

佳先股份（430489.BJ）专精特新“小巨人”，环保塑料助剂细分赛道龙头

2022年09月06日

——北交所首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

日期	2022/9/2
当前股价(元)	6.68
一年最高最低(元)	20.87/5.45
总市值(亿元)	9.12
流通市值(亿元)	5.60
总股本(亿股)	1.36
流通股本(亿股)	0.84
近3个月换手率(%)	24.93

诸海滨（分析师）

zhuhaibin@kysec.cn

证书编号：S0790522080007

● 塑料环保热稳定剂专精特新“小巨人”，2022上半年业绩快速增长

佳先股份是专业从事PVC环保热稳定剂助剂研发、生产和销售的高新技术企业，是我国化工行业《二苯甲酰甲烷》、《硬脂酰苯甲酰甲烷》标准的主起草单位，荣获高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业等多项荣誉，2022年8月入选第四批国家级专精特新“小巨人”企业。2022H1年实现营收2.91亿元，同比增长48.36%，归母净利润3651万元，同比增长78.95%。我们预计2022-2024年归母净利润分别为7496万元/8734万元/9400万元，对应EPS为0.55/0.64/0.69元/股，当前股价对应PE分别为12.5X/10.7X/9.9X，首次覆盖给予“买入”评级。

● 细分赛道龙头，稳定客户资源构筑公司护城河

国内DBM、SBM的主要生产厂家包含佳先股份、南通德发、莘县水源、江西西尼尔等，上市公司中业务较为接近的为呈和科技、瑞丰高材、利安隆。公司目前已经完成4000tDBM和1000tSBM生产能力的建设，为细分赛道的龙头企业。经过多年的发展，公司凭借在技术水平、客户资源、品牌和质量管理等方面的优势，与百尔罗赫集团(BAERLOCHER GROUP)、ADK株式会社等国际化工企业建立了较为稳定的合作关系。

● 各国环保趋严背景下，无铅热稳定剂具备较大空间

公司主要产品为PVC热稳定剂中的硬脂酸盐类热稳定剂。根据历年《中国塑料工业年鉴》数据统计，热稳定剂是PVC添加剂中使用量第二大的品种。目前主要的热稳定剂有铅盐类、硬脂酸盐类、复合型热稳定剂(部分含铅)、有机锡类等热稳定剂，其中铅盐类约占34%，硬脂酸盐类约占21%，复合型约占28%(部分含铅)，有机锡约占7.5%，其他约占9.5%。当前铅盐类热稳定剂目前在我国各类热稳定剂消费结构中占比最大，当前随着各国环保要求的趋严，热稳定剂正在向无铅化、环保化的发展方向，预期硬脂酸盐类将替代铅盐类热稳定剂，公司所处的细分行业后续具备较大的成长空间。

● 风险提示：项目产能释放不及预期、行业竞争加剧、原材料价格大幅波动。**财务摘要和估值指标**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	144	479	646	750	804
YOY(%)	-7.6	232.4	34.8	16.1	7.2
归母净利润(百万元)	27	62	75	87	94
YOY(%)	-23.0	126.3	20.5	16.5	7.6
毛利率(%)	28.0	23.0	23.0	22.2	21.8
净利率(%)	19.5	13.9	11.9	12.0	12.1
ROE(%)	6.2	13.3	13.7	14.5	14.2
EPS(摊薄/元)	0.20	0.46	0.55	0.64	0.69
P/E(倍)	34.0	15.0	12.5	10.7	9.9
P/B(倍)	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4

数据来源：聚源、开源证券研究所

目 录

1、 公司层面：新厂区产能释放稳步推进，子公司扩产具弹性	3
1.1、 公司简介：深耕 PVC 热稳定剂细分赛道，品类拓展打开公司上升空间	3
1.2、 主营业务情况：深耕 β -二酮化合物生产，收购硬脂酸盐产能形成新的增长点	3
1.3、 营运表现：前期退市进园，新厂区产能释放盈利快速改善	4
1.4、 新厂区稳步推进，DBM/SBM 业务增长快	7
1.5、 子公司沙丰新材新产线已经建成，随产能释放亦有望贡献增量	7
2、 行业角度：环保趋严背景下，无铅热稳定剂具备较大空间	9
2.1、 行业概况：热稳定剂为助剂细分领域，行业趋势绑定 PVC 行业	9
2.2、 行业供需：下游需求增长稳定，环保趋严背景下无铅热稳定剂具较大空间	10
3、 核心竞争力：细分赛道龙头，认证和稳定客户构筑护城河	13
3.1、 规模优势：标准起草单位，细分赛道产能占比较高，具备规模优势	13
3.2、 技术成熟优势：多年积累产品技术成熟，持续研发投入提升竞争力	14
3.3、 环保和安全生产管理优势：已实现产品环保化生产，强化安全意识	14
3.4、 品牌与客户资源优势：多年深耕具备持续稳定客户	15
3.5、 产品质量控制优势：完善产品质量管理体系构筑公司竞争优势	15
4、 盈利预测与投资建议	16
5、 风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 公司营业收入 2021 年实现大幅增长（万元）	5
图 2： 2021 年归母净利润随营收产生大幅上升（万元）	5
图 3： 2021 年硬脂酸盐类产品营收超过 β 二酮类（万元）	6
图 4： 硬脂酸盐类产品营收占比逐年增长	6
图 5： β 二酮类产品是公司产品中毛利率相对较高的产品项	6
图 6： 2021 年管理费用率出现较大下降（万元）	7
图 7： 管材、管件为中国 PVC 下游消费最大构成部分	11
图 8： 中国 PVC 产量与表观消费量稳定增长	12
图 9： 硬脂酸盐类热稳定剂占我国各类热稳定剂消费的 21%	13

表 1： 募投项目产能不断释放会对营收产生较大贡献（百万元）	7
表 2： 塑料助剂是聚合物成型加工时必须添加的化合物	9
表 3： 热稳定剂是使用量第二大的塑料助剂品种（万吨）	9
表 4： 硬脂酸盐类热稳定剂为现在主要替代铅盐类热稳定剂的产品种类	10
表 5： 硬脂酸盐类热稳定剂环保化是替代主流	12
表 6： 佳先股份估值低于可比公司水平	16

1、公司层面：新厂区产能释放稳步推进，子公司扩产具弹性

1.1、公司简介：深耕 PVC 热稳定剂细分赛道，品类拓展打开公司上升空间

佳先股份成立于 2006 年 4 月，是专业从事 PVC 环保热稳定剂助剂研发、生产和销售的高新技术企业，是我国化工行业《二苯甲酰甲烷》、《硬脂酰苯甲酰甲烷》标准的主起草单位，先后被评为高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业、国家火炬计划“硬脂酰苯甲酰甲烷”、“二苯甲酰甲烷”的项目承担单位、国家知识产权优势企业、国家科技型中小企业技术创新基金承担单位、安徽省专精特新中小企业、安徽省创新型企业、安徽省标准化示范企业等，拥有省认定企业技术中心、省级工程技术研究中心、省级博士后工作站，在行业内有着多年的专业经验和深厚的行业积淀。

目前，公司主营业务为生产、销售环保热稳定剂助剂，主要产品（ β -二酮化合物）为 DBM 和 SBM。DBM 和 SBM 先后被认定为安徽省新产品、安徽省重点新产品、安徽省高新技术产品，其中 DBM 还被认定为安徽省工业精品、安徽省名牌产品。DBM 和 SBM 已在欧盟 REACH 法规注册，并率先完成了欧盟 REACH 法规中 DBM 产品的领头注册。DBM 和 SBM 最终应用于 PVC 产品领域，如 PVC 异型材、PVC 管材管件、电线电缆、注塑制品、食品包装、医疗制品、玩具等，产品应用市场广阔。

另外，公司于 2020 年 12 月收购了安徽沙丰新材料有限公司 67% 的股权，拓展了自身硬脂酸盐的产品种类。硬脂酸盐同样为热稳定剂的细分种类之一，其需要搭配公司 β -二酮化合物混合使用，与公司业务具备较好的协同性。

经过多年的发展，公司核心竞争力不断增强，凭借在技术水平、客户资源、品牌和质量管理等方面的优势，公司在环保热稳定剂生产厂商中具有良好的声誉，并与百尔罗赫集团（BAERLOCHER GROUP）、ADK 株式会社等国际化工企业建立了较为稳定的合作关系。公司已成为 β -二酮化合物工业化应用领域环保热稳定剂助剂主要生产供应商之一，产销量较大。

2022 年 8 月 10 日，佳先股份与合肥工业大学化学与化工学院签署了《安徽佳先功能助剂股份有限公司--合肥工业大学化学与化工学院联合组建“生物可降解材料应用技术研究中心”协议》，研究中心主要研发方向包括生物可降解包装袋技术、生物可降解餐具技术、生物可降解地膜技术、生物可降解胶带技术以及其他生物可降解产品技术。佳先股份通过合作建立研究中心，加快推动生物可降解材料技术攻关和应用，为发展注入新动能，助力升级发展、提高可持续发展能力，进一步提升佳先股份研发能力和技术水平。

1.2、主营业务情况：深耕 β -二酮化合物生产，收购硬脂酸盐产能形成新的增长点

公司专业从事 PVC 环保热稳定剂助剂研发、生产和销售，主要产品为 β -二酮化合物和硬脂酸盐，两者复配能够起到改善 PVC 的初期着色、抑制锌烧、提高热稳定性和光稳定性的作用，最终应用于 PVC 产品领域，如 PVC 异型材、PVC 管材管件、电线电缆、注塑制品、食品包装、医疗制品、玩具等，具备较为广阔的应用市场。

β二酮类产品（2021 营收占比 44.45%）环保和安全是最大的特色

目前已工业化应用的 β -二酮化合物主要有二苯甲酰甲烷 (DBM) 与硬脂酰苯甲酰甲烷 (SBM) 和辛酰基苯甲酰甲烷 (OBM)，但 OBM 每年的需求量较少，基本可以忽略不计。

公司 β 二酮类产品主要包括二苯甲酰甲烷 (DBM) 和硬脂酰苯甲酰甲烷 (SBM) 两类，为公司本部深耕多年的产品，两者 2019 年营收占比分别为 83.30% 和 16.70%（公司 2020 年年报开始 DBM 和 SBM 产品不再分开披露）。

DBM 和 SBM 已在欧盟 REACH 法规注册，并率先完成了欧盟 REACH 法规中 DBM 产品的领头注册。产品在行业内具备较强的竞争力。DBM、SBM 都能够起到改善 PVC 的初期着色、抑制锌烧、提高热稳定性和光稳定性的作用，并且 DBM 和 SBM 应用可以存在一定的重合，但二者的主要应用领域不同，DBM 主要应用于 PVC 软制品及硬制品，如薄膜、PVC 异型材、PVC 管材管件、电线电缆、板材等；SBM 是经美国 FDA 许可适用于食品、药品接触的 PVC 材料，特别适用于浅色透明制品，如玩具、食品包装袋、医疗器材及水杯等。

β -二酮化合物是用于下游热稳定剂生产厂家生产热稳定剂的助剂，下游热稳定剂厂家在生产硬脂酸盐类热稳定剂时，不同的生产厂家可能基于不同的生产工艺、成本等考虑，需要投入 β -二酮化合物的比例也可能会不同。DBM、SBM 与硬脂酸盐类热稳定剂复配，能够起到改善 PVC 的初期着色、抑制锌烧、提高热稳定性和光稳定性的作用。

除 DBM、SBM 外，市场上其他相同用途的助剂主要为亚磷酸酯类，也可作为热稳定剂助剂，改善 PVC 初期着色，主要应用于复配液体复合硬脂酸盐类热稳定剂，但亚磷酸酯类易发生水解，水解后不但丧失热稳定性能，同时导致游离醇或酚的生成，可能对健康和环境不利，在使用过程中要避免与水接触并控制环境湿度。因此，亚磷酸酯类的使用有相应的局限性。

公司生产的产品 DBM 和 SBM 用于硬脂酸盐类环保热稳定剂系列产品，如硬脂酸钙、硬脂酸锌等。从《中国塑料工业年鉴》数据来看，铅盐类热稳定剂目前在我国各类热稳定剂消费结构中占比最大，目前热稳定剂正在向无铅化、环保化的发展方向，硬脂酸盐类将替代铅盐类热稳定剂，从而硬脂酸盐类热稳定剂助剂如 DBM、SBM 将具有较为广阔的市场空间。

硬脂酸盐类产品（2021 营收占比 54.62%）需 β -二酮化合物配套使用。硬脂酸盐类热稳定剂不能单独使用，需要配以 β -二酮化合物等热稳定剂助剂配合使用，DBM 和 SBM 与硬脂酸盐类热稳定剂复配。公司硬脂酸盐类产品为控股子公司沙丰新材主营业务，公司于 2020 年 12 月收购沙丰新材后拓展了硬脂酸盐类产品的生产能力。具体而言公司 DBM、SBM 通常为生产硬脂酸盐类热稳定剂的必备原料之一，两者具备较好的协同性和产业链延展性。

1.3、营运表现：前期退市进园，新厂区产能释放盈利快速改善

公司 2019/2020/2021/2022H1 营业收入分别为 1.56 亿元/1.44 亿元/4.79 亿元/2.91 亿元，其中主营业务收入分别为 1.55 亿元/1.44 亿元/4.75 亿元/2.89 亿元，占当期营业收入比重分别为 99.18%/99.79%/99.16%/99.31%，主营业务收入占比较高，公司其他业务收入主要为 REACH 法规数据收入。

欧盟 REACH 法规是欧盟对进入其市场的所有化学品进行预防性管理的法规，根据欧盟 REACH 法规规定，企业需为在欧盟境内年产量或进口量超过 1 吨的化学物质向欧洲化学品管理署(ECHA)提交注册，否则该企业将不得在欧盟范围内继续制造，进口或销售该化学品。公司作为欧盟 REACH 数据认证的领头注册人，对开展多项实验所获得的注册数据具有所有权。当其他企业需要在欧盟境内进行 REACH 注册时，应当按照一定份额承担本公司领头注册时的有关实验费用。应承担的费用与其所需数据、注册成员数量等有关，故 REACH 法规数据带来的总收入不会超出公司注册时支付的相关实验费用。公司通过杭州瑞旭科技集团有限公司委托爱尔兰的 Chemical Inspection & Regulation Service Limited. (简称 CIRS) 作为公司唯一代理办理与该数据相关的业务。当 CIRS 接受其他公司的引用申请并收到其支付的费用后，会在一定期限内通知本公司并将其他公司支付的引用费用中属于本公司享有的部分汇入本公司账户，公司在收到通知后确认该笔收入。

归母净利润方面，公司 2018/2019/2020/2021/2022H1 归母净利润分别为 2530 万元/3571 万元/2750 万元/6222 万元/3651 万元。

增速方面，公司 2021 营业收入出现同比大幅增长，实现同比增长 232.36%，主要因公司 2020 年 12 月收购沙丰新材 67% 股权，新增沙丰新材并表所致，若扣除沙丰新材贡献营收，公司原有业务 β 二酮类产品营收实现同比增长 74.10%；归母净利润方面，公司 2019/2020/2021/2022H1 归母净利润分别实现同比增长 41.13%/-22.99%/126.28%/78.95%，其中 2020 年出现较大下降主要因 2020 年 8 月公司老厂区关停，新厂区进入调试和试生产阶段，因调试和试生产期间公司产量受到影响，且调试产品形成的销售收入需冲抵在建工程，影响了销售收入，同时为维持客户的稳定性，公司采用委托加工方式进行生产，相较于自主生产，委托加工生产实现的毛利较低。

图1：公司营业收入 2021 年实现大幅增长（万元）

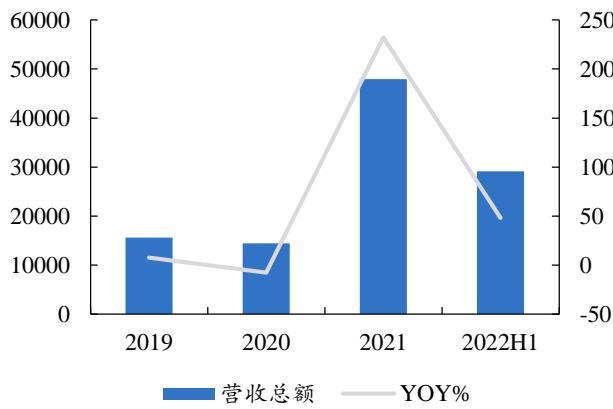
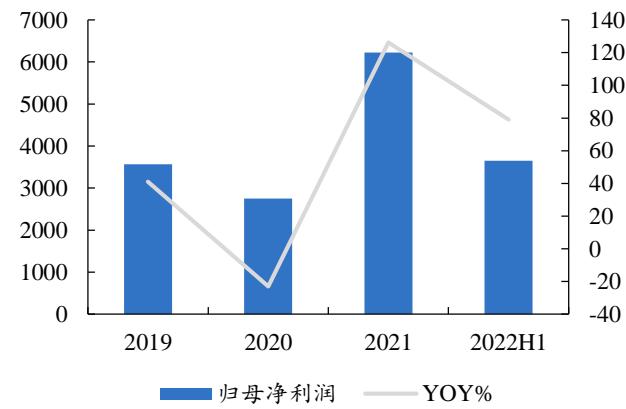


图2：2021 年归母净利润随营收产生大幅上升（万元）

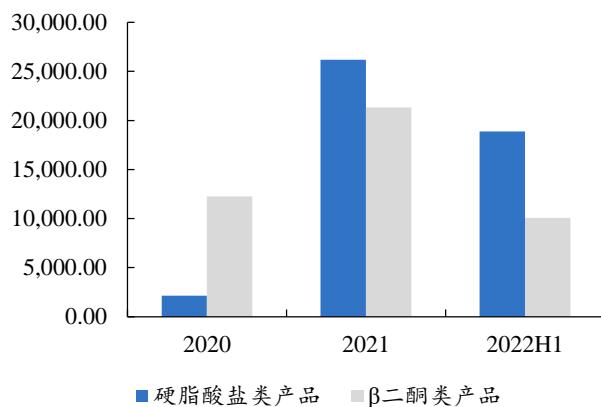


数据来源：Wind、开源证券研究所

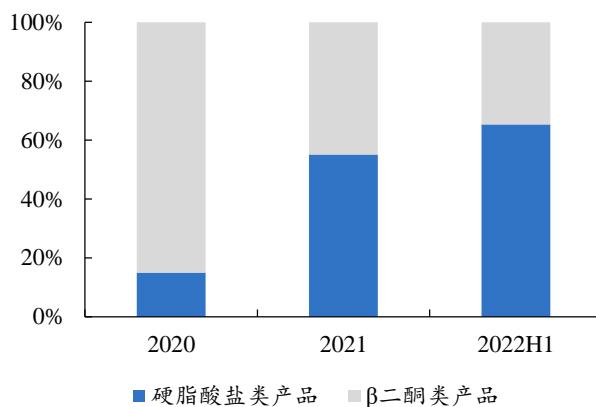
数据来源：Wind、开源证券研究所

主营业务收入的 PVC 热稳定剂助剂分为两块，其中： β 二酮类产品前期收入占比较高，2018/2019/2020/2021/2022H1 分别实现营收 1.43 亿元/1.55 亿元/1.22 亿元/2.13 亿元/1.01 亿元，占比分别为 100.00%/100.00%/85.05%/44.45%/34.52%，出现下降主要因公司 2020 年新并表子公司沙丰新材的硬脂酸盐类产品；公司另外一大业务是硬脂酸盐类产品，此部分业务从 2020 年 12 月开始并表，2020 年/2021 年分别实现营收 0.22 亿元/2.61 亿元，业绩贡献快速提升。

图3：2021年硬脂酸盐类产品营收超过β二酮类产品（万元） 图4：硬脂酸盐类产品营收占比逐年增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

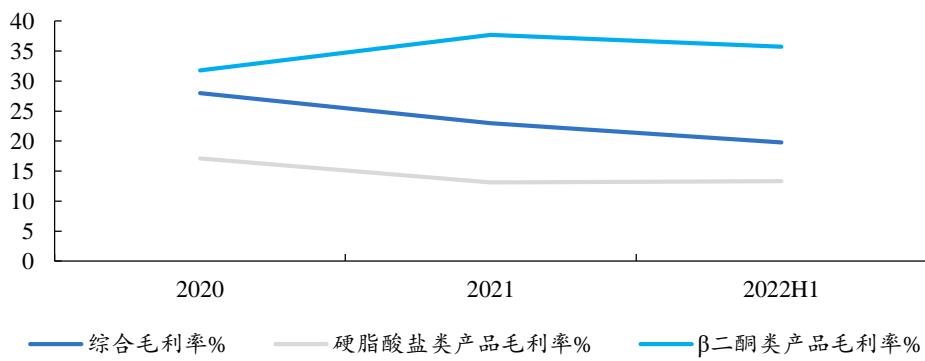


数据来源：Wind、开源证券研究所

综合毛利率方面，公司 2018/2019/2020/2021/2022H1 综合毛利率分别为 33.52%/39.34%/27.98%/22.96%/19.78%，2020 年后毛利率降低主要因公司退市进园工程推进，2020 年 8 月公司老厂区关停，新厂区进入调试和试生产阶段，因调试和试生产期间公司产量受到影响，为维持客户的稳定性，公司采用委托加工方式进行生产，相较于自主生产，委托加工生产实现的毛利较低所致；2021 年毛利率降低则主要因为公司子公司沙丰新材并表，硬脂酸盐类产品部分相对毛利率较低，导致综合毛利率发生变化。

拆分来看，公司 β 二酮类产品毛利率相对较高且相对稳定，为公司持续深耕的产品，毛利率短期波动主要因公司退市进园项目推进下部分产品外协加工所致，随着新厂区投产 2021 年已经有所恢复；硬脂酸盐类产品为 2020 年 12 月收购子公司沙丰新材所拓展的业务，此部分行业属性因此相对毛利率较低。

图5：β二酮类产品是公司产品中毛利率相对较高的产品项

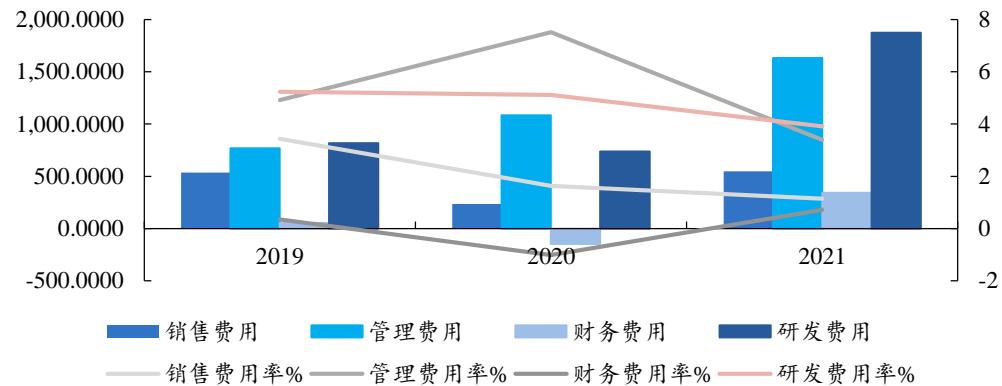


数据来源：Wind、开源证券研究所

从各项费用来看，公司销售费用率在 2020 年出现较大下降主要因会计准则变动部分运输费用计入营业成本所致；公司管理费用率在 2020 年出现较大增长主要因当期收购子公司沙丰新材存在中介机构费用，此部分费用计入管理费用拉高当期费用率，因此部分费用为一次性费用，故而公司 2021 年管理费用率出现较大下降；财务费用率整体较低且部分年份为负主要因公司借款较少，且存在较多现金利息收入较

高所致。

图6：2021年管理费用率出现较大下降（万元）



数据来源：Wind、开源证券研究所

1.4、新厂区稳步推进，DBM/SBM业务增长快

公司前期2017年6月和蚌埠市人民政府、禹会区人民政府共同签订了《退市进园协议》，约定最迟需于2020年12月31日前完成“退市进园”搬迁工作。根据公司定期报告披露已经完成搬迁，新厂区当前产能正处于稳步增长阶段。

公司前期搬迁推进的影响，2019年/2020年公司β-二酮类产品分别实现营收1.55亿元/1.22亿元，其中2020年出现下降即因老厂区于2020年8月关停，且新厂区产能释放尚未完全的影响。2021年随着新厂区产能的继续释放，公司业绩也迎来了较快增长。

我们以前期公司公开披露的产能规划和价格数据为基础，对公司新厂区产能释放进度和营收进行了敏感性测算，结果如下。

表1：募投项目产能不断释放会对营收产生较大贡献（百万元）

		SBM 达产进度						
		40%	50%	60%	70%	80%	90%	100%
DBM 达产进度	40%	129	134	139	144	149	154	159
	50%	156	161	166	171	176	181	186
	60%	183	188	193	198	203	208	213
	70%	210	215	220	225	230	235	240
	80%	237	242	247	252	257	262	267
	90%	264	269	274	279	284	289	294
	100%	291	296	301	306	311	316	322

数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5、子公司沙丰新材新产线已经建成，随产能释放亦有望贡献增量

公司控股子公司沙丰新材为公司2020年12月收购而来，公司当前持有沙丰新

材 67% 股权。沙丰新材主要从事硬脂酸盐类产品的生产，和公司的 β -二酮类产品均为 PVC 热稳定剂的组成成分，两者业务具备较好的协同性。

公司于 2021 年 11 月 6 日公告沙丰新材于 2020 年底开始实施建设的年产 3.5 万吨硬脂酸盐项目，其 4 条卧式釜生产线（硬脂酸钙/镁，对应产能 2 万吨/年）和 2 条立式釜生产线（硬脂酸锌，对应产能 1.5 万吨/年），均已经建设完工，并于近期开展试生产工作，有望年内投产。

沙丰新材硬脂酸盐原有产能 3 万吨/年，加上上述新建产能，沙丰新材硬脂酸盐类产品合计产能 6.5 吨/年，随着新产线产能的释放此部分业绩有超过翻倍的增长，后续亦有望贡献业绩增量。

2、行业角度：环保趋严背景下，无铅热稳定剂具备较大空间

2.1、行业概况：热稳定剂为助剂细分领域，行业趋势绑定PVC行业

聚氯乙烯(Polyvinyl Chloride, 简称PVC)与聚乙烯(PE)、聚丙烯(PP)、聚苯乙烯(PS)、ABS合称五大通用塑料。由于PVC具有优良的耐化学腐蚀性、电绝缘性、阻燃性、质轻、强度高且易于加工等优点，在建筑材料、工业制品、日用品、地板革、地板砖、人造革、管材、电线电缆、包装膜、瓶、发泡材料、密封材料、纤维等方面均有广泛应用。然而，PVC也存在诸多缺陷，如抗冲击强度差、韧性差、加工性能差、耐候性能差，易老化变质等。该等性能缺陷大大地限制了PVC产品的使用范围，使得在很多生产生活领域PVC材质还不能完全替代木材、钢材或PE等材质。为了解决PVC这些缺点，通常需要在其加工生产过程中添加各种塑料助剂以改变或提高性能，从而生产出符合各种应用要求的PVC制品。

塑料助剂又叫塑料添加剂，是聚合物（合成树脂）进行成型加工时为改善其加工性能或为改善树脂本身性能所不足而必须添加的一些化合物。塑料助剂对PVC工业具有举足轻重、不可或缺的作用。塑料助剂在一定程度上决定了PVC应用的可能性及其使用范围，而助剂品种的多少和质量的优劣直接决定了塑料制品的品质。由于PVC在所有类别塑料中应用最广泛、用量最大，因此目前塑料助剂主要以PVC塑料助剂为主，PVC塑料助剂是目前品种最多和用量最大的塑料助剂，在一般情况下，塑料助剂狭义即指PVC塑料助剂。

表2：塑料助剂是聚合物成型加工时必须添加的化合物

类别	功能
增塑剂	增加塑料的可塑性、柔韧性，减少脆性。
热稳定剂	延缓或停止塑料因受热、光或氧化作用而产生的裂解、交联和氧化断链现象，延长塑料使用寿命，提高性能。
抗氧化剂	抑制或者降低塑料大分子的热氧化、光氧化反应速度，提高塑料材料的耐热、耐光性能。
加工及抗冲改性剂	提高硬质PVC的可塑性、提高制品的外观质量等综合功能，以及提高硬质聚合物制品抗冲击性能。
阻燃剂	降低塑料的可燃性。
发泡剂	在树脂和胶料配方中能促进发生气体的物质，用来降低制品成本、减低重量，用于形成发泡塑料。
润滑剂	用于减轻聚合物材料与加工机械表面间以及聚合物分子间的相互摩擦，提高加工流动性，起所谓外部和内部润滑作用的助剂。
其他助剂	还包括抗静电剂、偶联剂、光稳定剂等。

资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

根据历年《中国塑料工业年鉴》数据统计，增塑剂是使用量最大的塑料助剂，热稳定剂是使用量第二大的品种。

表3：热稳定剂是使用量第二大的塑料助剂品种（万吨）

类别	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
增塑剂	208	282	304.5	338	359	335.5	378	379	423
热稳定剂	40	50	50	50	50	55	59	55	60
抗氧化剂	7.2	8.6	8.8	10.8	11.5	13.6	14.6	14.5	15.7
加工及抗冲改性剂	28.5	31.5	32	32.6	45	52	55	53	57
阻燃剂	36	39	41	42	44	42	45	46	48
发泡剂	16.5	18.5	19	19	20	20	21	21	21
润滑剂	12	13.4	13.5	13.5	14	14	15	15	16

类别	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年
其他	39.6	43.6	43.5	43.6	46.5	49	52.4	52.2	56.1

数据来源：《中国塑料工业年鉴》、开源证券研究所

热稳定剂是塑料助剂中重要类别之一，热稳定剂与 PVC 的诞生和发展同步，主要用于 PVC 制品加工过程。由于 PVC 分子结构中含有双键、支化点和引发剂残基等，在热、氧作用下极易分解，尤其在高温下分解加剧，放出大量的氯化氢，机械性能迅速降低，直至失去使用价值，因此加工过程中必须使用热稳定剂。

由于单纯的钙/锌、钡/锌金属盐用于 PVC 热稳定剂存在稳定性差等问题，因而需要根据产品加工工艺和用途进行复配多种化合物，以达到改善热稳定性、耐候性和透明性等功效。在 20 世纪 70 年代后期，日本昭岛化学工业株式会社和法国罗纳普朗克工业公司将 β -二酮引入热稳定剂体系，使其成为硬脂酸盐类热稳定剂（尤其是钙锌或钡锌复合金属热稳定剂）不可缺少的组成部分

硬脂酸盐类热稳定剂由于其本身在环保效果等方面的优势，为现在主要替代铅盐类热稳定剂的产品种类，总体而言公司业务具备较好的前景。

表4：硬脂酸盐类热稳定剂为现在主要替代铅盐类热稳定剂的产品种类

类别	主要应用 领域情况	产品优劣势	环保效果
硬脂酸盐类热稳定剂	PVC 制品	硬脂酸盐类热稳定剂不能单独使用，常需要配以 β -二酮化合物等热稳定剂助剂配合使用，由于环保法规的要求，钡、镉类金属盐面临铅盐一样的禁用局面，因此硬脂酸盐类热稳定剂以硬脂酸钙、硬脂酸锌为发展方向。具有安全环保、热稳定性优良、融合性良好、适用范围广、实用性强等特点。目前，钙锌复合稳定剂是替铅的主流。	硬脂酸钡、镉面临和铅盐类热稳定剂一样的禁用，硬脂酸钙锌是环保型热稳定剂。
铅盐类热稳定剂	PVC 制品	铅盐类热稳定剂的特点是耐热性优良，特别是长期热稳定性良好，电气绝缘性优良；具有白色颜料的性能，覆盖力大，因此耐候性也良好；可做发泡剂的活性剂；价格低。有毒性，缺乏润滑性和透明性；容易产生硫化污染。	存在铅污染，环保效果较差，未来将逐步被禁止或限制使用。
复合型（部分含铅）热稳定剂	PVC 制品	稀土复合热稳定剂具有良好的热稳定性、光稳定性和透明性及着色；复合铅盐热稳定剂采用了共生反应技术将三盐、二盐和金属皂在反应体系内以初生态的晶粒尺寸和各种润滑剂进行混合，以保证热稳定剂在 pvc 体系中的充分分散，同时可与润滑剂共熔融形成颗粒状。	稀土复合热稳定剂可替代铅盐类；复合铅盐类热稳定剂面临铅盐一样的禁用局面。

资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

β -二酮在提高热稳定性、抑制锌烧和光稳定性等方面有着重要的作用，大量实验证明，随着时间推移，添加 β -二酮的 PVC 制品较不添加 β -二酮的 PVC 制品有良好的抗初期着色能力和长期稳定性。

2.2、行业供需：下游需求增长稳定，环保趋严背景下无铅热稳定剂具较大空间

塑料助剂是塑料工业的伴生行业，其发展程度与塑料工业的发展密切相关。塑料助剂门类庞杂、功能繁多，贯穿于树脂合成、塑料制品加工和最终应用的各个环节，塑料助剂行业已经成为精细化工行业的重要分支。

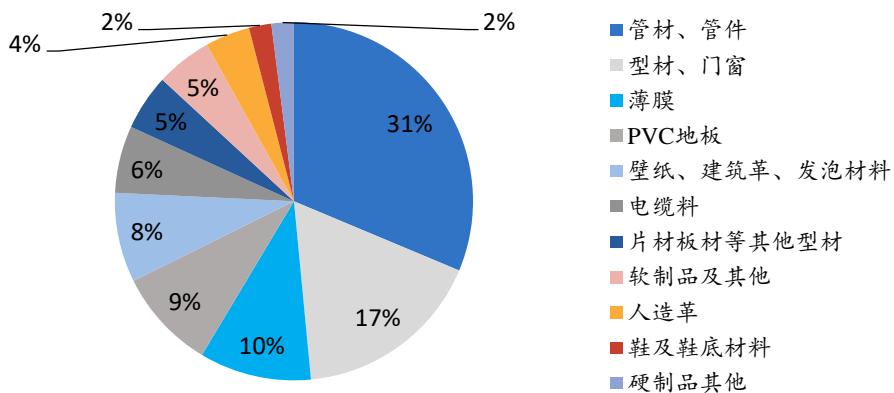
近年来，随着塑料的广泛应用，全球塑料助剂行业取得了快速增长。目前，世界上从事塑料助剂生产的企业主要分布在亚、欧、美三大洲，国际大型厂商资金实

力雄厚，从事相关行业时间较长、技术比较广泛，大多从事多种助剂的生产。亚洲市场由于人力成本相对低廉，市场规模比较庞大，全球塑料助剂产能正逐步向亚洲集中，尤以我国聚集的生产厂家数最多。近年来我国已逐步成为全球最大、增长最快的市场。

目前我国的 PVC 助剂厂家已经能够生产绝大部分助剂产品，在加工助剂、抗冲改性剂等领域的技术水平已经达到甚至在部分产品上超过国外同类产品，并集聚了一批塑料助剂基础技术人才。

热稳定剂助剂为 PVC 助剂的一种。热稳定剂助剂行业的发展是随着下游 PVC 制品行业的发展而产生和发展起来的。由于 PVC 制品具有优良的耐化学腐蚀性、电绝缘性、阻燃性、质轻、强度高且易于加工等优点，作为通用塑料应用非常广泛。PVC 制品在建筑材料、工业制品、日用品、地板革、地板砖、人造革、管材、电线电缆、包装膜、瓶、发泡材料、密封材料、纤维等方面均有广泛应用。

图7：管材、管件为中国 PVC 下游消费最大构成部分



数据来源：中国氯碱工业协会、开源证券研究所

PVC 制品在日常生活消费的各个领域中均有所应用，下游消费品分为硬质品和软制品两大部分。

硬质品中管材/管件和型材/门窗是硬质品中用量最大的两个领域。管材、管件占 PVC 总消费量的 31%；型材、门窗消费占比在 17%。此外，PVC 还广泛应用于薄膜、地板革、壁纸、发泡材料、电缆料、硬片等。

软制品中占比最高的是薄膜、地板革、壁纸及发泡材料，PVC 地板需求呈现稳步增加趋势。

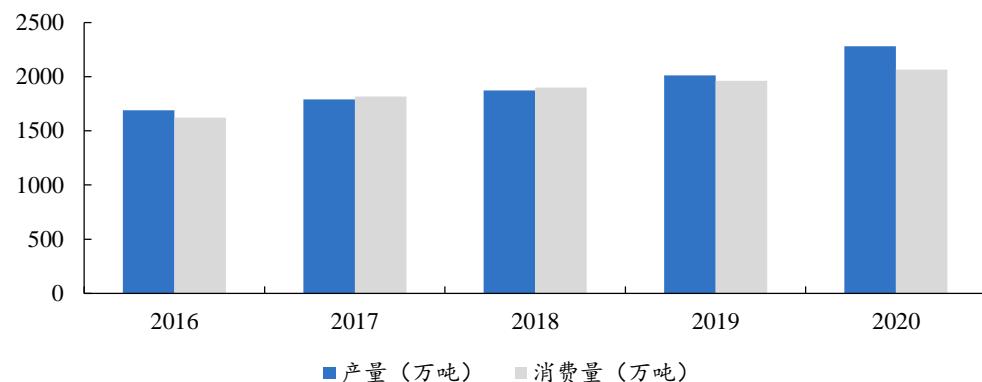
随着我国经济的持续稳定发展，工业化进程和城市化进程的进一步加快，对高效能、低成本的 PVC 制品需求量保持较快增长态势。中国氯碱工业协会的数据显示，2010-2020 年间全国 PVC 表观消费量呈现逐年增长趋势，截至 2020 年末，PVC 表观消费量达到 2108 万吨，年复合增长率为 5.55%。

PVC 的最大消费领域是型材、异型材和管材，主要应用于建筑领域。另外，我国目前处在农村城市化进程中，一些基础设施投资也会对 PVC 的消费有一定的拉动作用。

从供给的角度来看，国内 PVC 产量呈现持续上升的态势，从 2012 年的 1318 万

吨到 2019 年的 2011 万吨，年复合增长率达到 6.22%。

图8：中国 PVC 产量与表观消费量稳定增长



数据来源：百川孚盈、开源证券研究所

具体到热稳定剂行业来看，热稳定剂是一类能防止或减少 PVC 在加工使用过程中因受热而发生的降解或交联，从而延长复合材料使用寿命的添加剂。作为 PVC 的伴生行业，热稳定剂行业发展程度与 PVC 行业的发展密切相关，必然随着 PVC 工业的快速发展而发展。

目前，我国热稳定剂消费量约为 60 万吨/年，基本上能够生产加工工业所需的所有热稳定剂品种。伴随着我国热稳定剂消费总量的增长，各类热稳定剂消费量也获得相应增长。目前主要的热稳定剂有铅盐类、硬脂酸盐类、复合型热稳定剂（部分含铅）、有机锡类等热稳定剂，其中铅盐类热稳定剂是传统的 PVC 热稳定剂，目前是市场消费量最大的品种。硬脂酸盐类热稳定剂的消费量由 2015 年 11.22 万吨增长至 2018 年的 12.60 万吨，年复合增长率为 3.94%；复合型（部分含铅）热稳定剂的消费量由 2015 年的 15.61 万吨增长至 2018 年的 16.80 万吨，年复合增长率为 2.48%。而同期中国 PVC 表观消费量由 2015 年 1630 万吨增长至 2018 年的 1889 万吨，年复合增长率 5.62%。热稳定剂作为塑料助剂中的一类添加至 PVC 制品中，其变动与 PVC 消费量变动趋势基本一致。

主流的热稳定剂有铅盐类是最早应用于 PVC 加工中的热稳定剂。但由于其有毒性而被世界发达国家列入禁用名单，未来将被更加环保的硬脂酸盐类热稳定剂等非铅稳定剂替代。

表5：硬脂酸盐类热稳定剂环保化是替代主流

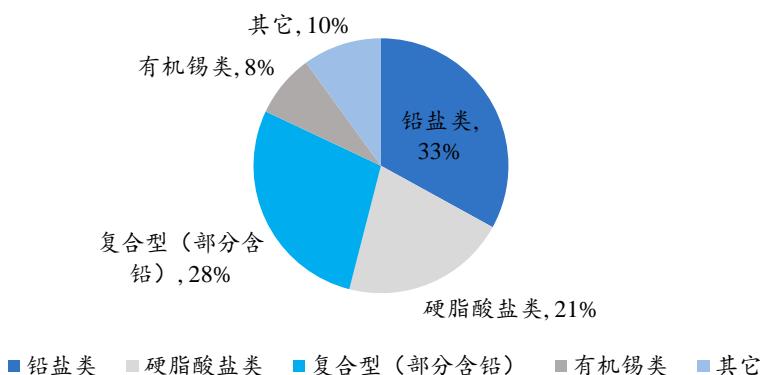
类别	性能与特点
铅盐类热稳定剂	铅盐类热稳定剂是使用最早的热稳定剂之一。铅盐类热稳定剂的特点是耐热性优良，特别是长期热稳定性良好；电气绝缘性优良；具有白色颜料的性能，覆盖力大，因此耐候性也良好；可做发泡剂的活性剂；价格低。但铅盐类热稳定剂有毒性，缺乏润滑性和透明性；容易产生硫化污染等。
硬脂酸盐类热稳定剂	常用的硬脂酸盐类热稳定剂主要有硬脂酸钙、硬脂酸锌、硬脂酸钡、硬脂酸镁、硬脂酸镉等。硬脂酸盐类热稳定剂不能单独使用，需要配以 β -二酮化合物等热稳定剂助剂配合使用，由于环保法规的要求，钡、镉类金属盐面临铅盐一样的禁用局面，因此硬脂酸盐类热稳定剂以硬脂酸钙、硬脂酸锌为发展方向。硬脂酸盐类热稳定剂具有安全环保、热稳定性优良、融合性良好、适用范围广、实用性强等特点。目前，钙锌复合稳定剂是替代铅盐类的主流。
复合型（部分含铅）	常用的复合型热稳定剂主要有稀土复合热稳定剂、复合铅盐热稳定剂等，稀土热稳定剂具有良好的热稳定性、

类别	性能与特点
热稳定剂	光稳定性和透明性及着色；复合铅盐热稳定剂采用了共生反应技术将三盐、二盐和金属皂在反应体系内以初生态的晶粒尺寸和各种润滑剂进行混合，以保证热稳定剂在PVC体系中的充分分散，同时可与润滑剂共熔融形成颗粒状。
有机锡类热稳定剂	有机锡稳定剂最大的特点是具有优良的透明性，使用有机锡稳定剂的PVC配方，可得到结晶般的制品，此外，有机锡稳定剂还具有良好的热稳定性；但是有机锡热稳定剂在使用过程中的挥发速度将加快，从而产生有机锡氯化物，给现场操作员带来危害。

资料来源：公司公开发行说明书、开源证券研究所

具体到占比层面，其中铅盐类约占34%，硬脂酸盐类约占21%，复合型约占28%（部分含铅），有机锡类约占7.5%，其他约占9.5%。从数据可以看出，铅盐类热稳定剂目前在我国各类热稳定剂消费结构中占比最大，目前热稳定剂正在向无铅化、环保化的发展方向，硬脂酸盐类将替代铅盐类热稳定剂等，具有较为广阔的市场空间。

图9：硬脂酸盐类热稳定剂占我国各类热稳定剂消费的21%



数据来源：《中国塑料工业年鉴》、开源证券研究所

无铅化是热稳定剂行业发展的必由之路。随着热稳定剂行业的快速发展以及世界各国对PVC生产和加工过程中对环境造成的污染问题越发重视，环保的硬脂酸盐类热稳定剂也将逐步替代现有的铅盐类热稳定剂等的市场份额，考虑到当前铅盐类热稳定剂消费占比最高为33%，随着替代的持续推进，硬脂酸盐类热稳定剂的市场需求会得到较大的增长。

短期内热稳定剂无铅化的主要领域为管材，具体到当下来看主要因管材老化后其中的铅会析出，会对其中传输的液体造成污染，若作为上水管则会对用户的健康产生负面影响，因此管材的热稳定剂的无铅化具备一定的紧迫性。

预期β-二酮化合物后续需求同样会不断增长。具体到公司产品来看，由于单纯的硬脂酸盐类热稳定剂不能单独使用，需要根据产品加工工业和用途进行复配多种化合物，以达到改善热稳定性、耐候性和透明性等功效。β-二酮化合物作为硬脂酸盐类热稳定剂助剂，能提高热稳定性、抑制锌烧和光稳定性，是该类热稳定剂不可缺少的组成部分。

3、核心竞争力：细分赛道龙头，认证和稳定客户构筑护城河

3.1、规模优势：标准起草单位，细分赛道产能占比较高，具备规模优势

公司是专业从事 PVC 环保热稳定剂助剂研发、生产和销售的高新技术企业，是我国化工行业《二苯甲酰甲烷》、《硬脂酰苯甲酰甲烷》标准的主起草单位，先后被评为高新技术企业、国家火炬计划重点高新技术企业、国家火炬计划“硬脂酰苯甲酰甲烷”、“二苯甲酰甲烷”的项目承担单位、国家知识产权优势企业、国家科技型中小企业技术创新基金承担单位、安徽省专精特新中小企业、安徽省创新型企业、安徽省标准化示范企业等，拥有省认定企业技术中心、省级工程技术研究中心、省级博士后工作站，在行业内有着多年的专业经验和深厚的行业积淀。

公司 DBM 和 SBM 先后被认定为安徽省新产品、安徽省重点新产品、安徽省高新技术产品，其中 DBM 还被认定为安徽省工业精品、安徽省名牌产品。DBM 和 SBM 已在欧盟 REACH 法规注册，并率先完成了欧盟 REACH 法规中 DBM 产品的领头注册。

国内 DBM、SBM 的主要生产厂家包含佳先股份、南通德发、莘县水源、江西西尼尔等，除佳先股份外，其他生产厂家均为非公众公司。据招股书统计，2019 年市场上 DBM、SBM 产能合计约 15000 吨，佳先股份占到 3600 吨，同时因 OBM 每年需求量较少，因此在不考虑 OBM 的情况下，公司产能占 β -二酮化合物领域中能够工业化应用的比例约 24%；目前公司产能方面已经完成“退市进园”项目，先行建成 4000tDBM 和 1000tSBM 的生产能力及整体项目的配套设施，1000tSBM 生产能力于 2020 年 11 月达到预定可使用状态，4000tDBM 生产能力于 2021 年 3 月达到可使用状态，剩余 3000tDBM 生产能力已于 2021 年度完成主要设备采购工作，预计于 2022 年三季度进行投资建设并与公用系统衔接。

。另外考虑到公司当前产能仍未释放完全，且公司或仍具备新的扩产计划，展望后续，公司市占率有望继续提升。

3.2、技术成熟优势：多年积累产品技术成熟，持续研发投入提升竞争力

公司作为国家火炬计划重点高新技术企业，长期以来一直非常重视技术研发投入和提高自主创新能力。公司承担的“二苯甲酰甲烷”项目、“硬脂酰苯甲酰甲烷”项目分别于 2011 年 8 月、2015 年 12 月被列为国家火炬计划项目，并先后拥有多项安徽省省级科学技术成果；2013 年 8 月，公司获评“安徽省认定企业技术中心”；2014 年 12 月，“安徽省 PVC 辅助热稳定剂工程技术研究中心”被认定为安徽省工程技术研究中心；2015 年 11 月，公司获得“博士后科研工作站”称号；公司是我国化工行业《二苯甲酰甲烷》和《硬脂酰苯甲酰甲烷》行业标准的主起草单位，并率先完成了欧盟 REACH 法规中 DBM 产品的领头注册。

经过多年研发和实践的积累，公司 DBM、SBM 产品在生产工艺、原料配方、质量控制等方面形成了技术成熟优势。从专利的角度来看，截至 2021 年 6 月 30 日，公司已拥有专利权 78 项，其中发明专利 9 项，实用新型专利 69 项。

3.3、环保和安全生产管理优势：已实现产品环保化生产，强化安全意识

公司自设立以来，高度重视环境保护，通过科技创新、产学研合作等方式，积极研究开发 DBM 和 SBM 新工艺、新技术、新装置，完善了生产过程中污水、废气及废物的综合治理，研究开发了多项环保处理专有技术，实现了产品的环保化生产。公司依据清洁生产的理念设计、建造了厂区生产装置及“三废”处理装置，确保生

产过程中产生的污染物排放符合国家和省市环境质量标准和排放标准，通过了 ISO14001:2005 环境管理体系认证，获得了“安徽省绿色工厂”、2018 年度安徽省“环保良好企业”等荣誉。

在安全生产及职业健康保护方面，公司通过了 ISO45001:2018 职业健康安全管理体系认证，获得了“安全生产标准化三级企业”证书，并在 2017 年度安徽省“安康杯”竞赛活动中荣获“优胜单位”称号。公司建立了多项安全管理制度及规程，涉及生产、仓储、临时作业管理、物料转移等方面。公司还通过定期及不定期培训不断强化员工的安全责任意识，并常年开展全员参与安全管理提升活动，自查自纠，查找身边的隐患，提出改进、提升建议。随着我国供给侧改革及环保、安全生产监管力度不断加强，环保、安全生产不达标、不合规的企业将逐步关停退出，公司的环保、安全生产优势会日益显现。

3.4、品牌与客户资源优势：多年深耕具备持续稳定客户

公司注重品牌建设和树立良好的品牌形象，致力于以技术优势带动产品优势、以产品优势强化品牌优势的市场效果。经过长期的积累，公司的产品和“佳先”的品牌得到了客户的认可，“佳先”商标被认定为安徽省著名商标、DBM 产品被认定为安徽省名牌产品，并在国内外市场形成了较高的知名度和影响力，已经成为公司可持续发展的重要动力。

凭借良好的市场口碑和优质的品牌形象，公司拥有一批市场需求大、实力雄厚、信誉良好、业务关系持续稳定的优质客户。一方面丰富而优质的客户资源为公司之后的发展奠定了基础，另一方面也使得公司能够及时洞悉下游客户需求，把握下游产业发展的最新动向和发展趋势，从而制定与之相适应的产品开发计划和企业发展战略，持续保持竞争优势。

经过多年的发展，公司核心竞争力不断增强，凭借在技术水平、客户资源、品牌和质量管理等方面的优势，公司在环保热稳定剂生产厂商中具有良好的声誉，并与百尔罗赫集团（BAERLOCHER GROUP）、ADK 株式会社等国际化工企业建立了较为稳定的合作关系。公司已成为 β -二酮化合物工业化应用领域环保热稳定剂助剂主要生产供应商之一，产销量较大。整体而言公司在国内具备较强的市场竞争力。

3.5、产品质量控制优势：完善产品质量管理体系构筑公司竞争优势

公司积极推动精细化质量管理，已建立了现代化、科学化和规范化的管理和控制体系，建立了原料、过程、产品一体化质量控制流程，各生产工段建立质量内控程序及目标，确保了产品质量的稳定性和可靠性。公司不断吸取国内外先进的管理方法，树立了先进的管理理念，公司质量管理体系符合 GB/T19001-2016/ISO9001:2015 标准，质量管理水平获得客户的认可。完善的产品质量管理体系，是公司保持竞争优势的有利保证。

4、盈利预测与投资建议

佳先股份为国内 PVC 热稳定助剂 β -二酮类产品细分赛道龙头，具备较强的规模优势，有望受益环保趋严背景下无铅热稳定剂对含铅热稳定剂的替代趋势。当前随着新厂区的产能逐步释放，公司营业收入具备较大上涨空间；另外公司控股子公司沙丰新材于 2021 年 11 月公告硬脂酸盐产能 3.5 万吨/年扩产项目已经建成，后续随着产能释放亦有望贡献营收增量。

鉴于佳先股份主要从事 β 二酮类产品及硬脂酸盐类产品生产销售，我们在同行业可比估值时将呈和科技、瑞丰高材及利安隆选择为比较对象。

我们预计公司 2022-2024 年的营业收入分别为 6.46 亿元、7.50 亿元、8.04 亿元，增速分别为 34.8%、16.1%、7.2%，归母净利润分别为 7496 万元、8734 万元、9400 万元，增速分别为 20.5%、16.5%、7.6%。估值方面，公司股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 12.5X、10.7X、9.9X。可比公司角度来看，可比公司平均 2021PE 为 32.53X。考虑到佳先股份的 PE 低于可比公司平均水平，同时佳先股份为塑料环保热稳定剂细分赛道龙头，产能不断释放，首次覆盖给予“买入”评级。

表6：佳先股份估值低于可比公司水平

公司名称	股票代码	市值/亿元	EPS（元/股）				PE			
			2021	2022E	2022E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E
呈和科技	688625.SH	69.64	1.18	1.53	2.09	2.82	44.35	33.90	24.83	18.42
瑞丰高材	300243.SZ	22.09	0.40	-	-	-	23.78	-	-	-
利安隆	300596.SZ	131.30	2.04	2.31	2.87	3.56	29.45	22.60	18.20	14.70
平均值							32.53	28.25	21.52	16.56
佳先股份	430489.BJ	9.12	0.46	0.55	0.64	0.69	14.66	12.47	10.70	9.94

数据来源：Wind、开源证券研究所（数据截至 2022 年 9 月 5 日）备注：未覆盖公司呈和科技、瑞丰高材数据来自 Wind 一致预期

5、风险提示

(1) 项目产能释放不及预期

公司业绩弹性主要来自于新建产能的释放，若产能释放进度低于预期，则将对公司业绩造成较大影响。

(2) 行业竞争加剧

公司产品销售与下游PVC行业的需求相关，若行业竞争加剧，则可能造成公司产品单价下跌，对公司业绩造成较大影响。

(3) 原材料价格大幅波动

公司主要原材料均为大宗商品，若大宗商品价格波动，则可能会对公司业绩造成较大影响。

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	361	379	286	339	350	营业收入	144	479	646	750	804
现金	214	167	225	261	280	营业成本	104	369	498	584	629
应收票据及应收账款	106	151	0	0	0	营业税金及附加	2	3	8	8	8
其他应收款	0	4	2	5	3	营业费用	2	5	9	9	11
预付账款	5	3	8	4	9	管理费用	11	16	22	26	27
存货	20	45	43	60	51	研发费用	7	19	25	29	31
其他流动资产	16	8	8	8	8	财务费用	-1	3	6	3	-0
非流动资产	419	452	596	671	685	资产减值损失	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	其他收益	5	14	6	7	8
固定资产	240	279	375	431	448	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	44	35	39	39	38	投资净收益	0	0	1	0	0
其他非流动资产	135	139	182	201	199	资产处置收益	0	0	0	0	0
资产总计	780	830	882	1010	1035	营业利润	26	76	85	99	107
流动负债	188	262	250	322	293	营业外收入	4	0	1	1	2
短期借款	35	57	120	252	138	营业外支出	0	0	0	0	0
应付票据及应付账款	67	117	0	0	0	利润总额	30	76	86	101	108
其他流动负债	85	88	129	69	155	所得税	2	10	9	11	11
非流动负债	141	67	73	69	56	净利润	28	67	77	90	97
长期借款	82	46	53	49	36	少数股东损益	1	4	2	2	3
其他非流动负债	58	20	20	20	20	归属母公司净利润	27	62	75	87	94
负债合计	328	329	322	391	348	EBITDA	32	79	125	157	174
少数股东权益	19	24	25	28	31	EPS(元)	0.20	0.46	0.55	0.64	0.69
股本	85	85	136	136	136						
资本公积	220	220	168	168	168	主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
留存收益	128	173	213	262	314	成长能力					
归属母公司股东权益	433	478	534	592	655	营业收入(%)	-7.6	232.4	34.8	16.1	7.2
负债和股东权益	780	830	882	1010	1035	营业利润(%)	-37.3	195.6	11.6	16.7	7.5
						归属于母公司净利润(%)	-23.0	126.3	20.5	16.5	7.6
						盈利能力					
						毛利率(%)	28.0	23.0	23.0	22.2	21.8
						净利率(%)	19.5	13.9	11.9	12.0	12.1
						ROE(%)	6.2	13.3	13.7	14.5	14.2
						ROIC(%)	4.6	10.7	10.5	10.2	11.8
现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	偿债能力					
经营活动现金流	24	59	217	63	250	资产负债率(%)	42.1	39.6	36.6	38.7	33.7
净利润	28	67	77	90	97	净负债比率(%)	-2.9	-1.5	-3.3	12.2	-10.2
折旧摊销	1	2	38	50	60	流动比率	1.9	1.4	1.1	1.1	1.2
财务费用	-1	3	6	3	-0	速动比率	1.8	1.3	0.9	0.9	1.0
投资损失	-0	0	-1	-0	-0	营运能力					
营运资金变动	-13	-35	98	-79	94	总资产周转率	0.2	0.6	0.8	0.8	0.8
其他经营现金流	9	22	-0	-0	-1	应收账款周转率	4.7	11.0	0.0	0.0	0.0
投资活动现金流	-82	-64	-181	-125	-74	应付账款周转率	1.8	4.0	8.5	0.0	0.0
资本支出	100	51	182	125	74	每股指标(元)					
长期投资	25	-15	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.20	0.46	0.55	0.64	0.69
其他投资现金流	-6	1	1	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.43	1.59	0.46	1.83
筹资活动现金流	164	-41	-69	-27	-39	每股净资产(最新摊薄)	3.17	3.50	3.91	4.34	4.80
短期借款	15	22	63	132	-114	估值比率					
长期借款	-10	-36	6	-4	-13	P/E	34.0	15.0	12.5	10.7	9.9
普通股增加	21	0	51	0	0	P/B	2.2	2.0	1.8	1.6	1.4
资本公积增加	162	0	-51	0	0	EV/EBITDA	28.9	12.0	7.5	6.6	5.2
其他筹资现金流	-24	-27	-138	-156	88						
现金净增加额	106	-47	-33	-90	137						

数据来源：聚源、开源证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入 (Buy)	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持 (outperform)	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性 (Neutral)	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好 (overweight)	预计行业超越整体市场表现；
	中性 (Neutral)	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号
楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号
楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn