

## 双板块发力成长加速, Q3 业绩有望环比增长

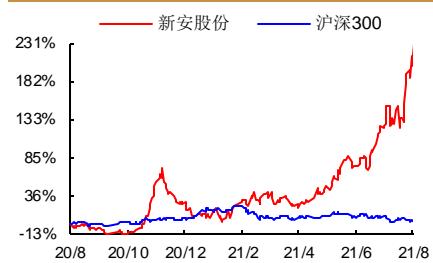
### 投资要点

- 事件:**公司发布2021年半年报,上半年实现营业收入84.6亿元,同比+34.4%,归母净利润8.4亿元,同比+922.3%,扣非净利润8.2亿元,同比+2136.1%;报告期内公司农药板块中原药、制剂营收分别为6.3亿、16.8亿,同比分别+17.3%、+46.2%;有机硅板块中环体硅氧烷、硅氧烷中间体、有机硅硅橡胶营收分别为10.7亿、8.5亿、9.0亿元,同比分别+78.3%、+98.2%、+66.8%。
- 农化产品板块多品种同步发展,草甘膦需求旺盛叠加供给端集中度提升将迎来景气长周期:**公司农化产品业务涵盖除草剂、杀菌剂、杀虫剂三大板块,除草剂业务以草甘膦原药及剂型产品为主导,草铵膦、敌草隆等为补充,宁夏新安6000吨草铵膦项目一期3000吨预计年底进入试生产;杀虫剂业务以甲维盐为代表,杀菌剂业务以多菌灵、百菌清为代表,另有以信息素、性诱导剂为代表的生物防控产品。公司现有草甘膦产能8万吨/年,年产量在8.5万吨左右,每年另外购1万多吨原药用于制剂生产,年销售量折合草甘膦原药近10万吨。我国草甘膦产能占到全球总产能的63.7%,2021年江山股份拟并购重组福华通达,且未来三年只有兴发集团5万吨产能投放,未来CR5将从目前的77.2%提升至85.4%;全球农作物价格上行拉动草甘膦需求,目前草甘膦价格为51500元/吨,已较年初28500元/吨上行80.7%,我们认为草甘膦价格景气有望持续至2022年,高价将进一步增厚公司农化产品板块利润。
- 公司硅产业链充分向下游延伸,积极探索中高端应用领域:**公司现有有机硅单体产能49万吨/年(折合硅氧烷产能约25万吨),其中约80%用于自用生产下游生胶、107胶等聚合物和混炼胶、液体胶、密封胶等终端产品,公司围绕单体合成,搭建从硅矿冶炼、硅粉加工、单体合成、下游制品加工的完整产业链,形成硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大系列产品且以子公司为载体,加快在医疗健康、电子新能源、光伏等高端下游领域的投入和布局。公司云南工业硅项目与特种有机硅新材料生产新基地稳步推进,赢创新安9000吨/年气相二氧化硅项目已于6月末进入试生产,为公司未来成长带来保障。
- 盈利预测与投资建议:**预计2021-2023年EPS分别为2.32元、2.37元、2.52元,对应PE分别为14X、13X、13X,首次覆盖给予“持有”评级。
- 风险提示:**原材料价格或大幅波动、项目建设或不及预期、下游需求或不及预期。

### 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)     | 8.18       |
| 流通A股(亿股)    | 7.35       |
| 52周内股价区间(元) | 8.48-31.85 |
| 总市值(亿元)     | 260.66     |
| 总资产(亿元)     | 140.70     |
| 每股净资产(元)    | 8.76       |

### 相关研究

| 指标/年度         | 2020A    | 2021E        | 2022E    | 2023E    |
|---------------|----------|--------------|----------|----------|
| 营业收入(百万元)     | 12516.41 | 16775.64     | 18127.20 | 19422.80 |
| 增长率           | 14.23%   | 34.03%       | 8.06%    | 7.15%    |
| 归属母公司净利润(百万元) | 584.78   | 1896.78      | 1941.42  | 2061.54  |
| 增长率           | 54.62%   | 224.36%      | 2.35%    | 6.19%    |
| 每股收益EPS(元)    | 0.71     | 2.32         | 2.37     | 2.52     |
| 净资产收益率ROE     | 8.94%    | 23.14% 9.82% |          | 17.91%   |
| PE            | 45       | 14           | 13       | 13       |
| PB            | 4.01     | 3.21         | 2.69     | 2.29     |

数据来源: Wind, 西南证券

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 目 录

|                           |   |
|---------------------------|---|
| 1 草甘膦有机硅双龙头，聚焦主业未来可期..... | 1 |
| 1.1 公司是草甘膦有机硅双龙头 .....    | 1 |
| 1.2 行业景气利好公司业绩释放 .....    | 2 |
| 2 盈利预测与估值.....            | 4 |
| 2.1 盈利预测.....             | 4 |
| 2.2 相对估值.....             | 5 |
| 3 风险提示 .....              | 5 |

## 图 目 录

|                       |   |
|-----------------------|---|
| 图 1: 公司股权结构（2021年半年报） | 1 |
| 图 2: 公司营业收入与同比增速      | 3 |
| 图 3: 公司归母净利润与同比增速     | 3 |
| 图 4: 分产品营收结构          | 3 |
| 图 5: 分产品毛利结构          | 3 |
| 图 6: 公司毛利率与净利率        | 4 |
| 图 7: 公司分产品毛利率         | 4 |
| 图 8: 公司期间费用率          | 4 |
| 图 9: 公司经营性现金流净额与净现比   | 4 |

## 表 目 录

|                |   |
|----------------|---|
| 表 1: 公司重大项目进展  | 2 |
| 表 2: 分业务收入及毛利率 | 5 |
| 表 3: 可比公司估值    | 5 |
| 附表: 财务预测与估值    | 6 |

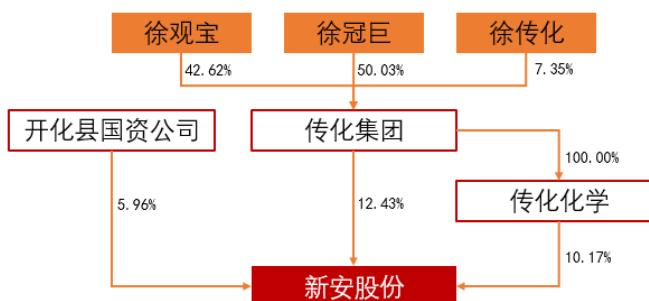
# 1 草甘膦有机硅双龙头，聚焦主业未来可期

## 1.1 公司是草甘膦有机硅双龙头

浙江新安化工集团股份有限公司是集硅基新材料和作物保护为一体的高新技术企业，是有机硅和草甘膦领域双龙头，产能规模分别居全国第二、第三。公司以技术创新为突破口，坚持发展循环经济，从草甘膦到有机硅产业链，实现了氯元素及有机硅产业内部资源的循环利用，在降低产品成本的同时也减少了环境污染，形成了显著的协同效应。

**股权结构：**公司控股股东是传化集团，直接持有公司 12.43%的股份，通过全资子公司传化化学间接持有公司 10.17%的股份，合计持有公司 22.60%的股份。传化集团是成立于 1986 年的多元化民营企业集团，主要业务领域覆盖化工、物流、农业等，其下属的传化化学是全国领先的纺织、塑料、造纸和日用化学品生产商。徐冠巨持有传化集团 50.03%的股权，为公司实际控制人。

图 1：公司股权结构 (2021 年半年报)



数据来源: Wind, 西南证券整理

**产能情况：**农化产品板块，公司形成了以草甘膦原药及剂型产品为主导，草铵膦、敌草隆等为补充的除草剂，甲维盐为代表的杀虫剂，多菌灵、百菌清为代表的杀菌剂，信息素、性诱导剂为代表的生物防控等多品种同步发展的产品群。公司现有草甘膦产能 8 万吨/年，年产量在 8.5 万吨左右，每年另外购 1 万多吨原药用于制剂生产，年销售量折合草甘膦原药近 10 万吨。

有机硅产品板块，公司围绕单体合成，搭建从硅矿冶炼、硅粉加工、单体合成、下游制品加工的完整产业链，形成硅橡胶、硅油、硅树脂、硅烷偶联剂四大系列产品。公司现有有机硅单体产能 49 万吨/年(折合硅氧烷产能约 25 万吨)，其中约 80% 用于自用生产下游生胶、107 胶等聚合物和混炼胶、液体胶、密封胶等终端产品。公司以控股子公司开化合成、新安天玉、浙江励德、杭州崇耀作为终端业务拓展载体，积极探索中高端应用领域，加快在医疗健康、电子新能源、光伏、动力电池和第三代半导体等高端化终端领域的投入和布局；公司的硅凝胶、蠕动泵耐动态疲劳固体胶等产品在部分尖端领域实现突破。

**产业链布局：**公司目前正朝着“2+X”的业务主航道，不断优化完善全产业链优势。上游布局方面，镇江江南化工 15 万吨/年有机硅单体项目 2020 年 11 月全面达产；云南年产 10 万吨工业硅已完成施工设计、安评、环评等前置工作，后续预计还将新增吨产能；开化合成特种有机硅新材料生产新基地稳步推进中，产品包括吨/年功能性硅烷与 3.3

万吨/年特种硅烷，待新基地建成后将启动老基地的搬迁。下游布局上，赢创新安 9000 吨/年气相二氧化硅项目已于 6 月末进入试生产；宁夏新安 6000 吨草铵膦项目一期 3000 吨预计年底进入试生产；公司加快磷系阻燃剂及阻燃新材料产业布局，在福建上杭建设新型材料产业园，一期拟投资 10 亿元布局建设新型阻燃新材料项目。

**表 1：公司重大项目进展**

| 产业链位置 | 项目主体      | 项目名称                        | 项目进度                        |
|-------|-----------|-----------------------------|-----------------------------|
| 产业链上游 | 镇江江南化工    | 30 万吨/年有机硅氯资源综合利用项目（二期）     | 2020 年 11 月达产               |
|       | 新安硅材料（盐津） | 年产 10 万吨工业硅项目               | 已完成前置工作                     |
|       | 盐津县新安矿业   | 金属硅矿石原料开采项目                 | 2021 年二季度进入采矿阶段             |
|       | 开化合成      | 年产 30 万吨特种有机硅新材料生产项目及整体搬迁项目 | 一、二期预计在 2023 年底前、2025 年底前投产 |
| 产业链下游 | 赢创新安      | 9000 吨/年气相二氧化硅项目            | 2021 年 6 月试生产               |
|       | 宁夏新安科技    | 年产 3000 吨草铵膦原药项目            | 预计 2021 年底试生产               |
|       | 福建新安科技    | 新型阻燃新材料项目                   | 预计 2023 年 5 月投产             |

数据来源：公司公告，西南证券整理

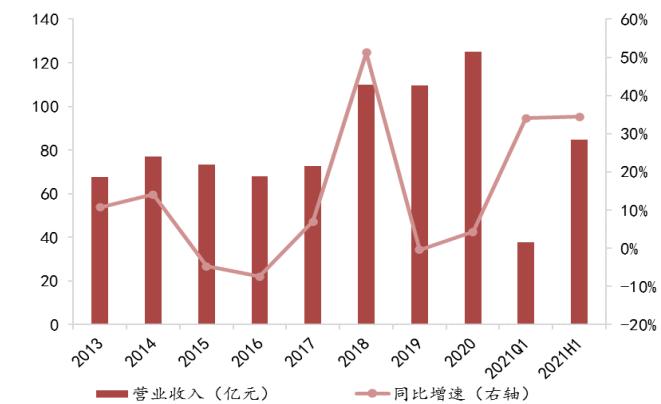
2020 年，公司定增 6.6 亿元向传化化学购买其持有的华洋化工 100% 股权。华洋化工长期专注于造纸化学品和塑料化学品行业，在造纸化学品领域具有较强的技术实力和纸业客户基础，通过并购，公司得以实现有机硅产品在造纸行业的业务延伸。此外，公司与华洋化工都把阻燃剂板块作为重点开拓目标，公司主要为阻燃剂厂商提供通用基础阻燃剂，而华洋化工阻燃剂产品主要用于 PVC 塑料领域，贴近终端市场，本次收购将利用华洋化工在阻燃剂产业链下游的优势，加快产品在终端应用的落地。

## 1.2 行业景气利好公司业绩释放

受草甘膦与有机硅行业景气度的双重影响，公司历史业绩波动明显，目前正处在新一轮业绩上升期：自 2013 年开始，草甘膦行业前期的高盈利吸引中小企业重新进入，产能趋于过剩，而同期有机硅行业也受到产能过剩和国外巨头冲击影响，两大主营产品价格跌入谷底，受此影响，公司营收在 2015、2016 年出现负增长，2015 年归母净利润亏损 2.7 亿元。

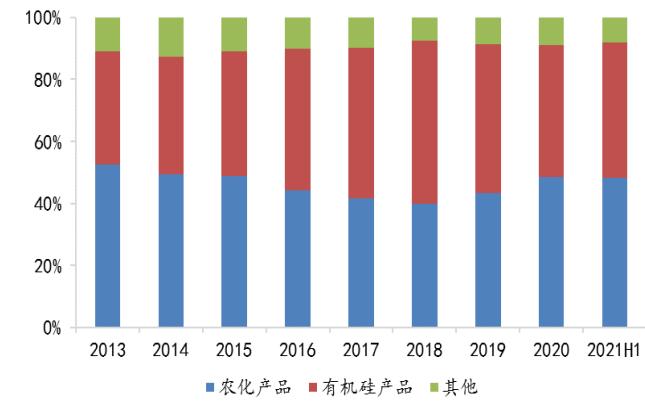
2017 年起，在供给侧改革和安全环保加压的背景下，有机硅行业落后产能逐步退出，行业集中度改善，产品价格逐步回暖，公司业绩也触底回升，归母净利润大幅增长 586.9% 至 5.3 亿元。2018 年，草甘膦、有机硅行业双景气，公司实现归母净利润 12.3 亿元，同比增长 131.5%。

2020 年三季度以来，公司草甘膦与有机硅产品价格持续上涨，公司 2021 年一季度实现营收 37.8 亿元，同比增长 34.0%，实现归母净利润 2.8 亿元，同比增长 1323.4%；上半年实现营业收入 84.6 亿元，同比+34.4%，归母净利润 8.4 亿元，同比+922.3%，扣非净利润 8.2 亿元，同比+2136.1%

**图 2：公司营业收入与同比增速**


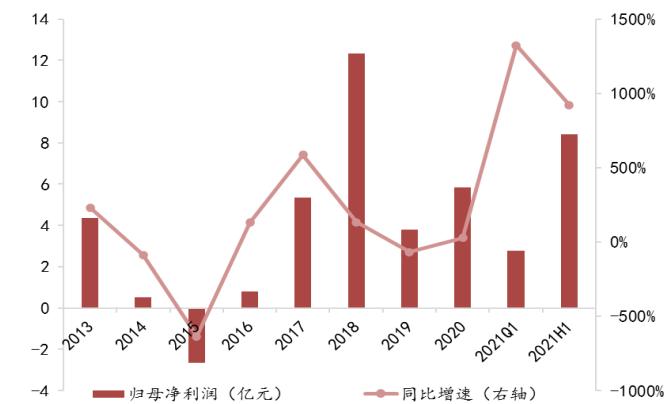
数据来源：公司公告，西南证券整理

公司农化与有机硅板块营收规模相近，2020 年分别占总营收的 48.6% 与 42.4%，2015 年以来，有机硅产品的毛利占比反超农化产品，是公司盈利的主要来源，1H21 农化与有机硅毛利分别为 5.9 亿元与 9.8 亿元，所占比例为 36.2%、59.7%。

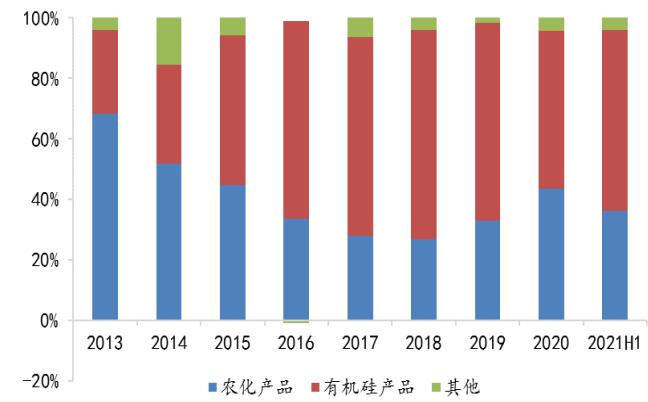
**图 4：分产品营收结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

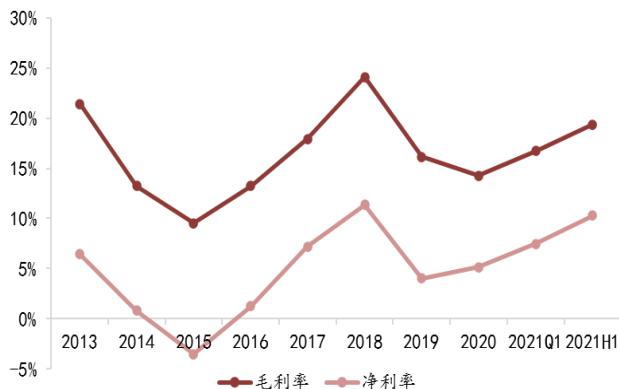
公司毛利率、净利率在 2015 年触底后逐步回升，在 2018 年达到顶点，分别为 24.1%、11.4%，2021 年上半年，毛利率与净利率在 Q1 的高基础上再次增长至 19.4% 与 10.3%。分产品来看，农化产品毛利率在 2013-2015 年降幅明显，2016-2021 年整体处在一个缓慢上行的通道中，2021 年 H1 为 14.5%；有机硅产品毛利率相较农化产品波动更为明显，在 2018 年的景气高点为 31.9%，2020 年则为 17.5%，2021 年上半年有机硅供给端仅有合盛硅业 40 万吨于二季度末投产，另有海外厂商开工不稳定，有机硅价格由年初的 21100 元/吨涨至 7 月初的 30600 元/吨，涨幅达 45%，故 1H21 有机硅板块毛利率达 26.4%，随着金九银十的旺季来临，价格进一步上涨将继续拉动 DMC 板块毛利率上升。

**图 3：公司归母净利润与同比增速**


数据来源：公司公告，西南证券整理

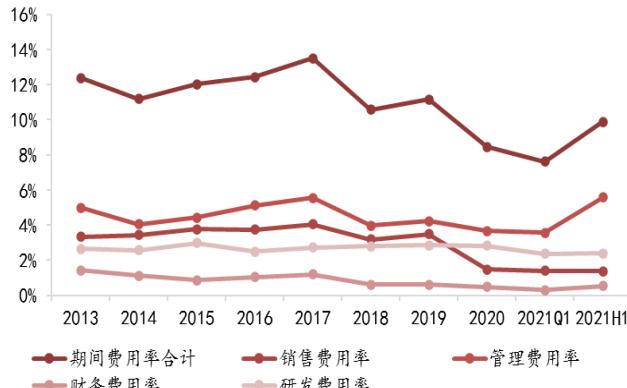
**图 5：分产品毛利结构**


数据来源：公司公告，西南证券整理

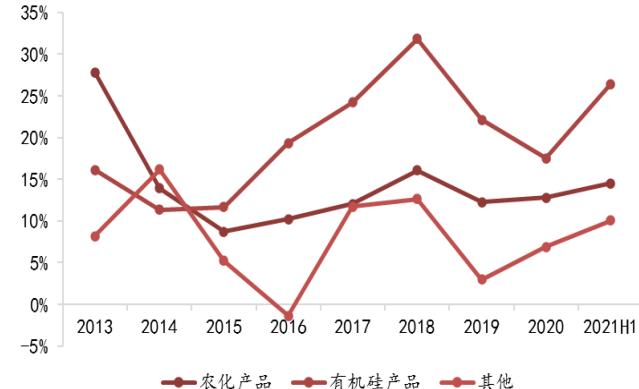
**图 6：公司毛利率与净利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

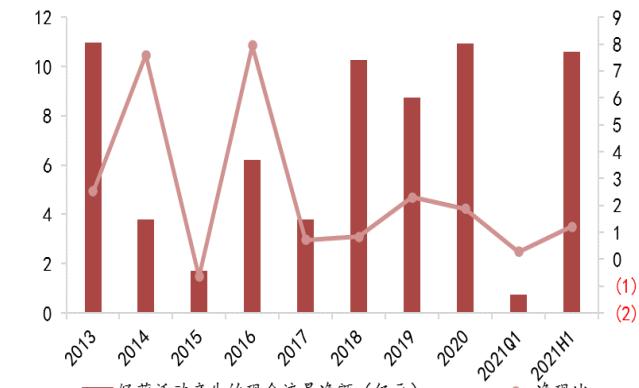
公司费用管控能力逐步增强，2017 年以来期间费用率整体呈现下降趋势，从 2017 年的 13.5% 已降至 2021 年 Q1 的 7.6%，1H21 期间费用率回升至 9.9%，主要原因是本期发生汇兑损失 1650 万元带动财务费用同比 +119.5%，研发投入增加带动研发费用同比 +45.5%。公司现金流持续充裕，近三年经营性现金流净额均在 8 亿元以上，1H21 公司经营性现金流净额为 10.6 亿元，较去年同期的 3.0 亿元大幅提升。

**图 8：公司期间费用率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 7：公司分产品毛利率**


数据来源：公司公告，西南证券整理

**图 8：公司期间费用率**
**图 9：公司经营性现金流净额与净现比**


数据来源：公司公告，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：公司自草甘膦原药产 8.5 万吨，外购草甘膦原药 1.5 万吨，合计销量 10 万吨。2021-2023 年草甘膦原药含税均价保持 4.1 万元/吨。

假设 2：有机硅业务产能利用率逐年提升，2021-2023 年有机硅销量（折 DMC）分别为 18、22、25 万吨。

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    |
|--------|-----|----------|----------|----------|----------|
| 农化产品   | 收入  | 6080.7   | 8151.5   | 8460.8   | 8801.1   |
|        | 增速  | 27.7%    | 34.1%    | 3.8%     | 4.0%     |
|        | 成本  | 5303.47  | 6625.27  | 6888.22  | 7177.47  |
|        | 毛利率 | 12.8%    | 18.7%    | 18.6%    | 18.4%    |
| 有机硅产品  | 收入  | 5304.7   | 7380.0   | 8360.0   | 9250.0   |
|        | 增速  | 1.1%     | 39.1%    | 13.3%    | 10.6%    |
|        | 成本  | 4375.06  | 5166.00  | 6019.20  | 6660.00  |
|        | 毛利率 | 17.5%    | 30.0%    | 28.0%    | 28.0%    |
| 其他     | 收入  | 1131.1   | 1244.2   | 1306.4   | 1371.7   |
|        | 增速  | 19.2%    | 10.0%    | 5.0%     | 5.0%     |
|        | 成本  | 1,052.58 | 1,150.71 | 1,230.59 | 1,279.10 |
|        | 毛利率 | 6.9%     | 7.5%     | 5.8%     | 6.8%     |
| 合计     | 收入  | 12516.4  | 16775.6  | 18127.2  | 19422.8  |
|        | 增速  | 14.2%    | 34.0%    | 8.1%     | 7.1%     |
|        | 成本  | 10731.1  | 12942.0  | 14138.0  | 15116.6  |
|        | 毛利率 | 14.3%    | 22.9%    | 22.0%    | 22.2%    |

数据来源: Wind, 西南证券

## 2.2 相对估值

我们选取有机硅行业与草甘膦行业中的三家公司，2020 年三家公司平均 PE 为 60 倍，2021 年平均 PE 为 19 倍。公司将充分延展产业链，并加快在医疗健康、电子新能源、光伏、动力电池和第三代半导体等高端化终端领域的投入和布局，首次覆盖给予“持有”评级。

**表 3：可比公司估值**

| 证券代码   | 可比公司 | 股价 (元) | EPS (元) |      |      |      | PE (倍) |     |     |     |
|--------|------|--------|---------|------|------|------|--------|-----|-----|-----|
|        |      |        | 20A     | 21E  | 22E  | 23E  | 20A    | 21E | 22E | 23E |
| 603599 | 广信股份 | 31.85  | 1.27    | 2.28 | 2.57 | 2.97 | 25     | 14  | 12  | 11  |
| 600141 | 兴发集团 | 30.43  | 0.56    | 1.94 | 2.16 | 2.48 | 54     | 16  | 14  | 12  |
| 300821 | 东岳硅材 | 23.4   | 0.23    | 0.89 | 1.25 | 1.51 | 102    | 26  | 19  | 15  |
| 平均值    |      |        |         |      |      |      | 60     | 19  | 15  | 13  |

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

原材料价格或大幅波动、项目建设或不及预期、下游需求或不及预期。

**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               | 12516.41        | 16775.64        | 18127.20        | 19422.80        | 净利润               | 646.74       | 2097.73      | 2147.10      | 2279.94      |
| 营业成本               | 10731.11        | 12941.98        | 14138.02        | 15116.56        | 折旧与摊销             | 448.03       | 475.75       | 475.75       | 475.75       |
| 营业税金及附加            | 45.96           | 67.52           | 71.92           | 134.02          | 财务费用              | 61.36        | 50.33        | 54.38        | 58.27        |
| 销售费用               | 183.46          | 218.08          | 235.65          | 252.50          | 资产减值损失            | -24.14       | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| 管理费用               | 460.00          | 1006.54         | 1087.63         | 1165.37         | 经营营运资本变动          | -39.60       | 551.20       | -9.22        | -33.58       |
| 财务费用               | 61.36           | 50.33           | 54.38           | 58.27           | 其他                | 0.93         | -56.27       | -78.54       | -57.18       |
| 资产减值损失             | -24.14          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 经营活动现金流量净额        | 1093.31      | 3118.73      | 2589.46      | 2723.19      |
| 投资收益               | 28.86           | 30.00           | 30.00           | 30.00           | 资本支出              | -435.18      | 20.00        | 0.00         | 0.00         |
| 公允价值变动损益           | 66.09           | 26.20           | 31.71           | 35.60           | 其他                | -422.58      | 58.65        | 61.71        | 65.60        |
| 其他经营损益             | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 投资活动现金流量净额        | -857.76      | 78.65        | 61.71        | 65.60        |
| <b>营业利润</b>        | <b>811.87</b>   | <b>2547.39</b>  | <b>2601.31</b>  | <b>2761.70</b>  | 短期借款              | -18.35       | -1018.50     | 0.00         | 0.00         |
| 其他非经营损益            | -40.08          | -79.47          | -75.31          | -79.41          | 长期借款              | -106.43      | 0.00         | 0.00         | 0.00         |
| <b>利润总额</b>        | <b>771.79</b>   | <b>2467.92</b>  | <b>2526.00</b>  | <b>2682.28</b>  | 股权融资              | 225.17       | -100.00      | 0.00         | 0.00         |
| 所得税                | 125.05          | 370.19          | 378.90          | 402.34          | 支付股利              | -140.98      | -116.96      | -379.36      | -388.28      |
| <b>净利润</b>         | <b>646.74</b>   | <b>2097.73</b>  | <b>2147.10</b>  | <b>2279.94</b>  | 其他                | -27.14       | -190.95      | -54.38       | -58.27       |
| 少数股东损益             | 61.95           | 200.95          | 205.68          | 218.40          | 筹资活动现金流量净额        | -67.73       | -1426.41     | -433.74      | -446.55      |
| 归属母公司股东净利润         | 584.78          | 1896.78         | 1941.42         | 2061.54         | <b>现金流量净额</b>     | 120.03       | 1770.97      | 2217.44      | 2342.25      |
| <b>资产负债表 (百万元)</b> | <b>2020A</b>    | <b>2021E</b>    | <b>2022E</b>    | <b>2023E</b>    |                   |              |              |              |              |
| 货币资金               | 1318.62         | 3089.59         | 5307.02         | 7649.27         | <b>财务分析指标</b>     | <b>2020A</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> | <b>2023E</b> |
| 应收和预付款项            | 1487.77         | 1793.42         | 1969.51         | 2126.66         | <b>成长能力</b>       |              |              |              |              |
| 存货                 | 1464.31         | 1769.96         | 1952.10         | 2078.92         | 销售收入增长率           | 14.23%       | 34.03%       | 8.06%        | 7.15%        |
| 其他流动资产             | 1588.66         | 527.07          | 547.03          | 566.16          | 营业利润增长率           | 45.49%       | 213.77%      | 2.12%        | 6.17%        |
| 长期股权投资             | 305.81          | 305.81          | 305.81          | 305.81          | 净利润增长率            | 46.94%       | 224.36%      | 2.35%        | 6.19%        |
| 投资性房地产             | 93.11           | 93.11           | 93.11           | 93.11           | EBITDA 增长率        | 26.23%       | 132.62%      | 1.89%        | 5.25%        |
| 固定资产和在建工程          | 5296.37         | 4921.15         | 4545.93         | 4170.71         | <b>获利能力</b>       |              |              |              |              |
| 无形资产和开发支出          | 699.90          | 581.23          | 482.56          | 383.89          | 毛利率               | 14.26%       | 22.85%       | 22.01%       | 22.17%       |
| 其他非流动资产            | 202.34          | 200.48          | 198.62          | 196.77          | 三费率               | 5.63%        | 7.60%        | 7.60%        | 7.60%        |
| <b>资产总计</b>        | <b>12456.88</b> | <b>13281.82</b> | <b>15401.70</b> | <b>17571.30</b> | 净利润率              | 5.17%        | 12.50%       | 11.84%       | 11.74%       |
| 短期借款               | 1018.50         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | ROE               | 8.94%        | 23.14%       | 19.82%       | 17.91%       |
| 应付和预收款项            | 2778.13         | 3146.32         | 3477.73         | 3738.73         | ROA               | 5.19%        | 15.79%       | 13.94%       | 12.98%       |
| 长期借款               | 765.83          | 765.83          | 765.83          | 765.83          | ROIC              | 9.35%        | 28.05%       | 30.49%       | 33.81%       |
| 其他负债               | 657.72          | 302.34          | 323.06          | 340.01          | EBITDA/销售收入       | 10.56%       | 18.32%       | 17.27%       | 16.97%       |
| <b>负债合计</b>        | <b>5220.18</b>  | <b>4214.49</b>  | <b>4566.62</b>  | <b>4844.57</b>  | <b>营运能力</b>       |              |              |              |              |
| 股本                 | 818.43          | 818.39          | 818.39          | 818.39          | 总资产周转率            | 1.07         | 1.30         | 1.26         | 1.18         |
| 资本公积               | 989.34          | 889.38          | 889.38          | 889.38          | 固定资产周转率           | 2.82         | 3.51         | 4.12         | 4.82         |
| 留存收益               | 4664.65         | 6444.47         | 8006.54         | 9679.79         | 应收账款周转率           | 14.75        | 15.01        | 14.23        | 13.96        |
| 归属母公司股东权益          | 6501.65         | 8131.33         | 9693.40         | 11366.65        | 存货周转率             | 7.31         | 7.91         | 7.55         | 7.48         |
| 少数股东权益             | 735.05          | 936.00          | 1141.68         | 1360.08         | 销售商品提供劳务收到现金/营业收入 | 60.89%       | —            | —            | —            |
| <b>股东权益合计</b>      | <b>7236.70</b>  | <b>9067.33</b>  | <b>10835.07</b> | <b>12726.73</b> | <b>资本结构</b>       |              |              |              |              |
| 负债和股东权益合计          | 12456.88        | 13281.82        | 15401.70        | 17571.30        | 资产负债率             | 41.91%       | 31.73%       | 29.65%       | 27.57%       |
| <b>业绩和估值指标</b>     | <b>2020A</b>    | <b>2021E</b>    | <b>2022E</b>    | <b>2023E</b>    | 带息债务/总负债          | 34.18%       | 18.17%       | 16.77%       | 15.81%       |
| EBITDA             | 1321.25         | 3073.46         | 3131.43         | 3295.71         | 流动比率              | 1.34         | 2.13         | 2.63         | 3.10         |
| PE                 | 44.57           | 13.74           | 13.43           | 12.64           | 速动比率              | 1.00         | 1.61         | 2.10         | 2.59         |
| PB                 | 4.01            | 3.21            | 2.69            | 2.29            | 股利支付率             | 24.11%       | 6.17%        | 19.54%       | 18.83%       |
| PS                 | 2.08            | 1.55            | 1.44            | 1.34            | <b>每股指标</b>       |              |              |              |              |
| EV/EBITDA          | 19.59           | 7.48            | 6.64            | 5.60            | 每股收益              | 0.71         | 2.32         | 2.37         | 2.52         |
| 股息率                | 0.54%           | 0.45%           | 1.46%           | 1.49%           | 每股净资产             | 7.94         | 9.94         | 11.84        | 13.89        |
|                    |                 |                 |                 |                 | 每股经营现金            | 1.34         | 3.81         | 3.16         | 3.33         |
|                    |                 |                 |                 |                 | 每股股利              | 0.17         | 0.14         | 0.46         | 0.47         |

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

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

### 行业评级

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 | 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    |
|    | 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     |
| 北京 | 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 |
|    | 彭博  | 销售经理    | 13391699339  | 13391699339 | pbyf@swsc.com.cn     |
|    | 陈含月 | 销售经理    | 13021201616  | 13021201616 | chhy@swsc.com.cn     |
|    | 王兴  | 销售经理    | 13167383522  | 13167383522 | wxing@swsc.com.cn    |
|    | 来趣儿 | 销售经理    | 15609289380  | 15609289380 | lqe@swsc.com.cn      |
| 广深 | 林芷豌 | 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      |
|    | 郑龑  | 销售经理    | 18825189744  | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |
|    | 杨新意 | 销售经理    | 17628609919  | 17628609919 | yyx@swsc.com.cn      |