

产能释放驱动高增长，进军高端材料持续成长

投资要点

- **事件:** 公司发布2021年半年度业绩公告, 2021年上半年共实现营收844.2亿元, 同比增长67.9%; 归母净利润65.7亿元, 同比增长104.7%。
- **浙石化二期投产, 炼油产品快速放量。** 浙石化二期第一批常减压装置已于2020年11月投入运行, 为2021H1贡献业绩增量, 炼油产品上半年共实现收入274.1亿元, 同比增长105.3%。卓创数据显示国内汽油Q2均价达到7780.7元/吨, 同比+49.8%, 环比+15.9%; 柴油均价达到6280.6元/吨, 同比+18.8%, 环比+11.1%。高成品油价叠加疫情期间购入的大量低价原油库存, 带动公司2021H1炼油产品毛利率较去年同期的21.0%上行至30.7%。此外浙石化已获得2021年第一批成品油一般贸易出口配额200万吨, 随着世界经济运行恢复常态, 能源动力产品消费有望得到恢复, 为浙石化二期炼油产品打开销路。
- **化工品高景气, 未来尚有较大发展空间。** 在原油价格上行的带动下, 多种类化工品进入景气周期。2021上半年PX均价815.4美元/吨, 同比+34.6%; 纯苯6582.5元/吨, 同比+58.4%; 乙烯7661.9元/吨, 同比+39.4%。浙石化一期以及中金石化共有接近1600万吨化工品产能, 充分受益于化工品价格上涨, 上半年化工品实现收入322.9亿元, 同比+75.2%, 毛利率大幅上涨10.5个百分点至39.2%。浙石化二期乙烯、乙二醇装置已分别于4月、6月试车成功, 余下尚有聚丙烯、PC、光伏料EVA等装置待投放, 浙石化二期完全投产后, 公司将拥有接近2600万吨的化工品产能, 发展空间巨大。
- **涤纶长丝利润修复, 薄膜盈利高位维持。** 进入2021年, 涤纶长丝行业景气度迎来反转, 公司长丝产品毛利率得到修复, 上半年POY、FDY、DTY毛利分别为9.0%、11.9%、14.4%, 较2020年提升9.6、9.6、12.3个百分点。薄膜产品毛利率为31.8%, 较去年同期30.7%提升1.1个百分点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2021-2023年EPS分别为1.47元、1.73元、1.99元, 归母净利润将保持40.3%的复合增长率。鉴于浙石化投产后给公司带来的较大优势, 给予公司2021年17倍估值, 对应目标价25.0元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示:** 原油价格大幅波动、在建项目投产不及预期、宏观经济恢复不及预期等。

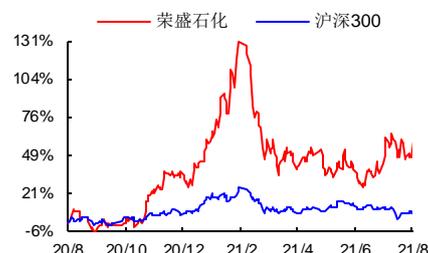
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	107264.99	175429.17	226486.96	250778.76
增长率	30.02%	63.55%	29.10%	10.73%
归属母公司净利润(百万元)	7308.59	14914.62	17512.89	20171.72
增长率	231.17%	104.07%	17.42%	15.18%
每股收益EPS(元)	0.72	1.47	1.73	1.99
净资产收益率ROE	19.14%	28.80%	26.36%	24.21%
PE	26	13	11	9
PB	2.69	1.98	1.55	1.23

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)	101.26
流通A股(亿股)	94.98
52周内股价区间(元)	15.95-44.1
总市值(亿元)	2,024.09
总资产(亿元)	2,814.01
每股净资产(元)	4.20

相关研究

目 录

1 公司概况：全产业链布局，浙石化成为业绩引爆点	1
1.1 一滴油到世间万物.....	1
1.2 股权结构清晰，多板块精细化管理.....	3
1.3 浙石化投产，成长性充分激活.....	3
1.4 化工产品高景气度叠加浙石化二期投产带来亮眼表现.....	4
2 盈利预测与估值	6
2.1 盈利预测.....	6
2.2 相对估值.....	7
3 风险提示	8

图 目 录

图 1：公司产业链	1
图 2：公司股权结构	3
图 3：公司部分生产基地图示	4
图 4：2016-2021H1 营业收入增长情况	5
图 5：2016-2021H1 归母净利润增长情况	5
图 6：2016-2021H1 主要产品收入	5
图 7：主营收入构成	5
图 8：主要产品毛利率变动	6
图 9：2018-2021H1 期间费用率	6

表 目 录

表 1：公司主要产品产能	2
表 2：分业务收入及毛利率	7
表 3：可比公司估值（8 月 13 日股价）	8
附表：财务预测与估值	9

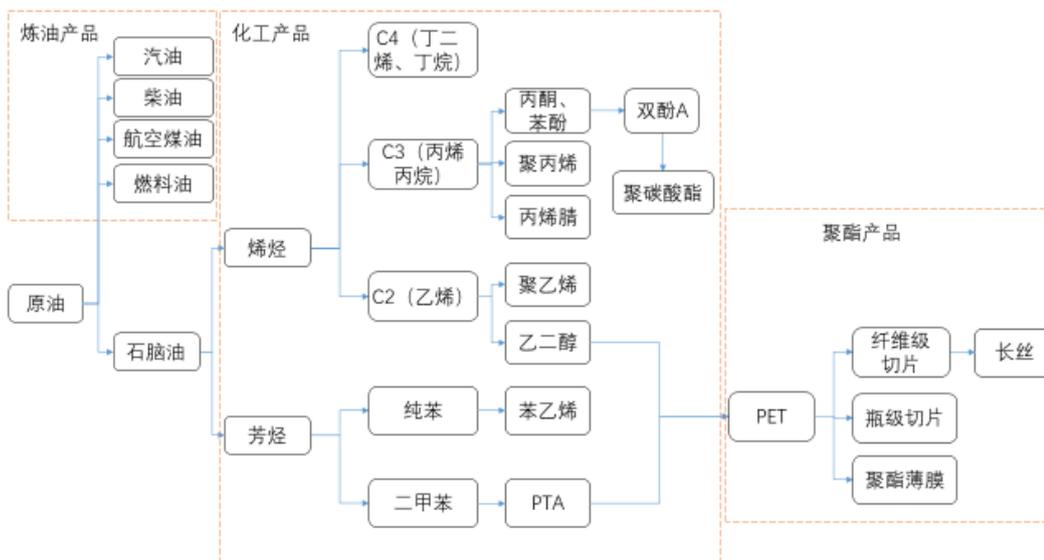
1 公司概况：全产业链布局，浙石化成为业绩引爆点

1.1 一滴油到世间万物

荣盛石化是国内规模领先的大炼化龙头，自 1998 年起涉足切片纺涤纶长丝生产，2002 年引入熔体直纺技术，生产工艺大幅改善；2005 年开始进入聚酯原材料 PTA 的生产，2015 年进一步向产业链上游布局，以中金石化为主体进行芳烃生产；近年来大力推进浙石化项目，正式进入原油炼化环节。

目前公司已经形成原油-芳烃、烯烃-PTA-聚酯-长丝、瓶片、薄膜的完整炼化产业链：公司下游产品种类多样，如自身原有的聚酯产品，可运用于纺织服装、塑料器皿、薄膜材料；化工产品聚碳酸酯下游可运用于工程塑料；丁二烯可用于下游多种橡胶的生产；丙烯可用于下游食品包装材料、保温材料等。公司下游产品覆盖了衣食住行等方方面面，实现了从一滴油到世间万物的重要环节。

图 1：公司产业链



数据来源：公司官网，西南证券整理

目前公司主要经营炼油产品、化工产品、聚酯产品等三个板块，浙石化一期 2019-05 投产后新增化工产品，浙石化二期首批常减压装置已于 2020-11 投入运行，未来化工品产能将进一步增加。由于产品结构变化，产品统计口径发生变化，原本芳烃产品归类到化工品统计口径下。

炼油产品主要以浙石化为主体，生产国 VI 汽油、国 VI 柴油、航空煤油等产品，主要作为成品油对外销售，浙石化二期投产后将形成超过 1600 万吨的成品油产能，此外中金石化也有部分化工轻油产能。

化工产品以中金石化、浙石化为主体，主要进行石脑油、渣油到各类芳烃、烯烃的生产，同时依托浙石化的大型炼化一体化装置进入聚乙烯、聚丙烯、聚碳酸酯（PC）、苯乙烯等化工品的生产，浙石化二期达产后公司将拥有超过 2500 万吨化工品产能。PTA 收入、产销量

及产能单独列示，PTA 主要依托与恒逸石化合资建设的逸盛大化、浙江逸盛、海南逸盛、逸盛新材等企业生产，目前参控股企业共拥有 1600 万吨 PTA 产能，逸盛新材有在建产能 300 万吨待投产。

聚酯方面，主要通过盛元化纤、聚兴化纤进行涤纶长丝生产；依托海南逸盛、逸盛大化的 PTA 原材料优势进行瓶级切片、纤维级切片生产；以永盛科技为主体进行聚酯薄膜生产。公司目前共拥有各类聚酯产能 450 万吨，逸盛大化 100 万吨聚酯切片项目预计将于 2021 年内投产，永盛科技继续加码高利润的薄膜产品，25 万吨薄膜扩建项目已于 2021-01 环评报批。随着聚酯行业景气度提升，该板块预计将为公司贡献更大利润。

表 1：公司主要产品产能

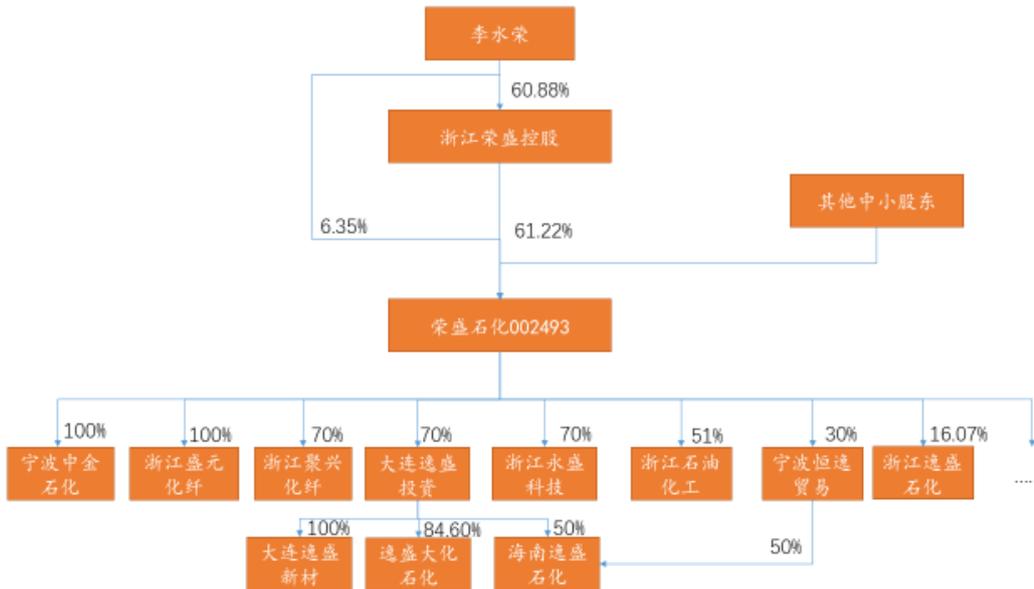
产品种类	生产主体	产品	产能	权益占比(%)	备注
炼油产品	浙石化	国 VI 汽油	757.27	51	其中浙石化二期 378.42 万吨
		航煤	574.87	51	其中浙石化二期 290.46 万吨
		国 VI 柴油	327.81	51	其中浙石化二期 155 万吨
	中金石化	化工轻油	100	100	C5、C6、轻石脑油、抽余油
化工产品	浙石化	苯	256	51	其中浙石化二期 129 万吨
	中金石化		40	100	-
	浙石化	对二甲苯	800	51	其中浙石化二期 400 万吨
	中金石化		160	100	-
	浙江逸盛	PIA	30	30	-
	浙石化	苯乙烯	180	51	其中浙石化二期 60 万吨
	浙石化	乙烯	280	51	其中浙石化二期 140 万吨；部分作为化工原料自用
	浙石化	乙二醇	160	51	其中浙石化二期约 80 万吨
	浙石化	聚乙烯	115	51	其中浙石化二期 40 万吨
	浙石化	EVA	30	51	其中浙石化二期 30 万吨
	浙石化	丙烯	240	51	部分作为化工原料自用
	浙石化	聚丙烯	180	51	其中浙石化二期 90 万吨
	浙石化	丙烯腈	26	51	浙石化二期工程产品结构优化丙烯腈联合装置新增 26 万吨规划，2021-01 获工程规划许可
	浙石化	聚碳酸酯	52	51	其中浙石化二期 26 万吨
	浙石化	丁二烯	40	51	其中浙石化二期 20 万吨
PTA	逸盛大化	PTA	600	59.2	-
	浙江逸盛	PTA	500	30	-
	海南逸盛	PTA	200	50	-
	逸盛新材	PTA	300	51	在建 300 万吨
聚酯	盛元化纤+萧山本部	涤纶长丝	130	100	-
	聚兴化纤		20	70	-
	海南逸盛	聚酯瓶片	200	50	-
	逸盛大化		70	59.2	-
	永盛科技	聚酯薄膜	20	70	25 万吨扩建项目 2021-01 环评报批
	逸盛大化	聚酯切片	-	59.2	100 万吨预计 2021 投产

数据来源：公司年报，卓创资讯，各项目环评，西南证券整理。注：股权数据取自公司 2020 年报

1.2 股权结构清晰，多板块精细化管理

股权结构方面：公司的实际控制人是李水荣，其通过荣盛控股直接或间接持有上市主体共 43.6% 的股权。公司旗下控股 10 家一级子公司，参股 4 家企业，形成多个业务集团精细化管理各个业务板块，中金石化和浙石化负责炼油及化工品板块，参控股的逸盛大化、浙江逸盛、海南逸盛负责 PTA 板块，盛元化纤、永盛科技等负责聚酯板块。

图 2：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

1.3 浙石化投产，成长性充分激活

浙石化项目 2017 年开工建设，一期 2000 万吨炼油、400 万吨对二甲苯、140 万吨乙烯及下游化工品装置于 2019 年年中投产，并在 2020 年陆续达到满产状态。同等规模的二期项目已于 2020 年 11 月将首批常减压装置投入运用，后续焦化、重整设备及下游化工品生产设备将陆续投入使用，预计将在 2021 年内达产。达产后公司将拥有超过 1600 万吨成品油产能和超过 2500 万吨的化工品产能，其中 PX 产能达到 800 万吨。

中金石化原本仅有 160 万吨 PX 产能，无法满足逸盛新材、浙江逸盛的 PTA 生产需求，同时中金石化产出的化工轻油无法得到有效利用，其炼化设备无法满足自身石脑油需求，仍需外购石脑油。浙石化生产基地位于舟山鱼山岛，距离中金石化、逸盛新材、浙江逸盛石化等生产基地较近，能够为后者提供石脑油、PX 等原材料，提高产业链协同能力。浙石化的建成将填补原有产业链的空白，提升公司原材料自给能力，并拓展业务范围，充分激活公司的成长性。

2020 年 10 月石化油服发布公告称其所属的石油工程建设公司成功中标我国首个产品海底管道项目——浙江石化 4000 万吨炼化一体化项目鱼山至中金产品海底管道施工工程。中金石化具有 100 万吨化工轻油的产能，其中大量的轻组分油适合作为浙石化乙烯丙烯等轻烃的生产原料；浙石化配套有大型的连续重整装置，副产大量氢气，可以供中金石化园区内企

业充分利用；逸盛新材与中金石化厂区仅一墙之隔，新增的 300 万吨 PTA 产能可以充分利用浙石化生产的 PX。浙石化管道建成后将有效建立起各个厂区之间的沟通渠道，充分利用各厂区的优势资源，提升资源利用效率。

此外公司已获得 2021 年第一批成品油出口配额，浙江石油化工有限公司成品油一般贸易出口配额 200 万吨，低硫船用燃料油出口配额 39 万吨，成为国内唯一拥有成品油出口配额的民营企业。在汽车能源消费结构向新能源转移的大背景下，成品油出口配额的获取将能够有效拓宽浙石化成品油的销路，进一步释放业绩。

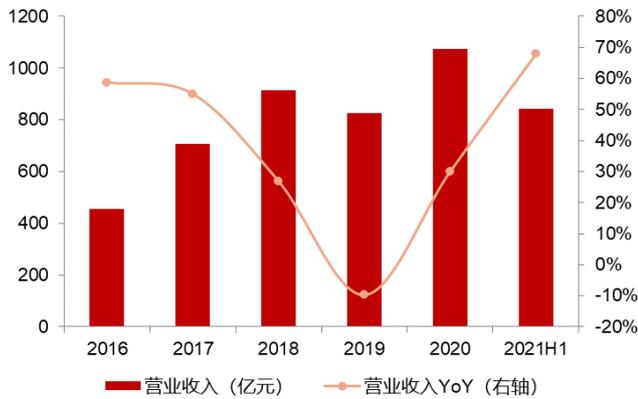
图 3：公司部分生产基地图示



数据来源：百度地图，西南证券整理

1.4 化工产品高景气度叠加浙石化二期投产带来亮眼表现

一体化产业链不断完善，2021H1 业绩突飞猛进：2016-2020 年间，公司营业收入 CAGR 达到 23.9%，归母净利润 CAGR 为 39.7%，利润增长超过收入。受益于原油价格低位，炼油产品加工价差放大，同时叠加浙石化一期产能释放，2020 年公司业绩逆势上扬，营收达到 1072.7 亿元，同比增长 30%。进入 2021 年，在原油价格不断走高的支撑下，多种类化工品大幅涨价，公司业绩增长创下历史最好记录，营业收入达 345.8 亿元，同比增长 64.3%。实现归母净利润 26.2 亿元，同比增长高达 113.9%。二季度化工品高景气度持续，**第二季度业绩增长延续涨势，2021H1 实现营收 844.2 亿元，同比增长 67.9%，实现归母净利润 65.7 亿元，同比增长 104.7%。**

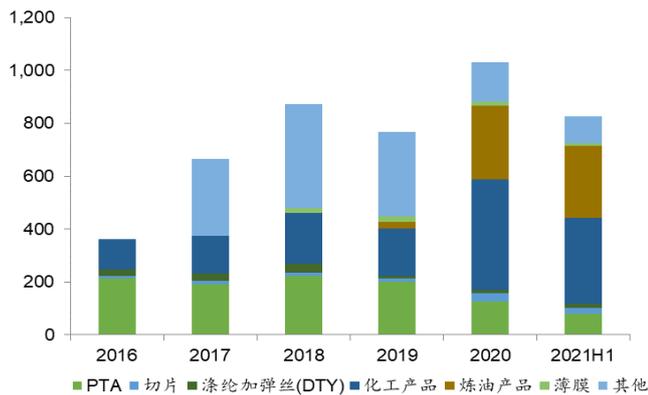
图 4：2016-2021H1 营业收入增长情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

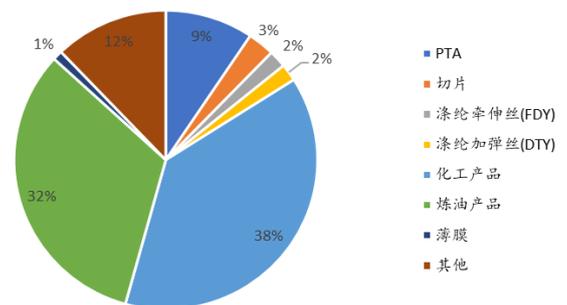
图 5：2016-2021H1 归母净利润增长情况


数据来源：Wind, 西南证券整理

石化产品种类逐渐丰富，子公司二期项目逐渐投产加强盈利能力：公司主要产品包括精对苯二甲酸（PTA）、聚酯纤维（PET，含瓶片、薄膜）、涤纶长丝（POY、FDY、DTY）等石化、化纤相关产品。2020 年公司营收占比最高的化工品业务共实现营业收入 418.1 亿元，同比增长 133.9%，营收占比达到 39%，成为公司营收的第一大来源。传统聚酯化纤产品业务由于受疫情冲击，消费端受影响较大，仅实现收入 101.2 亿元，同比减少 1.5%，营收占比为 9.4%。受国内 PTA 行业产能大幅扩张影响，叠加疫情冲击，2020 年 PTA 价格大幅下行，PTA 产品业务实现收入仅 127.4 亿元，同比减少 36.4%，营收占比为 11.9%。2020 年 11 月浙石化 4000 万吨炼化一体化二期项目首批常减压装置投入运营，2021 年 4 月乙烯装置投料试车成功，6 月乙二醇装置投料试车成功，在 2021H1 已开始为公司业绩贡献增量，**2021H1 炼油产品收入 274.1 亿元，同比增长 105.3%，营收占比上行至 32.5%；化工品营收 322.9 亿元，同比增长 75.2%，营收占比小幅提升至 38.3%。**预计随着浙石化二期余下装置逐渐投产，化工品仍有继续增长的空间，将为公司创造更大利润。

图 6：2016-2021H1 主要产品收入


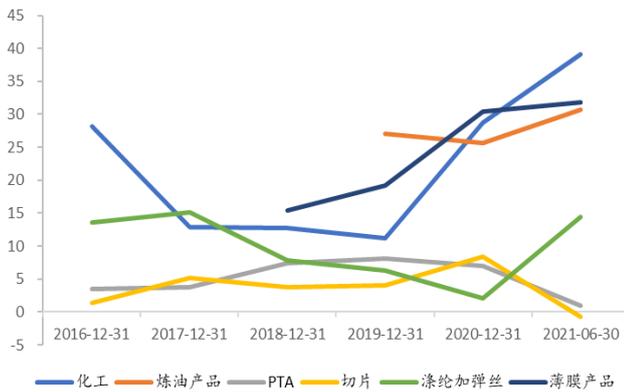
数据来源：Wind, 西南证券整理

图 7：主营收入构成


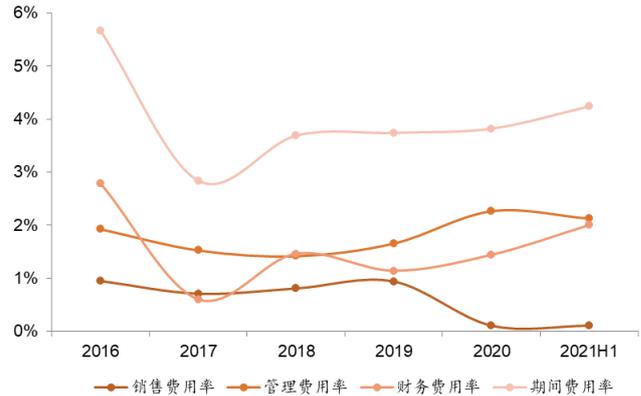
数据来源：公司公告, 西南证券整理

化纤产业链景气度上行贡献利润增长，销售毛利率达到历史高位：今年年初以来国际原油价格维持高位，经济活动恢复，带动成品油价格及化工品价格上涨，卓创数据显示国内汽油 Q2 均价达到 7780.7 元/吨，同比上行 49.8%，柴油均价达到 6280.6 元/吨，上行 18.8%，公司炼油产品毛利率较 2020 年上行 5 个百分点至 30.7%；2021 上半年 PX 均价 815.4 美元/吨，同比+34.6；纯苯 6582.5 元/吨，同比+58.4%；乙烯 7661.9 元/吨，同比+39.4%，带

动公司化工品毛利率上行 10.5 个百分点至 39.2%，带动公司经营业绩增长。2021H1 公司销售毛利率达 25.7%，较 2020 年增长 6 个百分点；公司销售净利率达 14.3%，与 2020 年相比上行 1.9 个百分点，盈利水平持续增强。期间费用方面，公司持续改善经营环境，近五年“三费”占营业收入比例保持在 5% 以下。2018-2021H1 年公司期间费用占营业收入的比例分别为 3.6%、3.7%、3.8% 和 4.2%。

图 8：主要产品毛利率变动


数据来源：Wind, 西南证券整理

图 9：2018-2021H1 期间费用率


数据来源：Wind, 西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：炼油产品及化工品受益于疫情期间购入的低价原油库存及较高的产品价格，2021 年盈利能力高位维持，毛利率与 2021 半年报披露数据持平，炼油产品及化工品毛利率分别为 27.8% 和 39.2%。但随着未来原油价格上行，炼油产品及化工品价格回落，盈利能力将有所下降。

假设 2：浙石化二期逐步投产，2021 年分别新增炼油产品产能 820 万吨，化工品产能 1000 万吨。浙石化二期投产完毕后 2022-2023 年无其他新增炼油产品、化工产品产能。

假设 3：在市场 PTA 产能大幅扩产的情况下，公司 PTA 毛利率将有所下行。逸盛新材 600 万吨 PTA 项目预计 2021-2022 年分别投放 300、300 万吨产能，2023 年无新产能投放。

假设 4：在上游原材料大幅扩产，下游需求好转的背景下，聚酯产品盈利能力将高位维持。

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 2：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
化工产品	收入	41811.20	74819.53	107307.48	121596.58
	增速	133.89%	78.95%	43.42%	13.32%
	毛利率	28.69%	39.16%	32.60%	30.40%
炼油产品	收入	27673.7	53054.25	63688.99	69107.51
	增速	955.98%	91.71%	20.05%	8.51%
	毛利率	25.62%	27.78%	24.24%	26.94%
PTA	收入	12740.6	19345.40	25710.91	27717.37
	增速	-36.36%	51.84%	32.90%	7.80%
	毛利率	6.94%	2.12%	5.78%	7.62%
聚酯切片	收入	3160.8	4977.88	5796.46	7168.14
	增速	143.41%	57.49%	16.44%	23.66%
	毛利率	8.36%	1.44%	4.72%	5.46%
POY	收入	154.2	254.87	256.64	258.41
	增速	134.98%	65.26%	0.69%	0.69%
	毛利率	-0.65%	8.99%	8.42%	7.86%
FDY	收入	2760.0	3362.83	3520.35	3589.38
	增速	-27.71%	21.84%	4.68%	1.96%
	毛利率	2.31%	11.93%	11.35%	11.92%
DTY	收入	2386.3	2915.40	2983.20	3017.1
	增速	-20.97%	22.17%	2.33%	1.14%
	毛利率	2.11%	14.41%	15.25%	15.11%
薄膜产品	收入	1657.1	1777.99	2301.91	3403.25
	增速	-20.04%	7.30%	29.47%	47.84%
	毛利率	30.40%	31.79%	31.79%	32.94%
其他	收入	14921.04	14921.04	14921.04	14921.04
	增速	-52.95%	0.00%	0.00%	0.00%
	毛利率	1.95%	1.95%	1.95%	1.95%
合计	收入	107,265.00	175,429.19	226,486.97	250,778.78
	增速	30.02%	63.55%	29.10%	10.73%
	毛利率	86,122.42	129,211.10	172,412.99	190,372.92

数据来源：Wind, 西南证券

2.2 相对估值

我们选取产业链相似的大炼化主流公司，2020 年三家公司平均 PE 为 58.71 倍，2021 年平均 PE 为 23.28 倍。浙石化项目技术、规模处于全球领先地位，投产后将赋能各原有业务板块，同时公司布局高端先进材料已小有成效。考虑到短期内可比公司东方盛虹涨幅较大，估值偏高，我们给予公司 2021 年 17 倍 PE，目标价 25.0 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值 (8 月 13 日股价)

证券代码	可比公司	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
000703	恒逸石化	12.28	0.83	1.51	1.68	1.81	15.34	8.11	7.31	6.78
000301	东方盛虹	26.39	0.07	0.48	1.5	2.1	144.90	52.45	16.83	12.01
601233	桐昆股份	28.10	1.30	3.03	3.58	4.02	15.89	9.28	7.84	7.00
平均值							58.71	23.28	10.66	8.60

数据来源：Wind，西南证券整理。注：可比公司数据取自 wind 一致预期

3 风险提示

原油价格或大幅波动。浙石化二期投产进度或不如预期。海外疫情反复，或影响公司产品需求。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	107264.99	175429.17	226486.96	250778.76	净利润	13371.79	27287.77	32041.57	36906.17
营业成本	86122.42	129211.09	172412.98	190372.91	折旧与摊销	5336.88	15235.21	20717.54	21308.00
营业税金及附加	2465.59	4034.87	5209.20	5767.91	财务费用	1549.39	6184.78	6033.91	5260.38
销售费用	115.81	883.23	1007.84	1023.95	资产减值损失	-41.47	0.00	0.00	0.00
管理费用	472.91	3508.58	4529.74	5015.58	经营营运资本变动	3705.86	-24416.10	-2975.83	7355.74
财务费用	1549.39	6184.78	6033.91	5260.38	其他	-6415.68	-218.69	-289.60	-304.12
资产减值损失	-41.47	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	17506.77	24072.99	55527.60	70526.16
投资收益	1847.39	200.00	230.00	250.00	资本支出	-60378.59	-27204.00	-500.00	-600.00
公允价值变动损益	112.96	20.30	58.06	54.62	其他	4094.68	220.30	288.06	304.62
其他经营损益	0.00	1.70	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-56283.91	-26983.70	-211.94	-295.38
营业利润	16681.41	31828.62	37581.35	43642.65	短期借款	15649.30	26217.98	-39995.93	-31913.00
其他非经营损益	1.63	5.79	4.36	4.38	长期借款	4023.09	0.00	0.00	0.00
利润总额	16683.04	31834.41	37585.71	43647.03	股权融资	7960.48	0.00	0.00	0.00
所得税	3311.25	4546.64	5544.14	6740.86	支付股利	-754.93	-2482.20	-5206.20	-6037.68
净利润	13371.79	27287.77	32041.57	36906.17	其他	8699.37	-17428.24	-6028.91	-5255.38
少数股东损益	6063.20	12373.16	14528.68	16734.45	筹资活动现金流净额	35577.32	6307.54	-51231.03	-43206.06
归属母公司股东净利润	7308.59	14914.62	17512.89	20171.72	现金流量净额	-2981.70	3396.82	4084.62	27024.72
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	10637.51	14034.33	18118.96	45143.67	成长能力				
应收和预付款项	6652.99	11254.69	14567.45	16038.42	销售收入增长率	30.02%	63.55%	29.10%	10.73%
存货	23546.00	34209.01	48502.82	52270.26	营业利润增长率	431.49%	90.80%	18.07%	16.13%
其他流动资产	11213.55	18031.00	23241.56	25720.58	净利润增长率	352.26%	104.07%	17.42%	15.18%
长期股权投资	8003.78	8003.78	8003.78	8003.78	EBITDA 增长率	301.44%	125.94%	20.82%	9.14%
投资性房地产	7.86	7.86	7.86	7.86	获利能力				
固定资产和在建工程	173126.63	185732.68	166152.41	146081.68	毛利率	19.71%	26.35%	23.88%	24.09%
无形资产和开发支出	5807.33	5170.22	4533.11	3896.01	三费率	1.99%	6.03%	5.11%	4.51%
其他非流动资产	2519.26	2519.11	2518.95	2518.79	净利率	12.47%	15.55%	14.15%	14.72%
资产总计	241514.93	278962.69	285646.90	299681.06	ROE	19.14%	28.80%	26.36%	24.21%
短期借款	45690.95	71908.93	31913.00	0.00	ROA	5.54%	9.78%	11.22%	12.32%
应付和预收款项	42822.53	42517.73	61836.65	76693.80	ROIC	9.68%	16.25%	17.30%	21.18%
长期借款	62426.32	62426.32	62426.32	62426.32	EBITDA/销售收入	21.97%	30.35%	28.40%	28.00%
其他负债	20715.13	7376.60	7902.44	8123.97	营运能力				
负债合计	171654.92	184229.57	164078.40	147244.08	总资产周转率	0.51	0.67	0.80	0.86
股本	6750.35	10125.53	10125.53	10125.53	固定资产周转率	1.36	1.35	1.34	1.62
资本公积	14188.88	10813.70	10813.70	10813.70	应收账款周转率	63.12	77.66	63.79	61.58
留存收益	16094.65	28527.07	40833.76	54967.80	存货周转率	3.43	4.47	4.16	3.78
归属母公司股东权益	36966.34	49466.30	61772.99	75907.03	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	118.05%	—	—	—
少数股东权益	32893.66	45266.82	59795.50	76529.95	资本结构				
股东权益合计	69860.01	94733.12	121568.49	152436.98	资产负债率	71.07%	66.04%	57.44%	49.13%
负债和股东权益合计	241514.93	278962.69	285646.90	299681.06	带息债务/总负债	64.76%	74.57%	59.35%	44.46%
					流动比率	0.50	0.67	1.09	1.76
					速动比率	0.28	0.37	0.58	1.10
					股利支付率	10.33%	16.64%	29.73%	29.93%
					每股指标				
					每股收益	0.72	1.47	1.73	1.99
					每股净资产	6.90	9.36	12.01	15.05
					每股经营现金	1.73	2.38	5.48	6.97
					每股股利	0.07	0.25	0.51	0.60
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	23567.68	53248.62	64332.81	70211.03					
PE	25.71	12.60	10.73	9.32					
PB	2.69	1.98	1.55	1.23					
PS	1.75	1.07	0.83	0.75					
EV/EBITDA	9.95	5.80	4.11	2.93					
股息率	0.40%	1.32%	2.77%	3.21%					

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
	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	zfy@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
上海	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
	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
北京	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	15395317859	15395317859	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
广深	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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn