2021 年 08 月 18 日
证券研究报告•2021 年中报点评
桐昆股份（601233）化工

买入（首次）
当前价：27.05 元
目标价：35.09 元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

行业回暖叠加高额投资收益，H1 业绩创史高

投资要点

- **事件：**公司发布 2021 年半年度报告，上半年实现营业收入 301.9 亿元，同比增长 41.4%；实现归母净利润 41.3 亿元，同比大幅增长 309.6%。Q2 单季度实现营收 190.6 亿元，同比+39.8%，环比+71.3%；实现归母净利润 24.1 亿元，同比+313.9%，环比+40.5%。

- **涤纶长丝行业景气度反转，利润宽幅增长。**涤纶长丝行业格局优化叠加产业链利润向聚酯环节转移，2021 年上半年涤纶长丝价格、价差大幅走高。公司 POY、FDY、DTY 上半年不含税销售均价达到 6354.2、6864.3、8341.8 元/吨，同比分别增长 25.9%、20.6%、22.0%。产品高价带动公司长丝产品上半年营收大幅增长 44.4%至 235.9 亿元。价差方面，由于上游 PTA 大幅度扩产，国内面临供给过剩的局面，同时多套国产 PX 设备投产，PX 高进口依赖度的情况有所缓解，产业链利润向聚酯环节转移。2021 年上半年 POY 平均价差高达 1635.4 元/吨，同比增长 19.5%。主要产品价差高企带动公司整体盈利能力上行，上半年公司整体毛利率达到 15.6%，同比增长 9.9 个百分点。

- **浙石化二期产能释放，贡献大量投资收益。**公司拥有浙石化 20%股权。浙石化一期于 2019 年 12 月投产，经过产能爬坡后 2020 年开始贡献利润，浙石化 2020 年共产生净利润 112.3 亿元，20%股权对应 22.5 亿投资收益。2020 年 11 月浙石化二期第一批常减压装置投入运行，同时叠加浙石化的主要产品成品油及化工品价格上行，浙石化 1H21 共实现营收 560.4 亿元，净利润 113.3 亿元。浙石化二期尚有大量化工品产能未投产，其中包括 EVA 等高端产品，待下半年完全投产后，将为公司贡献至少 45 亿元投资收益。

- **储备项目充足，成长属性持续加强。**公司目前有嘉通能源一期及恒超化纤二期项目在建，预计将于 2023 年底前全部投产完毕，届时将新增 500 万吨 PTA、360 万吨涤纶长丝产能。同时公司还同步规划了嘉通能源二期、沐阳项目、古雷港项目，共 250 万吨 PTA、180 万吨切片、560 万吨聚酯纤维、1.2 万台织机产能，该批项目投产后公司产业链将向下游纺织延伸。

- **盈利预测与投资建议。**预计 2021-2023 年 EPS 分别为 3.19 元、3.75 元、4.24 元，归母净利润将保持 50.5%的复合增长率。首次覆盖给予“买入”评级。

- **风险提示：**原材料价格或大幅波动、产能投产或不及预期、宏观经济波动。

指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	45832.69	58107.98	66320.22	76961.88
增长率	-9.39%	26.78%	14.13%	16.05%
归属母公司净利润（百万元）	2846.53	7305.51	8572.77	9689.92
增长率	-1.31%	156.65%	17.35%	13.03%
每股收益 EPS（元）	1.24	3.19	3.75	4.24
净资产收益率 ROE	11.09%	22.66%	21.79%	20.47%
PE	22	8	7	6
PB	2.40	1.91	1.56	1.30

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：沈猛
执业证号：S1250519080004
电话：021-58351679
邮箱：smg@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)	22.88
流通 A 股(亿股)	22.88
52 周内股价区间(元)	13.83-29.0
总市值(亿元)	618.78
总资产(亿元)	571.10
每股净资产(元)	13.54

相关研究

目 录

1 公司介绍：深耕细作四十年，涤纶长丝龙头再起航 1

1.1 从困境到全球龙头，原辅材料产业链全覆盖 1

1.2 控股股东非公开增发认购，彰显管理层信心 3

1.3 投资浙石化一举两得 3

1.4 涤纶长丝行业高景气，H1 业绩亮眼 4

2 盈利预测与估值 7

2.1 盈利预测 7

2.2 相对估值 8

3 风险提示 8

图 目 录

图 1：公司发展历史 1
图 2：公司产业链布局 2
图 3：公司股权结构 3
图 4：公司 2016-2021H1 营业收入增长情况 4
图 5：公司 2016-2021H1 归母净利润增长情况 4
图 6：公司 2016-202H1 年分产品营业收入（单位：亿元） 5
图 7：公司 2021H1 年主营业务收入构成情况 5
图 8：涤纶长丝价差 6
图 9：公司 2016-2021H1 盈利能力情况 6
图 10：公司 2016-2021H1 期间费用情况 6
图 11：公司 2016-2021H1 研发支出情况 6

表 目 录

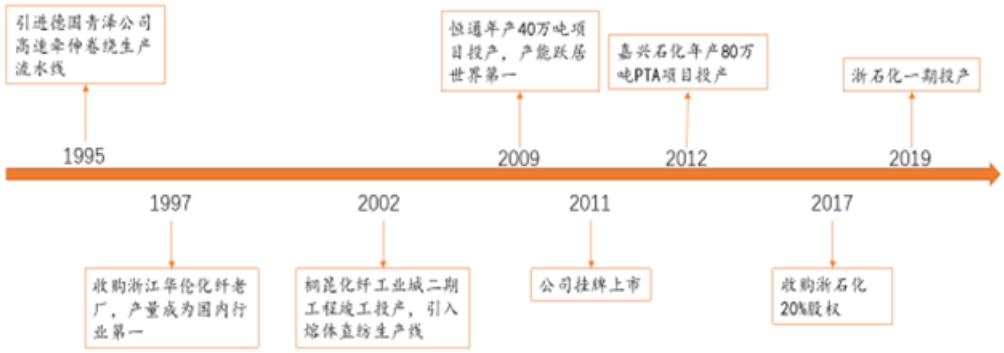
表 1：公司产品产能 2
表 2：浙石化产品产能 4
表 3：分业务收入及毛利率 7
表 4：可比公司估值 8
附表：财务预测与估值 9

1 公司介绍：深耕细作四十年，涤纶长丝龙头再起航

1.1 从困境到全球龙头，原辅材料产业链全覆盖

桐昆集团股份有限公司是一家以 PTA、聚酯和涤纶纤维制造为主业的企业，地处有着化纤之乡之称的桐乡市。公司前身是成立于 1981 年的桐乡县化学纤维厂，1991 年桐乡化纤厂陷入困境，以陈士良为首的领导层及时调整发展方向，开启腾飞征程。1995 年公司引进全套德国青泽公司生产的 DW-548 高速牵伸卷绕生产流水线,纺织工艺由常规纺转变为高速纺；1997 年通过低成本收购、自建等手段迅速扩张，公司涤纶长丝产量超过仪征化纤，跃居国内第一；2002 年桐昆化纤工业城二期工程竣工投产，公司第一条熔体直纺生产线建成，生产工艺进一步改善；2008 年公司启动洲泉工业园区恒通年产 40 万吨项目，项目于 2009 年投产，公司涤纶长丝产能达到 150 万吨，超越印度信实公司，成为全球第一；公司 2011 年挂牌上市，募投的嘉兴石化年产 80 万吨 PTA 项目 2012 年投产，公司正式进入原材料 PTA 生产环节，抗原材料价格波动风险大大增强；2017 年公司收购浙石化 20%股权，2019 年浙石化一期投产，公司通过参股的形式布局上游石化业务。

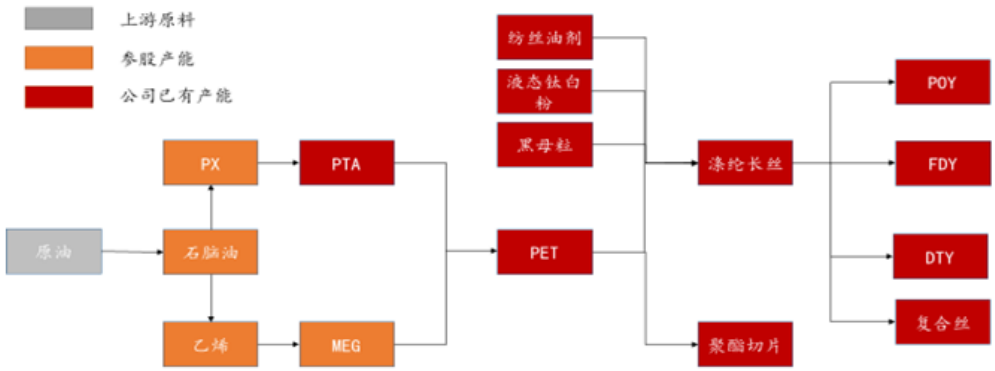
图 1：公司发展历史



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司目前已经形成了 PTA-聚酯-涤纶长丝、聚酯切片的产业链布局，同时通过参股布局原油-石脑油-PX 环节，获取部分权益 PX 产能。除主营的聚酯产业链外，公司积极布局纺丝辅料生产，对油剂、纸管、泡沫板、纸箱、木架子、液态钛白粉、黑母粒、铝垫滤网等纺丝辅料进行全面覆盖，从而控制生产成本。

图 2：公司产业链布局



数据来源：公司官网，西南证券整理

公司以嘉兴石化为主体进行 PTA 生产，目前共有 420 万吨 PTA 产能；公司以恒邦化纤、恒腾化纤、中洲公司等企业为主体进行涤纶长丝生产，2020 年报数据显示公司共有长丝产能 740 万吨，2021 年上半年公司收购江苏海欣化纤 50 万吨长丝产能，目前共拥有 790 万吨涤纶长丝产能。

大手笔扩张，聚酯龙头再次起航。公司抓住涤纶长丝行业集中度逐步提升的机遇大手笔扩张，总投资额 180 亿的江苏嘉通能源有限公司年产 500 万吨 PTA、240 万吨新型功能性纤维及 10000 吨苯甲酸、5600 吨乙醛石化聚酯一体化项目已于 2020 年 1 月开工建设，一期 500 万吨 PTA 及 240 万吨涤纶长丝预计将于 2023 年底全面建成投产。此外恒超二期 120 万吨轻量舒感功能性差别化纤维项目已于 2021-08 开工建设，预计 2023 年底投产。**已有规划项目方面**，随着涤纶长丝行业进入景气周期，公司在现有在建嘉通能源项目基础上，追加 121.9 亿元投资建设二期工程，建设 250 万吨 PTA、180 万吨多功能片材、120 万吨短纤产能，该项目已于 2021-08 进行环评报批，预计将于 2023 年 7 月-2024 年 6 月分批投产。此外公司已分别于 2020-12、2021-06 与沭阳政府、古雷港区管委签订投资协议，新建 440 万吨聚酯纤维（长丝、短纤）产能、1000 台加弹机。储备项目充足，在建及规划项目建成后，公司各主要产品产能将实现翻倍式增长。

表 1：公司产品产能

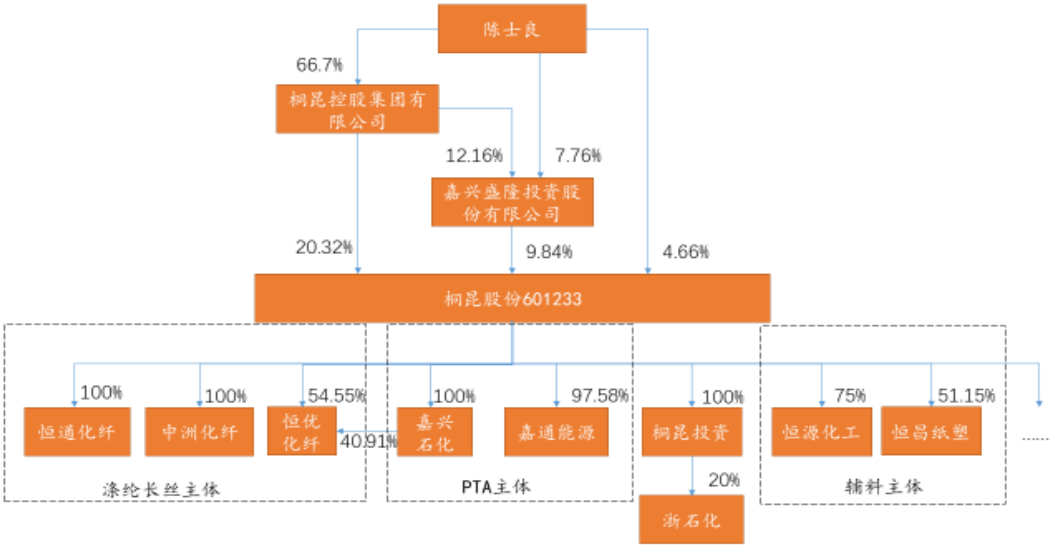
产品种类	产品	产能（万吨）	备注
石化板块	PX	160（权益）	来自浙石化 800 万吨 PX 产能
	MEG	32（权益）	来自浙石化 160 万吨 MEG 产能
	PTA	420	在建产能 500 万吨+规划产能 250 万吨
聚酯	POY	790	在建产能 360 万吨长丝+规划 180 万吨片材、120 万吨短纤、440 万吨聚酯纤维（长丝、短纤）
	FDY		
	DTY		
	复合丝		
	切片		
	短纤		

数据来源：公司年报，各项目环评，西南证券整理

1.2 控股股东非公开增发认购，彰显管理层信心

公司实控人是陈士良，其通过桐昆控股和嘉兴盛隆投资直接和间接持有上市主体共 19.8%的股权。2021 年 7 月公司非公开发行股票申请获证监会核准批复，拟向控股股东桐昆控股的控股子公司磊鑫实业发行不超过 12258.9 万股，募资不超过 19.7 亿元用于洋口港经济开发区热电联产扩建项目和年产 15 万吨表面活性剂、20 万吨纺织专用助剂建设项目。

图 3：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

1.3 投资浙石化一举两得

浙石化是国内最大的炼化项目之一，无论规模或是技术均处于国际领先位置。浙石化两期一共 4000 万吨炼油能力，生产国 VI 汽油、国 VI 柴油、航空煤油等能源动力产品，同时生产 PX、苯、乙烯、MEG、丙烯、EVA 等高附加值的化工产品。传统炼厂的能源动力产品收率在 60%左右，而浙石化一期的成品油收率仅为 35%，二期投产后将有望进一步下降至 30%。并且浙石化炼化项目的尼尔森复杂系数已达到 12，传统炼厂基本都在 10 以下，说明浙石化在产品多元化、深度化方面远超传统炼厂。

公司 2017 年从桐昆控股手中收购浙石化 20%股权，经济效益显著：浙石化一期 2020 年逐渐满产，当年共产生 649 亿元营收，112.3 亿元净利润，20%股权对应 22.5 亿投资收益。2020 年 11 月浙石化二期第一批常减压装置投入运行，成品油产销迅速放量。卓创数据显示国内汽油 Q2 均价达到 7780.7 元/吨，同比上行 49.8%，柴油均价达到 6280.6 元/吨，上行 18.8%。炼油产品价量齐升，浙石化业绩亮眼，1H21 共实现营收 560.4 亿元，净利润 113.3 亿元，桐昆股份对应将获得 22.7 亿元投资收益。浙石化二期在 2021 年下半年尚有大量化工品产能待投产，考虑到化工品较高的景气度情况，预计浙石化全年将为公司贡献更大的投资收益。

从产业链一体化的角度考虑，投资浙石化将补全公司大炼化产业链。大炼化板块龙头企业如荣盛石化、恒力石化、恒逸石化、东方盛虹为了增强成本把控能力，增加产业链议价能

力，提高行业进入壁垒，纷纷向上游布局原油炼化或者向下游聚酯长丝领域进行布局。公司通过收购浙石化 20%股权，可以获得 160 万吨权益 PX 产能，32 万吨乙二醇产能，不仅仅可以以优惠价格采购 PX、MEG，还补全大炼化产业链上的空白，进一步增强公司话语权。

表 2：浙石化产品产能

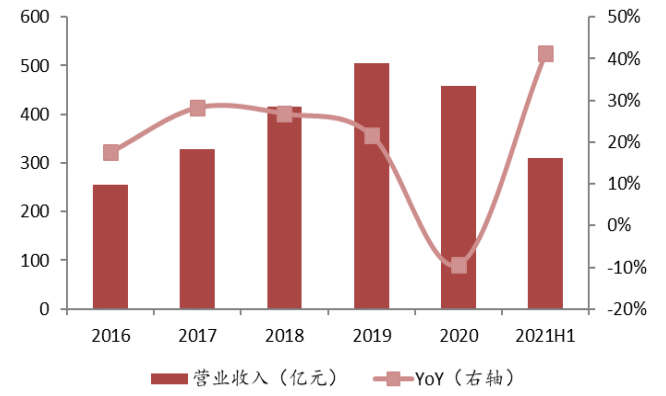
产品种类	产品	产能（万吨）	备注
炼油产品	国 VI 汽油	757.27	其中浙石化二期 378.42 万吨
	航煤	574.87	其中浙石化二期 290.46 万吨
	国 VI 柴油	327.81	其中浙石化二期 155 万吨
化工品	苯	256	其中浙石化二期 129 万吨
	对二甲苯	800	其中浙石化二期 400 万吨
	苯乙烯	180	其中浙石化二期 60 万吨
	乙烯	280	其中浙石化二期 140 万吨；部分作为化工原料自用
	乙二醇	160	其中浙石化二期约 80 万吨
	聚乙烯	115	其中浙石化二期 40 万吨
	EVA	30	其中浙石化二期 30 万吨
	丙烯	240	部分作为化工原料自用
	聚丙烯	180	其中浙石化二期 90 万吨
	丙烯腈	26	浙石化二期工程产品结构优化丙烯腈联合装置新增 26 万吨规划，2021-01 获工程规划许可
	聚碳酸酯	52	其中浙石化二期 26 万吨
	丁二烯	40	其中浙石化二期 20 万吨

数据来源：浙石化项目环评，西南证券整理

1.4 涤纶长丝行业高景气，H1 业绩亮眼

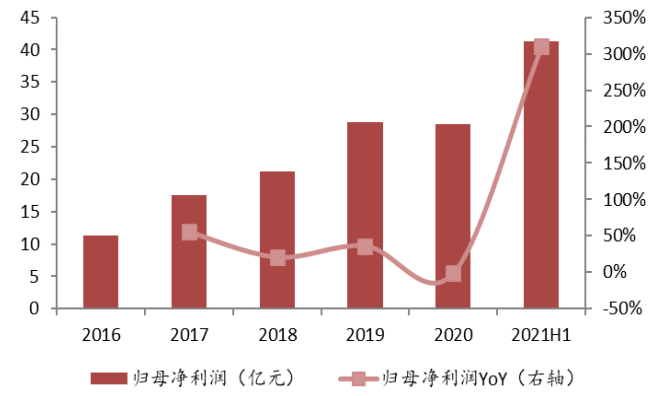
公司上半年业绩远超预期：公司是国内涤纶长丝行业的龙头企业，连续多年在行业中销量排名第一。2016-2020 年间，公司营业收入 CAGR 为 15.7%，归母净利润 CAGR 为 25.9%，利润增长超过收入增长。得益于聚酯长丝行业景气回暖，2021H1 公司业绩增长创下历史最好记录，营业收入实现 41.4%的增长，达 301.9 亿元，实现归母净利润 41.3 亿元，同比增长高达 309.6%。

图 4：公司 2016-2021H1 营业收入增长情况



数据来源：Wind，西南证券整理

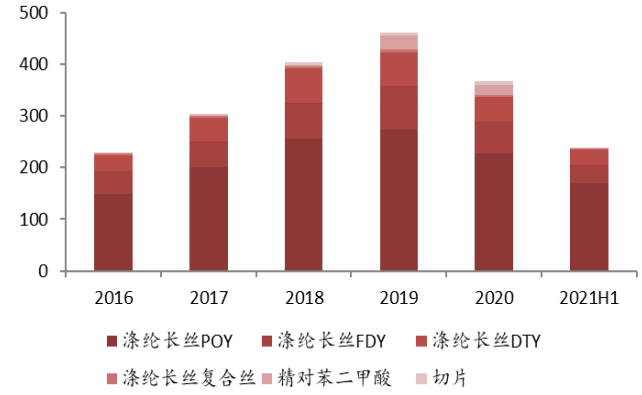
图 5：公司 2016-2021H1 归母净利润增长情况



数据来源：Wind，西南证券整理

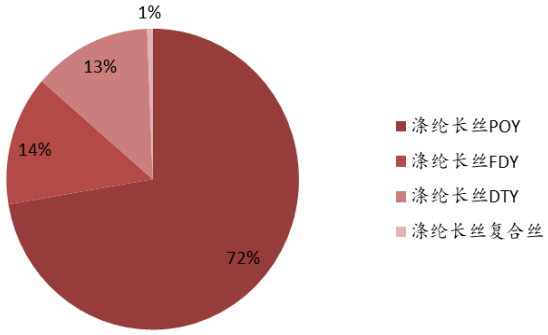
长丝产品系列齐全,涤纶 POY 及聚酯产能持续放大:公司涤纶长丝产品包括涤纶 POY、涤纶 FDY、涤纶 DTY、涤纶复合丝四大系列一千多个品种，可满足不同客户的需求。公司盈利主要也来自于涤纶长丝，其中 POY 产品以超过 60%的营业收入占比成为公司第一大业务。2020 年底，公司 100%控股的恒超公司年产 50 万吨智能化超仿真纤维项目顺利投产，公司聚酯及长丝产能持续放大，为公司业绩增长注入新的活力。今年年内公司嘉通能源洋口港石化聚酯一体化项目有望投产，可为公司继续增加 60 万吨 POY 产能，此外公司上半年收购江苏海欣 50 万吨涤纶长丝产能，将为今年利润增长继续贡献业绩。

图 6：公司 2016-202H1 年分产品营业收入（单位：亿元）



数据来源：Wind，西南证券整理

图 7：公司 2021H1 年主营业务收入构成情况

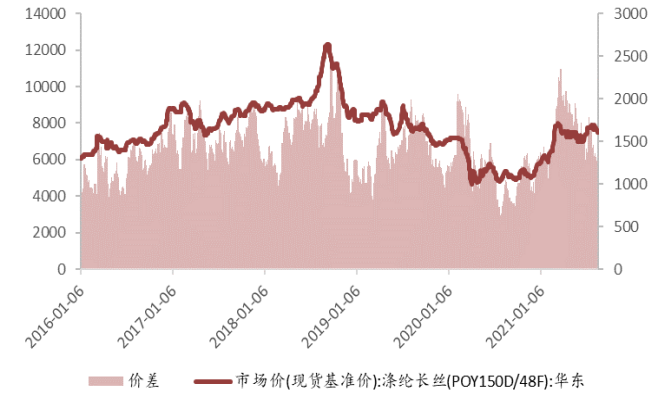


数据来源：公司年报，西南证券整理

公司整体盈利能力持续增强，未来有望保持稳步增长：今年年初以来国内涤纶长丝行业景气逐步回升，行业集中度持续提高，下游纺织终端消费持续回暖，公司差别化、功能性等附加值较高的纤维产品产能放大，带动公司经营业绩增长。下半年以来涤纶长丝价格虽有所下行，价差有所收窄，但 7 月份涤纶长丝 POY 价差仍处于 1486.5 元/吨的高位，远高于 2020 年同期的 765.3 元/吨，随着未来秋冬季纺服订单的逐步下达，涤纶长丝价格有望再次站上高位，为公司贡献稳定利润。

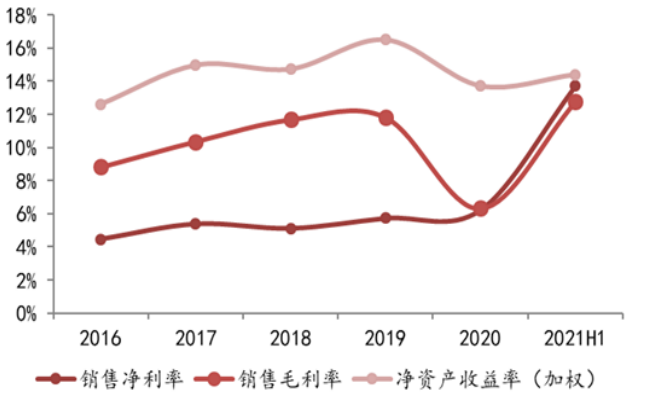
参股公司浙石化 4000 万吨炼化一体化工程一期项目投入运行后，各装置生产进展顺利，开工负荷逐步提升，经济效益显著，公司总体盈利能力大幅增长。得益于以上两方面原因，2021H1 公司销售毛利率、净利率同步增长，分别达 15.4%、15.6%，较 2020 年分别增长 9.2、9.3 个百分点，盈利水平持续增强。浙石化二期项目在 2020 年 11 月已有第一批常减压装置试运行，今年 4 月乙烯装置投料试车成功，6 月乙二醇装置投料试车成功。目前项目整体进展顺利，预计将于下半年全面投产，盈利能力将有所增强，预计将至少为公司贡献 45 亿元的投资收益。

图 8：涤纶长丝价差



数据来源：Wind，西南证券整理

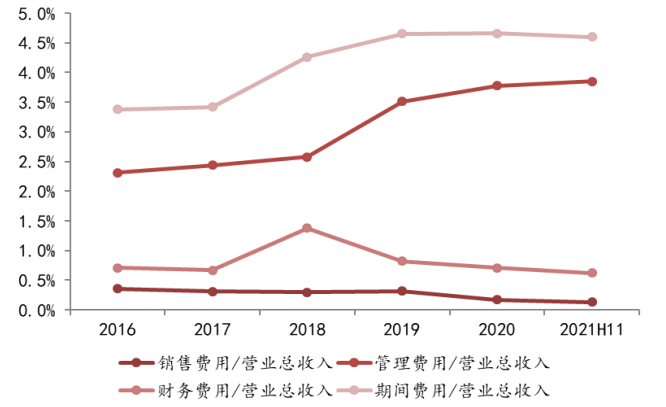
图 9：公司 2016-2021H1 盈利能力情况



数据来源：公司年报，西南证券整理

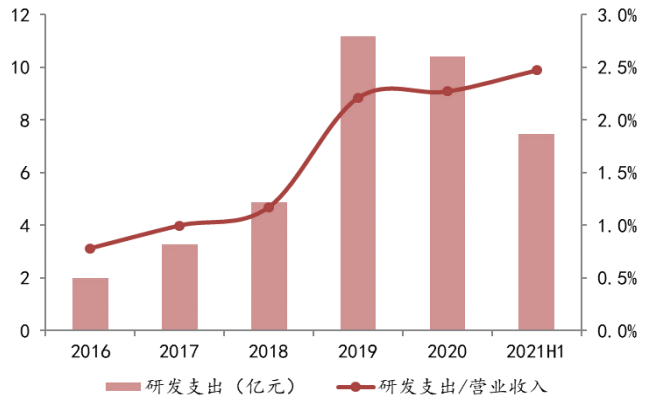
公司持续加大研发投入，研发支出整体呈现增长趋势：2018-2020 年公司期间费用占营业收入的比例分别为 4.3%、4.6%和 4.7%，始终保持在 5%以下，展现出良好的费用管理能力。公司拥有一流的技术研发团队，强化产品开发与技术应用实力，持续加强研发人才的引进和培养。公司对于研发的坚持与投入使其研发费用率从 2016 的 0.7%上升至 2021H1 的 2.5%，研发投入逐年增长。2020 年，公司出资 5000 万元在浙江嘉兴成立创新企业研究院-桐昆研究院并开发出多种高端纤维和绿色环保产品，发明专利授权量年均增长达 15%，为公司进一步提升核心竞争力提供了有利保障。

图 10：公司 2016-2021H1 期间费用情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 11：公司 2016-2021H1 研发支出情况



数据来源：Wind，西南证券整理

2 盈利预测与估值

2.1 盈利预测

关键假设：

假设 1：公司通过收购或自建，2021-2023 分别新增 POY 产能 90 万吨、120 万吨、60 万吨；FDY 产能 60 万吨、30 万吨、60 万吨；2021-2023 年 POY 不含税价格按照 6354、6435、6517 元/吨估计。

假设 2：公司 2021 年无新增 PTA 产能投放，由于聚酯产能大幅扩张，大部分 PTA 自用。2022-2023 预计新增 PTA 产能 250 万吨、250 万吨，在满足自用的同时有小部分余量对外出售。

假设 3：公司切片、其他业务、贸易业务毛利率水平与 2020 年持平。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
POY	收入	22720.5	34559.7	39899.1	47418.0
	增速	-16.9%	52.1%	15.5%	18.8%
	成本	21291.7	29370.1	33478.5	39408.1
	毛利率	6.3%	15.0%	16.1%	16.9%
FDY	收入	6029.68	6902.7	9438.1	12035.4
	增速	-27.8%	14.5%	36.7%	27.5%
	成本	5396.2	6056.1	8267.6	10511.1
	毛利率	10.5%	12.3%	12.4%	12.7%
DTY	收入	4965.5	6256.4	6300.0	6375.0
	增速	-24.3%	26.0%	0.7%	1.2%
	成本	4375.7	5391.1	5380.1	5396.3
	毛利率	11.9%	13.8%	14.6%	15.4%
PTA	收入	1836.2	154.0	342.3	684.6
	增速	-35.4%	-91.6%	122.2%	100.0%
	成本	1695.2	153.0	330.0	640.0
	毛利率	7.7%	0.7%	3.6%	6.5%
复合丝及平牵丝	收入	345.91	300.4	405.9	514.1
	增速	-31.3%	-13.2%	35.1%	26.6%
	成本	297.36	240.0	324.7	411.2
	毛利率	14.0%	20.00%	20.00%	20.00%
切片	收入	718.46	718.5	718.5	718.5
	增速	29.0%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	693.17	693.2	693.2	693.2

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
	毛利率	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
其他业务	收入	654.49	654.5	654.5	654.5
	增速	-22.8%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	643.84	643.8	643.8	643.8
	毛利率	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%
贸易	收入	8561.86	8561.9	8561.9	8561.9
	增速	139.3%	0.0%	0.0%	0.0%
	成本	8544.33	8544.3	8544.3	8544.3
	毛利率	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
合计	收入	45832.7	58107.9	66320.2	76961.8
	增速	-9.4%	26.8%	14.1%	16.0%
	成本	42937.5	51091.6	57662.2	66248.0
	毛利率	6.3%	12.1%	13.1%	13.9%

数据来源：Wind，西南证券

2.2 相对估值

我们选取涤纶长丝行业中的三家主流公司，2020 年三家公司平均 PE 为 24.34 倍，2021 年平均 PE 为 11.27 倍。行业拐点叠加公司经营持续改善，未来三年公司营收复合增长率为 18.9%，归母净利润复合增长率为 50.5%，显著优于行业。我们给予公司 2021 年 11 倍 PE，目标价 35.09 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表 4：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
603225	新凤鸣	19.92	0.43	1.84	2.3	2.66	32.18	10.83	8.66	7.48
000703	恒逸石化	11.85	0.83	1.51	1.68	1.81	15.34	7.82	7.06	6.55
002493	荣盛石化	20.06	1.08	1.32	1.71	1.94	25.5	15.16	11.73	10.37
平均值							24.34	11.27	9.15	8.13

数据来源：Wind，西南证券整理 注：可比公司数据取自 wind 一致估计

3 风险提示

原材料价格或大幅波动。公司在建产能投产或不及预期。疫情扰动或将影响终端需求。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	45832.69	58107.98	66320.22	76961.88
营业成本	42937.46	51091.62	57662.28	66248.08
营业税金及附加	90.50	122.85	140.34	531.04
销售费用	79.29	142.12	155.05	174.90
管理费用	688.32	2150.00	2453.85	2847.59
财务费用	326.92	602.20	416.50	353.18
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	2172.79	4600.00	4600.00	4600.00
公允价值变动损益	50.15	28.38	31.07	33.35
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	2969.48	8627.58	10123.26	11440.44
其他非经营损益	33.48	-3.22	-2.86	-1.22
利润总额	3002.97	8624.36	10120.40	11439.22
所得税	146.62	1293.65	1518.06	1715.88
净利润	2856.35	7330.71	8602.34	9723.34
少数股东损益	9.82	25.20	29.57	33.42
归属母公司股东净利润	2846.53	7305.51	8572.77	9689.92

现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	2856.35	7330.71	8602.34	9723.34
折旧与摊销	2067.99	2325.67	2458.96	2651.28
财务费用	326.92	602.20	416.50	353.18
资产减值损失	0.00	0.00	0.00	0.00
经营营运资本变动	1293.15	283.08	736.62	870.18
其他	-3196.93	-4578.97	-4678.48	-4617.88
经营活动现金流净额	3347.48	5962.69	7535.93	8980.10
资本支出	-2765.66	-5564.66	-5100.00	-4000.00
其他	-1767.28	4628.38	4631.07	4633.35
投资活动现金流净额	-4532.93	-936.28	-468.93	633.35
短期借款	-610.15	-4593.13	-3043.96	0.00
长期借款	2717.25	0.00	0.00	0.00
股权融资	4768.67	0.00	0.00	0.00
支付股利	-434.28	-569.31	-1461.10	-1714.55
其他	-3737.22	-779.03	-416.50	-353.18
筹资活动现金流净额	2704.28	-5941.47	-4921.57	-2067.74
现金流量净额	1518.07	-915.06	2145.43	7545.72

资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	6725.86	5810.80	7956.23	15501.95
应收和预付款项	517.21	784.99	835.88	975.67
存货	2864.95	3359.62	3845.45	4402.85
其他流动资产	467.32	245.25	279.91	324.82
长期股权投资	12656.52	12656.52	12656.52	12656.52
投资性房地产	47.73	47.73	47.73	47.73
固定资产和在建工程	21061.78	24483.40	27307.08	28838.43
无形资产和开发支出	1597.91	1415.29	1232.67	1050.05
其他非流动资产	1049.42	1049.41	1049.40	1049.39
资产总计	46988.70	49853.00	55210.86	64847.41
短期借款	7637.10	3043.96	0.00	0.00
应付和预收款项	7169.89	8292.65	9412.08	10855.39
长期借款	3608.30	3608.30	3608.30	3608.30
其他负债	2818.68	2563.77	2704.93	2889.38
负债合计	21233.96	17508.69	15725.31	17353.07
股本	2196.98	2287.53	2287.53	2287.53
资本公积	10645.66	10555.11	10555.11	10555.11
留存收益	12658.02	19394.22	26505.89	34481.25
归属母公司股东权益	25672.49	32236.87	39348.53	47323.90
少数股东权益	82.24	107.44	137.01	170.44
股东权益合计	25754.73	32344.31	39485.55	47494.33
负债和股东权益合计	46988.70	49853.00	55210.86	64847.41

财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
成长能力				
销售收入增长率	-9.39%	26.78%	14.13%	16.05%
营业利润增长率	-20.96%	190.54%	17.34%	13.01%
净利润增长率	-1.38%	156.65%	17.35%	13.03%
EBITDA 增长率	-10.26%	115.41%	12.49%	11.13%
获利能力				
毛利率	6.32%	12.07%	13.05%	13.92%
三费率	2.39%	4.98%	4.56%	4.39%
净利率	6.23%	12.62%	12.97%	12.63%
ROE	11.09%	22.66%	21.79%	20.47%
ROA	6.08%	14.70%	15.58%	14.99%
ROIC	14.21%	32.22%	32.22%	33.46%
EBITDA/销售收入	11.70%	19.89%	19.60%	18.77%
营运能力				
总资产周转率	1.05	1.20	1.26	1.28
固定资产周转率	2.56	3.14	3.65	4.14
应收账款周转率	213.08	264.87	234.25	244.09
存货周转率	15.38	16.29	15.89	16.03
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	109.40%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	45.19%	35.12%	28.48%	26.76%
带息债务/总负债	58.50%	44.71%	30.43%	27.57%
流动比率	0.65	0.82	1.21	1.73
速动比率	0.48	0.55	0.85	1.37
股利支付率	15.26%	7.79%	17.04%	17.69%
每股指标				
每股收益	1.24	3.19	3.75	4.24
每股净资产	11.22	14.09	17.20	20.69
每股经营现金	1.46	2.61	3.29	3.93
每股股利	0.19	0.25	0.64	0.75

业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E
EBITDA	5364.39	11555.45	12998.72	14444.90
PE	21.63	8.43	7.18	6.35
PB	2.40	1.91	1.56	1.30
PS	1.34	1.06	0.93	0.80
EV/EBITDA	11.86	5.40	4.40	3.44
股息率	0.71%	0.92%	2.37%	2.79%

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
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 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，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

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

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	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn