

确成股份 (605183) \ 基础化工

绿色轮胎渗透提升打开全球二氧化硅龙头成长空间

投资要点:

节能减排大趋势下, 轮胎标签法和汽车电动化驱动绿色轮胎高景气, 打开高分散二氧化硅成长空间, 公司作为全球第三大厂商, 受益于高分散二氧化硅渗透率提升。

➤ 公司为全球绿色轮胎用高分散二氧化硅领先厂商

确成股份产品市场主要应用做橡胶工业领域中的高性能子午线绿色轮胎配套专用材料, 已形成了从原材料硫酸、硅酸钠到最终产品二氧化硅的完整产业链。公司现有沉淀法二氧化硅产能33万吨, 位居亚洲第一, 全球第三。

➤ 绿色轮胎稳步发展, 对应高分散二氧化硅需求量未来三年CAGR为32%

在“双碳”大背景下, 添加高分散二氧化硅的绿色轮胎有效降低滚动阻力进而降低能耗, 是经济有效的节能减排手段。根据我们的测算, 替换市场绿色轮胎渗透提升, 驱动2025年全球高分散二氧化硅需求量有望提升至164万吨, 三年CAGR32.6%; 配套市场随着汽车电动化率的提升, 2025年高分散二氧化硅需求量有望达36万吨, 三年CAGR31%, 届时仅考虑上述对乘用车轮胎的测算, 全球高分散二氧化硅的整体需求将达到200万吨, CAGR为32%。

➤ 公司高分散二氧化硅产能持续扩张, 盈利能力有望边际提升

公司在建产能7.5万吨, 拟建泰国二期产能2.5万吨, 均为高附加值的二氧化硅产品, 随着未来项目的落地, 一方面高分散二氧化硅产能占比将进一步提升, 一方面规模效应显现, 边际成本下降, 公司盈利能力有望持续提升。

➤ 盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为18.8/23.1/25.7亿元, 对应增速分别为25.3%/22.7%/11.3%, 净利润分别为4.16/5.13/5.98亿元, 对应增速分别为38.7%/23.3%/16.5%, EPS分别为1.00/1.23/1.43元/股, 3年CAGR为26%。考虑到未来绿色轮胎前景向好, 公司高分散二氧化硅产能持续释放, 参考可比公司估值, 我们给予公司23年21倍PE, 目标价25.83元, 首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示: 在建/拟建项目不及预期风险、主要原材料及能源价格波动风险、外汇汇率波动风险、客户开拓不及预期风险、环保政策限制风险。

投资评级:

行业:

投资建议:

当前价格:

目标价格:

橡胶

买入/ (首次评级)

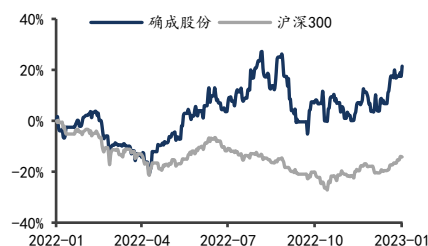
20.43 元

25.83 元

基本数据

总股本/流通股本 (百万股)	417/136
流通A股市值 (百万元)	2,771
每股净资产 (元)	6.15
资产负债率 (%)	14.63%
一年内最高/最低 (元)	22.99/13.44

股价相对走势



分析师: 柴沁虎

执业证书编号: S0590522020004

邮箱: chaihq@glsc.com.cn

相关报告

财务数据和估值	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	1055	1503	1883	2310	2570
增长率 (%)	-11.41%	42.42%	25.29%	22.67%	11.26%
EBITDA (百万元)	340	459	613	730	830
净利润 (百万元)	193	300	416	513	598
增长率 (%)	-28.32%	55.16%	38.74%	23.32%	16.54%
EPS (元/股)	0.46	0.72	1.00	1.23	1.43
市盈率 (P/E)	44.1	28.4	20.5	16.6	14.3
市净率 (P/B)	3.6	3.5	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	17.7	16.1	12.3	10.2	8.7

数据来源: 公司公告、iFinD, 国联证券研究所预测; 股价为 2023 年 2 月 22 日收盘价

投资聚焦

核心逻辑

1) **高分散二氧化硅未来三年市场增速有望达到32%**。根据我们的测算，替换市场绿色轮胎渗透提升，驱动2025年全球高分散二氧化硅需求量有望提升至164万吨，三年CAGR为32.6%；配套市场随着汽车电动化率的提升，2025年高分散二氧化硅需求量有望达36万吨，三年CAGR31%，届时全球整体需求达到200万吨，CAGR为32%。

2) **公司高分散二氧化硅产能全球第三，产能持续扩张抢抓行业扩容和市占率提升红利**。公司深耕沉淀法二氧化硅行业多年，产能不断扩张，以先发优势锁定了国际轮胎巨头和高速发展的中国轮胎客户，目前公司拥有沉淀法二氧化硅产能33万吨，在建产能7.5万吨有望进一步扩大白炭黑市场占有率。

不同于市场的观点

公司高分散二氧化硅业务的成长性未被市场充分认知；技术壁垒、客户壁垒、环保壁垒给高分散二氧化硅行业带来的高准入门槛未被市场充分认知。

核心假设

1) **产量假设**：19-21年公司沉淀法二氧化硅产量分别为21.8/19.8/25.1万吨，产能利用率（产量/产能）分别为94.9%/59.9%/76.0%。考虑到福建基地和泰国基地开工率提升，我们假设22-24年二氧化硅产量约为27/34/38万吨。

2) **销量假设**：由于公司的经营模式为以销定产，19-21年公司几乎实现满产满销，产销率分别97%/101%/100%，因此我们假设22-24年公司产销率均为100%，对应销量分别为27/33/36万吨。

3) **产品价格假设**：19-21年公司二氧化硅产品售价分别为5440/5159/5635元/吨，基于市场价格走势，我们预计公司22-24年二氧化硅单价为6604/6500/6500元/吨。

盈利预测、估值与评级

我们预计公司2022-24年收入分别为18.8/23.1/25.7亿元，对应增速分别为25.3%/22.7%/11.3%，净利润分别为4.16/5.13/5.98亿元，对应增速分别为38.7%/23.3%/16.5%，EPS分别为1.00/1.23/1.43元/股，3年CAGR为26%。考虑到未来绿色轮胎前景向好，公司高分散二氧化硅产能持续释放，参考可比公司估值，我们给予公司23年21倍PE，目标价25.83元，首次覆盖给予“买入”评级。

正文目录

1. 公司是全球沉淀法二氧化硅龙头	5
1.1 公司主要从事沉淀法二氧化硅产品的研发、制造和销售	5
1.2 阙伟东、陈小燕夫妻为公司实际控制人	6
1.3 产能扩张驱动业绩增长	6
2. 轮胎行业稳步发展驱动沉淀法二氧化硅需求	10
2.1 二氧化硅产品可分为沉淀法和气相法，我国以沉淀法为主	10
2.2 需求端：绿色轮胎渗透率提升驱动高分散二氧化硅需求	11
2.3 供给端：我国高分散白炭黑寡头垄断	17
3. 高分散二氧化硅销量增长为公司长期主要盈利增长点	19
3.1 公司在白炭黑行业优势显著	19
3.2 公司产能扩张路径清晰	22
4. 盈利预测、估值与投资建议	23
4.1 盈利预测	23
4.2 估值与投资建议	24
5. 风险提示	25

图表目录

图表 1: 公司发展历程	5
图表 2: 确成股份股权结构 (截至 2022 年三季报)	6
图表 3: 确成股份产业链图及公司涉及产品	7
图表 4: 确成股份营业收入变化	8
图表 5: 确成股份产能变化	8
图表 6: 确成股份主营产品价格变化	8
图表 7: 确成股份二氧化硅产销量变化	8
图表 8: 确成股份净利润变化	9
图表 9: 确成股份资产负债率变化	9
图表 10: 确成股份 ROE、ROA 和 ROIC 变化	9
图表 11: 确成股份期间费用率变化	9
图表 12: 二氧化硅产品的分类	10
图表 13: 2020 年中国沉淀法二氧化硅下游应用占比	11
图表 14: 中国沉淀法二氧化硅消费比例	11
图表 15: 绿色轮胎和传统轮胎性能比较	11
图表 16: 欧盟轮胎标签法三大标准	11
图表 17: 各国家和地区轮胎标签法	12
图表 18: 全球汽车轮胎销售额	13
图表 19: 全球汽车轮胎销量及增速	13
图表 20: 全球汽车保有量及增速	13
图表 21: 全球汽车销量变化	13
图表 22: 中国汽车及机动车保有量及增速	14
图表 23: 国内汽车产量情况及增速 (万辆)	14
图表 24: 国内半钢胎行业开工率情况	14
图表 25: 全球替换市场高分散二氧化硅需求测算 (万吨)	15
图表 26: HDS 对于轮胎的补强性和耐磨性更好	16

图表 27: 我国新能源汽车产销量.....	16
图表 28: 新能源汽车配套市场高分散二氧化硅需求测算 (万吨)	16
图表 29: 全球绿色轮胎用高分散二氧化硅需求测算 (万吨)	17
图表 30: 中国沉淀法二氧化硅产能、产量及产能利用率.....	17
图表 31: 2022-2024 年我国沉淀法白炭黑新增产能	17
图表 32: 2022-2024 我国沉淀法白炭黑新增产能.....	17
图表 33: 2020 年中国沉淀法二氧化硅企业产能分布.....	17
图表 34: 全球沉淀法二氧化硅产能 (万吨)	18
图表 35: 沉淀法二氧化硅工艺图.....	19
图表 36: 不同工艺的产品分散性.....	20
图表 37: 公司取得的部分资质荣誉及部分核心专利.....	20
图表 38: 确成股份研发费用率处于同行领先水平.....	21
图表 39: 公司国际客户的认证流程.....	21
图表 40: 公司四大基地.....	23
图表 41: 公司营收测算汇总 (亿元)	24
图表 42: 可比公司估值对比表.....	25

ybjieshou@guolian.com
 邮箱所有人使用, 未经许可, 不得转载。

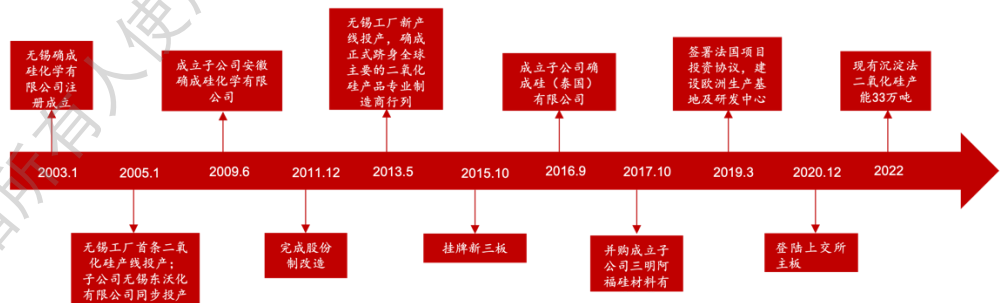
1. 公司是全球沉淀法二氧化硅龙头

确成股份是全球领先的沉淀法二氧化硅（白炭黑）制造商，总产能位列世界第三，主营业务为沉淀法二氧化硅产品的研发、制造和销售，目前已形成了从原材料硫酸、硅酸钠到最终产品二氧化硅的完整产业链。公司产品市场主要聚焦于橡胶工业领域中的高性能子午线绿色轮胎配套专用材料以及大健康领域的动物饲料用载体和口腔护理。

1.1 公司主要从事沉淀法二氧化硅产品的研发、制造和销售

确成股份前身为无锡确成硅化学有限公司，成立于2003年1月，2005年1月无锡工厂首条二氧化硅产线投产，2011年12月，公司完成股份制改造，确成硅化学股份有限公司正式成立，2016年9月，公司在泰国成立子公司，开始迈向国际市场，2020年12月公司在上海证券交易所挂牌上市。截至2022Q3末，公司共拥有沉淀法二氧化硅产能33万吨，位居全球第三。

图表 1: 公司发展历程



资料来源：公司官网，国联证券研究所

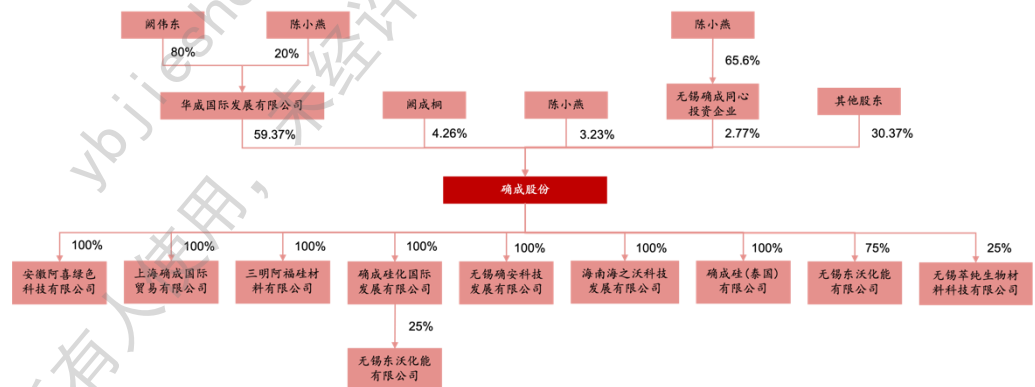
公司拥有四大生产基地，即无锡、安徽、福建三个国内生产基地及泰国一个海外生产基地，合计已建成产能33万吨，在建产能7.5万吨。

1.2 阙伟东、陈小燕夫妻为公司实际控制人

公司股权集中度高，阙伟东、陈小燕夫妻通过华威国际发展有限公司间接持有公司 59.37% 股份，陈小燕直接持有公司 3.23% 股份，阙成桐为阙伟东和陈小燕之子，直接持有公司 4.26% 股份，阙伟东一家合计持有公司 66.86% 股份。

子公司层面，公司直接控股 8 家子公司，其中 7 家为全资子公司，间接控股 1 家子公司。其中，无锡东沃所在地为江苏无锡，主要为公司主营产品二氧化硅的原料硫酸的生产基地，拥有年产 20 万吨硫磺制酸的生产能力，并在生产硫酸过程中生产蒸汽、电力；安徽确成、确成硅（泰国）和三明阿福均从事二氧化硅及相关原材料的生产、销售等。

图表 2：确成股份股权结构（截至 2022 年三季度）



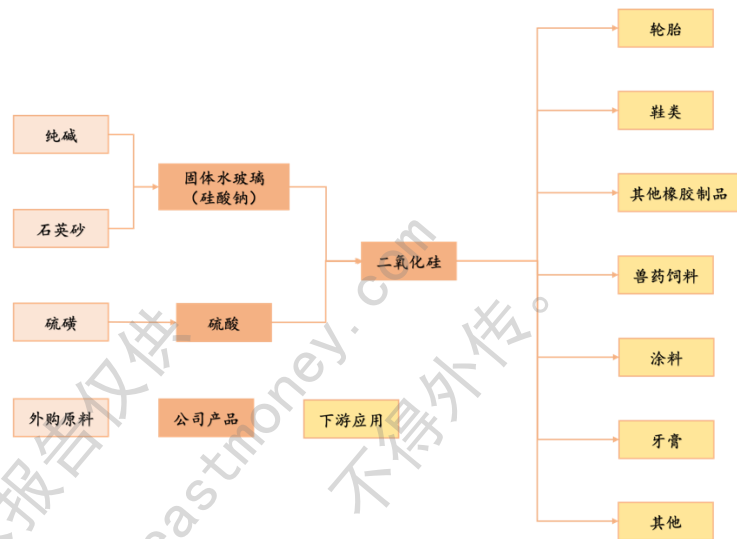
资料来源：Wind，国联证券研究所

1.3 产能扩张驱动业绩增长

公司布局二氧化硅全产业链。公司进行了全产业链布局，产品涵盖了二氧化硅及其原材料硅酸钠、硫酸及蒸汽、电力等。公司的全产业链运营不仅有助于在各个生产环节节约成本，同时有利于公司通过各个环节的工艺创新实现新产品的研究开发。

同时，二氧化硅两种主要原材料硅酸钠、硫酸的自产，能够降低原材料价格波动的风险，且保证原材料的品质及供给。此外，利用制备硫酸的余热发电，不仅提高了能源使用效率，且有效防范了限电导致停产的风险，优化了资源利用效率。

图表 3: 确成股份产业链图及公司涉及产品

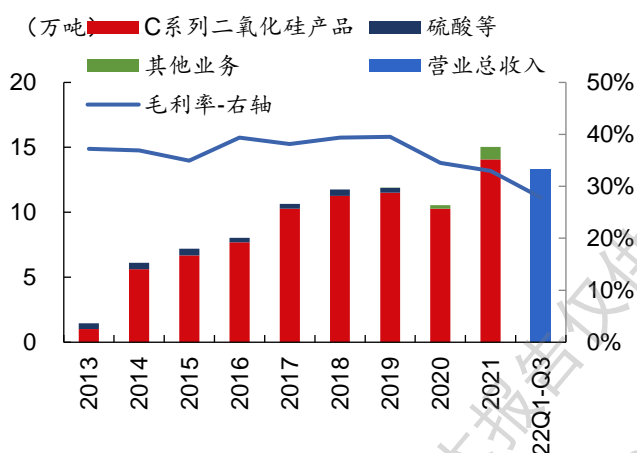


资料来源：百川盈孚，国联证券研究所

受益于二氧化硅产品产能持续投产，公司业绩逐年增长。2017-2022H1，公司沉淀法二氧化硅名义产能由 21 万吨增至 33 万吨，其中高分散二氧化硅产能由 15 万吨增至 19.5 万吨。产能扩张带动产品产销量持续增长，2013-2021 年，公司营业收入/归母净利润由 5.09/0.9 亿元增至 15.03/3.0 亿元，CAGR 分别高达 14.5%/15.9%。受益于国内绿色轮胎渗透率的提升，高分散二氧化硅需求较好，且泰国工厂开工率提升，2021 年公司营业收入/归母净利润同比大增 42.2%/55.4%，创公司业绩新高。

海外需求增加叠加海运费下降，22 年前三季度业绩表现优异。22Q1-3 实现营业收入 13.3 亿元，同比增 28.5%，实现归母净利润 3.1 亿元，同比增长 48.4%，主要由于国际客户对于高分散二氧化硅的需求增加叠加泰国工厂的负荷稳步提高带动产品销量，同时国际海运物流有较大幅度改善。

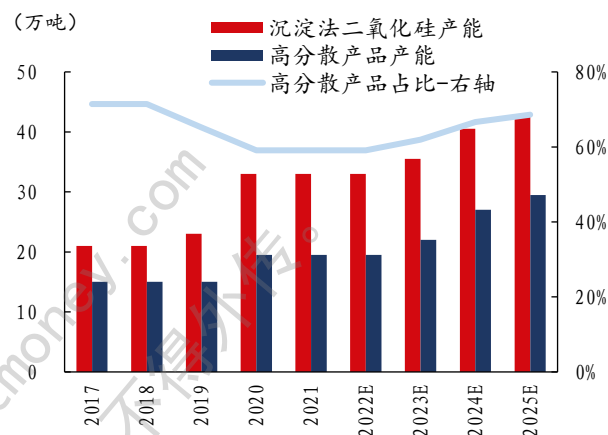
图表 4: 确成股份营业收入变化



资料来源: Wind, 国联证券研究所

注: 2020年起毛利率下降系由于运费计入营业成本

图表 5: 确成股份产能变化

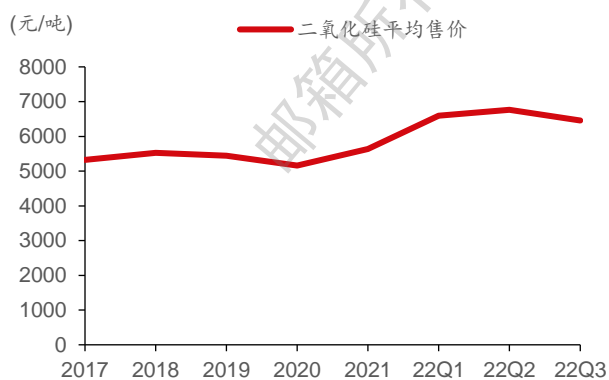


资料来源: 公司公告, 国联证券研究所

注: 23-25年产能根据公司在建产能和拟建产能的预计投产时间得出

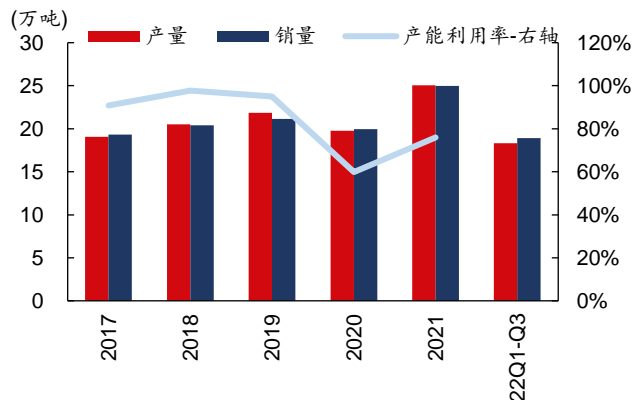
公司产能利用率和产销率均保持较高水平。2017-2019年, 公司产能利用率和产销率均在90%以上, 较为稳定, 2020年受新冠疫情和泰国新开工厂产能力利用率不足的影响, 产能利用率降至60%, 2021年受益于项目投产, 二氧化硅产能利用率增至76%。

图表 6: 确成股份主营产品价格变化



资料来源: 公司公告, 百川盈孚, 国联证券研究所

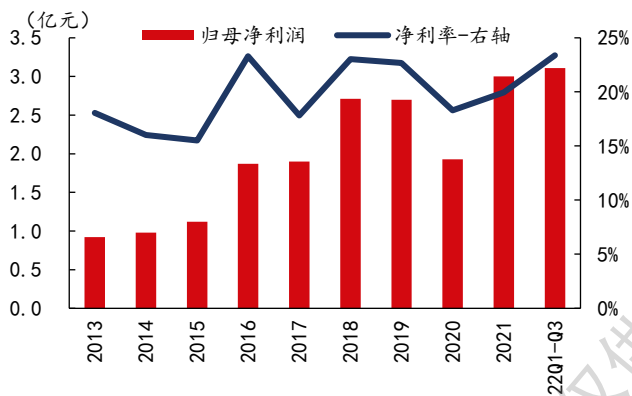
图表 7: 确成股份二氧化硅产销量变化



资料来源: Wind, 国联证券研究所

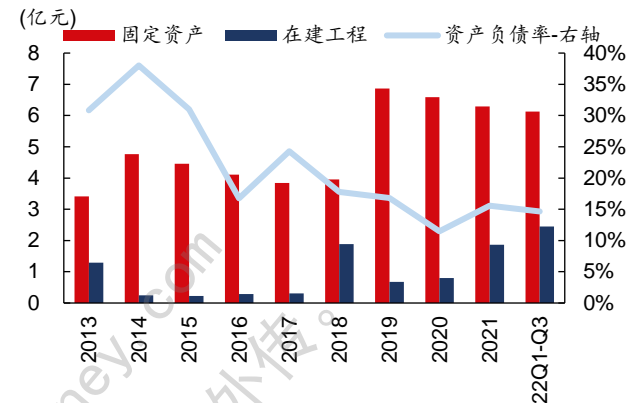
公司盈利能力稳定, 资产负债率和期间费用率持续降低。公司净利率稳定在20%左右, 22Q1-3实现净利率23.4%, 创历史新高。2020年上市以来, 公司在建工程逐年增加, 而资产负债率呈下降趋势。

图表 8: 确成股份净利润变化



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 9: 确成股份资产负债率变化

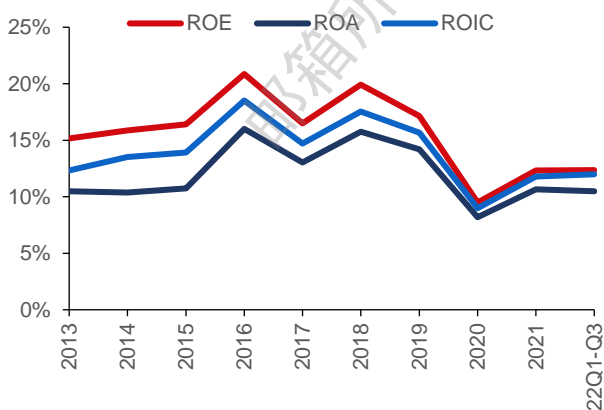


资料来源: Wind, 国联证券研究所

2013 年以来, 公司股本回报率 (ROE)、资产收益率 (ROA) 和投资回报率 (ROIC) 整体呈现先下降后上升的趋势。2020 年受 IPO 募资财务摊薄影响, ROE、ROA 和 ROIC 均有所下降, 21 年来有所回升。

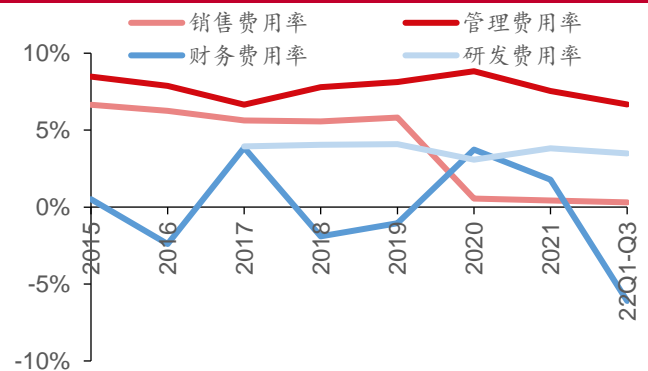
公司各项费用管理得当。2015-22Q1-3, 公司销售/管理/财务费用率均维持在较低水平。2020 年因会计政策调整, 原计入销售费用的运输费用改计入营业成本, 导致销售费用率大幅降至 0.55%, 随后均维持在 0.5% 以下。公司 22Q1-3 销售/管理/财务/研发费用率分别为 0.31%/6.68%/-6.10%/3.49%。

图表 10: 确成股份 ROE、ROA 和 ROIC 变化



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 确成股份期间费用率变化



资料来源: Wind, 国联证券研究所

2. 轮胎行业稳步发展驱动沉淀法二氧化硅需求

根据 Grand View Research 统计，2018 年全球沉淀法二氧化硅市场规模为 19.6 亿美元。其中，口腔护理行业、橡胶和农用化学品的需求上升是推动该行业增长的主要因素。到 2025 年，全球沉淀法二氧化硅市场规模预计将达到 33.4 亿美元。

2.1. 二氧化硅产品可分为沉淀法和气相法，我国以沉淀法为主

二氧化硅按制造方法分类可分为沉淀法二氧化硅和气相法二氧化硅，中国 90% 以上的二氧化硅产品为沉淀法二氧化硅。沉淀法二氧化硅学名为沉淀法水合二氧化硅，俗名沉淀法白炭黑、白炭黑，通常采用水玻璃溶液与酸（通常使用硫酸）反应，经沉淀、过滤、洗涤、干燥而成。沉淀法二氧化硅中又包括高分散沉淀法二氧化硅和普通沉淀法二氧化硅，高分散二氧化硅是用于绿色轮胎的二氧化硅，可有效降低滚动阻力，改善其抗湿滑性能。

图表 12: 二氧化硅产品的分类

分类	制造方法及原料	成本因素、性能及用途	价格发展趋势
普通沉淀法二氧化硅	通常采用硅酸钠、硫酸中和沉淀反应的方法来制备，反应时在液固相中进行	原料成本较低，生产流程易于控制，补强性能一般，可用于普通橡胶等领域	沉淀法二氧化硅产品价格优势明显，在国内市场份额占 90% 以上
高分散沉淀法二氧化硅		原料成本较低，生产流程易于控制，补强性能较高，可用于绿色轮胎等领域	
气相法二氧化硅	通常采用四氯化硅、氢气、氧气，通过高温燃烧反应制备，反应时在气固相中进行	制备工艺复杂，补强性能高，广泛用于硅胶制品、墨粉、油漆等行业	气相法二氧化硅应用领域不同于沉淀法二氧化硅，国内市场份额在 10% 以下

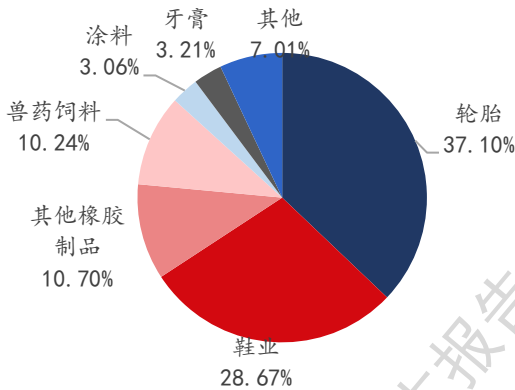
资料来源：招股说明书，国联证券研究所

轮胎是沉淀法二氧化硅最大的应用领域。沉淀法二氧化硅处于产业链的中游，其主要原材料为硅酸钠和硫酸，硅酸钠的主要原材料包括纯碱、石英砂等，硫酸的主要原材料为硫磺。从沉淀法二氧化硅的市场需求来看，轮胎、鞋类、硅橡胶等橡胶工业领域是二氧化硅的主要消费市场，占二氧化硅总消费量 70% 以上。

从消费结构看，轮胎用二氧化硅消费量和消费比例均呈上升趋势。我国是轮胎制造和消费大国，连续 14 年轮胎产品位居全球首位。近年来，制鞋业增速放缓导致制鞋用二氧化硅消费比例逐年下降，与此相反，因绿色轮胎不断推广，二氧化硅作为“绿色轮胎”专用配套材料，添加比例增加，轮胎行业的高速增长带动

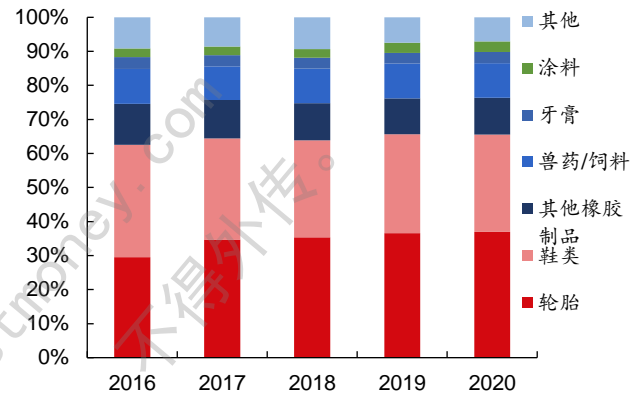
了轮胎用二氧化硅消费量和消费比例的同步增加，对二氧化硅全球需求增长形成强劲支撑。

图表 13: 2020 年中国沉淀法二氧化硅下游应用占比



资料来源:《中国橡胶工业年鉴》, 国联证券研究所

图表 14: 中国沉淀法二氧化硅消费比例



资料来源:《中国橡胶工业年鉴》, 国联证券研究所

2.2. 需求端: 绿色轮胎渗透率提升驱动高分散二氧化硅需求

2.2.1. 轮胎标签法倒逼轮胎绿色化

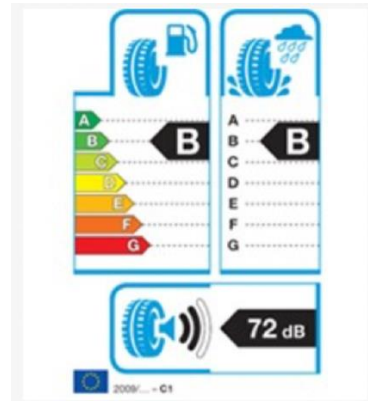
二氧化硅需求取决于绿色轮胎需求。绿色轮胎是指以白炭黑替代传统炭黑为胎面胶填料的低滚阻、低油耗的轮胎，其中又以高分散二氧化硅填充的轮胎性能最为优异。据怡维怡橡胶研究院，添加了二氧化硅的轮胎在滚动阻力、抗湿滑指数方面性能显著优于添加传统炭黑的轮胎，其滚动阻力可减少 30%，节油 5-7%。

图表 15: 绿色轮胎和传统轮胎性能比较

	传统轮胎	绿色轮胎
胎面胶填料	炭黑	白炭黑
滚动阻力指数 (%)	73	100 (C级)
抗湿滑指数 (%)	68	100 (B级)
抗干滑及操纵性指数 (%)	-	100
耐磨性能指数 (%)	115	100

资料来源: 怡维怡橡胶研究院, 国联证券研究所

图表 16: 欧盟轮胎标签法三大标准



资料来源: 欧盟委员会, 国联证券研究所

轮胎标签法趋严格, 推动全球绿色轮胎渗透率提升。根据欧盟标签法的规定, 从 2012 年 11 月起, 所有在欧洲销售的轿车和卡车的新轮胎都必须贴上一个能效

标签，要求轮胎制造商对燃油效率、湿地性能和滚动噪音等方面进行严格的控制。目前，全球范围内欧盟、日本、韩国、巴西、沙特等地都强制实行绿色轮胎标签法规，均把降低轮胎滚动阻力摆在首要位置，而降低轮胎滚动阻力的关键技术就是依靠胎面胶配方的改变，即提高二氧化硅含量。

虽然我国至今并未强制推行绿色轮胎相关法规，但由于内资轮胎企业大量出口海外，被出口倒逼推行绿色化，开始研发生产绿色轮胎。我们认为，绿色轮胎渗透率的提升，有望推动高分散二氧化硅需求。

图表 17: 各国家和地区轮胎标签法

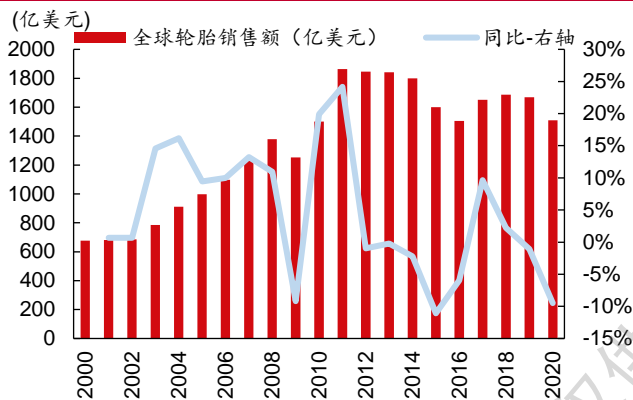
时间	地区	法规	主要内容
2010	日本	自愿轮胎标签制度	在轮胎上标示轮胎的滚动阻力和湿路面抓着性能等级
2011	韩国	轮胎标签法	承用胎、轻型载重胎滚阻系数和湿路面抓着性能指数不达标者分别从2013年末、2014年末不得在韩国销售
2012	欧盟	轮胎标签法ECER117轮胎式认证法规	欧盟2012年11月1日强制执行，在欧盟销售的C1、C2、C3须加贴标签，同时配合《欧盟轮胎式认证法规》分阶段认证，达不到最低限值标准的轮胎禁止在欧盟销售和使用
2016	中国	轮胎标签分级标准	轮胎标签的技术指标在项目上应和欧盟现行内容保持一致，试验方法也建议等同或等效采用欧盟技术标准
2020	欧盟	新轮胎标签法	新版于2021年6月强制执行，对标签的内容、范围及用途都做了更新和补充，此前一直放宽管制的全钢胎，此次也纳入管理。
2022	沙特阿拉伯	高能源消耗效率制	在沙特销售的C1、C2、C3均须加贴能效标签

资料来源：EUR-lex，国联证券研究所

2.2.2. 替换胎市场：渗透率增长带动白炭黑 2025 年全球需求提升至 164 万吨

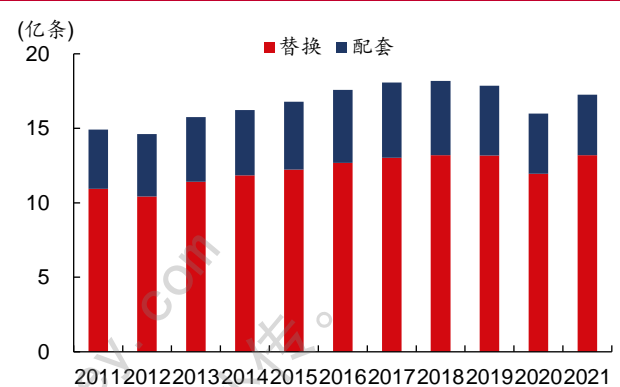
全球轮胎市场千亿美元规模。据《轮胎商业》统计，20 年全球轮胎行业销售额为 1514 亿美元，同比下滑 10%，主要受疫情及汽车行业“缺芯”导致产销量下滑等因素影响，但规模仍高达千亿美元。据米其林年报，全球轮胎销量由 2012 年的 14.6 亿条增至 21 年的 17.3 亿条，CAGR（2012-2021）约为 2%，21 年替换市场销量约 13.2 亿条，配套市场约 4.1 亿条。

图表 18: 全球汽车轮胎销售额



资料来源:《橡胶与塑料》,《轮胎商业》, Bloomberg, 国联证券研究所

图表 19: 全球汽车轮胎销量及增速

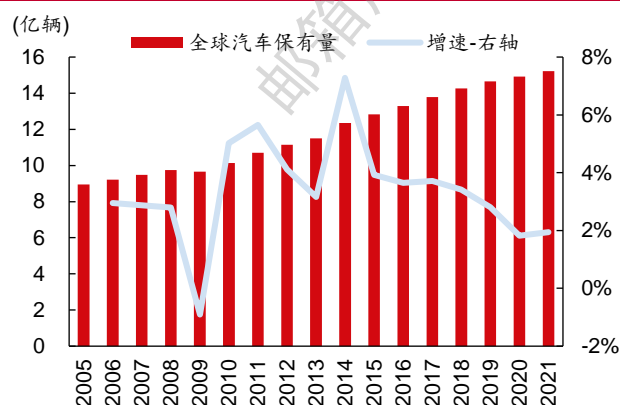


资料来源: 米其林年报, 国联证券研究所

轮胎需求来源于两方面, 一是旧车替换需求, 对应替换胎市场, 二是新车新增需求, 对应配套胎市场。其中全球范围内约 70% 以上的轮胎需求由汽车保有量创造。一般来说, 轿车有 5 条配套胎, 轮胎寿命 2~3 年, 一般 6~8 万公里要更换, 替换市场受经济周期的影响也远小于配套和出口市场。

国内外替换市场推动轮胎需求稳定增长。据 OICA, 2005-2021 年, 全球汽车保有量由 9 亿辆增至 15 亿辆左右, CAGR 为 3.4%。国内汽车保有量亦稳定发展, 据公安部, 截至 2022 年 12 月, 我国汽车/机动车保有量分别为 3.19/4.17 亿辆, 同比增长 1.3%/1.2%, 未来仍有望增长。

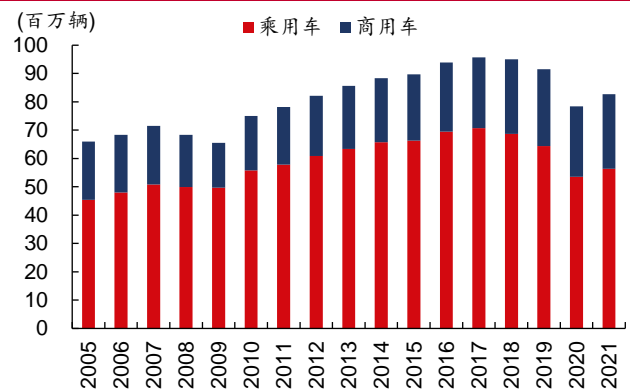
图表 20: 全球汽车保有量及增速



资料来源: 国际汽车制造商协会, 国联证券研究所

注: 2015-2020 年数据由国联证券根据全球汽车销量及年报费率 3.5% 算

图表 21: 全球汽车销量变化



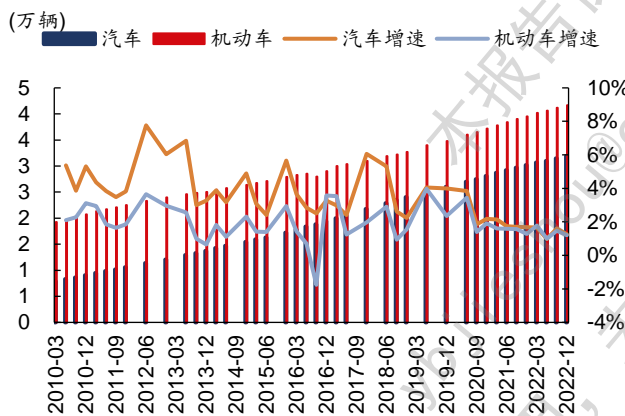
资料来源: 国际汽车制造商协会, 国联证券研究所

近两年国内外配套市场遭受挑战, 但仍保持较大量级。国外方面, 据 OICA, 2005-2021 年, 全球汽车销量整体正向增长, 乘用车和商用车总销量由 66 百万辆增至 83 百万辆左右, CAGR 为 1.4%, 20 年受疫情影响, 全球乘用车销量同比降约

17%至54百万辆，商用车销量同比降9%至25百万辆，随着疫情好转，21年全球汽车销量有所回暖。

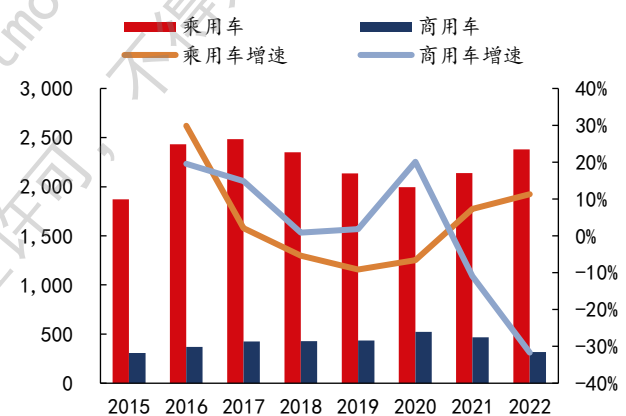
国内方面，受疫情、“缺芯”和原材料价格上涨影响，近两年国内汽车产量表现一般，有望迎来景气复苏。据中汽协的数据，22年乘用车市场实现产量2381万辆，同比增11.3%，商用车市场实现产量318万辆，同比下降31.7%，22年乘用车市场表现良好，商用车市场有望迎来景气复苏。

图表 22: 中国汽车及机动车保有量及增速



资料来源: 公安部, 国联证券研究所

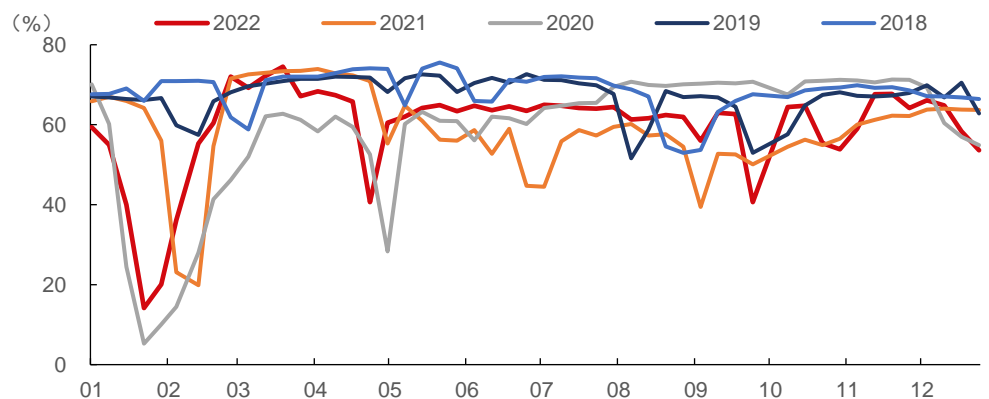
图表 23: 国内汽车产量情况及增速 (万辆)



资料来源: 中国汽车工业协会, 国联证券研究所

从轮胎行业开工率来看，国内轮胎行业处于至暗时刻，景气有望改善。21-22年，国内汽车市场受疫情、原材料涨价、运输受阻等不利因素影响，企业经营受到的影响较大，轮胎、汽车库存处于高位，开工率出处于相对低位，随着企业去库，轮胎开工率有望回升。

图表 24: 国内半钢胎行业开工率情况



资料来源: 中国橡胶信息贸易网, 国联证券研究所

基于绿色轮胎渗透率提升，我们测算了替换市场里高分散二氧化硅的需求量。

根据我们测算，若全球汽车保有量保持 3% 的增速增长，则 2025 年全球汽车保有量有望达 16.8 亿辆，一辆汽车轮胎配套数 5 条，对应配套轮胎数量为 84 亿条左右。据中国橡胶工业协会，汽车替换周期为 4 年左右，因此 2025 年替换轮胎数量有望达 21 万条。假设 2022 年全球绿色轮胎渗透率为 12%，22-25 年渗透率每年提升 4pct，则 2025 年渗透率有望达 26%，则对应绿色轮胎替换数量为 5.46 亿条。按绿色轮胎高分散二氧化硅单胎添加量 3kg 测算，2025 年全球替换市场高分散二氧化硅需求量为 164 万吨，22-25 年 CAGR 为 32.6%。

图表 25: 全球替换市场高分散二氧化硅需求测算 (万吨)

	2022E	2023E	2024E	2025E
替换市场:				
全球汽车保有量 (亿辆)	15.60	15.99	16.39	16.80
对应配套轮胎数量 (亿条)	77.99	79.94	81.94	83.99
替换轮胎数量 (亿条)	19.50	19.98	20.48	21.00
绿色轮胎渗透率	12%	16%	21%	26%
对应绿色轮胎数量 (亿条)	2.34	3.20	4.30	5.46
单胎高分散白炭黑添加量 (千克/条)	3	3	3	3
对应高分散二氧化硅添加量 (万吨)	70.19	95.93	129.05	163.77
增速		36.67%	34.53%	26.90%

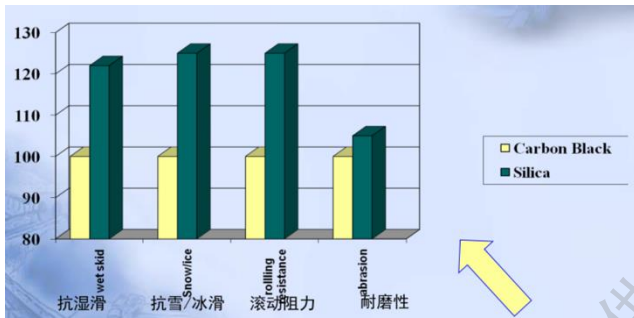
资料来源: OICA, 国联证券研究所

2.2.3. 配套胎市场: 汽车电动化驱动白炭黑 2025 年全球需求达到 36 万吨

在“双碳”大背景下，节能减排已成为汽车行业的重要发展趋势。汽车领域节能减排的技术很多，相对而言，绿色轮胎的低阻力技术在经济性、安全性和有效节约能源方面表现优异，在新车配套和零售替换市场普及绿色轮胎是经济有效的节能减排手段，从而达到汽车节能环保的目的。据中汽协，高分散二氧化硅比炭黑降低滚动阻力约 30%，节油约 5-7%，更加环保，因此，我们认为二氧化硅替代炭黑是一种必然的趋势。

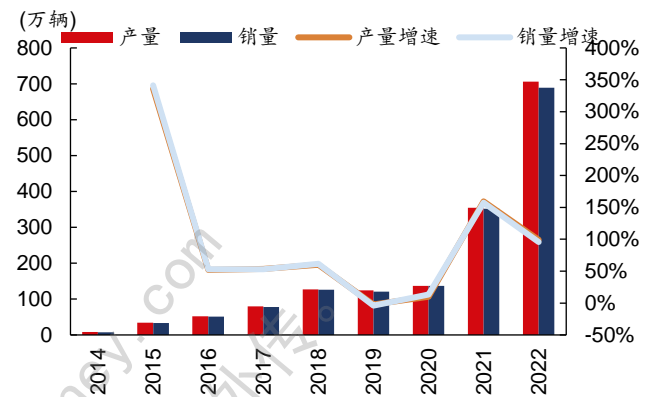
近年来，随着国家推动清洁能源的发展，无论是中央还是地方均加大了对新能源汽车的扶持和补贴力度，据中汽协，22 年我国新能源汽车产销量分别为 705.8 万辆和 688.7 万辆，同比增 99.1% 和 96.5%，均创历史新高，未来新能源汽车前景乐观，新能源汽车的蓬勃发展有望拉动绿色轮胎的需求，从而驱动高分散二氧化硅需求。

图表 26: HDS 对于轮胎的补强性和耐磨性更好



资料来源: 二氧化硅科技, 国联证券研究所

图表 27: 我国新能源汽车产销量



资料来源: 中汽协, 国联证券研究所

根据我们预测, 2025 年全球新能源汽车销量有望达 2411 万辆, 由于新能源汽车对轮胎低滚阻的需求, 我们假设新增的新能源汽车全部配套绿色轮胎, 因此 25 年全球新能源汽车销量对应绿色轮胎数量为 1.2 亿条, 按单胎高分散二氧化硅需求量 3kg 测算, 25 年新能源汽车配套市场高分散二氧化硅需求量有望达 36 万吨, 22-25 年 CAGR 约为 31%。

图表 28: 新能源汽车配套市场高分散二氧化硅需求测算 (万吨)

	2022E	2023E	2024E	2025E
全球: 新能源车销量合计 (万辆)	1075	1413	1809	2411
国内: 新能源汽车销量合计	685	900	1140	1560
对应新能源车轮胎数量 (万条)	3425	3600	4560	6240
对应高分散二氧化硅添加量 (万吨)	10.28	10.80	13.68	18.72
海外: 新能源乘用车销量 (万辆)	390	513	669	851
对应新能源车轮胎数量 (万条)	1950	2052	2676	3404
对应高分散二氧化硅添加量 (万吨)	5.85	6.16	8.03	10.21
全球: 对应新能源车轮胎数量 (万条)	5375	7065	9045	12055
对应高分散二氧化硅添加量 (万吨)	16.13	21.20	27.14	36.17
增速		31.44%	28.03%	33.28%

资料来源: Marklines, 国联证券研究所

根据我们测算, 2025 年全球绿色轮胎用高分散二氧化硅需求量有望达 200 万吨, 22-25 年 CAGR 为 32.3%。公司总营收的 60%来自于在绿色轮胎的高分散二氧化硅, 随着轮胎标签法的实施以及绿色轮胎的普及程度不断提高, 绿色轮胎用高分散二氧化硅的需求量和消费占比将会进一步上升。

图表 29: 全球绿色轮胎用高分散二氧化硅需求测算 (万吨)

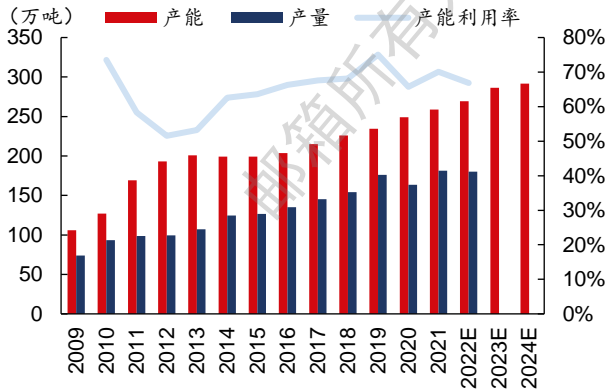
	2022E	2023E	2024E	2025E
替换市场: 全球高分散二氧化硅添加量 (万吨)	70.19	95.93	129.05	163.77
增速		36.67%	34.53%	26.90%
新能源汽车配套市场: 高分散二氧化硅需求量 (万吨)	16.13	21.20	27.14	36.17
增速		31.44%	28.03%	33.28%
国内: 高分散二氧化硅添加量 (万吨)	10.28	13.50	17.10	23.40
海外: 对应高分散二氧化硅添加量 (万吨)	5.85	7.70	10.04	12.77
合计: 全球绿色轮胎用高分散二氧化硅大致需求 (万吨)	86.32	117.12	156.19	199.94
增速		35.69%	33.35%	28.01%

资料来源: Marklines, 国联证券研究所

2.3. 供给端: 我国高分散白炭黑寡头垄断

2009 年以来, 我国沉淀法二氧化硅产能和产量持续增加。据中国橡胶工业年鉴, 我国沉淀法二氧化硅产能/产量由 2009 年的 106/74 万吨增至 2021 年的 259/181 万吨, 12 年来产能/产量 CAGR 均为 7.7%。通过未来三年预计新增产能, 测算出我国沉淀法二氧化硅行业 2022-2024 年产能为 269.5/286.2/291.5 万吨。从扩产企业细分应用领域来看, 新增产能主要为特殊用途二氧化硅产品, 主要由于近年来绿色轮胎、硅橡胶等领域市场需求不断扩大。

图表 30: 中国沉淀法二氧化硅产能、产量及产能利用率



资料来源: 《中国橡胶工业年鉴》, 国联证券研究所

注: 2022-2024 产能由预计新增产能测算而得

图表 31: 2022-2024 年我国沉淀法白炭黑新增产能

项目	2022E	2023E	2024E
上年度总产能	259.6	280.1	287.5
本年度新增产能	20.5	7.4	4.0
本年度总产能	280.1	287.5	291.5
本年度新增有效产能	9.9	6.1	4.0
本年度实际产能	269.5	286.2	291.5

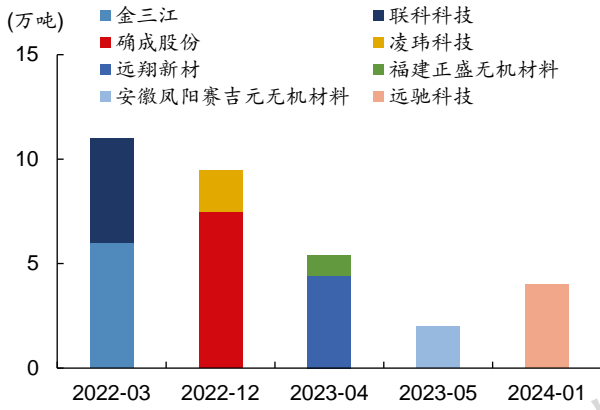
注: (1) 新增产能为当年投产全部产能; (2) 新增有效产能=装置预计达产产能/12*投产当年预计运行月份数量; (3) 本年度总产能=上年度总产能+本年度新增产能; (4) 本年度实际产能=上年度总产能+本年度新增有效产能。

资料来源: 远翔新材招股书, 国联证券研究所

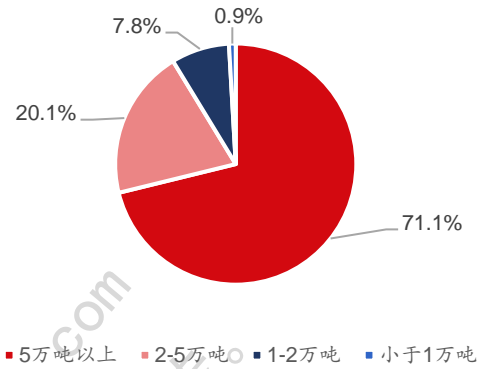
从企业规模看, 我国沉淀法二氧化硅生产企业向规模化和集中化发展。据《中国橡胶工业年鉴》统计, 截至 2020 年底, 我国沉淀法二氧化硅生产厂家共有 53 家, 其中 5 万吨以上规模企业数量达到 16 家, 产能占比高达 71.1%, 2-5 万吨规模企业有 17 家, 产能占比为 20.1%, 年产能 2 万吨以下企业产能占比仅 8.7%, 行业正在加速集中整合。

图表 32: 2022-2024 我国沉淀法白炭黑新增产能

图表 33: 2020 年中国沉淀法二氧化硅企业产能分布



资料来源：远翔新材招股书，国联证券研究所



资料来源：《中国橡胶工业年鉴》，国联证券研究所

国内沉淀法二氧化硅市场存在低端产品产能过剩，而高端产品供不应求的局面。由于低端（制鞋及自行车胎、摩托车胎用）二氧化硅技术含量较低，国内大多数中小二氧化硅厂家均能实现生产，而高分散二氧化硅由于生产工艺复杂，对生产设备要求较高，有足够实力量产的企业较少，确成股份高分散二氧化硅产能、产量位居国内第一。

全球沉淀法白炭黑行业集中度高，确成在国际市场占有重要份额。国际市场沉淀法二氧化硅的市场份额基本由赢创、索尔维、确成股份、PPG 等少数公司占据，同时，应用于轮胎的二氧化硅产能亦集中在头部企业，行业集中度较高，未来研发能力强、产品领先的二氧化硅生产企业的市场份额有望进一步扩大。

图表 34: 全球沉淀法二氧化硅产能 (万吨)

分类	企业名称	产能 (万吨)	产能市占率
国外企业	赢创工业集团	75.0	26%
	索尔维	51.5	18%
	PPG	21	7%
	立安东 (OSC)	17	6%
国内企业	确成股份	33	12%
	株洲兴隆新材料	16.0	6%
	浙江新纳材料	15.0	5%
	福建三明正元化工	13.0	5%
	无锡恒诚硅业	11.5	4%
	山东联科	10.0	4%
	其他	21.1	7%
	合计	284.1	100%

资料来源：公司招股书，《中国橡胶工业年鉴》，国联证券研究所

注：确成股份产能参考 21 年年报，国外企业产能为招股书披露，其他企业产能来自《2021 年橡胶工业年鉴》

3. 高分散二氧化硅销量增长为公司长期主要盈利增长点

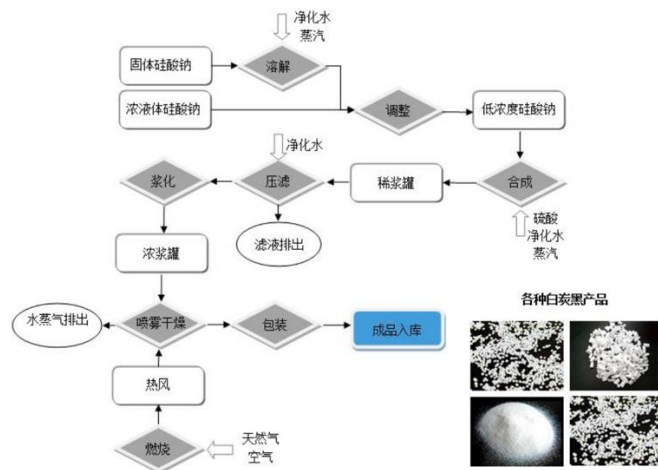
随着二氧化硅消费结构的调整，研发能力强、产品领先的高分散二氧化硅生产企业的市场销量将会进一步扩大，而确成股份在白炭黑行业优势显著，且产能扩张路径清晰，长期增长动能充足。

3.1. 公司在白炭黑行业优势显著

3.1.1. 公司具备高分散二氧化硅的研发和生产能力

生产工艺方面，沉淀法二氧化硅产品生产需经过沉淀、过滤、干燥等多道工序，生产程序复杂，生产过程中对反应的控制有较高的要求。原料的质量、各组分浓度、温度、反应时间、PH 值、搅拌速度等多种因素将影响生产二氧化硅的表面积、结构、分散性和硅烷醇基团的浓度等，各个变量都要求精准的控制和调节。不同的工艺组合生产出二氧化硅产品性能千差万别。要保证生产产品质量持续稳定，就需要生产商具备扎实的流程控制能力和产品质量把控能力。尤其是用于轮胎、牙膏等的高档二氧化硅产品，需要长期的理论和实践经验积累才能实现稳定生产，对企业的研发能力和人才储备有较高要求。

图表 35: 沉淀法二氧化硅工艺图



资料来源：公司招股说明书，国联证券研究所

对于高分散二氧化硅产品而言，最重要的是控制反应时的温度、时间和 pH，这就需要有好的生产设备。在 pH 值较高时进行沉淀反应，并使用长时间干燥器干燥，将导致产品在橡胶中的分散性较差，所生成的产品为传统白炭黑。如果在沉淀过程中，pH 值降到较低值，且使用同类的干燥器，分散性的级别就会从较差变为中

等,产品是EDS(易分散型白炭黑)。采用在较高pH值时的沉淀工艺与短时间干燥器干燥相结合,就能得到具有良好分散性的EDS或HDS。而采用最佳的沉淀工艺与短时间干燥器相结合,就能得到具有优良分散性的HDS。

图表 36: 不同工艺的产品分散性

沉淀	干燥	分散性	产品
pH值高	长时间	较差	传统白炭黑
pH值低	长时间	中等	易分散白炭黑
pH值高	短时间	良好	易分散白炭黑、高分散白炭黑
最佳沉淀工艺	短时间	优良	高分散白炭黑

资料来源:《二氧化硅科技》,国联证券研究所

公司长期持续研发投入形成了技术领先优势。确成非常重视自主研发并进行了长期持续的研发投入,经过多年累积,公司已具有健全的研发组织机构和丰富的技术人才资源,公司研发管理团队包括中国无机盐协会硅化物分会副会长、前法国科学院固体表面物理化学研究所研究员等,截至22年上半年,公司及其子公司已取得**38**项发明专利和**122**项实用新型专利的授权。公司二氧化硅产品已通过欧盟FAMI-QS、欧盟Reach、TS16949、IATF16949和美国FDA等认证。

图表 37: 公司取得的部分资质荣誉及部分核心专利

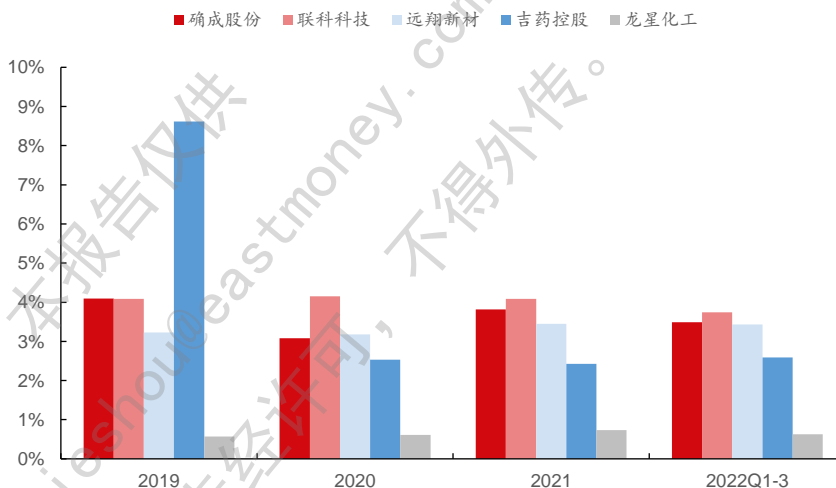


领域	申请公布时间	专利名称
轮胎	2021. 9. 17	一种高抗疲劳轮胎专用高分散白炭黑的制备方法
硅橡胶	2020. 10. 27	一种低铝高分散白炭黑及其制备方法
轮胎	2020. 10. 16	一种绿色轮胎用白炭黑的制备方法
硅橡胶	2020. 10. 13	一种硅橡胶用二氧化硅的制备方法

资料来源:公司公告,国家专利局,国联证券研究所

公司研发费用率处于同行领先水平。公司进行了长期持续的研发投入，近年来研发费用占营业收入的比例均在 3% 以上，高于行业平均水平（行业平均水平为图中 5 家公司的平均）。

图表 38: 确成股份研发费用率处于同行领先水平



资料来源：各公司公告，国联证券研究所

3.1.2. 客户认证壁垒高

行业准入门槛高，客户认证周期长。作为涉及乘客安全的轮胎的原材料，技术壁垒和客户漫长的认证周期使行业具有很高的准入门槛，通常情况下国内客户认证需要 1-1.5 年，国际客户认证需要 2-4 年，不能获取供应商资格认证的企业很难进入本行业。而开发新的供应商需要投入大量的时间和资金，轮胎企业通常缺乏动力开发新的供应商，因此二氧化硅生产商进入轮胎公司供应行列的难度较大。

图表 39: 公司国际客户的认证流程



资料来源：国联证券研究所

公司已进入多家轮胎公司的供应商行列，先发优势明显。公司 2007 年开始生产高分散二氧化硅，是国内最早取得国际轮胎巨头欧洲标准认证的高分散二氧化硅制造商，先发优势显著。目前公司已取得包括米其林等多家海内外头部轮胎公司的认证，并形成了良好合作关系。公司作为合格供应商获得主流客户认证的先发优势提升了公司的市场竞争力和持续盈利能力。

3.2. 公司产能扩张路径清晰

公司拥有四大生产基地，即无锡、安徽、福建三个国内生产基地及泰国一个海外生产基地，合计已建成产能 33 万吨，在建产能 7.5 万吨。

无锡基地为公司核心生产基地，其生产线自动化程度最高，产能利用率高，使得公司能够进行集约化管理，产品单耗低于同行业平均水平，并在生产硫酸过程中生产蒸汽、电力。

安徽基地是拥有目前最大的二氧化硅单线产能的生产线，同时拥有年产 14 万吨的硅酸钠生产能力。

福建基地区域优势明显，我国福建省轮胎生产企业数量较多，二氧化硅生产企业下游客户资源丰富，福建基地建成投产后，福建省及周边地区产品销售的运输距离和运输成本将大幅下降，有助于公司把握市场机遇，建立并增强在福建省及周边地区的竞争优势，提高公司的市场占有率。福建现有产能在交替升级改造中，产能利用率较低，2021 年进行了大量的升级改造工作，包括硅酸钠、能源供应系统等配套设施升级改造，产品逐步渗透到非橡胶领域细分市场的二氧化硅，使产品应用布局上品种更加系列化、精细化、高端化。

泰国基地是公司根据“一带一路”“走出去”战略建成并投产的第一个海外工厂，有效缩短与客户的距离，降低包装、运输成本，减少汇率波动风险，降低因可能存在国际贸易摩擦而带来的经营风险，既高了自身的抗风险能力，同时提高产品的国际竞争力。泰国工厂由于疫情影响国际客户现场验厂延期，所以此前产能利用率相对较低，随着泰国 2021 年 11 月 1 日调整防疫政策，泰国工厂国际客户验厂进度顺利，泰国工厂产能大幅度提高。

图表 40: 公司四大基地



资料来源：公司官网，国联证券研究所

4. 盈利预测、估值与投资建议

4.1. 盈利预测

核心假设：

- 1) 产能假设：公司现有沉淀法二氧化硅产能 33 万吨。福建额外三条线在建产能 7.5 万吨，我们预计 22-24 年每年投产 2.5 万吨，泰国二期 2.5 万吨项目我们预计 2024 年开始贡献产能。综上，我们预计 22-24 年对应二氧化硅产能 33/35.5/40.5 万吨。
- 2) 产量假设：19-21 年公司沉淀法二氧化硅产量分别为 21.8/19.8/25.1 万吨，产能利用率（产量/产能）分别为 94.9%/59.9%/76.0%。考虑到福建基地和泰国基地开工率提升，我们假设 22-24 年二氧化硅产量约为 27/34/38 万吨。
- 3) 销量假设：19-21 年公司几乎实现满产满销，产销率分别 97%/101%/100%，因此我们假设 22-24 年公司产销率均为 100%，对应销量分别为 27/34/38 万吨。
- 4) 产品价格假设：19-21 年公司二氧化硅产品售价分别为 5440/5159/5635 元/吨，基于市场价格走势，我们预计公司 22-24 年二氧化硅单价为

6604/6500/6500 元/吨。我们预计主要原料纯碱价格有望回落，假设 22-24 年纯碱进价为 2200/2000/2000 元/吨。

基于上述假设，我们预计收入分别为 18.8/23.1/25.7 亿元，对应增速分别为 25.3%/22.7%/11.3%，综合毛利率分别为 30.65%/33.16%/34.92%，净利润分别为 4.16/5.13/5.98 亿元，对应增速分别为 38.7%/23.3%/16.5%，EPS 分别为 1.00/1.23/1.43，3 年 CAGR 为 26%。

图表 41: 公司营收测算汇总 (亿元)

	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入合计	15.03	18.83	23.10	25.70
同比增长率	42.46%	25.29%	22.67%	11.26%
毛利润	4.95	5.77	7.66	8.97
毛利率	32.93%	30.65%	33.16%	34.92%
二氧化硅产品				
营业收入	14.07	17.83	22.10	24.70
毛利润	4.62	5.57	7.46	8.77
毛利率	32.84%	31.25%	33.76%	35.53%
其他				
营业收入	0.96	1	1	1
毛利润	0.33	0.2	0.2	0.2
毛利率	34.37%	20.00%	20.00%	20.00%

资料来源: iFind, 国联证券研究所

4.2. 估值与投资建议

公司主营业务是沉淀法二氧化硅，我们选取了相近业务标的黑猫股份和金三江为可比公司，根据公司业务模式相近的聚合顺和利安隆为可比公司，根据 Wind 一致性预期，2023 年可比公司 PE 均值为 18.05 倍。考虑到未来泰国基地、福建基地开工率提升和未来公司高分散二氧化硅项目投产，我们给予公司 2023 年 PE 目标值 21 倍，对应目标价格为 25.83 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

图表 42: 可比公司估值对比表

股票代码	证券简称	市值(亿元)	股价(元)	EPS(元)			PE(x)		
				2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
002068.SZ	黑猫股份	114.63	15.33	0.26	0.71	0.96	73.55	21.64	16.00
301059.SZ	金三江	36.22	29.77	0.58	0.92	1.22	32.34	24.47	0.00
605166.SH	聚合顺	39.92	12.65	0.93	1.24	1.75	13.58	10.24	7.22
300596.SZ	利安隆	120.99	52.69	2.58	3.32	4.10	20.39	15.86	12.86
平均值				1.09	1.55	2.01	34.96	18.05	9.02
605183.SH	确成股份	85.29	20.43	1.00	1.23	1.43	20.49	16.61	14.25

资料来源: Wind, 国联证券研究所, 股价为 2023 年 2 月 22 日收盘价

5. 风险提示

1) 在建、拟建项目推进不及预期风险

公司福建基地现有在建项目 7.5 万吨, 拟建“泰国二期”项目 2.5 万吨, 若项目投产不及预期将会影响公司产销量, 将对公司未来收入及业绩产生不利影响。

2) 主要原料及能源价格上涨风险

若二氧化硅产品主要原材料纯碱、石英砂、硫磺等价格上涨, 公司原材料成本将上涨。此外, 能源占成本的比重较大, 能源价格上涨亦会推升生产成本, 将会对公司盈利能力产生负面影响。

3) 外汇汇率波动风险

公司产品国外销售比例较大, 如果人民币汇率出现大幅波动, 如人民币大幅升值, 将会对公司出口业务造成影响, 从而影响公司的盈利水平。

4) 客户开拓不及预期风险

公司产品轮胎用高分散二氧化硅下游认证壁垒较高, 周期较长, 若公司开拓客户不及预期, 可能会对公司业务进展和业绩增速产生负面影响。

5) 环保政策限制风险

二氧化硅行业生产属于化工行业, 环保壁垒较高, 新产能较难批复, 若环保政策进一步收紧, 新产能批复不及预期, 可能会对公司开拓业务产生不利影响, 进而影响公司业绩。

6) 行业空间测算偏差风险

市场空间测算是基于若干前提假设，存在假设条件不成立、市场发展不及预期等因素导致市场空间测算结果偏差。

本报告仅供
ybjieshou@eastmoney.com
邮箱所有人使用，未经许可，不得外传。

财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	1174	790	839	1194	1384	营业收入	1055	1503	1883	2310	2570
应收账款+票据	371	594	640	785	874	营业成本	691	1008	1306	1544	1672
预付账款	12	18	21	26	28	税金及附加	15	14	19	23	26
存货	116	170	227	269	291	营业费用	6	7	8	9	10
其他	60	368	454	273	325	管理费用	93	114	139	171	190
流动资产合计	1732	1940	2182	2547	2902	财务费用	39	27	-1	-3	-4
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0	0
固定资产	659	629	557	480	398	公允价值变动收益	0	4	0	0	0
在建工程	80	187	156	125	94	投资净收益	0	11	5	5	5
无形资产	106	101	84	67	51	其他	10	2	7	8	9
其他非流动资产	133	67	63	59	59	营业利润	222	352	424	579	689
非流动资产合计	978	984	860	731	601	营业外净收益	4	5	66	26	16
资产总计	2710	2925	3042	3278	3504	利润总额	225	357	490	605	705
短期借款	93	70	0	0	0	所得税	32	57	74	91	106
应付账款+票据	169	296	361	427	462	净利润	193	300	416	513	598
其他	43	85	81	96	104	少数股东损益	0	0	0	0	0
流动负债合计	305	451	442	523	566	归属于母公司净利润	193	300	416	513	598
长期带息负债	5	4	3	2	1	财务比率					
长期应付款	0	0	0	0	0		2020	2021	2022E	2023E	2024E
其他	1	1	1	1	1	成长能力					
非流动负债合计	6	5	4	3	2	营业收入	-11.41%	42.42%	25.29%	22.67%	11.26%
负债合计	311	456	446	525	568	EBIT	-13.31%	44.97%	27.45%	22.91%	16.47%
少数股东权益	0	0	0	0	0	EBITDA	-5.53%	35.06%	33.50%	19.07%	13.73%
股本	414	418	417	417	417	归母净利润	-28.32%	55.16%	38.74%	23.32%	16.54%
资本公积	766	801	801	801	801	获利能力					
留存收益	1220	1250	1377	1534	1717	毛利率	34.54%	32.94%	30.65%	33.16%	34.92%
股东权益合计	2400	2469	2596	2753	2936	净利率	18.33%	19.97%	22.11%	22.23%	23.28%
负债和股东权益总计	2710	2925	3042	3278	3504	ROE	8.06%	12.16%	16.04%	18.65%	20.38%
						ROIC	17.37%	22.37%	21.73%	30.76%	35.56%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E	资产负债	11.46%	15.59%	14.66%	16.03%	16.21%
净利润	193	300	416	513	598	流动比率	5.7	4.3	4.9	4.9	5.1
折旧摊销	75	75	124	129	130	速动比率	5.1	3.6	4.2	4.1	4.3
财务费用	39	27	-1	-3	-4	营运能力					
存货减少	17	-54	-58	-41	-22	应收账款周转率	2.8	2.5	2.9	2.9	2.9
营运资金变动	-34	-116	-20	-132	-83	存货周转率	5.9	5.9	5.7	5.7	5.7
其它	-21	52	64	42	21	总资产周转率	0.4	0.5	0.6	0.7	0.7
经营活动现金流	270	284	525	507	640	每股指标(元)					
资本支出	-165	-130	0	0	0	每股收益	0.5	0.7	1.0	1.2	1.4
长期投资	-20	-305	0	0	0	每股经营现金流	0.6	0.7	1.3	1.2	1.5
其他	-29	11	-117	202	-38	每股净资产	5.7	5.9	6.2	6.6	7.0
投资活动现金流	-215	-424	-117	202	-38	估值比率					
债权融资	0	-24	-71	-1	-1	市盈率	44.1	28.4	20.5	16.6	14.3
股权融资	49	4	0	0	0	市净率	3.6	3.5	3.3	3.1	2.9
其他	513	-183	-288	-353	-411	EV/EBITDA	17.7	16.1	12.3	10.2	8.7
筹资活动现金流	561	-204	-359	-354	-412	EV/EBIT	22.8	19.3	15.4	12.3	10.3
现金净增加额	580	-369	49	355	190						

数据来源:公司公告、iFind, 国联证券研究所预测; 股价为2023年2月22日收盘价

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

无锡：江苏省无锡市太湖新城金融一街8号国联金融大厦9层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场4层

电话：010-64285217

传真：010-64285805

上海：上海市浦东新区世纪大道1198号世纪汇广场1座37层

电话：021-38991500

传真：021-38571373

深圳：广东省深圳市福田区益田路6009号新世界中心29层

电话：0755-82775695