

善水科技 (301190.SZ) 增持 (首次评级)

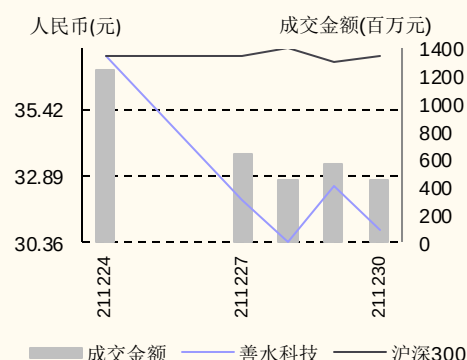
公司深度研究

市场价格 (人民币): 30.85 元

目标价格 (人民币): 38.07 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	2.15
已上市流通 A 股(亿股)	0.51
总市值(亿元)	66.22
年内股价最高最低(元)	37.46/30.36
沪深 300 指数	4922
创业板指	3323



成本优势显著的染料中间体细分龙头

公司基本情况 (人民币)

项目	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	447	384	560	877	1,657
营业收入增长率	-7.00%	-14.22%	45.95%	56.67%	88.80%
归母净利润(百万元)	139	110	146	272	374
归母净利润增长率	-4.72%	-20.97%	32.41%	87.11%	37.41%
摊薄每股收益(元)	0.864	0.683	0.678	1.269	1.744
每股经营性现金流净额	1.15	0.18	0.74	0.98	0.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	41.24%	24.57%	7.57%	13.06%	16.20%
P/E	N/A	N/A	45.49	24.31	17.69
P/B	N/A	N/A	3.44	3.17	2.87

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **“染料中间体+农药中间体”两大业务板块布局形成, 产品结构持续丰富:** 公司以染料中间体 6-硝体、氧体和 5-硝体起家, 近几年通过并购延伸到农药和医药中间体板块。目前核心利润染料中间体营收占比在 80%以上, 毛利率长期在 50%左右; 农药中间体的氯代吡啶系列仍处于起步阶段, 产品以 2-氯吡啶为主, 将通过推动募投项目的落地来丰富产品结构。
- **依托创新工艺技术平台, 产品成本优势遥遥领先:** 公司通过独有专利和创新技术平台孵化出一系列产品, 染料中间体采用非溶剂相连续化的生产工艺和循环套用设计, 在显著降低原料单耗的同时减少三废产生, 核心产品 6-硝体生产成本为 1.6 万/吨, 仅为竞争对手的一半; 5-硝体也通过新工艺将不足 40%的反应综合收率提升至 90%以上, 在强大的成本优势下公司细分市场龙头地位稳固。农药中间体板块的氯代吡啶系列通过连续化的工艺将吡啶转化率由 40%提高到 95%, 随着产能落地预计规模效应也将显现。
- **定位利基市场, 募投项目落地后公司将迈入新一轮成长周期:** 公司染料中间体板块目前全球市占率为 30%左右, 凭借政策壁垒和成本优势在细分领域的龙头地位稳固, 随着 6-硝体产能释放公司市场份额预计持续提升。农药中间体板块通过募投的年产 6.1 万吨氯代吡啶和 1.5 万吨 2-氯-5-氯甲基吡啶项目加速产能落地, 其中 8000 吨的 2,3-二氯吡啶作为“康宽”的关键中间体, 随着专利到期后国内需求有望出现倍增。整个项目达产后每年可为公司带来 25.9 亿营业收入和 4.8 亿净利润, 从而推动公司业绩实现高速增长。

投资建议

- 染料中间体板块随着产能释放和产品提价能够带来显著的利润增厚, 叠加募投项目落地后能推动公司业绩高速增长期。预计 21-23 年公司营收 5.6、8.8、16.6 亿元, 归母净利润 1.5、2.7、3.7 亿元, 对应的 EPS 分别为 0.68、1.27、1.74 元。考虑到公司在细分市场稳固的行业地位和领先的成本优势, 我们给予公司 2022 年 30 倍 PE, 目标价 38.07 元/股。首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示

- 募投项目投产不及预期、工艺技术升级不及预期、原料价格上涨、产品市场供需恶化

陈屹 分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉 分析师 SAC 执业编号: S1130521080003
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

内容目录

一、国内领先的染料中间体细分龙头	4
1.1 以染料中间体为基，产业布局持续丰富	4
1.2 业绩走出低谷，营运能力较强	5
二、工艺技术持续优化，成本优势遥遥领先	7
2.1 顺应政策，采用连续化工艺实现降本增效	7
2.2 染料中间体：工艺持续改进，打造成本优势	8
2.3 农药中间体：连续化工艺叠加规模效应后有望进一步降本	10
三、把握利基市场机遇，细分龙头持续成长	11
3.1 染料中间体：凭借成本优势持续提高市占率	11
3.2 农药中间体：募投项目推动产能落地，塑造第二增长曲线	14
四、盈利预测与投资建议	16
4.1 核心假设与盈利预测	16
4.2 投资建议及估值	18
五、风险提示	18

图表目录

图表 1：公司的发展历程	4
图表 2：公司主要产品和应用情况	4
图表 3：2016-2021Q3 公司营收情况（百万元）	5
图表 4：2016-2021Q3 公司归母净利润（百万元）	5
图表 5：2016-2021Q3 公司营收结构情况	5
图表 6：2016-2021Q3 公司毛利结构情况	5
图表 7：2016-2021Q3 公司主要产品毛利率情况	6
图表 8：2016-2021Q3 公司盈利能力情况	6
图表 9：2016-2021Q3 同行业公司存货周转率情况	6
图表 10：2016-2021Q3 同行业公司应收账款周转率情况	6
图表 11：2016-2021Q3 同行业公司流动资金占比情况	6
图表 12：2016-2021Q3 同行业公司资产负债率情况	6
图表 13：染料中间体和农药中间体行业相关政策	7
图表 14：同类企业染料及中间体板块营收增速对比	8
图表 15：同类企业染料及中间体板块毛利率对比	8
图表 16：公司染料中间体板块的核心专利和技术优势	8
图表 17：公司核心产品 6-硝体的成本优势分析	9
图表 18：2017-2021H1 公司的 6-硝体产销情况	9
图表 19：6-硝体企业产能情况对比（吨/年）	9
图表 20：公司 5-硝体产品合成工艺的优势分析	10
图表 21：2017-2021H1 公司 5-硝体产销情况（吨）	10

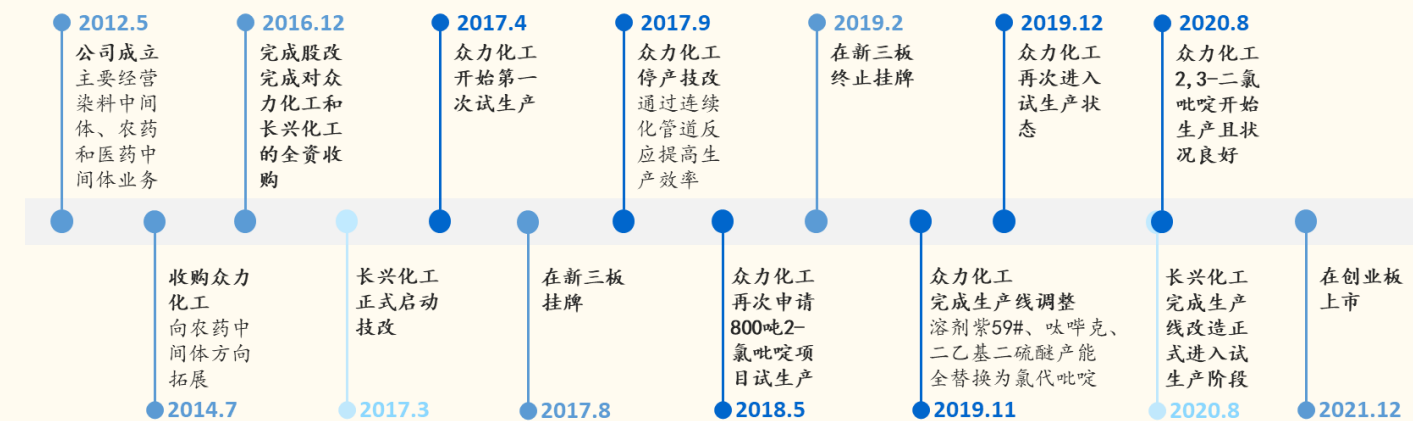
图表 22: 2017-2021H1 公司 5-硝体盈利能力情况.....	10
图表 23: 公司农药中间体板块的核心专利和技术优势.....	11
图表 24: 2017-2021H1 公司 2-氯吡啶盈利情况.....	11
图表 25: 2017-2021H1 公司 2-氯吡啶产销情况 (吨)	11
图表 26: 染料中间体行业产业链.....	12
图表 27: 全球染料产量地区分布	12
图表 28: 染料分类和下游应用情况.....	12
图表 29: 2011-2020 年我国绵羊毛产量情况 (万吨)	12
图表 30: 2015-2019 年我国真丝绸缎产量 (亿米)	12
图表 31: 2011-2020 年全国染料产量情况 (万吨)	13
图表 32: 2013-2020 年中国酸性染料产量 (万吨)	13
图表 33: 锦纶产业链情况.....	13
图表 34: 我国尼龙 66 进口依存度一直较高.....	13
图表 35: 2015-2020 年中国锦纶产量 (万吨)	14
图表 36: 未来 5 年中国酸性染料市场规模预测 (亿元)	14
图表 37: 公司主要产品市场空间和市占率情况.....	14
图表 38: 2015-2020 年我国农药原药产量 (万吨)	15
图表 39: 2015-2020 年我国农药中间体消费量 (万吨)	15
图表 40: 农药中间体行业发展趋势.....	15
图表 41: 公司募投项目细分产品情况.....	16
图表 42: 全球 2-氯吡啶需求情况 (万吨)	16
图表 43: 我国 2-氯吡啶产量情况 (万吨)	16
图表 44: 公司产品营收利润拆分	17
图表 45: 可比公司估值对比	18

一、国内领先的染料中间体细分龙头

1.1 以染料中间体为基，产业布局持续丰富

- 公司最早以染料中间体 6-硝体和氧体起家，通过并购快速布局农药和医药中间体。公司前身九江善水科技有限公司成立于 2012 年，在发展前期公司的产品比较单一，仅有染料中间体 6-硝体和氧体，2014 年时通过收购众力化工开始进军农药和医药中间体板块，并在 2016 年完成对众力化工和长兴化工两家企业的全资收购，进一步巩固公司在染料中间体市场领先地位的同时产品管线也得到了丰富。

图表 1：公司的发展历程



来源：公司公告、国金证券研究所

- 经历技改和产线调整后产业布局雏形已成，两大业务板块采取差异化的市场策略。公司目前产品分别归属于染料中间体、农药和医药中间体这两大板块，染料中间体板块的核心产品 6-硝体、氧体和 5-硝体主要用于制取酸性染料，考虑到这一下游需求在整体染料中占比不高因而市场规模相对有限，公司作为龙头当前策略主要是巩固行业地位和进一步扩大市占率；农药和医药中间体方面，公司的氯代吡啶系列产品仍处于起步阶段，目前产品以 2-氯吡啶为主，将通过推动募投项目的落地来丰富产品结构和提升产品的整体盈利能力。

图表 2：公司主要产品和应用情况

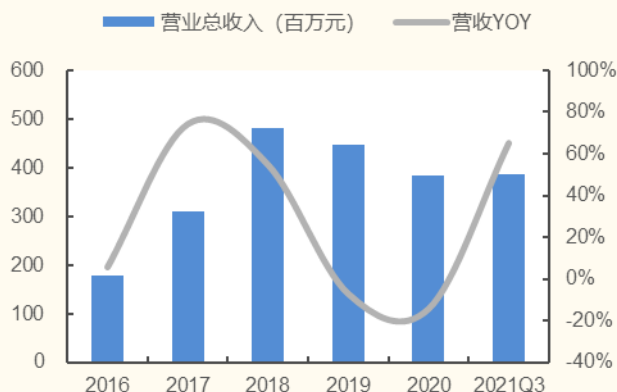
类别	产品	产能（吨）	具体应用场景	终端产品	终端产品用途
染料中间体	6-硝体	20000	主要用于制取酸性染料	酸性黑等	用于羊毛、蚕丝和锦纶织物的染色；也可用于皮革的染色
	氧体			酸性黑、酸性紫、酸性蓝等	
	5-硝体	1000	主要用于制取活性染料	酸性蓝、中性桃红等	用于棉、羊毛织物的染色
	邻氨基苯磺酸	2400		活性艳红、活性紫等	
农药和医药中间体			用于制取农药	氟磺隆等	玉米田防除禾本科杂草和阔叶杂草
			主要用于制取农药	敌草快	用于传导性触杀灭生性除草剂，也可以用作马铃薯和地瓜的茎叶催枯
				氯吡啶	用于农业，促进细胞分裂，扩大伸长，促进果实肥大，提高产量等
	2-氯吡啶	3450	用于制取医药	非尼拉敏、利他灵、曲唑酮、丙吡胺等	非尼拉敏为镇静类抗组胺药，临床上主要用于皮肤黏膜过敏性疾病；林他灵直接兴奋延脑呼吸中枢，适用于呼吸衰竭和各种原因引起的呼吸抑制；曲唑酮（Trazodone）是四环类非典型抗抑郁药；丙吡胺用于维持房颤和房扑的窦性节律，或预防室性心动过速和心室纤颤的复发
			用于日化领域	吡啶硫酮盐	用于抗头皮屑和杀菌剂等

来源：公司公告、国金证券研究所

1.2 业绩走出低谷，营运能力较强

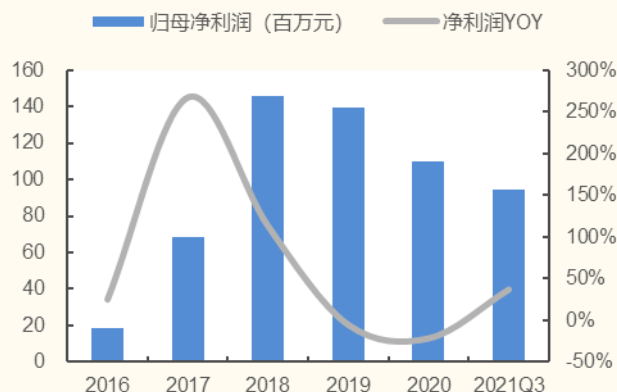
- **多重影响下公司业绩震荡，低谷过后恢复期已经来临。**从公司的历史业绩表现来看，2016-2018 年公司的主营产品 6-硝体、氧体市场需求旺盛，这一板块的量价齐升推动整体业绩实现了高速增长；2019 年因原料邻氨基苯酚供应紧张导致 5-硝体减产，同时 2-氯吡啶生产线因为改扩建而停工，仅当年最后一个月进行了试生产，两大产品产销盈利能力显著降低导致公司整体业绩表现不佳；2020 年在疫情影响公司产品的下游需求受到较大冲击，产品量价齐跌导致业绩大幅下滑。今年以来疫情相对缓和，随着下游行业需求开始复苏，公司产销情况和利润表现均开始向好。

图表 3：2016-2021Q3 公司营收情况（百万元）



来源：Wind、国金证券研究所

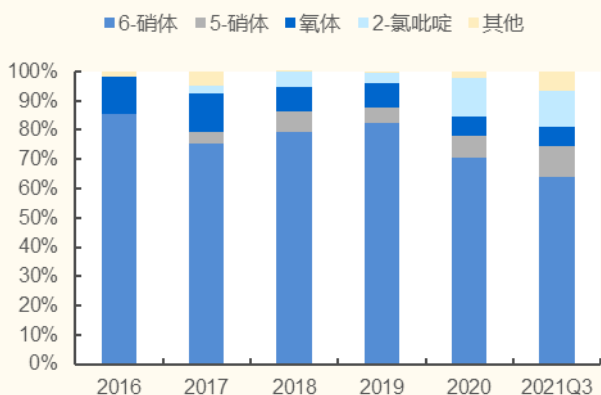
图表 4：2016-2021Q3 公司归母净利润（百万元）



来源：Wind、国金证券研究所

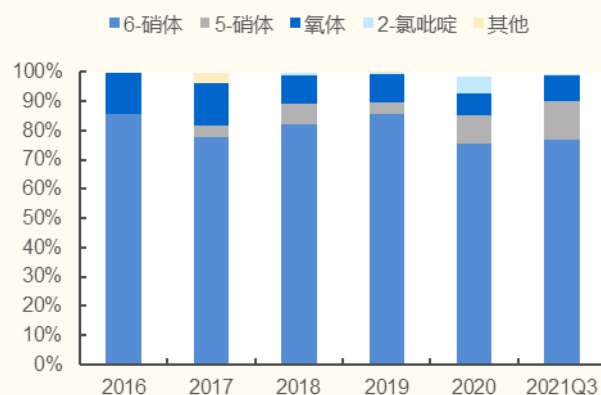
- **染料中间体仍为公司核心营收利润来源，整体盈利能力短期承压。**近几年公司产品结构持续丰富，但从业绩表现来看农药中间体板块贡献的利润仍然极为有限，2021 年前三季度染料中间体三大产品贡献的收入占比为 81%，毛利来源全部由染料中间体所贡献。从各产品的盈利能力来看，公司作为染料中间体的细分龙头，对于当前在售的几大产品具备较强的定价权，因而产品的盈利水平能够长期维持在较高的位置，近几年毛利率一直在 50% 左右；农药中间体板块考虑到公司仍处于开拓布局期，主要产品 2-氯吡啶的毛利率主要随市场行情而波动，今年在原料和人工等成本同时上涨的背景下，毛利率大幅下滑。近几年尽管公司在停产和疫情等因素的影响盈利能力有所向下，但依托行业龙头的优势地位整体仍然维持了较高的盈利水准，2021 年前三季度公司的销售毛利率和净利率分别达到了 38.2% 和 24.5%。

图表 5：2016-2021Q3 公司营收结构情况



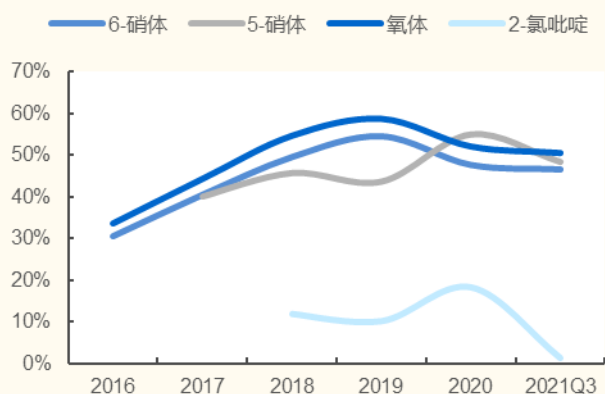
来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：2016-2021Q3 公司毛利结构情况



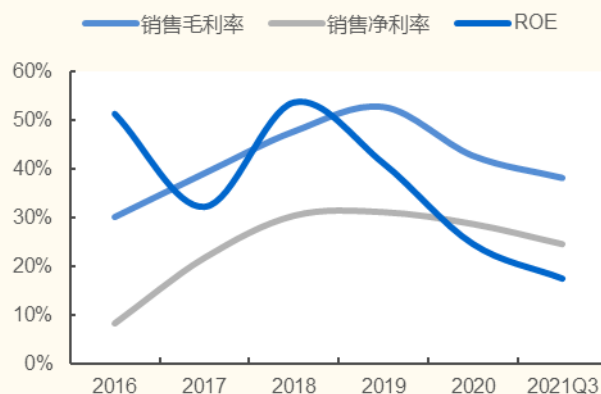
来源：Wind、国金证券研究所

图表 7: 2016-2021Q3 公司主要产品毛利率情况



来源: Wind、国金证券研究所

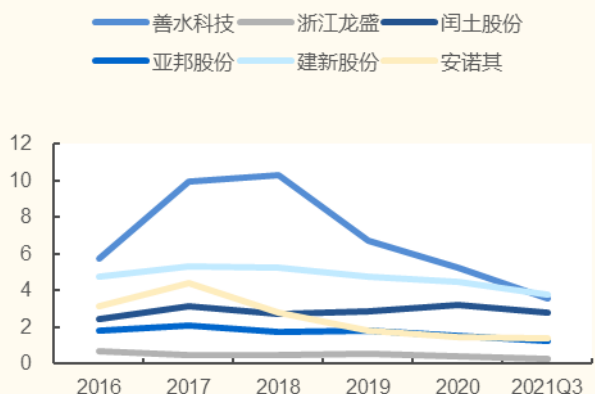
图表 8: 2016-2021Q3 公司盈利能力情况



来源: Wind、国金证券研究所

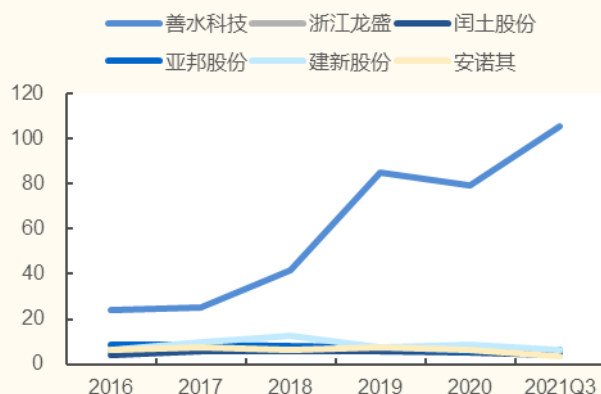
■ 公司具备较强的营运能力, 资产结构较为健康。考虑到公司作为染料中间体细分领域龙头, 核心产品具备较强的市场竞争力, 对比同行业的染料类企业存货周转率和应收账款周转率均远超同业, 2020 年同业应收账款周转率均不足 10 倍, 而公司的应收账款周转率则高达 79 倍。从资产结构来看, 截止 2021Q3 公司资产负债率为 31%, 位于业内中游, 流动资金占比高达 81%, 现金流较为充裕。

图表 9: 2016-2021Q3 同业公司存货周转率情况



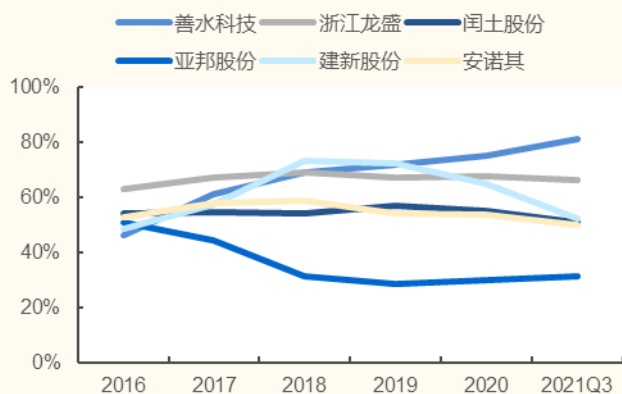
来源: Wind、国金证券研究所

图表 10: 2016-2021Q3 同业公司应收账款周转率情况



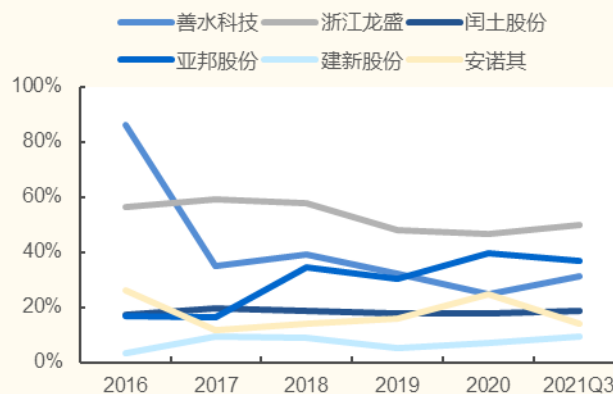
来源: Wind、国金证券研究所

图表 11: 2016-2021Q3 同业公司流动资金占比情况



来源: Wind、国金证券研究所

图表 12: 2016-2021Q3 同业公司资产负债率情况



来源: Wind、国金证券研究所

二、工艺技术持续优化，成本优势遥遥领先

2.1 顺应政策，采用连续化工艺实现降本增效

- **公司两大业务板块在生产流程方面具备一定的共性，关键反应环节对工艺水平要求较高。**公司现有的染料中间体和农药中间体产品属于精细化学品的范畴，都是通过化学合成和纯化等过程制备的，在原材料、工艺流程、生产所需设备、所应用的生产技术和后处理等各方面均具备较强的共通性，但在关键反应环节、具体反应条件和生产细节等方面存在差异。染料中间体的核心反应环节为硝化反应，农药中间体的关键反应为氯化反应，因为两种反应均属于较为危险的化工工艺，我国的相关政策对生产工艺环境和流程设备均进行了一定的限制以确保生产安全。
- **连续化生产工艺符合行业政策要求，兼具安全和环保的优势。**公司主要产品染料中间体生产流程中最核心的环节为硝化反应，是指采用硝化剂向有机化合物分子引入硝基的取代反应，具备反应速度快且放热量大，反应物料、硝化产物、副产物具有爆炸危险等特点，是首批重点监管的危险化工工艺。从工艺角度来看目前国内应用较多的有间歇硝化、半间歇硝化和连续硝化，小规模企业和精细化工大多采用间歇和半间歇硝化方式，连续化工艺相比间歇式工艺降低了反应温度和压力，使反应过程平稳运行、风险可控分散，通过自动化的连续设备极大减少人为操作从而提高生产过程中的安全性。考虑到连续硝化工艺具备的多重优势，符合安全环保的政策要求，国家早在“十二五”期间就开始推广连续硝化技术，但推广效果一直不理想，近几年政策端也从鼓励类逐渐转变为限制类，在相关政策的推进下连续硝化工艺将成为主流，间歇式工艺将逐渐被淘汰。

图表 13：染料中间体和农药中间体行业相关政策

时间	部门	政策	类型	核心内容
2010 年 6 月	国家环境保护部	《“十二五”主要污染物总量控制规划编制技术指南》	鼓励类	“十二五”期间，染料行业要推广连续硝化技术、绝热硝化技术等清洁生产工艺，提高循环水利用，减少氨氮排放
2019 年 11 月	国家发改委	《产业结构调整指导目录（2019 年本）》	鼓励类	染料、有机颜料及其中间体清洁生产、本质安全的新技术（包括发烟硫酸连续磺化、连续硝化、连续酰化、连续萃取、连续加氢还原、连续重氮偶合等连续化工艺，催化、三氧化硫磺化、绝热硝化、定向氯化、组合增效、溶剂反应、双氧水氧化、循环利用等技术，以及取代光气等剧毒原料的适用技术，膜过滤和原浆干燥技术）的开发和应用
2020 年 8 月	江苏省应急管理厅	省应急管理厅关于进一步提升硝化企业本质安全水平的指导意见	限制类	新改扩建的硝化装置原则上采用微通道等连续硝化生产工艺，进一步提升工艺本质安全水平，管控源头风险

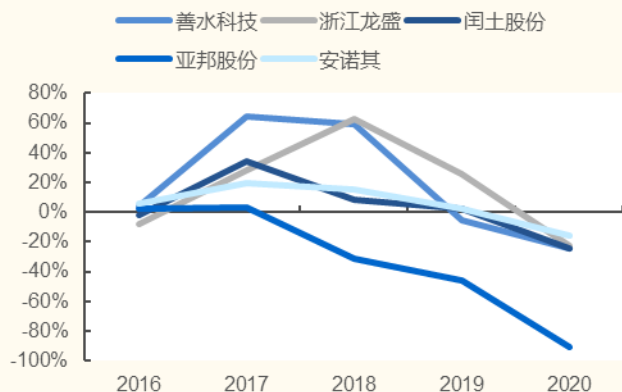
来源：国家发改委、江苏省应急管理厅、国金证券研究所

- **重视自主研发，采用先进的管道化连续反应技术，持续改良生产工艺。**公司近几年虽然业绩波动较大，但研发支出占比一直维持在 3% 以上，对比其他的染料中间体和农药中间体企业，公司的研发投入水平位于行业中游。公司目前已经建立了涵盖项目立项、化学合成工艺、纯化技术、杂质分析和分离技术、量产等方面的技术体系，并且部分核心技术能同时应用于农药和医药中间体与染料中间体产品。在技术研发方面通过自主设计亚硝化及硝化连续化管道反应器等核心反应设备，实现产品的大工业化生产，提高产出效率同时减少了固定资产投资规模，并且通过持续改良生产工艺降低产品生产成本，不断提升产品的性价比优势。

2.2 染料中间体：工艺持续改进，打造成本优势

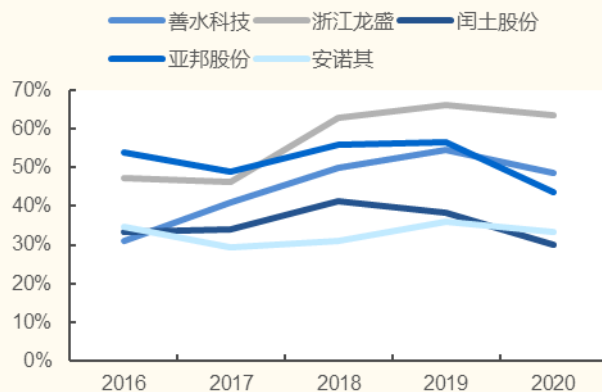
- 公司染料中间体板块的营收增速和盈利水平基本和行业趋势保持一致，毛利率相对较高。对比染料领域涉及到中间体业务的相关企业，公司的营收增速在 2016-2018 年维持较高水平，近两年则持续回落，和同类企业增长趋势较为相似；从盈利能力来看，染料中间体相对染料业务毛利率更高一些，依托自身的成本优势，公司的毛利率水平一直在 50% 左右，处于行业的中上游。

图表 14：同类企业染料及中间体板块营收增速对比



来源：Wind、国金证券研究所

图表 15：同类企业染料及中间体板块毛利率对比



来源：Wind、国金证券研究所（善水科技和浙江龙盛为中间体业务，其他为染料业务）

- 染料中间体板块的核心产品均拥有对应专利，通过独有技术的应用完成工艺优化。目前公司染料中间体板块的核心产品为 6-硝体、氧体、5-硝体和邻氨基苯磺酸，在工艺技术方面具备较强的协同性，主要通过非溶剂相连续硝化管道反应的创新平台进行生产，每种产品至少具备一项独有的核心技术，核心在于一方面通过非溶剂的创新技术提高反应的浓度从而大幅度提高硝化反应的收率和纯度；另一方面不采用溶剂既能减少了原料端的损耗和又能大幅降低环保回收费用，综合来看公司通过工艺技术的改进实现了原料的充分利用和生产过程中的自动化程度提升。

图表 16：公司染料中间体板块的核心专利和技术优势

应用产品	核心专利	独有技术的应用	技术壁垒	技术优势
氧体	一种氧体及其制备方法	2-萘酚升温熔融，并加入助剂增加分散效果	提高反应浓度，改善分散效率	①减少液碱用量和 2-萘酚的氧化损耗并增加产能，同时减少了三废排放；②高反应浓度提升了产品转化率，并降低了单位制造成本
6-硝体	一种 1, 2-重氮氧基苯-4-磺酸的溶剂硝化方法	氧体在溶剂条件下硝化实现均相体系反应	均相体系反应，提升反应浓度	①减少硫酸使用量，工艺操作简单化，降低生产成本，无需进行精制重结晶，大幅度提高了硝化的收率和纯度；②产品游离酸降低，保证产品不易结块，方便下游客户使用
5-硝基-2-氨基苯酚	一种 6-硝基-1,2-重氮氧基苯-4-磺酸的氧化水解方法	在 6-硝体的硝化工艺过程中，适当加入助剂，抑制氧化水解副反应	抑制氧化水解副反应	①有效减少氧化水解副反应，降低了废气的产生，降低了废水量；②提高了硝化收率和产品的纯度
邻氨基苯磺酸	5-硝基-2-氨基苯酚生产工艺	在本产品上添加特有助剂进行硝化提升反应收率，以及添加催化剂进行水相水解	尿素取代光气环合，硝化步骤提升收率，提高安全系数、减少损耗	相比对硝基苯胺重氮化、缩合、水解反应工艺，收率提高至 90% 以上，产品纯度提高至 98% 以上，污染物减少
	2-氨基苯磺酸加氢还原	加氢还原是目前化工行业中较先进的通用性技术，但运用于邻氨基苯磺酸生产的企业较少	添加特有助剂，使还原反应经济可行	不产生常规反应的大量危废，全流程液相反反应，减少了常规反应需要投入铁粉及过滤铁粉的人工操作，实现了产品的连续化和自动化，极大地减少人工成本、危废处置费用及极大地提高生产效率，提高产品纯度

来源：公司公告、国金证券研究所

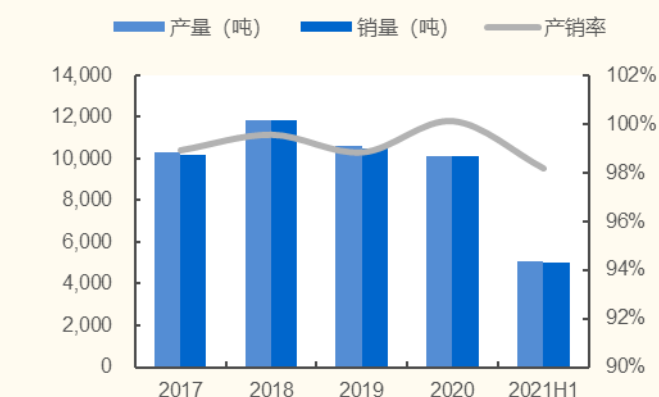
- **通过溶解工艺降低原料单耗，叠加循环套用设计减少废物产出，6-硝体成本优势较为突出。**公司核心产品 6-硝体通过非溶剂相连续硝化管道反应进行生产，一方面通过采用专利溶解工艺显著降低了原料的单耗水平，在原料方面相较传统工艺单吨可降低的成本达到 4800 元以上；另一方面由于原料耗用量更少并且采用循环套用方式极大程度上降低了废水和废物的产生，使得环保费用得到大幅降低，对比传统工艺公司在环保方面的费用低 10000 元以上；此外由于公司为行业龙头企业具备规模效应且自动化程度更高，因此单吨产品的人工制造费用方面对比传统工艺低 700 元以上。整体来看公司单吨 6-硝体成本约为 1.6 万元，而采用传统工艺的竞争对手们单吨成本高达 3.2 万元，为公司单吨生产成本的 2 倍。在成本优势下，公司的 6-硝体产品销量持续向好，当前产能已经扩大到 2 万吨，随着规模效应的发挥，预计公司产品的行业竞争力将进一步凸显。

图表 17：公司核心产品 6-硝体的成本优势分析

板块	公司	其他企业	公司具备的优势和原因
原料单耗对比（单位：吨）			
2-萘酚	0.65	0.69	采用自有专利技术溶解 2-萘酚：①原材料氧化率低、损耗少；②得到的 2-萘酚颗粒小、反应效率提高，耗用量降低；③耗水少，得到的反应底物浓度高，后续反应效率提高
焦亚硫酸钠	0.91	1.21	①公司溶解工艺耗水较少，得到的亚硝化料浓度较高，可提高对焦亚硫酸钠的使用效率；②还原反应阶段，通过循环套用二氧化硫吸收液，降低焦亚硫酸钠的耗用
亚硝酸钠	0.58	0.68	①亚硝化反应阶段的溶解工艺得到的 2-萘酚溶液浓度高、颗粒小，可提高亚硝化反应的收率和原料使用效率；②重氮化反应阶段，将反应底物的浓度保持在临界饱和状态，提高对亚硝酸钠的利用率
液碱	0.17	0.2	公司溶解工艺在溶解 2-萘酚时无需耗用液碱从而减少耗用
消泡剂	—	0.008	公司现有生产工艺泡沫少，无需使用消泡剂
硫酸	0.39	2.99	①公司溶解工艺可避免在 2-萘酚溶解过程中耗用硫酸；②公司采用的工艺耗用工业用水量较少，反应溶液中盐浓度较高，对于还原反应后的产物析出可以利用盐析效应；③除硝化反应阶段新增硫酸以外，其他反应阶段均采用硝化反应后产生的硫酸进行回收循环套用；④硝化反应在较高温度下进行且采用管式反应，可提高反应物浓度及反应效率
环保费用对比（单位：元）			
废水	945	10,000	①通过采用自有专利技术、临界溶液饱和度反应浓度以及循环套用硫酸等方式，可极大减少废水的产生量；②通过循环套用硫酸，可充分降低废水中的酸浓度；③通过提高反应溶液浓度，可实现反应物的充分反应，降低废水中的有机物浓度；④通过采用压滤母液二次过滤回收技术，可进一步降低废水中的有机物浓度，降低废水的 COD 值
固体危废	58	1,260	公司先对高盐废水进行预处理去除其中的有机物，然后采用三效蒸发设备对高盐废水进行再次处理，得到的硫酸钠质量较好可作为商品销售，传统工艺产生的硫酸钠含有杂质较多且量较大，需要作为固废进行填埋处理
人工费用对比（单位：元）			
工资	891	1,600	具备一定的规模效应且生产自动化程度更高

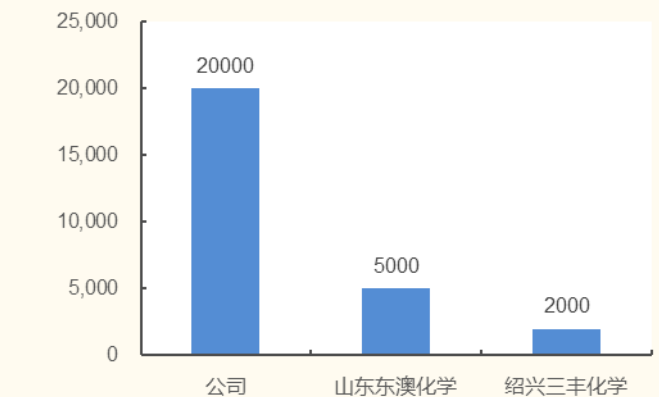
来源：公司公告、国金证券研究所（公司成本为 2018-2020 年平均值）

图表 18：2017-2021H1 公司的 6-硝体产销情况



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 19：6-硝体企业产能情况对比（吨/年）



来源：公司公告、国金证券研究所

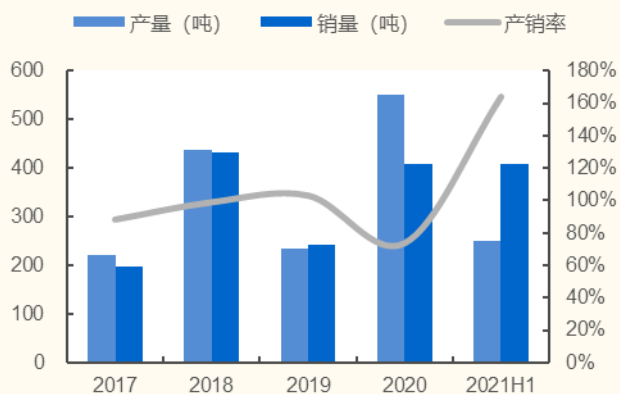
- **5-硝体产品采用邻氨基苯酚两步合成方法，新工艺具备效率高、成本低和清洁环保的优势。**目前 5-硝体产品的传统生产工艺主要有 3 种，工艺较为落后且生产流程长，反应的整体综合收率在 28%-40%，同时还因为三废量大而具有安全和污染的问题，近几年在相关环保政策的限制下许多厂家已经逐渐停产。公司通过从工艺路线端着手，通过非溶剂相连续硝化管道反应和水相低压连续加氢的两大工艺创新平台进行生产，低压连续加氢的技术从本质上解决了加氢还原过程中因为高温高压而带来的爆炸风险，同时综合收率大幅提高至 90%，三废量同样大幅降低。在其他不规范厂家逐渐停产的背景下，公司产品竞争力得到进一步凸显，产销情况持续向好，预计当前 1000 吨产能可得到较好消化，目前公司单吨 5-硝体的生产成本仅为 3.5 万元，而官网最新的销售报价已经提升至 9.5 万吨，产品具备极强的盈利能力。

图表 20：公司 5-硝体产品合成工艺的优势分析

合成工艺	工艺名称	具体内容	优劣分析
传统合成工艺	邻羟基乙酰苯胺法	邻羟基乙酰苯胺缩合脱水，然后进行硝化，碱性条件下进行水解	综合收率仅为 28%，邻羟基乙酰苯胺原料成本高
	对硝基苯胺与亚硫酸氢钠法	对硝基苯胺重氮后合成对硝基三氮苯，然后进行酸性水解	综合收率 30% 左右，成本高，废水量大，而且对硝基三氮苯为剧毒、易燃、易爆物质
	邻硝基苯酚法	邻硝基苯酚加氢还原为邻氨基苯酚，用光气保护氨基后，再进行硝化，然后在氨水中高温高压进行水解所得	光气危险性高，光气保护收率低于 80%，氨水水解安全及环保风险大，并增加废水中氨氮，收率为 65%，综合收率仅为 40%，废水量大，成本高
公司合成工艺	邻氨基苯酚两步合成方法	邻氨基苯酚与尿素进行环合保护氨基，然后在溶剂条件下进行均相硝化，催化剂条件下水相高温高压水解	尿素环合安全操作性高，收率高，降低污水中氨氮指标；溶剂中进行硝化提高反应率，综合收率 90% 以上，同比操作性强，成本低，废水量少，COD 低

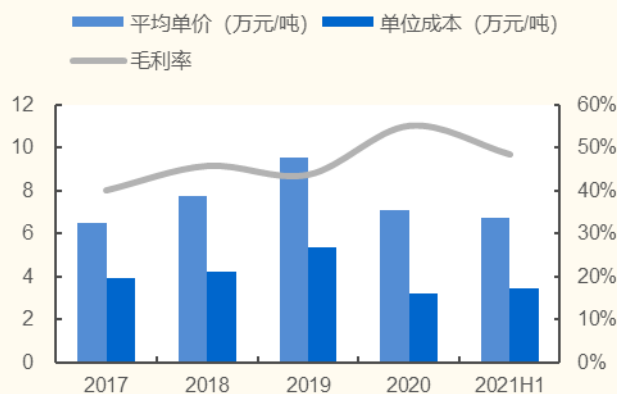
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 21：2017-2021H1 公司 5-硝体产销情况（吨）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 22：2017-2021H1 公司 5-硝体盈利能力情况



来源：Wind、国金证券研究所

2.3 农药中间体：连续化工艺叠加规模效应后有望进一步降本

- **农药中间体板块产品规划清晰，通过连续化生产工艺实现原料的充分利用，产能扩大后规模效应有望显现。**公司的生产路线从氯气和吡啶两大原料开始，通过连续化的工艺将上一环节的副产品及部分产品用作生产下一步产品的原料，能够对原材料进行充分利用，在最大程度上节省原材料的同时减少了三废排放，从而提高产品收率，使得吡啶转化率由 40% 提高到了 95%，同时减少了废水量的产生，通过减少原料耗用量和节省环保费用共同降低了产品的生产成本。

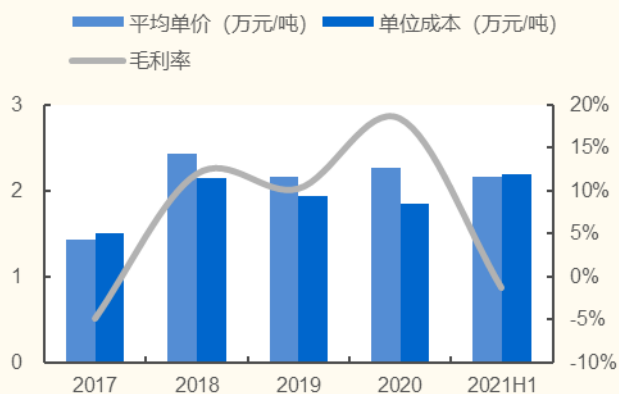
图表 23：公司农药中间体板块的核心专利和技术优势

应用产品	核心专利	独有技术的应用	技术壁垒	技术优势
2,3-二氯吡啶	一种 2,3-二氯吡啶的合成方法	市场上唯一一家采用水相加氢用于 2, 3-二氯吡啶生产的企业	吡啶氯化产物不用提纯直接用于加氢工序	相比传统方法，简化工艺环节，减少溶剂使用，减少固废量，环保清洁
氯代吡啶系列产品	氯代吡啶连续化生产工艺	连续化制取 2-氯吡啶及其他氯代吡啶产品	该工艺采取特有氯化装置，增加反应水循环使用量，从而减少废水产生	提高了反应的吡啶的转化率，使吡啶转化率由 40%提高到 95%，减少了废水量的产生

来源：公司公告、国金证券研究所

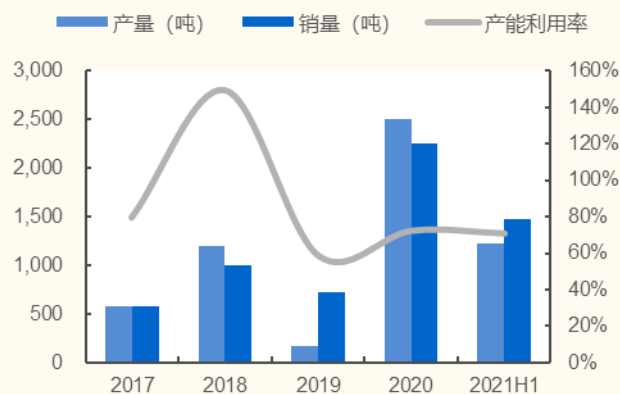
- 当前核心产品 2-氯吡啶在经过工艺优化后仍有降本空间，盈利能力和产销情况有望持续向好。公司的氯代吡啶系列产品规划了较多种类，但大部分产品项目仍在建设落地中，目前已经形成业绩的农药中间体产品为 2-氯吡啶，在经过 2019 年的停产改造后产能已经提升至 3450 万吨，通过工艺改进和规模化的生产实现了一定的降本，毛利率也从原先的 10%左右提升到了 2020 年的 18%，同时产能利用率也实现了快速爬坡，2020 年在疫情的负面影响下公司 2-氯吡啶的产品产能利用率和产销率分别达到了 72%和 90%的较高水平，能够反映出公司产品在市场中具备的较强竞争力，预计未来公司的产能可以得到充分消化。今年以来由于前端大宗原料产品价格出现突发性的暴涨导致公司产品的盈利能力大幅下滑，随着原料端影响的消退，公司农药中间体产品的盈利能力也将恢复到正常水平。

图表 24：2017-2021H1 公司 2-氯吡啶盈利情况



来源：Wind、国金证券研究所

图表 25：2017-2021H1 公司 2-氯吡啶产销情况 (吨)



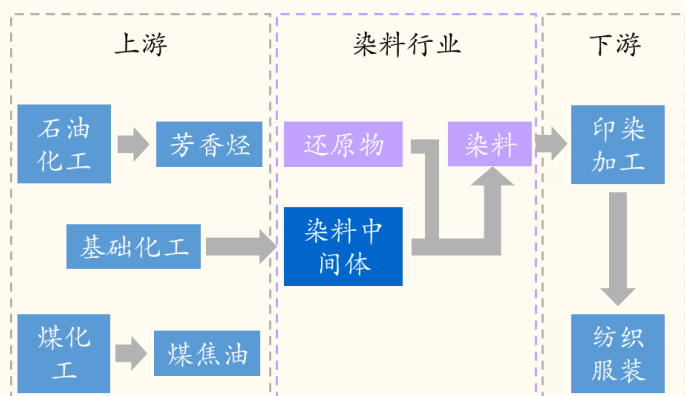
来源：Wind、国金证券研究所

三、把握利基市场机遇，细分龙头持续成长

3.1 染料中间体：凭借成本优势持续提高市占率

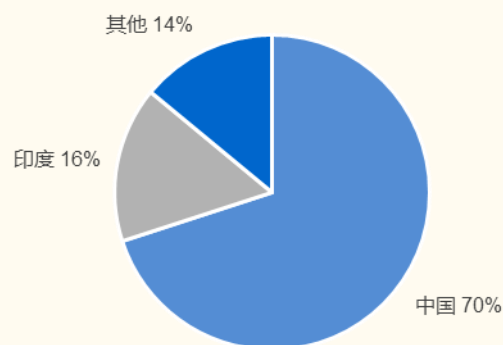
- 公司作为染料中间体厂家，位于产业链中游，在国内均具备良好的产业化基础。从行业产业链角度来看，染料制造业的上游行业为石油化工、煤化工以及基础化工等行业，其中石油化工提供苯、芳烃衍生物等原料，煤化工提供了重要原料煤焦油，基础化工提供了纯碱、硝酸等无机原料，目前我国已成为上述行业生产和消费大国，整体看来国内相关原料的供应都较为充足。染料行业的下游主要为纺织行业中的印染子行业，我国的纺织行业较为发达，在全球的竞争优势也较为明显。考虑到我国为染料生产大国，在全球的产量占比高达 70%，因而对染料中间体的发展有较好的产业基础，对应的需求量也有较强的支撑作用。

图表 26：染料中间体行业产业链



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 27：全球染料产量地区分布



来源：前瞻产业研究院、国金证券研究所

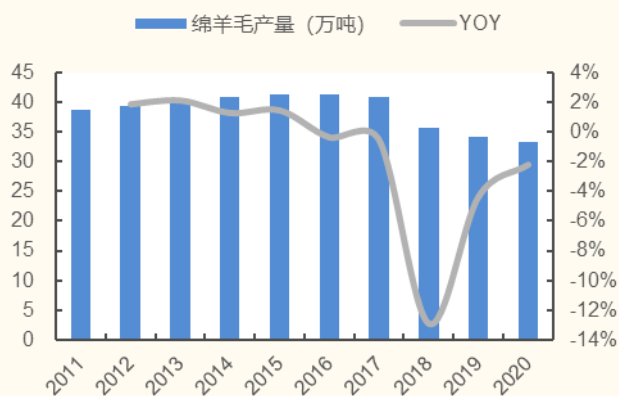
- 公司核心产品主要用于制取酸性染料，下游应用于羊毛、蚕丝和锦纶的染色，中短期市场空间相对有限，预计行业格局较为稳定。从下游应用来看，目前全球合成纤维中涤纶产量占比高达 60%以上，而分散染料作为目前唯一能在涤纶上染色和印花的染料需求量占比位居首位。而酸性染料因为含有磺酸基、羟基等基团，能与羊毛、蚕丝等蛋白质纤维和聚酰胺纤维（锦纶）上的氨基或酰胺基相结合，相比其他染料在羊毛、蚕丝、锦纶等材料染色和印花中色泽更加鲜艳而且染色更加牢固。由于酸性染料的核心应用产品在纺织品中的用量占比并不高，因而对于酸性染料的需求量也不高，近几年随着我国蚕丝、丝绸和羊毛产量的逐渐降低，酸性染料的产量和占比也在持续下滑，2020 年的产量仅为 3.5 万吨，占比为 3.6%。

图表 28：染料分类和下游应用情况

染料分类	用途
分散染料	主要用于合成纤维（涤纶、锦纶、醋酯纤维等）的染色
活性染料	主要用于棉纤维及其纺织品的染色
酸性染料	主要用于羊毛、蚕丝、聚酰胺纤维的染色
直接染料	主要用于针织、丝绸、棉纺、皮革、毛麻的染色
还原染料	主要用于棉、涤棉混纺织物染色
硫化染料	主要用于棉纤维染色

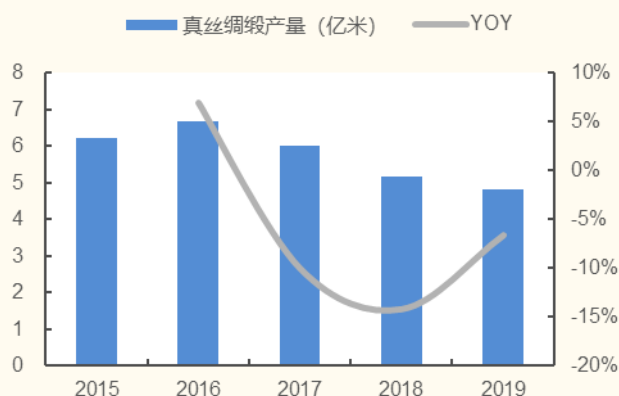
来源：公司公告、国金证券研究所

图表 29：2011-2020 年我国绵羊毛产量情况（万吨）



来源：Wind、国金证券研究所

图表 30：2015-2019 年我国真丝绸缎产量（亿米）



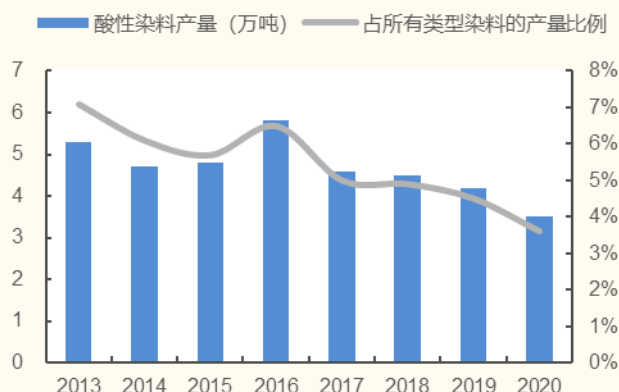
来源：中国染料工业协会、华经产业研究院、国金证券研究所

图表 31: 2011-2020 年全国染料产量情况 (万吨)



来源: 中国染料工业协会、国金证券研究所

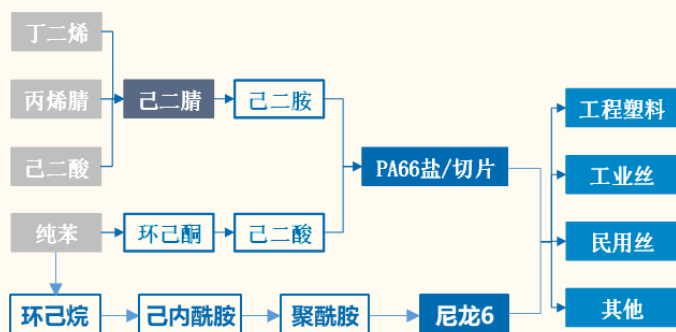
图表 32: 2013-2020 年中国酸性染料产量 (万吨)



来源: 中国染料工业协会、华经产业研究院、国金证券研究所

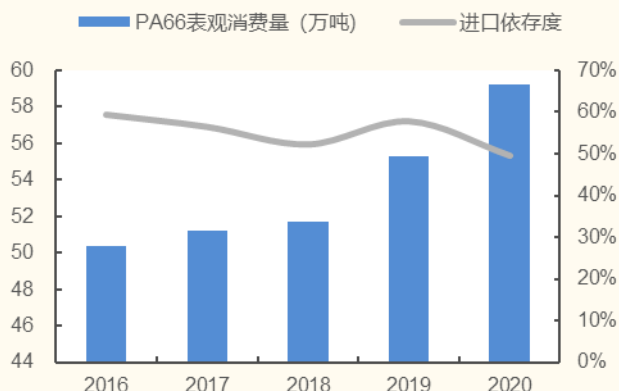
- 随着己二腈生产环节的突破, 我国锦纶产业链有望通过原料国产化步入快速发展期。尽管过去几年我国锦纶产量呈现出增长的趋势, 但因为锦纶产业链中部分原料环节仍处于瓶颈期, 与被广泛应用的涤纶对比, 部分原料端尚未完全实现国产化导致锦纶的性价比不高, 应用也相对有限。近几年我国己二腈技术开始逐步突破, 2019 年华峰集团通过己二酸法率先实现了己二腈产品的国产化, 随着国内天辰、神马等相继开始布局研发和华峰的产能扩充, 我国在己二腈环节的自给程度有望逐步提升, 有望带动下游锦纶产品的性价比提升和放量。

图表 33: 锦纶产业链情况



来源: 国金证券研究所

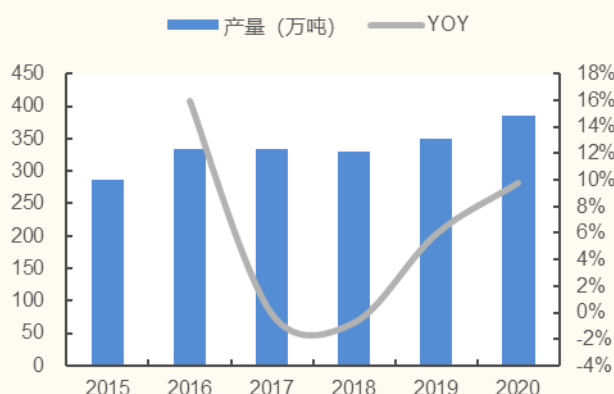
图表 34: 我国尼龙 66 进口依存度一直较高



来源: 卓创资讯、国金证券研究所

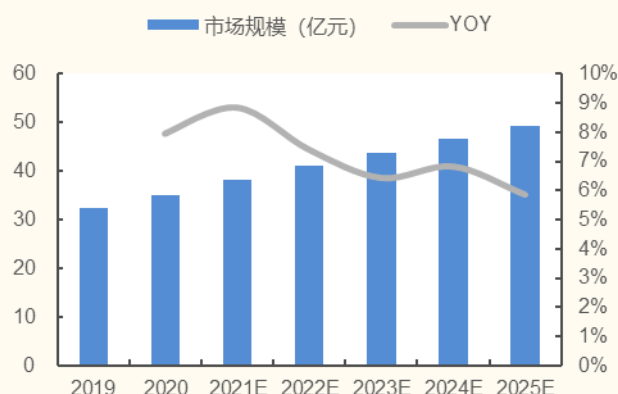
- 锦纶需求预计稳步增长, 长期看酸性染料产业链将同步受益。2020 年中国锦纶产量为 384 万吨, 同比增长 9.8%, 未来随着我国生产力和居民可支配收入的提升, 用于服饰领域的支出有望持续增长, 而天然纤维的产能提升存在限制, 对比起来合成纤维具备性能和性价比的双重优势, 原料端国产化持续推进中的锦纶的产量有望维持稳步增长。考虑到锦纶是我国使用酸性染料最多的布料, 酸性染料的市场需求将受益于锦纶的发展得到进一步提高, 2025 年酸性染料市场规模有望提升至 40 亿以上。

图表 35: 2015-2020 年中国锦纶产量 (万吨)



来源: 中国染料工业协会、国金证券研究所

图表 36: 未来 5 年中国酸性染料市场规模预测 (亿元)



来源: 智研咨询、国金证券研究所

- 成本优势下公司三大核心产品在细分市场的龙头地位稳固, 随着产能的释放市占率可持续提高。公司三大核心产品 6-硝体、氧体和 5-硝体均定位于利基市场, 市场规模较为有限, 因而能和大企业展开差异化的竞争, 凭借自身较强的研发技术实力实现业内最低成本, 从而快速抢占市场份额, 按照 2020 年公司的销售情况进行计算, 公司 6-硝体、氧体和 5-硝体的全球市占率分别为 29%、28%和 34%。目前公司在技改后具备 2 万吨的 6-硝体和氧体产能以及 1000 吨的 5-硝体产能, 在成本优势的加持下, 随着产能的陆续释放, 预计公司各个产品的市占率还将继续提升, 长期能够成长为行业内的绝对龙头, 凭借较好的客户粘性和较强的定价权, 公司染料中间体板块有望步入量价齐升的新周期。

图表 37: 公司主要产品市场空间和市占率情况

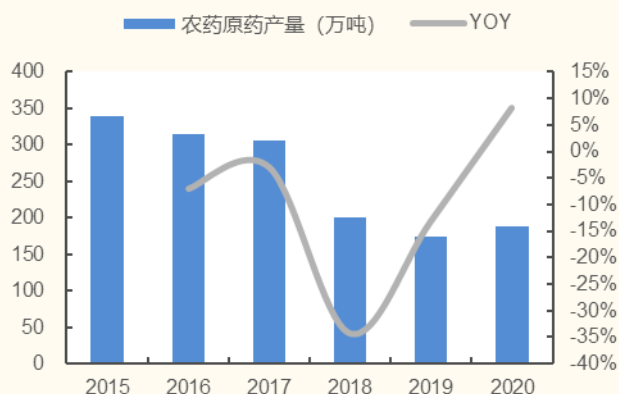
产品名称	下游产品	下游产品 市场需求 (吨)	产品单耗 (KG/吨)	公司产品市场需求 (吨)	公司产品 2020 年 销量 (吨)	市占率
6-硝体	酸性黑	100,000	350	35,000	10,135.89	29%
	酸性染料蓝 193	12,000	250	3,000		
氧体	酸性染料紫 90	1,000	300	300		
	小计	13,000	-	3,300	920.55	28%
	酸性染料蓝 317	2,000	311	622		
5-硝体	酸性染料蓝 284	1,800	185	333		
	中性桃红	1,800	136	244.8		
	小计	5,600	-	1,199.8	407.22	34%

来源: 公司公告、国金证券研究所

3.2 农药中间体: 募投项目推动产能落地, 塑造第二增长曲线

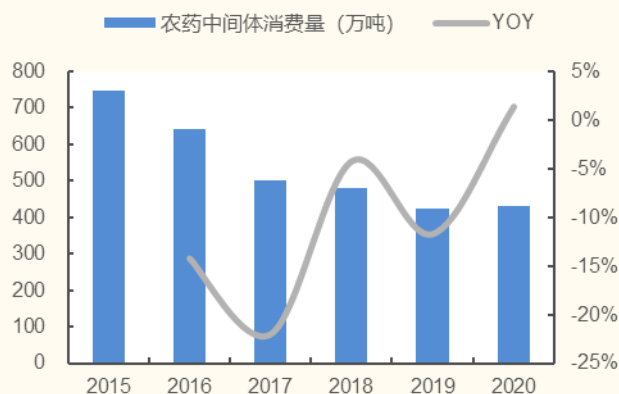
- 在政策引导下我国农药原药产量持续下滑, 考虑到农药产品具备一定的刚性消费属性, 行业将逐渐向高质量方向发展。国家农业部在 2015 年 2 月下发《到 2020 年农药使用量零增长行动方案》后近几年我国农药原药产量持续下滑, 从 2015 年的 338 万吨降低至 2020 年的 189 万吨, 年均复合增速为-11%, 在农药原药持续下滑的背景下我国农药中间体的消费量也出现了同步下滑, 消费量从 2015 年的 748 万吨降低至 2020 年的 430 万吨。长期来看, 考虑到农药消费在农业领域仍具备不可或缺性, 行业整体消费量预计将趋于稳定。在环保政策的要求下, 未来高效低毒类产品将对现有产品进行持续的替代。

图表 38：2015-2020 年我国农药原药产量（万吨）



来源：Wind、国金证券研究所

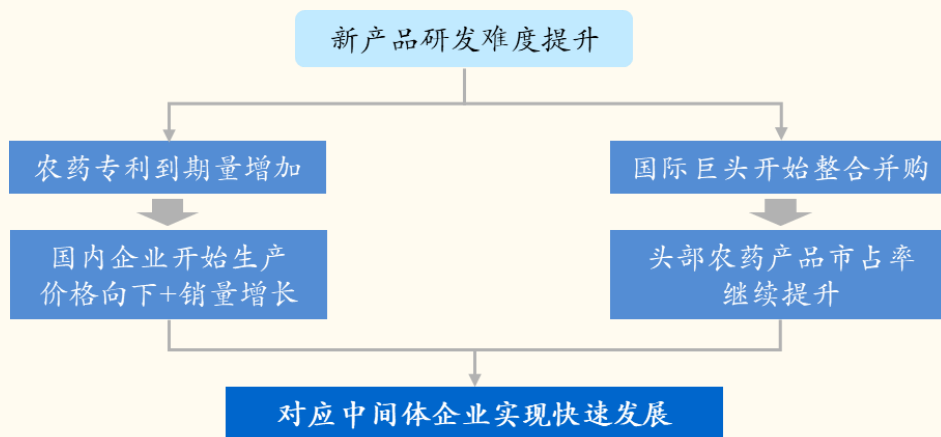
图表 39：2015-2020 年我国农药中间体消费量（万吨）



来源：前瞻产业研究院、国金证券研究所

- 农药行业技术复杂且工艺环节冗长，随着全球产业链资源的重新配置，国内中间体行业或将迎来新成长。在环保政策日益趋严的背景下，农药生产发展将趋于精细化和环保化，这也给农药研发带来了较高的难度。而在研发速度放缓的背景下，专利农药的新增速度减慢，另一方面随着专利保护的到期，原有专利药将步入价格下行周期和快速放量阶段，而中间体产品则受益于下游需求的快速放量实现飞速发展。根据 AGROW《世界农作物保护新闻》资料显示，2018-2022 年间共有 30 个农药的化合物专利到期，原专利农药的销售数量有望大幅提升，进而带动对应中间体产品的消费需求。国内具备完备的产业链、技术优势和相关中间体产品储备的企业有望从中受益。

图表 40：农药中间体行业发展趋势



来源：国金证券研究所

- 公司通过募投项目重点发展农药中间体板块，达产后有望迈入新一轮成长周期。公司当前产品仍以染料中间体为主，农药中间体板块仅有少量的氯代吡啶产品，产能规模较小且产品种类较为单调，考虑公司本身已经具备相关的研发及工艺技术储备，通过本次募投的年产 61000 吨氯代吡啶及 15000 吨 2-氯-5-氯甲基吡啶建设项目能够加速产能落地，项目规划的产品种类较多，可广泛应用于多种农药产品。项目建成后产能有望大幅提升，依托连续化的生产工艺和规模效应公司能够助力公司快速提升在氯代吡啶市场的话语权，符合公司未来做大农药及医药中间体的发展战略。待项目达到正常生产状态后且能实现满产满销的话，按照保守的销售价格进行计算，每年可实现 25.9 亿营业收入和 4.8 亿净利润，从而推动公司业绩实现高速增长。

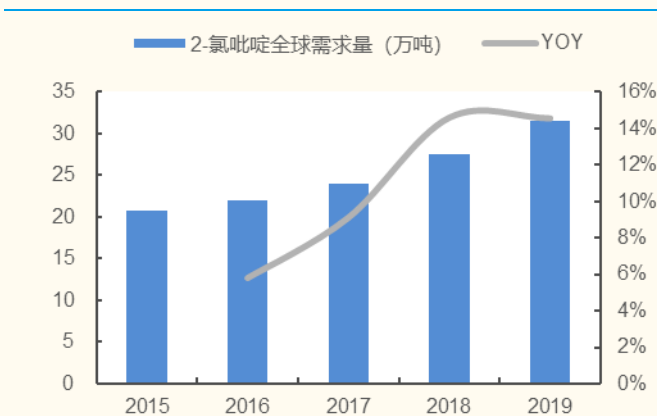
图表 41：公司募投项目细分产品情况

募投项目产品	现有产能（吨）	建成产能（吨）	下游应用
2-氯吡啶	3,450	25,000	敌草快（第三大灭生性除草剂）、氯吡脲
2,3-二氯吡啶	550	8,000	全球第一大杀虫剂氯虫苯甲酰胺
2,3,5-三氯吡啶	-	5,000	农药炔草酯
2,3,5,6-四氯吡啶	400	20,000	农药毒死蜱（全球第四大农药）、四氯草定和除草剂乙氯草定
五氯吡啶	-	3,000	农药氟草烟
2-氯-5-氯甲基吡啶	-	15,000	农药吡虫啉（全球第三大杀虫剂）和烯啶虫胺

来源：公司公告、国金证券研究所

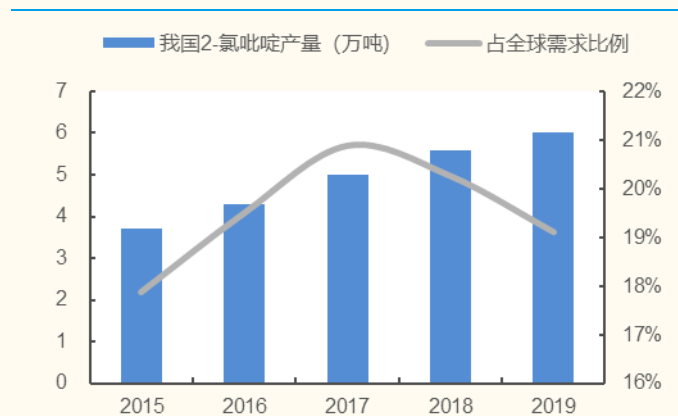
- **2,3-二氯吡啶产品为公司重点布局产品，作为氯虫苯甲酰胺的关键原料，随着农药专利到期有望实现需求的快速增长。**氯虫苯甲酰胺又名“康宽”，是杜邦公司经多年研制而成的明星专利杀虫剂产品，上市后凭借其高效低毒的优点实现了销量的快速增长，目前已经是全球第一大杀虫剂。这一产品的中国发明专利“杀虫的邻氨基苯甲酰胺”申请于 2001 年 3 月，专利保护期将于 2021 年 3 月结束。国内企业开始介入这一市场后依托成本优势能够带动产品价格向下，性价比提升后销量有望持续增长。虽然氯虫苯甲酰胺的合成路线很多，但是 2,3-二氯吡啶都是最关键的原料，因此公司的 2,3-二氯吡啶实现量产后将有助于我国高效微毒农药的国产替代，对促进氯虫苯甲酰胺的广泛市场化具有重要意义。

图表 42：全球 2-氯吡啶需求情况（万吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

图表 43：我国 2-氯吡啶产量情况（万吨）



来源：公司公告、国金证券研究所

- **2-氯吡啶全球需求量稳步增长，我国产量占比仍有较大提升空间，公司项目投产后产能预计可得到较好消化。**2-氯吡啶可广泛应用于农药、医药和日化领域，近几年全球需求持续增长，从 2015 年的 20.8 万吨提升至 2019 年的 31.5 万吨，年均复合增速为 11%，考虑到下游应用领域均属于刚性消费，预计未来需求量仍将稳步增长。从供给端来看，国内 2-氯吡啶产品的产量也在逐年增长，但在全球的供应占比仍然在 20% 左右徘徊，仍有较大的提升空间。尽管公司目前农药中间体板块的主要产品 2-氯吡啶在项目投产后产能将从当前的 3450 吨大幅提升至 25000 吨，从全球供需角度来看，公司产品在良好的创新生产工艺平台下能够具备较强的成本优势，预计扩张后的产能可以被较好地消化。

四、盈利预测与投资建议

4.1 核心假设与盈利预测

- **染料中间体：**过去几年公司通过低价竞争完成行业洗牌后成为细分领域绝对龙头，叠加在行业安全环保政策的限制下，近年来部分落后产能陆续退出，公司具备较强的定价权且产品需求有支撑。考虑到公司产能利用率的提升和供需趋近下产品价格的上行，该板块将步入量价齐升的快速增长期。

收入：①6-硝体全球需求约 3.5 万吨，在落后产能关停的背景下公司市占率将持续提升，22-23 年销量分别可提升至 1.3、1.5 万吨；预计 21-23 年可实现营收 3.7、6.2、7.5 亿元。②氧体全球总需求约 3300 吨，作为 6-硝体前半成品部分对外销售，随着规模扩大销量稳中微涨，预计 21-23 年可实现营收 0.4、0.8、0.9 亿元。③5-硝体当前全球总需求约 2000 吨，公司凭借较强的产品竞争力预计未来 2 年销量分别提升至 950、1000 吨，21-23 年可实现营收 0.6、0.8、0.8 亿元。

毛利率：产品生产成本相对稳定，公司几大核心产品已经完成洗牌，考虑到几大产品均处于利基市场，预计中短期市场格局较为稳定，公司在具备较强定价权后开始提价，因而毛利率将持续提升。①6-硝体 21-23 年毛利率预计分别为 51%、61%、65%。②氧体 21-23 年毛利率预计分别为 55%、64%、67%。③5-硝体 21-23 年毛利率预计分别为 42%、44%、49%。

图表 44：公司产品营收利润拆分

	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
6-硝体						
销量 (吨)	11814	10483	10136	10179	13000	15000
单价 (元/吨)	32285	35182	26638	36000	48000	50000
营业收入 (百万元)	381	369	270	366	624	750
YOY		-3%	-27%	36%	70%	20%
毛利率	50%	55%	48%	51%	61%	65%
氧体						
销量 (吨)	1203	1069	921	1154	1610	1766
单价 (元/吨)	33999	35760	27136	36000	48000	50000
营业收入 (百万元)	41	38	25	42	77	88
YOY		-7%	-35%	66%	86%	14%
毛利率	55%	59%	52%	55%	64%	67%
5-硝体						
销量 (吨)	433	241	407	818	950	1000
单价 (元/吨)	77620	95592	71215	72000	80000	84000
营业收入 (百万元)	34	23	29	59	76	84
YOY		-31%	26%	103%	29%	11%
毛利率	46%	44%	55%	42%	44%	49%
2-氯吡啶						
销量 (吨)	995	729	2252	2943	3200	3400
单价 (元/吨)	24365	21622	22611	23500	24000	26000
营业收入 (百万元)	24	16	51	69	77	88
YOY		-35%	223%	36%	11%	15%
毛利率	12%	10%	18%	-1%	1%	16%
募投项目 (农药中间体)						
营业收入 (百万元)						623
毛利率						17%
总营业收入 (百万元)	481	447	384	560	877	1657
YOY		-7%	-14%	46%	57%	89%
毛利率	48%	53%	43%	41%	53%	43%

来源：公司公告、国金证券研究所

■ **农药中间体：**目前核心产品为 2-氯吡啶，2020 年产能提升至 3450 吨，我国企业在这产品中的市占率尚不足 20%，公司未来有望通过性价比优势逐渐提升市场份额。

收入：随着产品销量的稳步增长和价格的修复，预计 2-氯吡啶产品 21-23 年可实现营收 0.7、0.8、0.9 亿元。

毛利率：随着原料价格的回落和产品价格的修复向上，2-硝体毛利率有望持续回升，考虑到 23 年募投项目投产后产业链完善叠加规模优势，预计 21-23 年毛利率分别为-1%、1%、16%。

- **募投项目：**项目预计在 23 年 6 月投产，考虑到产能爬坡，假设全年产能利用率为 24%，根据招股说明书给出的项目盈利能力测算，预计 23 年可实现 6.2 亿营收，毛利率约为 17%。

盈利预测：预计公司 21-23 年整体营收分别为 5.6、8.8、16.6 亿元，毛利率分别为 41%、53%、43%。

4.2 投资建议及估值

- 善水科技为国内领先的染料中间体细分龙头企业，公司通过成本优势实现了行业洗牌后拥有了较强的定价权，依靠产能释放和产品提价能够带动公司业绩稳步增长。长期看在募投项目落地后，布局农药中间体市场为公司塑造出了第二条成长曲线。预计 21-23 年公司归母净利润分别为 1.5、2.7、3.7 亿元，对应的 EPS 分别为 0.68、1.27、1.74 元。考虑到公司在细分领域的稳固龙头地位和难以复制的成本优势，我们给予公司 2022 年 30 倍 PE，目标价 38.07 元/股。首次覆盖，给予“增持”评级。

图表 45：可比公司估值对比

代码	名称	当前股价 (元)	市值 (亿元)	EPS			PE		
				2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
002250.SZ	联化科技	17.96	165.82	0.47	0.68	0.99	38.3	26.4	18.1
600352.SH	浙江龙盛	12.64	411.22	1.28	1.53	1.70	9.9	8.2	7.4
	平均			-	-	-	24.1	17.3	12.8
301190.SZ	善水科技	30.85	66.22	0.68	1.27	1.74	45.5	24.3	17.7

来源：Wind、国金证券研究所（数据截止 2021 年 12 月 30 日）

五、风险提示

- **募投项目投产不及预期：**公司在农药中间体板块有较多产能在建，若产能无法按照原定规划和节奏投放，将对公司营收业绩造成影响。
- **工艺技术升级不及预期：**公司的产品成本优势主要通过工艺优化和技术进步实现，当前募投项目的生产还未落地，若工艺技术与产品的生产配合程度不及预期可能会导致募投项目的盈利能力低于预期。
- **原料价格上涨：**公司产品生产成本中原料占比较高，外购原料受到石油和煤炭等大宗商品市场的波动影响，会对产品毛利率产生一定的影响。
- **产品市场供需恶化：**公司布局的核心产品均处于利基市场，若未来相关产品行业在技术变革下市场需求下滑会造成行业供需失衡，从而导致产品价格的向下，进而影响公司的整体业绩。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
主营业务收入	481	447	384	560	877	1,657	货币资金	43	118	12	1,431	915	597
增长率		-7.0%	-14.2%	45.9%	56.7%	88.8%	应收账款	217	147	208	256	367	627
主营业务成本	-251	-211	-220	-329	-411	-948	存货	31	31	53	59	73	166
%销售收入	52.3%	47.2%	57.2%	58.7%	46.9%	57.2%	其他流动资产	16	62	171	172	172	175
毛利	230	236	164	231	466	709	流动资产	308	358	444	1,918	1,527	1,565
%销售收入	47.7%	52.8%	42.8%	41.3%	53.1%	42.8%	%总资产	69.2%	72.0%	74.9%	90.5%	66.0%	59.9%
营业税金及附加	-4	-4	-3	-6	-9	-17	长期投资	7	5	5	5	5	5
%销售收入	0.9%	0.9%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	固定资产	118	123	119	155	722	962
营业费用	-7	-6	-6	-11	-26	-33	%总资产	26.6%	24.7%	20.0%	7.3%	31.2%	36.9%
%销售收入	1.4%	1.4%	1.5%	2.0%	3.0%	2.0%	无形资产	8	9	23	37	56	75
管理费用	-27	-47	-24	-37	-88	-149	非流动资产	137	140	149	200	787	1,046
%销售收入	5.6%	10.4%	6.2%	6.6%	10.0%	9.0%	%总资产	30.8%	28.0%	25.1%	9.5%	34.0%	40.1%
研发费用	-16	-16	-13	-22	-44	-80	资产总计	445	498	593	2,119	2,314	2,611
%销售收入	3.3%	3.6%	3.3%	4.0%	5.0%	4.8%	短期借款	7	0	0	0	0	0
息税前利润 (EBIT)	176	163	119	155	300	430	应付账款	16	15	18	25	29	60
%销售收入	36.6%	36.4%	30.9%	27.7%	34.1%	26.0%	其他流动负债	150	143	121	171	198	240
财务费用	-1	-1	1	15	24	16	流动负债	173	158	139	196	228	300
%销售收入	0.1%	0.1%	-0.4%	-2.7%	-2.8%	-0.9%	长期贷款	0	0	0	0	0	0
资产减值损失	6	0	0	0	0	0	其他长期负债	1	3	7	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0	负债	174	160	146	196	228	301
投资收益	1	3	3	4	2	2	普通股股东权益	271	337	447	1,922	2,086	2,310
%税前利润	0.7%	2.0%	2.6%	2.3%	0.6%	0.4%	其中：股本	158	161	161	215	215	215
营业利润	171	167	126	174	326	448	未分配利润	83	109	208	295	459	683
营业利润率	35.6%	37.4%	32.7%	31.1%	37.1%	27.0%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	2	0	4	0	0	0	负债股东权益合计	445	498	593	2,119	2,314	2,611
税前利润	173	167	129	174	326	448	比率分析						
利润率	36.0%	37.3%	33.7%	31.1%	37.1%	27.0%		2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
所得税	-27	-28	-19	-29	-54	-74	每股指标						
所得税率	15.7%	16.5%	14.9%	16.4%	16.4%	16.4%	每股收益	0.924	0.864	0.683	0.678	1.269	1.744
净利润	146	139	110	146	272	374	每股净资产	1.719	2.095	2.779	8.956	9.718	10.764
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金净流	0.542	1.154	0.177	0.735	0.985	0.698
归属于母公司的净利润	146	139	110	146	272	374	每股股利	0.000	0.000	0.000	0.271	0.508	0.698
净利率	30.4%	31.1%	28.6%	26.0%	31.0%	22.6%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	53.78%	41.24%	24.57%	7.57%	13.06%	16.20%
	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	32.78%	27.95%	18.53%	6.87%	11.77%	14.33%
净利润	146	139	110	146	272	374	投入资本收益率	53.10%	40.29%	22.56%	6.75%	12.00%	15.56%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	3	12	13	15	33	61	主营业务收入增长率	54.89%	-7.00%	-14.22%	45.95%	56.67%	88.80%
非经营收益	4	-3	-4	-4	-2	-2	EBIT增长率	126.74%	-7.31%	-27.14%	30.74%	93.00%	43.57%
营运资金变动	-67	37	-91	2	-92	-283	净利润增长率	113.60%	-4.72%	-20.97%	32.41%	87.11%	37.41%
经营活动现金净流	86	186	29	158	211	150	总资产增长率	36.57%	11.75%	19.18%	257.20%	9.22%	12.86%
资本开支	-5	-3	-16	-66	-620	-320	资产管理能力						
投资	30	-42	-105	0	0	0	应收账款周转天数	8.8	4.3	4.6	4.5	4.8	5.0
其他	1	3	3	4	2	2	存货周转天数	35.6	54.1	69.9	66.0	65.0	64.0
投资活动现金净流	26	-41	-117	-62	-618	-318	应付账款周转天数	16.8	18.5	21.4	22.0	20.0	18.0
股权募资	8	22	0	1,388	0	0	固定资产周转天数	73.8	78.9	106.5	70.3	156.1	102.6
债权募资	-2	-7	0	-6	0	0	偿债能力						
其他	-95	-84	-17	-59	-109	-150	净负债/股东权益	-13.28%	-50.64%	-38.16%	-82.68%	-51.48%	-32.72%
筹资活动现金净流	-90	-70	-17	1,323	-109	-150	EBIT利息保障倍数	266.0	280.9	-84.0	-10.4	-12.3	-27.5
现金净流量	22	75	-105	1,419	-516	-318	资产负债率	39.04%	32.22%	24.57%	9.27%	9.86%	11.53%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
 3.01~4.0=减持

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有,未经事先书面授权,任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“国金证券股份有限公司”,且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料,但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,对由于该等问题产生的一切责任,国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断,在不作事先通知的情况下,可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考,不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突,而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品,使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议,国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下,国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易,并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法,故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致,且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》,本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用;非国金证券C3级以上(含C3级)的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资,遭受任何损失,国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话: 021-60753903

传真: 021-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话: 010-66216979

传真: 010-66216793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话: 0755-83831378

传真: 0755-83830558

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402