

全球磷系阻燃剂龙头, Q2 盈利有望再创新高

投资要点

- **业绩公告:**2021年Q1公司实现营业收入9.4亿元,同比+144.5%,环比+21.2%,实现归母净利润2.04亿元,同比+488.8%,环比+25.0%,超过公司此前预增公告中的盈利上限2.0亿元,预计2021年H1净利润将同比+295%-335%,扣非净利润将同比+310%-350%。公司一季度销售净利率为21.6%,同环比分别+13.5pp、+5.2pp,销售毛利率为37.8%,同环比分别+13.3pp、+3.9pp,期间费用率为11.4%,同环比分别-3.4pp、-3.0pp。
- **公司采用“2+3+4”研产销一体化布局,与国内外大客户建立良好合作关系:**公司目前拥有浙江临海杜桥医化园区、国家级泰兴经济开发区两大生产基地,临海总部、上海张江、江苏泰兴3个研发中心,上海、江苏、浙江、广州4个大区域销售中心以及阻燃剂、胺助剂、催化剂、涂料助剂4大事业部,并设有欧洲、英国、美国、香港万盛销售子公司,配备仓储、销售服务以及物流,构建成为全球化的销售网络。目前公司已同拜耳、陶氏化学、科思创、巴斯夫、SABIC、金发科技、亨斯曼、乐天等国内外知名企业建立了长期的合作关系。
- **公司是全球最大规模磷系阻燃剂生产商:**目前公司拥有工程塑料阻燃剂产能6.5万吨,聚氨酯产能5.1万吨(软泡9000吨+硬泡4.2万吨),合计11.6万吨,是全球产能规模最大的磷系阻燃剂供应商。2021年公司通过技改产能有望再次增长,2023年新项目落地后公司将新增12万吨阻燃剂产能(5万吨BDP、5万吨TCPP、2万吨新材料阻燃剂)。
- **南钢股份与复星集团入驻助力公司未来发展:**在发生近期股权变动前,万盛投资为上市公司的控股股东;2021年,万盛投资向南京钢铁股份有限公司转让万盛股份7000万股流通股股份,南钢股份另拟以15.4亿元现金认购上市公司非公开发行股份10780万股,发行完成后,南钢股份持股比例达到29.98%,为公司控股股东,实控人将由高献国家族成员变更为郭广昌。郭广昌为南钢股份实控人,持有Fosun International Holdings Ltd85.3%的股份,公司阻燃剂与特种胺业务将与复星深度契合,南钢及复星入驻有利于公司业务做大做强。
- **盈利预测与投资建议。**预计2021-2023年EPS分别为1.80、2.36、2.66元,分别对应11、9、8倍PE。公司为阻燃剂行业龙头,考虑到南钢股份与复星入驻带来的长期成长性,我们给予公司2021年20倍PE,首次覆盖给予“买入”评级,目标价为36.0元/股。。
- **风险提示:**项目不达预期风险、原材料价格波动风险。

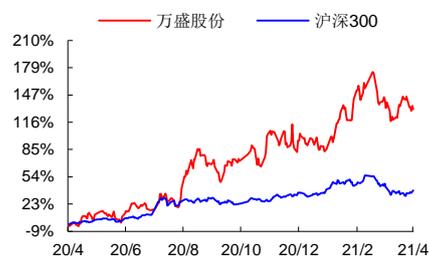
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2329.93	3999.15	5086.19	5496.09
增长率	20.75%	71.64%	27.18%	8.06%
归属母公司净利润(百万元)	393.22	871.48	1147.33	1288.46
增长率	137.21%	121.63%	31.65%	12.30%
每股收益EPS(元)	0.81	1.80	2.36	2.66
净资产收益率ROE	23.72%	22.93%	25.40%	24.60%
PE	25	11	9	8
PB	6.07	2.55	2.15	1.86

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.85
流通A股(亿股)	4.84
52周内股价区间(元)	12.34-32.99
总市值(亿元)	97.88
总资产(亿元)	26.49
每股净资产(元)	5.27

相关研究

目 录

1 磷系阻燃剂龙头企业，股权变更落地助力未来发展	1
1.1 全球产能规模最大的磷系阻燃剂供应商，深耕行业 20 年.....	1
1.2 南钢股份成为控股股东，期权激励计划绑定核心人员.....	2
2 一季度利润创历史新高，成本管控下费用率逐年下降	4
3 盈利预测与估值	6
3.1 业务分拆.....	6
3.2 相对估值.....	7
4 风险提示	7

图 目 录

图 1: 万盛股份发展历程.....	1
图 2: 定增完成前公司股权结构.....	3
图 3: 公司 2016 年以来营业收入及增速.....	4
图 4: 公司 2016 年以来归母净利润及增速.....	4
图 5: 公司 2016-2020 年主营产品营收结构.....	4
图 6: 公司 2016-2020 年主营产品毛利结构.....	4
图 7: 公司 2016-2020 年海内外营收结构.....	5
图 8: 公司 2016-2020 年海内外毛利结构.....	5
图 9: 公司 2016 年以来净利率与毛利率.....	6
图 10: 公司 2016 年以来四项费用率.....	6
图 11: 2016-2021Q1 磷系阻燃剂原材料价格（元/吨）.....	6
图 12: 2016-2021Q1 聚氨酯阻燃剂原材料价格（元/吨）.....	6

表 目 录

表 1: 主要产品梳理.....	2
表 2: 公司非公开发行 A 股股票募集资金使用计划.....	3
表 3: 公司股权激励计划行权条件.....	3
表 4: 分业务收入及毛利率.....	7
表 5: 可比公司估值（2021/4/30 号收盘价）.....	7
附表: 财务预测与估值.....	8

1 磷系阻燃剂龙头企业，股权变更落地助力未来发展

1.1 全球产能规模最大的磷系阻燃剂供应商，深耕行业 20 年

公司前身为临海市江南助剂厂，成立之初公司主要生产和销售橡塑助剂中的催化剂，主要应用于聚氨酯软泡的生产，由于客户大多是聚氨酯软泡生产企业，为了响应客户的需求公司开始部分有机磷系阻燃剂的研发，通过坚持清晰的市场定位和自主创新的发展道路，公司的阻燃剂业务经历了产品线由单一到丰富，市场定位由低端到中高端的发展历程。

2014 年公司上市，募集资金主要投向“年产 44000 吨磷酸酯阻燃剂”和“研发中心”两个项目：“年产 44000 吨磷酸酯阻燃剂”将建成四个有机磷系阻燃剂生产车间和三个综合车间，项目达产后，新厂区将拥有 44000 吨有机磷系阻燃剂的设计产能，其中聚氨酯阻燃剂 33000 吨、新型工程塑料阻燃剂 7000 吨以及膨胀型阻燃剂 4000 吨。其中 40000 吨有机磷系阻燃剂公司计划以本次发行所募集资金投入，4000 吨膨胀型阻燃剂公司计划以自筹资金投入。

2015 年，公司正式收购大伟助剂，进一步放大自身产品版图：2015 年，公司向高献国等十人发行股份募集配套资金，发行股份数量合计 485 万股，募集资金 11111.35 万元用于购买张家港市大伟助剂有限公司 100% 股权。大伟助剂主营业务为以特种脂肪胺类为主的精细化工产品的研发、生产和销售，其以正辛胺、异辛胺等少数产品起家，多年来持续聚焦于以特种脂肪胺为主的精细化工领域深耕细作，目前产品品类已超过 50 种。经过多年的发展，大伟助剂已拥有了完善的化工基础设施以及高水平的加氢、胺化等工艺技术，已经成为国内特种脂肪胺类精细化工行业中产品品类丰富、质量上乘、客户美誉度较高、在细分市场中具有较强影响力的企业。

图 1：万盛股份发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司目前拥有浙江临海杜桥医化园区、国家级泰兴经济开发区两大生产基地，临海总部、上海张江、江苏泰兴 3 个研发中心，上海、江苏、浙江、广州 4 个大区域销售中心以及阻燃剂、胺助剂、催化剂、涂料助剂 4 大事业部，并设有欧洲万盛、英国万盛、美国万盛、香港万盛销售子公司，配备仓储、销售服务以及物流，构建成为全球化的销售网络。目前公司拥有工程塑料阻燃剂产能 6.5 万吨，聚氨酯产能 5.1 万吨（软泡 9000 吨+硬泡 4.2 万吨），合计 11.6 万吨，是全球产能规模最大的磷系阻燃剂供应商。根据公司公告，未来山东潍坊工厂一期项目将会进一步扩产 5 万吨 BDP 及配套 7 万吨原材料 POCI₃ 等，进一步增强公司磷系阻

燃剂在全球的竞争力及稳定供应能力。公司另有胺助剂及催化剂板块及涂料助剂板块，胺助剂及催化剂板块主营产品包括脂肪叔胺、脂肪酰胺及吡咯烷酮、脂肪伯胺，涂料助剂板块包括腰果酚固化剂、稀释剂及聚酰胺固化剂等系列产品。

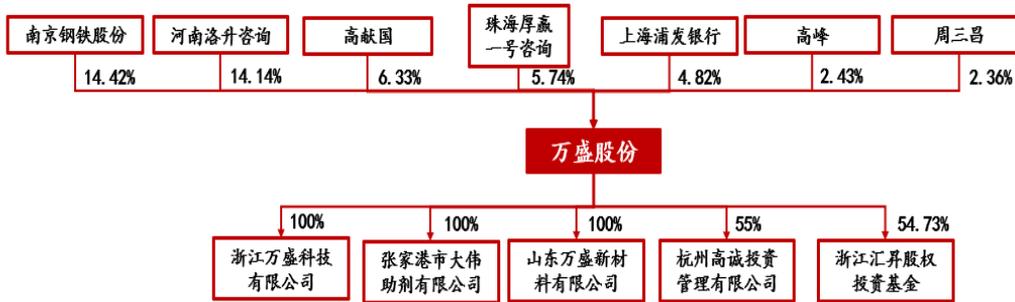
表 1：主要产品梳理

主要产品	主要性能	下游运用	目前产能 (万吨)	新建产能规划
磷系阻燃剂	工程塑料阻燃剂	主要应用于汽车、电子电器、网络通信设备	6.5 万吨，其中 BDP5.5 万吨，RDP/PX200 产能 1 万吨	2021 年 BDP 经技改将新增 1.5-2 万吨，2023 年新建 5 万吨
	聚氨酯阻燃剂	主要应用于建筑以及家具等领域	5.1 万吨 (硬泡 4.2, 软泡 0.9)	
胺助剂及催化剂	脂肪叔胺	可以用于个人护理、电子化学品、水处理和涂料助剂等	2.5 万吨	将新增 1.5 万吨，1 万吨季铵盐、0.5 万吨催化剂
	脂肪酰胺及吡咯烷酮	主要用于农用的杀菌剂及橡胶助剂等		
	脂肪伯胺	主要用于工业杀菌剂、医药中间体等		
涂料助剂	腰果酚固化剂、稀释剂及聚酰胺固化剂等系列产品	产品主要用于船舶防腐、钢结构桥梁防腐、石油石化防腐、海洋工程防腐、风力发电防腐等各种防腐涂料以及地坪涂料。	4 万吨	4 万吨在建

数据来源：Wind，西南证券整理

1.2 南钢股份成为控股股东，期权激励计划绑定核心人员

南钢股份借助股份转让+定增成为控股股东：在发生近期股权变动前，万盛投资持有上市公司 9902 万股普通股，占公司总股本的 28.57%，为上市公司的控股股东；公司实际控制人为高献国家族成员，包括高献国、高峰、高远夏、高强和郑国富。2021 年，公司发布股权变动公告，公司控股股东临海市万盛投资有限公司拟向南京钢铁股份有限公司转让万盛股份 5000 万股流通股股份（对应公司 2020 年权益分派实施后的股份数为 7,000 万股，对应发行人当前总股本的 14.42%），目前该股份转让已经落地。同时，南钢股份拟以 15.4 亿元现金认购上市公司非公开发行股份 7700 万股，发行价格为 20.43 元/股（对应公司 2020 年权益分派实施后的股份数为 10780 万股，每股价格为 14.31 元/股），本次发行完成后，南钢股份将持有上市公司 17780 万股股份，持股比例为 29.98%；公司实际控制人及其一致行动人万盛投资、高献国、高峰、高强、高远夏、郑国富将合计持有 12,301.33 万股股份，持股比例为 20.74%，因此，本公开发行方案执行完毕后，上市公司控股股东将由万盛投资变更为南钢股份，实际控制人将由高献国家族成员变更为郭广昌。郭广昌为南钢股份实际控制人，另持有 Fosun International Holdings Ltd85.3%的股份，公司阻燃剂与特种胺业务将与复星汽车部分板块深度契合，南钢及复星入驻有利于公司业务做大做强。

图 2：定增完成前公司股权结构


数据来源：Wind，西南证券整理

定增方案募集资金主要投向新材料生产项目：本次非公开发行股票募集资金总额不超过 15.4 亿元，扣除发行费用后，本次募集资金主要投向“年产 55 万吨功能性新材料一体化生产项目（一期）”，该项目以全资子公司山东万盛新材料有限公司为主体，项目建成后，公司将新增 7 万吨绿色聚氨酯阻燃剂、5 万吨绿色工程塑料阻燃剂及 7 万吨三氯氧磷、10 万吨高端环氧树脂及助剂、2.93 万吨表面活性剂生产能力，项目建设周期为 2 年。

表 2：公司非公开发行 A 股股票募集资金使用计划

序号	项目名称	投资总额（万元）	拟使用募集资金额（万元）
1	年产 55 万吨功能性新材料一体化生产项目（一期）	160000	135000
2	补充流动资金	19261.80	19261.80
	合计	179261.80	154261.80

数据来源：公司公告，西南证券整理

股票期权激励计划深度绑定公司管理层与核心技术人员：2021 年，公司颁布股票期权激励计划，本次股票期权激励计划期权总数为 1250 万份，其中预留部分 250 万份，首次拟向 84 名激励对象授予 1,000 万份股票期权，股票首次行权价格为 25.66 元，首次授予的股票期权等待期分别为 12 个月、24 个月和 36 个月，行权条件如下表所示，该计划将利好公司长期发展。

表 3：公司股权激励计划行权条件

主要性能	下游运用
首次授予股票期权第一个行权期/预留股票期权第一个行权期	公司 2021 年实现的净利润不低于 5.60 亿元。
首次授予股票期权第二个行权期/预留股票期权第二个行权期	公司 2021 年和 2022 年两年累计实现的净利润不低于 12.60 亿元。
首次授予股票期权第三个行权期/预留股票期权第三个行权期	公司 2021 年、2022 年和 2023 年三年累计实现的净利润不低于 21.35 亿元。

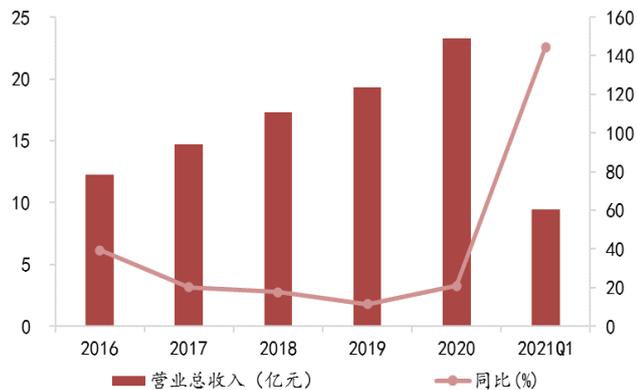
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 一季度利润创历史新高，成本管控下费用率逐年下降

2016 年公司营收大幅增长，主要原因是报告期内生产管理效率提高，公司阻燃剂及特种脂肪胺产品产量同比+21.9%、+506.2%，销量同比+22.2%，+586.6%；2017-2018 年公司营收增幅在 20%左右，较为稳定；2019 年，公司全年营收为 19.3 亿元，同比+11.4%，营收增速同比小幅下滑的原因是阻燃剂年内产销量同比变动+7.1%、8.4%，较去年同期减少 7.1pp、8.44pp。

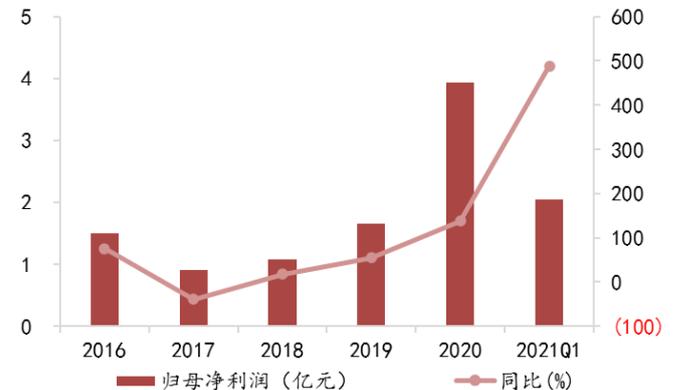
2020 年，公司营业收入为 23.3 亿元，同比+20.8%，归母净利润 3.9 亿元，同比大增 137.2%，年内胺助剂及催化剂、涂料助剂产能进一步释放，阻燃剂量价齐升（销量+3.4%，单价+11.5%）；2021 年一季度，公司实现营业收入 9.4 亿元，同比+144.5%，环比+21.2%，实现归母净利润 2.04 亿元，同比+488.8%，环比+25.0%，超过公司此前预增公告中的盈利上限 2.0 亿元，为单季度盈利新高，主要原因除基数效应外，受磷系阻燃剂供需格局紧张影响，报告期内阻燃剂单价为 2.4 万元/吨，同比+34.5%。

图 3：公司 2016 年以来营业收入及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

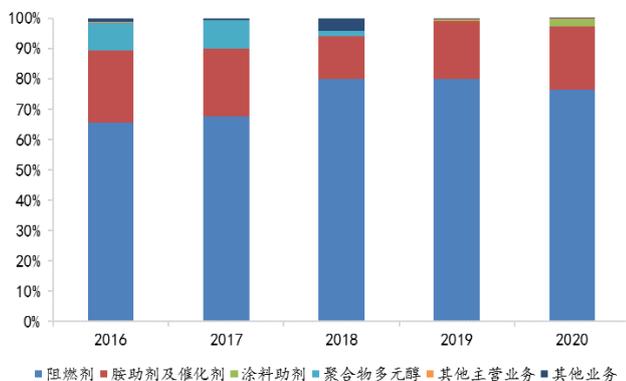
图 4：公司 2016 年以来归母净利润及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

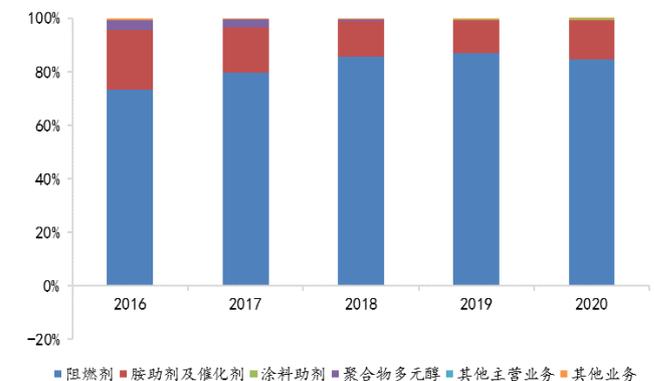
作为全球磷系阻燃剂龙头，主营产品阻燃剂的营收占比已经从 2016-2017 年的 60%-70% 上升至近年来的 80% 左右，毛利占比也提高至 85% 以上。公司胺助剂催化剂板块也有显著放量，2020 年，该板块营收与毛利分别为 4.9 亿元、1.2 亿元，同比+32.2%、+99.3%。

图 5：公司 2016-2020 年主营产品营收结构



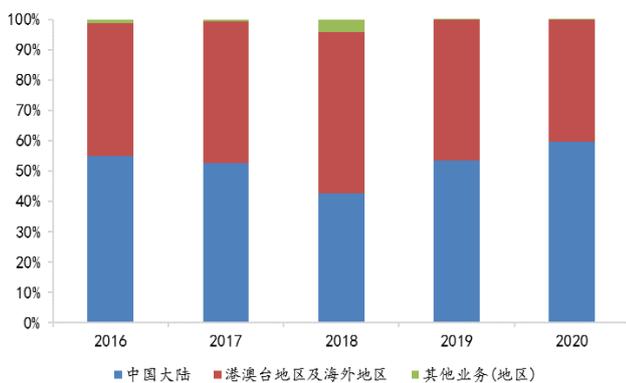
数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：公司 2016-2020 年主营产品毛利结构

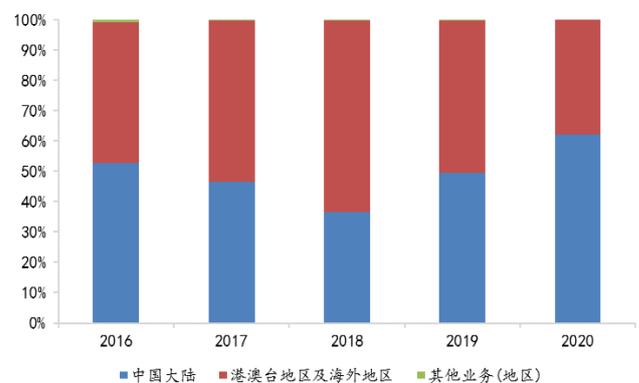


数据来源：Wind，西南证券整理

境内外市场同时发力，公司已与诸多大客户建立稳定直销关系：公司产品远销美国、欧洲、南美、韩国、日本、东南亚等 40 多个国家和地区，已同拜耳、陶氏化学、科思创、巴斯夫、SABIC、金发科技、亨斯曼、乐天等国内外知名企业建立了长期的合作关系。外销方面，对于主要客户如拜耳、科思创、SABIC、巴斯夫、陶氏化学等，均采用直接销售；对于阻燃剂市场比较成熟的欧美地区，公司除了对主要客户直销外，也通过经销商来服务当地的中小客户。针对内销市场，尤其是终端客户分布较为集中的区域，主要采取直销方式。公司分别在广州、上海等地派驻销售代表，连同公司本部营销部门共同开展国内客户的直销业务。对于市场规模较小的地区，公司基本上通过经销商销售。2020 年，公司在中国大陆地区的销售毛利润为 4.9 亿元，该地区毛利占比已经从 2018 年的 36.6% 上升至 2020 年的 62.1%。

图 7：公司 2016-2020 年海内外营收结构


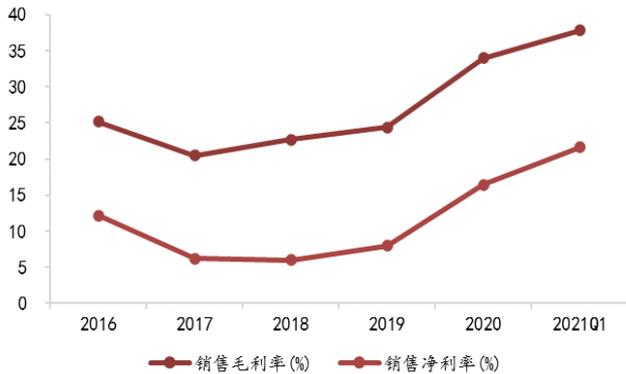
数据来源：Wind，西南证券整理

图 8：公司 2016-2020 年海内外毛利结构


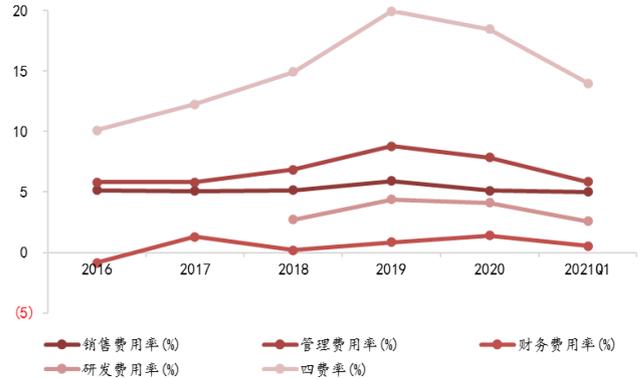
数据来源：Wind，西南证券整理

公司主要的毛利来源是磷系阻燃剂产品，而影响磷系阻燃剂成本的主要原材料为三氯氧磷、苯酚、双酚 A 与间苯二酚，其价格在 2018-2020 年期间显著下降，带动公司整体毛利率从 2018 年的 22.6% 上升至 2020 年的 33.9%，虽然 2021 年大宗商品价格普遍上涨，但一季度期间，公司阻燃剂与胺助剂及催化剂两大板块均价同比+34.5%、+14.3%，带动公司毛利率、净利率上升至历史最高值 37.8%、21.6%。

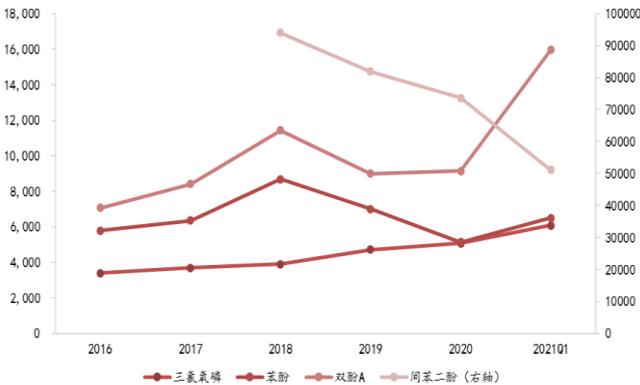
公司期间费用率+研发费用率在 2016-2019 年期间上升趋势明显，2017 年公司受到汇率升值的影响，汇兑损失达到 1151 万元，另有利息支出大幅增加，使得全年财务费用率从-0.9% 上升至 1.3%，同年内由于公司筹划匠芯知本重大资产重组事宜，管理费用同比+20.8%；2019 年，公司以自有资金 1 亿元受让海大数模持有的匠芯知本(上海)科技有限公司不超过 2.18% 的股权，年内公司增加对芯片及阻燃剂研发投入使得研发费用同比+19.2%，受薪酬增加影响，公司管理费用率同比+2.0pp；2020 年，财务费用在汇兑损益影响下有所增加，但其余费用绝对值基本保持稳定，故四项费用率总和同比-1.5pp，2021 年 Q1 较 2020 年全年更大幅-4.5pp，公司优秀的成本管控能力进一步凸显。

图 9：公司 2016 年以来净利率与毛利率


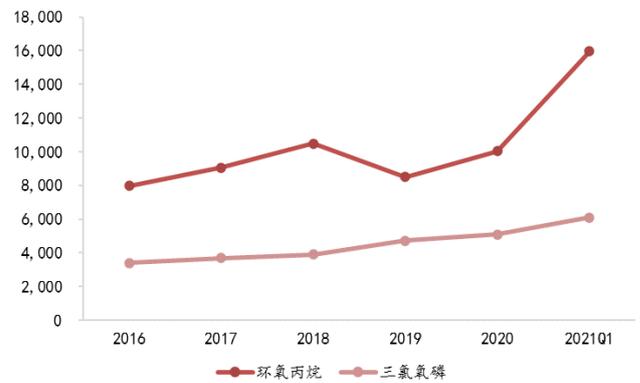
数据来源：Wind，西南证券整理

图 10：公司 2016 年以来四项费用率


数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：2016-2021Q1 磷系阻燃剂原材料价格 (元/吨)


数据来源：Wind，西南证券整理

图 12：2016-2021Q1 聚氨酯阻燃剂原材料价格 (元/吨)


数据来源：Wind，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 业务分拆

关键假设：

假设 1：2021-2023 年阻燃剂板块产品不含税均价分别为 3.0 万元/吨、3.1 万元/吨、3.2 万元/吨，销量分别为 10.8 万吨、12.6 万吨、13.4 万吨

假设 2：2021-2023 年胺助剂及催化剂板块销量分别为 2.8 万吨、3.2 万吨、3.6 万吨，不含税单价均为 2.1 万元/吨。

假设 3：假设定增方案于 2021 年年内落地。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 4: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
阻燃剂	收入	1,778.71	3,233.65	3,926.20	4,252.10
	增速	15.20%	81.80%	21.42%	8.30%
	毛利率	37.61%	47.31%	50.09%	51.33%
胺助剂及催化剂	收入	485.39	577.50	672.00	756.00
	增速	32.20%	18.98%	16.36%	12.50%
	毛利率	24.25%	25.00%	25.00%	25.00%
涂料助剂	收入	58.16	180	480	480
	增速	1905.52%	209.49%	166.67%	0.00%
	毛利率	6.09%	10.00%	10.00%	10.00%
其他业务	收入	7.67	8.00	8.00	8.00
	增速	-50.52%	4.30%	0.00%	0.00%
	毛利率	0.52%	11.88%	11.88%	11.88%
合计	收入	2329.93	3999.15	5086.20	5496.10
	增速	20.75%	71.64%	27.18%	8.06%
	毛利率	33.92%	42.34%	42.93%	44.04%

数据来源: Wind, 西南证券

3.2 相对估值

我们选取同业相关的公司东材科技、晨化股份, 2021 年两家公司平均 PE 为 21 倍。公司作为阻燃剂行业龙头, 未来三年归母复合增长率为 48.5%, 考虑到南钢股份与复星入驻带来的长期成长性, 我们给予公司 2021 年 20 倍 PE, 首次覆盖给予“买入”评级, 目标价为 36.0 元/股。

表 5: 可比公司估值 (2021/4/30 号收盘价)

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
601208.sh	东材科技	14.15	0.28	0.48	0.78	1.07	50.54	29.48	18.14	13.22
300610.sz	晨化股份	17.73	0.91	1.5	2.03	2.53	19.48	11.82	8.73	7.01
平均值							35.01	20.65	13.44	10.12

数据来源: Wind, 西南证券整理

4 风险提示

项目不达预期风险、原材料价格波动风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	2329.93	3999.15	5086.19	5496.09	净利润	382.64	880.29	1158.92	1301.48
营业成本	1539.71	2306.01	2902.45	3075.49	折旧与摊销	76.91	95.94	95.94	95.94
营业税金及附加	13.68	24.27	30.69	33.08	财务费用	32.39	79.98	101.72	109.92
销售费用	119.56	221.04	271.06	298.34	资产减值损失	-6.53	2.00	2.00	2.00
管理费用	87.68	333.93	424.70	458.92	经营营运资本变动	-88.55	-113.63	-155.22	-54.80
财务费用	32.39	79.98	101.72	109.92	其他	5.61	-15.00	-14.00	-18.00
资产减值损失	-6.53	2.00	2.00	2.00	经营活动现金流净额	402.47	929.58	1189.36	1436.54
投资收益	6.56	10.00	10.00	10.00	资本支出	-64.38	-564.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	2.36	3.00	4.00	5.00	其他	-77.18	21.89	14.00	15.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-141.56	-542.11	14.00	15.00
营业利润	444.59	1044.92	1367.58	1533.34	短期借款	-167.57	96.80	0.00	0.00
其他非经营损益	-1.14	-27.60	-20.00	-20.00	长期借款	45.82	50.00	50.00	50.00
利润总额	443.45	1017.32	1347.58	1513.34	股权融资	37.42	1542.62	0.00	0.00
所得税	60.81	137.03	188.66	211.87	支付股利	-51.98	-196.61	-435.74	-573.67
净利润	382.64	880.29	1158.92	1301.48	其他	-66.46	479.50	-101.72	-109.92
少数股东损益	-10.58	8.80	11.59	13.01	筹资活动现金流净额	-202.77	1972.31	-487.47	-633.59
归属母公司股东净利润	393.22	871.48	1147.33	1288.46	现金流量净额	54.43	2359.78	715.89	817.96
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	283.97	2643.75	3359.65	4177.60	成长能力				
应收和预付款项	389.45	645.87	810.54	885.91	销售收入增长率	20.75%	71.64%	27.18%	8.06%
存货	297.02	444.84	557.89	592.27	营业利润增长率	382.76%	135.03%	30.88%	12.12%
其他流动资产	181.56	58.08	68.14	71.93	净利润增长率	150.16%	130.05%	31.65%	12.30%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	219.39%	120.41%	28.21%	11.11%
投资性房地产	0.38	0.38	0.38	0.38	获利能力				
固定资产和在建工程	923.00	837.17	751.34	665.50	毛利率	33.92%	42.34%	42.93%	44.04%
无形资产和开发支出	157.26	711.15	701.05	690.94	三费率	10.28%	15.88%	15.68%	15.78%
其他非流动资产	186.85	186.85	186.85	186.85	净利率	16.42%	22.01%	22.79%	23.68%
资产总计	2419.48	5528.09	6435.82	7271.38	ROE	23.72%	22.93%	25.40%	24.60%
短期借款	103.20	200.00	200.00	200.00	ROA	15.82%	15.92%	18.01%	17.90%
应付和预收款项	387.23	574.98	706.30	763.11	ROIC	21.40%	38.20%	39.34%	41.47%
长期借款	210.32	260.32	310.32	360.32	EBITDA/销售收入	23.77%	30.53%	30.77%	31.64%
其他负债	105.78	653.00	656.23	657.17	营运能力				
负债合计	806.53	1688.30	1872.85	1980.59	总资产周转率	1.04	1.01	0.85	0.80
股本	346.62	593.07	593.07	593.07	固定资产周转率	2.93	4.98	7.09	8.70
资本公积	365.51	1661.68	1661.68	1661.68	应收账款周转率	7.41	8.05	7.28	6.74
留存收益	907.76	1582.63	2294.22	3009.02	存货周转率	5.41	6.22	5.78	5.33
归属母公司股东权益	1612.95	3830.99	4542.58	5257.38	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.27%	—	—	—
少数股东权益	0.00	8.80	20.39	33.41	资本结构				
股东权益合计	1612.95	3839.79	4562.97	5290.78	资产负债率	33.33%	30.54%	29.10%	27.24%
负债和股东权益合计	2419.48	5528.09	6435.82	7271.38	带息债务/总负债	38.87%	27.27%	27.25%	28.29%
					流动比率	2.07	2.73	3.15	3.63
					速动比率	1.54	2.41	2.78	3.25
					股利支付率	13.22%	22.56%	37.98%	44.52%
业绩和估值指标					每股指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	553.88	1220.84	1565.24	1739.21	每股收益	0.81	1.80	2.36	2.66
PE	24.89	11.23	8.53	7.60	每股净资产	3.32	7.89	9.36	10.83
PB	6.07	2.55	2.15	1.86	每股经营现金	0.83	1.92	2.45	2.96
PS	4.20	2.45	1.92	1.78	每股股利	0.11	0.41	0.90	1.18
EV/EBITDA	12.37	8.33	6.07	5.02					
股息率	0.53%	2.01%	4.45%	5.86%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn