

康普化学 (834033)

湿法冶炼替代逻辑演绎+新能源电池前景广阔，全球特种表面活性剂领航者

买入 (首次)

2022年12月27日

证券分析师 刘博

执业证书: S0600518070002

liub@dwzq.com.cn

证券分析师 唐亚辉

执业证书: S0600520070005

tangyh@dwzq.com.cn

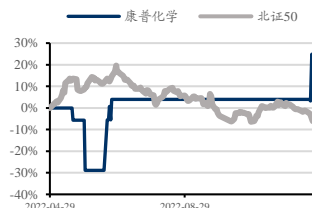
盈利预测与估值	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入 (百万元)	225	328	429	582
同比	4%	45%	31%	36%
归属母公司净利润 (百万元)	51	91	126	173
同比	-13%	79%	38%	38%
每股收益-最新股本摊薄 (元/股)	0.57	1.02	1.40	1.93
P/E (现价&最新股本摊薄)	30.88	17.25	12.53	9.11

关键词: #产能扩张

投资要点

- 特种表面活性剂属于国家重点布局高新技术行业，下游应用广泛：**精细化工行业应用于高新技术领域，产品具有特定功能、特定用途、高附加值特点，属于我国“补短板”和“结构升级”的重点布局领域，得到国家产业政策大力支持。2020年全球精细化工行业市场规模为1725亿美元，预计2027年达到2785亿美元，7年CAGR为7.1%。特种表面活性剂70%在发达国家可用于高精尖工业生产，我国仍主要以民用为主，发展空间广阔，而金属萃取剂市场格局较为稳定，集中度较高，三足鼎立，目前全球铜萃取剂市场规模约为1.6万吨，公司铜萃取剂产量约为4000吨，市占率约为25%，竞争对手巴斯夫和索尔维年产能分别为6000吨和7000-8000吨。
- 技术优势：**湿法冶金逐步替代火法冶金，绿色环保，提纯高效。**产品优势：**公司产品均为必要催化剂，与替代路线相比高效环保，优势显著；**1) 铜萃取剂：**公司产品比肩国际，市占率全球第三，中国第一。需求端来看，预计2022-2025年全球铜需求量将由2407万吨增长至2517万吨，其中新能源汽车用铜量由45万吨增长至130万吨，CAGR为42.9%，风力发电用铜量由41万吨增长至61万吨，CAGR为14.1%，供给端全球公司市占率25%，国内市占率55%，未来空间中性预测下2025及2030年铜萃取剂市场空间将达到2.1万吨及3.2万吨，公司市占率预计为26.8%及25.8%。**2) 新能源电池萃取剂：**高频研发，需求快速增长，盈利前景广阔。需求端：受益于汽车电动化趋势日益显著，核心组件新能源车需求量快速提升，根据IEA（国际能源署）预测，2021-2030年全球新能源汽车CAGR预计将达到30-36%。供给端：公司新能源车萃取剂目前已经开发11种，正在处于逐步开发、快速增长阶段。未来容量预测：钴/镍2021-2030年CAGR为26%/20%，锂2021-2025年CAGR为36%。**3) 其它特种表面活性剂：**酸雾抑制剂唯一供应商，矿物浮选剂规模优势逐步显现。酸雾抑制剂解决矿企环保痛点，2021-2022H1公司酸雾抑制剂销售单价为28/31万元/吨，高于铜萃取剂销售单价488%/437%，新增募投产产能谨慎叠加产品附加值高提升企业盈利空间。矿物浮选剂预计募投项目投产后产能达到7200吨，市占率约2.4%，市场空间较大，规模化生产后竞争优势明显。**成本优势：**公司拥有全球最全化学原料供应链，运输、研发、人力成本优势凸显；**服务优势：**公司通过“一站式”服务，赢得客户认可，公司客户稳定，合作多年持续贡献营收。
- 盈利预测与投资评级：**我们预测2022-2024年营业总收入分别为3.3/4.3/5.8亿元，yoy+45.4%/30.9%/35.8%；公司归母净利润分别为0.9/1.3/1.7亿元，yoy+79.0%/37.7%/37.6%，PE分别为17/13/9倍。基于公司在金属萃取剂的细分龙头地位显著且湿法冶金替代传统火法发展前景良好，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**环境保护风险；市场竞争格局加剧；原材料价格波动；宏观经济波动导致销售不及预期。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	18.06
一年最低/最高价	16.05/20.75
市净率(倍)	4.79
流通 A 股市值(百万元)	525.62
总市值(百万元)	1,614.43

基础数据

每股净资产(元,LF)	3.77
资产负债率(% ,LF)	39.35
总股本(百万股)	89.39
流通 A 股(百万股)	29.10

相关研究

内容目录

1. 康普化学：细分特种表面活性剂领航者，国际知名，国内领先	4
1.1. 发展历程：深耕金属萃取剂领域十余载，营收业绩大幅提升.....	4
1.2. 团队管理：公司股权结构清晰，核心团队具有专业化学知识背景.....	5
1.3. 产品结构：公司产品以金属萃取剂为主，营收结构稳定，ROE 领先行业平均水平.....	6
2. 特种表面活性剂属于重点布局高新技术行业，下游应用广泛	7
2.1. 精细化工行业属于我国“补短板+调结构”重点布局的高新技术行业，下游应用广泛.....	7
2.2. 表面活性剂大品种已实现国产化，小品种大部分仍依赖国外进口.....	9
2.3. 特种表面活性剂我国发展空间广阔，全球金属萃取剂格局三足鼎立.....	10
3. 公司核心竞争力：技术优势、产品优势、成本优势、服务优势	11
3.1. 金属萃取剂：湿法冶金逐步替代火法冶金，绿色环保，提纯高效.....	11
3.2. 产品优势：公司产品均为必要催化剂，与替代路线相比高效环保，优势显著.....	13
3.2.1. 铜萃取剂：公司产品比肩国际，市占率全球第三，中国第一.....	13
3.2.2. 新能源电池萃取剂：高频研发，需求快速增长，盈利前景广阔.....	16
3.2.3. 其它特种表面活性剂：酸雾抑制剂唯一供应商，矿物浮选剂规模优势逐步显现.....	18
3.3. 成本优势：拥有全球最全化学原料供应链，运输、研发、人力成本优势凸显.....	18
3.4. 服务优势：“一站式”服务稳定客源，“定制化”吸引客户力度不断提升.....	19
4. 盈利预测与估值	20
5. 风险提示	20

图表目录

图 1:	康普化学发展历程.....	4
图 2:	2013-2022Q3 营业总收入 (万元) 及 yoy	5
图 3:	2013-2022Q3 归母净利 (万元) 及 yoy	5
图 4:	公司股权结构.....	5
图 5:	2019-2021 公司主营业务收入按产品分 (万元)	7
图 6:	公司分产品营收占比 (%)	7
图 7:	2019-22H1 公司及可比公司毛利率水平 (%)	7
图 8:	公司和可比公司加权 ROE 水平 (%)	7
图 9:	行业上中下游产业链.....	8
图 10:	精细化工行业产品分类.....	8
图 11:	全球精细化工行业市场规模预测 (亿美元)	8
图 12:	全球表面活性剂市场规模 (亿美元)	9
图 13:	铜萃取剂当前产能 (吨)	10
图 14:	湿法冶铜工序图.....	11
图 15:	铜萃取剂预计产量 (吨) 及产能利用率 (%)	14
图 16:	新能源电池萃取剂 2019-2021 年销售收入 (万元)	17
图 17:	公司分产品毛利率 (%)	17
图 18:	全球电池钴/镍需求预测 (万吨)	17
图 19:	全球电池锂需求预测 (万吨 LCE)	17
图 20:	酸雾抑制剂销售单价明显高于铜萃取剂销售单价 (万元/吨)	18
图 21:	2019-2021 年公司客户数量 (家)	19
图 22:	公司前五大客户销售收入占总营收比重 (%)	19
图 23:	公司主要客户合作历史.....	19
表 1:	公司高级管理人员	6
表 2:	金属萃取剂三种技术路线对比.....	12
表 3:	公司产品均为必要催化剂, 替代路线相比优势显著.....	13
表 4:	全球产量最大五种金属主要生产路线.....	14
表 5:	全球铜需求量 (万吨)	14
表 6:	铜萃取剂未来空间预测.....	15
表 7:	铜萃取剂产品比较.....	16
表 8:	盈利预测拆分 (单位: 万元)	20
表 9:	可比公司估值表 (截至 2022 年 12 月 26 日)	20

1. 康普化学：细分特种表面活性剂领航者，国际知名，国内领先

1.1. 发展历程：深耕金属萃取剂领域十余载，营收业绩大幅提升

康普化学深耕金属萃取剂领域十余载，终端客户涵盖世界前五大铜矿企业及知名新能源电池企业。(1) 初步确立、准备深耕 (2006-2012): 公司成立于2006年11月，公司前身为重庆海祥医药化工有限公司，是中外合资企业，由浩康医药和瑞典外籍商人共同出资成立，股权比例为75%:25%，2010年由于医药中间体行业发生了不利变化，外籍商人平价转让全部股权，公司变为内资公司，2012年公司名称变更为康普化学，开始深耕金属萃取剂领域。(2) 业务拓展、持续发力 (2012-2019): 公司2015年新三板上市，2016年投资年产5000吨金属萃取剂项目，与紫金矿业达成战略合作，并不断精进技术创新，2019年自主开发模拟软件 Simula-SX™，与核工业北京化工冶金研究院签订合作协议。(3) 再创新高、引领发展 (2020-至今): 2020年开始，公司订单开始大量释放，铜萃取剂产量4069吨 (yoy+51.9%)，新能源电池金属萃取剂产量97吨 (yoy+546%)。2021年公司开始筹备年产2万吨特种表面活性剂建设项目，以满足后续订单需求。至今公司产品远销智利、刚果(金)、赞比亚、缅甸、墨西哥以及东亚、西亚等国家和地区，终端客户涵盖了世界前五大铜矿企业以及知名新能源电池相关企业。

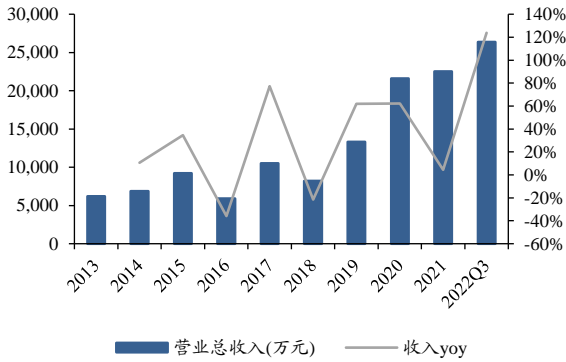
图1：康普化学发展历程



数据来源：公司官网、公司公开转让说明书、东吴证券研究所

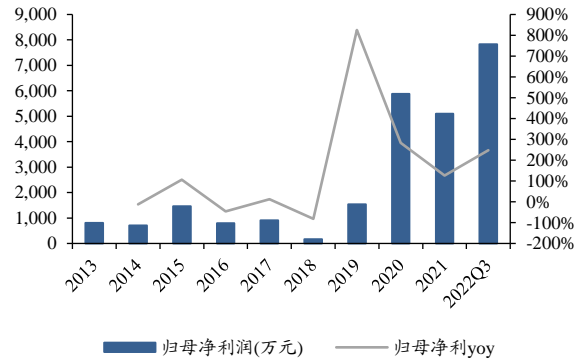
康普化学是国际知名、国内领先特种表面活性剂制造商，近两年营收业绩大幅提升。公司通过多年经验积累掌握了世界一流技术，在技术创新、智能制造、绿色化学等战略指导下力争成为全球特种表面活性剂领域龙头企业。2019-2021年，公司营业总收入为1.3/2.2/2.3亿元，2019-2021年CAGR为30%，对应归母净利润为1536/5883/5095万元，2019-2021年CAGR为82%，2022年前三季度公司营收/归母净利润分别为2.6亿元/7824万元 (yoy+124%/+248%)，已超2021年全年规模，延续高速增长态势。

图2: 2013-2022Q3 营业总收入 (万元) 及 yoy



数据来源: Wind、东吴证券研究所

图3: 2013-2022Q3 归母净利润 (万元) 及 yoy

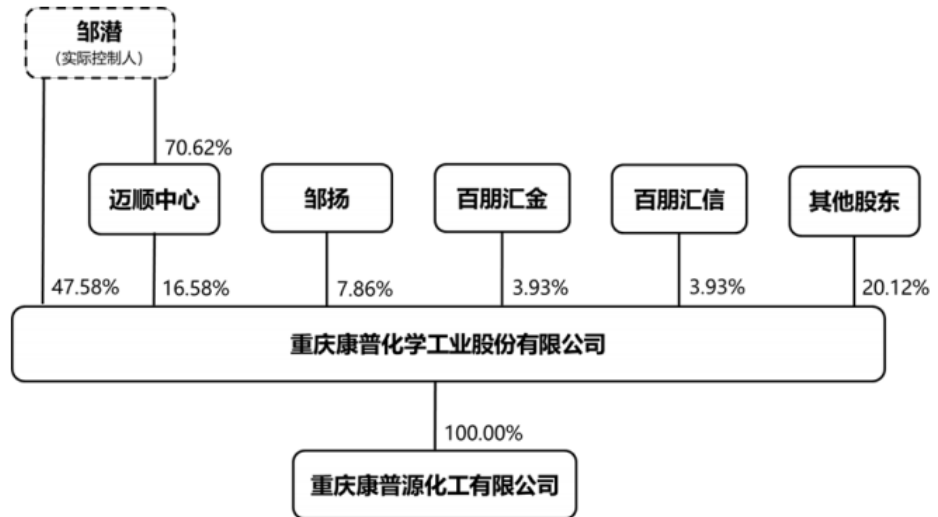


数据来源: Wind、东吴证券研究所

1.2. 团队管理: 公司股权结构清晰, 核心团队具有专业化学知识背景

公司股权结构清晰, 董事长邹潜持股 64.2%。公司董事长邹潜为公司实控人兼控股股东, 合计持有公司股本 64.2%, 邹扬为邹潜兄弟, 持股 7.9%, 具有独立表决权。百朋汇金和百朋汇信实控人为赵文远, 合计持股公司 7.9%, 其余 20.1%为其它股东持有, 公司股权结构清晰, 较为集中。

图4: 公司股权结构



数据来源: 公司招股书、东吴证券研究所

公司高层团队均有化学专业背景, 具有成熟专业经验。公司董事长邹潜毕业于四川大学化学工程专业, 自公司成立以来一直担任董事长职位, 注重公司技术团队建设和创新研发业务, 常务副总徐志刚毕业于四川大学有机化学专业, 是中南大学湿法冶金专业在读博士, 在邹潜、徐志刚带领下公司“特效萃取剂的研发及产业化创新团队”被评为“重庆市创新创业示范团队”。

表1: 公司高级管理人员

姓名	持股比例	职务	履历情况
邹潜	59.28%	董事长	本科学历，毕业于四川大学化学工程专业。1986年7月至1991年3月任南京化学工业研究院研究员；1991年4月至1997年10月任深圳市深港工贸进出口公司出口部经理；1997年11月至1999年7月任钢特化工执行董事兼总经理；1999年8月至2004年2月任重庆市垫江英特化工有限公司董事长；2004年2月至2006年7月任重庆万利康执行董事；2006年11月至2015年5月任康普有限董事长、总经理；2015年5月至今历任康普化学董事长、总经理；现任康普化学董事长。
邹扬	7.86%	董事	本科学历，毕业于西南大学英语专业。1997年12月至2004年12月任钢特化工副总经理；2004年9月至今，任浩康集团监事；2008年3月至今任浩祥医药总经理；2011年4月至2015年5月任康普有限董事；2015年5月至今历任康普化学财务总监、董事；现任康普化学董事。
张冬梅	0.72%	董事/总经理	本科学历，毕业于四川大学人力资源管理专业。2005年5月至2012年2月任浩康集团行政总监；2011年4月至2015年5月历任康普有限董事、副总经理；2015年5月至今历任康普化学董事、副总经理、董事会秘书、总经理；现任康普化学董事、总经理。
李朝亮	0.72%	总工程师	本科学历，毕业于四川大学高分子合成专业。1987年7月至2005年5月历任重庆长风化学工业有限公司车间副主任、助理工程师、车间主任、化工工程师、副总工程师兼研发处处长、试验车间主任、高级工程师；2005年5月至2010年8月任浩康集团研究所所长；2010年8月至2015年5月历任康普有限副总经理、董事、常务副总经理；2015年5月至今历任康普化学董事、副总经理、常务副总经理、总经理、总工程师；现任康普化学总工程师。
徐志刚	0.72%	常务副总经理	硕士研究生学历，毕业于四川大学有机化学专业，中南大学湿法冶金专业在读博士。2004年7月至2006年8月任横店集团成都分子实验室有限公司项目助理经理；2006年9月至2009年6月攻读四川大学硕士学位；2009年7月至2012年2月任浩康集团技术中心主任；2012年2月至2015年5月任康普有限技术中心主任；2015年5月至今历任康普化学副总经理、常务副总经理；现任康普化学常务副总经理。
刘龙成	0.72%	副总经理	本科学历，毕业于湖南师范大学化学专业。1992年7月至1994年2月任湖南省湘中制药有限公司技术员；1994年3月至2003年4月历任湖南荷尔蒙制药有限公司企管部经理、总经办主任、总工办主任、药物研究所所长；2003年4月至2005年10月任重庆万利康开发部经理；2005年11月至2006年3月任湖南玉新药业有限公司技术副总经理；2006年4月至2008年3月任湖南科瑞生物制药股份有限公司总工程师；2008年4月至2009年11月任浙江仙居君业药业有限公司副总经理；2009年12月至2013年11月任重庆万利康副总经理；2013年12月至2015年5月任康普有限副总经理；2015年5月至今任康普化学副总经理；现任康普化学副总经理。

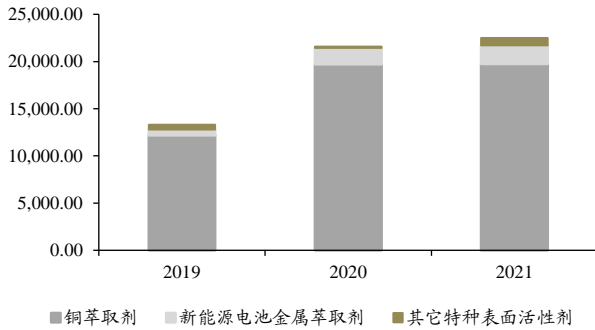
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

1.3. 产品结构：公司产品以金属萃取剂为主，营收结构稳定，ROE领先行业平均水平

公司产品以铜萃取剂为主，同时发展新能源电池金属萃取剂及其他表面活性剂。公司致力于金属铜、新能源电池金属萃取产品、矿物浮选剂、酸雾抑制剂的研发，2021年公司产品铜金属萃取剂/新能源电池金属萃取剂/其他特种表面活性剂营收分别为 2.0 亿元/1948 万元/793 万元 (yoy+0.2%/13.4%/426.1%)，分别占总营收 88%/9%/4%，目前公司已经成为了国内铜萃取剂的行业龙头，也通过高超技术及产品服务在国际视野中占据

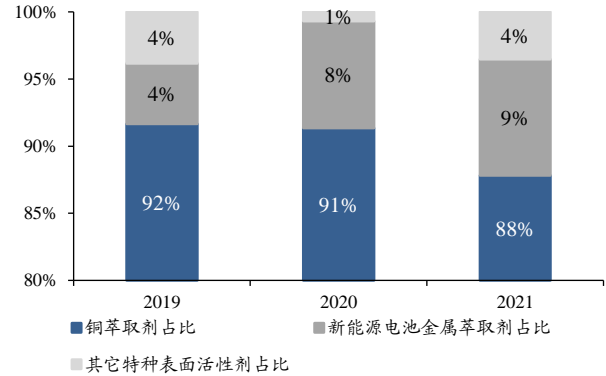
重要地位。

图5: 2019-2021 公司主营业务收入按产品分 (万元)



数据来源: 公司招股书、东吴证券研究所

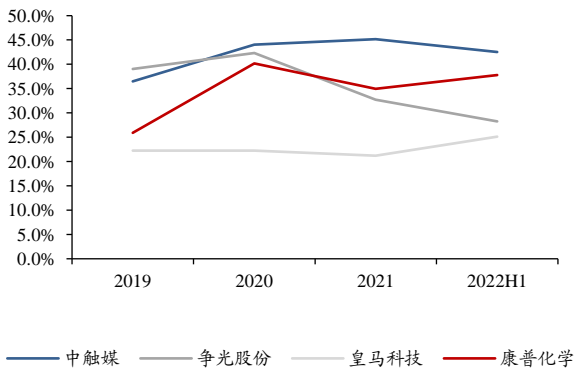
图6: 公司分产品营收占比 (%)



数据来源: 公司招股书、东吴证券研究所

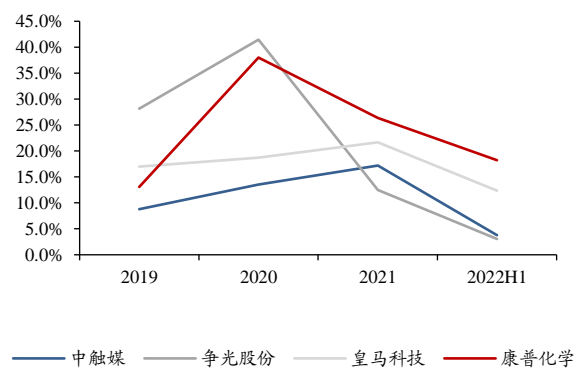
2020 年以来公司毛利率/ROE 领先行业平均水平。2019-2022H1 期间, 公司毛利率分别为 25.9%/40.2%/34.9%/37.8%, 2020 年以来公司毛利率高于可比公司平均值。2019-2022H1 公司 ROE 水平为 13.1%/38.0%/26.4%/18.2%, 处于行业较高水平。公司专注于铜萃取剂的生产, 产品种类不多, 毛利率较为稳定, 净资产收益率较高主要由于公司产品附加值较高, 盈利能力持续保持较好水平, 同时由于公司尚未上市, 净资产规模较小。

图7: 2019-22H1 公司及可比公司毛利率水平 (%)



数据来源: 公司招股书、东吴证券研究所

图8: 公司和可比公司加权 ROE 水平 (%)



数据来源: 公司招股书、东吴证券研究所

2. 特种表面活性剂属于重点布局高新技术行业, 下游应用广泛

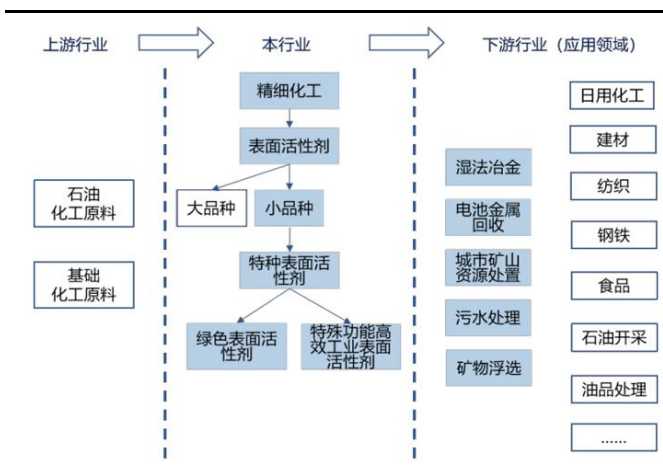
2.1. 精细化工行业属于我国“补短板+调结构”重点布局的高新技术行业, 下游应用广泛

精细化工行业处于产业链中游, 下游应用领域涉及广泛。公司属于精细化工产业下、表面活性剂行业中的细分领域-特种表面活性剂行业。特种表面活性剂行业上游为石油等基础化工行业, 下游行业主要涉及应用领域, 包括湿法冶金、电池金属回收、城市矿

山资源处置、污水处理、矿物浮选等行业。**精细化工行业特点：1) 研发投入高；2) 技术工艺严格；3) 产品附加值高；4) 技术更新迭代快。**同时行业注重产品精细化、定制化、为客户能够提供持续的技术服务和产品迭代升级。

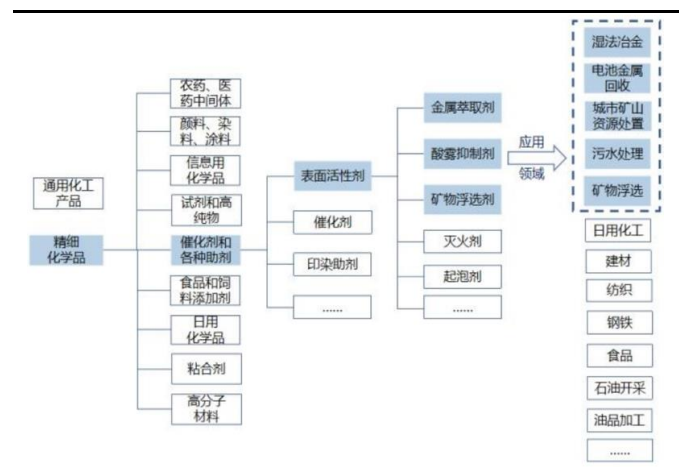
精细化工行业应用于高新技术领域，产品具有特定功能、特定用途、高附加值特点。精细化工行业是在基础化学原料及化学反应的基础上通过精细化的化学反应进行深加工，最终制取“特定功能、特定用途、高附加值”的专用化工产品。同时由于精细化工产品细分用途广泛，产品涵盖了农药、颜料、试剂、催化剂、食品添加剂、日用化学品等 11 个产品类别，涉及用途的行业领域多种多样，包含农业、纺织、冶金、食品、医药等。

图9：行业上中下游产业链



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所
备注：蓝色部分为公司涉及到行业领域

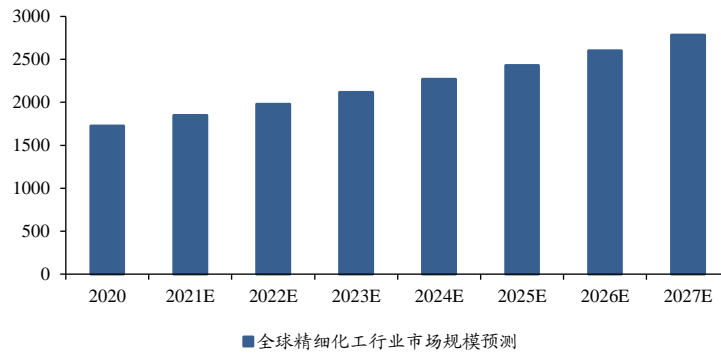
图10：精细化工行业产品分类



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所
备注：蓝色部分为公司涉及到行业领域

精细化工行业在我国处于快速成长阶段，属于重点布局领域，得到政策大力扶持。在发达国家例如美国、欧洲、日本都十分重视精细化工行业发展，国际化工巨头巴斯夫、陶氏杜邦、拜尔等不断加大行业布局，在我国，精细化工行业起步较晚，但正处于快速成长阶段，近年我国化工产业政策核心为“去产能、补短板”，主线为“调结构、促升级”，精细化工属于“补短板”和“结构升级”的重点布局领域，得到国家产业政策大力支持。据 Industry Research 预测，全球精细化工行业市场规模 2020 年为 1725 亿美元，预计 2027 年达到 2785 亿美元，7 年 CAGR 为 7.1%。

图11：全球精细化工行业市场规模预测（亿美元）



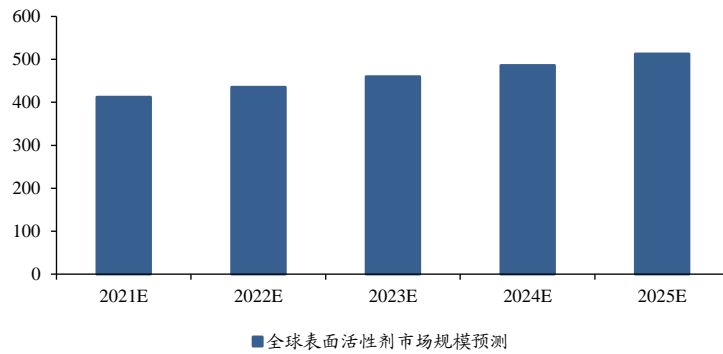
数据来源：Industry Research，东吴证券研究所

2.2. 表面活性剂大品种已实现国产化，小品种大部分仍依赖国外进口

表面活性剂性能独特，技术壁垒较高，在工农业生产生活中应用广泛。表面活性剂行业属于精细化工行业 11 类中的“催化剂和助剂”分支，其作用原理为通过表面活性剂特有的“亲水-亲油”基团在溶液表面定向排列，改变目标溶液的表面张力从而显著改变被作用物的表面性质，使其满足特定用途。表面活性剂具有 1) 适用范围广；2) 性能独特；3) 技术壁垒较高的特点，表面活性剂应用广泛，在工业生产中被通俗称为“工业味精”。

大品种已经实现国产化，小品种除金属萃取剂、碳氟表面活性剂外仍较为依赖国外技术。表面活性剂分为大品种和小品种，大品种表面活性剂市场规模较大，应用成熟，产品价格适中，附加值偏低，例如日化用品、涂料、减水剂等，小品种表面活性剂具有特定功能，用于特殊领域，市场规模较小，应用更为定制化、产品技术含量高、附加值较高，如金属萃取剂等。国外自工业革命时期开始生产表面活性剂，技术产品已经非常成熟，国内目前大品类已经实现国产化，技术与国际基本持平，但小品种方面仍有一定差距，除了金属萃取剂、碳氟表面活性剂等已达到国际水平，其它小品种仍然较为依赖进口产品和技术。据 Research and Markets 预测，2021 年全球表面活性剂市场规模达 412 亿美元，2025 年预计增至 513 亿美元，4 年 CAGR 达 5.6%。

图12：全球表面活性剂市场规模（亿美元）



数据来源：Research and Markets，东吴证券研究所

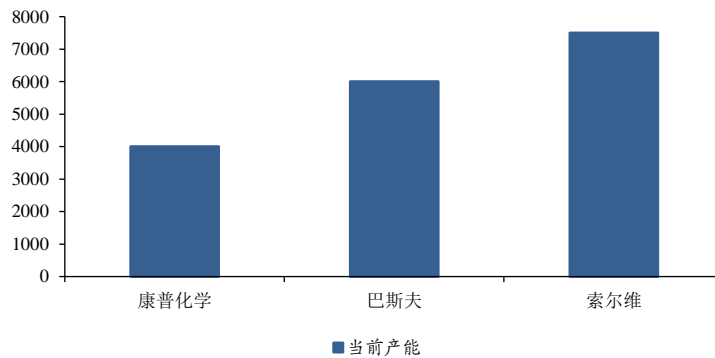
2.3. 特种表面活性剂我国发展空间广阔，全球金属萃取剂格局三足鼎立

特种表面活性剂 70% 在发达国家可用于高精尖工业生产，我国仍主要以民用为主，发展空间广阔。特种表面活性剂领域主要对应小品种、高附加值、特定用途的表面活性剂，主要应用在对技术水平和精细化程度要求更高的特殊工业领域，例如主打绿色环保的“绿色表面活性剂”、多功能型的“特殊功能高效工业表面活性剂”等，与发达国家相比，我国这两种特种表面活性剂品种不足其 30%；从用途来看，发达国家近 70% 表面活性剂可用于工业生产发展，我国不足 50%，我国主要仍以民用为主。

金属萃取剂可高效萃取金属，公司技术已并肩国际。金属萃取剂属于特种表面活性剂的一种，金属萃取剂由于其萃取金属高效可用于多个细分工业生产领域，具备绿色化、高性能、定制化等优点。从全球范围来看，目前能够稳定为下游供货厂商主要有三家：巴斯夫、索尔维和康普化学。目前公司多年积累的金属萃取技术已并肩国际，产品多样，已销往全球多个国家并得到客户认可。

金属萃取剂格局较为稳定，集中度较高，三足鼎立。目前全球铜萃取剂市场规模约为 1.6 万吨，公司铜萃取剂产量约为 4000 吨，市占率约为 25%，竞争对手巴斯夫和索尔维年产能分别为 6000 吨和 7000-8000 吨。

图13：铜萃取剂当前产能（吨）



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3. 公司核心竞争力：技术优势、产品优势、成本优势、服务优势

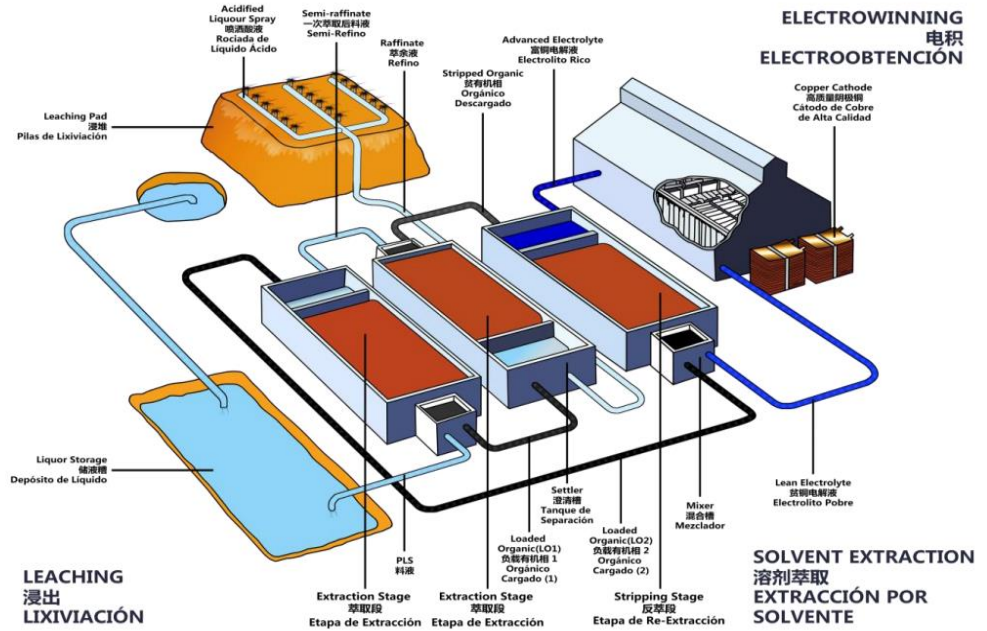
3.1. 金属萃取剂：湿法冶金逐步替代火法冶金，绿色环保，提纯高效

公司产品技术壁垒较高，差异化明显，彰显了公司竞争优势。公司生产的精细化工产品工艺较为复杂，技术壁垒较高且同质化较低。具体对于金属萃取剂来看，主要涉及化学合成、物理复配、仪器分析、剂型加工等过程，对于生产者的研发投入、设备、技术要求较高，同时由于产品需要针对不同客户需求定制不同类型的金属萃取剂，差异化明显，提高了产品的溢价能力，凸显公司特有竞争优势。

金属萃取剂：

湿法冶金符合全球减碳政策趋势，带动金属萃取剂需求增加。金属萃取剂最主要应用场景是湿法冶金，制作工序为“浸出-萃取-电积”，最终提纯金属。湿法冶金工序相比传统的火法冶金更为环保、高效、节能，以铜为例，2020年全球湿法冶铜产铜量为390万吨，占全球总产量16%，未来在全球减碳政策驱动下湿法冶金有望取代火法冶金，从而在需求端扩大金属萃取剂产量。

图14：湿法冶铜工序图



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司利用羟肟类萃取剂湿法冶金相较传统火法冶金技术含量高，提纯高效，节能环保。对比目前三种冶金方式，公司采用的羟肟类萃取剂湿法冶金技术主要有以下两大优势：1) 应用前景广阔，符合环保需求。在全球推广减碳、节能减排大背景下，冶炼行业作为“排碳”大户必然需要技术转型，向绿色环保技术方向改进，而羟肟类萃取剂湿法冶金技术可以达到相较火法冶金无空气污染、相较磷酸类无副产品污染的良好环保效果。2) 提纯高效、适用金属范围更为广泛。提纯方面，火法冶金效率最低，适用于纯度较高、杂质较少的矿石或金属制品，而磷酸类萃取剂由于其对矿石中钙、镁、锰等杂质或伴生物的提纯能力差，适合于对上述杂质含量较少或对金属纯度要求不高的冶炼/回收场景，而羟肟类萃取剂适用于各种品位和金属纯度要求的冶炼场景，适用范围更为广泛，且提纯高效。

表2: 金属萃取剂三种技术路线对比

项目	火法冶金	湿法冶金	
		磷酸类萃取剂	羟肟类萃取剂
技术路线	在火法冶炼装置中完成，通过对目标金属矿石或金属制品进行高温灼烧，去除杂质，实现金属提纯，进而完成金属冶炼/回收	包括“浸出-溶剂萃取-电积”三个环节，向含有目标金属的溶液中加入酸性萃取剂，通过多次萃取和反萃，实现金属提纯，进而完成金属冶炼/回收	与磷酸类萃取剂的技术路线总体类似，萃取剂的具体类型为羟肟类萃取剂
核心技术	通过高温灼烧，控制温度，使得金属与脉石或其他杂质分离	磷酸类萃取剂具有羟基结构，羟基上的氢与目标金属阳离子发生交换作用，生成易溶于有机溶液的萃合物，实现金属提纯和分离	羟肟类萃取剂中的肟基结构，可以与金属离子配位结合，形成稳定的络合物或螯合物，实现金属提纯和分离
环保能耗	高温灼烧耗能、造成碳的排放，同时对矿石中硫、氮等杂质的灼烧还会造成空气污染	与火法相比，能耗较低，亦不会造成大规模污染，但是磷酸副产品会造成磷污染	能耗低、无污染

适用范围	适用于纯度较高、杂质较少的矿石或金属制品，以及对冶炼或回收场所的环保要求较低、对提纯后金属的纯度要求较低、处理规模较大、处理成本较低的冶炼/回收场景	由于其对矿石中钙、镁、锰等杂质或伴生物的提纯能力差，适合于对上述杂质含量较少或对金属纯度要求不高的冶炼/回收场景	原则上适用于各种品位和金属纯度要求的冶炼场景，特别适用于杂质含量高、矿石品位低或对环保要求高的冶炼/回收场景
市场	技术成熟，应用广泛	技术成熟，有一定应用场景	技术已经逐渐成熟，市场处于快速推广阶段
处置成本	原材料成本较低，处理量大、规模化处理可以降低综合运营成本	萃取剂价格较低，但是萃取工艺相对复杂，流程多，萃取工艺一次性投入较大，具有一定的综合运营成本	萃取剂价格较高，处理的原材料成本较高，但萃取流程有所简化，降低了综合运营成本

数据来源：公司问询函，东吴证券研究所

3.2. 产品优势：公司产品均为必要催化剂，与替代路线相比高效环保，优势显著

综合来看公司产品均为必要催化剂，与替代路线相比优势显著。主要产品铜萃取剂湿法冶金不存在替代路线，其它实现了对原有低效萃取剂的替代作用，新能源电池萃取剂公司方式更为环保，酸雾抑制剂不存在替代路线，矿物浮选剂公司稳定性更高，优势更大。

表3：公司产品均为必要催化剂，替代路线相比优势显著

产品	应用领域	是否为必要催化剂	是否存在替代	与替代对比
铜萃取剂	湿法冶金	是	不存在	/
	城市矿山资源处置	是	存在	公司适用于成分较为复杂、对处置的环保要求较高、对处置后金属的纯度要求较高的城市矿山废弃物；
	污水中重金属处理	是	存在	公司适用于精细回收污水中的金属并能够实现再利用，一般指金属含量较高的特种工业废水；
新能源电池金属萃取剂（羟肟类萃取剂）	湿法冶金	是	存在	公司萃取剂提纯效果好，萃取价格高但工艺大幅简化，综合运行成本低，生产过程较为环保；
	电池金属回收	是	存在	公司方式可以回收特定金属，更为环保；
酸雾抑制剂	湿法冶金	是	不存在	-
矿物浮选剂	矿物浮选	是	存在	公司矿物浮选剂稳定性高，选别能力好，虽然产品价格高，但是用量相对低，随着后续募投项目投产，产生规模效应，其成本将逐渐下降，优势更加明显；

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

3.2.1. 铜萃取剂：公司产品比肩国际，市占率全球第三，中国第一

铜萃取剂是使用量最大，运用最广泛的金属萃取剂。公司 2021 年金属萃取剂营收占比为 96%，其中铜萃取剂占比 88%，是公司核心产品。金属萃取剂是湿法冶金的核心化学反应助剂，可广泛应用于铜、钴、镍、锂等各类金属的萃取提纯，全球产量最大五种金属中只有铜主要生产路线是用湿法冶金萃取得到，因此铜萃取剂是使用量最大、运用最广泛的金属萃取剂，其余钴、镍、锂等金属则是新能源电池主要金属成分。

表4: 全球产量最大五种金属主要生产路线

金属种类	全球年产量(万吨)	主要生产路线
铁	135,360	高炉法、直接还原法
铝	6734	电解法
铜	2451	火法冶金、湿法冶金(萃取)
锰	2000	火法冶金、电解法
铬	1462	金属热还原法、电解法、其它高温冶金法

数据来源: 公司问询函, 东吴证券研究所

需求端来看: 2022-2025 全国铜需求量稳健增长, 新能源汽车及风力发电用铜量增速迅猛。铜产业是国民经济基础产业, 是工业化重要支撑产业, 同时近年来新能源汽车及风力发电等新兴产业有望成为铜产业新的重要增长极。根据《中国矿业》统计数据, “十四五”期间, 全球铜需求量将保持稳健增长, 预计 2022-2025 年全球铜需求量将由 2407 万吨增长至 2517 万吨, CAGR 为 1.5%, 其中新能源汽车用铜量由 45 万吨增长至 130 万吨, CAGR 为 42.9%, 风力发电用铜量由 41 万吨增长至 61 万吨, CAGR 为 14.1%。

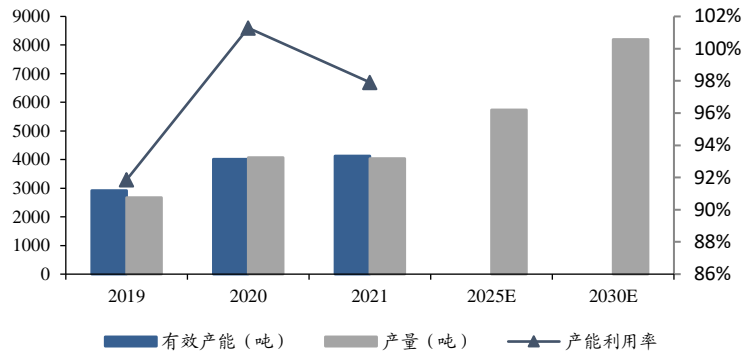
表5: 全球铜需求量(万吨)

项目	2022E	2023E	2024E	2025E
全球风力发电用铜量(万吨)	41.15	48.55	53.6	61.2
增速	13.36%	17.98%	10.40%	14.18%
全球新能源汽车用铜量(万吨)	44.6	64.2	91.1	130.2
增速	41.14%	43.95%	41.90%	42.92%
“十四五”期间全球铜需求量(万吨)	2,407	2,443	2,479	2,517
增速	1.52%	1.50%	1.47%	1.53%

数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

供给端来看: 全球三家龙头公司三分天下, 未来公司募投产能释放有望进一步稳固公司市场地位。1) 全球来看: 当前全球铜萃取剂供给三分天下, 公司市占率约为 25%, 巴斯夫/索尔维产能略高于公司, 占据了其余 75%左右市场份额, 虽然巴斯夫/索尔维综合实力雄厚、进入行业较早, 但公司更为专注, 以铜萃取剂为主要产品展开研发, 未来伴随募投产能投放有望进一步稳固公司市场地位。2) 国内来看: 根据公司招股书测算, 国内铜萃取剂市场规模平均为 400 吨, 公司国内市占率约为 55%。3) 募投产能释放: 公司 2019-2021 铜萃取剂生产已饱和, 产能利用率分别为 92%、101%和 98%, 募投项目达产后, 预计新增产能 15,000 吨, 其中, 金属萃取剂年产能将由 5,000 吨增至 8,500 吨, 预计 2025 年和 2030 年铜萃取剂预计产量分别为 5740 吨和 8200 吨, 2021-2025 年 CAGR 为 9.2%, 2021-2030 年 CAGR 为 8.2%。

图15: 铜萃取剂预计产量(吨)及产能利用率(%)



数据来源：公司招股书，公司问询函，东吴证券研究所

铜萃取剂未来空间预测：中性预测下 2025 及 2030 年铜萃取剂市场空间将达到 2.1 万吨及 3.2 万吨，公司市占率预计为 26.8%及 25.8%。根据湿法冶铜占比悲观、中性、乐观三种情形假设来看，全球铜萃取剂市场规模，将由目前 1.6 万吨，2025 年增加至 1.96-2.33 万吨，平均为 2.14 万吨 (CAGR 为 10.2%)；2030 年增加至 2.68-3.69 万吨，平均为 3.18 万吨 (CAGR 为 9.0%)；2035 年增加至 3.44-5.38 万吨，平均为 4.41 万吨 (CAGR 为 8.1%)。按照公司预计 2025 年和 2030 年铜萃取剂预计产量分别为 5740 吨和 8200 吨，2025 年及 2030 年中性预测下公司市占率将为 26.8%及 25.8%。

表6：铜萃取剂未来空间预测

年份	铜需求量 (万吨)	湿法冶铜占比	湿法冶铜产量 (万吨)	萃取剂消耗量 (kg/t Cu)	铜萃取剂市场空间 (吨)	相较 2022 年 CAGR
悲观假设						
2025 年	3,060	16.0%	490	4	19,584	7.0%
2030 年	3,990	16.0%	638	4.2	26,813	6.7%
2035 年	4,890	16.0%	782	4.4	34,426	6.1%
中性假设						
2025 年	3,060	17.5%	536	4	21,420	10.2%
2030 年	3,990	19.0%	758	4.2	31,840	9.0%
2035 年	4,890	20.5%	1,002	4.4	44,108	8.1%
乐观假设						
2025 年	3,060	19.0%	581	4	23,256	13.3%
2030 年	3,990	22.0%	878	4.2	36,868	11.0%
2035 年	4,890	25.0%	1,223	4.4	53,790	9.8%

数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

铜萃取剂产品比较：产品已达到国际领先水平。公司目前铜萃取剂产品共有 38 种不同型号，对应满足不同矿石特点及不同冶金工艺条件，对比公司铜萃取剂和巴斯夫、索尔维同类产品，各项主要性能参数均一致，而巴斯夫和索尔维均是行业领先化工企业，说明公司铜萃取剂产品已达到国际领先水平。

表7: 铜萃取剂产品比较

参数	指标含义	康普化学 巴斯夫 比较情况			康普化学 索尔维 比较情况		
		Mextral 984H-C	LIX 984N-C	情况	Mextral 5910	M5910	情况
最大铜负载 (g/l Cu)	单位铜含量, 指标越高, 单位萃取剂萃取铜的量越高, 萃取效率越高	≥ 5.10	≥ 5.10	一致	≥ 5.5	5.5-5.9	一致
比重 (25℃)	有机溶液密度与水溶液密度的比, 指标越高, 与水溶液密度越相近, 越难以和水溶液分离	0.94-0.96	0.935-0.955	相对密度较为接近	0.96-0.98	0.96-0.98	相对密度较为接近
萃取等温点 (g/l Cu)	萃取完成后, 每升有机溶液的铜含量, 指标越高, 单位溶液中含铜量越高, 铜的产出越高	≥ 4.40	≥ 4.40	一致	≥ 4.2	≥ 4.2	一致
萃取动力学, 30 秒 (%)	萃取过程中, 30s 萃取的铜含量与总萃取铜含量的比值, 指标越高, 萃取速度越快, 萃取效率越高	≥ 95	≥ 95	一致	≥ 90	≥ 90	一致
萃取相分离 (秒)	萃取过程中, 水溶液与有机溶液分离所需时间, 指标越低, 水溶液与有机溶液分离越快, 萃取效率越高	≤ 70	≤ 70	一致	≤ 60	≤ 60	一致
反萃等温点 (g/l Cu)	反萃完成后, 每升有机溶液含残铜量, 指标越低, 代表有更多的铜进入了水溶液中并送往下一步的电积环节, 铜产出量越高	≤ 1.80	≤ 1.80	一致	≤ 2.0	≤ 2.0	一致
反萃动力学, 30 秒 (%)	反萃过程中, 30s 反萃的铜含量与总反萃铜含量的比值, 指标越高, 反萃速度越快, 反萃效率越高	≥ 95	≥ 95	一致	≥ 95	≥ 95	一致
反萃相分离 (秒)	反萃过程中, 水溶液与有机溶液分离所需时间, 指标越低, 水溶液与有机溶液分离越快, 反萃效率越高	≤ 80	≤ 80	一致	≤ 60	≤ 60	一致
萃取 Cu/Fe 选择性	萃取完成后, 有机溶液中铜与铁含量的比值, 指标越高, 杂质铁含量越低, 萃取剂对铜的针对性越强, 萃取剂性能越好	≥ 2000	≥ 2000	一致	≥ 2000	≥ 2000	一致
铜净传递量 (g/l Cu)	反萃完成后, 送往下一步电积环节的水溶液的含铜量, 指标越高, 代表最终送去电积车间的水溶液中含铜量越高, 最终产铜量越高	≥ 2.70	≥ 2.70	一致	/	/	一致

数据来源: 巴斯夫产品数据表, 康普化学产品数据表, 索尔维产品数据表, 东吴证券研究所

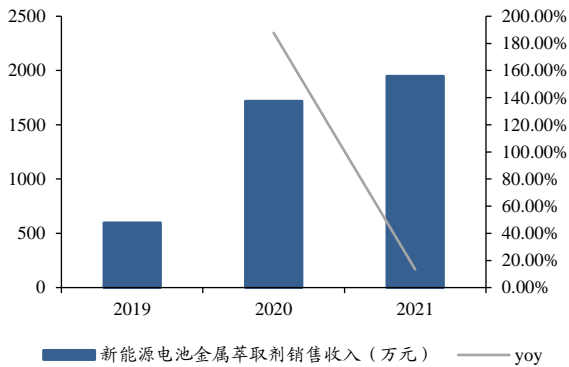
3.2.2. 新能源电池萃取剂: 高频研发, 需求快速增长, 盈利前景广阔

需求端: 受益于汽车电动化趋势日益显著, 核心组件新能源电池需求量快速提升。根据 IEA(国际能源署)预测, 2021-2030 年全球新能源汽车 CAGR 预计将达到 30-36%, 电动车市占率达到 12%, 其中动力电池是新能源汽车的核心组成部件, 占整车成本的 35-40%, 而在新能源电池中最广泛应用金属主要是镍、钴、锰、锂, 预计伴随电动汽车需求不断增长, 新能源电池金属需求也将相应增加。

供给端: 公司新能源电池萃取剂目前已经开发 11 种, 正处于逐步开发、快速增

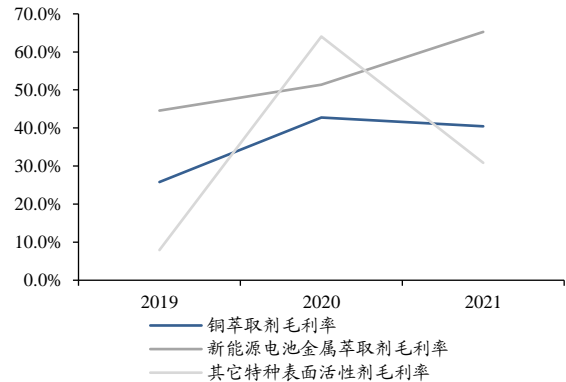
长阶段。2019-2021 年公司新能源车萃取剂销售收入分别为 597/1718/1948 万元，CAGR 为 80.7%，主要来自 3 种型号的钴镍萃取剂销售，毛利率显著高于铜萃取剂。此外公司锂萃取剂已完成中试，制备工艺已取得 6 项实用新型专利，正向美国客户送样，钒萃取剂已完成实验室小试，在钒渣中成功提取了钒并制备出五氧化二钒、偏钒酸铵、硫酸氧钒等，该工艺已取得 2 项发明专利，6 项实用新型专利，目前工艺和技术还在进一步完善中。

图16: 新能源车萃取剂 2019-2021 年销售收入(万元)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

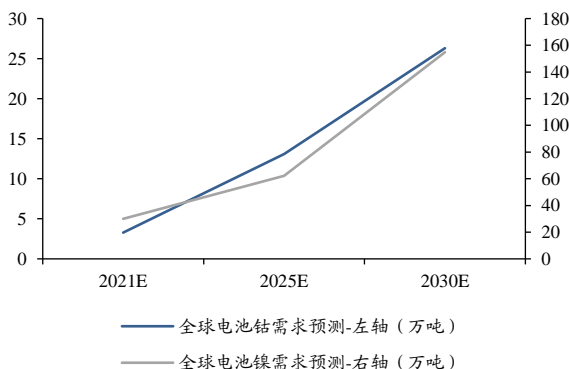
图17: 公司分产品毛利率 (%)



数据来源: 公司招股书, 东吴证券研究所

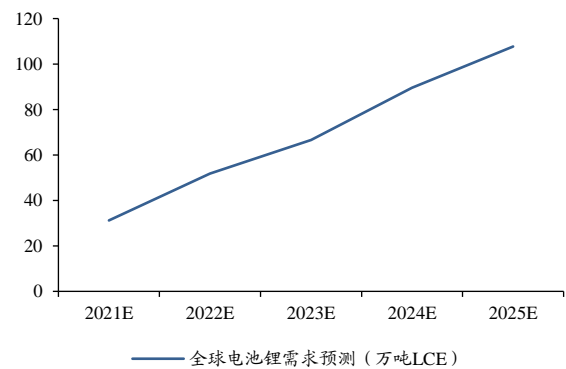
未来新能源车容量预测: 钴/镍 2021-2030 年 CAGR 为 26%/20%，锂 2021-2025 年 CAGR 为 36%。根据嘉能可 (GLENCORE) 预测，预计到 2030 年全球电池用钴需求量可达 26.3 万吨，较 2021 年的 3.3 万吨，CAGR 为 26%；根据加拿大镍业 (CANADA NICKEL) 预测，预计到 2030 年全球电池用镍需求量可达 155 万吨，较 2021 年 30 万吨，CAGR 为 20%；根据美国地质勘探局、智利矿业化工等预测，到 2025 年，全球动力电池用锂需求量可达 107.7 万吨，较 2021 年的 31.2 万吨，CAGR 为 36%。

图18: 全球电池钴/镍需求预测 (万吨)



数据来源: 嘉能可 (GLENCORE), 加拿大镍业 (CANADA NICKEL), 东吴证券研究所

图19: 全球电池锂需求预测 (万吨 LCE)



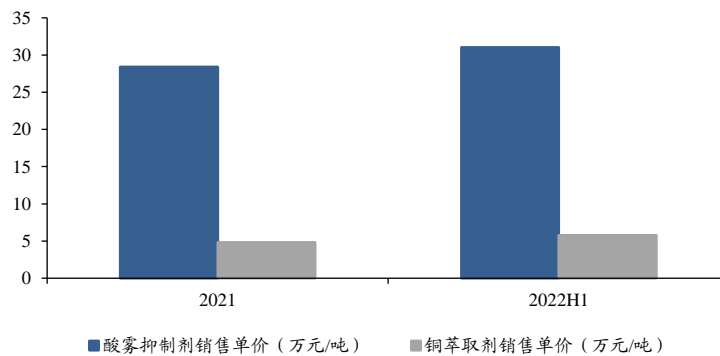
数据来源: 综合美国地质勘探局、智利矿业化工等数据, 东吴证券研究所

备注: LCE 是碳酸锂当量的缩写, 指锂矿中能够实际生产的碳酸锂折含量。

3.2.3. 其它特种表明活性剂：酸雾抑制剂唯一供应商，矿物浮选剂规模优势逐步显现

酸雾抑制剂：公司作为市场唯一供应商产品解决矿企环保痛点，新增募投产能谨慎叠加产品附加值高提升企业盈利空间。酸雾抑制剂主要作用于湿法冶金“电积”环节，由于电积会产生腐蚀性酸雾，因此酸雾抑制剂可保护员工健康、防止生产设备被腐蚀、保护环境，解决矿企痛点问题，如果在电极液中添加 3-20ppm 公司酸雾抑制剂，电积车间酸雾浓度将从 1.6mg/m³降低到 0.2mg/m³，基本消除酸雾危害。公司客户反馈，目前市场上酸雾抑制剂暂无竞品，公司为唯一供应商，2021 年及 2022H1 公司酸雾抑制剂产品销量分别为 24 吨及 61 吨，销售单价为 28/31 万元/吨，高于铜萃取剂销售单价 488%/437%，销售收入为 684 及 1892 万元，增长迅速，未来伴随募投项目 300 吨酸雾抑制剂投产，公司有望成功消化产能且提高盈利能力。

图20：酸雾抑制剂销售单价明显高于铜萃取剂销售单价（万元/吨）



数据来源：公司招股书，公司问询函，东吴证券研究所

矿物浮选剂：产品应用范围广泛，规模化生产后竞争优势明显。矿企需要在冶炼前对矿石进行矿物与矿渣分离，会用到矿物浮选剂，因此应用范围更广，耗用量较大，2020 年我国浮选剂销量为 30.5 万吨，预计 2027 年达 41.5 万吨，CAGR 为 4.5%，增长稳健，公司 2019 年销量为 211 吨，预计募投项目投产后产能达到 7200 吨，市占率约 2.4%，市场空间较大，伴随规模化生产公司竞争力不断提升。

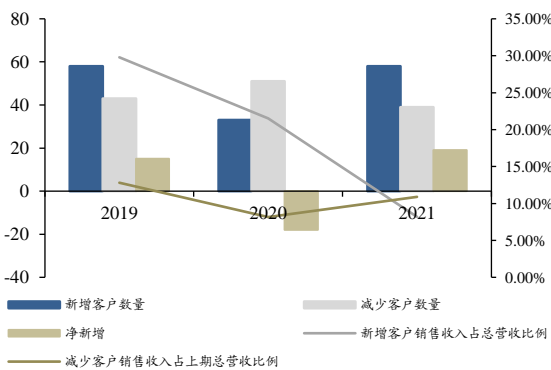
3.3. 成本优势：拥有全球最全化学原料供应链，运输、研发、人力成本优势凸显

成本优势：公司具有供应链管理优势及人力成本优势，产品综合运营成本较低。公司竞争对手巴斯夫和索尔维工厂位于爱尔兰和美国，而公司工厂位于重庆，我国拥有全球最齐备的基础化学原料供应链，从上游原材料到供应链物流网络再到价格较为低廉的劳动力，公司运输费用、研发费用及人力成本均得到了良好控制。同时巴斯夫 2022 年 9 月在广州湛江投入 100 亿欧元建设的全球最大一体化化工产业基地以及和公司采购铜萃取剂产品也从侧面印证了我国及公司成本优势显著。

3.4. 服务优势：“一站式”服务稳定客源，“定制化”吸引客户力度不断提升

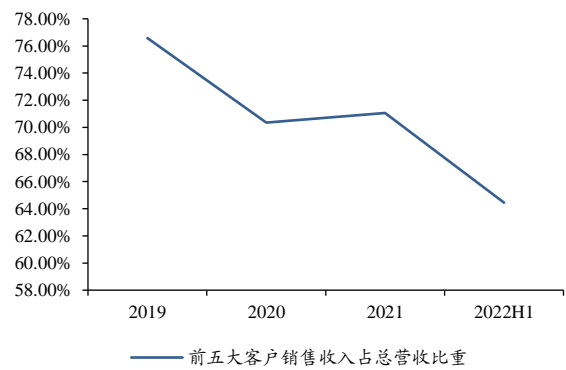
服务优势：公司通过“一站式”服务，赢得客户认可，公司客户稳定，合作多年持续贡献营收。公司在产品的售前、售中和售后等各个环节，持续向客户提供完善的专业化服务，公司 2019-2021 年前十大客户共计 15 家，其中 10 家客户在 2 个/3 个报告期进入前十大客户，13 家客户在 2 个/3 个报告期存在销售，客户稳定性良好，2019-2021 年公司客户数量为 98/82/101 家，净新增 15/-18/19 家，公司目前终端客户涵盖了世界前五大铜矿企业 BHP(必和必拓)、CODELCO(智利国家铜业)、Glencore(嘉能可)、Freeport-McMoRan(自由港)、SCCO(南方铜业)，2019 年以来公司不断加大拓展新客户力度，2019-2022H1 公司前五大客户销售收入占总营收比重为 76.58%、70.36%、71.06%和 64.45%，依赖程度不断下降。

图21: 2019-2021 公司客户数量(家)



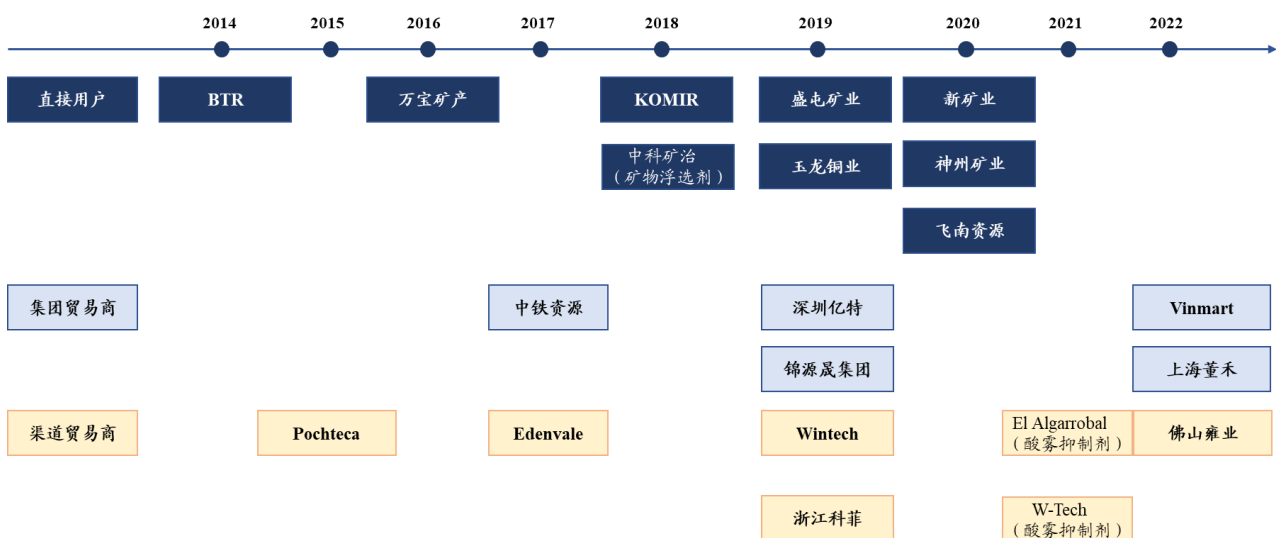
数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图22: 公司前五大客户销售收入占总营收比重(%)



数据来源：公司招股书，东吴证券研究所

图23: 公司主要客户合作历史



数据来源：公司问询函，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

核心假设: 1) 2022-2024 年公司金属萃取剂业务收入增速分别为 31.6%/15.0%/10.2%;
2) 2022-2024 年公司其它特种表面活性剂业务收入增速分别为 425%/140%/120%;

盈利预测: 2022-2024 年公司营业总收入分别为 3.3/4.3/5.8 亿元, yoy+45.4%/30.9%/35.8%; 公司归母净利润分别为 0.9/1.3/1.7 亿元, yoy+79.0%/37.7%/37.6%。

表8: 盈利预测拆分 (单位: 万元)

	2021	2022E	2023E	2024E
总收入(万元)	22522	32752	42867	58211
yoy	4.3%	45.4%	30.9%	35.8%
毛利率	34.9%	40.3%	41.7%	42.1%
金属萃取剂(万元)	21703	28563	32849	36202
yoy	1.3%	31.6%	15.0%	10.2%
毛利率	42.7%	47.3%	49.5%	51.3%
其它特种表面活性剂(万元)	793	4164	9993	21984
yoy	426.1%	425.0%	140.0%	120.0%
毛利率	30.8%	35.8%	37.8%	38.8%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

估值及投资建议: 我们预计公司 2022-2024 年 EPS 分别为 1.02、1.40、1.93, PE 分别为 17/13/9 倍。可比公司上, 我们选取了中触媒和皇马科技进行比较, 2023 年平均 PE 为 19 倍, 公司 PE 为 13 倍。基于公司在金属萃取剂行业的细分龙头地位显著且湿法冶金替代传统火法发展前景良好, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表9: 可比公司估值表 (截至 2022 年 12 月 26 日)

代码	可比公司	市值 (亿元)	2022 归母 净利(百万 元)	2023 归母 净利(百万 元)	2024 归母 净利(百万 元)	2022PE	2023PE	2024PE
688267.SH	中触媒	61	181	291	402	36	23	16
603181.SH	皇马科技	76	497	581	728	16	14	11
	平均水平					26	19	14
834033.BJ	康普化学	16	91	126	173	17	13	9

数据来源: Wind, 东吴证券研究所预测

备注: 中触媒、皇马科技 PE 来自 wind 一致预期

5. 风险提示

环境保护风险: 伴随行业环保标准不断提高, 化工企业面临失控排放等风险。

市场竞争格局加剧：公司竞争对手强劲，均为国际化工巨头，由于公司核心产品为小品类，未来也可能有更多竞争者参与竞争导致市占率下降风险。

原材料价格波动：公司主要原材料受国际原油价格影响较大，若原油价格提升，公司成本将会增加，毛利率和收入会有风险。

宏观经济波动导致销售不及预期：需求端主要产品铜及新产品新能源电池等可能受宏观经济影响导致销售量价不及预期，存在风险。

康普化学三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	257	570	752	962	营业总收入	225	328	429	582
货币资金及交易性金融资产	122	404	544	645	营业成本(含金融类)	147	195	250	337
经营性应收款项	56	66	87	130	税金及附加	1	3	4	5
存货	77	97	117	182	销售费用	3	4	5	6
合同资产	0	0	0	0	管理费用	7	10	13	17
其他流动资产	3	2	5	4	研发费用	8	10	13	17
非流动资产	58	57	55	53	财务费用	2	3	3	5
长期股权投资	0	0	0	0	加:其他收益	1	1	1	1
固定资产及使用权资产	43	36	29	21	投资净收益	2	2	2	2
在建工程	1	1	1	1	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产	7	7	7	6	减值损失	-2	-1	-1	-1
商誉	0	0	0	0	资产处置收益	0	0	0	0
长期待摊费用	7	13	18	24	营业利润	59	104	143	196
其他非流动资产	0	0	0	0	营业外净收支	0	0	0	0
资产总计	315	626	808	1,015	利润总额	59	104	143	196
流动负债	96	100	156	190	减:所得税	8	12	17	24
短期借款及一年内到期的非流动负债	7	10	12	15	净利润	51	91	126	173
经营性应付款项	72	71	115	137	减:少数股东损益	0	0	0	0
合同负债	6	5	9	12	归属母公司净利润	51	91	126	173
其他流动负债	11	15	20	26	每股收益-最新股本摊薄(元)	0.57	1.02	1.40	1.93
非流动负债	0	0	0	0	EBIT	61	106	146	202
长期借款	0	0	0	0	EBITDA	69	115	155	211
应付债券	0	0	0	0	毛利率(%)	34.93	40.32	41.74	42.14
租赁负债	0	0	0	0	归母净利率(%)	22.62	27.84	29.29	29.67
其他非流动负债	0	0	0	0	收入增长率(%)	4.33	45.43	30.88	35.79
负债合计	96	100	156	190	归母净利润增长率(%)	-13.39	78.96	37.72	37.55
归属母公司股东权益	219	526	652	824					
少数股东权益	0	0	0	0					
所有者权益合计	219	526	652	824					
负债和股东权益	315	626	808	1,015					

现金流量表 (百万元)					重要财务与估值指标				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	30	70	144	105	每股净资产(元)	3.83	5.88	7.29	9.22
投资活动现金流	-6	-6	-6	-6	最新发行在外股份(百万股)	89	89	89	89
筹资活动现金流	4	218	2	2	ROIC(%)	26.95	24.52	21.40	23.63
现金净增加额	28	282	140	101	ROE-摊薄(%)	23.27	17.33	19.27	20.95
折旧和摊销	7	9	9	10	资产负债率(%)	30.59	16.03	19.32	18.76
资本开支	-8	-2	-2	-2	P/E(现价&最新股本摊薄)	30.88	17.25	12.53	9.11
营运资本变动	-29	-30	9	-78	P/B(现价)	4.60	2.99	2.41	1.91

数据来源:Wind,东吴证券研究所,全文如无特殊注明,相关数据的货币单位均为人民币,预测均为东吴证券研究所预测。

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，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、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：(0512) 62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

