

复合肥龙头业绩高增，一体化优势持续增强

投资评级：买入（首次）

报告日期：2022-08-11

主要观点：

● 事件描述

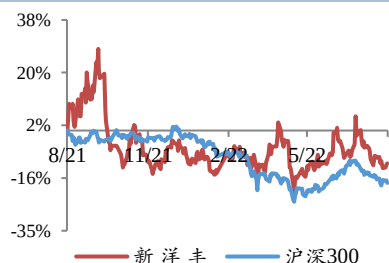
收盘价（元） 16.28
近 12 个月最高/最低（元） 24.72/14.25
总股本（百万股） 1,305
流通股本（百万股） 1,185
流通股比例（%） 90.81
总市值（亿元） 212
流通市值（亿元） 193

8 月 9 日，新洋丰发布 2022 年中报。据报告，2022H1 公司实现营业收入 96.17 亿元，同比+43.44%；实现归母净利润 9.21 亿元，同比+31.57%。

● 磷化工高景气叠加成本优势，助力业绩同比大增

2022 年上半年公司实现营业收入 96.17 亿元，同比增长 43.44%；实现归母净利润 9.21 亿元，同比增长 31.57%；实现扣非归母净利润 9.11 亿元，同比增长 31.71%，基本每股收益 0.73 元。单季度看，2022 年 Q2 公司实现归母净利润 5.13 亿元，环比增长 26.1%。由于国际复合肥市场供需偏紧，经销商库存水平较低，同时受益于公司产业链一体化优势，有效控制了产品成本，提升了公司的盈利水平。

公司价格与沪深 300 走势比较



● 优化复合肥产品结构，巩固行业龙头地位

公司是国内复合肥行业龙头企业。公司产品规模、种类均为全国前列，截至 2021 年，公司拥有约 900 万吨磷复肥产能，其中磷酸一铵产能 185 万吨/年（包括工业级磷酸一铵产能 15 万吨/年），配套生产硫酸 270 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年，此外还拥有磷矿产能 90 万吨/年。合成氨、硫酸、硝酸等原产品充分自用，公司产业链一体化优势显著。

公司产品结构不断优化，新型复合肥销量占比持续提升。随着下游农户对于复合肥品质的需求不断提高，公司不断优化产品结构，其中，新型肥料销量由 2016 年的 33.56 万吨增长至 2021 年的 90.34 万吨，年复合增长率 21.9%。公司将进一步提升新型复合肥的产品结构占比，为未来业绩增长提供加速动力。

● 扩建合成氨，收购磷矿资源，巩固纵深产业一体化优势

合成氨项目即将投产，强化产业链一体化优势。复合肥上游原材料如硫酸、合成氨、硝酸等价格大涨，公司原材料产能布局完备，目前公司配套产能包括硫酸 270 万吨/年、合成氨 15 万吨/年，硝酸 15 万吨/年，可有效降低公司主要产品成本，提升盈利能力。根据公司公告，预计 2022 年 8 月合成氨项目可以达产，未来公司抵御原材料价格波动能力将进一步提高，持续强化产业链一体化优势。

收购磷矿保障自身磷矿石供应，巩固产业链一体化优势。公司拟使用自有资金 5.35 亿元收购保康竹园沟矿业有限公司 100% 股权，竹园沟磷矿设计产能 180 万吨/年，目前正处于在建阶段，投产第一年产量 90 万吨，投产第二年产量 120 万吨，达产年产量 180 万吨。此前，公司于 2021 年 7 月注入了巴姑磷矿 90 万吨/年的磷矿石产能，此次收购完成后公司未来将具有约 270 万吨/年磷矿石产能，有利于公司进一步保障磷矿石供应，

分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

强化产业链一体化，降低生产成本。

● 深化新能源行业布局，开启第二增长曲线

扩展新能源材料规划，深化新能源材料转型布局。为丰富磷化工产品布局，把握新能源市场发展机遇，公司共计划投资 60 亿元建设 30 万吨磷酸铁、15 万吨磷酸铁锂及相关配套项目。其中，公司子公司与湖北宜都人民政府合作建设年产 10 万吨磷酸铁和 5 万吨磷酸铁锂生产线，配套 10 万吨精制磷酸生产线，计划总投资 30 亿元；公司与龙蟠科技合作的首期 5 万吨/年磷酸铁项目目前已建成投产。公司子公司与格林美下属公司合作建设的二期 15 万吨/年磷酸铁项目正稳步推进，公司子公司还与公司充分利用磷矿、磷复肥的资源优势，深化拓展新能源业务，巩固在磷化工行业的优势，打开除复合肥之外的增长曲线，拓展新的增长动力。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 17.36、21.31、25.31 亿元，同比增速为 43.5%、22.7%、18.8%。当前股价对应 PE 分别为 12、10、8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目投产进度不及预期；
- (2) 原材料价格大幅波动；
- (3) 相关政策变动风险；
- (4) 国际贸易风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	11802	16134	18388	20862
收入同比 (%)	17.2%	36.7%	14.0%	13.5%
归属母公司净利润	1210	1736	2131	2531
净利润同比 (%)	28.2%	43.5%	22.7%	18.8%
毛利率 (%)	18.9%	20.5%	21.3%	21.9%
ROE (%)	15.2%	18.4%	18.4%	17.9%
每股收益 (元)	0.96	1.33	1.63	1.94
P/E	17.59	12.31	10.03	8.44
P/B	2.77	2.26	1.85	1.51
EV/EBITDA	11.57	7.05	5.62	5.03

资料来源：wind，华安证券研究所

正文目录

1 磷化工高景气叠加成本优势，助力业绩大增.....	5
2 新型复合肥年底投产，巩固行业龙头地位	7
3 扩建合成氨，收购磷矿资源，巩固纵深产业一体化优势.....	9
4 深化新能源行业布局，开启第二增长曲线	11
5 投资建议：	12
6 风险提示：	12

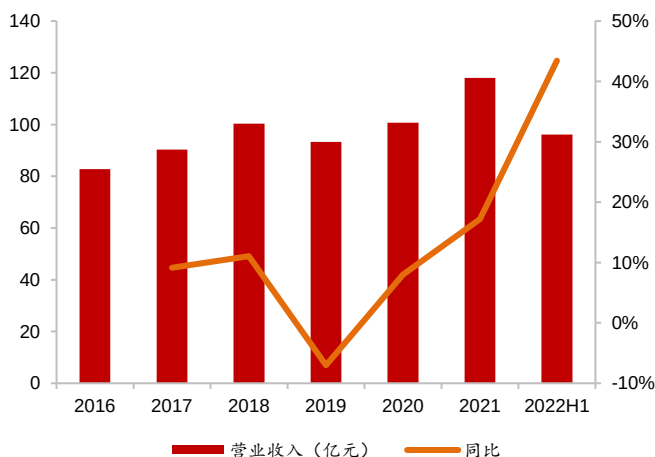
图表目录

图表 1 公司营收及增速	5
图表 2 公司归母净利润及增速	5
图表 3 公司毛利率、净利率变化情况	5
图表 4 公司费用率变化情况	5
图表 5 公司净现比变化情况	6
图表 6 购建固定资产、无形资产、长期资产支付的现金变化情况	6
图表 7 复合肥价格变化情况	6
图表 8 磷酸一铵价格变化情况	6
图表 9 复合肥产能分布	7
图表 10 公司主要产品产能	7
图表 11 十九种蔬菜平均批发价格	8
图表 12 主粮市场价格	8
图表 13 中国播种面积情况	8
图表 14 经济作物播种面积及占比	8
图表 15 合成氨、硫酸、硝酸价格走势	9
图表 16 磷矿石价格走势	10
图表 17 公司磷化工及磷矿伴生氟硅资源综合利用项目规划	10
图表 18 中国新能源汽车产量及销量情况	11
图表 19 中国动力电池装车量情况	11
图表 20 公司主要项目规划	12

1 磷化工高景气叠加成本优势，助力业绩大增

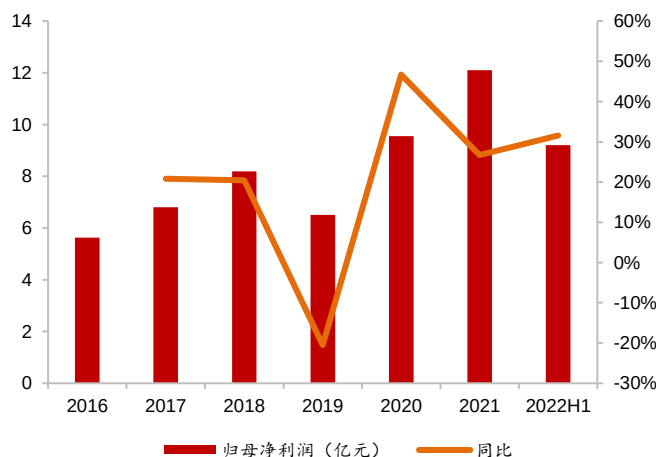
新洋丰 2022 年上半年业绩同比大增。8 月 9 日，新洋丰发布 2022 年中报。据中报，2022H1 公司实现营业收入 96.17 亿元，同比增长 43.44%；实现归母净利润 9.21 亿元，同比增长 31.57%。

图表 1 公司营收及增速



资料来源：iFinD、华安证券研究所

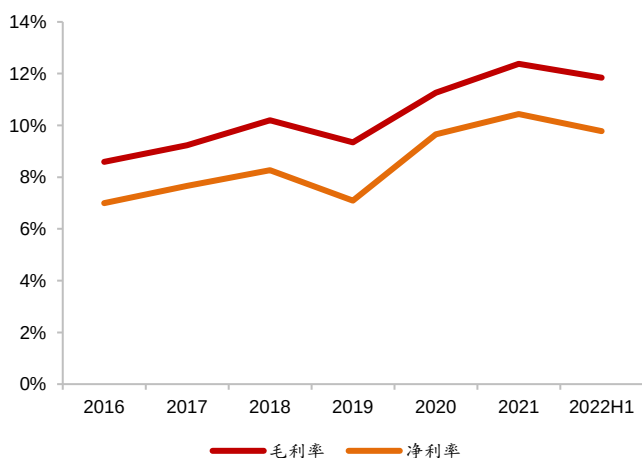
图表 2 公司归母净利润及增速



资料来源：iFinD、华安证券研究所

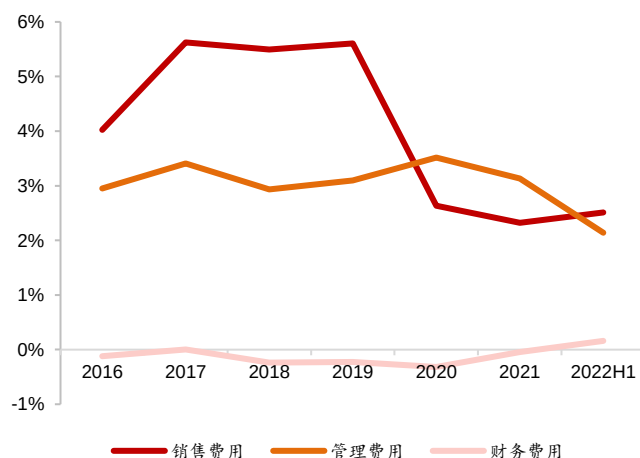
公司费用管控合理，保障业绩高成长性。公司毛利率 11.85%，整体净利率为 9.78%。期间费用率为 4.81%，同比下降约 1.1PCT，公司期间费用率下降，公司管控合理，盈利空间有望继续扩大。其中销售费用率为 2.51%，同比下降 0.96PCT；管理费用率为 2.14%，同比下降 0.42PCT；财务费用率为 0.16%，同比提高 0.30PCT；经营活动现金流净额为 19.91 亿元，同比增长 54.70%；在建工程为 14.6 亿元，同比增长 389.93%，投资强度大幅增强；公司净现比为 211.58%，同比增加 32PCT。单季度看，2022Q2 公司实现营收 50.72 亿元，同比增长 49.48%，实现归母净利润 5.14 亿元，同比增长 42.78%。

图表 3 公司毛利率、净利率变化情况



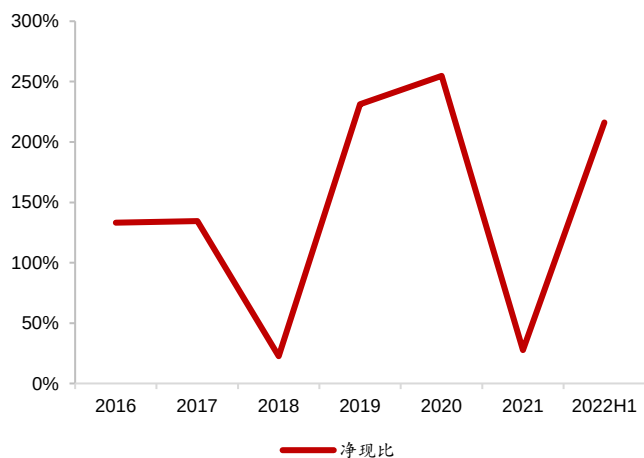
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 4 公司费用率变化情况



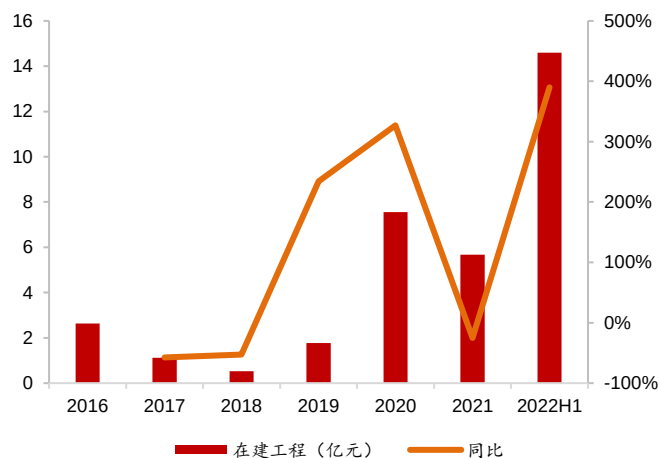
资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 5 公司净现比变化情况



资料来源: iFinD、华安证券研究所

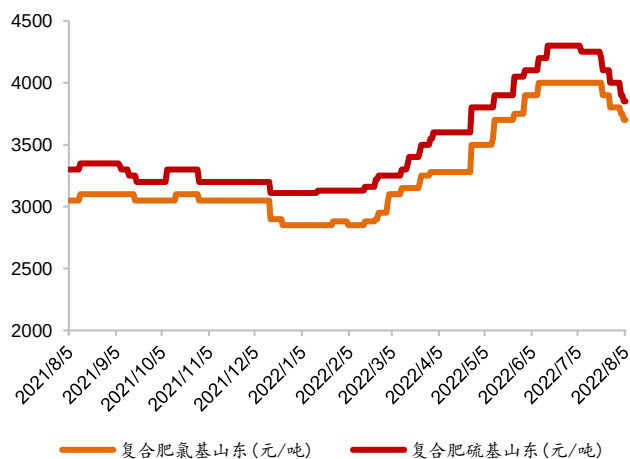
图表 6 公司在建工程变化情况



资料来源: iFinD、华安证券研究所

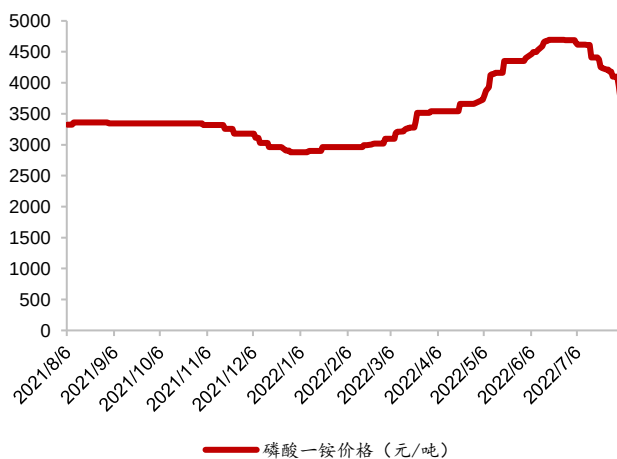
磷化工高景气延续,主要产品价格上涨,推动业绩增长。2022 年来,国际复合肥市场供需偏紧,复合肥价格持续上涨,根据百川盈孚数据,2022Q2,氯基复合肥均价为 3321 元/吨,相比 Q1 上涨 56.85%;2022Q2,硫基复合肥价格为 3592 元/吨,相比 Q1 上涨 50.69%;磷酸一铵 Q2 均价 4124 元/吨,相比 Q1 上涨 33.96%。复合肥价格的持续上涨,使得公司毛利率保持较高水平,推动了公司业绩增长。

图表 7 复合肥价格变化情况



资料来源: 百川盈孚、华安证券研究所

图表 8 磷酸一铵价格变化情况



资料来源: 百川盈孚、华安证券研究所

公司复合肥销量持续增长,一体化成本优势保障高毛利率水平。受益于经销商库存水平较低,公司二季度复合肥销量保持较快增长。公司凭借多年打造的一体化成本优势、渠道客户黏性和产品自主创新,构筑了稳固的经营护城河,从而实现复合肥销量连续稳定增长,由 2015 年的 260.67 万吨增长至 2021 年的 383.17 万吨, CAGR 为 6.63%,公司市占率由 2015 年的 4.56%提升至 2021 年的 7.96%。同时

受益于公司产业链一体化优势，在上游原材料价格大涨的市场格局下，有效控制了产品成本，使复合肥毛利率保持较高水平，提升了公司的盈利水平。

2 新型复合肥年底投产，巩固行业龙头地位

公司是磷复肥行业的龙头企业，主要产品包括常规复合肥、新型复合肥、磷肥等。公司产品规模、种类均为全国前列，根据百川盈孚数据，公司复合肥产能处于全国领先地位。截至 2021 年，公司拥有约 900 万吨磷复肥产能，其中磷酸一铵产能 185 万吨/年（包括工业级磷酸一铵产能 15 万吨/年），配套生产硫酸 270 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年，此外还拥有磷矿产能 90 万吨/年。合成氨、硫酸、硝酸等原产品充分自用，公司产业链一体化优势显著。

图表 9 复合肥产能分布

企业	产能	占比
新洋丰	708	12%
史丹利	520	9%
河南心连心化工	280	5%
江西开门子肥业	225	4%
司尔特	225	4%
湖北祥云	200	3%
辽宁津大盛源	167	3%
安徽红四方	150	3%
江苏华昌	150	3%

资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

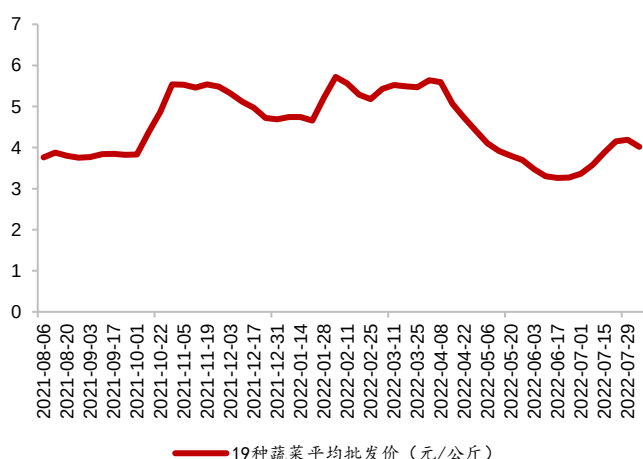
图表 10 公司主要产品产能

产品	产能（万吨/年）	在建产能（万吨/年）	备注
复合肥	708	40	在建 40 万吨为新型复合肥
磷肥	185		包括 170 万吨/年磷酸一铵以及 15 万吨/年工业级磷酸一铵
硫酸	270	30	
硝酸	15		
合成氨	15	30	
磷矿石	90	180	在建 180 万吨磷矿产能为此次收购的竹园沟磷矿产能
磷酸铁	5	25	一期 5 万吨磷酸铁产能已于 2022Q1 建成投产

资料来源：公司公告、华安证券研究所

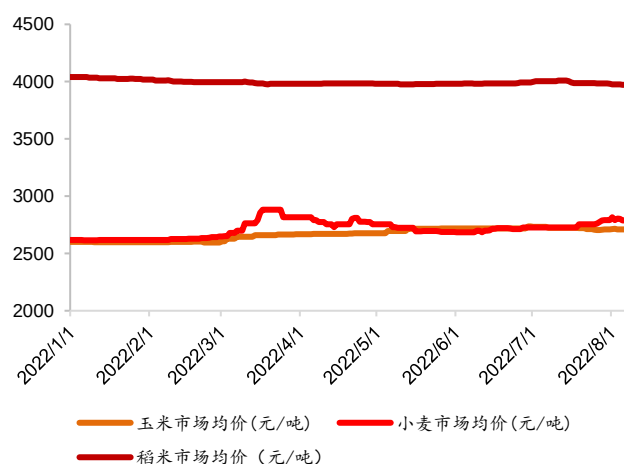
复合肥进入秋肥销售旺季，新型复合肥需求不断扩大。经济作物如蔬菜价格步入上涨周期，目前十九种蔬菜均价 4.02 元/公斤，除经济作物外，玉米、小麦等主粮价格也步入持续上涨的景气周期，其中玉米市场均价 2709 元/吨、小麦 2789 元/吨、稻米 3972 元/吨。主粮价格的上涨对复合肥消费有强支撑和拉动作用，而且农户偏好选择品牌复合肥，主粮需求的回暖将会促进新型肥料需求提升。

图表 11 十九种蔬菜平均批发价格



资料来源：iFinD、华安证券研究所

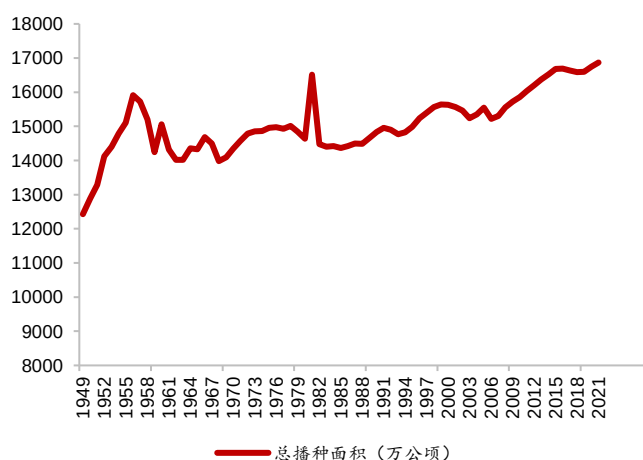
图表 12 主粮市场价格



资料来源：iFinD、华安证券研究所

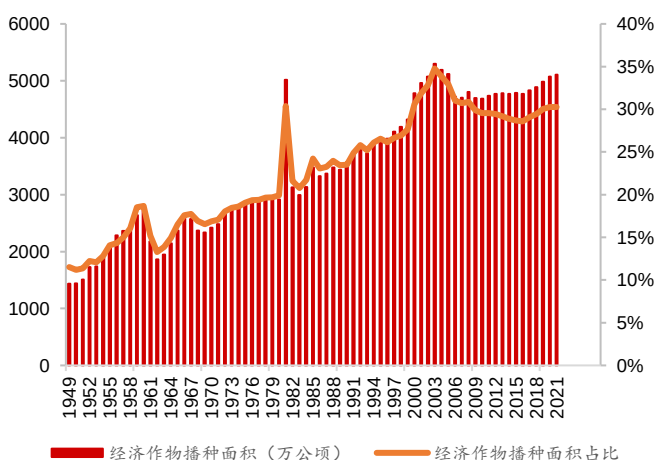
经济作物播种面积不断提高，新型复合肥需求空间不断拓展。我国播种面积稳步提高，其中经济作物播种面积占比不断提高，截至 2021 年我国总播种面积达 16869.51 万公顷，其中经济作物播种面积为 5106.43 万公顷，占比达 30.27%。经济作物产值高、利润高，复合肥使用量更大，对复合肥的价格敏感度更低，因此新型复合肥的使用带来的边际效益更优。随着人们膳食结构和营养需求提升，对高品质、营养健康、绿色安全的农产品需求逐年增加，新型肥料的需求空间将会不断拓展。

图表 13 中国播种面积情况



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 14 经济作物播种面积及占比



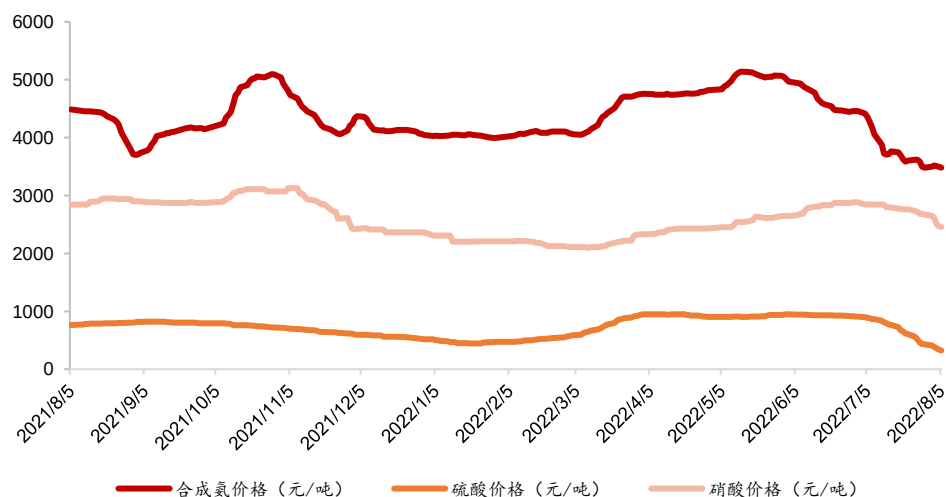
资料来源：iFinD、华安证券研究所

60 万吨新型复合肥项目预计今年下半年投产，公司产品结构不断优化。随着下游农户对于复合肥品质的需求不断提高，公司不断优化产品结构，其中，新型肥料销量由 2016 年的 33.56 万吨增长至 2021 年的 90.34 万吨，年复合增长率 21.9%。公司年产 60 万吨新型作物专用肥项目总投资 6 亿元，规划占地 300 亩，预计今年 11 月正式投产。预计未来公司将进一步提升新型复合肥的产品结构占比，优化产品结构，为未来业绩增长提供加速动力。

3 扩建合成氨，收购磷矿资源，产业纵深巩固一体化优势

合成氨项目即将投产，强化产业链一体化优势。复合肥上游原材料如硫酸、合成氨、硝酸等价格大涨，根据百川盈孚数据，2022Q2 硫酸平均价格为 927 元/吨，相比 Q1 提高了 59%；Q2 合成氨平均价格为 4821 元/吨，相比 Q1 提高了 15%；Q2 硝酸平均价格为 2588 元/吨，相比 Q1 提高了 18%。公司原材料产能布局完备，目前公司配套产能包括硫酸 270 万吨/年、合成氨 15 万吨/年，硝酸 15 万吨/年，可有效降低公司主要产品成本，提升盈利能力。2022 年 7 月，公司合成氨项目已经开始试生产，预计 8 月可以达到满产状态，未来公司抵御原材料价格波动能力将进一步提高，持续强化产业链一体化优势。

图表 15 合成氨、硫酸、硝酸价格走势

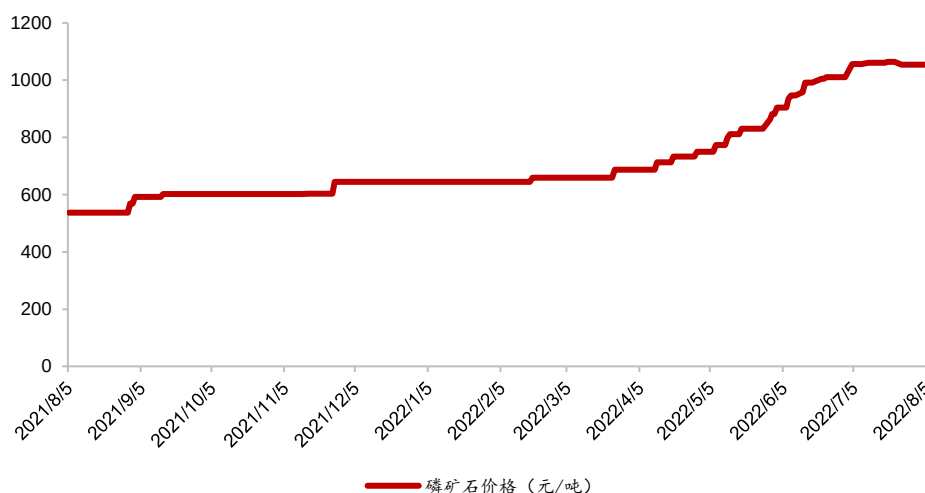


资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

收购磷矿保障自身磷矿石供应，巩固产业链一体化优势。公司拟使用自有资金 5.35 亿元收购竹园沟矿业 100% 股权，竹园沟矿业拥有竹园沟磷矿采矿权，公司通过收购竹园沟磷矿从而取得竹园沟磷矿的采矿权。竹园沟磷矿生产规模为 180 万吨/年，目前正处于在建阶段，资源储量未动用，建设期副产矿石量 158.75 万吨，投产

第一年产量 90 万吨，投产第二年产量 120 万吨，达产年产量 180 万吨。此前，公司于 2021 年 7 月注入了巴姑磷矿 90 万吨/年的磷矿石产能，此次收购完成后公司未来将具有约 270 万吨/年磷矿石产能，有利于公司进一步保障磷矿石供应，强化产业链一体化，降低生产成本。

图表 16 磷矿石价格走势



资料来源：百川盈孚、华安证券研究所

公司建设磷化工及磷矿伴生氟硅资源综合利用项目，深化磷化工产业链一体化布局。公司全资子公司洋丰楚元新能源科技有限公司拟在江西瑞昌市投资建设磷化工及磷矿伴生氟硅资源综合利用项目，项目拟分两期建设，其中一期建设磷化工项目，（包括选矿 150 万吨、磷酸 30 万吨、净化磷酸 25 万吨、硫酸 90 万吨、高档阻燃剂 10 万吨、磷酸二氢钾 10 万吨、渣酸肥 20 万吨、150 万吨磷石膏综合利用）和利用磷化工生产的副产品氟硅酸来生产的氟硅化工产品（包括无水氟化氢 3 万吨、白炭黑 2 万吨），计划投资分别为 30 亿元和 10 亿元；二期为建设新能源材料项目（六氟磷酸锂 1 万吨），计划投资 10 亿元。此项目落地后将优化公司产业结构，强化公司产业链一体化的战略布局与竞争优势。

图表 17 公司磷化工及磷矿伴生氟硅资源综合利用项目规划

项目规划	产品	产能 (万吨/年)	计划投资额
磷化工项目	选矿	150	30 亿元
	磷酸	30	
	净化磷酸	25	
	硫酸	90	
	高档阻燃剂	10	
	磷酸二氢钾	10	
	渣酸肥	20	
	磷石膏综合利用	150	
氟硅化工项目	无水氟化氢	3	10 亿元

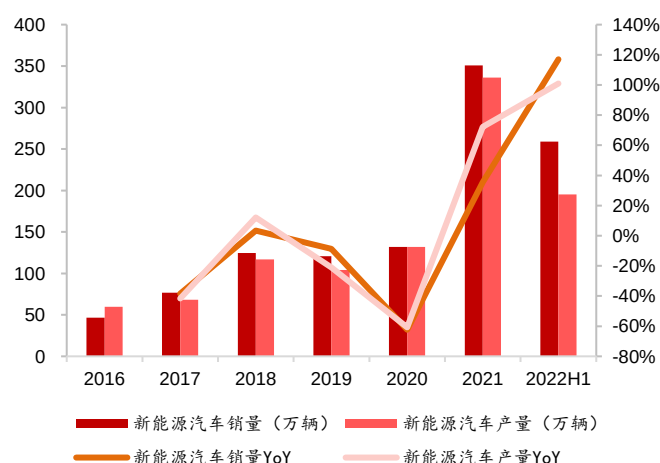
	白炭黑	2	
新能源材料项目	六氟磷酸锂	1	10 亿元

资料来源：公司公告、华安证券研究所

4 深化新能源行业布局，开启第二增长曲线

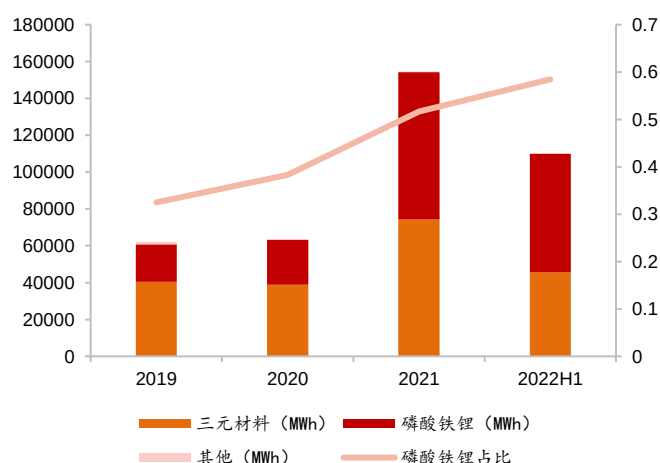
全球新能源汽车增速迅猛，磷酸铁、磷酸铁锂需求增长。随着新能源汽车产业高速发展，我国新能源汽车产量由 2016 年的 59.6 万辆，提高到了 2021 年的 195.3 万辆，CAGR 高达 141%；我国新能源汽车销量由 2016 年的 46.57 万辆提高到了 2021 年的 350.7 万辆，CAGR 高达 150%。动力电池装机量加速增长，其中磷酸铁锂动力电池装机量增长迅速，截至 2022 年上半年，磷酸铁锂动力电池占比 58%，远超三元电池，随着新能源汽车的持续放量，叠加磷酸铁锂动力电池渗透率的不断提高，其正极原材料磷酸铁锂及前驱体磷酸铁预计未来需求广阔。

图表 18 中国新能源汽车产量及销量情况



资料来源：iFinD、华安证券研究所

图表 19 中国动力电池装车量情况



资料来源：iFinD、华安证券研究所

扩展新能源材料规划，深化新能源材料转型布局。为丰富磷化工产业链的产品布局，抓住新能源市场发展机遇，公司及全资子公司计划投资 60 亿元建设 30 万吨磷酸铁、15 万吨磷酸铁锂及相关配套项目。其中，公司全资子公司洋丰楚元新能源科技有限公司于 2022 年 1 月 4 日与湖北宜都人民政府《招商引资项目投资/服务协议》，合作建设年产 10 万吨磷酸铁和 5 万吨磷酸铁锂生产线，配套 10 万吨精制磷酸生产线，计划总投资 30 亿元，其中固定资产投资约 25 亿元。公司积极布局新能源材料，深化拓展新能源材料项目规划，有利于加快自身产业转型升级，打开第二成长曲线。同时，投资 25-30 亿元与龙蟠科技控股子公司常州锂源、格林美分别设立合资公司建设 20 万吨磷酸铁及相关配套项目，该项目分两期，首期 5 万吨/年磷酸铁项目由公司和常州锂源共同投资设立合资公司湖北丰锂新能源科技有限公司负责实施，一期项目已于 2022 年 H1 建成投产，二期项目 15 万吨/年磷酸铁项目由洋丰楚元与格林美新能源共同出资设立合资公司，由合资公司负责具体实施。此外，

公司还于 2022 年 1 月 11 日与格林美签订了战略合作框架协议：公司牵头投资建设不小于年 15 万吨的磷酸铁材料以及配套的磷酸基础化学品；格林美牵头开发下游市场，发展磷酸铁锂制造技术，并牵头建设不小于年 10 万吨的磷酸铁锂材料。公司积极布局新能源材料，深化拓展新能源材料项目规划，有利于加快自身产业转型升级，打开第二成长曲线，形成从单一的磷复肥产业，升级为磷复肥、新能源双主业和磷石膏建材一辅业的“两主一辅”产业格局。

图表 20 公司主要项目规划

项目规划	备注	产品	产能（万吨/年）	项目进展	计划投资额
常州锂源（龙蟠科技控股子公司）合作项目	磷酸铁项目一期	磷酸铁	5	2022H1 建成投产	25-30 亿元
格林美合作项目	磷酸铁项目二期	磷酸铁	15	预计于 2023 年初陆续投产	
宜都市人民政府合作项目	-	磷酸铁	10	自取得土地不动产权证之日起 18 个月	30 亿元
		磷酸铁锂	5		
		精制磷酸	10		

资料来源：公司公告、华安证券研究所

5 投资建议：

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 17.36、21.31、25.31 亿元，同比增速为 43.5%、22.7%、18.8%。当前股价对应 PE 分别为 12、10、8 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

6 风险提示：

- （1）项目投产进度不及预期；
- （2）原材料价格大幅波动；
- （3）相关政策变动风险；
- （4）国际贸易风险。

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	6265	6097	6733	7757	营业收入	11802	16134	18388	20862
现金	2198	832	1656	1216	营业成本	9571	12833	14473	16289
应收账款	278	368	363	468	营业税金及附加	54	66	76	87
其他应收款	69	230	98	264	销售费用	274	479	496	569
预付账款	463	553	645	728	管理费用	370	529	603	679
存货	2644	3497	3348	4446	财务费用	-5	24	38	30
其他流动资产	612	617	623	635	资产减值损失	-20	-7	-8	-9
非流动资产	6873	9996	12002	14340	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	20	23	25	28	投资净收益	36	43	52	59
固定资产	4494	7247	8578	8434	营业利润	1518	2176	2672	3173
无形资产	863	984	1107	1228	营业外收入	6	0	0	0
其他非流动资产	1496	1742	2291	4650	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	13137	16093	18735	22097	利润总额	1518	2176	2672	3173
流动负债	3685	5125	5596	6382	所得税	285	409	502	596
短期借款	2	2	2	2	净利润	1232	1767	2170	2577
应付账款	1368	1739	1796	2205	少数股东损益	23	31	39	46
其他流动负债	2316	3384	3799	4175	归属母公司净利润	1210	1736	2131	2531
非流动负债	1231	1231	1231	1231	EBITDA	1795	3043	3675	4189
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.96	1.33	1.63	1.94
其他非流动负债	1231	1231	1231	1231					
负债合计	4916	6356	6828	7613					
少数股东权益	258	289	327	373					
股本	1333	1333	1333	1333					
资本公积	581	581	581	581					
留存收益	6049	7535	9666	12197					
归属母公司股东权	7963	9448	11579	14110					
负债和股东权益	13137	16093	18735	22097					

现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	335	2897	3841	2930	成长能力				
净利润	1232	1767	2170	2577	营业收入	17.2%	36.7%	14.0%	13.5%
折旧摊销	298	879	1010	1036	营业利润	27.6%	43.3%	22.8%	18.7%
财务费用	29	46	46	46	归属于母公司净利	28.2%	43.5%	22.7%	18.8%
投资损失	-36	-43	-52	-59	获利能力				
营运资金变动	-1174	241	660	-679	毛利率 (%)	18.9%	20.5%	21.3%	21.9%
其他经营现金流	2392	1532	1517	3264	净利率 (%)	10.3%	10.8%	11.6%	12.1%
投资活动现金流	-729	-3965	-2971	-3323	ROE (%)	15.2%	18.4%	18.4%	17.9%
资本支出	-1524	-4006	-3021	-3380	ROIC (%)	13.3%	16.5%	16.9%	16.6%
长期投资	-47	-3	-2	-2	偿债能力				
其他投资现金流	842	43	52	59	资产负债率 (%)	37.4%	39.5%	36.4%	34.5%
筹资活动现金流	56	-297	-46	-46	净负债比率 (%)	59.8%	65.3%	57.3%	52.6%
短期借款	-208	0	0	0	流动比率	1.70	1.19	1.20	1.22
长期借款	-401	0	0	0	速动比率	0.77	0.34	0.43	0.36
普通股增加	0	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	-100	0	0	0	总资产周转率	0.95	1.10	1.06	1.02
其他筹资现金流	764	-297	-46	-46	应收账款周转率	50.56	49.90	50.27	50.19
现金净增加额	-338	-1365	824	-440	应付账款周转率	7.79	8.26	8.19	8.14

每股指标 (元)					估值比率				
会计年度	2021	2022E	2023E	2024E	会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E
每股收益	0.96	1.33	1.63	1.94	P/E	17.59	12.31	10.03	8.44
每股经营现金流	0.26	2.22	2.94	2.25	P/B	2.77	2.26	1.85	1.51
每股净资产	6.10	7.24	8.88	10.82	EV/EBITDA	11.57	7.05	5.62	5.03

资料来源：公司公告，华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。