



2021 年 11 月 5 日

佳先股份 (430489): β -二酮产品优质企业，扩产提升业绩

化工

当前股价: 17.16 元

审慎推荐(维持)

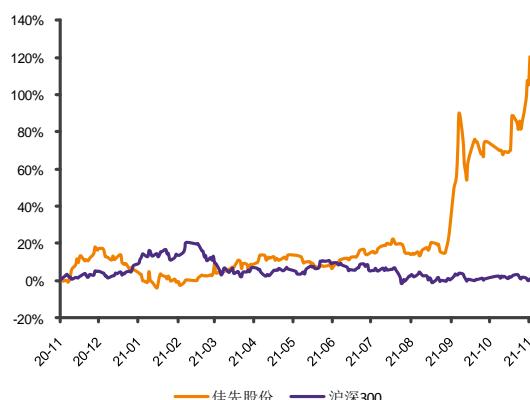
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	144	467	609	707
(+/-)	-7.6%	223.6%	30.4%	16.1%
营业利润	26	53	70	86
(+/-)	-37.3%	107.2%	30.2%	23.6%
归属母公司净利润	27	54	69	85
(+/-)	-23%	95.4%	28.8%	22.8%
EPS (元)	0.32	0.63	0.81	1.00
市盈率	53.2	27.2	21.1	17.2

公司基本情况 (最新)

总股本/已流通股 (万股)	8529/5300
流通市值 (亿元)	9.0
每股净资产 (元)	5.37
资产负债率 (%)	42.1

股价表现 (最近一年)



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师: 刘华峰

执业证书编号: S1050521060001

电话: 021-54967895

邮箱: liuhf@cfsc.com.cn

华鑫证券有限责任公司

地址: 上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编: 200030

电话: (86 21) 64339000

网址: <http://www.cfsc.com.cn>

● **PVC 辅助热稳定剂领先企业。**公司自成立以来,专注于二苯甲酰甲烷(DBM)、硬脂酰苯甲酰甲烷(SBM)的研发及生产,并主持制定主导产品二苯甲酰甲烷(DBM)和硬脂酰苯甲酰甲烷(SBM)的行业标准,是安徽省专精特新冠军企业。经过多年发展,公司在热稳定剂生产厂商中具有良好声誉,拥有一批市场需求大、实力雄厚、信誉良好、业务关系持续稳定的优质客户,包括德国百尔罗赫公司、美国开米森集团、三菱商事株式会社等大型跨国化工企业。

● **公司产品市场份额领先,技术优势较大。**凭借规模优势和成本竞争优势,公司与德国百尔罗赫公司等大型跨国精细化工企业保持长期合作关系。据公开消息,公司国内外市场占有率均位居国内前列,其中国内市场占有率为 40%左右,全球市场占有率为 30%以上。自 2016 年以来,公司研发支出每年保持稳定增长,研发支出率保持在 5%左右。

● **下游 PVC 需求保持稳定增长。**据中国氯碱工业协会数据,2015-2020 年中国聚氯乙烯 (PVC) 表观消费量从 1,614 万吨增长至 2,107 万吨,年均复合增速为 5.48%。据环球塑化网数据,PVC 钙锌稳定剂由于稳定成分和效果不同,通常添加比例在 2%-5%区间,作为塑料生产加工中的重要助剂,PVC 产量的增长有望带动稳定剂消费的增长。

● **盈利预测:**我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 4.67 亿元、6.09 亿元和 7.07 亿元,实现归属母公司所有者净利润分别为 0.54 亿元、0.69 亿元和 0.85 亿元。按照公司 17.16 元的股价测算,对应的市盈率分别为 27.2 倍、21.1 倍和 17.2 倍。公司是国内 PVC 辅助热稳定剂龙头企业,技术水平和市场份额行业领先,客户资源优质,在环保的推动下,公司产品替代和发展前景广阔。随着公司新建项目产能的释放,公司盈利有望重回增长,维持“审慎推荐”的投资评级。

● **风险提示:**下游 PVC 产品需求大幅下降、原材料价格上涨,产品毛利率下降、环保和安全生产的风险、市场系统性风险。

正文目录

一、 PVC 辅助热稳定剂领先企业.....	4
1.公司简介	4
2.公司股权结构.....	5
3.公司盈利重回高增长.....	6
二、 产品市场份额领先，技术优势较大.....	7
1.公司β 二酮产品市场份额领先.....	7
2.技术水平业内领先.....	8
3.公司产品更加环保，将逐步替代传统铅盐类稳定剂	8
三、 下游需求保持稳定增长	9
1.塑料助剂对 PVC 工业举足轻重	9
2.热稳定剂保持较快增长.....	10
3.PVC 消费量稳定增长，提高热稳定剂需求.....	11
四、 公司盈利预测与估值.....	12
五. 风险提示.....	13



图表目录

图表 1 公司主要产品情况一览	4
图表 2 PVC 产品无铅化是大势所趋	5
图表 3 公司股权结构图	5
图表 4 近五年公司营业收入及增速	6
图表 5 近五年公司归母净利润及增速	6
图表 6 公司产品毛利率趋于稳定	7
图表 7 公司净资产收益率企稳回升	7
图表 8 公司主要客户情况一览	7
图表 9 公司研发支出保持稳定增长	8
图表 10 国内热稳定剂的分类及优劣势	9
图表 11 各塑料助剂主要功能	9
图表 12 β 二酮化合物、热稳定剂、塑料助剂关系图	10
图表 13 硬脂酸类热稳定剂仍具较大发展空间	11
图表 14 2015-2020 年期间，我国 PVC 表观消费量年均复合增速为 5.48%	12
图表 15 公司营业收入假设	12
图表 16 公司 PE-Band	13
图表 17 公司 PB-Band	13
图表 18 公司盈利预测（百万元）	14

一、PVC 辅助热稳定剂领先企业

1.公司简介

佳先股份自成立以来，一直专注于二苯甲酰甲烷(DBM)、硬脂酰苯甲酰甲烷(SBM)的研发及生产，并主持制定主导产品二苯甲酰甲烷(DBM)和硬脂酰苯甲酰甲烷(SBM)的行业标准。目前，公司主导产品DBM产品通过欧盟REACH法规注册，为安徽省名牌产品、安徽省工业精品。经过多年发展，公司在热稳定剂生产厂商中具有良好声誉，拥有一批市场需求大、实力雄厚、信誉良好、业务关系持续稳定的优质客户，包括德国百尔罗赫公司、美国开米森集团、三菱商事株式会社等大型跨国化工企业。

公司是国内二苯甲酰甲烷最大的生产企业，二苯甲酰甲烷是新型环保 β 二酮产品，主要用于钙锌、钡锌类PVC稳定剂的辅助热稳定剂，具有优良的抑制初期着色性能，是目前使用量最大的 β 二酮产品。硬脂酰苯甲酰甲烷是食品级 β 二酮产品，是现有 β -二酮系列产品中唯一经美国FDA许可适用于与食品、药品接触的PVC材料。

图表 1 公司主要产品情况一览

产品	用途	主要上游原料	主要下游应用领域
二苯甲酰甲烷(DBM)	新型环保 β 二酮产品，具有优良的抑制初期着色性能，有效改善PVC制品加工过程中的“锌烧”现象。	苯甲酸、苯乙酮、甲醇钠	PVC环保热稳定剂，最终可应用于PVC软制品及硬制品，如PVC异型材、PVC管材管件、电线电缆、注塑制品、玩具等。
硬脂酰苯甲酰甲烷(SBM)	食品级 β 二酮产品，防止锌烧，解决PVC前期着色及提高耐候性。	硬脂酸、苯乙酮、甲醇钠	PVC环保热稳定剂，是现有 β 二酮系列产品中唯一经美国FDA许可适用于食品、药品接触的PVC材料。

资料来源：公司官网，华鑫证券研发部

塑料制品的无铅化、环保化早在20世纪80-90年代就已在欧美等发达国家开展，欧美日相继提出禁止使用铅盐、镉盐类稳定剂的要求。美国、日本、加拿大、南美等国家和地区都出台了法令，在PVC制品中禁用或限用铅、镉类产品。欧盟也通过欧洲稳定剂生产商协会(ESPA)订立了铅盐替代行动，在2015年前全部淘汰铅盐热稳定剂。我国早在2013年，中国塑料加工工业协会就已经开始加大力度推进铅盐热稳定剂替代工作，PVC产品无铅化进程稳步推进。

随着国外对环境保护的日益重视，对高效、环保型的PVC塑料制品需求量保持快速增长的态势，塑料助剂行业迎来新的发展契机，热稳定剂朝着环保、复合、高效的方向发展。当前，国内外铅盐类热稳定剂市场处于更新迭代时期，铅盐类热稳定剂的比例逐步减少，带动PVC环保稳定剂需求保持快速增长。未来，即便PVC对热稳定剂



需求的增长忽略不计，仅对无铅化的替代，环保型钙锌复合金属盐 PVC 热稳定剂也将显著增长，进而带动辅助热稳定剂 β 二酮消费量持续快速增加。

图表 2 PVC 产品无铅化是大势所趋

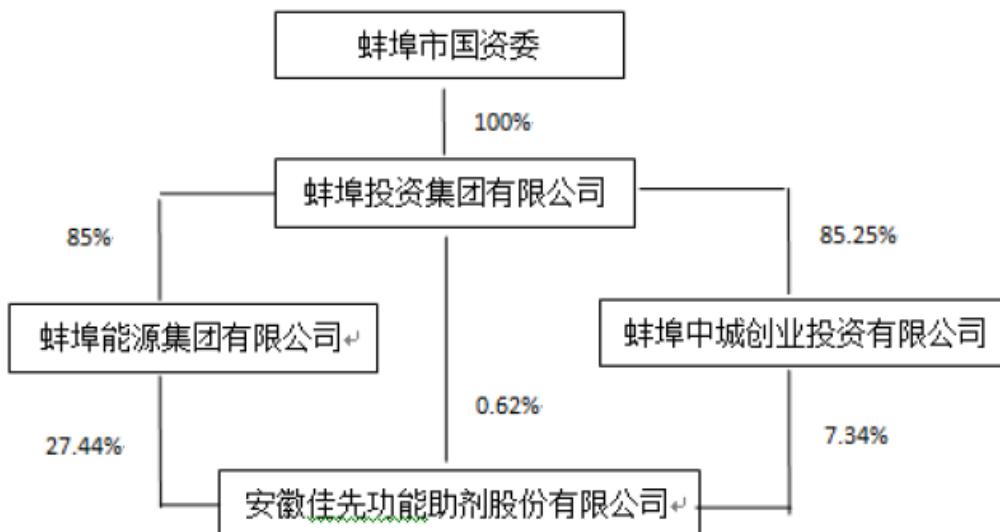


资料来源：华鑫证券研发部整理

2.公司股权结构

公司控股股东为蚌埠能源集团，直接持有公司 27.44%的股份，蚌埠能源集团以能源开发利用为主导，多领域投资经营的投资型、管理型国有公司，业务涉及城市集中供热、精细化工、信息功能材料、工业地产等多个领域。其中，佳先股份、中晶技术、汇能动力均成功在新三板挂牌上市。公司实际控制人为蚌埠市人民政府国有资产监督管理委员会，直接或间接支配而合计持有公司 35.39%的股份。

图表 3 公司股权结构图



资料来源：公司年报，华鑫证券研发部

3.公司盈利重回高增长

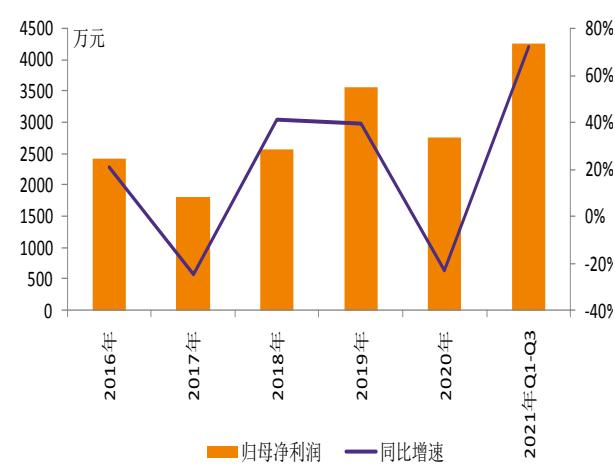
根据工信部原函 141 号文件精神,2020 年 12 月份有关省市退市进园范围内的所有涉化企业必须完成搬迁工作,为确保老厂区关停与新厂区调试、试生产的有序衔接,公司在 8 月对老厂区生产线进行关停,并集中精力对新厂区进行新项目调试和试生产工作,并于 10 月底稳定工艺并试制出合格产品。同时,受在建工程转固,计提折旧等因素影响,2020 年公司营业收入和净利润出现较大幅度下降。随着“退市进园”项目的完成,公司 SBM 生产车间达到募投设计产能, DBM 产品产量快速释放,公司盈利保持快速增长。从企业历史经营情况来看,自 2016-2019 年,公司营业收入从 1.1 亿元增长至 1.56 亿元,年均复合增速为 12.1%;公司归母净利润从 0.24 亿元增长至 0.36 亿元,年均复合增速为 13.9%。2021 年前三季度,由于子公司沙丰新材料纳入合并报表以及主要产品量价齐升,公司营收和净利润均保持较快增长。

图表 4 近五年公司营业收入及增速



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

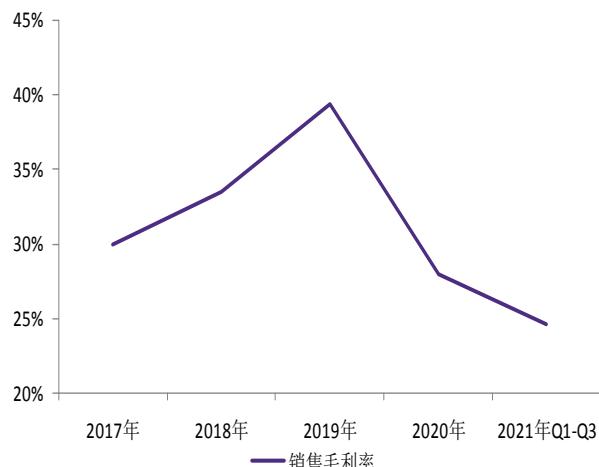
图表 5 近五年公司归母净利润及增速



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

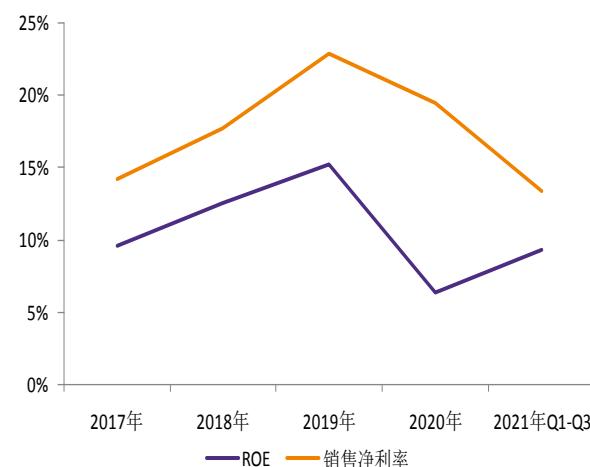
随着新环保法的实行,国家对环保治理力度的加大,特别是管道行业倡议要求到 2017 年底全行业弃用含铅稳定剂后,铅盐类热稳定剂加速淘汰进程,环保型复合金属盐类热稳定剂逐步替代现有的铅盐类热稳定剂市场份额,进而带动公司环保辅助热稳定剂 β 二酮消费量的快速增加,公司盈利能力得到增强。2019 年,公司主要产品二苯甲酰甲烷(DBM)销售毛利率为 38.44%,处于近十年来的高位。2020 年,受“退市进园”的影响,公司盈利能力有所下降。2021 年前三季度,受东南亚疫情的影响,公司原材料价格大幅上涨,造成公司产品毛利率有所下降。

图表 6 公司产品毛利率趋于稳定



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 7 公司净资产收益率企稳回升



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

二、产品市场份额领先，技术优势较大

1.公司β二酮产品市场份额领先

目前，公司建有7000吨/年二苯甲酰甲烷、3000吨/年硬脂酰苯甲酰甲烷生产装置，凭借规模优势和成本竞争优势，公司与德国百尔罗赫公司等大型跨国精细化工企业保持长期合作关系。据公开消息，公司国内外市场占有率均位居国内前列，其中国内市场占有率为40%左右，全球市场占有率为30%以上。

2021年3月，公司董事会审议通过《关于设立全资子公司的议案》，拟在蚌埠自贸区全资成立安徽佳先国际贸易有限公司，整合公司及控股子公司进出口资源，利用“佳先”品牌在海外市场影响力，扩大进出口贸易规模，助推公司发展，进一步提升公司市场份额。

图表 8 公司主要客户情况一览

序号	客户	销售金额 (万元)	销售占比
1	百尔罗赫塑料添加剂（江苏）有限公司	1130.4	7.84%
	BAERLOCHERGMBH	90.6	0.63%
	BAERLOCHER (M) SDNBHD	483.57	3.35%
2	上海奥腾化工有限公司	680.16	4.71%
3	IRE CORPORATION	602.24	4.17%
4	南通艾德旺化工有限公司	590.09	4.09%
5	艾迪科精细化工（上海）有限公司	497.68	3.45%
	艾迪科（中国）投资有限公司	87.57	0.61%
合计		4162.32	28.85%

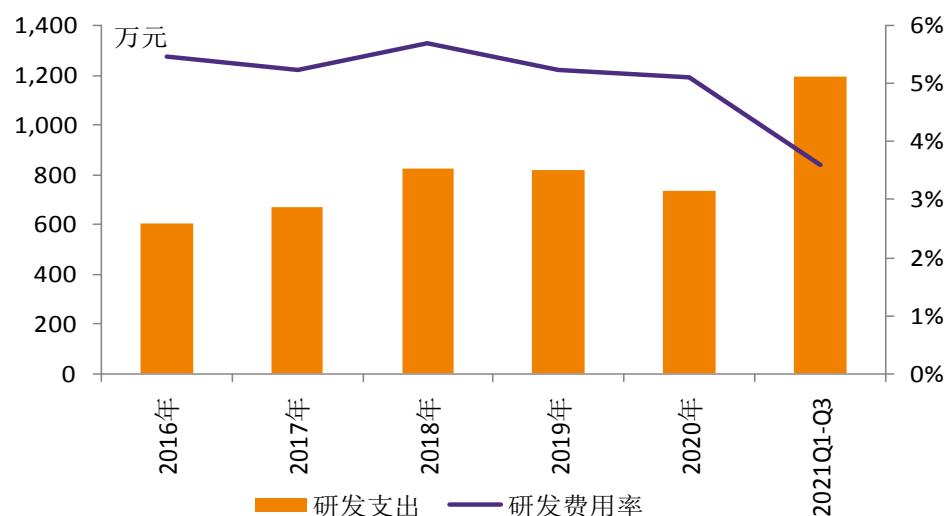
资料来源: 公司年报, 华鑫证券研发部

2. 技术水平业内领先

公司是“国家高新技术企业、国家绿色工厂、国家知识产权优势企业、安徽省专精特新冠军企业”，安徽省科学技术奖二等奖认定，产品 DBM、SBM 均被科技部列为国家火炬计划项目。公司建有“省级企业技术中心”，通过技术引进，产品收率、生产成本、能源消耗都具有较高竞争优势，形成了企业技术创新体系与核心竞争力；拥有 9 项发明专利，34 项实用新型专利，并主持制定主导 DBM、SBM 的国家行业标准。

凭借强大的自主研发和技术引进力度，公司不断完善科技创新体系，形成了较为先进的生产工艺和流程，产品和技术不断升级，处于国内领先水平，为热稳定剂生产厂商提供了环保、质量优良、稳定性强的产品。公司一直重视研发投入以及科技成果转化，自 2016 年以来，公司研发支出每年保持稳定增长，研发支出率保持在 5% 左右。

图表 9 公司研发支出保持稳定增长



资料来源：Wind，华鑫证券研发部

3. 公司产品更加环保，将逐步替代传统铅盐类稳定剂

热稳定剂是 PVC 加工过程中必须使用的材料，传统的铅盐类热稳定剂具有优良的热稳定性、加工性、电性能以及价格优势，是最早应用于 PVC 加工中的热稳定剂，但最大的缺点是对人体和环境造成危害。硬脂酸盐类热稳定剂具有安全环保、热稳定性优良、融合性良好、适用范围广、实用性强等特点。由于其性能优异且价格适中，是目前国外主要使用的环保热稳定剂。有机锡类热稳定剂具有高效、低毒、初期着色性好等特点，但价格昂贵。

随着环保法规日趋严格，热稳定剂产品逐步向无毒、低铅、无尘化，其中欧洲 PVC 热稳定剂在 2015 年已经全面实现无铅化。而我国 PVC 热稳定剂行业禁铅虽成为行业共

识，但出于技术、成本等种种因素，我国 PVC 制品中 70%以上以铅盐作为稳定剂，未来硬脂酸盐类热稳定剂替代空间广阔。

图表 10 国内热稳定剂的分类及优劣势

类别	优势	劣势
铅盐类热稳定剂	耐热性优良，特别是长期热稳定性良好；电气绝缘性优良；耐候性良好；可做发泡剂的活性剂，价格低。	有毒性，缺乏润滑性和透明性，容易产生硫化污染等。
硬脂酸盐类热稳定剂	安全环保、热稳定性优良、融合性良好、适用范围广、实用性强等特点，其中钙锌复合稳定剂是替代铅盐类的主流	钡、镉类金属盐面临铅盐一样被禁用的局面。
复合型热稳定剂	稀土热稳定剂具有良好的热稳定性、光稳定性和透明性及着色。	复合铅盐类热稳定剂面临被禁用的状况。
有机锡类热稳定剂	有机锡稳定剂具有优良的透明性、使用有机锡稳定剂的 PVC 配方，可得到结晶般的制品，还具有良好的热稳定性。	有机锡稳定剂在使用过程中挥发速度将加快，从而产生有机锡氯化物，给现场操作人员带来危害。

资料来源：公司公开说明书，华鑫证券研发部

三、下游需求保持稳定增长

1.塑料助剂对 PVC 工业举足轻重

塑料助剂在一定程度上决定 PVC 应用的可能性及使用范围，而助剂品种的多少和质量的优劣直接决定塑料制品的品质，PVC 塑料助剂是目前品种最多和用量最大的塑料助剂。根据功能划分，塑料助剂主要分为增塑剂、热稳定剂、抗氧剂、加工及抗冲改性剂、阻燃剂、发泡剂、润滑剂等。

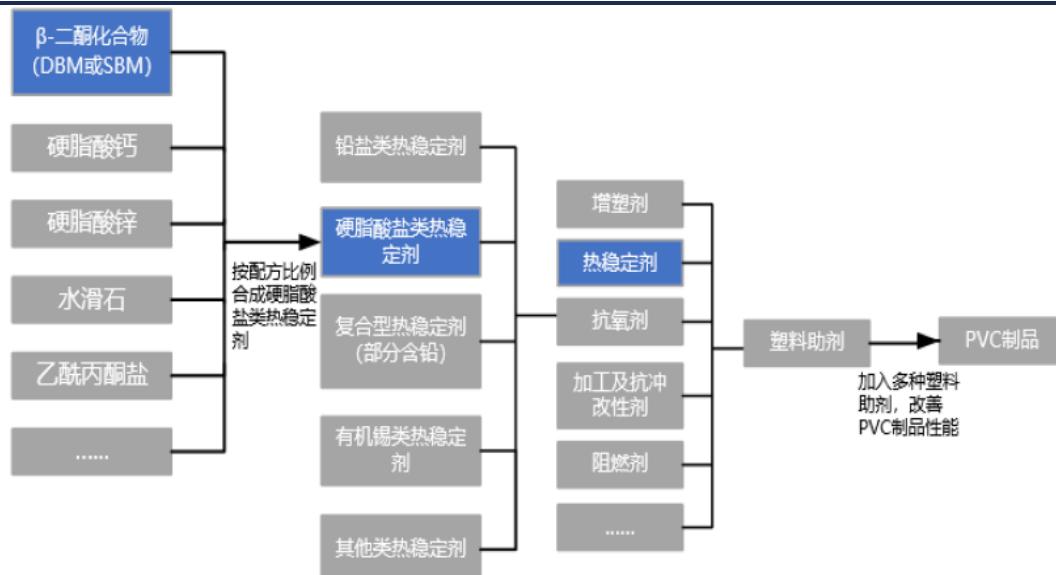
图表 11 各塑料助剂主要功能

类别	功能
增塑剂	增加塑料的可塑性、柔韧性、减少脆性
热稳定剂	延缓或停止塑料因受热、光或氧化作用而产生的裂解、交联和氧化断链现象，延长塑料使用寿命，提高性能
抗氧剂	抑制或降低塑料大分子的热氧化、光氧化反应速度，提高塑料材料的耐热、耐光性能
加工及抗冲改性剂	提高硬质 PVC 的可塑性、提高制品的外观质量等综合功能，以及提高硬质聚合物制品抗冲击性能
阻燃剂	降低塑料的可燃性
发泡剂	在树脂和胶料配方中能促进发生气体的物质，用来降低制品成本、减低重量，用于形成发泡塑料
润滑剂	用于减轻聚合物材料与加工机械表面间以及聚合物分子间的相互摩擦，提高加工流动性，起所谓外部和内部润滑作用的助剂
其他助剂	还包括抗静电剂、偶联剂、光稳定剂等

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

热稳定剂是塑料助剂中重要类别之一，主要用于PVC加工过程。由于PVC分子在高温下容易分解，放出大量的氯化氢，机械性能会迅速降低，因此在加工过程中必须使用热稳定剂。目前，主流的热稳定剂有铅盐类、硬脂酸盐类、复合型热稳定剂（部分含铅）、有机锡类等热稳定剂，其中铅盐类热稳定剂是传统的PVC热稳定剂，由于具有毒性而被发达国家列入禁用名单，逐步被更加环保的硬脂酸盐类热稳定剂等非铅稳定剂所替代。而由于硬脂酸盐类热稳定剂不能单独使用，必须配以 β 二酮化合物等热稳定剂助剂配合使用。

图表 12 β 二酮化合物、热稳定剂、塑料助剂关系图



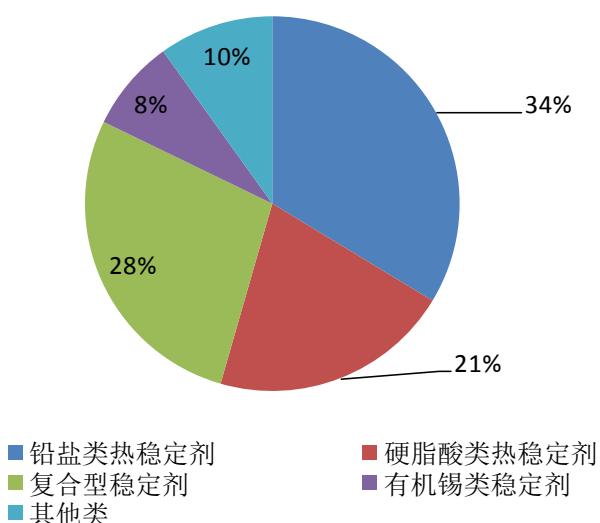
资料来源：公司公告，华鑫证券研发部

2.热稳定剂保持较快增长

随着塑料的广泛应用，全球塑料助剂行业保持快速增长，根据《中国塑料工业年鉴》统计，世界塑料助剂需求以每年保持 3%-4% 的速度持续增长，欧美地区需求的平均增速为 3%，我国需求的平均增速为 8%-10%，塑料助剂的增长也带动热稳定剂的需求。据《中国塑料工业年鉴》历史数据统计，2011-2018 年，中国热稳定剂消费从 40 万吨增长至 60 万吨，年均复合增长率为 5.2%，与塑料助剂的发展基本保持一致。在各类热稳定剂中，铅盐类约占 34%，硬脂酸盐类约占 21%，复合型约占 28%（部分含铅），有机锡约占 7.5%，其他约占 9.5%。当前，铅盐类热稳定剂在我国各类热稳定剂消费结构中占比较高，随着环保的深入发展，硬脂酸盐类占比将逐步提升，具备更加广阔的发展空间。



图表 13 硬脂酸类热稳定剂仍具较大发展空间



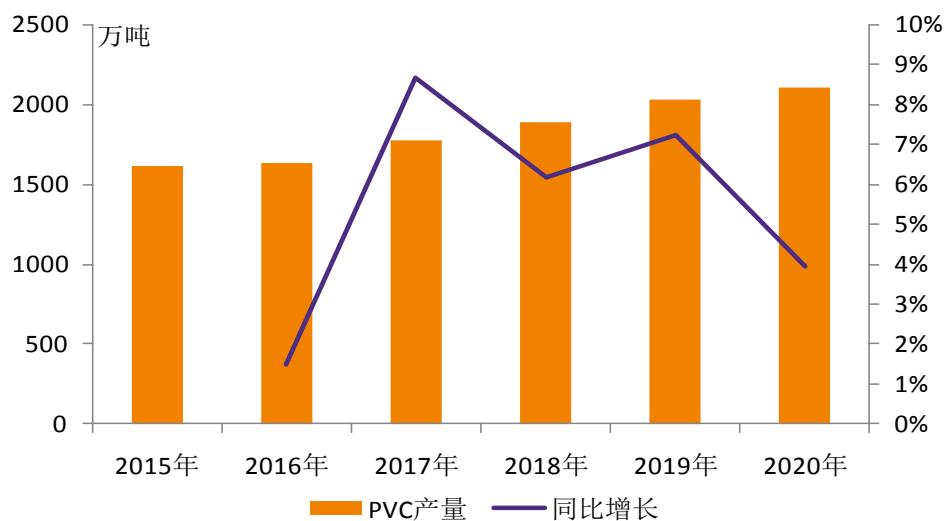
资料来源: 《中国塑料工业年鉴 2019》, 华鑫证券研发部

3.PVC 消费量稳定增长, 提高热稳定剂需求

PVC 是仅次于聚乙烯的第二大合成树脂, 应用十分广泛。中国 PVC 消费可分为两大类: 一类是以电线电缆、各种用途的膜(根据厚度不同可分为压延膜、防水卷材、可折叠门等)、铺地材料、织物涂层、人造革、各类软管、手套、玩具、塑料鞋以及一些专用涂料和密封剂等产品为主的软制品; 二类是以门窗、各种型材和管材、硬片、瓶等产品为代表的硬制品。近几年, 中国 PVC 消费构成变化较大, 硬制品比例不断提高, 现在中国硬制品比例为 56.2%, 这和全球 PVC 硬制品 60%的消费比例大致相当。

据中国氯碱工业协会数据, 2015-2020 年中国聚氯乙烯 (PVC) 表观消费量从 1,614 万吨增长至 2,107 万吨, 年均复合增速为 5.48%。受益于宏观经济的稳定增长, 国内 PVC 产量有望保持稳定增长。据环球塑化网数据, PVC 钙锌稳定剂由于稳定成分和效果不同, 通常添加比例在 2%-5%区间, 作为塑料生产加工中的重要助剂, PVC 产量的增长有望带动稳定剂消费的增长。

图表 14 2015-2020 年期间，我国 PVC 表观消费量年均复合增速为 5.48%



资料来源：中国氯碱工业协会，华鑫证券研发部

四、公司盈利预测与估值

公司盈利预测假设：

- (1) 公司 2000 吨/年的 SBM 项目顺利投产，3.5 万吨/年的硬脂酸盐产能逐步达产，且产品产销率较佳；
- (2) 在技术以及降本推动下，公司主要产品毛利率小幅回升；
- (3) 公司销售费用率和管理费用率小幅上升；
- (4) 公司研发支出逐年增加，但由于营收的快速增长，研发费用率下降；
- (5) 公司总股本按照当前股本 8,529 万股计算。

图表 15 公司营业收入假设

营业收入 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
β 二酮类产品	154.91	122.43	216.25	262.21	312.35
YOY	8.0%	-21.0%	76.6%	21.3%	19.1%
硬脂酸盐类产品	-	21.52	250.22	346.21	394.19
YOY	-	-	-	38.4%	13.9%
其他	1.29	0.31	0.31	0.31	0.31
合计：	156.19	144.26	466.79	608.73	706.86
营业成本 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
β 二酮类产品	94.25	83.54	140.11	168.04	197.93
硬脂酸盐类产品	-	17.84	221.87	303.06	340.15
其他	0.49	2.52	0.06	0.06	0.06
合计：	94.74	103.9	362.05	471.16	538.15
毛利 (百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
二苯甲酰甲烷	60.66	38.89	76.14	94.17	114.42
硬脂酰苯甲酰甲烷	-	3.68	28.35	43.15	54.04

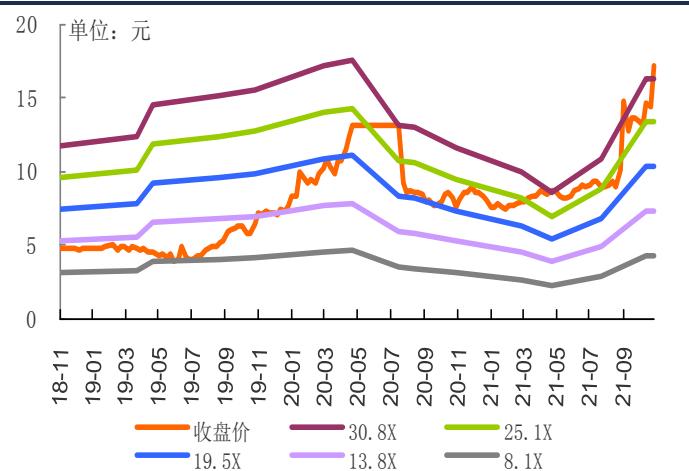


其他	0.79	-2.21	0.25	0.25	0.25
合计:	61.45	40.36	104.74	137.56	168.71

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

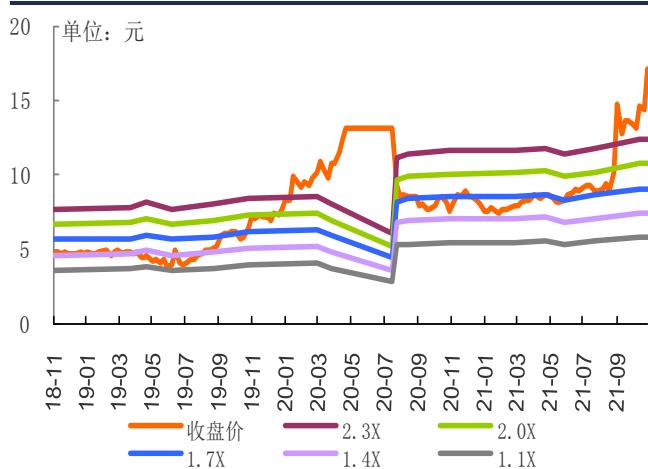
我们预测公司 2021-2023 年营业收入分别为 4.67 亿元、6.09 亿元和 7.07 亿元, 实现归属母公司所有者净利润分别为 0.54 亿元、0.69 亿元和 0.85 亿元。按照公司 17.16 元的股价测算, 对应的市盈率分别为 27.2 倍、21.1 倍和 17.2 倍。公司是国内 PVC 辅助热稳定剂龙头企业, 技术水平和市场份额行业领先, 客户资源优质, 在环保的推动下, 公司产品替代和发展前景广阔。随着公司新建项目产能的释放, 公司盈利有望重回增长, 维持“审慎推荐”的投资评级。

图表 16 公司 PE-Band



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

图表 17 公司 PB-Band



资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

五. 风险提示

- (1) 下游 PVC 产品需求大幅下降;
- (2) 原材料价格上涨, 产品毛利率下降;
- (3) 环保和安全生产的风险;
- (4) 市场系统性风险。

图表 18 公司盈利预测 (百万元)

资产负债表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	利润表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产:					营业收入	144	467	609	707
货币资金	214	236	262	330	营业成本	104	362	471	538
应收账款	115	143	186	216	营业税金及附加	2	2	2	2
存货	20	70	92	105	销售费用	2	16	21	25
其他流动资产	12	12	13	14	管理费用	11	21	29	34
流动资产合计	361	461	552	664	财务费用	-1	2	4	7
非流动资产:					研发费用	7	16	18	21
金融类资产	0	0	0	0	费用合计	19	56	73	88
固定资产+在建工程	318	426	519	607	资产减值损失	1	1	0	0
无形资产+商誉	97	106	117	129	公允价值变动	0	0	0	0
其他非流动资产	5	5	6	6	投资收益	0	0	0	0
非流动资产合计	419	538	642	742	营业利润	26	53	70	86
资产总计	780	999	1,194	1,406	加: 营业外收入	4	5	5	6
流动负债:					减: 营业外支出	0	0	0	0
短期借款	35	49	59	65	利润总额	30	58	75	92
应付账款、票据	67	201	262	299	所得税费用	2	4	5	6
其他流动负债	85	66	72	80	净利润	28	54	70	86
流动负债合计	188	316	393	443	少数股东损益	1	1	1	1
非流动负债:					归母净利润	27	54	69	85
长期借款	82	132	197	296					
其他非流动负债	58	61	64	68					
非流动负债合计	141	193	262	364					
负债合计	328	509	655	807					
所有者权益									
股本	85	85	85	85	成长性				
资本公积金	220	220	220	220	营业收入增长率	-7.6%	223.6%	30.4%	16.1%
未分配利润	107	140	182	233	营业利润增长率	-37.3%	107.2%	30.2%	23.6%
少数股东权益	19	19	19	19	归母净利润增长率	-23.0%	95.4%	28.8%	22.8%
所有者权益合计	452	490	539	599	总资产增长率	75.5%	28.1%	19.5%	17.8%
负债和所有者权益	780	999	1,194	1,406	盈利能力				
					毛利率	28.0%	22.4%	22.6%	23.9%
					营业利润率	17.9%	11.5%	11.4%	12.2%
					三项费用/营收	13.2%	12.0%	11.9%	12.4%
					EBIT/销售收入	21.1%	13.5%	13.5%	14.5%
					净利润率	19.5%	11.6%	11.5%	12.1%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	ROE	6.2%	11.1%	12.9%	14.3%
净利润	28	54	70	86	营运能力				
折旧与摊销	8	12	16	20	总资产周转率	18.5%	46.7%	51.0%	50.3%
财务费用	1	2	4	7	资产负债率	42.1%	50.9%	54.8%	57.4%
存货的减少	-3	-50	-21	-13	现金流质量				
营运资本变化	-10	106	17	7	经营净现金流/净利润	0.85	2.25	1.20	1.22
其他非现金部分	0	-2	-2	-2	每股数据(元/股)				
经营活动现金净流量	24	122	84	104	每股收益	0.32	0.63	0.81	1.00
投资活动现金净流量	-82	-120	-108	-108	每股净资产	5.30	5.75	6.32	7.03
筹资活动现金净流量	164	20	50	72					
现金流量净额	106	22	26	68					

资料来源: Wind, 华鑫证券研发部

分析师简介

刘华峰：华鑫证券分析师，2021年6月加入华鑫证券研发部。

华鑫证券有限责任公司评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-)5%--- (+)5%
4	减持	(-)15%---(-)5%
5	回避	<(-)15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深300指数
2	中性	基本与沪深300指数持平
3	减持	明显弱于沪深300指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>