

景津环保 (603279)

证券研究报告

2021年07月28日

深度 2：价值重估进行时

压滤机行业龙头，公司质地优良。公司是国内压滤机行业龙头，2018 年行业市占率超过 40%。公司净利润持续增长，2016-2020 年归母净利润由 1.4 亿元增长至 5.2 亿元；盈利能力稳中有进，毛利率常年保持 30%以上，2020 年净利率 15.5%，ROE 达到 18.2%；资产结构健康，预收账款规模近年持续增长，是负债的主要构成。

增长点一：锂电和砂石产业链带来压滤机需求弹性。公司压滤机产品下游应用广泛，未来两个细分下游有望给行业带来需求弹性，一方面，公司压滤机的应用在锂电池生产的正极材料、锂矿和回收等环节中，新能源汽车市场的高增带动锂电池的需求增长，2020 年中国锂电池出货量为 143GWh，预计 2025 年中国锂电池市场出货量将达 611GWh，出货量提高有望拉动压滤机需求快速释放；另外，我国砂石骨料行业将持续向规模化、现代化、环保化和可持续发展的方向发展，机制砂需求量市场占比从 2011 年的 59% 上涨至 2019 年的 76%，机制砂产量提升、矿山大型化注入压滤机新需求，进一步提高高压滤机的市场空间。

增长点二：扩品类+海外扩张打开行业天花板。公司在 2020 年推出智能砂石废水零排放系统，并研发了各类型低温滤饼干化机、搅拌机、自动加药机等配套设备，公司行业市占率高，优质的产品与售后服务让众多行业选择公司的产品，在这样的客户基础上，凭借公司现有的销售渠道，公司的新产品有望被部分客户接受，实现新产品的快速扩张。公司 2020 年的海外收入为 1.5 亿元，近年来国内压滤机制造技术获得突飞猛进的发展，国内生产的压滤机装备水平与国外的差距已经越来越小，未来公司有望在海外市场继续发力。

增长点三：滤布产能有望投放，发力耗材市场。压滤机的滤室由滤板和滤布组成，物料在滤室里通过挤压、过滤并形成滤饼，实现滤液和滤饼的分离，其中滤布是过滤分离设备的核心过滤元件。景津环保在滤布行业经验丰富，能够生产各种密度和不同孔型的滤布，产品过滤效果稳定，使用寿命较长。2020 年 12 月，公司投资 4.2 亿启动“环保专用高性能过滤材料产业化项目”，项目的主要产品是滤布和无纺织，项目投产后预计年新增销售收入 2.54 亿元，年均净利润 6388 万。

盈利预测与投资建议：

由于下游行业景气度提升，上调盈利预测，预计公司 2021-2023 年归母净利润 6.20、8.30 和 10.60 亿元（原值为 6.01、7.13 和 8.63 亿），对应 PE 20.46、15.27 和 11.96 倍，可比公司 2022 年 PE 平均为 33.94 倍，给予 2022 年目标 PE 27 倍，目标股价 54.5 元，维持“买入”评级。

风险提示：新能源汽车销量不达预期、砂石骨料市场下行、海外市场销量低于预期、行业竞争加剧、投资项目收益不达预期。

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,310.86	3,329.30	4,275.86	5,487.25	6,802.50
增长率(%)	13.44	0.56	28.43	28.33	23.97
EBITDA(百万元)	690.85	828.95	810.32	1,084.09	1,381.85
净利润(百万元)	413.08	514.68	619.53	830.10	1,059.75
增长率(%)	68.96	24.60	20.37	33.99	27.67
EPS(元/股)	1.00	1.03	1.50	2.02	2.57
市盈率(P/E)	30.69	29.87	20.46	15.27	11.96
市净率(P/B)	4.74	4.27	3.65	3.16	2.70
市销率(P/S)	3.83	3.81	2.96	2.31	1.86
EV/EBITDA	10.48	7.01	12.41	10.53	6.69

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	机械设备/专用设备
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	29.21 元
目标价格	54.5 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	411.95
流通 A 股股本(百万股)	190.31
A 股总市值(百万元)	12,033.04
流通 A 股市值(百万元)	5,558.97
每股净资产(元)	7.53
资产负债率(%)	44.40
一年内最高/最低(元)	31.66/16.00

作者

郭丽丽	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520030001 guolili@tfzq.com	
杨阳	分析师
SAC 执业证书编号：S1110520050001 yangyanga@tfzq.com	
王茜	分析师
SAC 执业证书编号：S1110516090005 wangqian@tfzq.com	
许杰	联系人
xujiea@tfzq.com	

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《景津环保-年报点评报告:费用端优化推动 20 年业绩同比增长 24.6%》 2021-04-13
- 《景津环保-首次覆盖报告:厚积薄发的压滤机龙头》 2020-12-06

内容目录

1. 压滤机行业龙头，公司质地优良	4
1.1. 国产压滤机行业的领军者	4
1.2. 盈利能力持续提升，预收账款是主要负债	5
2. 增长点一：锂电和砂石产业链带来压滤机需求弹性	7
2.1. 压滤机下游分散，行业需求增长有加速迹象	7
2.2. 锂电产业链高景气度有望带动压滤机需求快速增长	8
2.2.1. 压滤机覆盖锂电多个生产环节	8
2.2.2. 新能源车市场开阔，国内外锂电池需求及技术研发“双击”产业增长	9
2.3. 环保压力下机制砂产量提升、矿山大型化为压滤机注入新需求	12
3. 增长点二：扩品类+海外扩张打开行业天花板	15
3.1. 积极扩充品类满足各行业需求，打开下游市场空间	15
3.2. 产品过硬加持政策鼓励，海外市场开发有潜力	16
4. 增长点三：滤布产能有望投放，发力耗材市场	17
5. 盈利预测及投资建议	19
6. 风险提示	20

图表目录

图 1：景津环保分产品图例	4
图 2：公司发展历程图	4
图 3：景津环保股权结构图（截至 2021 年 7 月底）	5
图 4：公司总营收及同比增速	5
图 5：公司归母净利润及同比增速	5
图 6：公司毛利率、净利率和 ROE	6
图 7：公司与可比公司毛利情况	6
图 8：公司经营活动现金流情况与营收现金比例	6
图 9：公司货币资金情况	6
图 10：公司负债情况	6
图 11：公司流动负债中预收款项情况	6
图 12：隔膜压滤机与厢式压滤机对比	7
图 13：我国压滤机需求量、产量情况	8
图 14：我国压滤机市场规模变化	8
图 15：公司压滤机产品在锂电池生产流程中的应用	8
图 16：国内新能源汽车销量数据	9
图 17：全球新能源汽车销量数据	9
图 18：2019-2021 年中国动力电池月度装车量（单位：GWh）	11
图 19：2016-2025 年中国锂电池市场出货量及预测（单位：GWh）	11
图 20：2014-2021 年中国车用动力锂电池出货量	11

图 21: 全国砂石骨料市场规模	12
图 22: 近年砂石骨料产量变化	12
图 23: 2020 年 8 月部分地区粗骨砂价格	13
图 24: 机制砂占比不断提升	13
图 25: 2019 年砂石骨料需求构成情况	13
图 26: 2013 年我国砂石矿山构成	14
图 27: 2019 年我国砂石矿山构成	14
图 28: 近年砂石矿山数目逐年减少 (单位: 个)	14
图 29: 压滤机配套设备	15
图 30: 公司海外收入情况	17
图 31: 压滤机滤布	17
图 32: 公司滤布生产流程	18
图 33: 2013-2020 年公司滤布产品收入、成本及毛利 (单位: 万元)	18
图 34: 2013-2020 年公司滤布产品业务收入比例	19
图 35: 2013-2020 年公司滤布产品毛利率	19
表 1: 隔膜压滤机的优势一览	7
表 2: 中国新能源产业政策	10
表 3: 其他国家地区新能源产业政策	10
表 4: 近期规范河砂开采的政策一览	13
表 5: 近期引导砂石产业发展的政策文件一览	14
表 6: 公司原有业务与扩展后的业务范围	16
表 7: 公司自主研发滤布生产技术	18
表 8: 业绩分拆预测	19
表 9: 可比估值表	20

1. 压滤机行业龙头，公司质地优良

1.1. 国产压滤机行业的领军者

国产压滤机行业的领军者。公司主要从事各式压滤机整机及配套设备、配件的生产和销售，致力于为固液提纯、分离提供专业的成套解决方案，所生产各式压滤机及配套设备广泛应用于环保、化工、食品等领域。公司负责全国分离机械标准起草和修订工作，压滤机及滤板国家标准的主起草人，国家火炬计划重点高新技术企业，压滤机类产品中被国家工商总局认定的“中国驰名商标”。景津环保压滤机 2018 年市占率超过 40%，是压滤机行业的龙头企业。

图 1：景津环保产品图例

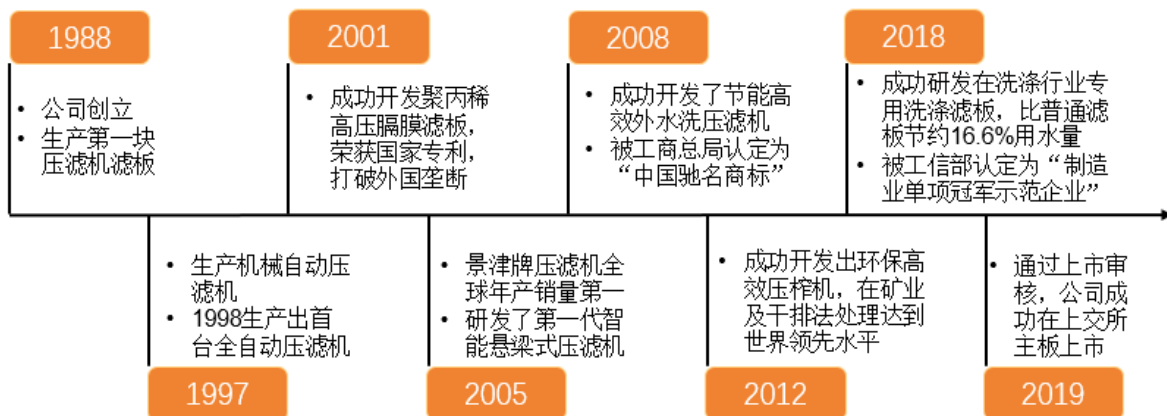


资料来源：公司官网、天风证券研究所

深耕压滤机行业多年，技术积累雄厚。公司创立于 1988 年，1998 年生产出首台全自动压滤机并在首钢成功应用；2001 年成功开发了聚丙烯隔膜滤板打破了聚丙烯高压隔膜滤板被德国垄断的局面；2004 年公司以 17 万欧元买断意大利迪美公司压滤机生产技术，压滤机生产工艺跃居世界前沿，完成由压滤机配件向压滤机整机生产的产业链延拓；

2008 年成功开发了节能高效外水洗压滤机，被国家工商总局认定为“中国驰名商标”；2012 年成功开发出环保高效压榨机，在矿业及干排法处理达到世界领先；2018 年 11 月被国家工信部认定为“制造业单项冠军示范企业”。

图 2：公司发展历程图

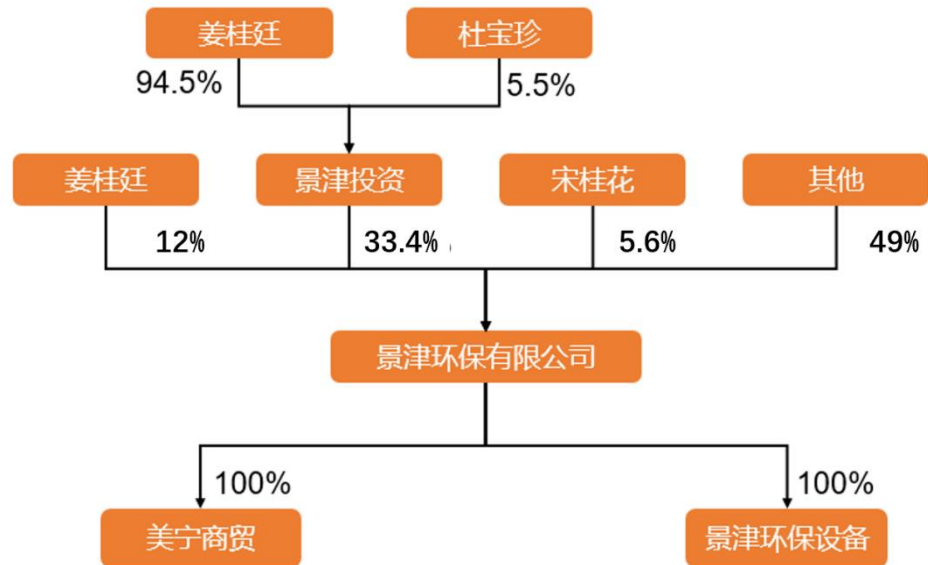


资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司股权结构稳定，实控人拥有技术专长。姜桂廷、宋桂花为公司实际控制人，二者为夫

妻关系，截至 2021 年 7 月底，实控人夫妇合计控制公司总股本的 50.92%，股权相对集中。姜桂廷同时兼任技术中心主任，享受国务院政府特殊津贴，被山东省人民政府认定为“泰山产业领军人才”。

图 3：景津环保股权结构图（截至 2021 年 7 月底）

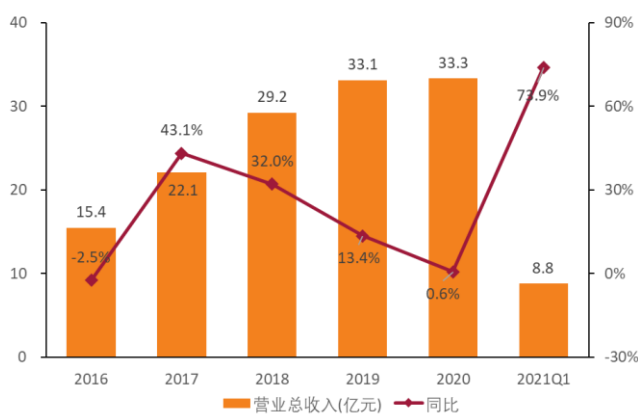


资料来源：wind、天风证券研究所

1.2. 盈利能力持续提升，预收账款是主要负债

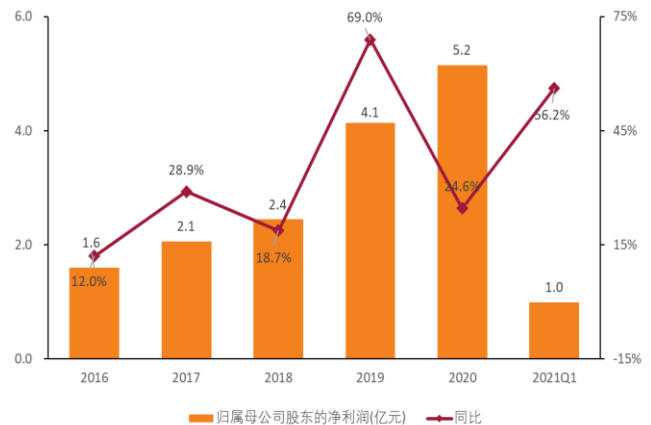
公司收入与净利润稳定高位并保持上涨态势。公司收入和净利润持续增长。2016-2020 年公司营业收入由 15.4 亿元增长至 33.3 亿元；归母净利润由 1.6 亿元增长至 5.2 亿元。2021 年从新冠肺炎疫情影响中恢复，2021 年第一季度实现营收 8.8 亿元，同比上涨 73.9%，归母净利润 1 亿元，同比上升 56.2%。

图 4：公司总营收及同比增速



资料来源：wind、天风证券研究所

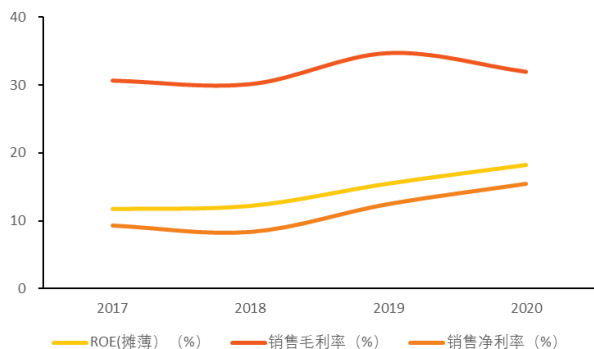
图 5：公司归母净利润及同比增速



资料来源：wind、天风证券研究所

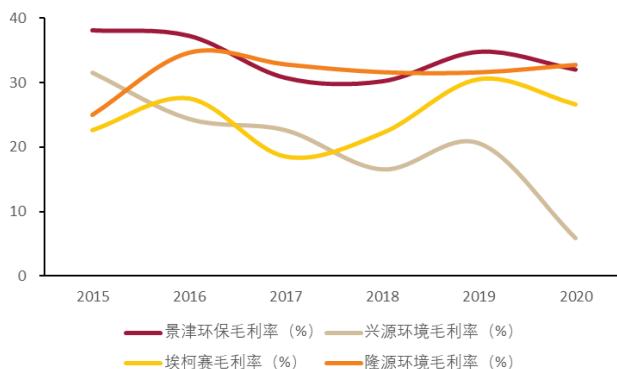
盈利能力持续上行，2020 年 ROE 已达 18.2%。从盈利能力指标来看，公司近年盈利能力稳中有进，毛利率常年保持 30% 以上，净利率从 2017 年的 9.3% 增长至 2020 年的 15.5%，ROE 从 2017 年的 11.7% 增长至 2020 年的 18.2%；对比同行业来看，盈利能力在同行中一直处于前列。

图 6：公司毛利率、净利率和 ROE



资料来源：wind、天风证券研究所

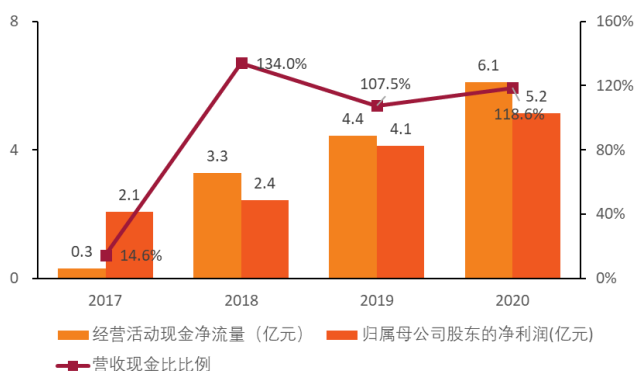
图 7：公司与可比公司毛利情况



资料来源：wind、天风证券研究所

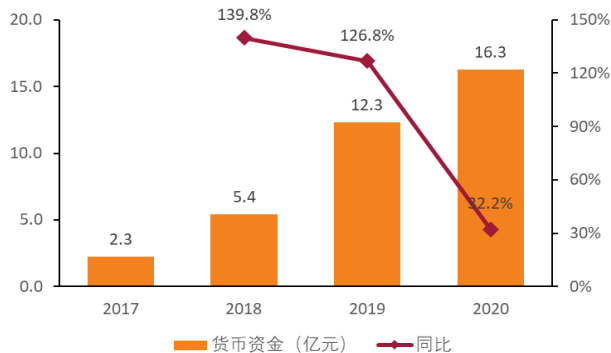
现金流情况健康, 货币资金储备充足。2017 年因原材料价格上涨导致现金流出现下滑, 2018 年以来公司经营性净现金流处于在 3 亿元以上水平, 2020 年经营性净现金流达到 6.1 亿元, 明显高于公司净利润水平。公司货币资金逐年增加, 从 2017 年的 2.3 亿元增长至 2020 年的 16.3 亿元, 为公司流动性提供良好基础。

图 8：公司经营活动现金流情况与营收现金比例



资料来源：wind、天风证券研究所

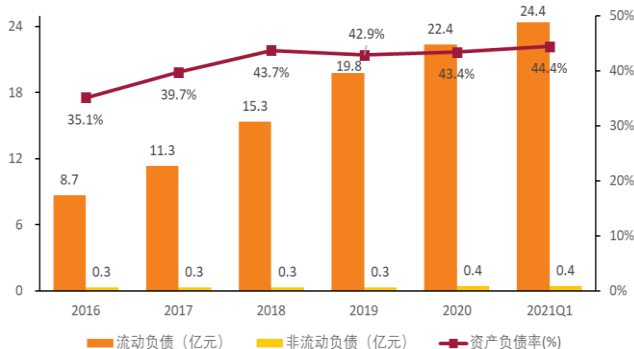
图 9：公司货币资金情况



资料来源：wind、天风证券研究所

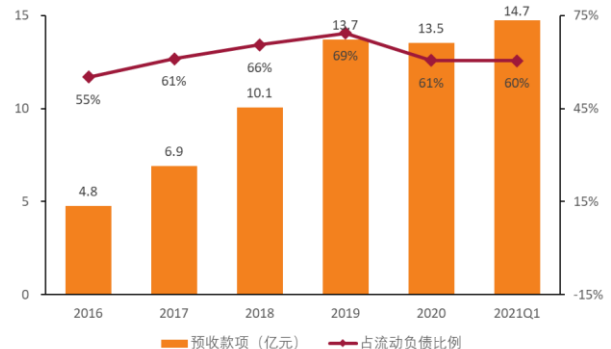
公司资产结构健康, 预收账款持续增长。公司的资产负债率自 2018 年以来基本稳定在 43% 左右, 虽然属于偏高水平, 但其中的负债主要集中在流动负债部分, 银行贷款构成的非流动负债占比接近于 0。同时, 关注公司流动负债可以发现, 自 2017 年后流动负债中的预收款项比例基本保持 60% 以上。较高的流动负债中很大一部分是未来将计入营收的预收款项, 公司实际的流动负债处于较低水平, 资产结构健康。

图 10：公司负债情况



资料来源：wind、天风证券研究所

图 11：公司流动负债中预收款项情况



资料来源：wind、天风证券研究所

2. 增长点一：锂电和砂石产业链带来压滤机需求弹性

2.1. 压滤机下游分散，行业需求增长有加速迹象

压滤机属于过滤与分离机械，下游应用广泛。压滤机的工作原理是利用压力泵将悬浮液料浆注入由垂直排列的多块滤板在液压系统的压紧下形成的多个密闭滤室中，使滤布两边形成压力差，滤室内的液体透过与滤板相邻的滤布沿滤液汇流通道排出压滤机外，脱水后的固体杂质则截留在滤室中，形成滤饼，通过拉板机将相邻滤板分开，每个滤室中的滤饼在重力或振打装置作用下脱落，实现固相和液相的分离。压滤机广泛应用于环保、矿物及加工、化工、食品、医药等诸多行业。

按滤板结构的不同，压滤机可分为隔膜压滤机、厢式压滤机、板框式压滤机三大类，其中隔膜式压滤机对生产企业技术水平要求最高，亦是压滤机市场主流的产品。在污泥脱水领域，隔膜压滤机能够将污泥含水率一次性降低至 40-58%，脱水效果与厢式压滤机、带式压榨机和离心机相比，具有明显优势。

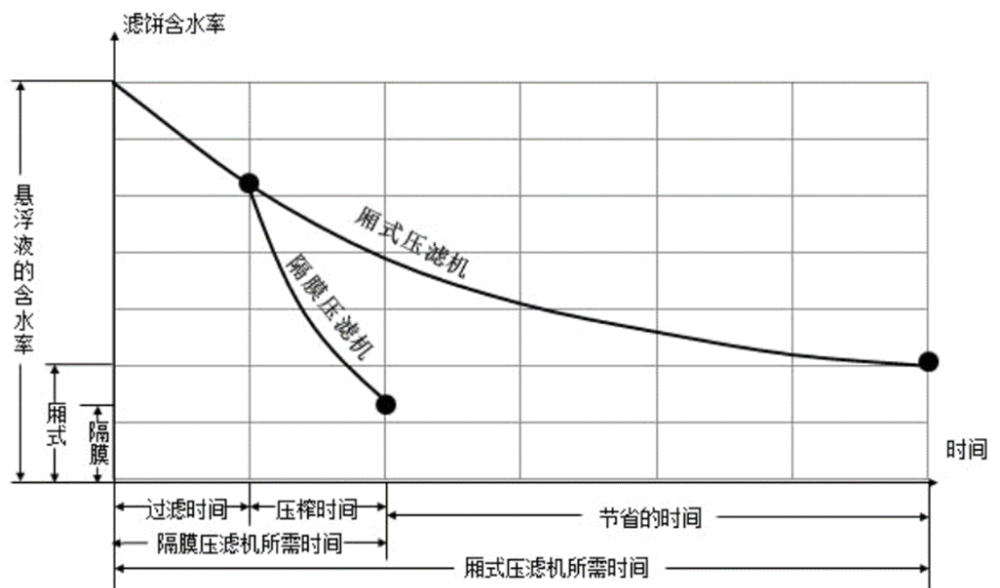
经隔膜压滤机处理后的脱水污泥与带式压榨机和离心机处理后的脱水污泥相比，体积减少 50%以上，压滤时间减少了 2/3，而且脱水污泥呈固态，减少了堆放、运输过程中渗滤液的“二次污染”，有效实现了污泥减量化。随着国家对污泥处理处置要求的提高，污泥处理将成为隔膜压滤机最具潜力的应用。

表 1：隔膜压滤机的优势一览

优势方面	具体体现
生产效率	隔膜压滤机设置进料孔为两端进料，即止推板进料和压紧板进料，极大地缩短了进料时间；聚丙烯芯板不用机加工即可与隔膜片焊接，减少了机械加工的工序；采用新技术和新工艺平均每 20 分钟生产一块滤板，极大地降低了滤板生产周期；拉板器及链条采用密封装置。拉开滤板组为 150~300 mm/s 可调速度，使拉开滤板卸饼可提高 6 倍的速度。
生产工艺	聚丙烯隔膜滤板制作为快速注塑成型，采用新技术分段式计时自动转换注塑方法，高压延时注射使滤板内部结构更加充实均匀，滤板不收缩不变形；用高压二次模具合模锁紧压缩滤板的方法，使滤板内部结构密度充实和表面光洁度更进一步地提高，表面平面度达到了密封的要求；隔膜高压压榨工艺解决对厌氧消化过程中细胞壁难于消解等技术瓶颈问题，厌氧消化时间比单级单相缩短 30%，污泥有机物降解率超过 45%，沼气产量提高 30%。

资料来源：柳宝昌《隔膜压滤机在污泥脱水中的应用》、天风证券研究所

图 12：隔膜压滤机与厢式压滤机对比



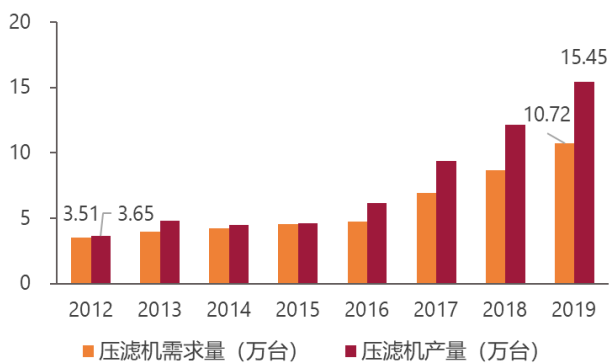
厢式压滤机与隔膜压滤机的过滤曲线图

资料来源：招股说明书，天风证券研究所

整体装备水平已经接近世界先进水平。经过多年的引进、消化、再创新和自主创新，我国压滤机行业的生产工艺和技术装备水平已经取得较大进步，产品技术含量和质量大幅提高。不仅在压滤机设备的运行效率上接近或达到国际先进水平，设备的运行可靠性与国外差距也越来越小，产品已进入国际市场。从装备水平上看，部分企业通过引进国外一流的生产检测设备，整体装备水平已经接近世界先进水平。

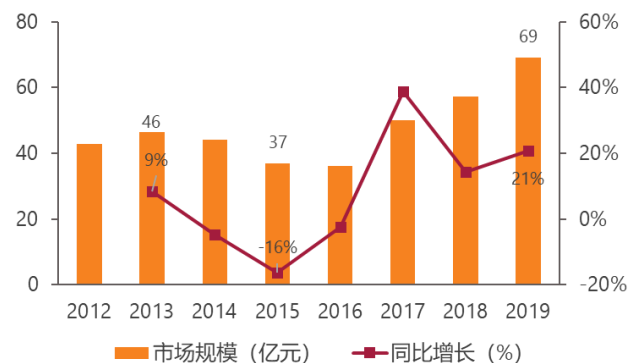
2019年压滤机行业空间69亿，同比增长21%。根据中国通用机械协会分离机械分会的统计数据，2012年我国压滤机市场需求量约3.51万台，到2019年增长到了10.72万台，CAGR达17.3%；2012年我国压滤机市场生产量约3.65万台，到2019年增长到了15.45万台，CAGR达22.9%。

图 13：我国压滤机需求量、产量情况



资料来源：智研咨询、通用机械协会分离机械分会、天风证券研究所

图 14：我国压滤机市场规模变化



资料来源：中国海关、智研咨询、天风证券研究所

2.2. 锂电产业链高景气度有望带动压滤机需求快速增长

2.2.1. 压滤机覆盖锂电多个生产环节

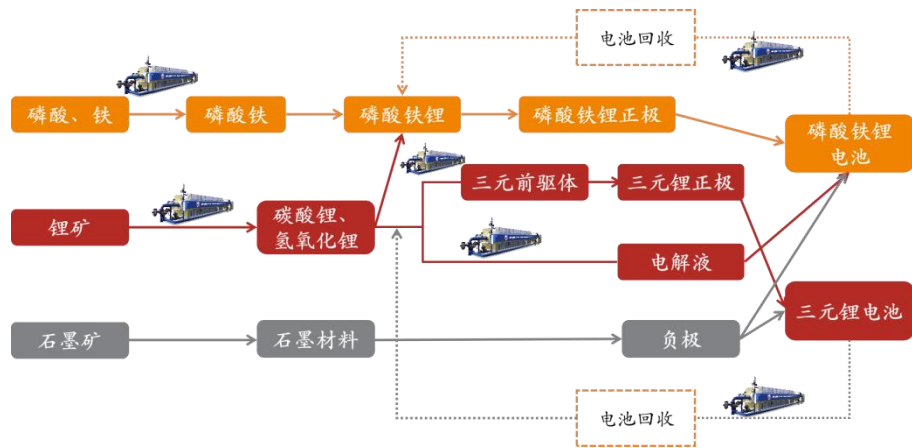
压滤机的过滤功能广泛应用于锂电池生产的多个环节。近年来，景津环保生产产品的应用范围不断扩大，公司在锂电池、盾构污泥、光伏硅片废水以及淀粉加工等领域都有所拓展。锂电池方面，压滤机能够应用于锂电池锂矿、正极材料、电解液、PVDF树脂、锂电池回收过程中的过滤、洗涤环节及废水处理环节。

生产电池正极的过程中，磷酸和铁反应的过程以及锂矿生成碳酸锂、氢氧化锂的过程均对产物的纯度具有较高要求，杂质过滤可以提高产品纯度，提高产率，使电池导电性增强，因此对于压滤机有较大需求。

电池负极采用石墨材料，在碳六元环之间插进锂离子，理论容量可达372mAh/g。石墨材料由石墨矿经过提纯加工而成，提纯过程常用的碱酸法、酸浸法等方法均涉及过滤。此过程也需要压滤机的参与完成。

锂电池回收工序同样需要过滤工艺，以从电极材料中提出并回收高纯度的锂、铁、钴、镍、锰等金属。

图 15：公司压滤机产品在锂电池生产流程中的应用



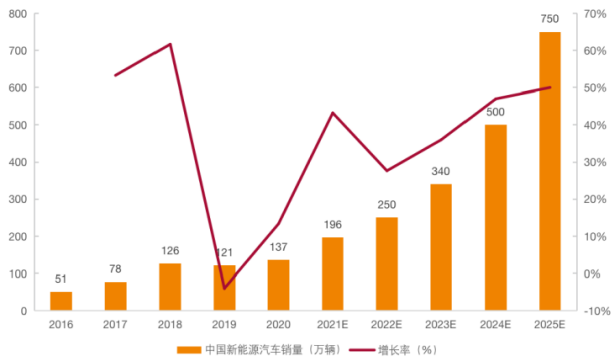
资料来源：公司公告、天风证券研究所

2.2.2. 新能源车市场开阔，国内外锂电池需求及技术研发“双击”产业增长

世界范围内各国的扶持政策 and 限排法规大力推动了新能源汽车行业的发展。传统汽车产业的发展带来了对外石油高度依赖和环境污染不断加剧的各种问题，而随着能源安全和环境保护意识的提升，世界各国都增强了对新能源汽车技术研发与快速发展的诉求，加速推动新能源汽车产业的发展。

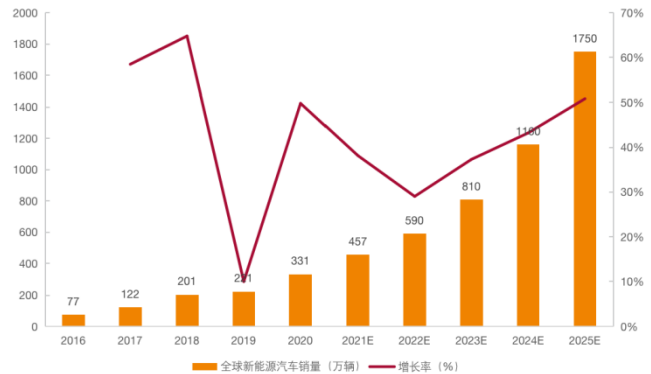
2017-2018 年，国内和全球的新能源汽车销量都维持着 50%以上的高速增长，2019 年受到国内补贴政策退坡等因素的综合影响，国内新能源汽车销量下降，因国内新能源汽车销量占全球销量比重较大，间接带动了全球新能源汽车销量增速放缓。

图 16：国内新能源汽车销量数据



资料来源：marklines、天风证券研究所

图 17：全球新能源汽车销量数据



资料来源：EV sales、天风证券研究所

虽然 2019 年全球新能源汽车销量增速放缓，但 2020 年则迅速回升，在新冠疫情的影响下，新能源汽车销量仍然实现了 50% 的增长。2021 年以来，新能源汽车销量增速较快，2021 年上半年，我国新能源汽车销量达 121.5 万辆，同比增长 200.6%。我们预计未来新能源汽车销量会出现高速增长，该预测的主要依据是：

新能源车续航里程逐步提高，实用性增强。随着新能源汽车技术的进步与突破，新能源汽车的各项性能逐步完善，续航里程逐步提高，实用性增强。根据汽车之家数据，追踪宝骏 E100、欧拉 iQ、小鹏 G3 以及 Model S 四款典型纯电动车型 2017 年-2021 年续航里程变化，明显看出纯电汽车续航里程逐年提升，同一车型年续航里程提高量约为 50 公里。

充电基础设施建设进度推进，充电桩覆盖率提升。充电桩的建设和完善，使得用户充电不再成为难题，根据国家能源局以及中国充电联盟的数据，我国公用充电桩总量从 2016 年 12 月的 14 万增长至 2019 年 10 月近 48 万，总量增长 238%。对比 2016 年 12 月与 2019 年 10 月的充电桩建设运营情况，北京、上海、广东、江苏等省市充电桩保有量均从 1-2

万个增长至 5 万个以上。

新能源产业政策持续，支持力度较大。2015 年 4 月，国家财政部发布《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》，明确中央财政对新能源汽车购买给予补助，后发布《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》，进一步延长了补贴期限，平缓补贴退坡的力度和节奏。2019 年 6 月发布了《关于修改〈乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法〉的决定》，加大对充电基础设施的补贴力度，落实各种充电优惠政策。2020 年 10 月，国务院办公厅印发《新能源汽车产业发展规划(2021—2035 年)》，促进我国新能源汽车产业竞争力逐步提高。我国“2030 年碳中和、2060 年碳达峰”的目标进一步刺激了新能源汽车市场的需求。

在技术持续进步、基础设施逐步完善和利好政策的多重推动下，我国新能源汽车产业技术水平将逐步提升、产业体系日趋完善、企业竞争力大幅增强，供求两端发力带来广阔的未来市场空间。参考《新能源汽车产业发展规划（2021-2035）》，即到 2025 年新能源汽车竞争力明显提高，销量占当年汽车总销量的 20%。

表 2：中国新能源产业政策

时间	政策	具体内容
2015 年 4 月	《关于 2016-2020 年新能源汽车推广应用财政支持政策的通知》	在全国范围内开展新能源汽车推广应用工作，中央财政对购买新能源汽车给予补助，实行普惠制。
2018 年 1 月	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	延长补贴期限，平缓补贴退坡力度和节奏；适度提高新能源汽车整车能耗、纯电动乘用车纯电续驶里程门槛；调整补贴方式，开展燃料电池汽车示范应用。
2019 年 6 月	《绿色出行行动计划(2019—2022 年)》	推进绿色车辆规模化应用。进一步加大节能和新能源车辆推广应用力度。加大对充电基础设施的补贴力度，推广落实各种形式的充电优惠政策。
2020 年 6 月	《关于修改〈乘用车企业平均燃料消耗量与新能源汽车积分并行管理办法〉的决定》	明确了 2021-2023 年新能源汽车积分比例要求分别为 14%、16%、18%；建立了企业传统能源乘用车节能水平与新能源汽车正积分结转的关联机制；完善了新能源汽车积分灵活性措施等。
2020 年 10 月	《新能源汽车产业发展规划(2021—2035 年)》	提出到 2025 年，新能源汽车竞争力明显提高，销量占当年汽车总销量的 20%；到 2030 年，新能源汽车形成市场竞争优势，销量占当年汽车总销量的 40%。
2020 年 12 月	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	2021 年新能源汽车补贴标准在 2020 年基础上退坡 20%，对公共交通等领域车辆电动化补贴标准在 2020 年基础上退坡 10%。
2021 年 6 月	《“十四五”公共机构节约能源资源工作规划》 《2021 年汽车标准化工作要点》	1) “十四五”期间规划推广应用新能源汽车约 26.1 万辆，推动公共机构带头使用新能源汽车，新增及更新车辆中新能源汽车比例原则上不低于 30%。 2) 新能源汽车领域工作重点包括强化电动汽车安全保障、聚焦燃料电池电动汽车使用环节、支撑换电模式创新发展以及支撑电动汽车绿色发展等。

资料来源：中国政府网、工信部、天风证券研究所

从世界范围来看，当前海外各国加大对新能源汽车推广力度，纷纷推出高强度电动车支持政策。2020 年 1 月 1 日，欧盟正式实施碳排放法规，无法达标车企将面临巨额罚款；日本也提出到 2035 年，混动、电动及插混汽车新车销售市场占比达到 50%-70%的目标等等。

表 3：其他国家地区新能源产业政策

国家/地区	时间	政策内容
法国	2020.5	启动汽车产业援助计划，合计 80 亿欧元。将个人购买电动车的政府补贴从 6000 欧元提高到 7000 欧元；2025 年实现每年生产 100 万辆新能源汽车的目标

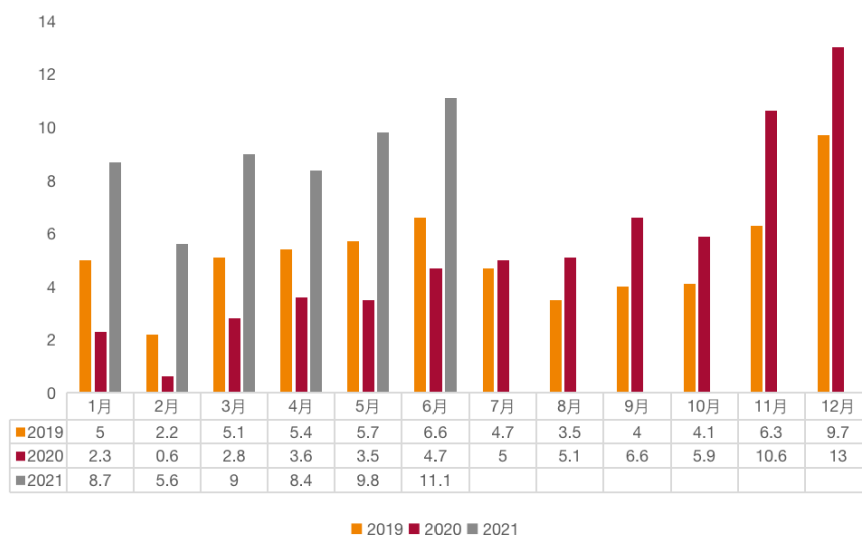
德国	2020.6	启动“投资未来汽车”一揽子计划，投资总额为280亿欧元，计划将投资19亿欧元资助研发环保驱动和能源项目，包括电动车基础设施扩建、氢能和燃料电池技术等。
欧盟	2020.5	2020年6月全面启动一揽子经济纾困计划，包括在2025年之前建设200万个电动汽车公共充电站。
日本	2020.12	规划到2035年，混动、电动及插混汽车新车销售市场占比50%-70%。

资料来源：盖世汽车、第一财经、天风证券研究所

我们预计2025年全球市场新能源汽车销量有望达1750万辆，我国销量有望达750万辆。2030年全球新能源汽车市场销量将达到4000万辆，渗透率将达到50%左右，届时90%以上的新能源汽车将是纯电动汽车，而中国将是全球最大的新能源汽车市场。

新能源汽车销量快速增长带动了动力电池装车量的增长。从中国汽车动力电池产业创新联盟的统计数据来看，2021年6月，我国动力电池装车量共计11.1GWh，同比增长136.2%。我国新能源汽车市场对动力电池需求量的增长使得动力电池企业订单火爆，带动其中锂电池行业景气度高增。

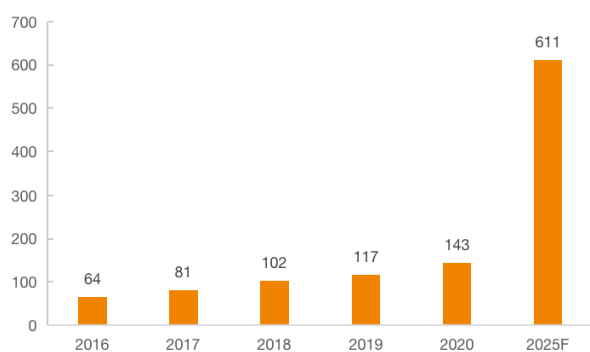
图 18：2019-2021 年中国动力电池月度装车量（单位：GWh）



资料来源：盖世汽车资讯、中国汽车动力电池产业创新联盟、天风证券研究所

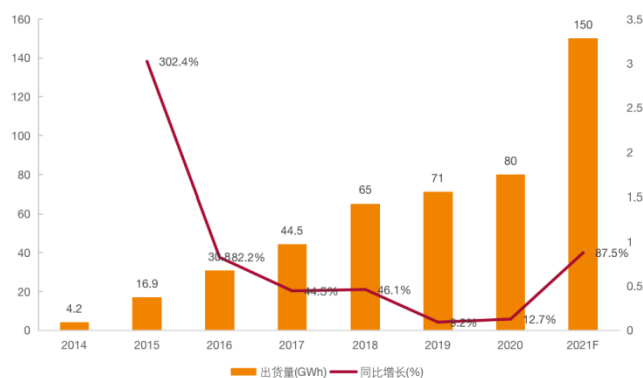
我国锂电池市场规模扩大，车用动力电池是主要增长力。根据高工产研锂电研究所数据统计，2020年全球锂电池出货量达到294.5GWh，其中中国锂电池出货量为143GWh，同比增长22%；车用动力电池出货量为80GWh，同比增长12.7%，新能源汽车用动力电池出货量占比持续提升，占锂电池市场56%的份额，远超其他应用终端。

图 19：2016-2025 年中国锂电池市场出货量及预测（单位：GWh）



资料来源：高工产研锂电研究所 GGII、天风证券研究所

图 20：2014-2021 年中国车用动力电池出货量



资料来源：高工产研锂电研究所 GGII、天风证券研究所

除了来自国内的锂电池需求外，欧洲也是我国锂电池行业重要的增长来源。欧洲是目前全球第一大新能源汽车市场，这与欧盟严格的节能减排标准以及各国对新能源汽车补贴政策有直接的关系。2020年欧洲以高达139.5万辆的新能源乘用车汽车销量占据了全球43%的市场份额。

然而，由于欧洲本地动力电池产能较低，当地车企多依靠中日韩企业的锂电池进口。2019年，欧洲占我国锂电池出口总额比重达到了25.3%，欧洲对2019年我国锂电池出口金额增长的贡献率达到了58.6%，成为主要增长动力来源。未来欧洲动力电池市场需求将大幅增长。据T&E估计，按照欧盟的碳排放目标，2025年欧洲动力电池需求量有望达174GWh，到2035年将达485GWh。中国作为全球锂电池技术较为领先的国家，欧洲是中国第二大锂电池出口国，市场的高增自然会为我国动力电池企业带来更多订单和生产。

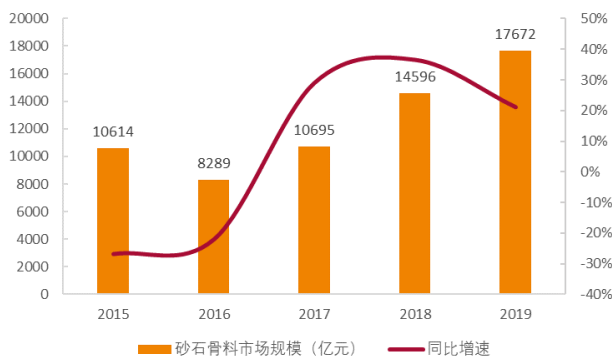
锂电池行业未来将保持高增速，2025年出货量将达到611GWh。高工产研锂电研究所预计2021年中国锂电池出货量有望达到229GWh，同比增速将达到60.1%，2025年出货量将达到611GWh，2020-2025年复合增长率可达33.7%。随着锂电产业链的持续扩张，有望给压滤机行业需求带来较为明显的增量。

2.3. 环保压力下机制砂产量提升、矿山大型化为压滤机注入新需求

砂石骨料——基建中耗量最大的原料之一。砂石骨料指在制作砂浆或混凝土时，与水泥和水等混合在一起的砂、石等颗粒状材料，是基础设施建设中不可缺少的原材料之一，广泛用于混凝土、砂浆和水泥制品等，在房屋建设、道路桥梁施工、水利水电建设等项目有较大需求。其中粒径大于4.75mm的骨料称为粗骨料，细骨料颗粒直径小于4.75mm，一般采用天然砂，如河砂、海砂及山谷砂等，当缺乏天然砂时，也可用坚硬岩石磨碎的机制砂。

我国砂石市场已逾万亿。2019年砂石市场规模达1.77万亿元。近年来，我国砂石行业产量基本维持在180亿吨左右，仍处于产需两旺的状态。2019年砂石产量、需求量均约为188亿吨，预期2020年产销量将超越200亿吨。

图 21：全国砂石骨料市场规模



资料来源：智研咨询、天风证券研究所

图 22：近年砂石骨料产量变化

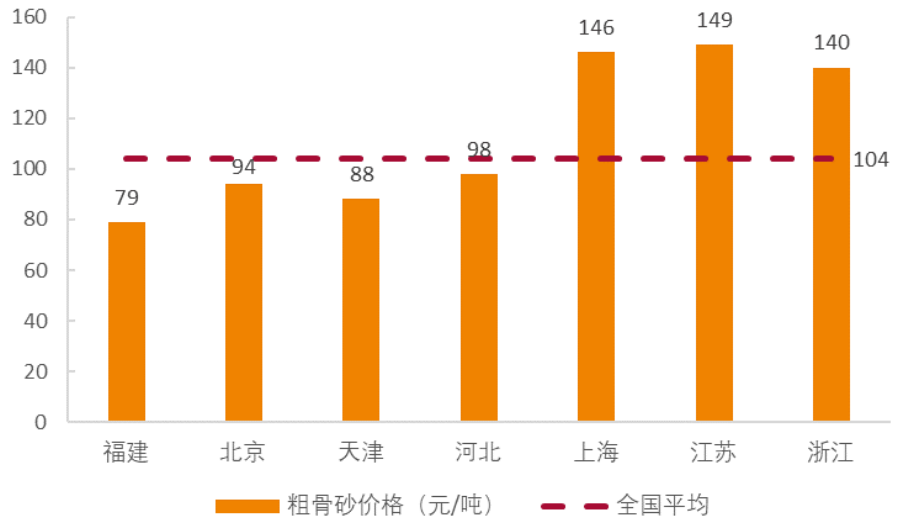


资料来源：智研咨询、天风证券研究所

由于砂石骨料单位重量较大而货值较低，受运输成本制约，砂石存在一定的运输半径，一般在10km~150km范围内，同时距离原材料产地一般也不会超过150km。因此现有砂石场主要围绕省会、地级市等经济区域的100公里范围之内。同时由于长三角等沿江区域水运成本较低，沿江沿海矿山资源丰富同时水运成本较低的区域也是砂石场分布较多的区域。

由于运输所限，各地砂石骨料价格差异明显。以粗骨料为例，砂石资源较为丰富的河北地区仅需98元/吨，临近的北京、天津地区价格也均为90元/吨左右。而资源较为丰富、需求较大的上海、江浙地区价格则近150元/吨。

图 23：2020 年 8 月部分地区粗骨砂价格

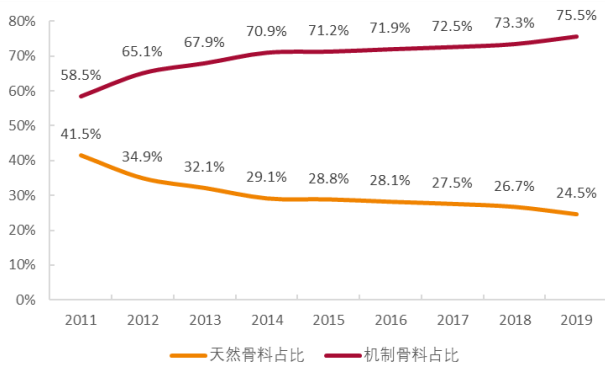


资料来源：砂石骨料网、天风证券研究所

环保政策施压下机制砂产量不断提升。从供给端来看，过去的高速发展建设中消耗了大量的天然砂石资源，天然砂石资源日益匮乏，目前国内天然砂石资源已经接近枯竭，各地政府已相继出台禁采或限采天然砂的规定。

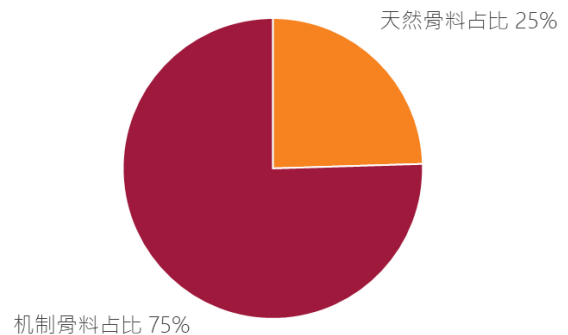
随着环保政策不断收紧，环保督查常态化运行，供给侧改革相关政策在砂石行业逐步落地，我国以矿山开采为源头的机制砂石占比逐年上升，已成为砂石骨料产品的主体。机制砂需求量市场占比从 2011 年的 59% 上涨至 2019 年的 76%。我们认为，在天然砂受资源限制、政策倾向于机制砂的情况下，机制砂需求量将持续提升。

图 24：机制砂占比不断提升



资料来源：智研咨询、天风证券研究所

图 25：2019 年砂石骨料需求构成情况



资料来源：智研咨询、天风证券研究所

表 4：近期规范河砂开采的政策一览

时间	文件名称	主要内容
2019.02	《水利部关于河道采砂管理工作的指导意见》	河道采砂许可应以批复的采砂规划、年度采砂计划为依据，依法依规进行；对于采砂规划不到位、现场管理责任人不到位等的，不得许可河道采砂；采砂许可应对采砂作业范围、作业方式、作业时间、采砂船只和机具数量及规格等予以明确规定。
2019.07	《河道采砂管理条例（征求意见稿）》	河道采砂规划、河道采砂许可、监督管理、法律责任四方面做出详细规定
2019.12	《关于实施海砂采矿权和海域使用权“两权合一”招拍挂出让的通知》	海砂开采采矿权和海域使用权出让应当确定同一位置和同一期限。期限一般不超过 3 年。

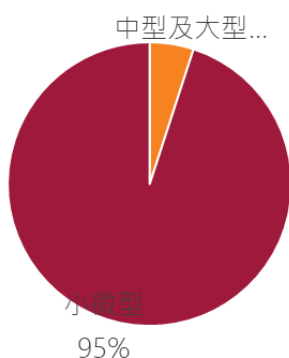
2020.03 《关于促进砂石行业健康有序发展的指导意见》 推动机制砂石产业高质量发展。大力发展和推广应用机制砂石，优化机制砂石开发布局，加快形成机制砂石优质产能，降低运输成本；加强河道采砂综合整治与利用；逐步有序推进海砂开采利用；积极推进砂源替代利用。

资料来源：住建部、国家发改委等、天风证券研究所

矿山趋向大型化，行业集中度进一步提升。由于传统小、微矿山具有开采效率低、生产产生的污染大、污染处置不规范的特征，不但侵损了国家矿产资源，还对生态环境造成了严重破坏。各地政府不断加大对矿山进行整合的力度，将陆续关闭和淘汰落后的、环保不达标的企业。相关政策频繁出台，对污染处置、机制砂产品品质、矿山规模做出要求，引导产业走向现代化、环保化，实现可持续发展。

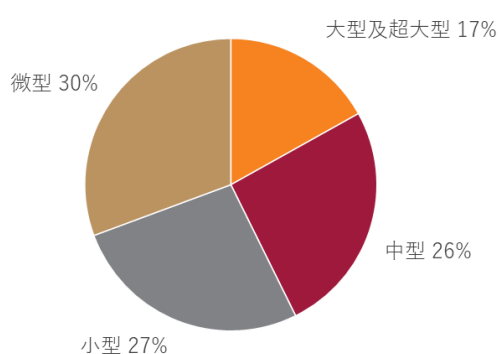
2013 年底，中、大型规模矿山（年产 100 万吨以上）占比仅为 5%，小、微型砂石矿山（年产量小于 100 万吨）占据了总数量的 95%。2019 年底，全国注册砂石矿山数降低至 15370 家，减小量主要来自小、微矿山的关停，而规范程度较高的中大型矿山的数目则处于增长中。小、微型矿山仅 8810 个，占比下降至 57.3%。大型、超大型矿山达 2600 家，占比 16.9%。

图 26：2013 年我国砂石矿山构成



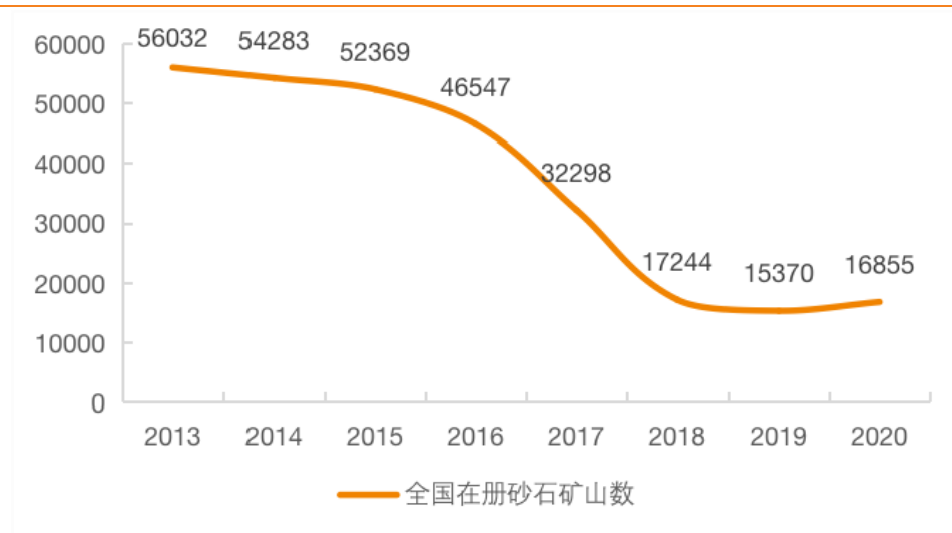
资料来源：《我国砂石行业产业链现状研究》(奚剑明著)、天风证券研究所

图 27：2019 年我国砂石矿山构成



资料来源：中国砂石协会、智研咨询、天风证券研究所

图 28：近年砂石矿山数目逐年减少（单位：个）



资料来源：中国砂石协会、智研咨询、天风证券研究所

表 5：近期引导砂石产业发展的政策文件一览

时间	文件名称	主要内容
2018.11	《战略性新兴产业分类（2018）》	机制砂、砂石、尾矿再利用等被列入中国战略新兴产业的重点产品。
2019.03	《关于加快推进工业节能与绿	重点推动长江经济带磷石膏、冶炼渣、尾矿等工业固体废物综合利用。

	色发展的通知》	
2019.04	《关于做好关闭不具备安全生产条件非煤矿山工作的通知》	关停相邻开采范围之间最小距离达不到 300 米的小型露天采石场。关停文件列举的 5 类非煤矿山
2019.05	《自然资源部办公厅生态环境部办公厅关于加快推进露天矿山综合整治工作实施意见的函》	全面摸底排查露天矿山情况；依法开展露天矿山综合整治；加强露天矿山生态修复；严格控制新建露天矿山建设项目。
2019.11	《关于推进机制砂石行业高质量发展的若干意见》	以质量和效益为中心，提升优质砂石供给能力；着力加强技术创新，提升产品质量保障能力；实现产业现代化、集约化、规模化、标准化、生态化；到 2025 年，高品质机制砂石比例大幅提升，年产 1000 万吨及以上的超大型机制砂石企业产能占比达到 40%，利用尾矿、废石、建筑垃圾等生产的机制砂石占比明显提高
2020.07	《绿色矿山评价指标》	明确了绿色矿山遴选的先决条件与计分标准，将选矿、加工等配套系统一并纳入评价体系

资料来源：住建部、国家发改委等、天风证券研究所

综合以上分析，我们认为，在政策引导下，砂石骨料行业将持续向规模化、现代化、环保化和可持续发展的方向发展，砂石矿山大型化、集中化是行业趋势。

机制砂产量提升、矿山大型化注入压滤机新需求。机制砂湿法工艺在制作过程中有一道工序是水冲洗，即用水将沙子当中的泥土给冲洗干净，在冲洗过程当中会产生大量的污水。现在的处理技术路线一般为使用压滤机对洗砂废水进行泥水分离，泥浆压滤成泥饼排出，清水回流至清水中转池，从而实现细砂回收增效、固废干排处理及水资源的回收再利用。

机制砂加工系统的生产过程离不开水，砂石的冲洗、降尘等过程中需消耗大量的水，也由此产生了废水污染问题。随着机制砂产量、矿山规模化与规范化程度不断提升，环保政策执行力度加大，带来的大量洗砂废水的处置需求将成为压滤机的另一需求增量，进一步提高压滤机的市场空间。

3. 增长点二：扩品类+海外扩张打开行业天花板

3.1. 积极扩充品类满足各行业需求，打开下游市场空间

公司关注细分领域市场的变化，推出更多产业链上下游的设备，扩大产品种类，提高各产品在相应领域的市场占有率，带动其他设备的营收占比上升。根据砂石行业的发展需求，公司在 2020 年推出智能砂石废水零排放系统，产品具备处理量大、高效、运行成本低、只能无人值守的特点，在砂石市场的应用效果良好，帮助公司进一步稳定在砂石行业中的地位。

图 29：压滤机配套设备



资料来源：公司官网、天风证券研究所

公司主动推出新产品并扩大产品的应用范围，拓展新市场和新领域，促进公司业务规模的不断扩大。公司新研发的产品包括各类型低温滤饼干化机、搅拌机、输送机、自动加药机、浓缩机等产品。帮助公司在原有的化工、矿物及加工、食品、医药等行业的基础上，将公司产品进一步拓展到锂电池、颜料染料、盾构污泥、光伏硅片废水、食品添加剂、淀粉加工等行业，打开了更多下游市场空间。

表 6：公司原有业务与扩展后的业务范围

原有业务	
行业名称	具体应用
环保	城市污水污泥、自来水污泥、砂石废水污泥、工业废水污泥、河道湖泊污泥处置等
矿物及加工	洗煤、冶炼污水处理和金属矿产品尾矿干化处理等
化工	钛白粉、白炭黑、染料、颜料、氟化工、锂化工、镍钴化工等
新兴业务	
锂电	锂电池、锂矿、正极材料、电解液、PVDF 树脂、锂电池回收过程等
食品	淀粉糖、淀粉、酿酒、酱油、油脂、果汁果胶和食品添加剂等
医药	医药中间体、原料药等

资料来源：wind、天风证券研究所

公司发展过程中积累高质量产品服务口碑，帮助公司进行新产品的推广与销售。公司 2018 年在行业市占率达到 40%左右，优质的产品与售后服务让众多行业选择公司的产品，打造了景津压滤机的品牌力。在这样的客户基础上，凭借公司现有的销售渠道，公司的新产品有望被部分客户接受，实现新产品的快速扩张。

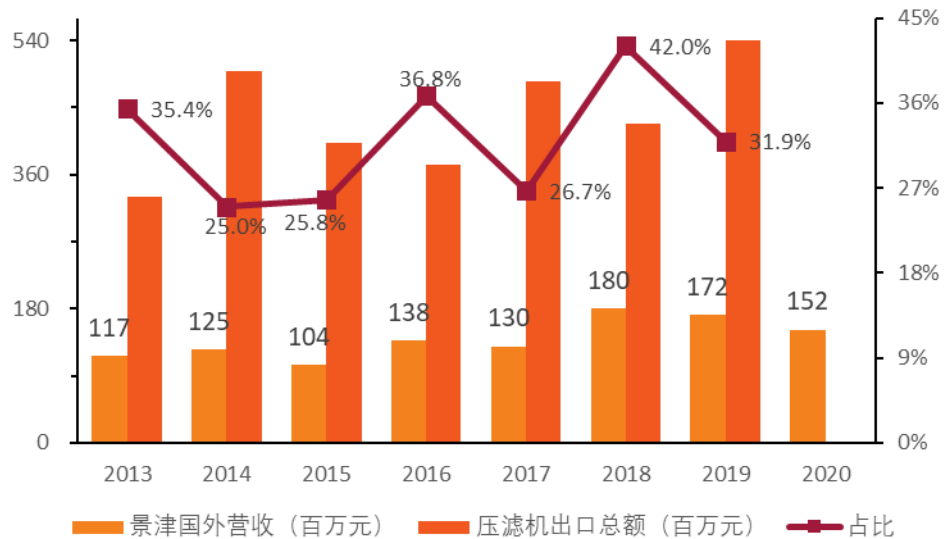
3.2. 产品过硬加持政策鼓励，海外市场开发有潜力

国内压滤机行业迅速发展，为打开海外市场打下基础。近年来国内压滤机制造技术获得突飞猛进的发展，国内生产的压滤机装备水平与国外的差距已经越来越小，在新一轮压滤机采购与压滤机改造过程中，越来越多的用户采用选择我国装备。

2009 年至 2017 年，我国国内压滤机出口金额由 2009 年的 1545 万美元增加至 2017 年的 7184 万美元，复合增长率达到 21.18%。国产压滤机以其较高的性价比，正在逐步赢得国际市场的青睐，国产压滤机及相关产品已出口至南美、北美、东南亚、中东、欧洲、非洲等地。推测未来随着我国压滤机技术不断提高以及设备配套、系统集成能力的提升，压滤机出口额不断提升。

在压滤机出口方面，景津环保 2020 年的海外收入为 1.5 亿元，近年有小幅增长的态势，出口海外的份额截至 2019 年持续保持波动状态，我们认为景津环保作为技术、工艺领先的行业龙头，在海外市场开拓方面具备更进一步的潜力。

图 30：公司海外收入情况

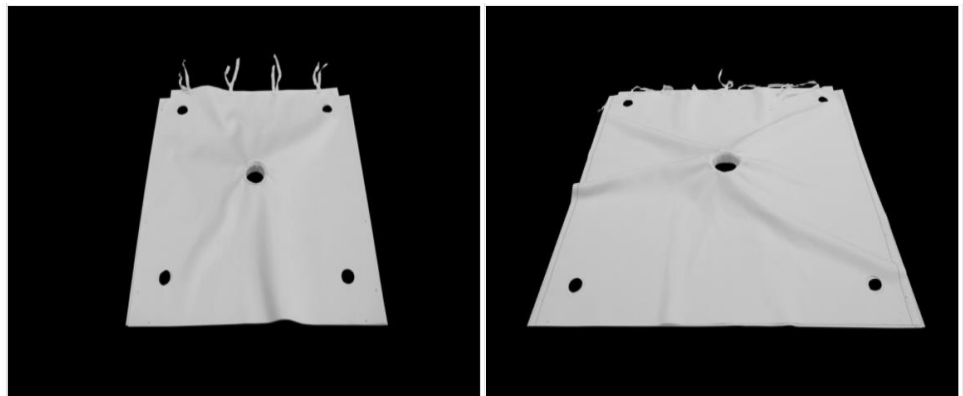


资料来源：wind、天风证券研究所

4. 增长点三：滤布产能有望投放，发力耗材市场

滤布是压滤机过滤中的重要耗材之一。压滤机的滤室由滤板和滤布组成，物料在滤室里通过挤压、过滤并形成滤饼，实现滤液和滤饼的分离。其中，滤布的材质、纺织方式和透气率等决定过滤效果和效率，是过滤分离设备的核心过滤元件，也是决定过滤分离效果的重要组成部分，对提升压滤机过滤性能及应用企业的发展具有重要推动作用，对提升改造市政污泥处理、工业污泥处理、疏浚污泥、自来水厂污泥处理效果至关重要。

图 31：压滤机滤布

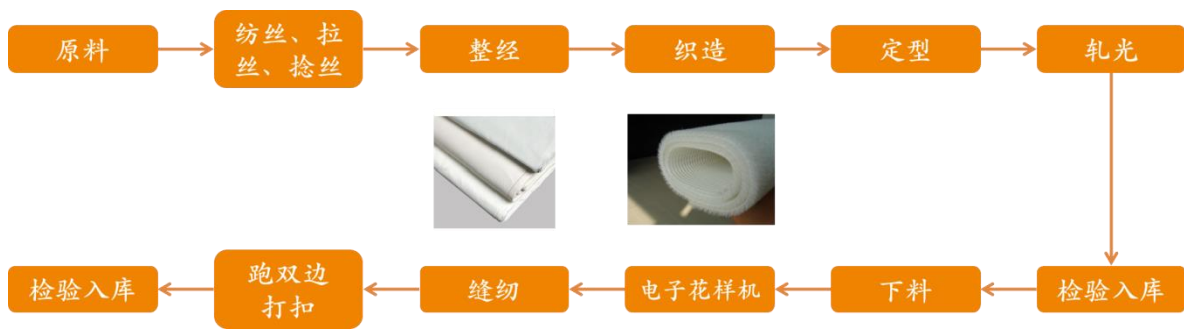


资料来源：公司官网、天风证券研究所

景津环保在滤布生产工艺中具有优势。公司拥有自动化拉丝生产线，可以根据不同客户的需求研发定制滤布产品，相比外购滤布的同行业企业更能满足客户的多样化需求；公司先进的织造生产线采用从德国引进的多尼尔剑杆织机，可以严格控制滤布织造时的温度、湿度环境等生产条件，提升滤布的质量和性能，生产出的滤布产品每平方米透气量均匀；公司为单丝及单复丝滤布配置了自主研发的滤布清洗装置，能够使滤饼长期自动脱落，解决了过滤中滤布使用的一大难题。此外，公司还进行了滤布生产工艺的多轮研发与革新，开发了镶嵌式滤布等新产品，优化了滤布性能。

总体来说，景津环保在滤布行业经验丰富，能够生产各种密度和不同孔型的滤布，产品过滤效果稳定，使用寿命较长。

图 32：公司滤布生产流程



资料来源：公司公告、天风证券研究所

表 7：公司自主研发滤布生产技术

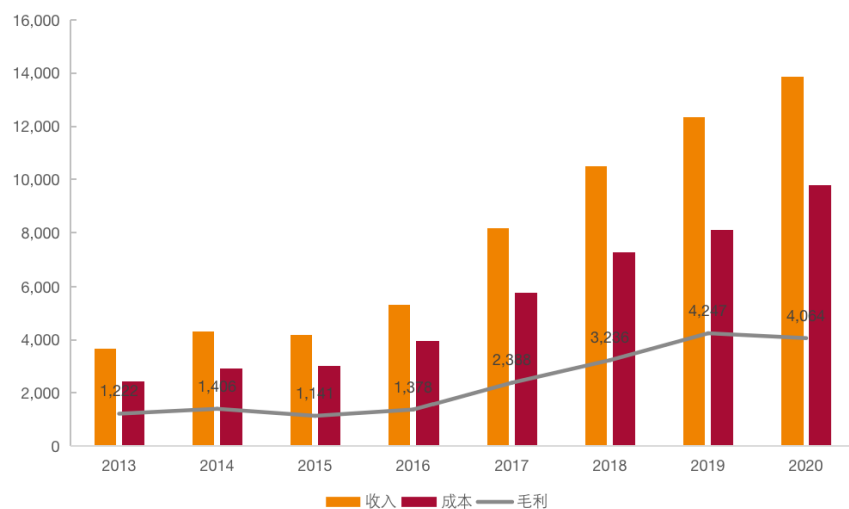
技术名称	技术概述
滤布加工技术	在恒温恒湿的织造环境下，经德国多尼尔剑杆织机将最细的丝线织成密度最高和不同孔形的滤布，织出的滤布每平方米透气量均匀，单丝及单复丝滤布能够使滤饼自动脱落。
压滤机滤布性能优化与提升	改进滤布原材料配方，提高滤布的耐高温性及耐酸性，改进后的滤布可以承受高达 100℃ 的过滤材料。后整理工艺新增高稳定性和轧光工艺，提高滤布的热稳定性，使滤布表面更加平滑，方便脱饼，提高过滤速度。
镶嵌式滤布	在滤板上设计出燕尾槽，与镶嵌式滤布匹配使用。镶嵌式滤布设计有弹性镶嵌条，长度与燕尾槽一致，可以优化滤布过滤性能，增强透水率和掉渣水平，适用于生活污水及洗煤行业的污水污泥处理。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

为满足不断增长的生产需求，公司逐步提高滤布生产线的生产能力。公司在 2015 年进行了生产线设备革新，2017 年具备生产滤布 155 万块的生产能力，2020 年实现营业收入 1.4 亿元，滤布产品业务收入比例也由 2013 年的 1.77% 提高至 2020 年的 4.16%。

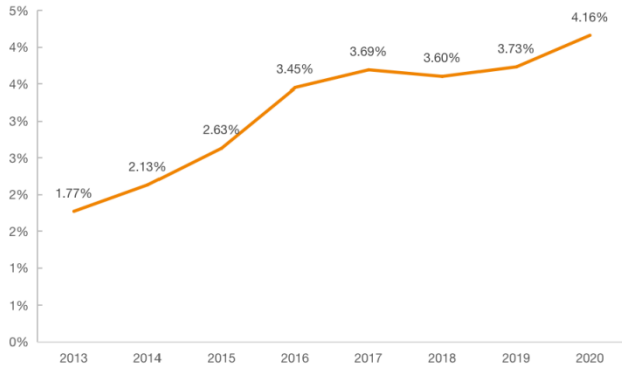
公司滤布产品毛利率整体呈提高趋势。2015 年度，由于公司首次采购进口织机，自行生产滤布材料以提高产品质量，滤布生产设备投产初期相关生产设备折旧费用增加，生产成本上升，滤布产品毛利率由 2014 年的 32.51% 下降至 2015 年的 27.35%；此后，公司滤布生产成本下降，公司扩大滤布销售规模，下调产品售价以抢占市场。

图 33：2013-2020 年公司滤布产品收入、成本及毛利（单位：万元）



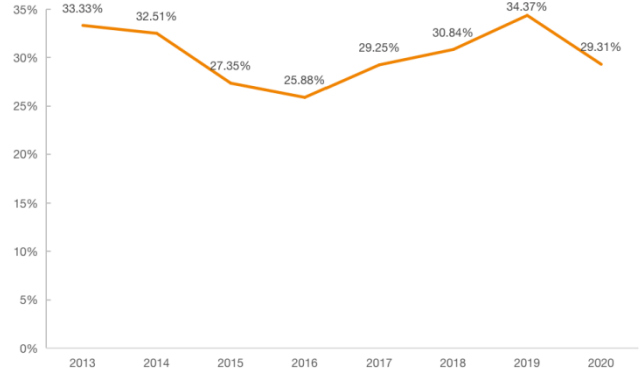
资料来源：wind、天风证券研究所

图 34：2013-2020 年公司滤布产品业务收入比例



资料来源：wind、天风证券研究所

图 35：2013-2020 年公司滤布产品毛利率



资料来源：wind、天风证券研究所

环保专用高性能过滤材料产业化项目有望带来业绩增量。2020 年 12 月，景津环保投资 4.2 亿元人民币启动“环保专用高性能过滤材料产业化项目”，项目的主要产品是滤布和无纺布，项目投产后将会进一步扩大公司在该产品的产能，预计达产后可收获年新增销售收入 2.54 亿元，年均净利润 6387.83 万元，项目具备很强的盈利能力。

5. 盈利预测及投资建议

目前公司业务主要分为压滤机整机、配套设备及配件和其他三大板块，我们认为公司明年压滤机整机和配套设备及配件业务有望迎来高速增长，其中滤布产品受到新设项目的影响，对增长的贡献较大，其他业务也将维持较快增长，相关假设如下：

1、压滤机整机：2019 年国产压滤机市场规模 69.3 亿元，公司市占率长期稳定在 40%左右。压滤机下游应用扩展后，锂电池行业和原有的砂石行业有望双轮驱动压滤机整机业务高速增长，预计 2021-2023 年压滤机收入为 34.00 亿元、43.07 亿元和 52.71 亿元，同比增长 29.50%、30.00%和 29.99%；

2、配套设备及配件：公司的过滤配套设备将单独销售或随压滤机整机销售。公司新投资的“环保专用高性能过滤材料产业化项目”主要产品是滤布和无纺布，预计达产后可收获年均新增销售收入 2.54 亿元，由此预计 2021 年收入增速可达 40%；年均净利润 6387.83 万元，具备很强的盈利能力。预计 2021-2023 年配套设备及配件收入为 8.69 亿元、11.74 亿元和 15.26 亿元，同比增长 34.98%、33.05%和 33.03%。

由于下游行业景气度提升，我们上调盈利预测评级，我们预计公司 2021-2023 年营业收入为 42.76、54.87 和 68.03 亿（原值为 41.20、48.82 和 57.51 亿），同比增长 28.43%、28.33%和 23.97%；2021-2023 年归母净利润为 6.20、8.30 和 10.60 亿元（原值为 6.01、7.13 和 8.63 亿），同比增长 20.37%、33.99%和 27.67%，EPS 为 1.50、2.02 和 2.57 元，对应 PE 为 20.46、15.27 和 11.96 倍。

我们选取先导智能、浙矿股份和赢合科技为可比公司，三家公司与景津环保具有相似的下游市场结构，先导智能和赢合科技是锂电池行业的引领者，浙矿股份主要下游是砂石产业，三家公司与景津环保的未来盈利大致同向发展。可比公司 2022 年 PE 平均水平为 33.94 倍，景津环保是压滤机行业龙头，公司压滤机整机和配套设备及配件业务产品竞争力强，未来有望实现高速增长，公司业绩增速高，我们给予公司 2022 年目标估值 PE 27 倍（即行业平均值的 80%），目标股价 54.5 元，维持“买入”评级。

表 8：业绩分拆预测

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
压滤机整机					
收入（亿元）	26.62	27.01	34	43.07	52.71
同比（%）	15.04%	1.47%	25.88%	26.68%	22.38%

成本 (亿)	17.85	18.81	23.97	30.15	36.9
毛利 (亿)	8.77	8.2	10.03	12.92	15.81
毛利率(%)	32.95%	30.36%	29.50%	30.00%	29.99%
配套设备及配件					
收入 (亿元)	6.41	6.2	8.69	11.74	15.26
同比 (%)	7.19%	-3.28%	40.16%	35.10%	29.98%
成本 (亿)	3.69	3.76	5.65	7.86	10.22
毛利 (亿)	2.72	2.44	3.04	3.88	5.04
毛利率(%)	42.43%	39.35%	34.98%	33.05%	33.03%
其他					
收入 (亿元)	0.07	0.08	0.08	0.08	0.08
同比 (%)	16.67%	14.29%	0.00%	0.00%	0.00%
成本 (亿)	0.06	0.07	0.07	0.07	0.07
毛利 (亿)	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
毛利率(%)	14.29%	12.50%	12.50%	12.50%	12.50%
合计					
收入 (亿元)	33.1	33.3	42.76	54.87	68.03
同比 (%)	13.44%	0.56%	28.43%	28.33%	23.97%
成本 (亿)	24.32	25.09	29.69	38.09	47.19
毛利 (亿)	11.5	10.65	13.08	16.81	20.86
毛利率(%)	34.74%	31.98%	30.59%	30.64%	30.66%

资料来源: Wind、天风证券研究所

表 9: 可比估值表

股票代码	公司名称	收盘价		EPS (元/股)			PE (倍)			
		2021/7/21	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
300450.SZ	先导智能	65.65	0.85	0.93	1.33	1.71	77.24	70.59	49.36	38.39
300837.SZ	浙矿股份	43.91	1.21	1.72	2.38	3.20	36.29	25.53	18.45	13.72
300457.SZ	赢合科技	27.20	0.29	0.53	0.80	1.11	93.79	51.32	34.00	24.50
	行业平均						69.11	49.15	33.94	25.54
603279.SH	景津环保	30.77	1.03	1.50	2.02	2.57	29.87	20.46	15.27	11.96

资料来源: Wind、天风证券研究所 注: eps 为 Wind 一致预期

6. 风险提示

新能源汽车销量不达预期的风险: 新能源政策及产业支持力度尚不确定, 充电桩数量可能不达预期, 新能源车销量的不确定性带来锂电池市场的不稳定, 该行业对于压滤机的需求存在下行风险;

砂石骨料市场下行的风险: 砂石生产线目前资源稀缺、开采受限, 下游房地产和基建需求存在不确定性, 导致砂石市场存在景气程度下降的风险;

海外市场销量低于预期的风险: 政府对于海外市场拓展的补贴可能收缩, 公司压滤机出口规模近年来存在波动, 海外尾矿干排压滤机需求存在波动, 公司压滤机海外销量可能下滑;

行业竞争加剧的风险: 目前国内压滤机生产企业较多, 同时随着环保力度加大, 会有更多有实力的公司加入到环保治理行业的竞争行列, 加剧市场竞争的激烈化程度, 可能导致公司市场份额下降;

投资项目收益不达预期的风险: 公司大力投资“环保专用高性能过滤材料产业化项目”的

收益受到滤布市场和技术研发的影响，盈利能力可能不达预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	1,228.93	1,624.58	2,530.66	1,157.36	3,323.53	营业收入	3,310.86	3,329.30	4,275.86	5,487.25	6,802.50
应收票据及应收账款	595.53	458.93	1,153.58	494.98	1,548.72	营业成本	2,160.21	2,264.07	2,968.19	3,807.43	4,717.55
预付账款	62.88	83.04	94.78	134.99	155.45	营业税金及附加	37.95	34.09	43.78	56.18	69.65
存货	1,464.31	1,603.89	2,043.70	2,825.43	3,019.07	营业费用	410.72	172.18	213.79	274.36	340.13
其他	251.33	241.20	184.24	249.30	247.23	管理费用	122.00	143.13	213.79	219.49	238.09
流动资产合计	3,602.97	4,011.64	6,006.96	4,862.06	8,294.01	研发费用	68.64	61.68	79.21	101.66	126.02
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(7.24)	(7.03)	(16.62)	(14.75)	(17.92)
固定资产	802.59	850.93	865.24	930.91	1,061.39	资产减值损失	(15.13)	(15.17)	(4.99)	(2.00)	(7.39)
在建工程	11.60	43.26	85.95	171.57	282.94	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	183.80	205.04	198.61	192.19	185.77	投资净收益	0.02	(1.17)	(1.17)	(1.17)	(1.17)
其他	76.24	136.06	89.33	100.54	108.53	其他	28.08	33.25	2.34	2.34	2.34
非流动资产合计	1,074.22	1,235.28	1,239.14	1,395.21	1,638.63	营业利润	505.59	644.28	777.53	1,043.71	1,335.21
资产总计	4,677.19	5,246.92	7,246.10	6,257.27	9,932.63	营业外收入	11.43	14.51	13.30	13.30	13.70
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	2.40	6.36	5.48	4.75	5.53
应付票据及应付账款	270.16	274.06	474.20	477.54	689.94	利润总额	514.62	652.43	785.34	1,052.26	1,343.38
其他	1,707.58	1,961.16	3,272.16	1,738.96	4,511.16	所得税	101.55	137.75	165.81	222.16	283.63
流动负债合计	1,977.74	2,235.21	3,746.36	2,216.50	5,201.11	净利润	413.08	514.68	619.53	830.10	1,059.75
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	413.08	514.68	619.53	830.10	1,059.75
其他	27.10	40.06	31.38	32.85	34.76	每股收益(元)	1.00	1.03	1.50	2.02	2.57
非流动负债合计	27.10	40.06	31.38	32.85	34.76						
负债合计	2,004.85	2,275.27	3,777.74	2,249.35	5,235.87	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	成长能力					
股本	400.04	411.95	411.95	411.95	411.95	营业收入	13.44%	0.56%	28.43%	28.33%	23.97%
资本公积	1,192.18	1,325.57	1,325.57	1,325.57	1,325.57	营业利润	52.75%	27.43%	20.68%	34.23%	27.93%
留存收益	2,245.67	2,653.71	3,056.41	3,595.97	4,284.81	归属于母公司净利润	68.96%	24.60%	20.37%	33.99%	27.67%
其他	(1,165.54)	(1,419.58)	(1,325.57)	(1,325.57)	(1,325.57)	获利能力					
股东权益合计	2,672.35	2,971.65	3,468.36	4,007.92	4,696.76	毛利率	34.75%	32.00%	30.58%	30.61%	30.65%
负债和股东权益总计	4,677.19	5,246.92	7,246.10	6,257.27	9,932.63	净利率	12.48%	15.46%	14.49%	15.13%	15.58%
						ROE	15.46%	17.32%	17.86%	20.71%	22.56%
						ROIC	28.31%	36.77%	49.57%	95.68%	37.79%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E	资产负债率	42.86%	43.36%	52.13%	35.95%	52.71%
净利润	413.08	514.68	619.53	830.10	1,059.75	净负债率	-45.99%	-54.67%	-72.96%	-28.88%	-70.76%
折旧摊销	95.72	99.12	49.42	55.14	64.57	流动比率	1.82	1.79	1.60	2.19	1.59
财务费用	(3.43)	(4.56)	(16.62)	(14.75)	(17.92)	速动比率	1.08	1.08	1.06	0.92	1.01
投资损失	(0.02)	0.00	1.17	1.17	1.17	营运能力					
营运资金变动	(194.24)	1,431.38	459.96	(1,768.00)	1,712.76	应收账款周转率	5.35	6.31	5.30	6.66	6.66
其它	132.79	(1,429.67)	0.00	0.00	0.00	存货周转率	2.45	2.17	2.34	2.25	2.33
经营活动现金流	443.89	610.94	1,113.45	(896.35)	2,820.32	总资产周转率	0.80	0.67	0.68	0.81	0.84
资本支出	94.17	187.41	108.67	198.54	298.09	每股指标(元)					
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益	1.00	1.03	1.50	2.02	2.57
其他	(402.11)	18.95	(209.84)	(399.70)	(599.25)	每股经营现金流	1.08	1.48	2.70	-2.18	6.85
投资活动现金流	(307.94)	206.35	(101.17)	(201.17)	(301.17)	每股净资产	6.49	7.21	8.42	9.73	11.40
债权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率					
股权融资	496.58	31.68	110.64	14.75	17.92	市盈率	30.69	29.87	20.46	15.27	11.96
其他	(234.69)	(155.58)	(216.84)	(290.53)	(370.91)	市净率	4.74	4.27	3.65	3.16	2.70
筹资活动现金流	261.89	(123.91)	(106.20)	(275.78)	(352.99)	EV/EBITDA	10.48	7.01	12.41	10.53	6.69
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	12.16	7.96	13.22	11.10	7.02
现金净增加额	397.84	693.39	906.09	(1,373.30)	2,166.17						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com