

产品价格景气回升，三季度业绩超预期

投资要点

- **事件：**公司发布 2023 年三季度业绩预告，预计前三季度累计实现归母净利润 31.93-34.93 亿元，同比增长 4.83%-14.67%。其中 Q3 单季度预计实现归母净利润 13.50-16.50 亿元，同比增长 444.33%-565.29%；预计实现扣非归母净利润 12.03-15.03 亿元，同比增长 1123.02%-1427.89%。
- **产品价格景气回升，三季度业绩超预期。**2023 年前三季度，公司预计实现归母净利润 31.9-34.9 亿元，同比+4.8%-14.7%，第三季度预计实现归母净利润 13.5-16.5 亿元，同比+444.3%-565.3%，预计扣非净利润 12.0-15.0 亿元，同比+1123.0%-1427.9%，Q3 业绩同比大幅改善，主要原因是公司产品价格回升所致：根据卓创资讯，2023 年三季度，C2 产品乙烯/环氧乙烷/聚醚/乙二醇/苯乙烯/PS，均价 6554.7 元/吨、6310.6 元/吨、10000 元/吨、4053.6 元/吨、8638.7 元/吨、9035.2 元/吨，同比+18%、+12%、+6%、+4%、+27%、+19%；C3 产品丙烯/丙烯酸/PP/SAP，均价 6807.3 元/吨、6269.8 元/吨、7514.7 元/吨、9373.1 元/吨，同比+12%、+8%、+11%、+2%。
- **C2 产品：**10 月 13 日美湾乙烷价格 29 美分/加仑，较季初+5%，但仍处于相对较低位置。根据卓创资讯，截至 2023 年 10 月 16 日，乙烯/环氧乙烷/乙二醇/苯乙烯/PS 最新周均价 7100 元/吨、6735 元/吨、4020 元/吨、8708.3 元/吨、9325 元/吨，同比 0.0%、-0.1%、+0.6%、+1.5%、+1.18%，C2 产业链装置利润整体处于历史较低位置。
- **C3 产品：**根据卓创资讯，截至 2023 年 10 月 16 日，丙烯/丙烯酸/PP/SAP 最新周均价 7140 元/吨、6166.7 元/吨、7586.7 元/吨、9450 元/吨，同比+1.1%、-2.1%、-0.26%、0.0%。10 月 16 日丙烷价格 5474.2 元/吨，较月初-1.53%，丙烷价格回落，行业开工逐步恢复，景气略有下移。
- **加码高分子材料业务，续力成长曲线。**2023 年，公司成功实现连云港石化有限公司年产 40 万吨聚苯乙烯装置和年产 10 万吨乙醇胺装置一次开车成功并保持良好运行；公司自主研发的年产 1000 吨 α -烯烃工业试验装置一次开车成功，向下游延伸高端聚烯烃（mPE）、聚乙烯弹性体（POE）、润滑油基础油（PAO）、超高分子量聚乙烯（UHMWPE）等新材料，同时将副产氢气进行资源化利用，达到项目降碳的目标，进一步夯实公司功能化学品、高端新材料和新能源材料的发展基础；POE 装置加快推进，均为后续加快推进各年产 10 万吨级工业化装置建设奠定基础；电极粘合剂 PAA 项目取得阶段性成果；拟收购嘉宏新材 100% 股权，嘉宏新材主营环氧丙烷和双氧水两个产品，交易完成后将进一步完善公司 C3 产业链产品结构。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 44.8 亿元（+46.3%）、66.6 亿元（+48.8%）、117.7 亿元（+76.6%），EPS 分别为 1.33 元、1.98 元、3.49 元，对应动态 PE 分别为 12 倍、8 倍、5 倍。可比公司 2024 年平均估值为 10 倍，考虑 2023 年后公司新材料产能投放有望打开新的成长空间，给予公司 2024 年 12 倍估值，对应目标价 23.76 元，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**经济大幅下滑风险，项目投产不及预期风险，原材料价格波动风险，产品价格大幅下降风险，地缘政治风险。

指标/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	370.44	464.14	516.36	568.00
增长率	29.72%	25.29%	11.25%	10.00%
归属母公司净利润（亿元）	30.62	44.79	66.64	117.71
增长率	-49.02%	46.28%	48.78%	76.64%
每股收益 EPS（元）	0.91	1.33	1.98	3.49
净资产收益率 ROE	14.55%	17.96%	21.60%	28.34%
PE	18	12	8	5
PB	2.59	2.19	1.77	1.32

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：黄寅斌
执业证号：S1250523030001
电话：13316443450
邮箱：hyb@swsc.com.cn
联系人：屈紫荆
电话：13552905741
邮箱：qzjyf@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

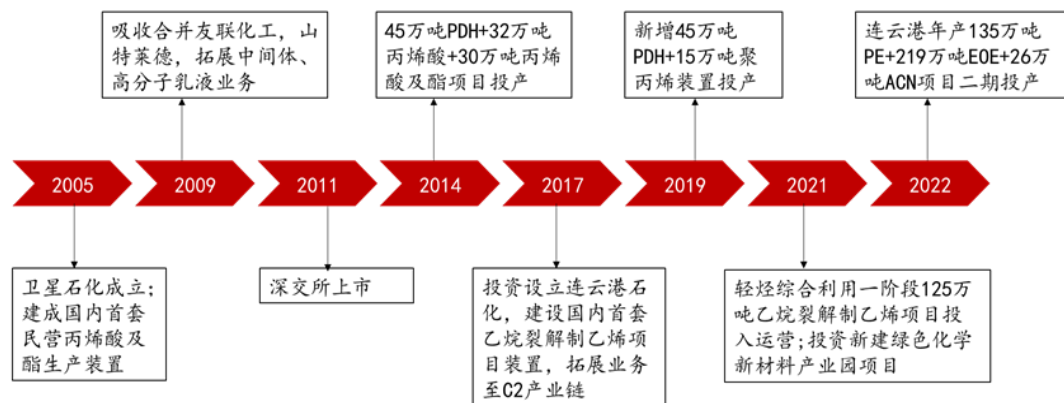
总股本(亿股)	33.69
流通 A 股(亿股)	33.65
52 周内股价区间(元)	12.4-18.73
总市值(亿元)	546.75
总资产(亿元)	611.42
每股净资产(元)	6.85

相关研究

1 公司简介：立足轻烃产业链一体化，加速布局新能源、新材料

卫星化学于 2005 年成立，主要业务为（聚）丙烯、丙烯酸及酯、乙二醇、环氧乙烷和聚乙烯等产品的生产和销售。公司 2011 年 12 月 28 日于深交所上市，成为国内首家具备丙烯酸全产业链的 A 股上市企业。2012 年公司涉足 PDH 领域，建设国内首套引进美国 UOP 技术的丙烷脱氢装置，2014 年建设首套自主知识产权的 SAP 装置，实现 C3 产业链上下游整合，2017 年公司制定“双五”计划，开始布局以低碳原料为核心的 C2 产业链，开始建设国内首套百万吨级乙烷裂解制乙烯项目。公司现有嘉兴、平湖、连云港三大生产基地，主营业务分为高分子新材料、功能化学品、新能源材料 3 大板块，目前拥有国内首套进口乙烷综合利用装置、首套丙烷脱氢装置，国内最大的丙烯酸生产装置，HDPE、EO、EG、SAP、聚酯大单体、双氧水等多个产品产能位居国内前列，产品主要应用在航空航天、新能源汽车、电子芯片、农林养护、健康护理等领域。截至 2023 年 H1，公司总资产共计 611.42 亿元。

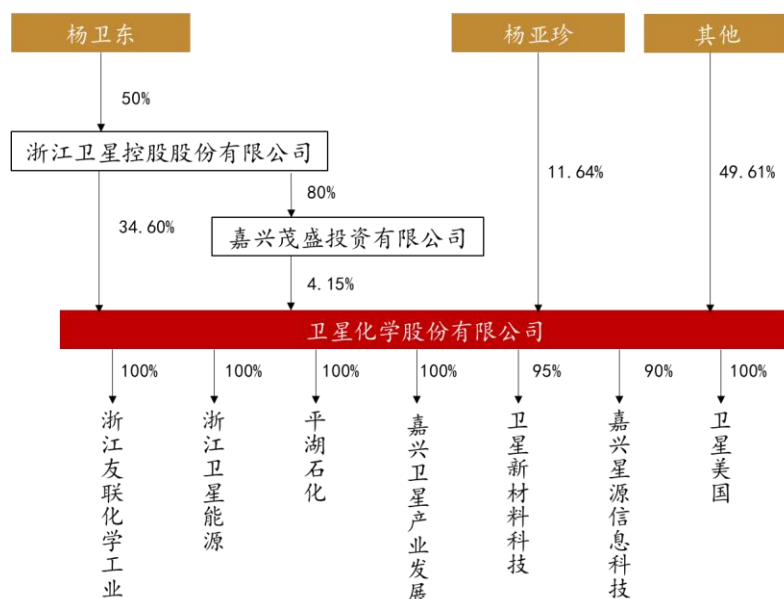
图 1：公司发展历程



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司股权结构集中，第一大股东为浙江卫星控股股份有限公司，持股 34.60%。实际控制人为杨卫东、杨亚珍夫妇，二人合计控股 50.4%，产业链内主要子公司直接或间接控股比例均在 90% 以上。

图 2：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理。注：持股数据截止至 2023 年 H1

公司“C2+C3”双产业链协同驱动，C3 全产业链一体化优势突出。

C3 方面，公司是国内 C3 产业链龙头企业，现已建成“PDH-聚丙烯”、“PDH-丙烯酸-丙烯酸酯-高分子乳液”两大产业链。截至 2023 年 H1，拥有丙烷脱氢（PDH）产能 90 万吨/年、丙烯酸 66 万吨/年、丙烯酸酯 75 万吨/年、聚丙烯 45 万吨/年、双氧水 22 万吨/年。嘉兴基地 26 万吨高分子乳液项目仍在建设期，旨在拓宽丙烯酸酯下游向高端纺织乳液、涂料乳液、粘合剂、电池粘合剂与涂覆剂等化学新材料发展，有望促进公司产业链进一步拓展延伸、提升抗风险能力。平湖基地新材料新能源一体化项目计划于 2023 年底中交，将高效利用 PDH 的丙烯资源生产多碳醇，形成丙烯-丙烯酸-丙烯酸酯的产业链闭环，凸显一体化优势。

C2 方面，公司借美国页岩气革命后的低成本乙烷机遇，在 2017 年制定打造化学新材料科技型企业的发展战略，采用进口乙烷拓展 C2 产业链。截至 2023 年 H1，公司拥有乙醇胺产能 10 万吨/年、聚苯乙烯 40 万吨/年、另有自主研发 1000 吨/年 α -烯烃工业试验装置一次开车成功，POE 装置加快推进。公司利用乙烯制环氧乙烷副产的二氧化碳废气，规划 2027 年前建设完成三期共 75 万吨/年电池级碳酸酯装置，电池级碳酸酯是生产锂电池的核心材料，最终可用于新能源汽车、智能移动设备等领域，进一步实现强链补链延链。

公司坚定新能源、新材料布局，丰富产品矩阵。2023 年 6 月，公司 α -烯烃综合利用高端新材料产业园项目顺利签约，采用自主研发的高碳 α -烯烃技术，向下游延伸高端聚烯烃（mPE）、聚乙烯弹性体（POE）、润滑油基础油（PAO）、超高分子量聚乙烯（UHMWPE）等新材料，同时将副产氢气进行资源化利用，达到项目降碳的目标。同月，公司与韩国爱思开致新中国有限公司年产 4 万吨乙烯丙烯酸共聚物（EAA）装置顺利开工，并计划继续合作建设、运营年产 5 万吨二期项目。2023 上半年公司年产 40 万吨聚苯乙烯装置和年产 10 万吨乙醇胺装置一次开车成功并保持良好运行，促进乙烯综合利用高附加值产品的延伸，实现上游产品向下游高端产品延伸的发展。

表 1：公司主要项目及产能

基地名称	产品名称	已有产能	在建产能	在建项目预计投产时间
嘉兴基地 —C3 产业链	丙烯	90 万吨/年	90 万吨/年	待定
	聚丙烯	45 万吨/年	——	——
	丙烯酸	66 万吨/年	18 万吨/年	2023
	精丙烯酸	——	20 万吨/年	2024
	丙烯酸酯	75 万吨/年	30 万吨/年	2023
	双氧水	22 万吨/年	25 万吨/年	2023
	SAP	15 万吨/年	——	
	高分子乳液	21 万吨/年	26 万吨/年	2023
	颜料中间体	2.1 万吨/年	——	
	丁辛醇	——	80 万吨/年	2024
	新戊二醇	——	8 万吨/年	2024
连云港基地 —C2 产业链	乙烯	125 万吨/年	125 万吨/年	2022.8
	HDPE(高密度聚乙烯)	40 万吨/年	40 万吨/年	
	苯乙烯	——	60 万吨/年	
	聚醚大单体	25 万吨/年	25 万吨/年	
	EOE	146 万吨/年	73 万吨/年	
连云港基地 —新材料项目	乙醇胺	10 万吨/年	——	一期 2023 年，二/三期 2027 年前建设完成
	聚苯乙烯	40 万吨/年	40 万吨/年(三期)	
	α-烯烃/POE	1000 吨/年	10 万吨/年(二期)	
	电池级碳酸酯	——	2*15 万吨/年(一期)、15 万吨/年(二期)、 30 万吨/年(三期)	
连云港基 地—EAA 项目	EAA	——	4 万吨/年（一期）	一期 2024 年 (2023H1 已开工)
	(乙烯丙烯酸共聚物)		5 万吨/年（二期）	

数据来源：环评报告，公司公告，西南证券整理

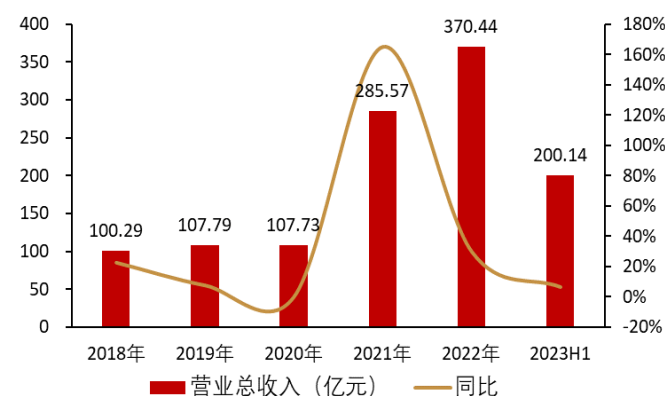
2 财务分析：业绩持续向好，新项目落地续力成长曲线

产能提升推动业绩不断向好。2018-2023 年 H1 公司实现营收 100.3 亿元、107.8 亿元、107.7 亿元、285.6 亿元、370.4 亿元、200.1 亿元，同比分别+22.5%、+7.5%、-0.1%、165.1%、29.7%、6.4%；实现归母净利润 9.4 亿元、12.7 亿元、16.6 亿元、60.1 亿元、30.6 亿元、18.4 亿元，同比-0.2%、35.3%、30.5%、261.6%、-49.0%、-34.1%。2021 年公司营收和归母净利润双双大增，主要系：公司 C2 业务产能扩张，销量提升，加之原材料价格稳定，乙烯均价上涨超 70%，价差扩大；C3 业务方面，丙烯酸及酯量价齐升。2022 年公司营收同比上涨 29.7%，净利润同比下降 49.0%，受到地缘冲突影响，天然气和石油价格上涨，导致乙烷、丙烷价格同比上涨 57%、11%，而 C2、C3 产业链下游需求较弱，公司产品价格下降较多，原材料和产品价格双重挤压致公司盈利大幅下滑。

2023 年前三季度，公司预计实现归母净利润 31.9-34.9 亿元，同比+4.8%-14.7%，第三季度预计实现归母净利润 13.5-16.5 亿元，同比+444.3%-565.3%，预计扣非净利润 12.0-15.0 亿元，同比+1123.0%-1427.9%，Q3 业绩同比大幅改善，主要原因是公司产品价格回升所致：

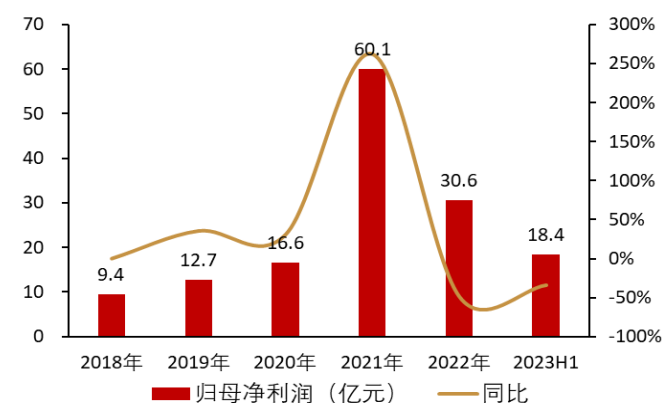
根据卓创资讯，2023 年三季度，C2 产品乙烯/环氧乙烷/聚醚/乙二醇/苯乙烯/PS，均价 6554.7 元/吨、6310.6 元/吨、10000 元/吨、4053.6 元/吨、8638.7 元/吨、9035.2 元/吨，同比+18%、+12%、+6%、+4%、+27%、+19%；C3 产品丙烯/丙烯酸/PP/SAP，均价 6807.3 元/吨、6269.8 元/吨、7514.7 元/吨、9373.1 元/吨，同比+12%、+8%、+11%、+2%。

图 3：公司历年营业收入



数据来源：wind，西南证券整理

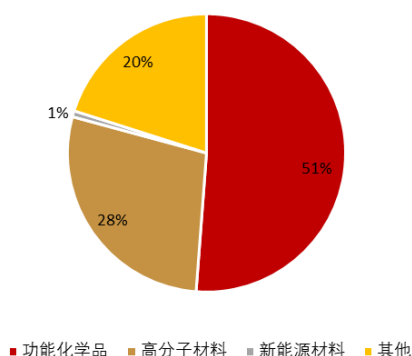
图 4：公司历年归母净利润



数据来源：wind，西南证券整理

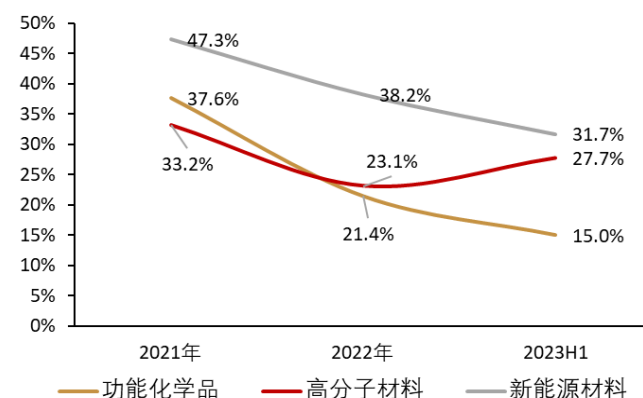
新产能向下游高端产品延伸，改善毛利率。随着公司全产业链布局的逐步深入，毛利率自 2015 年的 8.5%起逐步提升并趋于稳定，近年来稳定上升至 25%以上。从公司业务占比来看，功能化学品和高分子材料占贡献主要营收，2023 年上半年公司功能化学品实现营收 102.5 亿元，占比 51%，毛利率 15.0%，高分子材料实现营收 56.1 亿元，占比 28%，毛利率 27.7%；新能源材料实现营收 1.4 亿元，占比 1%，毛利率 31.7%。2023 年上半年公司毛利率、净利率改善原因是，一方面原材料乙烷、丙烷价格回落，另一方面，公司成功实现年产 40 万吨聚苯乙烯装置和年产 10 万吨乙醇胺装置一次开车成功，运行良好，公司业务进一步向下游高端产品延伸。

图 5：2023 年上半年各业务营收占比

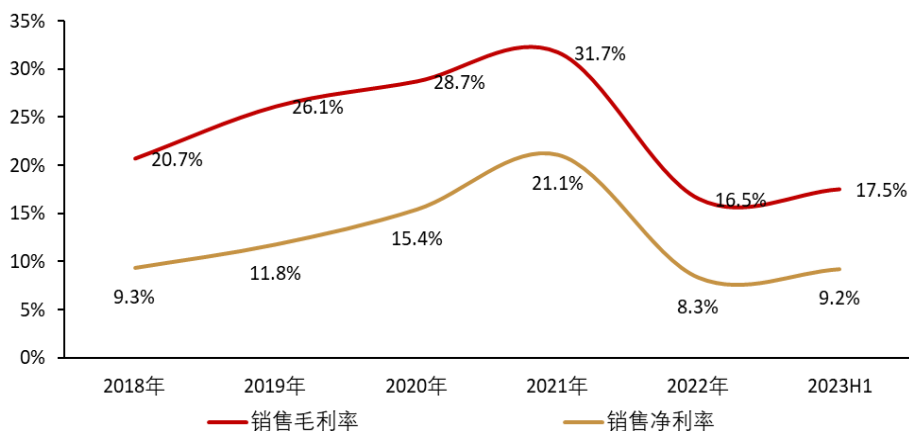


数据来源：wind，西南证券整理

图 6：公司各业务毛利率情况

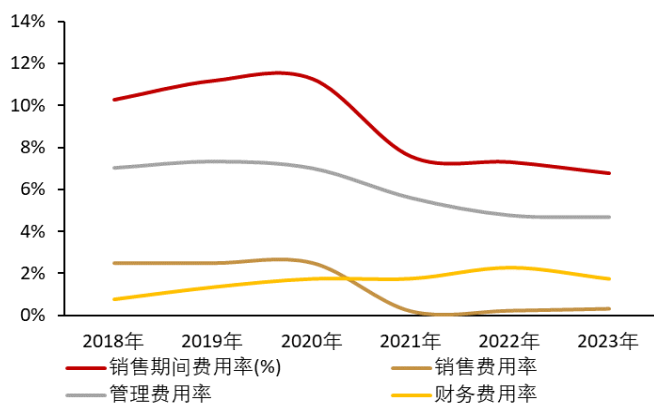


数据来源：wind，西南证券整理

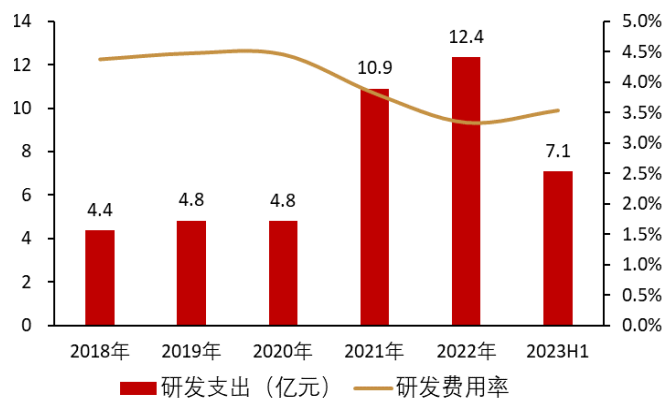
图 7：公司历年毛利率、净利率


数据来源：wind，西南证券整理

公司控费能力突出，持续加大投入搞研发，突破“卡脖子”新材料技术。公司 2021 年销售费用率大幅降低主要系运输费用成本化所致，管理费用稳步下降，财务费用率维持较低水平。产能扩张带来的规模效应、以及公司持续精细化的管理，使得整体期间费用率稳步下降。公司持续加大研发支出，向新材料转型，2021、2022 年研发支出均超过 10 亿；2023 年上半年，研发投入 7.08 亿元，同比增长 9.74%，申请专利 50 件，获授权专利 51 件。公司不断充实的技术研发队伍，构建卫星科技创新体系，公司采用自主研发的高碳 α -烯烃技术，向下游延伸高端聚烯烃（mPE）、聚乙烯弹性体（POE）、润滑油基础油（PAO）、超高分子量聚乙烯（UHMWPE）等新材料，同时将副产氢气进行资源化利用，达到项目降碳的目标，进一步夯实公司功能化学品、高端新材料和新能源材料的发展基础。

图 8：公司各项费用率


数据来源：wind，西南证券整理

图 9：公司研发支出


数据来源：wind，西南证券整理

3 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1: C3 产业链：2023 年公司 C3 产品价格回升，带动业绩大幅改善，未来预计内需逐步复苏，假设公司功能性化学品中主要产品丙烯酸及酯 2023-2025 年均价 10000 元/吨、11000 元/吨、11000 元/吨，销量 105 万吨/年、105 万吨/年、105 万吨/年，毛利率 13%、15%、15%。

假设 2: C2 产业链：假设 C2 主要产品聚乙烯、乙二醇/环氧乙烷开工率分别 100%、90%，假设聚乙烯 2023-2025 年均价 8500 元/吨、8800 元/吨、8800 元/吨，销量均为 80 万吨，毛利率维持 25%；乙二醇/环氧乙烷 2023-2025 年均价 4700 元/吨、4800 元/吨、4800 元/吨，销量均为 200 万吨/年，毛利率维持 15%。

假设 3: 新能源材料业务：2023 年，公司成功实现年产 40 万吨聚苯乙烯装置和年产 10 万吨乙醇胺装置一次开车成功并保持良好运行；自主研发的年产 1000 吨 α -烯烃工业试验装置一次开车成功，向下游延伸高端聚烯烃（mPE）、聚乙烯弹性体（POE）、润滑油基础油（PAO）、超高分子量聚乙烯（UHMWPE）等新材料；POE 装置加快推进；电极粘合剂 PAA 项目取得阶段性成果。预计新能源材料业务 2023 年开始释放业绩，假设 2023-2025 年主要产品碳酸酯均价 10000 元/吨、11000 元/吨、11000 元/吨，销量均为 30 万吨/年，毛利率 25%、30%、30%。

基于以上假设，我们预测公司 2023-2025 年分业务收入成本如下表：

表 2：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2022A	2023E	2024E	2025E
功能性化学品	收入	195.78	239.00	278.00	305.80
	增速	1%	22%	16%	10%
	毛利率	21%	14%	16%	16%
高分子新材料	收入	73.59	115.00	121.40	133.54
	增速	171%	56%	6%	10%
	毛利率	23%	24%	26%	23%
新能源材料	收入	2.33	49.64	55.11	60.62
	增速	0%	2030%	11%	10%
	毛利率	38%	24%	29%	28%
其他业务	收入	98.74	60.50	61.85	68.04
	增速	59%	-39%	2%	10%
	毛利率	1%	5%	5%	5%
合计	收入	370.44	464.14	516.36	568.00
	增速	29.72%	25.29%	11.25%	10.00%
	毛利率	17%	17%	19%	27%

数据来源：Wind，西南证券

预计公司 2023-2025 年营业收入分别为 464.14 亿元（+25.3%）、516.36 亿元（+11.3%）和 568.0 亿元（+10.0%），归母净利润分别为 44.8 亿元（+46.3%）、66.6 亿元（+48.8%）、117.7 亿元（+76.6%），EPS 分别为 1.33 元、1.98 元、3.49 元，对应动态 PE 分别为 12 倍、8 倍、5 倍。

综合考虑业务范围，选取了万华化学、宝丰能源、东方盛虹作为估值参考。从 PE 角度看，可比公司 2024 年平均估值为 10 倍，考虑 2023 年后公司新材料产能投放有望打开新的成长空间，给予公司 2024 年 12 倍估值，对应目标价 23.76 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 3：可比公司估值

证券代码	可比公司	总市值 (亿元)	股价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
				22A	23E	24E	25E	22A	23E	24E	25E
600309.SH	万华化学	2749	87.56	5.17	5.90	7.49	8.79	17.92	14.83	11.69	9.96
600989.SH	宝丰能源	1046	14.26	0.86	0.87	1.28	2.01	14.04	16.30	11.11	7.09
000301.SZ	东方盛虹	714	10.80	0.08	0.86	1.25	1.58	157.27	12.57	8.66	6.82
平均值								63.08	14.57	10.49	7.96
002648.SZ	卫星化学	547	16.23	0.91	1.33	1.98	3.49	18.00	12.00	8.00	5.00

数据来源：Wind，西南证券整理。注：股价为 2023 年 10 月 17 日收盘价

4 风险提示

经济大幅下滑风险，项目投产不及预期风险，原材料价格波动风险，产品价格大幅下降风险，地缘政治风险。

附表：财务预测与估值

利润表（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E	现金流量表（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	370.44	464.14	516.36	568.00	净利润	30.77	44.85	66.77	117.98
营业成本	309.25	383.65	418.21	414.64	折旧与摊销	17.54	15.12	16.86	18.56
营业税金及附加	1.19	1.51	1.67	1.84	财务费用	8.49	7.92	7.68	8.97
销售费用	0.88	1.06	1.50	1.35	资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
管理费用	5.34	4.64	5.00	4.90	经营营运资本变动	15.88	-114.45	-48.32	34.59
财务费用	8.49	7.92	7.68	8.97	其他	-13.33	-1.32	0.34	-2.27
研发费用	12.40	15.60	7.96	8.90	经营活动现金流净额	59.35	-47.88	43.34	177.83
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-33.26	-33.00	-35.00	-38.00
投资收益	3.99	2.95	3.47	3.21	其他	6.07	4.00	4.36	3.96
公允价值变动损益	-2.91	-1.46	-1.75	-1.85	投资活动现金流净额	-27.19	-29.00	-30.64	-34.04
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	短期借款	-3.46	161.81	15.87	-108.98
营业利润	34.48	51.24	76.05	128.76	长期借款	-29.26	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.03	0.00	-0.05	0.13	股权融资	0.33	0.00	0.00	0.00
利润总额	34.45	51.24	76.00	128.90	支付股利	-15.42	-5.37	-8.22	-12.04
所得税	3.68	6.25	9.27	11.24	其他	-32.02	-9.57	-6.25	-8.82
净利润	30.77	44.99	66.73	117.66	筹资活动现金流净额	-79.82	146.88	1.40	-129.85
少数股东损益	0.15	0.06	0.13	0.27	现金流量净额	-44.67	70.00	14.10	13.94
归属母公司股东净利润	30.62	44.79	66.64	117.71					
资产负债表（亿元）	2022A	2023E	2024E	2025E	财务分析指标	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	55.32	125.32	139.42	153.36	成长能力				
应收和预付款项	12.77	15.29	17.03	18.14	销售收入增长率	29.72%	25.29%	11.25%	10.00%
存货	38.77	48.09	50.42	50.98	营业利润增长率	-50.58%	48.62%	48.41%	69.31%
其他流动资产	10.50	162.86	199.79	165.92	净利润增长率	-48.83%	46.23%	48.32%	76.31%
长期股权投资	22.39	22.39	22.39	22.39	EBITDA 增长率	-31.15%	22.77%	35.42%	55.36%
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	237.25	258.29	279.59	302.19	毛利率	16.52%	17.34%	19.01%	27.00%
无形资产和开发支出	13.10	11.76	10.42	9.08	三费率	3.97%	6.30%	4.29%	4.25%
其他非流动资产	173.77	169.34	164.91	160.48	净利率	8.31%	9.69%	12.92%	20.71%
资产总计	563.85	813.33	883.96	882.54	ROE	14.55%	17.96%	21.60%	28.34%
短期借款	10.77	172.58	188.45	79.47	ROA	5.46%	5.53%	7.55%	13.33%
应付和预收款项	59.93	112.02	105.46	107.08	ROIC	16.88%	18.14%	18.13%	28.19%
长期借款	105.49	105.49	105.49	105.49	EBITDA/销售收入	16.33%	16.01%	19.48%	27.52%
其他负债	176.17	172.77	175.58	175.40	营运能力				
负债合计	352.35	562.86	574.97	467.42	总资产周转率	0.71	0.67	0.61	0.64
股本	33.69	33.69	33.69	33.69	固定资产周转率	2.33	2.27	2.24	2.24
资本公积	49.82	49.83	49.83	49.83	应收账款周转率	54.32	55.68	51.96	51.96
留存收益	127.61	167.03	225.45	331.11	存货周转率	8.63	8.83	8.32	7.94
归属母公司股东权益	211.17	250.07	308.46	414.31	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.02%	—	—	—
少数股东权益	0.34	0.40	0.54	0.80	资本结构				
股东权益合计	211.50	250.47	309.00	415.12	资产负债率	62.49%	69.20%	65.04%	52.96%
负债和股东权益合计	563.85	813.33	883.96	882.54	带息债务/总负债	32.99%	49.40%	51.12%	39.57%
					流动比率	1.17	1.13	1.26	1.81
					速动比率	0.78	0.98	1.11	1.58
					股利支付率	50.35%	11.98%	12.33%	10.23%
业绩和估值指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标				
EBITDA	60.51	74.29	100.60	156.29	每股收益	0.91	1.33	1.98	3.49
PE	17.86	12.21	8.20	4.65	每股净资产	6.27	7.42	9.16	12.30
PB	2.59	2.19	1.77	1.32	每股经营现金	1.76	-1.42	1.29	5.28
PS	1.48	1.18	1.06	0.96	每股股利	0.46	0.16	0.24	0.36
EV/EBITDA	7.68	7.50	5.59	2.83					
股息率	2.82%	0.98%	1.50%	2.20%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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

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 21 世纪大厦 10 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：深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 22 楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼 21 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	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	13122900886	tsz@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrty@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfly@swsc.com.cn
	卞黎旸	销售经理	13262983309	13262983309	bly@swsc.com.cn
	龙思宇	销售经理	18062608256	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	田靖雯	销售经理	18817337408	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	阚钰	销售经理	17275202601	17275202601	kyu@swsc.com.cn
北京	魏晓阳	销售经理	15026480118	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	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
	杨薇	高级销售经理	15652285702	15652285702	yangwei@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	15652026677	yhang@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn

	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
	路漫天	销售经理	18610741553	18610741553	lmtf@swsc.com.cn
	马冰竹	销售经理	13126590325	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈紫琳	销售经理	13266723634	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn