

# 业务步入正轨，长期成长空间打开 买入（维持）

2019 年 12 月 29 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,628	2,061	2,494	2,783
同比（%）	33.7%	26.6%	21.0%	11.6%
归母净利润（百万元）	51	149	241	289
同比（%）	23.5%	189.6%	61.6%	19.9%
每股收益（元/股）	0.14	0.42	0.68	0.81
P/E（倍）	48.42	16.72	10.35	8.63

## 投资要点

■ **丁硫克百威、硫双灭多威有望盘活传统的氨基甲酸酯类业务：**公司是国内最大的氨基甲酸酯类农药原药企业，克百威、灭多威等产品较老，但是公司的关键中间体自我配套，中小对手供给收缩明显，公司的主要产品市占率很高。并且，公司开发出丁硫克百威、丙硫克百威以及硫双灭多威等低毒产品，产品销售和跨国企业深度绑定。

■ **短期的业绩仍有提升空间。**目前市场担心集中在两点，首先贵溪基地的安全生产许可年底到期，但是存在适度延期的可能。其次，随着苏北复产，相关农药原药价格存在走低风险。克百威、灭多威等产品格局较好，基本都是海利一家独大。最后，公司的水杨腈业务因为废气治理改造 19 年贡献业绩有限，甲基嘧啶磷业务在仓储害虫防治领域已有突破，都是 20 年的盈利增长点。

■ **天时地利人和，长期成长比较确定。**从管理角度看，海利集团/湖南海利的管理团队 19 年完成调整，新的管理团队以市场为导向，优选高成长的赛道。从项目储备和土地储备看，公司有丰富的产品储备，在贵溪、宁夏也有较大的土地储备。从产业环境看，江苏相对排斥农药中间体及原药业务，跨国公司在采购过程中更加注重软实力，作为知名的国字号企业，先发优势明显。

■ **公司的资产负债表修复完毕，员工利益与二级市场基本一致。**公司贵溪基地计提减值准备 9000 万，资产负债表基本修复完毕。同时，公司 18 年 1 月通过员工持股计划以 7.53 元/股，认购金额 3820 万元，参与非公开增发项目，员工持股计划实现员工激励的同时，对公司未来股价也将是一个重要支撑

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2019~2021 年营收分别为 20.61 亿元、24.94 亿元和 27.83 亿元，归母净利润分别为 1.49 亿元、2.41 亿元和 2.89 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.68 元和 0.81 元，当前股价对应 PE 分别为 17X、10X、9X。维持“买入”评级。

■ **风险提示：**油价低迷、贸易摩擦加剧导致全球原药需求疲软

## 股价走势



## 市场数据

收盘价(元)	7.02
一年最低/最高价	4.22/7.76
市净率(倍)	2.17
流通 A 股市值(百万元)	2293.10

## 基础数据

每股净资产(元)	3.23
资产负债率(%)	47.42
总股本(百万股)	355.22
流通 A 股(百万股)	326.65

## 相关研究

1、《湖南海利（600731）：三季报符合预期，经营拐点隐现》

2019-10-29

2、《湖南海利（600731）：改革成效初显，产品梯次较好》

2019-09-02

湖南海利（600731）是我们 2017 年中重点推荐过的标的，结果差强人意。

回顾当初的推荐过程，我们有两点因素未能充分考虑。首先，“十三五”期间正值海利集团/湖南海利新老班子换届。其次，公司的原业务侧重杀虫剂，品种多为高毒传统品种，并且公司脱胎于湖南省农药研究所，市场意识略有欠缺。

时至今日，集团党委/股份公司董事会的改选都已经完成，基本实现了内部思路的统一。公司在减员增效、新品开发等方面都已经看到显著成效。

随着公司宁夏基地的项目推进，我们认为公司发展的不确定因素已经基本消除，经营拐点隐现，值得投资者重点关注。

## 1. 公司现有三个生产基地，其中常德基地是公司核心业务集中点

湖南海利（600731）总部位于湖南长沙，成立于 1994 年，以湖南化工研究院为主发起设立的定向募集股份有限公司，1996 年经湖南省政府同意发行 1300 万股在 A 股上市。

公司本部位于长沙，主要是管理、科研职能，现有贵溪、涿州、常德三个生产基地。其中常德基地是公司发展杂环一期、杂环二期以及环境友好农药项目的业务中心。

湖南海利的农药品种主要是一些氨基甲酸酯类农药，主导产品克百威、残杀威、甲萘威、呋喃酚、邻仲丁基酚等在国内外拥有较高的市场占有率。除了杀虫剂外，公司也在高效除草剂、杀菌剂、光气化产品和其他精细化工产品也有储备。2014 年开始，公司的业务开始向杂环类农药、杀菌剂等方向拓展，先后计划斥资 8.4 亿元建设一批杀虫剂、杀菌剂品种的产能，相比传统的氨基甲酸酯类农药，这些杀虫剂、杀菌剂多为大吨位品种或者低毒品种，具有一定的发展潜力和空间。

### 1.1. 贵溪公司安全生产许可到期，产品升级在即

贵溪化工农药有限公司为湖南海利控股子公司，湖南海利持股 77.42%，贵溪市工业控股有限公司持股 22.58%。

该生产基地原占地面积 330 亩，15 年底新征地 250 亩左右。该基地有年产 2 万吨的光气产能，以及配套建设的甲基异氰酸酯生产装置。下游产品主要是甲萘威（3000 吨）、灭多威、仲丁威（2500 吨）、异丙威、甲托等农药原药，以及 1 万吨的制剂产品。

由于贵溪基地安全生产许可证将于 2019 年 12 月 31 日到期，为此，公司在努力争取适当延长生产许可期限，并申请新项目的投建，目前项目仍待有关部门批复。

### 1.2. 涿州公司主要是种衣业务

北农（海利）涿州种衣剂有限公司是湖南海利的控股子公司，持股 51%。

该基地现有生产种衣剂 5000 吨，颗粒剂 5000 吨，超微农药剂型 1000 吨，胶悬剂农药 1000 吨。

### 1.3. 常德公司是公司重点打造的业务中心

湖南海利常德农药化工有限公司是湖南海利的全资子公司。

该基地占地面积 256 亩，现有 3 万吨光气生产装置，主要生产 10000 吨乐果、杀虫双以及 1000 吨甲基嘧啶磷等杀虫剂。

2011 年 1 月，常德基地开始建设万吨级氨基甲酸酯类农药环保技改项目（一期工程）。一期工程规划了 1000 吨残杀威、4000 吨好安威、5000 吨仲丁威、3000 吨异丙威、10000 吨碳酰氯。

2014 年 4 月，常德基地开始建设杂环农药及其中间体产业化基地建设项目（一期工程）。计划投资 14905 万元，建设 4000 吨硫双灭多威，目前该装置已经达产。

2015 年 10 月，常德基地计划开始建设杂环农药及其中间体产业化基地建设项目（二期工程）。计划投资 27702 万元，建设 800 吨噻虫嗪、1200 吨噻虫胺、2000 吨中间体 2-氯-5-氯甲基噻唑、1000 吨邻羟基苯甲腈。目前邻羟基苯甲腈已经建成，处于调试状态，其他装置应该还在工艺优化、定型阶段。

2016 年 3 月，公司启动环境友好型农药生产装置建设项目，计划投资 4.165 亿元，建设原药 100 吨硫氟肟醚，100 吨氯溴虫腈，200 吨噁虫威，1000 吨呋虫胺，500 吨吡啶菌酯，2000 吨丁硫克百威，200 吨乙嘧酚以及 1500 吨悬浮剂，1000 吨水分散粒剂（可湿性粉剂），5000 吨颗粒剂以及配套设施。相关项目目前尚未有实质性推进，可能存在变更可能。

2018 年 1 月，公司启动 2000 吨甲基嘧啶磷的项目建设工作。

### 1.4. 宁夏基地奠定远期发展空间

考虑到公司的长期发展问题，公司 2019 年 10 月份公告，设立宁夏海利科技有限公司。宁夏海利将以自筹资金逐步建设海利宁夏生产基地项目，项目建成后，将成为公司新利润增长点，进一步提升公司的核心竞争力。

## 2. 硫双灭多威和丁硫克百威有望盘活现有的氨基甲酸酯类农药

传统意义上，氨基甲酸酯类杀虫剂属于品类较老的杀虫剂，需求平稳，行业格局较差。

15 年底开始的供给侧改革推动了一批环保不合规的中小企业逐步退出农药原药领域，目前涉足氨基甲酸酯类农药的企业已经所剩无几。依托技术技术，公司不断强化环

保水平，提升产品质量，目前公司在其涉足的氨基甲酸酯类杀虫剂都基本做到了寡头垄断的产业低位。

不仅如此，近年来和跨国公司合作，成功实现氨基甲酸酯类产品的产业升级，开发的丁硫克百威、丙硫克百威以及硫双威等产品不仅实现了高毒产品的低毒化，而且产品在跨国公司的采购体系中占据主导地位。

## 2.1. 氨基甲酸酯类农药有一定的产业壁垒，寡头垄断格局初步成形

氨基甲酸酯类杀虫剂属于品种较老的杀虫剂，但是具有较高的产业壁垒。

首先，氨基甲酸酯类农药生产过程中需要使用光气。光气生产存在很高的准入门槛。截至 2015 年，全国仅有 38 家企业拥光气资质，公司下属五家生产企业中有两家具具有光气资源，合计拥有 5 万吨光气产能。

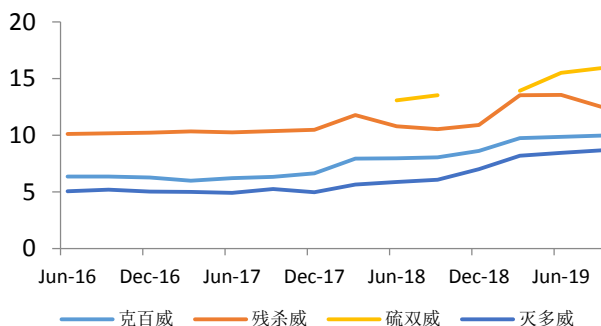
其次，工信部从 2012 年 1 月 12 日起，已经停止受理克百威、灭多威、涕灭威等农药产品生产批准证书的企业申请，供给开始收缩。目前克百威只有湖南国发、山东华阳和湖南海利等企业生产，灭多威只有山东华阳和湖南海利生产。

不仅如此，按照国家发改委发布的《产业结构调整指导目录(2019 年本)》，灭多威、涕灭威、克百威等产品均属于限制类产品，原则上只允许存量企业进行升级改造或者等量置换。

公司的氨基甲酸酯类农药品种齐全，主要产品有克百威、仲丁威、异丙威、残杀威、丁硫克百威、丙硫克百威、灭多威、甲萘威等等。主要产品在国内具有较高市占率和较强的议价能力。比如，公司的残杀威市场占有率 100%，克百威市场占有率 70%、仲丁威市场占有率 75%、甲萘威原药市场占有率 65%。

需要强调，在 19 年的天嘉宜事件发生后，公司事实上垄断了呋喃酚及其衍生物，但是由于下游客户主要是一些长期合作客户，实际上 2019 年相关产品的价格并未出现显著上涨。换言之，随着苏北复产节奏加快，相关产品价格承压的同时，公司的氨基甲酸酯类产品的价格波动预计会显著低于市场预期，所受到的冲击将非常有限。

图 1：公司主要产品的历史价格（元/千克）



数据来源：中农立华，东吴证券研究所



## 2.1. 低毒化是氨基甲酸酯类农药的升级方向

氨基甲酸酯类杀虫剂高毒，但是没有残留，不易产生抗性，具有其他杀虫剂无法替代的防治效果。不仅如此，氨基甲酸酯类农药价格低廉，对于发展中国家，比如印度、巴基斯坦、南美和非洲地区而言，有一定的吸引力。正因为如此，近几年氨基甲酸酯类杀虫剂一直维持在 10 亿美元附近，并未表现出快速萎缩的趋势。

需要指出，氨基甲酸酯类农药的市场萎缩，主要是一些高毒品种，比如克百威、涕灭威和灭多威的萎缩。一些低毒产品，比如丁硫克百威、硫双灭多威等，业务前景可看高一线。比如，硫双灭多威的毒性只有灭多威的十分之一。<Agri Service. Products Section-2014 Market>预计，14-19 年丁硫克百威的行业增速基本在 10.4%，灭多威的增速有可能维持在 13.2%。

公司在 12-13 年完成丁硫克百威、丙硫克百威、硫双威的技术开发，相关产品的质量达到 FMC、拜耳的标准，显著优于国内同行，成为公司未来业绩增长的稳定器。

表 1：主要杀虫剂的种类和优缺点

	2014 销售 额, 亿美元	开发时间/年	使用剂量 /g hm <sup>-2</sup>	生产者	商品名	主要适作物	14-19 增 速, %
灭多威	3.25	1966	125~8000	杜邦、安道麦、Sinon	Lannate	水果、蔬菜、玉米、大豆、棉花	13.2
克百威	2.25	1967	150~11000	富美实、安道麦、Rallis	Furadan	大豆、非农用、谷物、水果、蔬菜、水稻	0.5
杀螟丹	1.4	1965	400~4000	Takeda、Sundat	Padan	水稻、水果、蔬菜、棉花	4
丁硫克百威	1.15	1979	150~3000	富美实、拜耳、安道麦	Marshall	水果、蔬菜、棉花、非农用、水稻	10.4

资料来源：IHS Market，东吴证券研究所

## 3. 经营定位出现积极变化，长期发展空间初步打开

公司前身可追溯到湖南省化工研究院，也存在科研院所办企业所存在的院企定位不清晰的弊病。

2013 年，公司就开始尝试进行转型升级。首先，立足现有业务，大力发展高效、低毒氨基甲酸酯类杀虫剂，并且开始注重以市场为导向，和跨国公司开展深度捆绑合作。其次，充分挖掘现有产品的市场潜力，这方面最为成功的案例当属甲基嘧啶磷，实现了甲基嘧啶磷在仓储害虫防治领域的突破。最后，公司也计划逐步将业务从原有的杀虫剂业务为主，逐步向大吨位的除草剂、杀菌剂产品延伸。

展望未来，公司在宁夏、贵溪新基地有不小的土地储备，长期发展的空间初步打开。

### 3.1. 依托技术进步，实现现有产品的产业升级

依托自身的技术力量，公司不仅成功开发出丁硫、丙硫克百威，硫双灭多威等一系列低毒产品。不仅如此，这些产品的开发接班都是和跨国公司协同开发的，充分发挥了湖南海利较强的产业转化能力和跨国公司较强渠道能力。目前，公司已经成功实现了和拜耳、住友、FMC 以及先正达等企业的深度捆绑合作。

纵观国内农药上市企业，成功做大的关键都在于掌握特定的大吨位原药品种的关键生产技术。近年来，随着环保综合整治的深入，众多的小散乱原药企业逐步退出相关领域，农药生产、流通环节都存在整合的契机。环保没有问题、农药残留达标的企业将会脱颖而出。湖南海利是我国六大农药研究机构之一，也是国家南方农药创制中心湖南基地，在这方面占据先机。

### 3.2. 依托技术进步，开辟现有产品的新的应用空间

公司的部分产品存在广阔的创新应用空间，其中最有代表性的产品是甲基嘧啶磷。

甲基嘧啶磷低毒、低残留，不仅对害虫防治效果高、用量少，且有相当的速效性和持效性，广泛用于大田作物和经济作物的害虫防治。近年来，专家还发现甲基嘧啶磷是一款性能优异的用于仓储害虫防治的特效药物。

长期以来，我国的粮食储藏往往采用磷化铝等化学药剂进行熏蒸杀虫，这种方法除了劳动强度大、操作繁琐、成本较高外，磷化铝释放出的磷化氢可能会对心血管系统、神经系统和呼吸道有影响，导致严重的功能损伤和呼吸衰竭。

和常规的仓储害虫用药相比，甲基嘧啶磷的优点在于用量少、持效长、抗高温。在室温 30℃、相对湿度 50% 条件下，甲基嘧啶磷的药效可达 45~70 周。东南亚地区每吨粮食施入 2% 粉剂 200g，可保持 6 个月不生虫。用药剂喷雾麻袋，袋内粮食几个月内不受锯谷盗、米象、谷蠹、粉斑螟等侵害；若用浸渍法处理麻袋，则有效期更长。

截至 2018 年底，我国拥有遍布城乡的各类粮食仓储企业 1.7 万个，仓容总量超过 6.3 亿吨，我国的粮食消费量大约在 6.8 亿吨，以此匡算，按照 5-10mg/kg 的剂量，对应的甲基嘧啶磷的潜在国内的需求约在 3-6000 吨。

按照全国储粮害虫防治中心的口径，我国目前一年的粮食储藏药剂费用达到 3 亿元，而如果采用新研制的甲基嘧啶磷水乳剂吨粮成本仅 0.93 元，比中储粮要求的 1.2 元低 22.5%，最高比目前使用的谷虫净吨粮成本 3.8 元降低 75.5%。且可比传统方法减少 5% 左右的粮食损失，并且明显抑制了粮食的陈化速度。

### 3.3. 跳出杀虫剂业务，逐步拓宽业务范围

公司一直致力于伺机跳出氨基甲酸酯类农药，不过由于杀虫剂的技术路线选择要比除草剂、杀菌剂复杂得多，所以推进节奏略慢。

2014 年 4 月，常德基地开始建设杂环农药及其中间体产业化基地建设项目（一期工

程)，计划投资 14905 万元，建设 4000 吨/年硫双灭多威，目前该装置已经达产。

2015 年 10 月，常德基地计划建设杂环农药及其中间体产业化基地建设项目（二期工程），计划投资 27702 万元，建设 800 吨噻虫嗪、1200 吨噻虫胺、2000 吨中间体 2-氯-5-氯甲基噻唑、1000 吨邻羟基苯甲腈。目前邻羟基苯甲腈已经建成，处于调试状态，其他装置还在工艺优化、定型阶段。

2016 年 3 月，公司启动环境友好型农药生产装置建设项目，计划投资 4.165 亿元，建设原药 100 吨硫氟肟醚，100 吨氯溴虫腈，200 吨噁虫威，1000 吨吡虫胺，500 吨吡啶菌酯，2000 吨丁硫克百威，200 吨乙嘧酚以及 1500 吨悬浮剂，1000 吨水分散粒剂（可湿性粉剂），5000 吨颗粒剂以及配套设施。相关项目目前尚未有实质性推进，可能存在变更可能。

此外，公司贵溪基地和宁夏基地有较大的土地储备，相关领域的业务进展值得市场关注。

### 3.4. 光气衍生物领域值得期待

公司现有贵溪、常德两个生产基地的光气总产能接近 5 万吨左右。

1 吨氨基甲酸酯类农药（活性成分）需要大约 400kg 的 MIC（涕灭威为 465kg，克百威为 335kg），1 吨 MIC 消耗光气约 1.3 吨。以此推算，1 万吨氨基甲酸酯类农药需要 5000 吨以上的光气产能，目前的产能冗余度较大。

公司在常德基地投资 7084 万元，设计年产邻异丙氧基酚 1000 吨、间苯二甲酰氯 2000 吨、二甘醇双碳酸烯丙酯 5000 吨、聚碳酸酯 500 吨、氨基酸保护剂 500 吨，副产盐酸 6789.6 吨。工程拟分三期建设，一期工程为邻异丙氧基酚建成达产，二期工程为间苯二甲酰氯建成达产，三期工程为二甘醇双碳酸烯丙酯、聚碳酸酯、氨基酸保护剂建成达产。

间苯二甲酰氯以及二甘醇双碳酸烯丙酯都是具有战略意义的新材料中间体，其产业化进程值得关注。

## 4. 定增方案实施，资本市场和公司员工利益基本一致

2016 年 4 月，公司发布公告，计划非公开发行募资建设环境友好型农药建设项目。发行对象为海利集团、湖南国经、瑞丰林投资、尚锦置业、永超投资、及招证资管-同赢之湖南海利 1 号。其中，招证资管-同赢之湖南海利 1 号员工持股计划定向资产管理计划由湖南海利化工股份有限公司第一期员工持股计划全额认购。

18 年 1 月定增方案实施，员工持股计划参与对象 109 人，其中董监高 15 人，核心技术骨干 94 人，董监高认购份额 210 份（每份 10 万元），技术骨干认购份额 172 份。最终的发行价格为 7.53 元/股。

通过员工持股计划，员工利益与资本市场实现绑定，实现员工激励的同时，对公司未来股价也将是一个重要支撑。

## 5. 盈利预测与投资建议

### 5.1. 核心假设

公司的邻羟基苯甲腈业务因为废气治理问题，预计 20 年底投产，并稳定运行。

公司的 2000 吨甲基嘧啶磷扩产项目预计 21 年底投产。

考虑到在天嘉宜事件发生后，公司的克百威等相关产品并未大幅度提价，以及相关产品目前的寡头的供给格局，我们预计 20 年的相关产品小幅度微调。

灭多威产品目前属于典型的寡头的供给格局，预计 20 年产品价格小幅度微调。

国内的丁硫克百威企业数量略多，但是公司的产品主要给外企代工，预计产品价格持平。

### 5.2. 盈利预测

基于以上假设，我们预计公司 2019~2021 年营收分别为 20.61 亿元、24.94 亿元和 27.83 亿元，归母净利润分别为 1.49 亿元、2.41 亿元和 2.89 亿元，EPS 分别为 0.42 元、0.68 元和 0.81 元，当前股价对应 PE 分别为 17X、10X、9X。维持“买入”评级。

表 2：盈利预测拆分（单位：百万元）

		2018	2019E	2020E	2021E
原药	营业收入	1280	1604	2046	2335
	毛利	388	556	727	884
制剂	营业收入	342	342	342	342
	毛利	85	85	85	85
中间体	营业收入	62	72	63	63
	毛利	25	29	25	25
其他	营业收入	44	44	44	44
	毛利	2	2	2	2

数据来源：Wind，东吴证券研究所整理

## 6. 风险提示

杀虫剂的需求存在年际波动。

环境友好农药的实施进度低于预期，实施品种还需要进一步跟踪。



湖南海利三大财务预测表

资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>1,136</b>	<b>1,315</b>	<b>1,416</b>	<b>1,808</b>	<b>营业收入</b>	<b>1,628</b>	<b>2,061</b>	<b>2,494</b>	<b>2,783</b>
现金	454	412	499	768	减:营业成本	1,233	1,390	1,655	1,786
应收账款	148	171	215	215	营业税金及附加	8	16	16	19
存货	268	293	375	346	营业费用	53	72	87	97
其他流动资产	266	439	327	479	管理费用	148	171	207	231
<b>非流动资产</b>	<b>1,111</b>	<b>1,341</b>	<b>1,531</b>	<b>1,607</b>	财务费用	23	26	29	17
长期股权投资	5	6	6	7	资产减值损失	43	95	6	26
固定资产	533	743	922	1,005	加:投资净收益	3	2	2	2
在建工程	205	222	231	222	其他收益	0	0	0	0
无形资产	151	153	155	157	<b>营业利润</b>	<b>123</b>	<b>294</b>	<b>497</b>	<b>609</b>
其他非流动资产	217	217	217	217	加:营业外净收支	-16	-7	-10	-9
<b>资产总计</b>	<b>2,247</b>	<b>2,656</b>	<b>2,947</b>	<b>3,415</b>	<b>利润总额</b>	<b>107</b>	<b>286</b>	<b>487</b>	<b>600</b>
<b>流动负债</b>	<b>789</b>	<b>973</b>	<b>902</b>	<b>939</b>	减:所得税费用	29	60	122	162
短期借款	418	508	418	418	少数股东损益	26	77	124	149
应付账款	78	131	118	150	<b>归属母公司净利润</b>	<b>51</b>	<b>149</b>	<b>241</b>	<b>289</b>
其他流动负债	294	335	367	371	EBIT	121	302	502	607
<b>非流动负债</b>	<b>287</b>	<b>286</b>	<b>283</b>	<b>277</b>	EBITDA	175	365	587	711
长期借款	30	29	26	20					
其他非流动负债	257	257	257	257	<b>重要财务与估值指标</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,076</b>	<b>1,259</b>	<b>1,185</b>	<b>1,216</b>	每股收益(元)	0.14	0.42	0.68	0.81
少数股东权益	101	178	302	451	每股净资产(元)	3.01	3.43	4.11	4.92
					发行在外股份(百万股)	355	355	355	355
归属母公司股东权益	1,070	1,219	1,460	1,749	ROIC(%)	4.9%	11.8%	17.4%	18.1%
<b>负债和股东权益</b>	<b>2,247</b>	<b>2,656</b>	<b>2,947</b>	<b>3,415</b>	ROE(%)	6.6%	16.2%	20.7%	19.9%
					毛利率(%)	24.2%	32.6%	33.7%	35.8%
<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	销售净利率(%)	3.2%	7.2%	9.7%	10.4%
经营活动现金流	116	185	480	469	资产负债率(%)	47.9%	47.4%	40.2%	35.6%
投资活动现金流	-47	-290	-273	-178	收入增长率(%)	33.7%	26.6%	21.0%	11.6%
筹资活动现金流	102	64	-120	-23	净利润增长率(%)	23.5%	189.6%	61.6%	19.9%
现金净增加额	171	-41	87	268	P/E	48.42	16.72	10.35	8.63
折旧和摊销	55	63	85	104	P/B	2.33	2.05	1.71	1.43
资本开支	87	229	189	75	EV/EBITDA	16.25	8.39	5.12	4.05
营运资本变动	-104	-128	3	-87					

数据来源: 贝格数据, 东吴证券研究所

## 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>