

2020年3月27日

佳先股份 (430489):国内领先的环保辅助热稳定剂企业

化工

当前股价: 10.68 元

审慎推荐(首次)

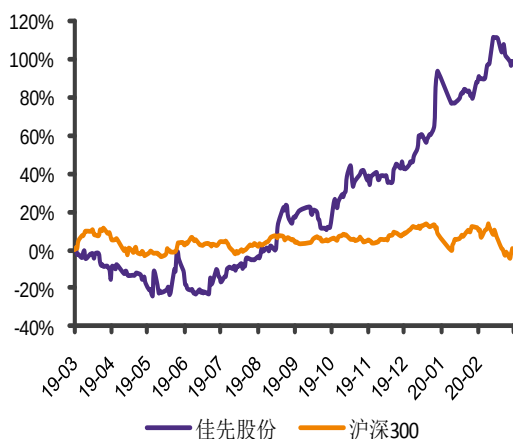
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	156	193	247	320
(+/-)	7.6%	23.8%	27.6%	29.8%
营业利润	41	51	63	80
(+/-)	41.6%	22.9%	24.1%	27.0%
归属母公司净利润	36	44	55	69
(+/-)	39.3%	23.0%	24.3%	27.1%
EPS (元)	0.56	0.69	0.85	1.08
市盈率	19.1	15.5	12.5	9.8

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	6,397/6,397
流通市值 (亿元)	6.83
每股净资产 (元)	3.48
资产负债率 (%)	16.7

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 魏旭银
执业证书编号: S1050518050001
联系人: 谢玉磊
电话: 021-54967579
邮箱: xieyl@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司
地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号
邮编: 200030
电话: (8621) 64339000
网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● 公司是国内二苯甲酰甲烷最大的生产企业。公司主要从事 PVC 辅助热稳定剂的研发、生产和销售, 主要产品为二苯甲酰甲烷 (DBM)、硬酯酰苯甲酰甲烷 (SBM), 主要供应于聚氯乙烯 (PVC) 热稳定剂生产企业。DBM 产品通过欧盟 REACH 法规注册, 产品质量达到国内领先水平。

● 产品契合发展趋势, 客户资源优质。钙锌复合热稳定剂, 性能优异且价格适中, 是目前国外主要使用的环保热稳定剂, 国内禁铅已成为行业共识, 被环保型稳定剂替代是大势所趋。目前, 公司“佳先”品牌在国内外市场形成了较高的知名度和影响力, 得到海内外客户的广泛认可。凭借良好的信誉和产品竞争力, 公司拥有包括德国百尔罗赫公司、美国开米森集团等一批全球化工巨头企业客户。

● 下游需求稳定增长, 行业前景向好。2019 年, 我国房地产市场销售韧性和开工韧性均超市场预期, 近年来我国商品房待售面积持续下降, 近期房地产企业资金改善叠加融资政策边际松动, 将推动房屋新开工面积上行, 进而带动 PVC 需求。2013-2019 年我国 PVC 产量从 1495.84 万吨增长到 1895.38 万吨, 年均复合增长率为 4%, PVC 产量维持稳定增长, 而钙锌稳定剂作为塑料生产加工中的重要助剂, PVC 产量的增长有望带动稳定剂消费的增长, 行业前景向好。

● 盈利预测: 我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 1.93 亿元、2.47 亿元和 3.2 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 0.44 亿元、0.55 亿元和 0.69 亿元。按照公司 10.68 元的股价测算, 对应的市盈率分别为 15.5 倍、12.5 倍和 9.8 倍。公司是国内环保辅助热稳定剂领先企业, 产品竞争力强, 客户资源优质, 未来随着公司产能的扩张, 业绩有望进一步释放, 首次覆盖, 给予“审慎推荐”的投资评级。

● 风险提示: 项目投产进度不及预期、产品竞争加剧, 导致毛利率下降、下游 PVC 产品需求大幅下降、市场系统性风险。

正文目录

一、公司概况	4
1. 公司简介	4
2. 公司股权结构及融资历程	5
3. 盈利能力稳定增长	6
二、产品竞争力强，客户认可度高	7
1. 坚持自主研发，技术水平国内领先	7
2. 公司产品契合环保趋势，替代空间广阔	8
3. 供货全球化工巨头，客户资源优质	8
三、下游需求稳定增长，行业前景向好	9
1. 房地产市场韧性超预期，提振 PVC 需求	9
2. 美国房地产市场强劲，欧洲逐步复苏	10
3. PVC 产量稳定增长，提高稳定剂需求	10
四、公司盈利预测与估值	11
五、风险提示	12



图表目录

图表 1 公司主要产品二苯甲酰甲烷（DBM）	4
图表 2 公司主要产品硬酯酰苯甲酰甲烷（SBM）	4
图表 3 公司产品应用领域	5
图表 4 公司股权结构图	5
图表 5 公司增资扩股情况	6
图表 6 近五年公司营业收入及增速	6
图表 7 近五年公司归母净利润及增速	6
图表 8 近期公司主要产品毛利率持续回升	7
图表 9 公司销售净利率和净资产收益率转好	7
图表 10 公司是国家重点高新技术企业	7
图表 11 公司拥有省级技术研究中心	7
图表 12 国内热稳定剂的分类及性能特点	8
图表 13 2019 年公司前五大客户销售情况	9
图表 14 房屋新开工面积保持稳定增长	9
图表 15 商品房待售面积持续下降，去库存显著	9
图表 16 2019 年美国新屋开工量大幅增长	10
图表 17 近年来欧洲营建支出量稳步增长	10
图表 18 2014-2019 年期间国内 PVC 产量及同比增速	11
图表 19 公司营业收入假设	11
图表 20 公司 PE-Band	12
图表 21 公司 PB-Band	12
图表 22 公司盈利预测	13

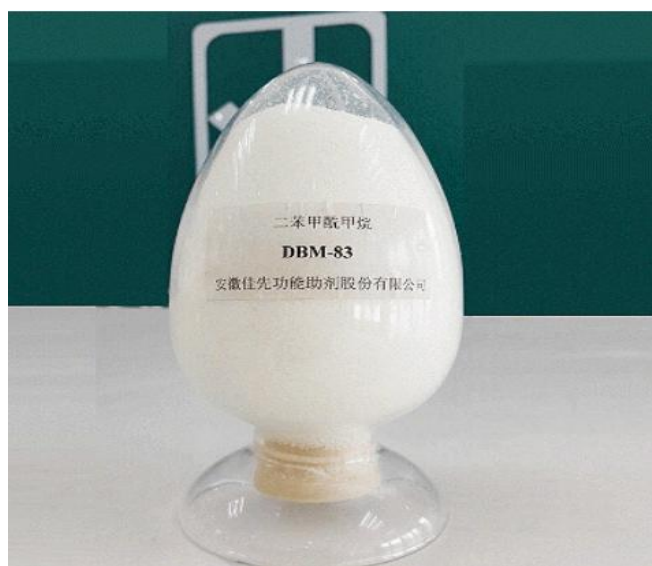
一、公司概况

1. 公司简介

佳先股份成立于 2006 年 4 月，注册资本 2,178 万元，公司主要从事 PVC 辅助热稳定剂的研发、生产和销售，主要产品为二苯甲酰甲烷 (DBM)、硬脂酰苯甲酰甲烷 (SBM)，主要供应于聚氯乙烯 (PVC) 热稳定剂生产企业。其中，二苯甲酰甲烷最终用于 PVC 生产企业，如电信电缆、塑料薄膜、PVC 管材、PVC 型材等；硬脂酰苯甲酰甲烷最终应用于食品级塑料包装袋、医药用品等 PVC 材料。

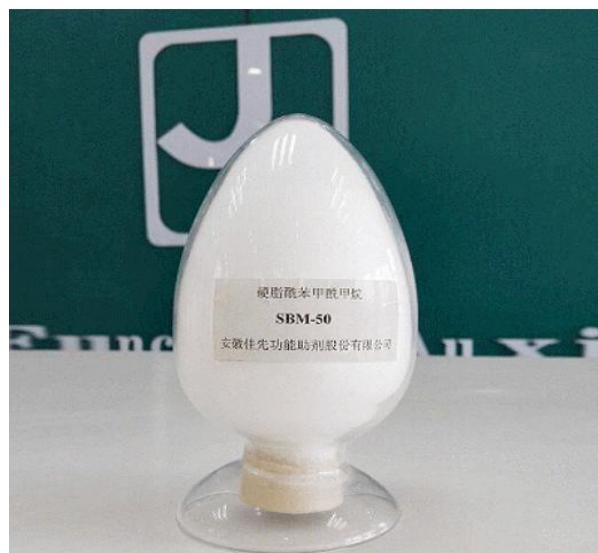
公司是国内二苯甲酰甲烷最大的生产企业，二苯甲酰甲烷是新型环保 β 二酮产品，主要用于钙锌、钡锌类 PVC 稳定剂的辅助热稳定剂，具有优良的抑制初期着色性能，是目前使用量最大的 β 二酮产品。硬脂酰苯甲酰甲烷是食品级 β 二酮产品，是现有 β - 二酮系列产品中唯一经美国 FDA 许可适用于与食品、药品接触的 PVC 材料。

图表 1 公司主要产品二苯甲酰甲烷 (DBM)



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

图表 2 公司主要产品硬脂酰苯甲酰甲烷 (SBM)



资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

聚氯乙烯 (PVC) 是无定型结构的白色粉末，对光和热的稳定性差，容易自动催化分解，因此在实际应用中必须加入稳定剂以提高对热和光的稳定性。从全球来看，PVC 消费量位于五大通用树脂（聚乙烯 PE、聚丙烯 PP、聚氯乙烯 PVC、聚苯乙烯 PS、ABS 树脂）第三位，广泛应用于工业、建筑、农业、日常生活、包装、电力、公用事业等各个领域。随着我国国民经济的快速发展，PVC 需求逐年增长，目前我国是世界上最大的 PVC 生产国和消费国。据百川资讯数据，2019 年我国聚氯乙烯表观消费量 1961.68 万吨，近三年来复合增长率为 6.5%。

图表 3 公司产品应用领域

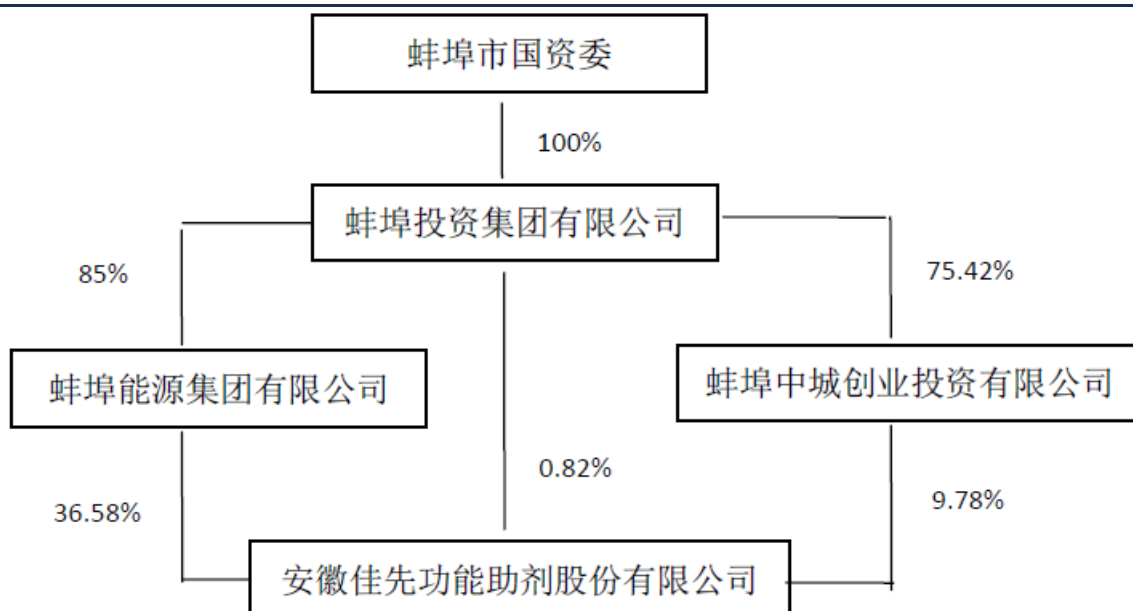


资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

2.公司股权结构及融资历程

公司控股股东为蚌埠能源集团，持有公司 36.58%的股份，公司实际控制人为蚌埠市人民政府国有资产监督管理委员会。蚌埠市国资委 100%控股蚌埠投资集团，并通过其持有蚌埠能源集团、蚌埠中城创业投资有限公司股权间接控制公司 46.36%的股份，同时蚌埠投资集团直接持有公司 0.82%的股份。因此，蚌埠市国资委直接或间接控制公司 47.18%的股份。

图表 4 公司股权结构图



资料来源：公司年报，华鑫证券研发部

2006 年 4 月，蚌埠能源集团以货币出资 104 万元，以实物出资 196 万元成立蚌埠佳先化工有限公司。2006 年 6 月，蚌埠能源集团将佳先有限注册资本增加至 1,000 万元。2009 年 11 月，佳先有限增加注册资本 275 万元，并整体变更为股份有限公司；2009 年 12 月，公司增发股份 245 万股，其中公司管理层和技术骨干认购 199.4 万股，占总

股本的比重为 13.12%。2010 年 1 月，公司在天津股权交易所挂牌交易，2014 年 2 月，公司在新三板挂牌。

图表 5 公司增资扩股情况

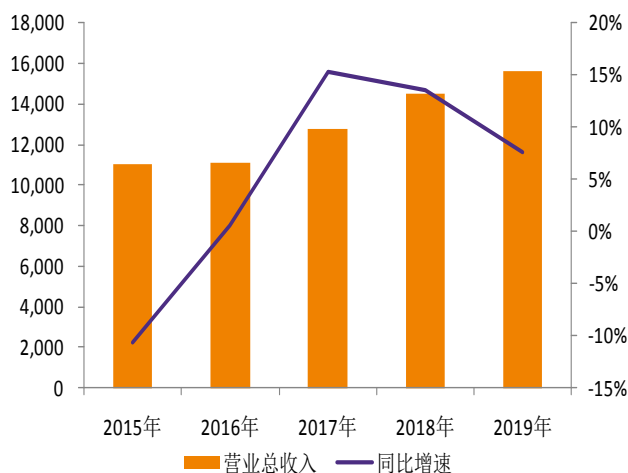
时间	事件	注册资本及股本变动明细
2006 年 4 月	佳先有限成立	注册资本 300 万元
2006 年 6 月	新增注册资本 700 万元	注册资本变更为 1,000 万元
2009 年 11 月	中城创投投入货币 500 万元	新增注册资本 275 万元，并整体变更为股份有限公司
2009 年 12 月	公司管理层、技术骨干入股	变更注册资本为 1,520 万股
2010 年 1 月	天交所挂牌交易	-
2012 年 1 月	海通开元、上海嘉喆、远大创新增资入股	注册资本变更为 2,050 万元
2014 年 2 月	新三板挂牌交易	-

资料来源：公司招股说明书，华鑫证券研发部

3. 盈利能力稳定增长

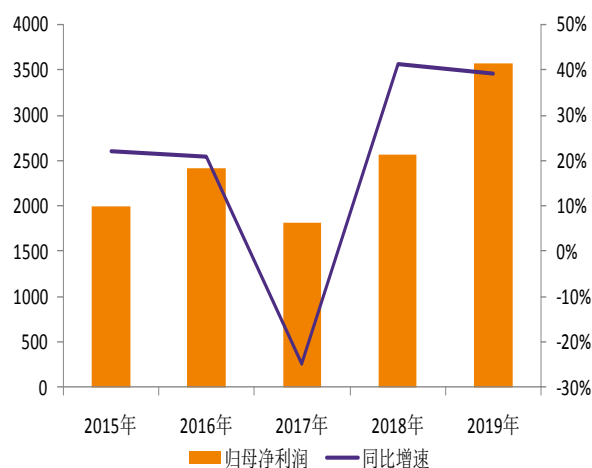
随着新环保法的实施，国家对环保治理的力度增强，热稳定剂环保化成为 PVC 行业普遍关注的问题，带动公司产品辅助热稳定剂 β 二酮消费量的快速增加。2017-2019 年期间，公司营业收入从 1.28 亿元增长至 1.56 亿元，年均复合增速为 10.57%。2017-2019 年期间，公司归母净利润从 0.18 亿元增长至 0.36 亿元，年均复合增速为 40.26%。

图表 6 近五年公司营业收入及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

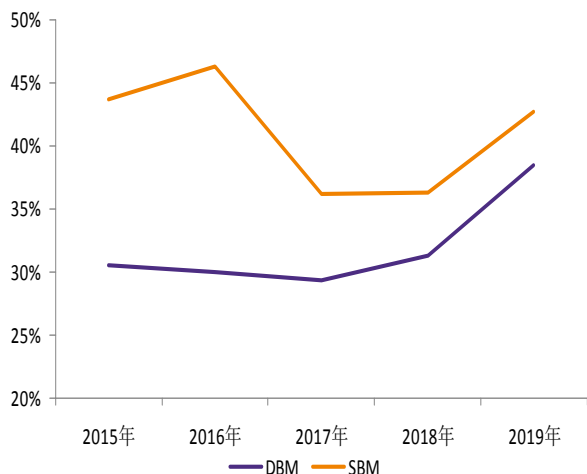
图表 7 近五年公司归母净利润及增速



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

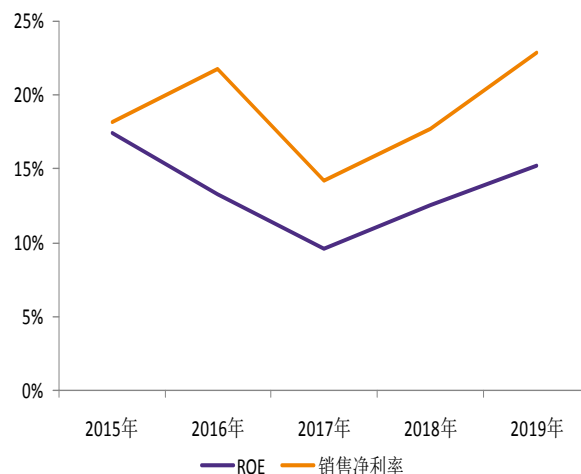
近年来，随着国家环保和安全监管力度的不断加强，同时公司积极开发新产品，市场竞争力提升，公司主要产品毛利率显著回升。2019 年，公司主要产品二苯甲酰甲烷 (DBM) 销售毛利率为 38.44%，硬酯酰苯甲酰甲烷 (SBM) 销售毛利率为 42.76%，分别比 2018 年提高 7.09% 和 6.5%。得益于产品销售价格的上涨，公司净资产收益率逐步提升，2019 年达到 15.24%，相比 2018 年提高 2.71%。

图表 8 近期公司主要产品毛利率持续回升



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 9 公司销售净利率和净资产收益率转好



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

二、产品竞争力强，客户认可度高

1. 坚持自主研发，技术水平国内领先

自成立以来，公司一直专注于 PVC 辅助热稳定剂的研发、生产和销售，经过多年的积累，形成了国内领先的企业技术创新体系和核心竞争力。通过不断的自主研发和技术创新，公司成功攻克产品色泽、收率、结晶度等多项关键技术指标，产品质量达到国内领先水平。

截止到 2019 年底，公司拥有 6 项发明专利，29 项实用新型专利；拥有省级工程技术研究中心、省级博士后工作站，主持制订了 DBM 和 SBM 产品行业标准，拥有国内较大规模的二苯甲酰甲烷（DBM）生产装置，被认定为国家重点高新技术企业。公司主导产品（DBM、SBM）均被列入国家火炬计划项目，其中 DBM 产品通过欧盟 REACH 法规注册，为安徽省名牌产品。

图表 10 公司是国家重点高新技术企业



资料来源: 公司官网, 华鑫证券研发部

图表 11 公司拥有省级技术研究中心



资料来源: 公司官网, 华鑫证券研发部

2.公司产品契合环保趋势，替代空间广阔

随着塑料行业的快速发展，各种塑料助剂产品的产量和消费量取得较大的增长，而热稳定剂作为在 PVC 生产中使用的加工性能改善助剂也得以快速增长。目前，行业内的稳定剂主要有铅盐类、复合金属类、有机锡类和其他热稳定剂。其中，铅盐类热稳定剂是国内广泛使用的 PVC 热稳定剂，但最大的缺点是对人体和环境造成危害；复合金属类热稳定剂主要指钙锌复合热稳定剂，性能优异且价格适中，是目前国外主要使用的环保热稳定剂；有机锡类热稳定剂具有高效、低毒、初期着色性好等特点，但价格昂贵；其他热稳定剂主要指稀土类和有机锑类，局限于室内的 PVC 产品使用。

随着环保法规日趋严格，热稳定剂产品逐步向无毒、低铅、无尘化，其中欧洲 PVC 热稳定剂在 2015 年已经全面实现无铅化。而我国 PVC 热稳定剂行业禁铅虽成为行业共识，但出于技术、成本等种种因素，我国 PVC 制品中 70%以上以铅盐作为稳定剂，未来环保型稳定剂具有广阔的替代空间。2017 年，我国正式实施《室内装饰装修材料门、窗用未增塑聚氯乙烯（PVC-U）型材有害物质限量》国家标准，将加速铅盐类热稳定剂的淘汰，带动环保型热稳定剂的快速发展。

图表 12 国内热稳定剂的分类及性能特点

名称	分类	性能特点
铅盐类	三盐基硫酸铅	具有持久的耐热性、良好的耐光性和耐水性，优良的电绝缘性。缺点是毒性大，缺乏润滑性。
	二盐基亚磷酸铅	耐候性很突出，初期色相好。缺点是毒性大，缺乏润滑性，需配合润滑剂使用。
	二盐基硬脂酸铅	兼具铅盐和金属皂的作用，有优良的润滑性，但耐候性及初期色相较差。
复合金属类	钡锌稳定剂	良好的热稳定性、耐候性、电绝缘性，加工性能好具有润滑性。
	钙锌稳定剂	具有好的热稳定性、光稳定性和透明性及着色力。加工性能好，无毒，价格适中。
有机锡类	脂肪酸盐	润滑性和加工性能良好，但热稳定性和透明性差。
	马来酸盐	耐热和耐候性良好，主要用作 PVC 硬质透明制品的稳定剂，但缺乏润滑性，易喷霜。
	硫醇盐	突出的耐热性和良好的透明性，加工性能良好，但价格较高。
其他热稳定剂	有机锑类	稳定性好，价格较低，低毒性，缺点是耐光性，透明性和润滑性差
	稀土类	良好的光稳定性、透明性、绝缘性、耐受性，缺点是反应速度较慢，价格较高

资料来源：百度文库，华鑫证券研发部

3.供货全球化工巨头，客户资源优质

目前，海外塑料助剂产业发展格局较为清晰，其中在热稳定剂领域，北美主要企业有 12 家，包括克罗斯化工公司、开米森公司等；欧洲主要企业有 10 家，包括 Baerlocher(德国)、德国汉高等。

经过多年的发展和积累，公司“佳先”品牌在国内外市场形成了较高的知名度和影响力，得到海内外客户的广泛认可。凭借良好的信誉和产品竞争力，公司拥有一批市场需求大、实力雄厚、信誉良好、业务关系持续稳定的优质客户，包括德国百尔罗赫公司（BAERLOCHER GMBH）、美国开米森集团（CHEMSON INC）、三菱商事株式会社等

大型跨国化工企业等。其中，公司第一大客户是德国百尔罗赫集团，其是全球领先的塑料添加剂供应商，2019 年公司对其销售额占年度销售额的比重达到 11.35%。

图表 13 2019 年公司前五大客户销售情况

序号	销售客户名称	销售收入（万元）	比例
1	德国百尔罗赫公司	1,772.59	11.35%
2	艾迪科精细化工	968.93	6.2%
3	南通艾德旺化工	878.09	5.62%
4	上海奥腾化工	753.97	4.83%
5	IRE CORPORATION	725.71	4.65%
合计：		5,099.29	32.65%

资料来源：公司年报，华鑫证券研发部

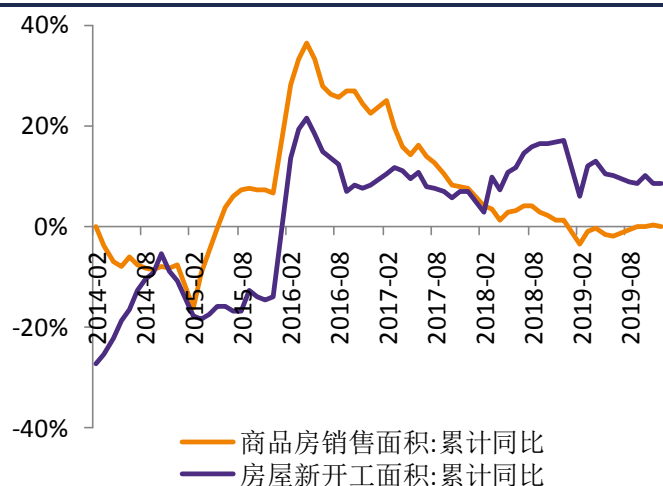
三、下游需求稳定增长，行业前景向好

1. 房地产市场韧性超预期，提振 PVC 需求

我国 PVC 需求主要来自两个方面：一是以电线电缆、各种用途膜、铺地材料、人造革等产品为主的软制品；二是以门窗、各种型材和管材、硬片、瓶等产品为主的硬制品，是 PVC 最大的消费领域，主要用于建筑领域。因此，国内房地产市场发展对 PVC 的需求有决定性的影响。

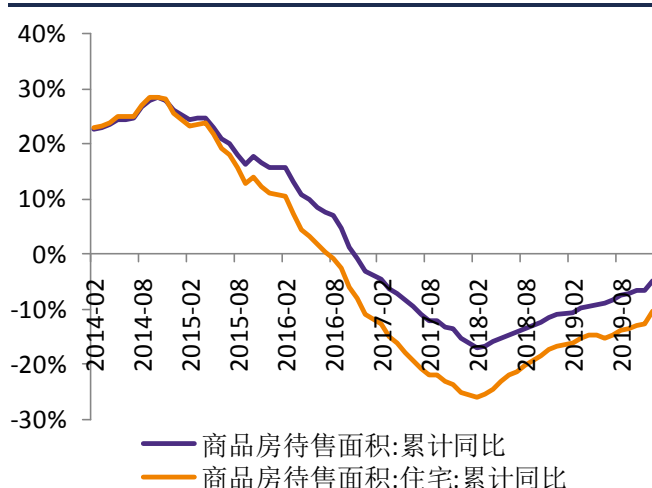
2019 年，我国商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.1%；房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.5%，国内房地产市场销售韧性和开工韧性均超市场预期。2019 年，房地产开发企业到位资金 17.86 万亿元，同比增长 7.6%，明显好于 2018 年，而近年来，我国商品房待售面积持续下降，近期房地产企业资金改善叠加融资政策边际松动，将推动房屋新开工面积上行，进而带动 PVC 需求。

图表 14 房屋新开工面积保持稳定增长



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 15 商品房待售面积持续下降，去库存显著



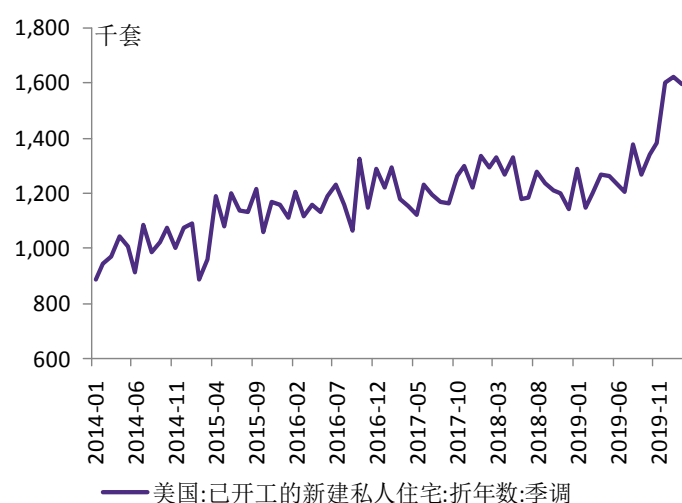
资料来源：Wind，华鑫证券研发部

2. 美国房地产市场强劲，欧洲逐步复苏

海外方面，受益于较低的抵押贷款利率，美国房地产市场增长强劲。美国商务部数据显示，2020年2月，美国已开工的新建私人住宅量达到1599千套（折年数），同比增长39.16%。而近年来在低融资利率下，欧元区营建支出稳步增长，房地产市场逐步复苏。海外房地产市场走强，将增加对PVC产品的需求，增加国内产品的出口。

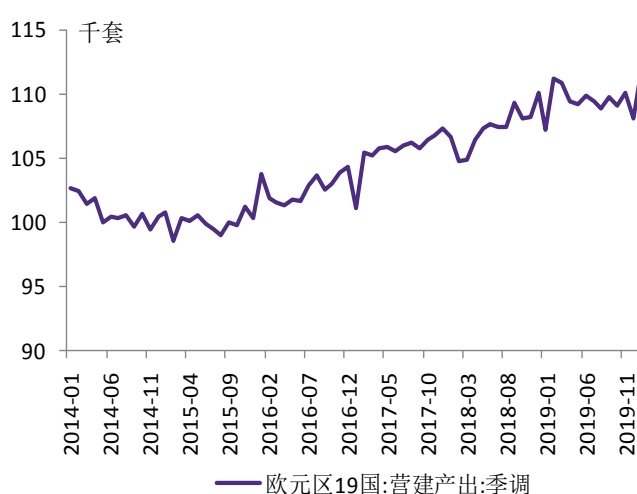
3月，受新冠肺炎疫情影响，美国参议院通过2万亿美元财政刺激计划，G20国家启动5万亿美元经济计划，同时全球主要央行开启新一轮的货币宽松周期。在低利率环境和政府大规模经济刺激计划下，海外房地产市场有望保持稳定增长。

图表 16 2019 年美国新屋开工量大幅增长



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

图表 17 近年来欧洲营建支出稳步增长



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

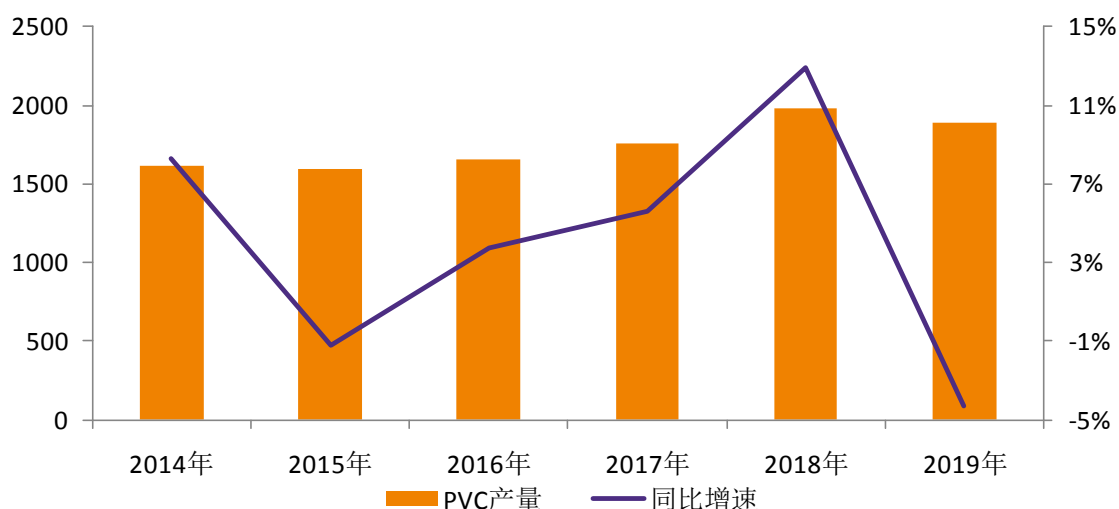
3. PVC 产量稳定增长，提高稳定剂需求

公司产品二苯甲酰甲烷 (DBM) 和硬酯酰苯甲酰甲烷 (SBM) 的需求来自于两方面：一是国内环保越来越严格，禁铅趋势将提升环保热稳定剂的市场份额，二是下游聚氯乙烯 (PVC) 产量的增长将带动热稳定剂需求的提升，增加对公司产品的需求。

2003-2013 年，受益于全球经济增长，全球 PVC 产能出现较大幅度的增长，2014 年达到顶峰。2015-2016 年期间，由于 PVC 产品价格低迷以及竞争加剧，全球 PVC 新增产能明显减少，部分产能陆续推出，2016 年后新增产能有所恢复。据米城数据统计，全球 PVC 产能 5973 万吨，产量在 4674 万吨，其中我国 PVC 产能占全球 PVC 产能的比重约为 42%，北美和西欧的产能占比分别为 18% 和 15%。

从国内情况来看，2013-2019 年我国 PVC 产量从 1495.84 万吨增长到 1895.38 万吨，年均复合增长率为 4%。2019 年，受到部分 PVC 装置因故停车以及环保影响，国内 PVC 产量有所下降，但受益于宏观经济的稳定增长，国内 PVC 产量有望保持稳定增长。据环球塑化网数据，PVC 钙锌稳定剂由于稳定成分和效果不同，通常添加比例在 2%-5% 区间，作为塑料生产加工中的重要助剂，PVC 产量的增长有望带动稳定剂消费的增长。

图表 18 2014-2019 年期间国内 PVC 产量及同比增速



资料来源：百川资讯，华鑫证券研发部

四、公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

- (1) 公司在建 8000 吨/年的产品项目进展顺利，2020 年-2022 年项目投产率分别为 50%、70%和 100%；
- (2) 考虑到新冠肺炎疫情对宏观经济的不利冲击，处于审慎保守的考虑，公司产能利用率为 60%；
- (3) 公司销售费用率和管理费用率保持小幅下降，整体相对稳定；
- (4) 公司其他收入保持相对稳定；
- (5) 公司总股本按照当前股本 6,397 万股计算。

图表 19 公司营业收入假设

营业收入（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
二苯甲酰甲烷	114.28	129.04	160.01	204.41	265.73
YOY	11.0%	12.9%	24.0%	27.8%	30.0%
硬酯酰苯甲酰甲烷	29.16	25.87	32.08	40.98	53.27
YOY	18.3%	-11.3%	24.0%	27.8%	30.0%
其他	1.65	1.29	1.29	1.29	1.29
合计：	145.1	156.19	193.37	246.67	320.29
营业成本（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
二苯甲酰甲烷	78.46	79.44	99.20	130.82	172.72
硬酯酰苯甲酰甲烷	18.59	14.81	18.61	24.59	32.5
其他	0.19	0.49	0.49	0.49	0.49
合计：	97.24	94.74	118.3	155.9	205.71
毛利（百万元）	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
二苯甲酰甲烷	35.83	49.6	60.8	73.59	93.01

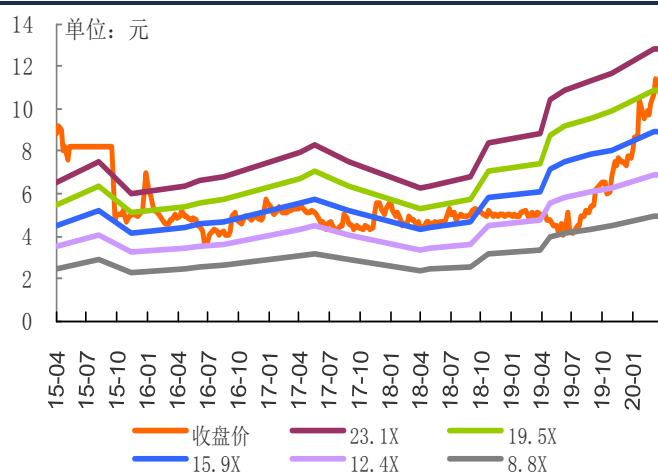


硬酯酰苯甲酰甲烷	10.57	11.06	13.47	16.39	20.78
其他	1.46	0.79	0.79	0.79	0.79
合计:	47.86	61.45	75.07	90.77	114.58

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

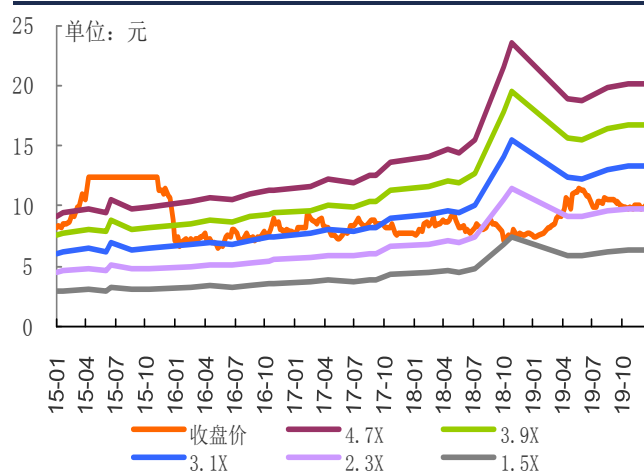
我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别为 1.93 亿元、2.47 亿元和 3.2 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 0.44 亿元、0.55 亿元和 0.69 亿元。按照公司 10.68 元的股价测算, 对应的市盈率分别为 15.5 倍、12.5 倍和 9.8 倍。公司是国内环保辅助热稳定剂领先企业, 产品竞争力强, 客户资源优质, 未来随着公司产能的扩张, 业绩有望进一步释放, 首次覆盖, 给予“审慎推荐”的投资评级。

图表 20 公司 PE-Band



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 21 公司 PB-Band



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

五. 风险提示

- (1) 项目投产进度不及预期;
- (2) 产品竞争加剧, 导致毛利率下降;
- (3) 下游 PVC 产品需求大幅下降;
- (4) 市场系统性风险。



图表 22 公司盈利预测

资产负债表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产:					营业收入	156	193	247	320
货币资金	108	139	173	211	营业成本	95	118	156	206
应收款	48	59	76	98	营业税金及附加	2	2	2	2
存货	9	11	15	19	销售费用	5	7	8	11
待摊费用和其他流动资产	458	458	458	458	管理费用	8	9	10	13
流动资产合计	195	234	289	354	财务费用	1	3	2	1
非流动资产:					费用合计	14	19	21	24
可供出售金融资产	0	0	0	0	资产减值损失	-1	-2	-2	-3
固定资产+在建工程	206	204	200	196	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	3,898	3,638	3,395	3,169	投资收益	1	1	1	1
其他非流动资产	5	5	5	5	营业利润	41	51	63	80
非流动资产合计	250	246	239	233	加: 营业外收入	0	0	0	0
资产总计	444	480	528	587	减: 营业外支出	0	0	0	0
流动负债:					利润总额	41	50	63	80
短期借款	20	20	20	20	所得税费用	5	6	8	10
应付账款、票据	50	62	82	108	净利润	36	44	55	69
其他流动负债	13	13	13	13	少数股东损益	0	0	0	0
流动负债合计	83	95	115	141	归母净利润	36	44	55	69
非流动负债:									
长期借款	92	80	60	30					
其他非流动负债	31	31	31	31					
非流动负债合计	123	111	91	61					
负债合计	206	206	206	202					
所有者权益									
股本	64	64	64	64					
资本公积金	58	58	58	58					
未分配利润	98	133	176	232					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	239	278	327	389					
负债和所有者权益	444	484	533	591					
现金流量表(百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	36	44	55	69	成长性				
折旧与摊销	8	10	10	10	营业收入增长率	22.3%	23.8%	27.6%	29.8%
财务费用	0	3	2	1	营业利润增长率	95.9%	22.9%	24.1%	27.0%
存货的减少	3	-2	-4	-5	归母净利润增长率	96.7%	23.0%	24.3%	27.1%
营运资本变化	-3	1	3	4	总资产增长率	107.3%	7.9%	10.1%	11.1%
其他非现金部分	-2	0	0	0	盈利能力				
经营活动现金净流量	44	56	67	79	毛利率	39.3%	38.8%	36.8%	35.8%
投资活动现金净流量	-110	-6	-4	-4	营业利润率	26.4%	26.2%	25.5%	24.9%
筹资活动现金净流量	99	-20	-28	-38	三项费用/营收	8.7%	9.7%	8.3%	7.6%
现金流量净额	32	30	35	38	EBIT/销售收入	24.6%	24.6%	23.7%	22.9%
					净利润率	22.9%	22.7%	22.1%	21.7%
					ROE	15.0%	15.8%	16.7%	17.8%
					营运能力				
					总资产周转率	35.1%	40.3%	46.7%	54.6%
					资产结构				
					资产负债率	46.3%	43.0%	39.0%	34.5%
					现金流质量				
					经营净现金流/净利润	1.22	1.27	1.22	1.14
					每股数据(元/股)				
					每股收益	0.56	0.69	0.85	1.08
					每股净资产	3.73	4.34	5.11	6.08

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部



分析师简介

魏旭锟：华鑫证券研究员，华东理工大学工商管理硕士，五年汽车和机械行业工作经历，2013年5月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的 6 个月内，行业相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准。



免责声明

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>