

万华化学 (600309)

证券研究报告

2022年03月18日

21年业绩大幅增长，多维布局稳固长期增长

事件：万华化学发布 2021 年年报，实现营业收入 1455.38 亿元，同比增长 98.2%；归属于上市公司股东的净利润 246.49 亿元，同比增长 145.5%。按 31.40 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 7.85 元，每股经营现金流为 8.89 元。其中第四季度实现营业收入 382.19 亿元，同比增长 57.9%；实现归属于上市公司股东的净利润 51.07 亿元，同比增长 8.84%；折合单季度 EPS 1.63 元。公司以总股本约 31.40 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发 25 元现金红利（含税），对应当期分红率 31.85%。

三大业务板块全年销售规模显著增长，主要产品价格均有上涨，销量预计均有提升。2021 年，公司聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营收 604.92、614.09、154.64 亿元，同比分别增长 72.8%、132.5%、94.2%。其他业务营收为 184 亿元，同比增长 69%；产品间抵消为 109 亿元，较去年增加约 36 亿元。公司三大系列主要产品销量、价格同比均实现不同程度增长：聚氨酯系列销量的增长或主要来自 MDI 和聚醚；2021 年 2 月烟台工业园 MDI 装置完成从 60 万吨/年至 110 万吨/年的技改扩能，新增 50 万吨产能；BC 公司 MDI 装置完成技改扩能，新增 5 万吨产能；聚醚项目新增产能 25.5 万吨/年。石化系列方面，百万吨乙烯产业链项目于 2020 年 11 月建成投产，且开车第一年就保持满负荷运行，预计成为主要增量来源，此外自贸易量的大幅增加预计也有较大贡献。精细化学品及新材料系列，我们分析增量来自于（1）PC 开工率提升 20pcts，带动产量提升约 4.2 万吨；PMMA 开工率提升 10pcts，带动产量提升约 0.8 万吨；（2）ADI、水性树脂、TPU 业务销量增长；（3）四川眉山基地 PBAT 生物降解聚酯项目以及三元正极电池材料项目顺利投产带来增量。2021 年，公司综合毛利率为 26.3%，同比提升 2.4pcts；其中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列毛利率分别同比提升 0.61、9.45、2.32pcts 至 35.1%、17.1%、21.3%。

公司依旧维持较高的研发强度，研发费用为 31.68 亿元，同比增加 11.25 亿元。公司研发投入主要围绕高端化工新材料及解决方案、新兴材料等新业务板块技术孵化投入，例如碳中和相关技术、聚氨酯泡沫降解回收利用、可降解材料及关键单体、高性能材料（尼龙 12、特种 PC、POE、光学级 PMMA 等）、新能源储能及电池材料、分离与纯化等研发项目。

盈利预测与估值：公司已形成产业链高度整合、生产高度一体化的聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大产业集群，通过继续加大技术创新，依托国际化布局竞争优势、卓越运营体系有效保持公司业务快速成长和发展。结合公司产品价格趋势、未来产能投放节奏，我们维持 2022、2023 年净利润预测为 255、280 亿元，并引入 2023 年净利润预测为 321 亿元，对应 2022~2024 年 EPS 分别为 8.11、8.92、10.24 元/股，维持“买入”投资评级。

风险提示：宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险

财务数据和估值	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,432.97	145,537.82	153,805.06	163,931.04	176,505.84
增长率(%)	7.91	98.19	5.68	6.58	7.67
EBITDA(百万元)	20,524.38	43,197.14	40,867.37	43,874.72	48,555.29
净利润(百万元)	10,041.43	24,648.75	25,462.44	28,017.57	32,140.35
增长率(%)	(0.87)	145.47	3.30	10.03	14.71
EPS(元/股)	3.20	7.85	8.11	8.92	10.24
市盈率(P/E)	25.18	10.26	9.93	9.03	7.87
市净率(P/B)	5.18	3.69	3.00	2.50	2.10
市销率(P/S)	3.44	1.74	1.64	1.54	1.43
EV/EBITDA	15.49	8.09	6.68	5.71	4.93

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	80.54 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,139.75
流通 A 股股本(百万股)	1,423.76
A 股总市值(百万元)	252,875.19
流通 A 股市值(百万元)	114,669.34
每股净资产(元)	21.82
资产负债率(%)	62.33
一年内最高/最低(元)	131.80/73.50

作者

唐婕 分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《万华化学-季报点评:三大业绩板块营收环比维持增势，Q3 业绩符合预期》 2021-10-19
- 《万华化学-半年报点评:Q2 业绩超预期，彰显龙头抵御周期波动及成长能力》 2021-07-30
- 《万华化学-公司点评:二季度业绩大超预期，彰显龙头本色》 2021-07-09

事件

万华化学发布 2021 年年报，实现营业收入 1455.38 亿元，同比增长 98.2%；实现营业利润 294.25 亿元，同比增长 148.8%；归属于上市公司股东的净利润 246.49 亿元，同比增长 145.5%，扣除非经常性损益后的净利润 243.56 亿元，同比增长 155.2%。按 31.40 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 7.85 元（扣非后为 7.76 元），每股经营现金流为 8.89 元。

其中第四季度实现营业收入 382.19 亿元，同比增长 57.9%；实现归属于上市公司股东的净利润 51.07 亿元，同比增长 8.84%；折合单季度 EPS 1.63 元。

公司 2021 年年度利润分配方案：以 2021 年 12 月 31 日总股本约 31.40 亿股为基数，用可供股东分配的利润向全体股东每 10 股派发 25 元现金红利（含税），对应当期分红率 31.85%。

公司业绩承诺实现情况说明，2021 年标的资产承诺当期净利润与累计净利润分别为 24.88 亿元、118.05 亿元，实际实现 66.05 亿元、171.40 亿元，累计实现数超承诺数 53.35 亿，2021 年无需补偿业绩。

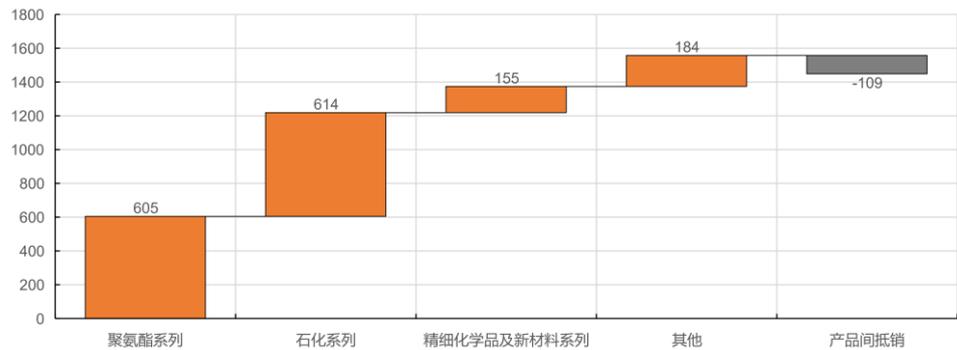
点评

三大业务板块全年销售规模显著增长，主要产品价格均有上涨，销量预计均有提升

公司 2021 年改变了产品系列经营数据的披露口径，产品系列的销量包含贸易销量以及产品系列之间的内部使用量，因而不可与 2020 年披露数据直接同比；收入及成本也含产品系列之间内部使用产生的收入及成本，需采用 2021 年年报中追溯内容。

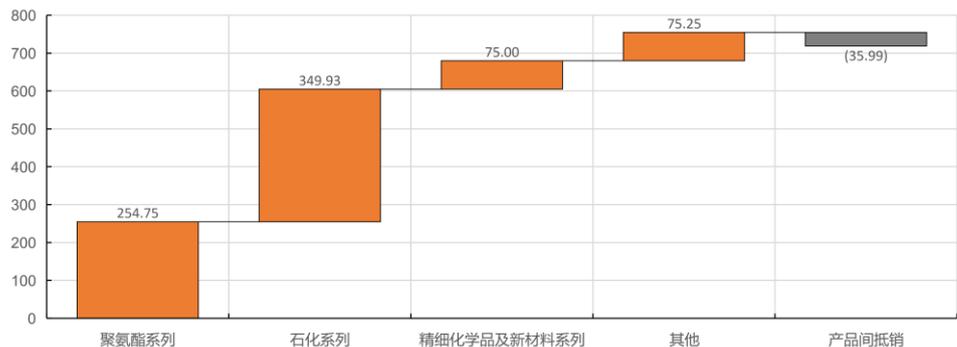
2021 年，公司聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营收 604.92、614.09、154.64 亿元，同比分别增长 72.8%、132.5%、94.2%。其他业务营收为 184 亿元，同比增长 69%；产品间抵消为 109 亿元，较去年增加约 36 亿元。

图 1：万华化学 2021 年分系列产品营业收入



资料来源：公司 2021 年年报，天风证券研究所；单位：亿元

图 2：万华化学 2021 年分系列产品营收增量



资料来源：公司 2021 年年报，天风证券研究所；单位：亿元

聚氨酯系列：2021 聚氨酯系列实现营收约 604.9 亿元，同比增长约 72.75%；据此测算，2020 年公司包含内部使用的营收为 350 亿元，而根据 2020 年年报中披露的系列营收为 344 亿元，据此测算该业务板块内部使用产生的收入约 6 亿元，仅占系列总营收约 1.7%。

2021 年，聚氨酯系列产能 416 万吨（包括 MDI 项目 265 万吨/年、TDI 项目 65 万吨/年、聚醚项目 86 万吨/年），产量 401 万吨（2020 年为 287 万吨），销量 389 万吨（2020 年为 288 万吨）。

（1）前文所述，2020 聚氨酯板块内部使用营收占比较小，假设内部抵消占比没有大比例提升，则可推测，公司对外销售量实现了大幅增长。

（2）公司 2021 年 2 月烟台工业园 MDI 装置完成从 60 万吨/年至 110 万吨/年的技改扩能，新增 50 万吨产能；BC 公司 MDI 装置完成技改扩能，新增 5 万吨产能。聚醚项目新增产能 25.5 万吨/年。因此推测，公司销量的增长或主要来自 MDI 和聚醚。

（3）从价格上来看，供给方面，部分国外化工装置受寒潮、洪涝灾害等极端天气影响，运行负荷波动，导致阶段性供需错配，产品供应紧张。另外，下半年基础能源供应紧张，价格显著上涨，推动主要化工品价格提升（见图 3 为市场价格变化情况）。

石化系列：2021 年，石化系列实现营收 614.1 亿元，同比增长 132.5%；据此测算，2020 年公司包含内部使用的营收为 264.17 亿元，而根据 2020 年年报中披露的系列营收为 230.85 亿元，据此测算该业务板块内部使用产生的收入约 33 亿元，占系列总营收约 12.6%。

2021 年，公司 PO/AE 一体化项目产能 198 万吨（产能利用率 100%），乙烯项目产能 250 万吨，产能利用率 98%。石化系列产量 400 万吨（2020 年为 188 万吨），销量 1004 万吨（2020 年为 628 万吨，含贸易量）。虽 21 年数据中含有内部抵消部分，我们推测其产量、销量规模预计依然实现大比例增长，百万吨乙烯产业链项目于 2020 年 11 月建成投产，且开车第一年就保持满负荷运行，预计成为主要增量来源，此外自贸易量的大幅增加预计也有较大贡献。从价格上来看，原油价格上涨叠加全球阶段性供需失衡造成石化产品与 LPG 价格上升，公司主要石化产品的价格同比均实现了不同程度的提升（见图 3 为市场价格变化情况）。

精细化学品及新材料系列：2021 年，该系列实现营收 154.64 元，同比增长 94.2%；据此测算，2020 年公司包含内部使用的营收为 79.63 亿元，而根据 2020 年年报中披露的系列营收为 79.48 亿元，据此测算该业务板块内部使用产生的收入 0.16 亿元，仅占系列总营收 0.2%。

2021 年，公司整个系列产量 79 万吨（2020 年为 57 万吨），销量 76 万吨（2020 年为 55.5 万吨）。如根据 2020 年情况，公司精细化学品及新材料系列产品内部使用量极少，基本为对外销售，则其销售量实现了大幅的增长。

根据公告，我们分析增量来自于（1）PC 开工率提升 20pcts，带动产量提升约 4.2 万吨；PMMA 开工率提升 10pcts，带动产量提升约 0.8 万吨；（2）ADI、水性树脂、TPU 业务销量增长；（3）四川眉山基地 PBAT 生物降解聚酯项目以及三元正极电池材料项目顺利投产带来增量。（4）主要产品价格普遍上涨（见图 3 为市场价格变化情况）。

图 3：公司主要产品市场价格变化

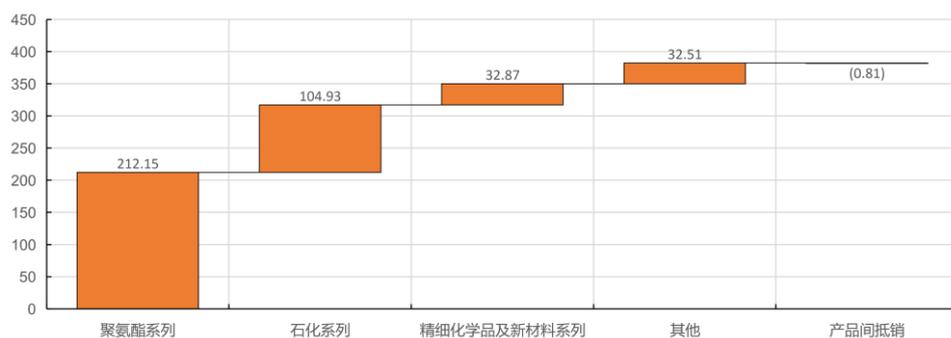
板块	产品价格-均值(含税)	单位	季度均价												年度均价			年度均价YOY	
			2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2019 A	2020 A	2021 A	2020 A	2021 A
聚氨酯	纯苯	元/吨	4749	4552	5407	5590	5200	3310	3386	3944	5508	7508	7973	7354	5074	3960	7090	-22%	79%
	纯MDI	元/吨	22027	21508	18292	17115	15346	13585	14731	26465	24219	20642	22262	21993	19736	17532	22274	11%	27%
	聚合MDI	元/吨	14046	15377	12923	12900	12773	11950	14415	20088	21377	18308	20081	20639	13812	14807	20111	7%	36%
	纯MDI-纯苯-甲酯价差	元/吨	17054	16655	13144	11201	9976	9549	10853	20790	16416	12214	13767	12371	14513	12792	13667	12%	7%
	聚合MDI-纯苯-甲酯价差	元/吨	10576	12039	9085	8944	9035	9478	11910	17128	17366	12974	14439	15305	10161	11888	15026	17%	26%
	纯MDI-出口	美元/吨	2232	2270	2131	1842	1676	1736	1613	1797	2235	2640	2526	2558	2129	1704	2480	-20%	46%
	聚合MDI-出口	美元/吨	1473	1387	1306	1275	1254	1284	1247	1414	1607	2028	2245	2360	1361	1302	2048	4%	57%
	TDI	元/吨	13831	14546	13231	11923	11065	9938	13015	13892	14342	14027	13892	14436	13383	11978	14179	10%	18%
	硬泡聚醚	元/吨	11181	10365	10292	10565	9704	8835	11408	14665	15227	14492	14256	13750	10601	11153	14419	5%	29%
	软泡聚醚	元/吨	11181	10415	10503	10586	9793	8850	13838	18381	18877	16988	16708	15811	10671	12716	17072	19%	34%
石化产品	合同价(CP):丙烷:沙特	美元/吨	453	490	365	430	500	307	363	418	593	528	648	822	435	397	648	9%	63%
	合同价(CP):丁烷:沙特	美元/吨	470	493	358	445	538	303	347	427	570	510	647	792	442	404	630	9%	56%
	MTBE	元/吨	5512	5155	5890	5583	4521	3545	3756	3737	5038	5960	5768	6262	5542	3867	5763	-30%	49%
	环氧丙烷	元/吨	10323	9881	10127	10019	9154	8865	13119	17838	18508	16877	16662	15525	10088	12244	16867	20%	38%
	正丁醇	元/吨	7102	6596	6667	6435	5717	5429	5994	7996	11323	13946	14812	9663	6700	6284	12383	5%	97%
	丙烯酸	元/吨	8392	7627	7335	6708	6716	6669	6692	7612	8962	9462	13650	14854	7515	6922	11791	8%	70%
	丙烯酸丁酯	元/吨	10000	9123	8565	8150	8435	8654	8654	12177	16346	17508	19400	17571	8960	9480	17704	5%	87%
	新戊二醇	元/吨	10425	9524	8656	8183	8746	8188	7923	11664	13137	18337	19963	16300	9135	9102	17050	0%	87%
	乙烯法PVC	元/吨	6967	7022	7052	7171	6782	5897	6818	8187	8771	9616	9922	11298	7053	6921	9928	2%	43%
	乙烯法PVC-乙稀	元/吨	3599	3887	3950	4395	3974	3542	3823	4582	4811	5446	5991	6897	3958	3980	5807	1%	46%
环氧乙烷	元/吨	7985	7538	7754	7723	7523	6600	7123	7331	7608	7669	7485	8286	7749	7138	7802	8%	9%	
LLDPE	元/吨	8797	8269	8144	7864	7215	7358	9056	10630	10974	10131	10983	12106	8269	8565	11048	4%	29%	
新材料及功能化学品	TPU	元/吨	19885	21500	18596	17750	17519	15269	14846	18865	21669	22942	21923	24286	19433	16625	22735	14%	37%
	PC	元/吨	18546	17300	16038	16462	15785	13615	14685	17708	20600	26973	27469	25143	17087	15448	25048	10%	62%
	SAP	元/吨	11500	11200	10650	10650	10525	9783	9679	9729	10567	12000	12250	13350	11006	9919	12021	10%	21%
	PMMA	元/吨	25654	23646	21238	19769	18431	15931	15877	17038	17385	17677	17477	17521	22577	16819	17515	-2%	4%
	HDI	元/吨	55500	55500	55500	55500	55500	55500	55500	51846	61923	106923	88846	84071	55500	54587	85415	-2%	56%
	IPDI	元/吨	70000	70000	70000	70000	70000	70000	70000	68923	76000	76000	76000	76000	70000	69731	76000	0%	9%

资料来源：wind，卓创资讯，天风证券研究所

全年毛利额略增，收入同比增加而毛利率同比略有下滑

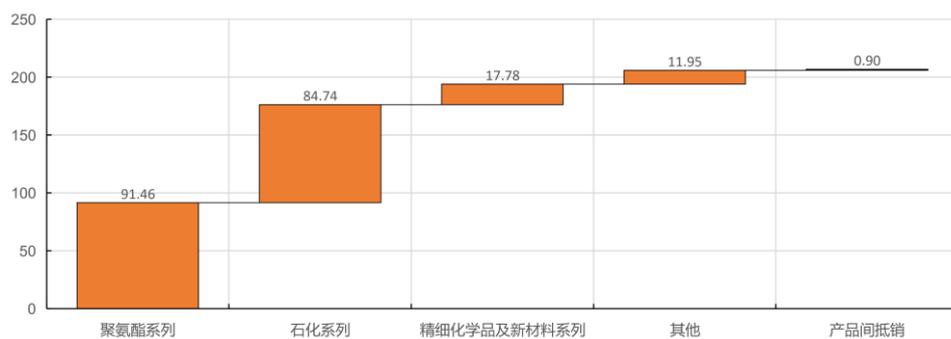
2021年，公司综合毛利率为26.3%，同比提升2.4pcts；其中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列毛利率分别同比提升0.61、9.45、2.32pcts至35.1%、17.1%、21.3%；毛利额同比增加约207亿元，分业务板块来看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列毛利额则分别yoy+91.5%、+84.7%、+17.8亿元，产品价格的普遍上涨是毛利率提升的核心因素，其中石化系列毛利提升幅度较大系石化产品价格同比大幅上涨以及百万吨乙烯投产带来的产品结构变化、规模效应所致。

图 4：万华化学 2021 年分系列产品毛利额



资料来源：公司 2021 年年报，天风证券研究所；单位：亿元

图 5：万华化学 2021 年分系列产品毛利额增量



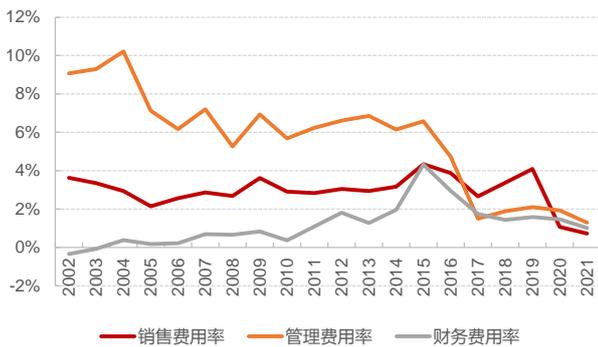
资料来源：公司 2021 年年报，天风证券研究所；单位：亿元

期间费用控制良好，研发费用维持较高水平

2021 年，公司销售费用率为 0.72%，管理费用率为 1.30%，财务费用率为 1.02%，分别 yoy-0.35/-0.63/-0.45pcts，全面下降。三费金额合计 44.23 亿元，同比增加约 11.38 亿元，主要系公司支付的人工费用、差旅等费用增加所致。

公司研发费用率为 2.18%；yoy-0.6pcts；研发费用为 31.68 亿元，同比增加 11.25 亿元，其中折旧费用大幅增加约 2.3 亿元。公司研发人员 3126 人（增加 355 人），占公司总人数的 16%，公司依旧维持较高的研发强度。公司研发投入主要围绕高端化工新材料及解决方案、新兴材料等新业务板块技术孵化投入，例如碳中和相关技术、聚氨酯泡沫降解回收利用、可降解材料及关键单体、高性能材料（尼龙 12、特种 PC、POE、光学级 PMMA 等）、新能源储能及电池材料、分离与纯化等研发项目。

图 6：公司期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：公司研发费用及费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

此外，公司其他收益 4.53 亿元，同比减少约 2.89 亿元，主要系扶持企业发展专项资金减少 (yoy-3.6 个亿)；资产及信用减值损失合计约 12.6 亿元，减值损失扩大约 6.56 亿元（固定资产减值损失、工程物资减值损失增加）。

技术创新持续推进，聚焦新业务布局

公司 PO/SM、连续化 DMC 聚醚、三元正极材料等自主技术工业化成功，多个新产品完成了中试验证，并具备了工业化放大条件。万华宁波高性能材料研究院、眉山合成生物学中试基地正式投用，全球研发中心二期项目封顶，同时新成立的碳中和研究中心启动了一批 CO₂ 减排及综合利用等前瞻性技术研发项目。

新能源电池材料业务为公司全新进入领域，员工持股平台在万华化学（四川）电池材料科技有限公司和四川万陆实业有限公司各持有 20% 股权。依托万华工业园的资源优势，公司计划在蓬莱建设高端精细化学品和高性能材料产业集群。由万华化学持股 80%、员工持股平台持股 20% 设立万华化学（蓬莱）有限公司，推进蓬莱基地的建设。

盈利预测与估值

公司已形成产业链高度整合、生产高度一体化的聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大产业集群，通过继续加大技术创新，依托国际化布局竞争优势、卓越运营体系有效保持公司业务快速成长和发展。结合公司产品价格趋势、未来产能投放节奏，我们维持 2022、2023 年净利润预测为 255、280 亿元，并引入 2023 年净利润预测为 321 亿元，对应 2022~2024 年 EPS 分别为 8.11、8.92、10.24 元/股，维持“买入”的投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	17,573.66	34,216.30	42,073.71	40,982.76	61,796.74
应收票据及应收账款	6,309.03	8,646.18	16,563.78	6,001.41	17,786.71
预付账款	780.83	1,366.81	1,131.68	1,487.38	1,259.46
存货	8,703.51	18,282.04	20,156.25	20,547.86	22,965.27
其他	7,159.40	9,779.98	7,337.00	8,872.76	8,202.17
流动资产合计	40,526.42	72,291.31	87,262.41	77,892.16	112,010.35
长期股权投资	1,313.98	3,929.71	3,929.71	3,929.71	3,929.71
固定资产	56,371.26	65,232.91	72,084.62	75,551.81	76,828.28
在建工程	23,256.89	29,351.88	22,411.13	18,246.68	15,748.01
无形资产	6,904.58	7,982.32	7,572.95	7,163.57	6,754.20
其他	5,379.54	11,521.45	7,470.33	8,069.51	9,016.48
非流动资产合计	93,226.25	118,018.27	113,468.74	112,961.28	112,276.68
资产总计	133,752.67	190,309.58	200,731.15	190,853.44	224,287.03
短期借款	38,244.94	53,873.03	50,000.00	30,628.45	40,000.00
应付票据及应付账款	17,493.47	20,390.01	24,454.67	23,033.45	27,731.85
其他	9,516.84	19,305.30	23,294.12	20,604.11	19,912.13
流动负债合计	65,255.25	93,568.34	97,748.79	74,266.02	87,643.99
长期借款	11,821.93	15,643.75	12,000.00	8,000.00	8,000.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	2,146.07	4,967.99	3,095.32	3,403.13	3,822.15
非流动负债合计	13,967.99	20,611.74	15,095.32	11,403.13	11,822.15
负债合计	82,101.90	118,613.92	112,844.11	85,669.14	99,466.13
少数股东权益	2,870.43	3,197.14	3,697.84	4,177.34	4,672.28
股本	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75
资本公积	2,161.48	2,160.67	2,160.67	2,160.67	2,160.67
留存收益	43,103.90	63,670.98	78,948.44	95,758.98	115,043.19
其他	375.21	(472.86)	(59.66)	(52.43)	(194.98)
股东权益合计	51,650.77	71,695.67	87,887.04	105,184.30	124,820.90
负债和股东权益总计	133,752.67	190,309.58	200,731.15	190,853.44	224,287.03

现金流量表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	10,414.92	25,039.43	25,462.44	28,017.57	32,140.35
折旧摊销	5,236.48	7,228.13	8,498.42	9,106.64	9,631.57
财务费用	1,229.03	2,085.60	1,421.60	704.73	121.37
投资损失	(179.17)	(492.10)	(400.00)	(400.00)	(400.00)
营运资金变动	4,419.88	(6,184.38)	172.28	4,073.51	(10,452.90)
其它	(4,271.43)	245.61	834.51	799.16	824.89
经营活动现金流	16,849.71	27,922.29	35,989.25	42,301.61	31,865.29
资本支出	25,533.22	22,931.32	9,872.67	7,692.19	7,580.98
长期投资	596.40	2,615.73	0.00	0.00	0.00
其他	(49,984.64)	(54,305.10)	(17,472.67)	(15,292.19)	(15,180.98)
投资活动现金流	(23,855.02)	(28,758.05)	(7,600.00)	(7,600.00)	(7,600.00)
债权融资	20,325.07	21,537.47	(10,426.26)	(24,273.09)	9,877.34
股权融资	(3,625.18)	(848.89)	(10,105.58)	(11,519.47)	(13,328.65)
其他	3,112.86	(3,101.96)	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	19,812.75	17,586.61	(20,531.84)	(35,792.56)	(3,451.30)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	12,807.44	16,750.85	7,857.41	(1,090.95)	20,813.98

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	73,432.97	145,537.82	153,805.06	163,931.04	176,505.84
营业成本	53,765.91	107,316.51	115,314.88	122,112.31	130,539.36
营业税金及附加	675.67	879.59	922.83	983.59	1,059.04
营业费用	2,938.80	1,051.82	1,076.64	1,147.52	1,235.54
管理费用	1,420.04	1,891.64	1,845.66	2,213.07	2,118.07
研发费用	2,043.04	3,168.07	3,076.10	3,606.48	3,530.12
财务费用	1,076.41	1,478.64	1,421.60	704.73	121.37
资产减值损失	(604.00)	(1,259.82)	(530.00)	(650.00)	(650.00)
公允价值变动收益	(6.34)	6.61	0.00	0.00	0.00
投资净收益	179.17	492.10	400.00	400.00	400.00
其他	119.34	1,087.19	0.00	0.00	0.00
营业利润	11,824.93	29,425.48	30,017.35	32,913.35	37,652.35
营业外收入	23.48	96.67	66.32	62.16	75.05
营业外支出	116.22	370.68	200.77	229.22	266.89
利润总额	11,732.19	29,151.47	29,882.90	32,746.28	37,460.50
所得税	1,317.27	4,112.04	3,585.95	3,929.55	4,495.26
净利润	10,414.92	25,039.43	26,296.95	28,816.73	32,965.24
少数股东损益	373.49	390.68	834.51	799.16	824.89
归属于母公司净利润	10,041.43	24,648.75	25,462.44	28,017.57	32,140.35
每股收益(元)	3.20	7.85	8.11	8.92	10.24

主要财务比率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入	7.91%	98.19%	5.68%	6.58%	7.67%
营业利润	-3.84%	148.84%	2.01%	9.65%	14.40%
归属于母公司净利润	-0.87%	145.47%	3.30%	10.03%	14.71%
获利能力					
毛利率	26.78%	26.26%	25.03%	25.51%	26.04%
净利率	13.67%	16.94%	16.56%	17.09%	18.21%
ROE	20.58%	35.98%	30.24%	27.74%	26.75%
ROIC	17.83%	32.85%	27.40%	28.35%	33.73%
偿债能力					
资产负债率	61.38%	62.33%	56.22%	44.89%	44.35%
净负债率	64.18%	55.12%	25.78%	0.17%	-8.52%
流动比率	0.59	0.74	0.89	1.05	1.28
速动比率	0.47	0.55	0.69	0.77	1.02
营运能力					
应收账款周转率	13.67	19.46	12.20	14.53	14.84
存货周转率	8.49	10.79	8.00	8.05	8.11
总资产周转率	0.64	0.90	0.79	0.84	0.85
每股指标(元)					
每股收益	3.20	7.85	8.11	8.92	10.24
每股经营现金流	5.37	8.89	11.46	13.47	10.15
每股净资产	15.54	21.82	26.81	32.17	38.27
估值比率					
市盈率	25.18	10.26	9.93	9.03	7.87
市净率	5.18	3.69	3.00	2.50	2.10
EV/EBITDA	15.49	8.09	6.68	5.71	4.93
EV/EBIT	20.78	9.72	8.43	7.20	6.14

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。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。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风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。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com