

## 公司研究

## 原料及产业链优势显著，磷化工龙头向高附加值下游延伸扩展成长空间

## ——云天化（600096.SH）动态跟踪报告

## 要点

**海外二铵需求提升，化肥供给偏紧价格上行。**受高温干旱气候以及疫情影响，国际粮食价格持续走高。2021年5月，全球粮食价格指数升至10年以来的最高水平，多国开始限制粮食出口。受此影响，世界多国开始重视粮食安全，伴随农业种植面积增加，磷酸二铵等磷肥相关产品销量上升，社会库存快速消耗，包括印度、巴基斯坦、孟加拉在内的海外多国对化肥的进口需求显著提高。然而全球磷铵新增产能有限，化肥供给陷入紧张。同时，由于磷酸二铵产量变动未能匹配显著增长的出口需求量，产品价格被进一步推高，为公司这样的磷肥龙头的利润增长创造有利条件。

**国内磷矿石供给偏紧，公司资源优势行业领先。**全球磷矿石资源虽然整体较为充足但分布极不均衡。受环保政策影响以及出于资源开采长期性的原因，国内磷矿石供给收缩明显，2020年产量仅8893万吨，较2016年历史高点下降38.4%。公司目前拥有1450万吨/年磷矿石原矿生产能力，为我国最大的磷矿采选企业之一。在当前磷矿供应偏紧，价格不断上行的情形下，公司充足的磷矿资源将为现有业务的发展提供支撑，为新业务的探索提供保障。

**布局多种高附加值新产品，激发传统磷化工新可能。**依靠公司现有资源和技术开发经验，除磷铵、尿素等传统化肥产品以外，公司自身或通过参股公司还布局有聚甲醛、精细磷化工和氟化工产品。目前公司食品级磷酸、无水氟化氢、氟化铝等产品已经投放市场，另有电子级磷酸、六氟磷酸锂等产品生产线处于建设阶段中。

**云南当地政策持续推动锂电产业链发展，公司身为上游原料龙头有望获益。**2021年2月云南省人民政府发布“十四五规划”，明确表明要“加快推动以先进锂离子电池为核心的锂全产业链发展”。磷酸铁、磷酸铁锂、六氟磷酸锂等一众锂电相关材料都含有磷元素，需要充足的磷源原材料来进行生产。公司作为云南境内乃至全国范围内最大的磷矿选材企业之一，将显著受益于云南境内锂电产业链的扩张。

**盈利预测、估值与评级：**我们维持公司2021-2023年的盈利预测，预计公司2021-2023年的归母净利润分别为27.8/29.2/30.6亿元，折算EPS分别为1.51/1.59/1.66元/股。公司作为国内磷化工行业龙头，立足于自有的强大的磷化工产业链，进一步向高附加值产品进行延伸，我们持续看好公司主业及新业务的后续成长，仍维持公司“买入”评级。

**风险提示：**下游需求不及预期，产品价格大幅波动，环保生产风险

## 公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	53,976	52,111	55,807	56,296	57,012
营业收入增长率	1.88%	-3.46%	7.09%	0.88%	1.27%
净利润(百万元)	152	272	2,783	2,921	3,056
净利润增长率	23.73%	79.09%	922.84%	4.98%	4.61%
EPS(元)	0.11	0.15	1.51	1.59	1.66
ROE(归属母公司)(摊薄)	3.47%	4.23%	30.21%	24.08%	20.12%
P/E	166	119	12	11	11
P/B	5.8	5.0	3.5	2.7	2.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-07-16，注：2019年年末股本为14.32亿股，2020年年末股本为18.38亿股，2021年回购后当前股本为18.37亿股

## 买入（维持）

当前价：17.60元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	18.37
总市值(亿元)	323.38
一年最低/最高(元)	4.89/17.60
近3月换手率	240.66%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	29.13	116.04	228.28
绝对	29.41	118.63	241.09

资料来源：Wind

## 相关研报

矿肥一体化产业链优势明显，磷肥价格上行业绩增长显著——云天化（600096.SH）2021年半年度业绩预盈公告点评（2021-07-06）  
需求增长，磷肥业务量价提升——云天化（600096.SH）2020年业绩预增公告点评（2021-01-26）

## 目 录

1、粮价攀升叠加春耕旺季，化肥价格一路高歌猛进 .....	4
2、环保监管将延续高压态势，产能清退致磷矿供应紧张 .....	4
3、多元化布局助力未来业绩，整合产业链优势降本增效 .....	5
4、云南政策大力支持新能源发展，公司作为上游龙头有望受益 .....	7
5、盈利预测 .....	8
6、风险分析 .....	8

## 图目录

图 1: 2010-2020 年全国磷矿石产量.....	5
图 2: 2010-2020 年“鄂贵云川”四省磷矿石产量 (万吨) .....	5
图 3: 国内磷矿石价格走势 (元/吨) .....	5
图 4: 公司磷化工、氟化工工艺路线图.....	7

## 表目录

表 1: 公司精细磷化工项目布局.....	6
表 2: 公司氟化工项目布局.....	6

## 1、粮价攀升叠加春耕旺季，化肥价格一路高歌猛进

2021年，化肥供需关系发生改变，化肥需求明显提高而新增产能不足。国内需求方面，2021年1月，中共中央与国务院发布《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，部署目标任务要求2021年继续深入推进农业供给侧结构性改革，保持粮食播种面积稳定、产量达到1.3万亿斤以上。同时受国内春耕旺季的影响，国内化肥市场景气度明显提升。国际需求方面，受高温干旱气候以及疫情影响，国际粮食价格持续走高。2021年5月，全球粮食价格指数升至10年以来的最高水平，多国开始限制粮食出口。受此影响，世界多国开始重视粮食安全，伴随农业种植面积增加，磷酸二铵等磷肥相关产品销量上升，社会库存快速消耗，包括印度、巴基斯坦、孟加拉在内的海外多国对化肥的进口需求显著提高。供给方面，国内安全环保监管趋严，低效产能退出，同时全球新增产能有限，化肥供给陷入紧张。

公司主要化肥产品包括磷酸一铵、磷酸二铵、尿素与复合肥。2020年磷酸一铵与磷酸二铵产量合计达489万吨，尿素产量为165万吨，复合肥产量为132万吨。2021年以来，公司多款化肥产品价格上涨明显。2月以来，磷酸二铵价格呈阶梯式上涨。根据iFinD数据，截至7月16日，国内磷酸二铵价格达3317元/吨，较今年年初上涨约35.9%。出口价格方面，受2020年疫情影响，国内相关产能关闭，磷酸二铵的出口均价一路上扬。2021年5月磷酸二铵的出口均价已升至525美元/吨，较2021年1月的368美元/吨上涨了42.7%，较2020年5月的304美元/吨上涨了72.7%，涨幅明显。2021年以来，我国磷酸一铵与尿素的现货价同样呈现上涨态势。截至7月13日，磷酸一铵和尿素的价格分别为3050元/吨和2720元/吨，较今年年初水平分别上涨了44.1%和48.4%。

从进出口数据来看，我国2021年磷酸二铵出口量处于周期性上升阶段。5月，我国出口磷酸二铵93万吨，约为今年1月出口量的8倍，约为2020年5月的3.4倍，相较于2019年5月也上涨86%。相比之下，我国磷酸二铵2021年5月的产量为116万吨，较2021年1月下滑3.3%，较去年同期减少2.5%。由于磷酸二铵产量变动未能匹配显著增长的出口需求量，产品价格被进一步推高，为公司这样的磷肥龙头的利润增长创造有利条件。

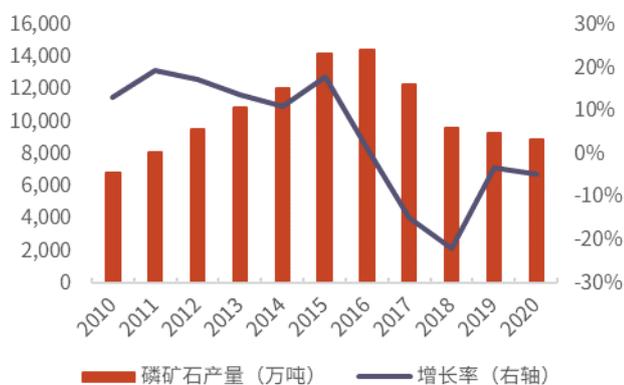
## 2、环保监管将延续高压态势，产能清退致磷矿供应紧张

根据美国地调局数据，截至2019年，摩洛哥与西撒哈拉地区拥有约500亿吨磷矿石，占全球磷矿石储量71.95%，稳居世界第一，但其磷矿石产量仅占世界年度总产量的16.07%。中国则拥有磷矿石储量32亿吨，占世界磷矿总储量的4.61%，位居世界第二。但我国磷矿产量和出口量已连续多年位居世界第一，然而如果长期保持高强度的磷矿石开采，我国的磷矿石资源很快就会被消耗殆尽，为了避免对磷矿资源的过度开采，我国政府出台了多项政策对磷矿开采进行了限制。此外，在环保方面，2019年4月，生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，针对磷矿、磷肥、含磷农药、黄磷和磷石膏库5类重点，对相关磷化工企业开展专项排查整治行动。

受多方面影响，近年来我国磷矿石产量明显下降，2020年我国磷矿石产量为8893万吨，相较于2016年的产量历史高点下降约38.4%。如细分到省级产量，2015至2018年期间湖北磷矿石产量下降约40.4%，虽然2019年和2020年湖北磷矿石产量有所回升但仍不及2015年产量高点的70%。2016至2020

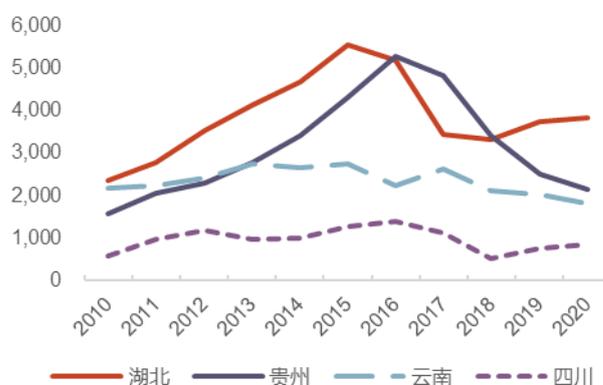
年期间，贵州省磷矿石产量持续下滑，由 5256 万吨下滑至 2133 万吨，下滑幅度高达 59.4%，贵州省磷矿石产量已下滑至与第二梯队的云南省相当。

图 1: 2010-2020 年全国磷矿石产量



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理

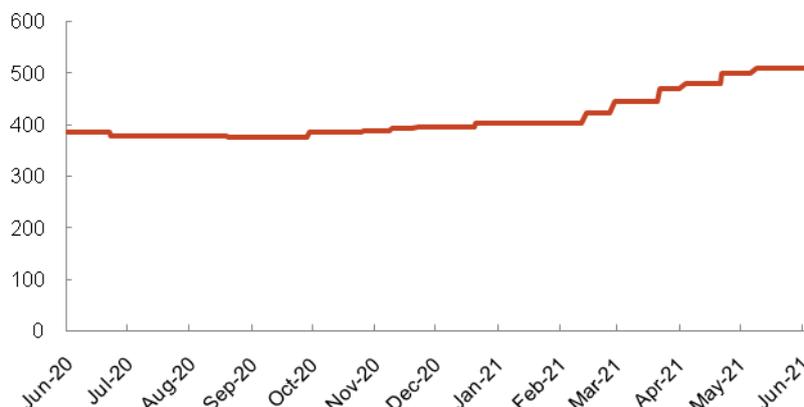
图 2: 2010-2020 年“鄂贵云川”四省磷矿石产量 (万吨)



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理

在磷矿石原料供给收缩、下游磷化工产品需求上行的背景下，国内磷矿石价格不断走高。根据 iFinD 数据，截至 2021 年 7 月 16 日，国内磷矿石价格相较于 2021 年年初上涨约 38.7%。

图 3: 国内磷矿石价格走势 (元/吨)



资料来源: iFinD, 光大证券研究所整理, 数据截至 2021.07.16

公司为我国最大的磷矿采选企业之一，截至 2020 年年底拥有原矿生产能力 1450 万吨/年，擦洗选矿生产能力 618 万吨/年，浮选生产能力 750 万吨/年。2020 年年内公司共生产浮选精矿 474 万吨、酸法矿 517 万吨、黄磷矿 132 万吨，磷矿自给率高达 80%。随着高压环保政策延续，磷矿行业准入门槛大幅提高，国内磷矿石供应明显偏紧，与此同时磷矿石供应集中度也在持续上升，市场份额进一步向龙头企业集中。作为拥有充足磷矿资源的大型企业，公司凭借自身的原料资源为现有业务的发展提供支撑，为新业务的探索提供保障。

### 3、多元化布局助力未来业绩，整合产业链优势降本增效

除磷铵、尿素等传统化肥产品以外，公司还进军精细化工品领域，积极研发和生产聚甲醛、精细磷化工和氟化工产品，为未来业绩开拓增长点。2020 年，

公司聚甲醛产量约为 9 万吨，产量位居全国第一。当前，我国生产的聚甲醛多为中低端产品，高端产品主要依赖进口。未来，公司将进一步扩大聚甲醛产业规模，同时加快高端产品进口替代，实现低端到高端产品的全覆盖。目前公司已开发出黑色聚甲醛、玻纤增强系列、增韧系列聚甲醛并投向市场。公司正在积极推进高流动性聚甲醛、高含量玻纤增强聚甲醛的研发，以进一步丰富耐磨聚甲醛产品牌号，完善耐磨系列产品，实现高端耐磨产品的进口替代。2020 年 1 月，国家发展改革委与生态环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，全面禁止废塑料进口，这也为聚甲醛产业健康发展和市场价格回升带来有力政策支撑。

精细磷化工领域，公司主打饲料级磷酸钙盐产品，其产能为 50 万吨/年，并可根据市场需求生产磷酸氢钙和磷酸二氢钙饲料添加剂产品，2020 年公司生产饲料级磷酸钙盐 52.56 万吨。同时，公司利用现有资源和技术经验积极研发和建设多个项目，相关产品包括食品级磷酸、工业级磷酸、阻燃剂、沥青改性剂、低砷黄磷等。

**表 1：公司精细磷化工项目布局**

项目产品	项目进展
改性沥青	完成了聚磷酸复合改性剂固体化技术开发工作，成功试制了聚磷酸复合改性剂固体样品。建成了 3000 吨/年固体聚磷酸复合改性剂中试示范装置，并投入试生产。
聚磷酸酯高性能助剂 EPPE	完成了 2000 吨/年 EPPE 聚磷酸酯高性能助剂工艺软件包设计及产业化可行性研究工作，提交了工艺软件包和产业化可研报告，具备了开展产业化项目设计和建设的条件。
反应型有机磷阻燃剂 PMPP	建成 100 吨/年反应型有机磷阻燃剂 PMPP 中试装置，试生产 10 吨合格产品，并完成 1000 吨/年 PMPP 产业化项目可行性研究工作。完成阻燃性能达 V0 级的聚丙烯阻燃材料产品开发。
农用磷酸二氢钾	3 万吨/年农用磷酸二氢钾装置实现连续稳定运行。掌握国内首套湿法磷酸溶剂萃取法磷酸二氢钾工艺技术，产品质量达到优等品质量要求。
电子级磷酸	拥有 4 万吨/年与 3 万吨/年的电子级磷酸产业化示范工程项目
低砷黄磷	中试试生产的低砷黄磷产品中砷含量能稳定控制在 1-50ppm，并同步完成 2000 吨/年低砷黄磷产业化可行性研究。

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

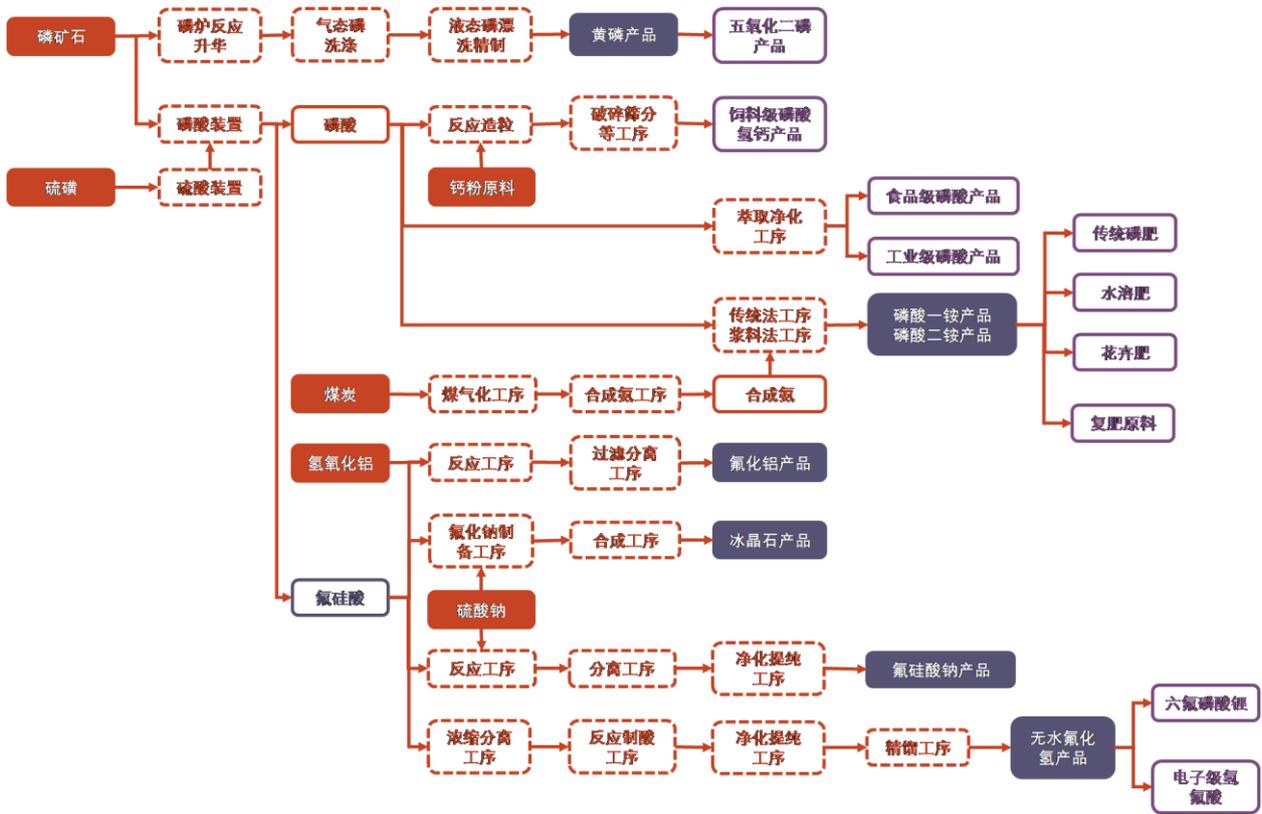
氟化工方面，公司与多家企业开展广泛合作，设立多家参股公司，布局多个氟化工产品，同时建成了 1500 吨/年 2,4-二氟硝基苯暨对氟硝基苯联产氟化平台中试示范项目。公司布局氟化工领域，使磷肥副产物氟硅酸得以充分利用，积极开展合作项目有利于互利共赢，增强公司在氟化工领域的话语权。目前，公司食品级磷酸、无水氟化氢、氟化铝等产品已投放市场，另有电子级磷酸、六氟磷酸锂等产品生产线处于建设阶段。上述项目将为公司未来业绩增长注入强劲动力。同时，公司产品也将更加多元化，显著增强了公司的抗风险能力。

**表 2：公司氟化工项目布局**

合作公司	所设立参股公司	项目进展
湖南有色金属投资有限公司等	云天化氟化学	建成年产 3.5 万吨氟化铝项目
贵州瓮福蓝天氟化工股份有限公司	瓮福云天化	建成年产 3 万吨无水氟化氢项目
多氟多	氟磷电子	建设 2×1.5 万吨/年无水氢氟酸（中间产品）联产 1.5 万吨/年吨优质白炭黑，5000 吨/年六氟磷酸锂，2 万吨/年电子级氢氟酸生产装置

资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

图 4：公司磷化工、氟化工工艺路线图



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

公司布局精细磷化工与氟化工产品拥有原料、产业链两大优势。

**1) 原料优势：**公司拥有上下游相对完整的一体化产业链布局与资源保证。在产业链上游，公司拥有丰富的磷矿资源与先进磷矿石剥采、浮选生产技术，公司磷矿自给率约为 80%。收购大为制氨后，公司现有 4 套 50 万吨级合成氨装置，合成氨产能合计达到 208 万吨/年，合成氨自给率约为 95%，有效避免了原材料价格波动对公司生产成本造成影响。同时可保证磷酸、六氟磷酸锂等产品的原料稳定供应，避免了磷矿石供应紧缺带来的风险。

**2) 产业链优势：**公司拥有数十年的磷化工技术积淀与配套大型磷化工生产装置，使得后续技术研发、原料采购与设备投入压力也相对较小。依托热法磷酸与湿法磷酸工艺，公司可分别打造磷矿——黄磷——精细磷酸盐及磷化物产业链以及磷矿——湿法磷酸——磷酸精制——磷酸盐产业链。而磷肥的副产物氟硅酸可用作氟化工产业链原料，以此构建氟硅酸——氢氟酸——氟精细化学品——氟电子化学品的发展路径，不仅降低了公司生产成本，而且通过生产销售六氟磷酸锂等附加值高的高端含氟化学品，能够有效提高公司综合收益与资源利用率。

## 4、云南政策大力支持新能源发展，公司作为上游龙头有望受益

2018 年年初云南省发改委发布《云南省新材料产业施工图》（以下简称《施工图》），明确云南新材料产业重点聚焦于光电子微电子材料、先进有色金属材料、绿色新能源材料、贵金属新材料、稀土新材料、高性能纤维及其复合材料、前沿新材料等七大新材料产业，预计到 2025 年云南省新材料产业新增产值 1400

亿元。其中在绿色新能源产业方面，预计 2025 年云南省绿色新能源产业项目总投资投入达 380 亿元，实现产值达 748 亿元。为促进《施工图》高效有序开展，2018 年 11 月底，云南省发改委进一步发布《云南省新材料产业发展三年行动计划》（以下简称《行动计划》）。针对绿色新能源材料板块，《行动计划》规划了磷酸铁锂正极材料、三元正极材料、钛酸锂氟剂材料、锂电复合膜、锂电隔膜、铝塑膜等多个重大项目。根据《行动计划》，公司自身规划有 10000 吨/年锂电三元正极材料生产装置，公司全资子公司昆明云天化纽米科技有限公司拟建成 4 条年产 500 吨的磷酸铁锂生产线、3000 万 m<sup>2</sup>/年锂电复合膜生产线、4 条年产 500 万平方米涂布隔膜生产线。

2021 年 2 月云南省人民政府发布《云南省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》（以下简称《规划》），《规划》中明确表明要“加快推动以先进锂离子电池为核心的锂全产业链发展”。磷酸铁、磷酸铁锂、六氟磷酸锂等锂电相关材料都含有磷元素，需要充足的磷源原材料来进行生产。公司作为云南境内乃至全国范围内最大的磷矿选材企业之一，将明显受益于云南境内锂电产业链的扩张。

## 5、盈利预测

我们维持公司 2021-2023 年的盈利预测，预计公司 2021-2023 年的归母净利润分别为 27.8/29.2/30.6 亿元，折算 EPS 分别为 1.51/1.59/1.66 元/股。公司作为国内磷化工行业龙头，立足于自有的强大的磷化工产业链，进一步向高附加值产品进行延伸，我们持续看好公司主业及新业务的后续成长，仍维持公司“买入”评级。

## 6、风险分析

### 下游需求不及预期

公司主营业务为磷肥相关产品，受下游行业需求影响程度较大。如果下游种植、养殖行业需求不及预期，则公司产品销量将会受到明显影响，导致整体营收下滑。

### 产品价格大幅波动

公司主营产品为磷酸一铵、磷酸二铵、磷酸氢钙等，产品销售价格的大幅波动将极大影响公司的公司盈利状况。如果产品价格下跌严重，公司营收情况和盈利情况将会明显下降。

### 环保生产风险

目前国内对于磷化工行业的环保监管力度较为严格，同时也有进一步趋严的倾向。在日常生产过程中，如果公司生产装置出现污染问题将会面临严厉的处罚措施，影响公司日常的稳定生产。

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	53,976	52,111	55,807	56,296	57,012
营业成本	46,831	45,671	46,628	47,270	47,849
折旧和摊销	1,895	1,924	2,095	2,116	2,133
税金及附加	475	458	446	394	399
销售费用	2,614	2,499	2,676	2,700	2,734
管理费用	1,521	1,427	1,528	1,541	1,561
研发费用	75	81	86	87	88
财务费用	2,346	1,584	1,286	1,130	936
投资收益	97	212	212	212	212
营业利润	347	674	3,466	3,490	3,766
利润总额	408	638	3,490	3,656	3,818
所得税	231	243	585	612	640
净利润	178	395	2,905	3,044	3,178
少数股东损益	26	123	123	123	123
归属母公司净利润	152	272	2,783	2,921	3,056
EPS(元)	0.11	0.15	1.51	1.59	1.66

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	4,179	4,565	8,457	7,371	6,836
净利润	152	272	2,783	2,921	3,056
折旧摊销	1,895	1,924	2,095	2,116	2,133
净营运资金增加	5,977	1,140	-2,414	-1,264	-765
其他	-3,844	1,228	5,994	3,599	2,412
投资活动产生现金流	-636	-1,401	-408	-113	-88
净资本支出	-528	-421	-613	-300	-300
长期投资变化	300	177	0	0	0
其他资产变化	-407	-1,157	205	187	212
融资活动现金流	-4,360	-1,663	-3,943	-7,136	-6,568
股本变化	5	406	-1	0	0
债务净变化	3,307	-1,144	-2,656	-6,006	-5,633
无息负债变化	-11,394	-7,884	15,426	730	286
净现金流	-792	1,488	4,107	122	179

## 主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	13.2%	12.4%	16.4%	16.0%	16.1%
EBITDA 率	9.1%	8.6%	11.9%	11.6%	11.6%
EBIT 率	5.0%	4.4%	8.2%	7.8%	7.9%
税前净利润率	0.8%	1.2%	6.3%	6.5%	6.7%
归母净利润率	0.3%	0.5%	5.0%	5.2%	5.4%
ROA	0.3%	0.7%	4.2%	4.6%	4.9%
ROE (摊薄)	3.5%	4.2%	30.2%	24.1%	20.1%
经营性 ROIC	2.9%	3.3%	9.6%	10.0%	10.9%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	89%	84%	83%	78%	73%
流动比率	0.63	0.60	0.77	0.84	0.94
速动比率	0.46	0.44	0.60	0.67	0.77
归母权益/有息债务	0.13	0.19	0.30	0.49	0.78
有形资产/有息债务	1.56	1.40	2.02	2.42	3.02

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测 注: 按当年年末股本测算

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	59,995	52,989	68,663	66,432	64,263
货币资金	11,086	9,845	13,952	14,074	14,253
交易性金融资产	19	2	2	2	2
应收帐款	3,791	2,262	5,023	5,067	5,131
应收票据	216	363	2,511	2,533	2,566
其他应收款 (合计)	237	36	1,116	1,126	1,140
存货	7,835	6,015	8,785	7,964	7,107
其他流动资产	1,940	2,436	2,528	2,540	2,558
流动资产合计	29,795	23,245	39,668	39,134	38,655
其他权益工具	298	242	242	242	242
长期股权投资	2,221	2,398	2,398	2,398	2,398
固定资产	20,419	19,578	18,086	16,462	14,783
在建工程	933	1,173	1,202	1,059	952
无形资产	3,860	4,003	3,923	3,839	3,763
商誉	87	87	87	87	87
其他非流动资产	160	26	26	26	26
非流动资产合计	30,200	29,744	28,996	27,298	25,608
总负债	53,473	44,445	57,215	51,939	46,592
短期借款	28,551	27,919	25,263	21,688	16,055
应付账款	4,036	3,463	5,595	6,145	6,220
应付票据	7,631	1,070	13,989	14,181	14,355
预收账款	2,408	0	2,790	2,815	2,851
其他流动负债	-	235	235	235	235
流动负债合计	47,321	38,731	51,718	46,442	41,095
长期借款	2,747	3,301	3,301	3,301	3,301
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	699	584	584	584	584
非流动负债合计	6,152	5,713	5,497	5,497	5,497
股东权益	6,523	8,544	11,449	14,492	17,671
股本	1,432	1,838	1,837	1,837	1,837
公积金	5,957	7,437	7,716	8,008	8,085
未分配利润	-2,899	-2,858	-354	2,275	5,254
归属母公司权益	4,378	6,429	9,211	12,132	15,188
少数股东权益	2,145	2,115	2,238	2,360	2,483

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	4.84%	4.80%	4.80%	4.80%	4.80%
管理费用率	2.82%	2.74%	2.74%	2.74%	2.74%
财务费用率	4.35%	3.04%	2.30%	2.01%	1.64%
研发费用率	0.14%	0.15%	0.15%	0.15%	0.15%
所得税率	57%	38%	17%	17%	17%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	2.92	2.48	4.60	4.01	3.72
每股净资产	3.06	3.50	5.01	6.60	8.27
每股销售收入	37.68	28.35	30.37	30.64	31.03

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	166	119	12	11	11
PB	5.8	5.0	3.5	2.7	2.1
EV/EBITDA	14.0	16.8	9.8	9.1	8.2
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

光大新鸿基有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE