

持续推进产能释放, 业绩稳步增长

投资要点

- 事件:** 公司发布 2022 半年度报告, 2022 年上半年, 公司实现营业收入 209.8 亿元, 同比增长 48.39%; 实现归母净利润 3.0 亿元, 同比增长 6.15%。分季度来看, 2022Q1/Q2 公司分别实现营业收入 82.6/127.1 亿元, 同比增长分别为 31.86%/61.56%。
- 经营规模稳步扩张, 盈利能力有望改善。** 2022 年上半年公司 300 系宽幅冷轧不锈钢、400 系宽幅冷轧不锈钢、400 系精密冷轧不锈钢、300 系精密冷轧不锈钢营业收入分别为 185.3 亿元、7.7 亿元、5.7 亿元、6.6 亿元。2022 年上半年公司 300 系产品产量为 107.0 万吨, 同比增长 18.04%, 销售量 106.5 万吨, 同比增长 17.76%, 平均售价为 17962.29 元/吨, 同比提高 3886.93 元/吨, 吨钢毛利 861.3 元/吨; 400 系产品产量为 14.6 万吨, 同比增长 1.06%, 销量为 14.2 万吨, 同比增长 18.02%, 平均售价为 9819.55 元/吨, 同比提高 792.53 元/吨, 吨钢毛利 470.9 元/吨。上半年在成本下滑与需求低迷的双重作用下, 不锈钢价格进入下行通道, 下半年随着复工复产的持续推进, 吨钢盈利有望环比改善。
- 募投项目有序推进, 布局下游不锈钢管行业。** 2022 年上半年, 公司稳步推进首发募投项目及可转债项目, 部分项目已于 2022 年上半年顺利投产。公司新定增募集 12 亿保障甘肃甬金 22 万吨精密不锈钢、广东甬金三期 35 万吨宽幅精密不锈钢项目产能有序释放。下游延伸方面, 公司拟收购民乐管业 65% 股权, 布局下游不锈钢水管业务, 后续有望与银羊管业形成协同效应。
- 300 系不锈钢龙头, 下游需求有望复苏。** 我们预计到 2025 年, 白色家电、汽车不锈钢用量分别约为 77.6 万吨和 87.5 万吨, 4 年年均复合增速分别为 2.84% 和 6.06%。下半年随着复工复产的推进, 在地产行业复苏带动下, 预计家电、厨电等地产相关链条及汽车需求将会回暖, 有望改善公司利润空间。
- 盈利预测与投资建议。** 预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 8.9 亿元、11.0 亿元、16.5 亿元, 对应 EPS 分别为 2.64 元、3.25 元、4.87 元, 未来三年归母净利润将保持 40.68% 的复合增长率。考虑到公司多个项目产能加速释放且产品结构不断优化, 给予公司 2023 年 15 倍 PE, 对应目标价 48.75 元, 首次覆盖给予“买入”评级。
- 风险提示:** 原材料价格波动、项目投产不达预期、原材料供应商集中。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	31365.97	43610.87	52081.52	62951.49
增长率	53.43%	39.04%	19.42%	20.87%
归属母公司净利润(百万元)	591.09	893.70	1099.27	1645.64
增长率	42.62%	51.19%	23.00%	49.70%
每股收益 EPS(元)	1.75	2.64	3.25	4.87
净资产收益率 ROE	16.31%	20.00%	20.29%	23.92%
PE	22	15	12	8
PB	3.55	2.90	2.42	1.92

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: zllans@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)	3.38
流通 A 股(亿股)	1.64
52 周内股价区间(元)	32.73-62.98
总市值(亿元)	132.81
总资产(亿元)	98.68
每股净资产(元)	15.43

相关研究

目 录

1 业绩稳中有进，量价齐升助力规模扩张	1
1.1 经营业绩稳步增长，300系营收占比提升.....	1
2 投产项目有序推进，布局下游不锈钢管行业	3
2.1 冷轧项目有序推进，规模增长未来可期.....	3
2.2 布局不锈钢管行业，进一步发挥规模效应.....	4
3 300系不锈钢龙头，下游需求有望底部反转	4
4 盈利预测与估值	6
4.1 盈利预测.....	6
4.2 相对估值.....	7
5 风险提示	8

图 目 录

图 1：2022H1 公司营业收入 209.8 亿元	1
图 2：2022H1 公司归母净利润 3.0 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 公司综合毛利率及净利率情况	2
图 6：2017-2022H1 公司期间费用率情况	2
图 7：2017-2022H1 公司研发费用情况	2
图 8：公司主要产品产销和单价	3
图 9：2017-2022H1 公司吨钢毛利情况	3
图 10：国内不锈钢粗钢产量（万吨）	4
图 11：不锈钢表观消费量	4
图 12：空调、彩电产量及增速	5
图 13：洗衣机、电冰箱产量及增速	5
图 14：2016-2021 年中国汽车产量及增速	6

表 目 录

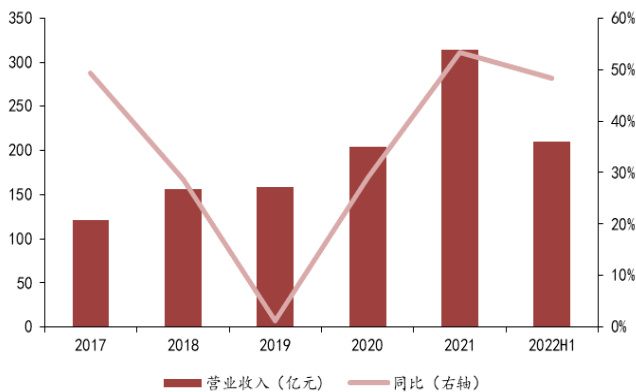
表 1：甬金股份募投项目进度	3
表 2：甬金股份非公开发行项目	4
表 3：白电市场用不锈钢空间测算	5
表 4：汽车用不锈钢测算	6
表 5：分业务收入及毛利率	7
表 6：可比公司估值（截止至 8.19 收盘价）	8
附表：财务预测与估值	9

1 业绩稳中有进，量价齐升助力规模扩张

1.1 经营业绩稳步增长，300 系营收占比提升

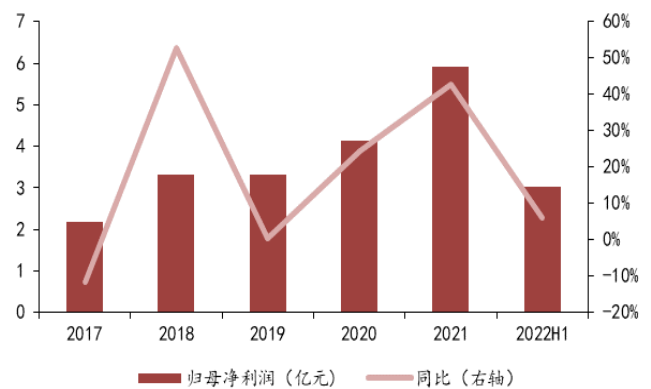
营收稳步增长，量价齐升带动业绩。2022 年上半年，公司实现营业收入 209.8 亿元，同比增长 48.39%；实现归母净利润 3.0 亿元，同比增长 6.15%。分季度来看，2022Q1/Q2 公司分别实现营业收入 82.6/127.1 亿元，同比增长分别为 31.86%/61.56%。上半年，国内、国际境复杂多变，经济下行压力加大，公司经营面临的困难和挑战显著增加，公司全力拓展业务、提质增效，多个新项目投产，产量增加及市场价格的涨幅较大。

图 1：2022H1 公司营业收入 209.8 亿元



数据来源：wind，西南证券整理

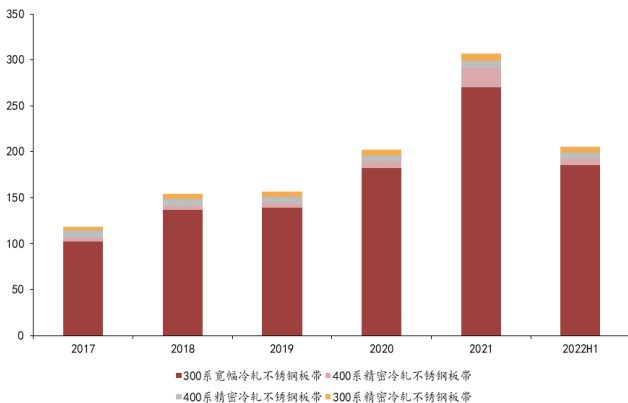
图 2：2022H1 公司归母净利润 3.0 亿元



数据来源：wind，西南证券整理

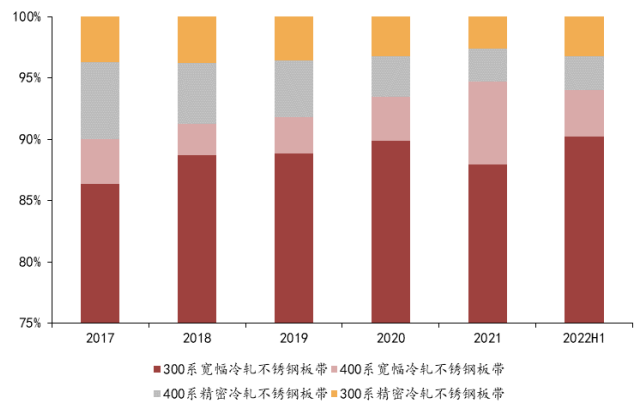
300 系宽幅冷轧营收增长，400 系营收占比下降。2022 年上半年，公司 300 系宽幅冷轧不锈钢板带、400 系宽幅冷轧不锈钢板带、400 系精密冷轧不锈钢板带、300 系精密冷轧不锈钢板带营业收入分别为 185.3 亿元、7.7 亿元、5.7 亿元、6.6 亿元。公司营收结构较为稳定，2022 年上半年 300 系宽幅冷轧不锈钢板带、400 系宽幅冷轧不锈钢板带、400 系精密冷轧不锈钢板带、300 系精密冷轧不锈钢板带营收占比分别 88.34%、3.68%、2.70%、3.15%。

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

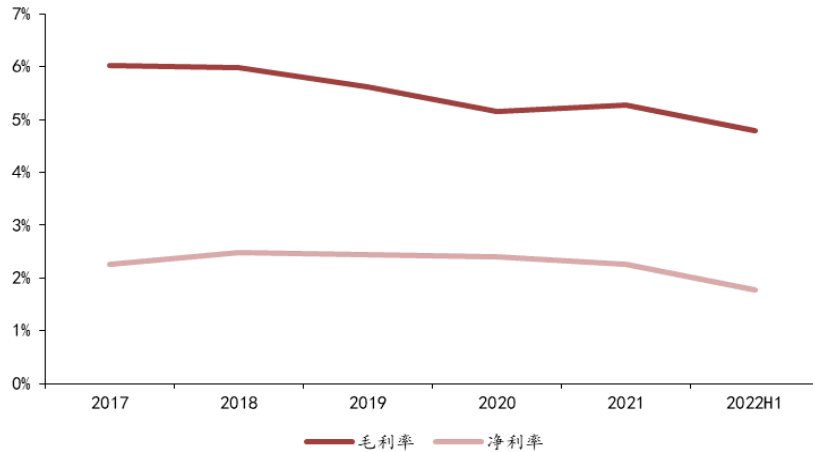
图 4：2017-2022H1 公司主营业务营收占比



数据来源：wind，西南证券整理

综合毛利率稳定，净利率小幅下滑。2022 年上半年公司综合毛利率为 4.80%，较去年同期增长 0.10pp；净利率为 1.77%，较去年同期下降 0.62pp。其中，净利率下降幅度大于毛利率主要系公司产量和收入的增长导致公司销售费用增加以及汇率波动导致财务费用增加。

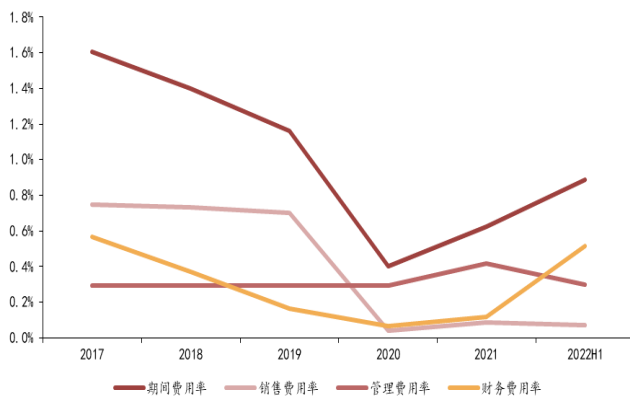
图 5：2017-2022H1 公司综合毛利率及净利率情况



数据来源：wind，西南证券整理

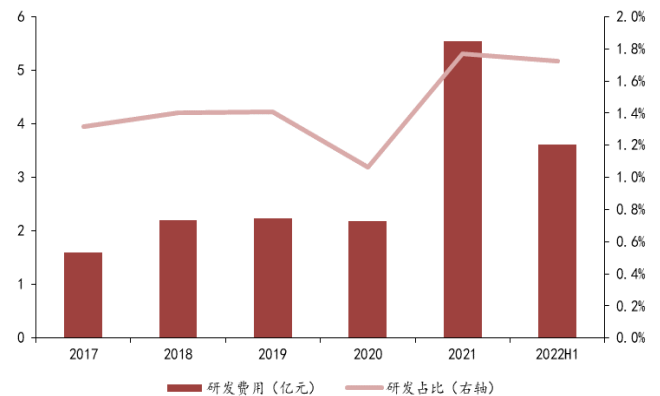
公司持续增加研发投入，期间费用率同比下滑。2022 年上半年公司期间费用率为 0.89%，较去年同期下降 0.60pp。其中，销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.07%、0.30%、0.52%，较去年同期分别增长 0.01pp、-0.12pp、0.33pp。2022 年上半年公司研发投入 36213.4 万元，研发占比 1.73%，同比增长 71.53%。

图 6：2017-2022H1 公司期间费用率情况



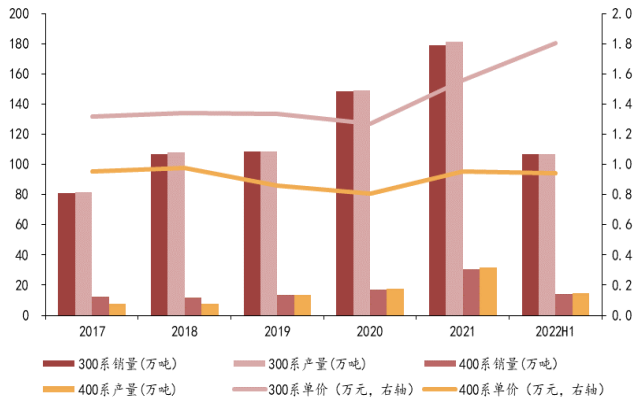
数据来源：wind，西南证券整理

图 7：2017-2022H1 公司研发费用情况

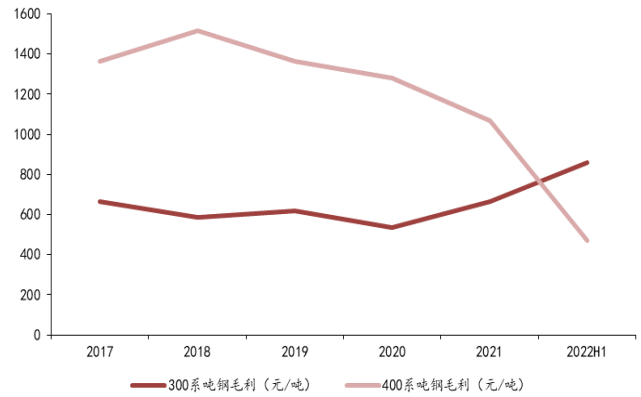


数据来源：wind，西南证券整理

公司产品量价齐升，经营规模扩张迅速。2022 年上半年公司 300 系产品产量为 107.0 万吨，同比增长 18.04%，销售量 106.5 万吨，同比增长 17.76%，平均售价为 17962.29 元/吨，同比提高 3886.93 元/吨，吨钢毛利 861.3 元/吨；400 系产品产量为 14.6 万吨，同比增长 1.06%，销量为 14.2 万吨，同比增长 18.02%，平均售价为 9819.55 元/吨，同比提高 792.53 元/吨，吨钢毛利 470.9 元/吨。2022 年 H1 公司多个新项目投产导致产量增加较多，产品价格上涨主要系镍等原材料价格上涨所致。

图 8：公司主要产品产销和单价


数据来源：wind，西南证券整理

图 9：2017-2022H1 公司吨钢毛利情况


数据来源：wind，西南证券整理

2 投产项目有序推进，布局下游不锈钢管行业

2.1 冷轧项目有序推进，规模增长未来可期

公司先后布局冷轧不锈钢板带项目。其中，年加工 7.5 万吨超薄精密不锈钢板带项目已于今年 5 月底完工结项；年加工 9.5 万吨高性能优特不锈钢材料技改项目第一条生产线已于今年 4 月安装调试完成，第二条线计划于今年 8 月开始安装调试，预计 2023 年该项目两条生产线可以全部达产；年加工 12.5 万吨精密冷轧不锈钢生产线项目报告期内已全面投产；年加工 19.5 万吨超薄精密冷轧不锈钢板带项目现已进入设备安装阶段，预计年底前全部建成；年加工 32 万吨宽幅冷轧项目年初已全面投产；年产能 25 万吨精密不锈钢板带项目已于 2022 年 4 月正式投产。

表 1：甬金股份募投项目进度

项目名称	本报告期投入金额 (万元)	报告期末累计实际投入金额 (万元)	投产情况
江苏甬金“年加工 7.5 万吨超薄精密不锈钢板带项目”	50500	50500	2022 年 5 月底完工结项
“年加工 9.5 万吨高性能优特不锈钢材料技改项目”	14500	19800	2023 年两条生产线全部达产
浙江甬金迁建项目“年加工 12.5 万吨精密冷轧不锈钢生产线项目”	3200	59100	已全面投产
可转债募投项目“年加工 19.5 万吨超薄精密冷轧不锈钢板带项目”	17100	46900	2022 年年底建成
广东甬金二期“年加工 32 万吨宽幅冷轧项目”	32900	32900	2022 年年初已全面投产
甘肃甬金项目一期 18 万吨精密冷轧不锈钢项目	6700	7700	第一条生产线于明年一季度投产
锆赛精工“年加工 5.5 万吨复合材料项目”	3700	14000	第二条生产线下半年进行设备安装
越南甬金“年产能 25 万吨精密不锈钢板带项目”	4700	46200	2022 年 4 月正式投产
印尼甬金项目	--	--	已经国家发改委和国家商务部的审批通过，正在办理公司注册等相关手续

数据来源：公司公告，西南证券整理

2.2 布局不锈钢管行业，进一步发挥规模效应

为继续布局下游不锈钢水管业务，2022 年 7 月公司拟以自有资金收购交易对方持有的民乐管业 65% 股权，本次股权转让的价格区间为 3.5 亿-4 亿元人民币。收购成功后将与银羊管业形成协同效应

2022 年 7 月公司定增募集 12 亿用于“年加工 22 万吨精密不锈钢板带项目”、“年加工 35 万吨宽幅精密不锈钢板带技术改造项目”以及补充流动资金。募集资金拟投入金额分别为 55000 万元、30000 万元、35000 万元，以对主营业务的拓展和完善，能够进一步发挥规模效应，从而提升公司的核心竞争力，实现公司扩大业务规模、提高市场份额、提升公司经营效率和盈利能力的目标，实现公司的可持续发展。

表 2：甬金股份非公开发行项目

项目名称	项目投资总额 (万元)	使用前次募集资金投入金额(万元)	募集资金拟投入金额(万元)
年加工 22 万吨精密不锈钢板带项目	122868	22000	55000
年加工 35 万吨宽幅精密不锈钢板带技术改造项目	45800	-	30000
补充流动资金	35000	-	35000
合计	203668	22000	120000

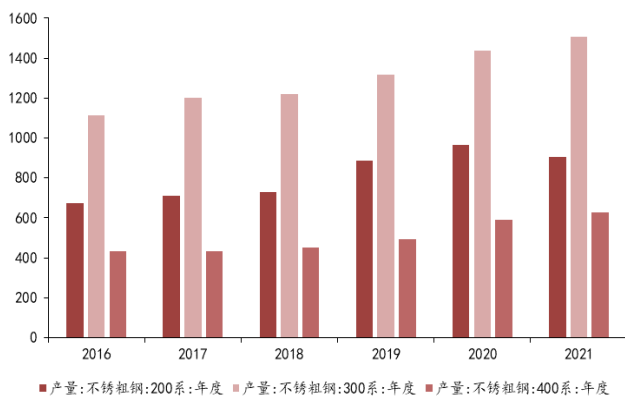
数据来源：公司公告，西南证券整理

3 300 系不锈钢龙头，下游需求有望底部反转

2021 年我国 300 系不锈钢产量占比高达 49.19%。2021 年中国不锈钢粗钢产量为 3063.2 万吨，同比增加 49.3 万吨，增长 1.64%。其中：Cr-Ni 钢（300 系）1506.7 万吨，同比增加 68.7 万吨，增长 4.78%；Cr 钢（400 系）626.7 万吨，同比增加 34.2 万吨，增长 5.78%；Cr-Mn 钢（200 系）905.8 万吨，同比减少 58.6 万吨，降低 6.07%；双相不锈钢产量 24.1 吨，同比增加 4.9 吨，增长 25.67%。

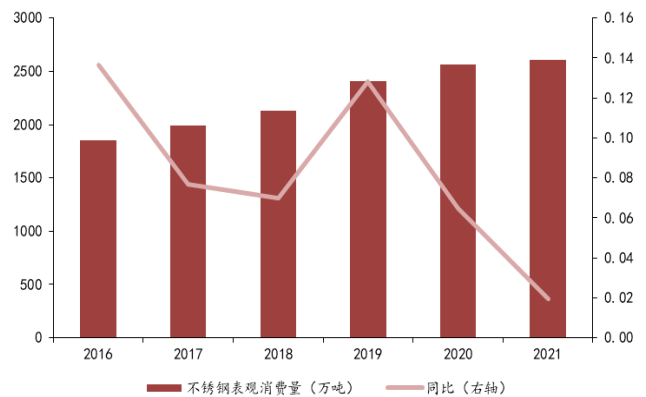
从不锈钢消费量来看，2021 年中国不锈钢表观消费量达 2610.1 万吨，同比增加 49.3 万吨，同比增长 1.92%。

图 10：国内不锈钢粗钢产量（万吨）



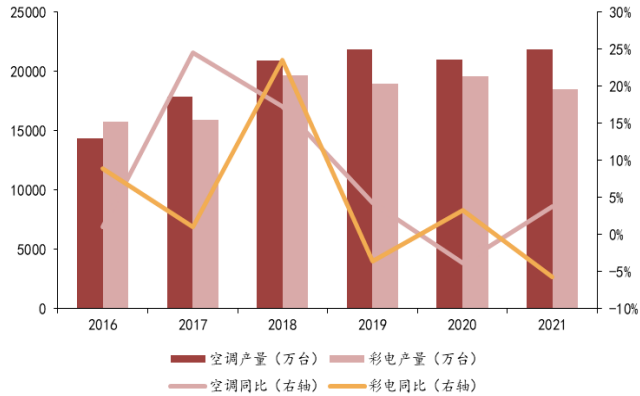
数据来源：wind，西南证券整理

图 11：不锈钢表观消费量

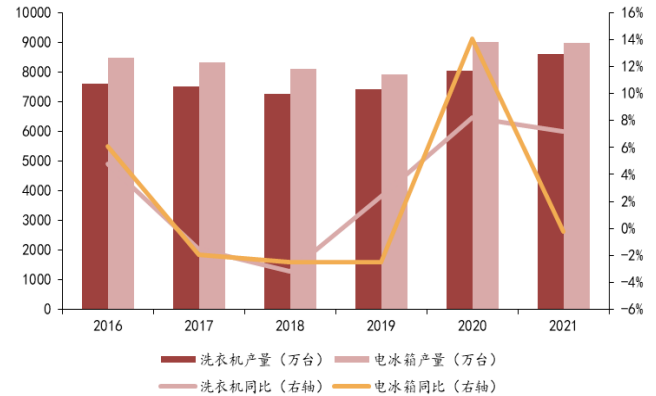


数据来源：wind，西南证券整理

从不锈钢行业下游来看，其下游需求涉及到国民生活或者国家建设的每一个行业，不锈钢下游需求排名前三的领域分别是厨具餐具、制管以及家电行业，占比分别为 21%、17%、13%。2021 年中国空调产量为 21835.7 万台，同比增长 3.81%；电冰箱产量为 8992.1 万台，同比下降 0.25%。

图 12：空调、彩电产量及增速


数据来源：wind，西南证券整理

图 13：洗衣机、电冰箱产量及增速


数据来源：wind，西南证券整理

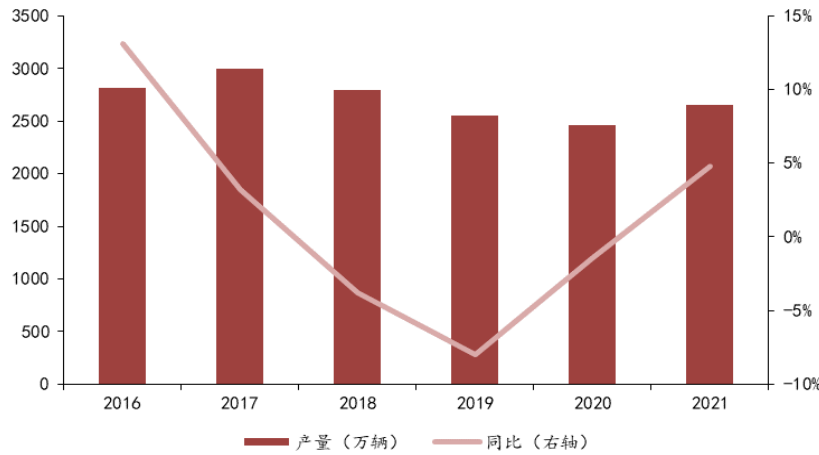
2021-2025 年白色家电用不锈钢需求年均复合增速 2.51%。为了平滑波动性，我们假设 2021-2025 年间，空调，冰箱，洗衣机年均复合增速分别为 4%、2%、2%。据此我们测算 2025 年我国空调、冰箱、洗衣机产量将分别达 25592、9952、8878 万台，另据 mysteel 研究中心数据显示，每台空调、冰箱和洗衣机的用钢量分别为 39.3kg、18.3kg、10.9kg，其中不锈钢占比约为 6%。预计 2025 年白电不锈钢用量约为 77.56 万吨，4 年年均复合增速 2.51%。

表 3：白电市场用不锈钢空间测算

白色家电	2021 年产量 (万台)	2025 年产量 (万台)	用钢量 (kg/台)	不锈钢占比 (%)	2021 年不锈钢需求量 (万吨)	2025 年不锈钢需求量 (万吨)	2021-2025 年间不锈钢用量年均复合增速
空调	21835.70	25592.59	39.30	6%	68.51	77.56	2.51%
冰箱	8992.10	9952.97	18.34				
洗衣机	8619.00	8878.87	10.86				

数据来源：wind，mysteel，西南证券整理

预计 2021-2025 年间汽车用不锈钢年均复合增速 6.06%。2021 年我国的汽车产量约为 2608.2 万辆，同比增长 4.80%。工信部在出台的《汽车产业中长期发展规划》中预测 2025 年汽车产量将达到 3500 万辆左右，以每辆汽车用不锈钢 25 千克计算，预计 2025 年汽车行业对不锈钢需求约为 87.5 万吨，相较 2021 年，4 年年均复合增速为 6.06%。

图 14：2016-2021 年中国汽车产量及增速


数据来源: wind, 工信部, 西南证券整理

表 4：汽车用不锈钢测算

	产量 (万台)	不锈钢用量 (kg/台)	不锈钢总用量 (万吨)	4 年年均复合增速
2021	2608.2	25	65.21	6.06%
2025	3500	25	87.5	

数据来源: 工信部, 西南证券整理

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

关键假设:

300 系宽幅冷轧: 根据公司募投项目投产节奏, 考虑到公司产能提升较大且存货周转率较高, 预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 95%/97%/99%, 对应销量分别为 199.69/252.16/285.32 万吨。根据原材料上涨趋势, 预计 2022-2024 年单位售价分别提高 15%/-5%/2%, 对应毛利率分别为 3.28%/3.25%/3.60%。

400 系宽幅冷轧: 根据公司募投项目投产节奏, 考虑到公司产能爬坡较快且存货周转率较高, 预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 100%/100%/100%, 对应销量分别为 28.22/35.71/62.11 万吨。根据原材料上涨趋势, 预计 2022-2024 年单位售价分别提高 15%/-8%/2%, 对应毛利率分别为 10.07%/11.16%/12.36%。

宽幅冷轧 300 系 BA: 根据去年数据, 假设 2022-2024 年收入和成本增速均为 5%, 毛利率均为 10.00%。

300 系精密冷轧: 根据公司募投项目投产节奏, 考虑到公司产能爬坡较快且存货周转率较高, 预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 100%/100%/100%, 对应销量分别为 10.20/12.78/16.52 万吨。根据原材料上涨趋势, 预计 2022-2024 年单位售价分别提高 10%/-3%/2%, 对应毛利率分别为 13.90%/14.96%/16.16%。

400系精密冷轧: 根据公司募投项目投产节奏, 考虑到公司产能爬坡较快且存货周转率较高, 预计 2022-2024 年公司产能利用率分别为 100%/100%/100%, 对应销量分别为 21.02/27.62/34.88 万吨。根据原材料上涨趋势, 预计 2022-2024 年单位售价分别提高 10%/-5%/3%, 对应毛利率分别为 13.83%/15.09%/15.14%。

其他业务: 根据近几年数据, 假设 2022-2024 年收入增速均为 2%, 毛利率均为 20.00%。

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
300系宽幅冷轧	收入	258.69	340.00	407.88	470.74
	增速	42.23%	31.43%	19.96%	15.41%
	毛利率	3.70%	3.28%	3.25%	3.60%
400系宽幅冷轧	收入	20.71	29.72	34.59	61.37
	增速	184.09%	43.49%	16.40%	77.41%
	毛利率	10.99%	10.07%	11.16%	12.36%
宽幅冷轧 300系 BA	收入	11.34	11.91	12.50	13.13
	增速	-	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	10.76%	10.00%	10.00%	10.00%
300系精密冷轧	收入	7.88	22.74	27.62	36.42
	增速	21.98%	188.52%	21.50%	31.85%
	毛利率	14.34%	13.90%	14.96%	16.16%
400系精密冷轧	收入	8.30	24.67	30.79	40.05
	增速	23.70%	197.20%	24.83%	30.07%
	毛利率	11.65%	13.83%	15.09%	15.14%
其他业务	收入	6.74	7.08	7.43	7.80
	增速	222.49%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	20.92%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	313.66	436.11	520.82	629.51
	增速	53.23%	39.04%	19.42%	20.87%
	毛利率	5.28%	5.35%	5.50%	6.25%

数据来源: wind, 西南证券

4.2 相对估值

我们选取了行业中与甬金股份业务最为相近的四家公司太钢不锈、武进不锈、久立特材、广大特材, 2022-2024 年平均 PE 为 14/11/9 倍。甬金股份未来最大的看点有两个: 1) 公司作为国内 300 系冷轧不锈钢龙头, 产品结构不断优化; 2) 公司多项目稳步推进, 产能持续释放, 加速布局海外产能, 成长性较高。结合对标公司的估值和目前甬金股份产能释放节奏, 给予公司 2023 年 15 倍 PE, 对应目标价 48.75 元, 首次覆盖给予“买入”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
000825.SZ	太钢不锈	5.01	1.11	1.25	1.34	1.39	5.02	4.02	3.73	3.61
603878.SH	武进不锈	7.88	0.44	0.55	0.63	0.71	19.87	14.33	12.60	11.08
002318.SZ	久立特材	17.12	0.81	1.09	1.25	1.41	18.11	15.65	13.64	12.18
688186.SH	广大特材	36.60	0.82	1.69	2.40	3.46	59.45	21.64	15.27	10.57
平均值							25.61	13.91	11.31	9.36
603995.SH	甬金股份	39.29	1.75	2.64	3.25	4.87	22.47	14.86	12.08	8.07

数据来源：wind，西南证券整理

5 风险提示

原材料价格波动，项目投产不达预期，原材料供应商集中。

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	31365.97	43610.87	52081.52	62951.49	净利润	709.92	1073.37	1320.26	1976.47
营业成本	29708.60	41278.50	49218.69	59017.98	折旧与摊销	265.63	237.44	237.44	237.44
营业税金及附加	37.34	87.22	98.95	125.90	财务费用	36.73	227.64	315.46	336.68
销售费用	26.95	236.50	268.46	310.49	资产减值损失	-19.26	-21.19	-23.31	-25.64
管理费用	131.37	436.11	520.82	629.51	经营营运资本变动	-112.55	-474.94	-499.91	-1110.72
财务费用	36.73	227.64	315.46	336.68	其他	-54.55	7.11	22.85	24.98
资产减值损失	-19.26	-21.19	-23.31	-25.64	经营活动现金流净额	825.91	1049.42	1372.79	1439.21
投资收益	4.96	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1873.93	20.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	1.98	1.17	1.32	1.38	其他	114.87	2.18	0.98	1.49
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1759.06	22.18	0.98	1.49
营业利润	871.83	1367.26	1683.77	2557.93	短期借款	5.15	1853.19	-131.89	109.67
其他非经营损益	-0.67	8.85	8.87	8.92	长期借款	654.04	50.00	50.00	50.00
利润总额	871.16	1376.11	1692.64	2566.85	股权融资	23.33	200.00	0.00	0.00
所得税	161.24	302.74	372.38	590.37	支付股利	-163.19	-118.22	-178.74	-219.85
净利润	709.92	1073.37	1320.26	1976.47	其他	872.95	-416.44	-266.08	-293.52
少数股东损益	118.83	179.67	220.99	330.83	筹资活动现金流净额	1392.28	1568.52	-526.71	-353.70
归属母公司股东净利润	591.09	893.70	1099.27	1645.64	现金流量净额	463.81	2640.13	847.06	1087.00
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	1720.96	4361.09	5208.15	6295.15	成长能力				
应收和预付款项	970.80	1030.56	1492.36	2451.78	销售收入增长率	53.43%	39.04%	19.42%	20.87%
存货	1582.44	1724.28	2074.57	2543.69	营业利润增长率	43.11%	56.83%	23.15%	51.92%
其他流动资产	159.10	104.69	538.62	1276.72	净利润增长率	44.45%	51.19%	23.00%	49.70%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	44.80%	56.05%	22.07%	40.03%
投资性房地产	10.64	10.64	10.64	10.64	获利能力				
固定资产和在建工程	4913.33	4716.81	4520.29	4323.77	毛利率	5.28%	5.35%	5.50%	6.25%
无形资产和开发支出	422.15	361.73	321.32	280.90	三费率	0.62%	2.06%	2.12%	2.03%
其他非流动资产	88.72	88.22	87.73	87.23	净利率	2.26%	2.46%	2.53%	3.14%
资产总计	9868.14	12398.03	14253.68	17269.87	ROE	16.31%	20.00%	20.29%	23.92%
短期借款	434.72	2287.91	2156.02	2265.69	ROA	7.19%	8.66%	9.26%	11.44%
应付和预收款项	1751.49	2490.56	3110.18	4255.56	ROIC	11.23%	14.17%	15.55%	19.32%
长期借款	939.00	989.00	1039.00	1089.00	EBITDA/销售收入	3.74%	4.20%	4.29%	4.98%
其他负债	2391.39	1264.42	1440.83	1395.35	营运能力				
负债合计	5516.60	7031.89	7746.02	9005.60	总资产周转率	3.90	3.92	3.91	3.99
股本	233.12	338.03	338.03	338.03	固定资产周转率	10.68	14.50	18.52	24.07
资本公积	1383.29	1478.38	1478.38	1478.38	应收账款周转率	127.23	149.73	140.98	70.74
留存收益	2019.13	2794.61	3715.14	5140.92	存货周转率	25.69	24.77	25.82	25.47
归属母公司股东权益	3742.39	4577.31	5497.84	6923.63	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	112.33%	—	—	—
少数股东权益	609.16	788.82	1009.81	1340.64	资本结构				
股东权益合计	4351.54	5366.14	6507.65	8264.27	资产负债率	55.90%	56.72%	54.34%	52.15%
负债和股东权益合计	9868.14	12398.03	14253.68	17269.87	带息债务/总负债	40.26%	58.65%	52.18%	46.66%
					流动比率	1.28	1.47	1.68	1.87
					速动比率	0.82	1.12	1.31	1.49
					股利支付率	27.61%	13.23%	16.26%	13.36%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	1174.20	1832.34	2236.67	3132.05	每股收益	1.75	2.64	3.25	4.87
PE	22.47	14.86	12.08	8.07	每股净资产	11.07	13.54	16.26	20.48
PB	3.55	2.90	2.42	1.92	每股经营现金	2.44	3.10	4.06	4.26
PS	0.42	0.30	0.26	0.21	每股股利	0.48	0.35	0.53	0.65
EV/EBITDA	8.27	7.11	5.42	3.58					
股息率	1.23%	0.89%	1.35%	1.66%					

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