

核心业务盈利可观, 手握下游充沛订单

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 半年度报告, 2022 年上半年实现营业收入 4.6 亿元, 同比增长 32.77%; 实现归母净利润 1.2 亿元, 同比增长 31.24%。分季度来看, 2022Q1/Q2 分别实现营业收入 2.1/2.5 亿元, 同比增长分别为 42.15%/25.72%; 归母净利润分别为 0.4/0.8 亿元, 同比增长分别为 11.86%/44.40%。
- **核心业务盈利稳定, 降本增效成果显著。** 1) 分业务看, 2022 年 H1 公司铸造高温合金、变形高温合金、特种不锈钢营业收入分别为 2.1/1.4/0.4 亿元, 同比分别增长 33.25%/45.13%/21.82%。2) 毛利率来看, 2022 年 H1 公司综合毛利率为 36.36%, 较去年同期下降 3.21pp。3) 三费率方面, 2022 年 H1 公司期间费用率为 5.78%, 较去年同期下降 2.48pp。其中, 销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.74%、5.24%、-0.20%, 较去年同期分别下降 0.68pp、1.75pp、0.05pp。
- **“两机专项”带动下游高景气, 公司手握充沛订单。** 预计未来 10 年我国高温合金供需缺口将显著扩大, 其中 2030 年航空航天领域累计新增高温合金需求 10.44 万吨, 达 13.19 万吨, 10 年年均复合增速 16.96%; 预计燃气轮机对高温合金需求量将保持每年约 975 吨。受益于下游需求快速增长, 公司在手订单充足, 2022 年上半年公司合同负债金额 8060.30 万元, 同比大幅增长 710.84%。
- **募投项目加速建设, 不断扩展产品种类。** 公司正在全力推进“年产 1000 吨超纯净高性能高温合金材料”和“年产 3300 件复杂薄壁高温合金结构件”项目的建设, 预计 2022 年底投产。子公司沈阳图南“航空用中小零部件自动化加工生产线项目”也在持续推进中, 后续将扩展产品品类, 有望成为利润新增长点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 2.2 亿元、3.2 亿元、4.4 亿元, 对应 EPS 分别为 0.74 元、1.04 元、1.47 元, 未来三年归母净利润将保持 34.71% 的复合增长率。考虑到公司同时掌握铸造高温合金和变形高温合金两种技术且产能持续释放, 首次覆盖给予“持有”评级。
- **风险提示:** 原材料价格波动、项目投产不达预期、军品市场开发风险。

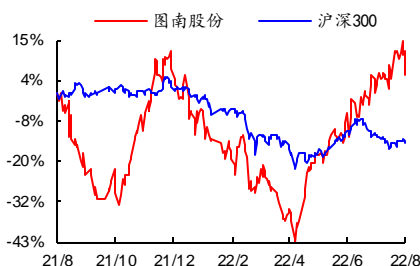
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	697.87	903.58	1100.06	1389.91
增长率	27.73%	29.48%	21.74%	26.35%
归属母公司净利润(百万元)	181.34	222.05	315.41	443.28
增长率	66.24%	22.45%	42.04%	40.54%
每股收益 EPS(元)	0.60	0.74	1.04	1.47
净资产收益率 ROE	14.79%	13.78%	16.75%	19.59%
PE	78	64	45	32
PB	11.55	8.79	7.52	6.26

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 郑连声
执业证号: S1250522040001
电话: 010-57758531
邮箱: zlsns@swsc.com.cn
联系人: 黄腾飞
电话: 13651914586
邮箱: htengf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	3.02
流通 A 股(亿股)	1.68
52 周内股价区间(元)	37.93-75.07
总市值(亿元)	141.64
总资产(亿元)	14.20
每股净资产(元)	6.37

相关研究

目 录

1 业绩超预期增长，在手订单充沛	1
1.1 净利润增长可观，合同负债大幅提升	1
1.2 募投项目加速建设，产能已开始逐步释放	2
2 航发产业高景气持续，“两机专项”蓄势待发	3
3 盈利预测与估值	5
3.1 盈利预测.....	5
3.2 相对估值.....	6
4 风险提示	6

图 目 录

图 1：2022H1 公司营业收入 4.6 亿元.....	1
图 2：2022H1 公司归母净利润 1.2 亿元.....	1
图 3：2017-2022H1 公司主营业务收入拆分（亿元）.....	1
图 4：2017-2022H1 公司主营业务营收占比.....	1
图 5：2017-2022H1 公司毛利率情况.....	2
图 6：2017-2022H1 公司主营业务毛利率情况.....	2
图 7：2017-2022H1 公司期间费用率情况.....	2
图 8：2022H1 公司合同负债同比增长 710.84%.....	2

表 目 录

表 1：图南股份募投项目进度.....	3
表 2：未来 10 年我国高温合金在军用飞机领域需求测算.....	3
表 3：未来 20 年我国民航领域高温合金需求测算.....	4
表 4：2021 年服役军舰高温合金需求测算.....	4
表 5：分业务收入及毛利率.....	5
表 6：可比公司估值（截止至 8.19 收盘价）.....	6
附表：财务预测与估值.....	7

1 业绩超预期增长，在手订单充沛

1.1 净利润增长可观，合同负债大幅提升

业绩稳步提升，Q2 净利大幅提升。2022 年上半年，公司实现营业收入 4.6 亿元，同比增长 32.77%；实现归母净利润 1.2 亿元，同比增长 31.24%。分季度来看，2022Q1/Q2 公司分别实现营业收入 2.1/2.5 亿元，同比增长分别为 42.15%/25.72%；归母净利润分别为 0.4/0.8 亿元，同比增长分别为 11.86%/44.40%。营收及净利均同比提升，说明公司下游订单充分并且良好应对了镍价上涨的影响。

图 1：2022H1 公司营业收入 4.6 亿元

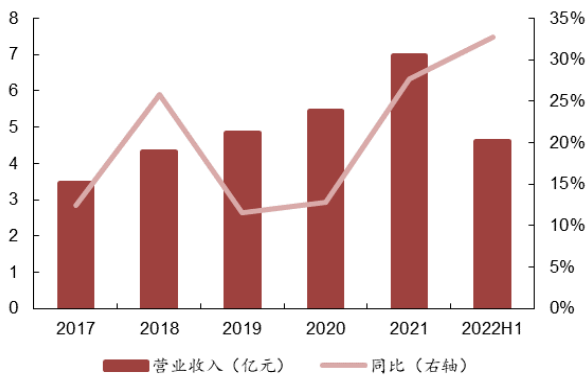
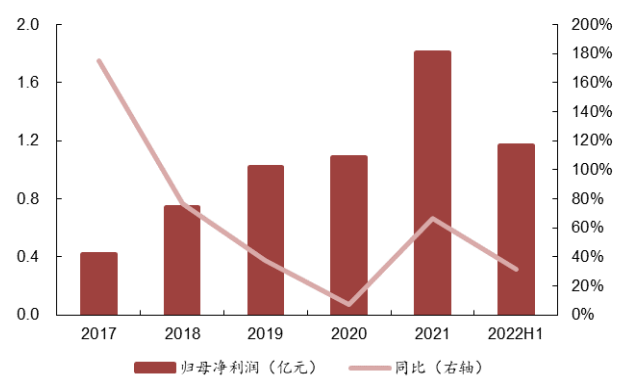


图 2：2022H1 公司归母净利润 1.2 亿元

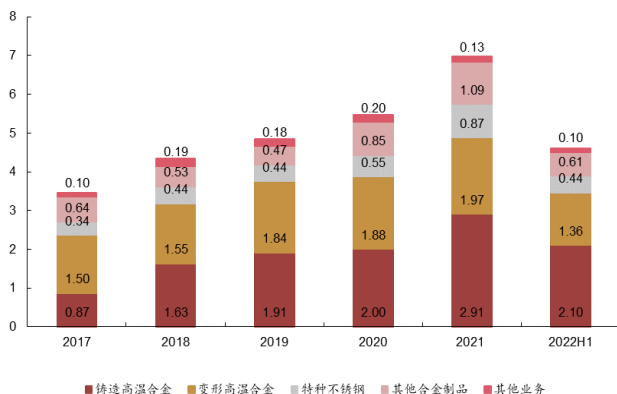


数据来源：wind，西南证券整理

数据来源：wind，西南证券整理

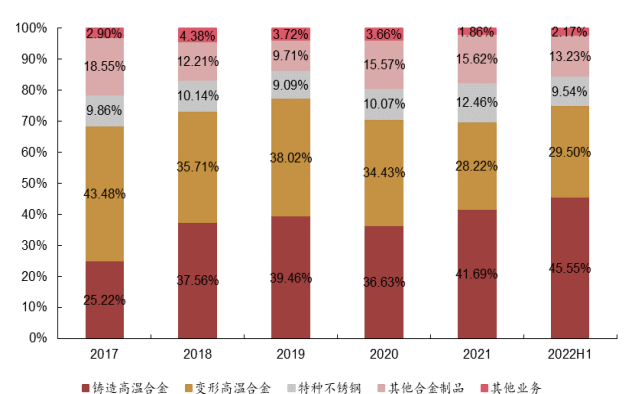
核心业务盈利稳定，变形高温合金占比小幅提升。2022 年上半年，公司铸造高温合金、变形高温合金、特种不锈钢营业收入分别为 2.1 亿元、1.4 亿元、0.4 亿元，同比分别增长 33.25%、45.13%、21.82%。公司营收结构较为稳定，变形高温合金占比小幅提升，2022 年上半年铸造高温合金、变形高温合金、特种不锈钢营收占比分别 45.55%、29.50%、9.54%，同比分别增长 002pp、2.70pp、-0.83pp。

图 3：2017-2022H1 公司主营业务收入拆分 (亿元)



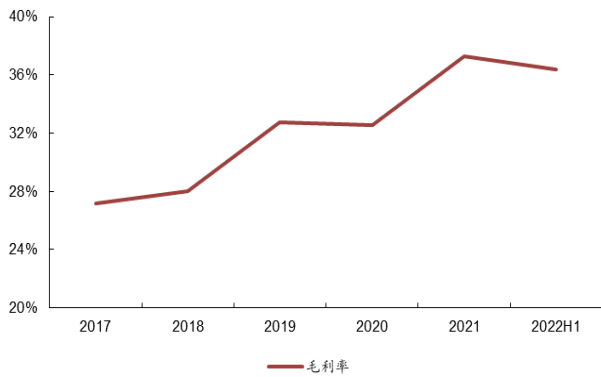
数据来源：wind，西南证券整理

图 4：2017-2022H1 公司主营业务营收占比

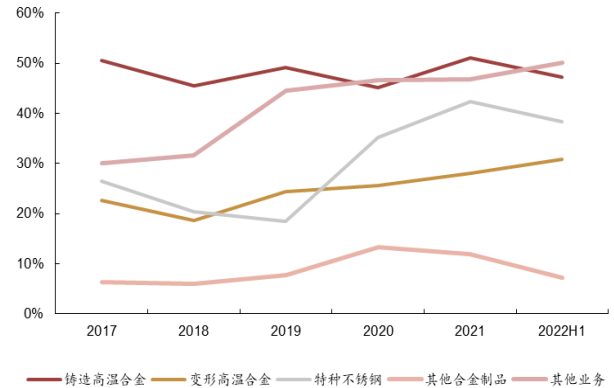


数据来源：wind，西南证券整理

受原材料上涨影响，毛利率小幅下滑。2022 年上半年公司综合毛利率为 36.36%，较去年同期下降 3.21pp，主要系镍价格大幅波动导致公司成本上行。2022 年上半年公司铸造高温合金、变形高温合金、特种不锈钢毛利率分别为 47.21%、30.91%、38.32%，较去年同期分别增长-3.52pp、0.13pp、-5.69pp。

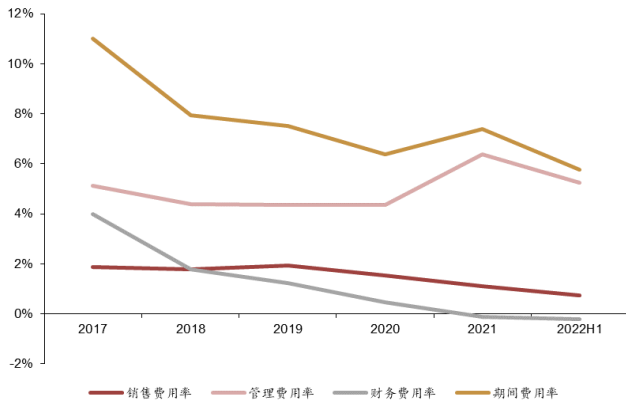
图 5：2017-2022H1 公司毛利率情况


数据来源：wind，西南证券整理

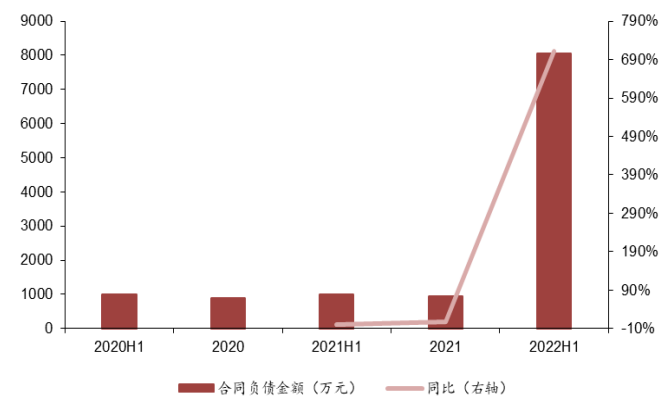
图 6：2017-2022H1 公司主营业务毛利率情况


数据来源：wind，西南证券整理

降本增效成果显著，在手订单充沛。2022 年上半年公司期间费用率为 5.78%，较去年同期下降 2.48pp。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.74%、5.24%、-0.20%，较去年同期分别下降 0.68pp、1.75pp、0.05pp。受益于下游需求快速增长，公司在手订单非常充沛，2022 年上半年公司合同负债金额 8060.3 万元，同比大幅增长 710.84%。

图 7：2017-2022H1 公司期间费用率情况


数据来源：wind，西南证券整理

图 8：2022H1 公司合同负债同比增长 710.84%


数据来源：wind，西南证券整理

1.2 募投项目加速建设，产能已开始逐步释放

截至 2022 年中报，公司募集资金投资项目“年产 1000 吨超纯净高性能高温合金材料建设项目”投资进度为 52.68%，一台真空感应炉已正常生产；“年产 3300 件复杂薄壁高温合金结构件建设项目”投资进度为 30.82%；“企业研发中心建设项目”投资进度为 56.03%。上半年受疫情影响，“年产 1000 吨超纯净高性能高温合金材料建设项目”和“企业研发中心建设项目”的进口设备的安装、调试未能按计划完成，导致项目原定于 2022 年底投产。公

公司将进一步加快推进各类设备的安装调试和项目建设总体进度，产能将于 2022 年底投产。沈阳图南“航空用中小零部件自动化加工生产线项目”也在持续推进中，后续有助于公司扩展产品品类，扩大公司市场影响力，有望成为利润新增长点。

表 1：图南股份募投项目进度

项目名称	投资方式	本报告期投入金额 (万元)	报告期末累计实际投入金额 (万元)	投资进度	项目投产日期
年产 1000 吨超纯净高性能高温合金材料	自建	2,390.73	9615.00	52.68%	2022 年 12 月 31 日
年产 3300 件复杂薄壁高温合金结构件	自建	2,517.11	7958.36	30.82%	2022 年 12 月 31 日
企业研发中心建设项目	自建	252.81	1533.08	56.03%	2022 年 12 月 31 日
航空用中小零部件自动化加工生产线项目	自建	--	--	--	2024 年
合计	--	5,160.65	19,106.44	--	--

数据来源：公司公告，西南证券整理

2 航发产业高景气持续，“两机专项”蓄势待发

2020 年中国航空航天领域高温合金需求约为 2.75 万吨，其中军品需求占比约 40%，为 1.10 万吨（数据来源：前瞻产业研究院）。未来十年，中国军用飞机用高温合金累计需求增量 2.97 万吨，2030 年军品需求将达 4.07 万吨，10 年年均复合增速 13.98%。考虑到未来训练演习次数的增加以及老机型十年左右的发动机更换周期，我们假设目前存量飞机数量中的 50% 在未来 10 年内将更换发动机，新交付的飞机数量为存量的一倍。根据西部超导招股说明书，高温合金重量占单台发动机重量的比重约为 50%-60%，高温合金全流程成材率预计为 20%-40%，我们取高温合金重量占单台发动机重量的比重为 50%，成材率为 20%，预计未来 10 年高温合金在军用飞机领域总需求增量为 2.97 万吨，年均需求增量约 0.30 万吨。

表 2：未来 10 年我国高温合金在军用飞机领域需求测算

飞机类型	细分类型	型号	存量飞机数量 (架)	飞机更换发动机数量 (架)	增量飞机数量 (架)	单机发动机数量 (台)	发动机总数量 (台)	发动机重量 (吨)	高温合金需求 (吨)
战斗机	单发	J-7/J10	678	339	678	1	1017	1.7	4322
	双发	H-6/JH-7/Q-5/J-8/J-11/J15/J20	893	447	893	2	2679	1.7	11386
运输机 /特种机	双发	737/An-30/challenger 870/Y7/Y12/Z18/MA60/Ka-31/SH-5	102	51	102	2	306	1.2	918
	三发	Tu-154	10	5	10	3	45	2	225
	四发	Il-76/Y-8/Y-9/Y-20	234	117	234	4	1404	2	7020
武装 直升机	单发	Z-11	46	23	46	1	69	0.6	104
	双发	Mi-17/171/Z-8/Z-9/Z-10/Z-18/Z-19/ S-70/AS365/Ka-27/Ka-28	856	428	856	2	2568	0.6	3852
训练机	单发	JJ-7/JL-8/H120/H125M/JL-8/JL-9	312	156	312	1	468	1	1170
	双发	L15/Su-27/Y-7/JJ-6/Mi-8	93	47	93	2	279	1	698
合计									29695

数据来源：World Air Force 2021，西南证券整理

2020 年中国航空航天领域高温合金需求约为 2.75 万吨，其中民品需求占比约 60%，为 1.65 万吨。未来十年，中国民用飞机用高温合金累计需求增量约 0.75 万吨，2030 年民品需求将达 9.12 万吨，10 年年均复合增速 18.64%。根据西部超导招股说明书，我们依旧假设高温合金重量占单台发动机重量的比重为 50%，成材率为 20%，测算出未来 20 年中国民航领域高温合金累计需求增量约为 14.94 万吨，年均需求增量 0.75 万吨。由于我们从中国商飞获得的数据是未来 20 年新增飞机数量，并以此测算出未来 20 年民航领域新增高温合金需求量，为了和军品领域需求测算周期保持一致，进而测算出航空航天领域未来 10 年整体高温合金需求增量，我们假设民用航空领域高温合金需求未来 20 年保持线性增长，据此测算出未来 10 年民航领域累计高温合金需求增量 0.75 万吨。

表 3：未来 20 年我国民航领域高温合金需求测算

飞机类型	机型	飞机数量 (架)	单机发动机数量 (台)	发动机总数量 (台)	发动机重量 (吨)	高温合金需求量 (吨)
客机	单通道喷气客机	5937	2	11874	2	59370
	双通道喷气客机	1868	4	7472	4	74720
	涡扇支线客机	920	2	1840	2	9200
货机	新货机	117	2	234	2	1170
	客改货机	491	2	982	2	4910
合计						149370

数据来源：中国商飞，西南证券整理

随着国际政治局势的不稳定和中国未来将围绕航空母舰打造远洋海军力量的趋势，预计未来燃气轮机对高温合金需求将保持稳定。2021 年新下水的军舰中，052D 型驱逐舰、055 型驱逐舰、075 级两栖攻击舰动力均采用柴、燃机相结合的配置。根据北极星电力网资料，该三种舰艇均采用国产 QC280 型燃气轮机，单机重量约为 15 吨。根据中国金属学会高温材料分会资料显示，高温合金重量占单台燃气轮机重量的比重也约为 50%，高温合金全流程成材率预计为 20%-40%，我们假设高温合金部件在燃气轮机中的重量占比为 50%，成材率为 20%，2021 年军舰高温合金需求量约为 975 吨。

表 4：2021 年服役军舰高温合金需求测算

军舰型号	服役数量 (艘)	燃气轮机数量 (台)	燃气轮机重量 (吨)	高温合金需求 (吨)
052D 型驱逐舰	7	2	15	525
055 型驱逐舰	2	4	15	300
075 级两栖攻击舰	2	2	15	150
合计				975

数据来源：北极星电力网，中国金属学会高温材料分会，西南证券整理

3 盈利预测与估值

3.1 盈利预测

关键假设：

铸造高温合金：根据公司铸造高温合金募投项目投产节奏，考虑到公司产能爬坡较快且军品供货相对稳定，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 105%/100%/110%，对应销量分别为 717.01/1096.91/1432.99 万吨。根据原材料涨价趋势和公司产品高端议价能力较强，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 30%/-10%/5%，对应毛利率分别为 47.75%/52.56%/56.77%。

变形高温合金：根据公司变形高温合金募投项目投产节奏，考虑到公司产能爬坡较快且军品供货相对稳定，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 120%/110%/110%，对应销量分别为 1336.48/1667.27/1881.77 万吨。根据原材料涨价趋势和公司产品高端议价能力较强，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 40%/-10%/10%，对应毛利率分别为 27.00%/31.73%/34.01%。

特种不锈钢：根据公司特种不锈钢产能规划，考虑到公司订单充沛且产品供不应求，预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 120%/120%/120%，对应销量均为 321.48 万吨。根据原材料涨价趋势和公司产品高端议价能力较强，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 20%/10%/10%，对应毛利率分别为 37.09%/39.95%/42.68%。

其他合金制品：根据公司产能规划，考虑到公司其他合金制品产能充沛且供货稳定，预计 2022-2024 年公司产能利用率均为 80%，对应销量分别为 944.94/955.43/965.93 万吨。根据原材料涨价趋势，预计 2022-2024 年单位售价分别提高 10%/5%/5%，对应毛利率分别为 8.17%/9.18%/10.16%。

其他业务：根据近几年数据，假设 2022-2024 年收入每年提高 10%，对应毛利率分别为 50.56%/52.81%/54.95%。

基于以上假设，我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表：

表 5：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
铸造高温合金	收入	2.91	3.80	5.24	7.19
	增速	45.44%	30.74%	37.69%	37.17%
	毛利率	51.13%	47.75%	52.56%	56.77%
变形高温合金	收入	1.97	2.72	3.06	3.80
	增速	4.99%	38.23%	12.28%	24.15%
	毛利率	28.11%	27.00%	31.73%	34.01%
特种不锈钢	收入	0.87	0.95	1.05	1.15
	增速	59.57%	9.62%	10.00%	10.00%
	毛利率	42.28%	37.09%	39.95%	42.68%
其他合金制品	收入	1.09	1.41	1.50	1.59

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
	增速	28.24%	29.48%	6.17%	6.15%
	毛利率	11.99%	8.17%	9.18%	10.16%
其他业务	收入	0.13	0.14	0.16	0.17
	增速	-31.58%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	46.60%	50.56%	52.81%	54.95%
合计	收入	6.98	9.04	11.00	13.90
	增速	27.73%	29.45%	21.74%	26.35%
	毛利率	37.40%	34.23%	39.66%	44.03%

数据来源：wind，西南证券

3.2 相对估值

我们选取了行业中与图南股份业务最为相近的四家公司钢研高纳、西部超导、抚顺特钢、应流股份，2022-2024年平均PE为45/34/26倍。可比公司中，钢研高纳与公司收入结构相似，因此公司估值更多参考钢研高纳，但钢研高纳主要生产民用高温合金，盈利能力偏低。西部超导主要生产钛合金和超导材料，近两年才开始布局高温合金业务。抚顺特钢高温合金收入占比仅约为20%，与公司收入结构差距较大，参考价值较低。应流股份主要生产铸造高温合金，技术品种单一。相较而言，图南股份未来最大的看点有三个：1) 作为行业内少数同时掌握铸造高温合金和变形高温合金生产技术的公司，技术壁垒较高；2) 公司募投项目加速建设，2023年产能将大幅提升；3) 公司主要生产军用高温合金，盈利能力较强，在“两机专项”拉动下，军机需求有望快速放量，公司业绩有望迎来量价齐升。结合对标公司的估值和目前图南股份产能投产节奏及下游需求快速放量，我们认为公司享有一定的估值溢价，首次覆盖给予“持有”评级。

表 6：可比公司估值（截止至 8.19 收盘价）

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300034.SZ	钢研高纳	50.78	0.63	0.85	1.16	1.57	79.51	59.90	43.91	32.43
688122.SH	西部超导	108.05	1.68	2.15	2.94	3.79	60.55	50.17	36.79	28.51
600399.SH	抚顺特钢	17.38	0.40	0.45	0.66	0.86	49.25	38.39	26.42	20.26
603308.SH	应流股份	19.63	0.34	0.65	0.71	0.94	56.53	30.17	27.83	20.80
平均值							61.46	44.66	33.74	25.50
300855.SZ	图南股份	46.90	0.60	0.74	1.04	1.47	78.11	63.79	44.91	31.95

数据来源：wind，西南证券整理

4 风险提示

原材料价格波动，项目投产不达预期，军品市场开发风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	697.87	903.58	1100.06	1389.91	净利润	181.34	222.05	315.41	443.28
营业成本	437.52	594.27	663.74	777.94	折旧与摊销	35.94	30.00	30.00	30.00
营业税金及附加	4.14	6.05	7.29	9.08	财务费用	-0.84	2.24	4.07	6.52
销售费用	7.79	11.39	13.33	17.07	资产减值损失	-1.03	-1.00	-1.00	-1.00
管理费用	44.57	48.57	61.00	78.23	经营营运资本变动	-88.15	-96.38	-57.22	-96.31
财务费用	-0.84	2.24	4.07	6.52	其他	51.59	-8.52	-8.36	-9.23
资产减值损失	-1.03	-1.00	-1.00	-1.00	经营活动现金流净额	178.84	148.40	282.90	373.26
投资收益	7.37	7.74	7.89	8.05	资本支出	-51.32	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.47	1.90	2.02	1.89	其他	-159.49	10.63	9.58	10.05
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-210.80	30.63	9.58	10.05
营业利润	207.87	251.70	361.55	512.00	短期借款	25.02	-5.02	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.55	9.54	9.52	9.51	长期借款	0.00	50.00	50.00	50.00
利润总额	207.32	261.24	371.07	521.51	股权融资	23.51	200.00	0.00	0.00
所得税	25.99	39.19	55.66	78.23	支付股利	-40.00	-36.27	-44.41	-63.08
净利润	181.34	222.05	315.41	443.28	其他	-28.90	27.76	25.93	23.48
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-20.36	236.47	31.52	10.40
归属母公司股东净利润	181.34	222.05	315.41	443.28	现金流量净额	-52.58	415.50	324.01	393.71
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	208.10	623.60	947.60	1341.31	成长能力				
应收和预付款项	70.83	97.03	114.98	146.34	销售收入增长率	27.73%	29.48%	21.74%	26.35%
存货	319.79	434.72	485.15	569.27	营业利润增长率	67.08%	21.08%	43.64%	41.61%
其他流动资产	321.84	284.95	286.32	287.50	净利润增长率	66.24%	22.45%	42.04%	40.54%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	49.76%	16.86%	39.33%	38.65%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	249.25	225.77	202.29	178.82	毛利率	37.31%	34.23%	39.66%	44.03%
无形资产和开发支出	54.22	27.69	21.17	14.64	三费率	7.38%	6.88%	7.13%	7.33%
其他非流动资产	143.31	143.31	143.31	143.31	净利率	25.98%	24.57%	28.67%	31.89%
资产总计	1367.34	1837.07	2200.82	2681.18	ROE	14.79%	13.78%	16.75%	19.59%
短期借款	25.02	20.00	20.00	20.00	ROA	13.26%	12.09%	14.33%	16.53%
应付和预收款项	65.89	84.10	96.43	116.06	ROIC	29.16%	30.56%	42.41%	56.96%
长期借款	0.00	50.00	100.00	150.00	EBITDA/销售收入	34.82%	31.42%	35.96%	39.46%
其他负债	50.52	71.28	101.71	132.23	营运能力				
负债合计	141.43	225.39	318.14	418.29	总资产周转率	0.56	0.56	0.54	0.57
股本	200.00	302.01	302.01	302.01	固定资产周转率	3.60	4.91	6.85	10.14
资本公积	594.32	692.31	692.31	692.31	应收账款周转率	23.85	27.09	25.27	26.07
留存收益	431.58	617.37	888.37	1268.57	存货周转率	1.69	1.57	1.44	1.47
归属母公司股东权益	1225.90	1611.69	1882.69	2262.89	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.39%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1225.90	1611.69	1882.69	2262.89	资产负债率	10.34%	12.27%	14.46%	15.60%
负债和股东权益合计	1367.34	1837.07	2200.82	2681.18	带息债务/总负债	17.69%	31.06%	37.72%	40.64%
					流动比率	9.00	13.55	15.41	16.85
					速动比率	5.87	9.46	11.33	12.75
					股利支付率	22.06%	16.33%	14.08%	14.23%
					每股指标				
					每股收益	0.60	0.74	1.04	1.47
					每股净资产	4.06	5.34	6.23	7.49
					每股经营现金	0.59	0.49	0.94	1.24
					每股股利	0.13	0.12	0.15	0.21
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	242.97	283.94	395.61	548.53					
PE	78.11	63.79	44.91	31.95					
PB	11.55	8.79	7.52	6.26					
PS	20.30	15.68	12.88	10.19					
EV/EBITDA	36.10	46.44	32.64	22.91					
股息率	0.28%	0.26%	0.31%	0.45%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn