

核心竞争优势明显，募投项目打开成长空间
买入（维持）

2021年12月14日

证券分析师 侯宾

执业证号：S0600518070001
021-60199793

houb@dwzq.com.cn

证券分析师 刘博

执业证号：S0600518070002
18811311450

liub@dwzq.com.cn

盈利预测与估值	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,217	3,070	4,544	6,302
同比(%)	24.0%	38.5%	48.0%	38.7%
归母净利润(百万元)	22	64	124	210
同比(%)	-43.3%	187.8%	93.6%	68.4%
每股收益(元/股)	0.15	0.35	0.68	1.15
P/E(倍)	168.33	74.79	38.64	22.94

■ **事件：**公司与中航南山共同发起设立的产业投资基金-共青城中航数字壹号已经完成工商注册登记。

■ **核心竞争力：客户资源+项目经验+先发优势+柔性生产，打造塑化行业龙头可期。** 1) 渠道优势和客户资源：上游原材料、下游品牌商均为全球知名企业；2) 项目经验和行业理解：可针对不同细分领域提供定制化的解决方案；3) 先进进入细分市场：深挖下游客户痛点、选择在项目开发早期介入；4) 库存管理和柔性生产：从订单获取到产品上市提升供应链整体效率；公司核心竞争优势彰显，打造塑化行业龙头可期。

■ **募投项目之塑料板棒材：工程塑料皇冠上的明珠，力求3-5年打造细分领域龙头。** 1) **市场空间：**塑料板棒材产品由于具有耐磨、耐振动、耐腐蚀、可回收、强度大等优点，广泛应用于汽车、家电、消费电子、建筑单位等领域，2019年中国市场塑料板棒材销售总收入为3300亿元，相比欧美发达国家，国内市场竞争格局较为分散，2019年前6家头部企业收入占比市场份额为仅为0.35%。2) **发展趋势：**政策层面，支持材料工业发展的重点政策持续落地；消费升级，汽车轻量化、新能源汽车、家电以塑代钢加速板棒材产品推广；进口替代，技术进步和转型升级为国内企业发展创造机会，因此多重利好因素催化和提升行业景气度。3) **公司目标：**募投项目完成后，月产能将超过1500吨，为募投项目之前产能的300%，通过引进自动化、智能化特种工程塑料挤出成型的板棒材生产设备，建设高质量、智能化的生产线及生产车间，公司力求在3-5年内打造成为国内板棒材领域的龙头企业。

■ **募投项目之改性工程塑料：产品配方是核心壁垒，公司具备项目经验和研发优势。** 塑料材料改性是以通用、工程或特种工程塑料为主要原料，以各类有机、无机填充料及功能助剂为辅助材料，通过填充、增韧、增强、共混、合金化等技术手段，改善原有塑料性能，以满足不同应用领域的需求。由于其定制化的特性，各种高性能及专业型改性塑料的配方则由细分领域内的领先企业掌握。公司作为材料供应链解决方案服务商，在深耕行业20年的过程中，积累了对行业深刻的理解，以及多种核心材料配方，能够确保产品品质、降低综合成本、提供全流程技术服务、强化库存管理。公司募投的工程塑料改性项目和研发中心建设完成后，将实现由材料应用开发到材料基础配方开发的转变，自主拥有免喷涂、5G材料、轻量化材料、耐磨材料、生物材料配方体系；同时，打造科学注塑+注塑工业4.0应用开发中心，降低产业链成本。

■ **盈利预测与投资评级：**我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为0.64、1.24、2.10元，PE分别为75、39、23倍，我们看好我国板棒材领域的市场，公司作为行业龙头，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**市场需求不及预期风险；原材料供应不足及价格上涨风险；中美贸易摩擦缓和低于预期风险

股价走势



市场数据

收盘价(元)	26.44
一年最低/最高价	16.49/28.28
市净率(倍)	4.43
流通A股市值(百万元)	2112.17

基础数据

每股净资产(元)	3.16
资产负债率(%)	66.68
总股本(百万股)	181.92
流通A股(百万股)	79.89

相关研究

- 1、《同益股份(300538)：同益股份2021年三季度报点评：业绩稳步向上，产业链拓展带来更足成长动力》2021-11-03
- 2、《同益股份(300538)：材料供应链解决方案服务商，板棒材和改性工程塑料打开成长空间》2021-10-12
- 3、《同益股份(300538)：同益股份：领先的供应链一体化解决方案商，业绩加速趋势越发清晰》2021-09-23

事件:

公司与中航南山共同发起设立的产业投资基金-共青城中航数字壹号已经完成工商注册登记。

1. 核心竞争力：客户资源+项目经验+先发优势+柔性生产，打造塑化行业龙头可期

1) 渠道优势和客户资源：上游原材料、下游品牌商均为全球知名企业；2) 项目经验：可针对不同细分领域提供定制化的解决方案；3) 先发进入细分市场：深挖下游客户痛点、选择在项目开发早期介入；4) 库存管理和柔性生产：从订单获取到产品上市提升供应链整体效率；客户资源+项目经验+先发优势+柔性生产，公司核心竞争优势彰显，打造塑化行业龙头可期。

1.1. 渠道优势和客户资源：上游原材料、下游品牌商均为全球知名企业

公司服务的下游终端品牌商包括华为、VIVO、小米、比亚迪、富士康、中兴、联想、飞利浦、信利光电、华显光电、科大讯飞、广汽等众多行业影响力较强的企业；合作的原材料厂商主要为全球知名企业，包括美国塞拉尼斯、乐天恺美科材料、韩国三星SDI、万华化学、日本帝人、韩国斗山、华星光电、中国台湾元太、中国台湾奕力等。优质、丰富的上下游资源，奠定了公司发展的基础，通过持续挖掘供应商产品新的应用市场以及下游品牌商新的产品布局，公司寻找各种业务机会，推动业绩不断增长。

图 1：公司拥有 50 余家全球头部材料供应商代理权

图 2：公司成为 800 余家全球品牌商的合格供应商



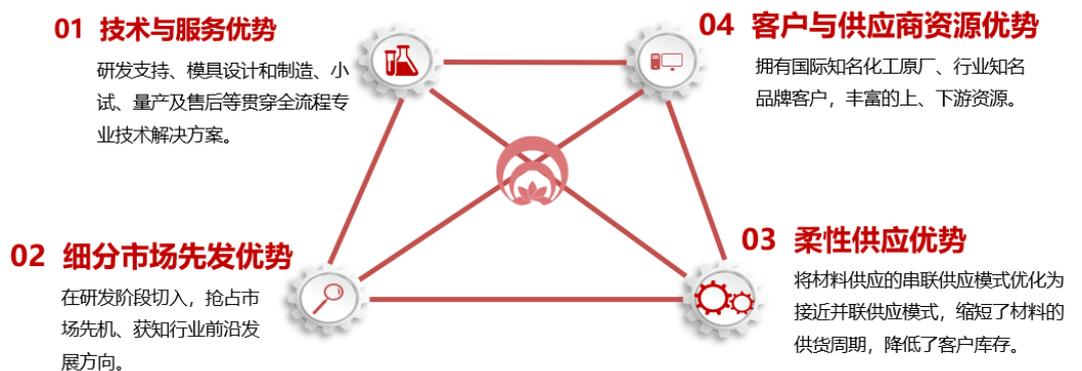
数据来源：同益股份定增材料、东吴证券研究所

数据来源：同益股份定增材料、东吴证券研究所

1.2. 项目经验和行业理解：可针对不同细分领域提供定制化的解决方案

作为中高端化工及电子材料一体化方案商，公司深耕塑化行业近 20 年，积累了上千的案例库，技术服务经验丰富，可为客户提供前期研发支持、模具设计和制造、小试、量产及售后等贯穿全流程的专业技术解决方案，有效地为客户降低相关技术投入成本，从而拥有较强的客户粘性。公司建立了研发中心，不断提升公司对新产品和新工艺的研发能力，推出了多个具有更高技术水平的综合解决方案。另外，公司实验室具有较强的检测能力，可整合业界知名供应商资源，如注塑成型设备供应商、材料供应商、模具供应商、自动化装配供应商等，共同为客户提供解决方案，提高了产品良率与直通率，降低了客户综合成本。

图 3：公司可针对不同细分领域提供定制化的解决方案



数据来源：同益股份定增材料、东吴证券研究所

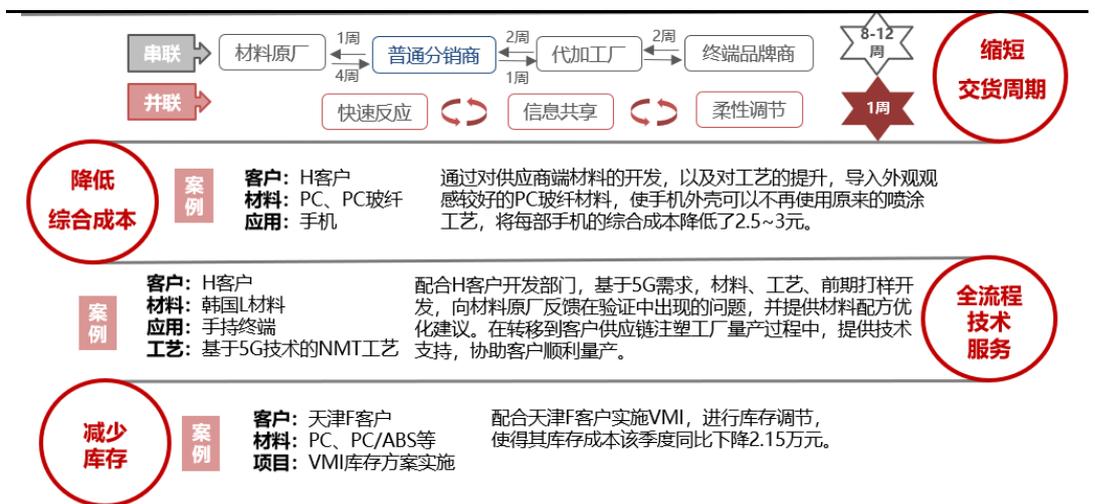
1.3. 先发进入细分市场：深挖下游客户痛点、选择在项目开发早期介入

公司立足于中高端化工及电子材料市场，以提高产业链各端运营效率以及降低综合成本为出发点，以解决细分市场材料应用中的难点、痛点为宗旨，通过自身专业技术团队及对材料供应商技术资源的整合，与合作伙伴建立共同服务下游品牌商的战略合作关系，从而实现中高端化工及电子材料的销售。公司在手机及移动终端、消费类电子、智能家电、新能源等细分领域形成了独特的竞争优势。基于公司与下游品牌商长期、稳定的供应关系以及对行业趋势的深刻理解，依托丰富的技术服务经验与市场开拓经验，公司深入挖掘下游品牌商需求，从其项目开发的早期就积极介入，占据竞争的有利位置。例如，在进入5G天线、可穿戴设备、智慧教育等领域时，公司提前布局、及时切入，从而在相关领域获得了先发优势。

1.4. 库存管理和柔性生产：从订单获取到产品上市提升供应链整体效率

经过多年细分市场深耕，依托产业链信息处理优势，公司建立了服务于下游品牌商群的柔性供应链优势，为其实现实时原料供应和降低库存成本提供了便利。一方面，公司提前从品牌商获取订单信息；另一方面，基于产业链信息处理能力，依靠供应链管理专业服务团队，公司以品牌商产品上市规划为终点，制定了跨越9个阶段、约50-80个时间点的供应排程方案。公司可及时掌握从品牌商到合作代工厂的订单需求运行全景，对整个代工厂客户群的库存进行集中协调优化和柔性供应，在大大缩短供货周期的基础上，协助下游品牌商实现零库存，促进整个客户群库存总水平有效下降，降低了客户库存成本。

图4：公司的库存管理和柔性生产提升了供应链整体效率



数据来源：同益股份定增材料、东吴证券研究所

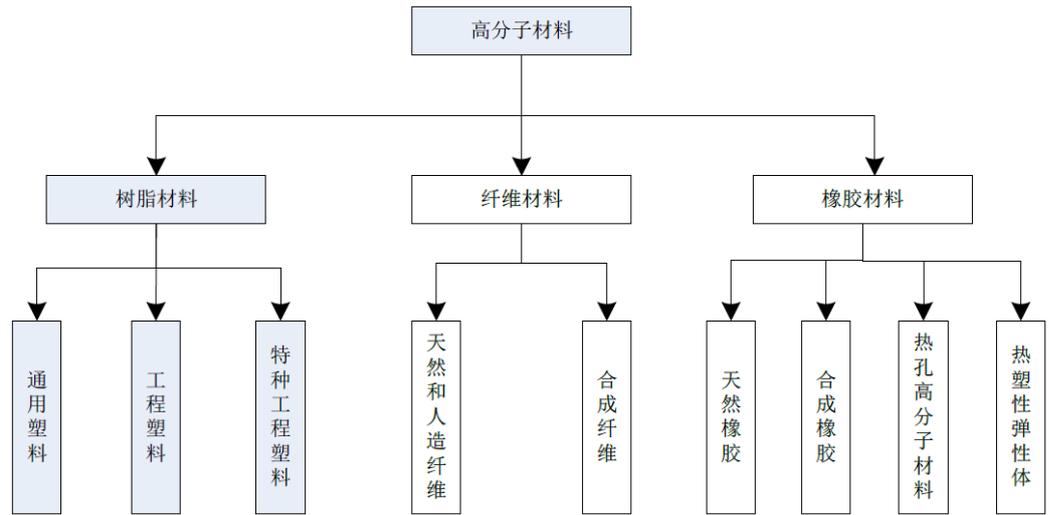
2. 募投项目之改性工程塑料：产品配方是核心壁垒，公司具备项目经验和研发优势

塑料材料改性是以通用、工程或特种工程塑料为主要原料，以各类有机、无机填充料及功能助剂为辅助材料，通过填充、增韧、增强、共混、合金化等技术手段，改善原有塑料性能，以满足不同应用领域的需求。由于其定制化的特性，各种高性能及专业型改性塑料的配方则由细分领域内的领先企业掌握。公司作为材料供应链解决方案服务商，在深耕行业 20 年的过程中，积累了对行业深刻的理解，以及多种核心材料配方，能够确保产品品质、降低综合成本、提供全流程技术服务、强化库存管理。公司募投的工程塑料改性项目和研发中心建设完成后，将实现由材料应用开发到材料基础配方开发的转变，自主拥有免喷涂、5G 材料、轻量化材料、耐磨材料、生物材料配方体系；同时，打造科学注塑+注塑工业 4.0 应用开发中心，降低产业链成本。

2.1. 特种工程塑料改性下游应用愈发广泛，产品配方是其中的核心壁垒

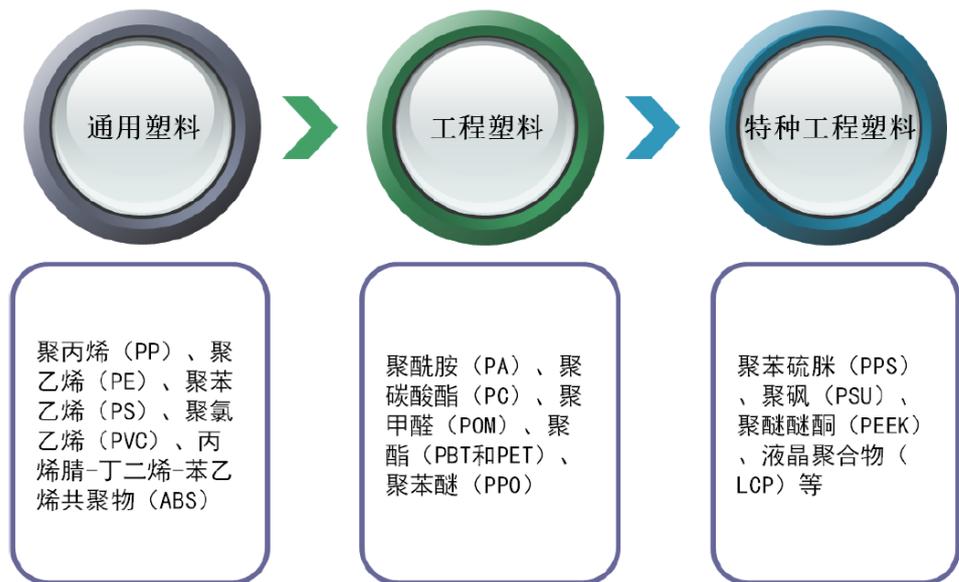
塑料材料是以合成树脂为主要原料而具有可塑性的各种高分子材料，根据市场需求量、物性和价格的不同，塑料材料一般分为通用塑料、工程塑料及特种工程塑料三大类：1) **通用塑料**一般指产量大、用途广、影响面较宽的一些塑料品种，主要包括 PP、ABS、PE、PS、PVC 等，其产量占整个塑料产业的 90% 以上。2) **工程塑料**主要指比通用塑料类产品性能更佳，更能适用于工业用途的塑料品种，主要包括 PA、POM、PC、PPO、PET 和 PBT 等。3) **特种工程塑料**主要指较工程塑料具有更为独特、优异物理性能的塑料产品，主要适用于电子电器等高科技领域及极端工况的特殊产业领域，技术标准较工程塑料更为严苛，单位价格较高。

图 5：改性工程塑料产品属于高分子材料，是三大合成材料之一



数据来源：聚赛龙招股说明书、东吴证券研究所

图 6：塑料材料一般分为通用塑料、工程塑料及特种工程塑料三大类

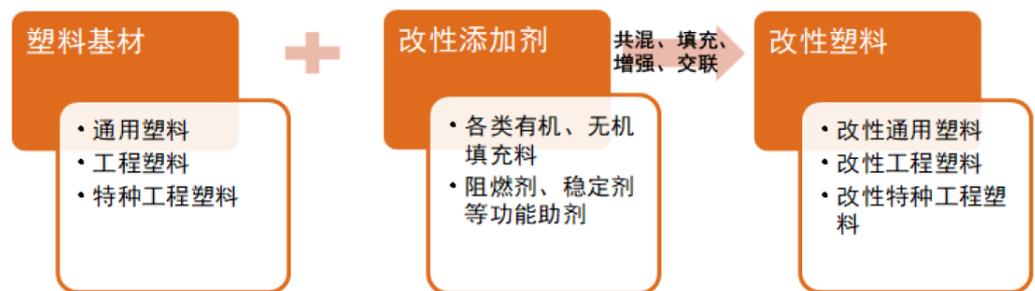


数据来源：聚赛龙招股说明书、东吴证券研究所

通用塑料、工程塑料及特种工程塑料等塑料产品虽然具备了种种优异的性能，但随着现代社会的发展和应用场景的不断增加，以单一成分的塑料产品也依然面临着物性不够丰富，并且存在单一材料本身固有的易燃、易老化、强度不够等问题，同时，在生产工艺和生产成本上也容易受到制约，为了使塑料广泛运用于现代生活的更多领域，就需要对普通塑料进行一些特殊处理，以增加或增强某些方面的性能，这一过程称之为塑料改性。塑料材料改性的主要过程是以通用塑料、工程塑料或特种工程塑料为主要原料，

以各类有机、无机填充料及功能助剂为辅助材料，通过填充、增韧、增强、共混、合金化等技术手段，改善原有的通用塑料、工程塑料或特种工程塑料在力学、流变、燃烧性、电、热、光、磁等方面性能，以满足不同应用领域的需求。1) **填充改性**是指在塑料加工过程中，加入无机或有机填充料，使塑料的性能得到改善或使塑料成本降低。2) **共混改性**是指将不同种类的聚合物混合分散，使其性能发生变化，在塑料加工行业中应用最多的是填充改性与共混改性。3) 近年来，随着改性技术的进步与发展，**化学改性**也愈来愈受到人们重视。

图 7：塑料改性的工艺流程



数据来源：聚赛龙招股说明书、东吴证券研究所

由于基础材料、填充料、功能助剂搭配比例和改性方法的差异，改性塑料材料可以呈现出各种不同的物性特征，这为下游制造产业提供了极其丰富的选择空间，满足了不同制造领域对高分子材料的各种不同需求。其中，产品配方是改性塑料生产的核心技术之一，目前，通用型大类改性塑料的原始配方基本处于市场公开状态，**但是各种高性能及专业型改性塑料的配方则由细分领域内的领先企业掌握，构成其核心竞争力之一。**

2.2. 公司是材料供应链解决方案服务商，深刻理解行业、掌握多种配方

改性塑料产品类别繁多，即使是同一产品类别，根据基础原料、配方和工艺路线的不同，改性塑料的性能参数也能呈现出较大差异，并适用在不同的领域。因此，**改性塑料产品具有定制化的特点**，公司主要根据下游客户差异化的应用场景，选择不同的基础材料、配方、工艺参数，向客户提供具有针对性的产品和服务，以满足不同应用场景下对改性塑料的需求。经过多年的研发和技术积累，公司已经建立了较为全面的产品线，覆盖 PP、ABS、PC、PC/ABS、PBT、PET、HIPS、PPO、PPS 等及各类材料，能够实现抗染、抗静电、导热、抗菌、阻燃、免喷涂、耐候、耐老化等多种功能。

表 1: 公司拥有的改性塑料产品系列

产品系列	基础特性	主要改性方向	改性后应用领域
改性 PP 系列	密度较小, 质轻, 韧性强, 具有很高的弯曲疲劳寿命, 耐化学性好, 表面具有光泽	增强、耐冲、耐划痕、耐热、耐候、高光泽、导电、导热、阻燃、高光泽、低气味、免喷涂、抗静电、抗菌、抗染色等	家用电器、汽车工业、电子通信、医护用品、家居用品等
改性 PC/ABS 系列	具有易成型、机械性高、抗冲击和耐温、抗紫外线等性质	增强、耐冲、耐热、耐磨、阻燃、抗静电等	家用电器、汽车工业、电子通信、工程机械等
改性 PA 系列	具有优异的力学性能, 突出的耐腐蚀, 耐油性、耐热性高模量等优点	增强、耐冲、耐蠕变、阻燃、抗疲劳、绝缘、轻质、耐候、耐油等	家用电器、汽车工业、电子通信、电气设备、工程机械等
改性 PBT 系列	具有优良的韧性和抗疲劳性, 而且耐热, 耐候性好, 电性能佳, 吸水率低	增强、阻燃、双高抗疲劳、低气味、免喷涂、合金化等	家用电器、汽车工业、电气设备、电子通信、工程机械等
改性 ABS 系列	具有综合性能较好, 抗冲击强度高, 化学稳定性, 电性能良好等特点	增强、耐热、阻燃、耐候、耐热、高光、消光、抗静电等	家用电器、汽车工业、家居用品等

数据来源: 聚赛龙招股说明书、东吴证券研究所

对于上游原材料供应商来说: 1) 远离市场, 对下游需求了解不清晰; 2) 无法承接少量多批次订单; 3) 生产周期长, 不能快速响应; 4) 无法及时为客户提供技术支持和定制化的解决方案; 5) 新材料市场推广困难。**对于下游产品客户来说:** 1) 需要全流程工艺、定制化技术支持; 2) 越来越短、越灵活的交货期要求; 3) 综合采购成本最低; 4) 对于新产品开发的及时工艺支持; 5) 新材料的引荐推广及技术服务。因此, 公司作为材料供应链解决方案服务商, 在深耕行业 20 年的过程中, **积累了对行业深刻的理解, 以及多种核心材料配方**, 能够: 1) 品质方面, 确保稳定性和高良品率; 2) 交付周期方面, 能够确保快捷供应、柔性调节; 3) 价格方面, 多产品协同供应, 整体价格和成本竞争力更强; 4) 技术方面, 确保新材料导入和工艺快速实现。例如:

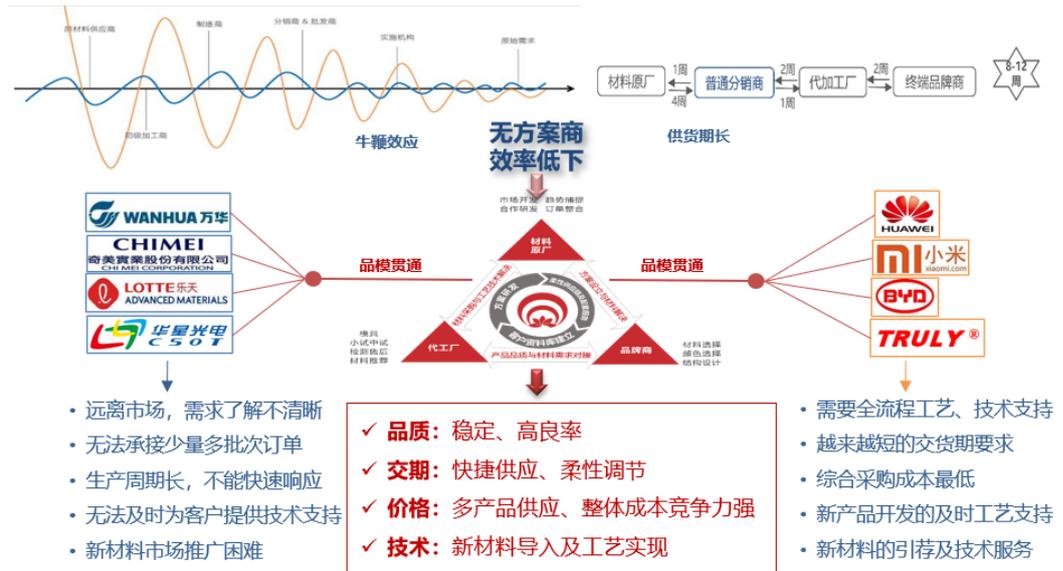
1) **降低综合成本:** H 客户, 材料是 PC、PC 玻纤, 主要应用于手机, 公司通过对供应商端材料的开发, 以及对工艺的提升, 导入外观观感较好的 PC 玻纤材料, 使手机外壳可以不再使用原来的喷涂工艺, 将每部手机的综合成本降低了 2.5-3 元。

2) **全流程技术服务:** H 客户, 材料是韩国 L 材料, 主要应用于手持终端, 公司配合 H 客户开发部门, 基于 5G 需求, 材料、工艺、前期打样开发, 向材料原厂反馈在验证中出现的问题, 并提供材料配方优化建议。在转移到客户供应链注塑工厂量产过程中,

提供技术支持，协助客户顺利量产。

3) **提升库存效率**: 天津 F 客户，材料是 PC、PC/ABS 等，采用 VMI 方式，公司配合天津 F 客户实施 VMI，进行库存调节，使得其库存成本该季度同比下降 2.15 万元。

图 8: 公司提供的是材料供应链上的定制化解决方案



数据来源: 同益股份定增材料、东吴证券研究所

表 2: 公司对不同基础材料进行改性的工艺流程

工序	主要内容	主要设备
配料	根据产品配方要求，将预处理后的合成树脂、各种填充料、功能助剂、色粉等按一定的比例配料	补料仓、失重称、喂料机
混合	配料后的混合物（包括塑料、填充料、功能助剂、色粉等）投入到混合机中，经混合均匀后放入到料斗中	混合机
混炼挤出	根据不同产品的加工需求，通过机械加热、剪切将混合料熔融共混，令各种成分均匀分散在聚合物中，并将聚合物熔体挤出	双螺杆挤出机
冷却	通过水冷、风冷、静置等方式，使上一环节挤出的料条充分冷却	产线水槽、风机
切粒	将冷却好的料条切割成大小均匀的塑料颗粒	造粒设备
筛分	清除过长、过短等不符合粒径要求的塑料粒子，得到符合规定尺寸大小的塑料粒子产品	振动筛
均化	成品进入到成品料仓再次混合，使物料更均匀	均化设备
包装入库	将产品按规定包装，在包装袋喷上公司名称、产品规格、重量、生产批号等字符，并办理入库手续	自动缝包机、机器人智能码垛系统、叉车

数据来源：聚赛龙招股说明书、东吴证券研究所

2.3. 工程塑料改性项目+研发中心，实现从材料应用开发到基础配方开发

公司募投的特种工程塑料改性及精密注塑项目主要产品为免喷涂、轻量化、5G类、耐磨类、防静电工程塑料等，公司研发改性材料多年，在阻燃、抗静电、导电、耐磨、合金改性等方面均有一定的技术储备，能够根据客户需求快速提供定制化的产品，已掌握实施特种工程塑料改性及精密注塑的关键技术，并在2019年以及2020年均获得了塑料行业较为权威的“荣格技术创新奖”。该募投项目拟建设特种工程塑料改性及精密注塑相关车间与经营场所，主要包括中试车间、改性造粒车间、挤出车间、精密零部件加工车间以及仓库等，购置先进生产设备，用于生产免喷涂、环保材料、纳米轻量化材料、5G类材料等特种工程塑料改性以及精密注塑零部件产品。项目总投资2.40亿元、建设期2年，预计内部收益率（所得税后）21.07%，投资回收期（税后、含建设期）6.72年。

除此之外，公司募投项目还包括中高端工程塑料研发中心建设项目，项目建成后，**公司将实现由材料应用开发到材料基础配方开发的转变**，自主拥有免喷涂、5G材料、轻量化材料、耐磨材料、生物材料配方体系，为客户提供更多的产品与服务方案；同时，打造科学注塑+注塑工业4.0应用开发中心，降低产业链成本。

表3：公司募投的中高端工程塑料研发中心预计研发成果

研究的主要领域	预计研发成果	前期研发情况
开展免喷涂材料的研发	针对客户提出的产品需求，研发满足客户需求的材料。验证及推广在新材料生产过程中所使用的新工艺、新技术、新设备，比如模内喷涂、电磁加热等。主要应用领域：家电行业、小家电行业的产品外壳、汽车行业的内饰件。	通过电磁加热的急冷急热技术已经初步解决外观流痕问题，暂不能达到工艺量产阶段。
开展轻量化材料的研发	针对客户提出的产品需求，研发满足客户需求的材料。验证及推广在新材料生产过程中所使用的新工艺、新技术、新设备，如物理发泡等。主要应用领域：汽车的内饰件、换挡支架、门板等。	已经初步解决破泡问题，发泡均匀，减重达30%以上。
开展生物基、可降解等环保材料的研发/验证	顺应塑料行业发展趋势，响应国家环保政策号召，研发、验证符合绿色环保的要求的新型工程塑料，为公司产品提供先行技术储备。	已经开发一款生物可降解PP材料，在厌氧环境可实现一定的降解功能。
免喷涂、轻量化、可降解的协同性研发	在完成免喷涂材料、轻量化材料研发、可降解材料等单一特性材料的基础上，进一步将各类特性进行结合，研发满足客户各类应用场景下需求的新型材料。	结合免喷涂、轻量化和可降解技术，制备出一种免喷涂可降解ABS材料，并已提交专利申请。
5G相关新材料的研发	由于5G通讯采用高频传输，信号穿透力较弱，对5G通信场景的塑料的介电性能提出较高要求。工程材料的介电性能对5G通讯毫米波的信号传输速度、信号延迟、信号损失等影响很大，降低改性塑料的介电常数有利于提高智能终端的信号传输速度、降低信号延迟、减少信号损失。	已开发出一种特殊5G材料加工工艺，可以制备可调介电和介电损耗的介电复合材料，在终端验证中。

打造工业 4.0 应用开发中心

公司研发各类型新材料开发的工艺需求，研发与整合生产高性能工程塑料的生产工艺。提供新材料工业化生产试验，与设备商、软件商共同开发符合“工业 4.0”的新材料生产线，打造科学注塑+注塑工业 4.0 应用开发中心，成为注塑行业快速实现 4.0 的孵化器、加速器

已开发一种基于工业互联网平台的远程可视化试模系统，并开始应用

数据来源：定增募集说明书、东吴证券研究所

图 9：公司募投的中高端工程塑料研发中心项目



数据来源：同益股份定增材料、东吴证券研究所

盈利预测与投资评级

我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 0.64、1.24、2.10 元，PE 分别为 75、39、23 倍，我们看好我国板棒材领域的市场，公司作为行业龙头，维持“买入”评级。

风险提示

市场需求不及预期风险：公司下游细分市场（例如手机及移动终端、智能家电、汽车市场等）如果产生需求波动或市场竞争加剧，将会对公司业绩增长产生一定影响。

原材料供应不足及价格上涨风险：公司供应商大多为全球知名企业，且集中度相对较高，如供应商不能足量、及时供货，按期排产，或者提高产品价格，抑或发生不利于国际贸易的政策变动等，将会影响货运周期、采购成本，对公司经营产生不利影响。

中美贸易摩擦缓和低于预期风险：当前中美贸易摩擦等外部因素仍存在较大不确定性，若中美贸易摩擦进一步激化，可能会对公司经营业绩造成不利影响。

同益股份三大财务预测表

资产负债表(百万元)					利润表(百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
流动资产	732	1,180	1,697	2,362	营业收入	2,217	3,070	4,544	6,302
现金	80	140	187	360	减:营业成本	2,073	2,848	4,139	5,711
应收账款	462	753	1,081	1,452	营业税金及附加	3	5	7	9
存货	59	118	144	199	营业费用	45	61	110	135
其他流动资产	21	32	42	52	管理费用	41	55	88	118
非流动资产	116	353	420	505	研发费用	11	18	27	35
长期股权投资	52	54	56	58	财务费用	11	2	9	18
固定资产	15	230	265	326	资产减值损失	1	0	0	0
在建工程	8	24	47	63	加:投资净收益	3	4	7	9
无形资产	7	8	11	14	其他收益	2	1	2	3
其他非流动资产	15	15	15	15	资产处置收益	0	-0	-0	-0
资产总计	848	1,533	2,116	2,867	营业利润	34	86	173	287
流动负债	372	962	1,417	1,954	加:营业外净收支	-3	1	-1	-1
短期借款	186	336	456	556	利润总额	31	86	172	286
应付账款	150	507	794	1,174	减:所得税费用	8	21	44	72
其他流动负债	2	3	4	6	少数股东损益	0	1	4	4
非流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	22	64	124	210
长期借款	0	0	0	0	EBIT	33	87	178	300
其他非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	40	121	243	390
负债合计	372	962	1,417	1,954	重要财务与估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	14	15	19	23	每股收益(元)	0.15	0.35	0.68	1.15
归属母公司股东权益	461	556	680	890	每股净资产(元)	3.04	3.06	3.74	4.89
负债和股东权益	848	1,533	2,116	2,867	发行在外股份(百万股)	152	182	182	182
					ROIC(%)	3.7%	7.3%	11.5%	15.3%
					ROE(%)	4.8%	11.6%	18.3%	23.6%
					毛利率(%)	6.5%	7.2%	8.9%	9.4%
现金流量表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	销售净利率(%)	1.0%	2.1%	2.7%	3.3%
经营活动现金流	-104	153	70	257	资产负债率(%)	43.9%	62.7%	67.0%	68.1%
投资活动现金流	-14	-266	-126	-159	收入增长率(%)	24.0%	38.5%	48.0%	38.7%
筹资活动现金流	61	172	104	75	净利润增长率(%)	-43.3%	187.8%	93.6%	68.4%
现金净增加额	-57	60	48	173	P/E	168.33	74.79	38.64	22.94
折旧和摊销	7	34	65	90	P/B	8.30	8.65	7.07	5.40
资本开支	-35	-266	-128	-171	EV/EBITDA	98.66	41.29	20.87	12.82
营运资本变动	-140	51	-134	-64					

数据来源: wind, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)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。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,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。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

