陆厂商盈利能力有望提升;(2) 摄像头市场多摄渗透趋势明显,优质赛道打开公司成长空间;(3) 公司加速海内外产能布局,高端产品占比逐步增加,新产线产能释放有望带来公司营收和净利和持续增长。
- 核心业务预测:** 我们预计液晶显示屏及模组20/21/22年的收入增速达到56.9%/35.3%/16%,摄像头业务收入增速达到129.2%/76%/75.3%,公司总体的收入增速达到64.2%/45.2%/30.2%。

图表 12 公司收入拆分及业绩预测

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
液晶显示屏及模组					
营收(亿元)	40.1	51.2	80.3	108.7	126.1
同比	10.5%	27.6%	56.9%	35.3%	16.0%
摄像头					
营收(亿元)	0.2	8.9	20.4	35.9	62.9
同比	-	3495.0%	129.2%	76%	75.3%
公司总营收(亿元)	41.0	62.0	101.8	147.8	192.4

同比	11.8%	51.3%	64.2%	45.2%	30.2%
----	-------	-------	-------	-------	-------

来源: Wind, 中泰证券研究所整理

- 投资建议:** 受益于上下游行业需求回暖和公司产品结构优化, 公司液晶屏及模组业务毛利率有望提升; 考虑公司多年技术布局叠加公司位于优质赛道, 公司摄像头业务有望带来盈利爆发点。我们预计 20/21/22 年收入为 102 亿/148 亿/192 亿, 归母净利润预计 20/21/22 年达到 2.7 亿/4.3 亿/6 亿, 目前市值对应 PE 分别为 23x/14x/10x。
- 估值依据:** 对比可比公司目前的估值水平, 考虑到 2021 年多摄渗透率提升、LCD 中国市场回暖, 因此我们认为公司合理估值水平仍然具有价值提升空间, 首次覆盖给予“买入”评级。

图表 13 可比公司估值 (wind 一致预测, 截取时间 2021 年 2 月 22 日)

公司	2020E	2021E	2022E
深天马 A	26	23	19
欧菲光	26	19	15
京东方 A	45	20	16
平均	32.3	20.7	16.7

来源: Wind, 中泰证券研究所整理

风险提示

风险提示: 市场竞争加剧、客户集中度高、下游需求不及预期、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险、新产线产能释放速度不及预期风险。

- 市场竞争加剧:** 随着电子产品技术更新迭代, 国内外竞争对手市场规模及市场份额持续扩充, 可能对公司盈利能产生一定的影响。
- 公司客户集中度高:** 公司与客户紧密合作持续提高客户粘性, 但公司前五大客户占比较高, 客户终止合作将会给公司带来一定的经营风险。
- 下游需求不及预期:** 中美贸易摩擦持续升级, 海外疫情尚未完全控制, 多重因素影响可能导致下游需求不及预期, 间接影响公司业绩。
- 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。**
- 新产线产能释放速度不及预期风险:** 新产线产能放量是公司业绩重要增长点, 若新产线产能释放速度不及预期, 将会对公司业绩增速造成不利影响。

图表 14 公司财务数据

利润表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	财务指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	4,095.4	6,196.0	10,175.6	14,778.1	19,242.5	成长性					
减:营业成本	3,752.3	5,599.5	9,092.9	13,164.3	17,087.4	营业收入增长率	11.8%	51.3%	64.2%	45.2%	30.2%
营业税金及附加	6.6	7.3	16.0	23.2	30.3	营业利润增长率	-42.1%	40.5%	131.8%	62.5%	41.6%
销售费用	37.5	46.7	87.0	124.4	157.1	净利润增长率	-34.3%	12.7%	144.8%	58.7%	39.8%
管理费用	116.7	184.3	712.3	1,019.7	1,327.7	EBITDA增长率	12.4%	107.3%	-21.8%	62.5%	41.5%
财务费用	19.1	82.5	1.0	1.0	1.0	EBIT增长率	9.0%	104.3%	-26.6%	68.1%	43.9%
资产减值损失	7.9	-2.0	4.5	3.4	2.0	NOPLAT增长率	-42.3%	98.7%	39.4%	62.2%	41.5%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-9.8%	67.5%	-51.2%	140.4%	-13.5%
投资和汇兑收益	1.8	-0.3	1.1	0.9	0.6	净资产增长率	15.1%	30.4%	26.9%	30.3%	22.8%
营业利润	88.5	124.3	288.0	467.9	662.6	利润率					
加:营业外净收支	25.2	-1.3	15.3	13.1	9.0	毛利率	8.4%	9.6%	10.6%	10.9%	11.2%
利润总额	113.6	122.9	303.3	481.0	671.7	营业利润率	2.2%	2.0%	2.8%	3.2%	3.4%
减:所得税	15.5	13.2	33.4	52.9	73.9	净利率	2.4%	1.8%	2.7%	2.9%	3.1%
净利润	98.1	110.6	270.7	429.5	600.5	EBITDA/营业收入	5.1%	6.9%	3.3%	3.7%	4.0%
资产负债表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	EBIT/营业收入	4.3%	5.8%	2.6%	3.0%	3.3%
货币资金	872.0	1,215.9	1,996.9	2,900.1	3,776.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	31	40	35	28	25
应收账款	1,234.7	2,215.0	3,438.2	4,771.9	5,918.4	流动资产周转天数	6	-6	-18	-19	-17
应收票据	286.9	-	452.2	204.6	650.7	流动资产周转率	288	261	247	247	249
预付账款	71.0	107.1	106.9	241.2	224.7	应收账款周转天数	87	100	100	100	100
存货	1,247.1	1,434.2	2,607.1	3,243.7	4,350.7	存货周转天数	88	78	71	71	71
其他流动资产	103.8	210.9	158.5	157.7	175.7	总资产周转天数	337	318	294	287	286
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	40	33	19	15	15
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	8.6%	8.8%	16.3%	19.2%	21.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.2%	1.7%	2.6%	3.2%	3.5%
固定资产	483.5	902.1	1,062.0	1,262.0	1,446.4	ROIC	19.6%	43.1%	35.9%	119.3%	70.2%
在建工程	40.4	22.9	172.9	322.9	472.9	费用率					
无形资产	9.0	15.8	14.9	14.0	13.1	销售费用率	0.9%	0.8%	0.9%	0.8%	0.8%
其他非流动资产	188.1	276.8	209.4	206.6	193.6	管理费用率	2.9%	3.0%	7.0%	6.9%	6.9%
资产总额	4,536.5	6,400.7	10,219.0	13,324.6	17,222.3	财务费用率	0.5%	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%
短期债务	330.0	618.0	561.3	986.3	1,107.0	三费/营业收入	4.2%	5.1%	7.9%	7.7%	7.7%
应付账款	1,262.1	2,075.1	3,550.8	4,594.1	5,788.2	偿债能力					
应付票据	1,703.1	1,983.4	4,003.1	4,663.8	6,585.9	资产负债率	74.7%	76.6%	81.4%	81.4%	82.4%
其他流动负债	58.8	108.5	93.5	99.1	131.4	负债权益比	295.8%	328.1%	438.6%	439.0%	467.4%
长期借款	-	42.0	72.2	457.3	517.4	流动比率	1.14	1.08	1.07	1.11	1.11
其他非流动负债	36.2	78.4	41.0	51.9	57.1	速动比率	0.77	0.78	0.75	0.80	0.79
负债总额	3,390.2	4,905.5	8,321.9	10,852.6	14,187.1	利息保障倍数	9.22	4.36	264.02	443.90	638.64
少数股东权益	-	236.5	235.8	234.4	231.7	分红指标					
股本	202.8	202.8	234.3	234.3	234.3	DPS(元)	0.04	0.05	0.12	0.20	0.28
留存收益	1,056.9	1,170.2	1,427.0	2,003.3	2,569.2	分红比率	10.3%	11.0%	10.7%	10.7%	10.8%
股东权益	1,146.3	1,495.2	1,897.2	2,472.0	3,035.2	股息收益率	0.2%	0.2%	0.5%	0.7%	1.1%
现金流量表	2018	2019	2020E	2021E	2022E	业绩和估值指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	98.1	109.7	270.7	429.5	600.5	EPS(元)	0.42	0.47	1.16	1.83	2.56
加:折旧和摊销	40.4	84.2	71.9	101.8	133.3	BVPS(元)	4.89	5.37	7.09	9.55	11.97
资产减值准备	7.9	73.1	-	-	-	PB(X)	62.4	55.3	22.6	14.2	10.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.3	4.9	3.7	2.7	2.2
财务费用	16.0	60.1	1.0	1.0	1.0	P/S	15.1	32.3	10.5	8.1	6.8
投资收益	-1.8	0.3	-1.1	-0.9	-0.6	P/S	1.5	1.0	0.6	0.4	0.3
少数股东损益	-	-0.8	-0.7	-1.4	-2.7	EV/EBITDA	13.5	8.0	14.3	8.7	5.2
营运资金的变动	259.2	-50.1	743.3	-139.5	460.5	CAGR(%)	63.4%	76.0%	21.9%	63.4%	76.0%
经营活动产生现金流	416.5	393.9	1,085.1	390.5	1,192.1	PEG	1.0	0.7	1.0	0.2	0.1
投资活动产生现金流	-242.1	-387.3	-379.6	-450.1	-466.3	ROIC/WACC	1.8	4.0	3.3	11.0	6.5
融资活动产生现金流	-52.9	20.4	75.5	962.8	150.3	REP	3.6	1.2	4.1	0.5	0.9

来源: Wind, 中泰证券研究所整理

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险, 投资需谨慎。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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。