

中核钛白(002145)/化工

钛白粉景气高企，磷酸铁锂助力发展

评级：买入(首次覆盖)

市场价格：12.60

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

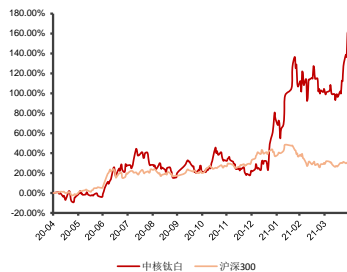
Email：xienan@r.qlzq.com.cn

联系人：叶欣怡

Email：yexy@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,053.67
流通股本(百万股)	1,591.03
市价(元)	12.60
市值(亿元)	258.76
流通市值(亿元)	146.23

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	3,377	3,716	5,162	5,875	6,529
增长率 yoy%	9.33%	10.03%	38.92%	13.81%	11.14%
净利润	431	475	928	1,159	1,231
增长率 yoy%	6.92%	10.27%	95.24%	24.90%	6.26%
每股收益(元)	0.21	0.23	0.45	0.56	0.60
每股现金流量	0.27	0.35	0.39	1.04	0.51
净资产收益率	13.14%	8.16%	12.12%	13.26%	12.08%
P/E	60.05	54.45	27.89	22.33	21.02
P/B	7.89	4.44	3.56	3.10	2.72

注：股价取自 2021 年 5 月 12 日收盘价

投资要点

- 事件：**公司公布 2020 年报，全年实现营收 37.16 亿元，同比+10.03%，归母净利润 4.75 亿元，同比+10.27%。2020Q4 归母净利润 1.19 亿元。公司公布 2021 年一季报，21Q1 实现营收 12.36 亿元，同比+49.53%，归母净利润 2.87 亿元，同比+77.29%。
- 公司钛白粉稳步增产，受益于行业景气上行。**价格方面，2020 年，钛白粉价格在二季度恐慌性下跌，三季度伴随需求恢复价格上行，四季度至今在供需趋紧与成本支撑下，钛白粉价格持续攀升。截止 2021 年 4 月，金红石型钛白粉价格已突破 19000 元/吨，达到 2017 年 5 月以来高位。行业景气不断上行。销量方面，公司钛白粉持续扩能，2019 年东方钛业年产 10 万吨金红石型钛白粉资源综合利用项目投入运营，根据 2020 年年报，产能已满负荷生产。2020 年公司钛白粉产销大增，全年生产量达 31.76 万吨，同比+24.23%，销售量达 31.99 万吨，同比+26.96%，驱动业绩高增。
- 期间费用率下行，研发投入显著增加。**2020 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.9%、8.7%、1.6%，分别同比变化-2.3pct、-1.6pct、0.4 pct。其中，销售费用率下降为销售运输费调整至营业成本核算所致，管理费用大幅下滑主要为环境安保费同比减少 1206.6 万元，系子公司金星钛白 2019 年处置以前年度堆放钛石膏费用，2020 年无该部分处置费用。2020 年公司研发人员较 19 年增加 86%，研发投入较 19 年增加 23.76%，占营收比例进一步提高至 2.71%，强力的研发投入有助于公司维持在钛白粉领域的领先优势，并在产业链相关布局上抢占先机。
- “内生增长、外延并购”，发展资源、钛化工、新材料三大业务板块。**截止 2021 年一季度末，公司固定资产规模 26.55 亿元，在建工程规模 1.07 亿元。“纵向提升”是公司以现有钛白粉粗品产能为基础，纵向延伸建设成品生产线，即年产 30 万吨钛白粉成品项目，并通过年产 20 万吨钛白粉粗品项目适度增加粗品产能，提升主业产品钛白粉的附加值及盈利能力。“横向循环”是公司以钛白粉生产过程中的副产品如废硫酸、硫酸亚铁等为基础，循环生产磷酸一铵和磷酸铁锂，在降低钛白粉生产成本同时，切入快速增长的新能源车领域，打开成长空间。
- 盈利预测：**预测公司 2021-2023 年营收为 51.62、58.75、65.29 亿元，归母净利润为 9.28、11.59 和 12.31 亿元，对应 EPS 分别为 0.45、0.56 和 0.60 元，PE 分别为 28 倍、22 倍和 21 倍。首次覆盖，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**原材料价格波动风险、环保与安全风险、项目建设不达预期风险。研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

事件：

公司公布 2020 年报，全年实现营收 37.16 亿元，同比+10.03%，归母净利润 4.75 亿元，同比+10.27%。2020Q4 归母净利润 1.19 亿元。公司公布 2021 年一季报，21Q1 实现营收 12.36 亿元，同比+49.53%，归母净利润 2.87 亿元，同比+77.29%。

点评：

- **中核华原钛白股份有限公司创始于 1989 年，于 2007 年上市。**公司前身为中国核工业总公司第四零四厂钛白分厂，被誉为钛白粉行业的“黄埔军校”，IPO 上市后经过十三年的高速发展，形成了安徽金星钛白（集团）有限公司、甘肃东方钛业有限公司、甘肃和诚钛业有限公司三大生产基地。
- **公司主营产品为硫酸法生产的金红石型钛白粉，目前已具备 33 万粗品产能、近 40 万吨成品产能的规模。**产能位列国内第二位、全球第六位。其中安徽金星钛白（集团）有限公司、甘肃和诚钛业有限公司、甘肃东方钛业有限公司分别具备 15 万吨、8 万吨、10 万吨粗品产能，三大生产基地生产的粗品均由安徽金星钛白（集团）有限公司进行后处理加工至成品并对外销售。
- **公司主业钛白粉持续扩能。**2020 年 8 月 20 日，公司与白银市政府签署项目建设合作协议书，计划在白银高新区银东工业园，采用分阶段建设的模式建成 50 万吨清洁生产工艺资源综合利用项目。预计总投资规模 60 亿元，计划在“十四五”期间完成全部投资。根据 2020 年报披露，第一阶段 10 万吨/年钛白粉粗品项目已满负荷生产，第二阶段 20 万吨/年钛白粉粗品项目已开工建设，配套 30 万吨/年钛白粉成品项目已具备开工建设条件。

图 1：中核钛白主要产能分布

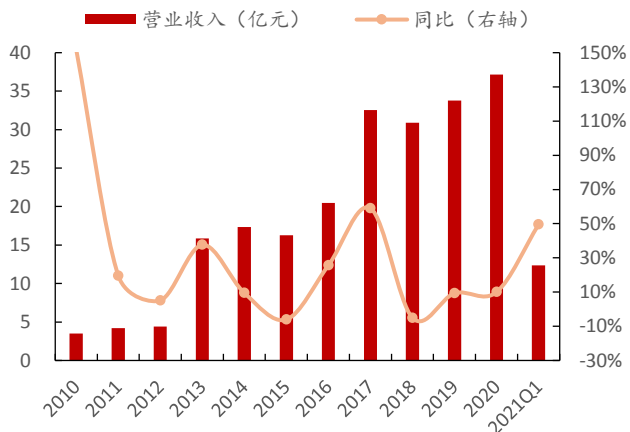
公司	地区	2020 年粗品 产能	2020 年成品 产能	备注
金星钛白	安徽马鞍山	15 万吨	近 40 万吨	计划在白银分阶段建成 50 万吨清洁生产工艺资源综合利用项目。第一阶段 10 万吨/年钛白粉粗品项目已满负荷生产；截止 2021 年 4 月，第二阶段 20 万吨/年钛白粉粗品项目已开工建设，配套 30 万吨/年钛白粉成品项目已具备开工建设条件。
东方钛业	甘肃白银	10 万吨		
和诚钛业	甘肃嘉峪关	8 万吨		

资料来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司业绩稳步增加，钛白粉稳步增产，受益于行业景气上行。**公司主营业务为钛白粉。钛白粉行业自 2015 年底走出困境复苏以来，经历 2016-2017 年的高峰期，2019 年波动式下行。2020 年，钛白粉价格在二季度恐慌性下跌，三季度伴随需求恢复价格上行，四季度至今在供需趋紧与成本支撑下，钛白粉价格持续攀升。截止 2021 年 4 月，金红石型钛白粉价格已突破 19000 元/吨，达到 2017 年 5 月以来高位。公司钛白粉持续扩能，2019 年东方钛业年产 10 万吨金红石型钛白粉资源综合利用项目投入运营，根据

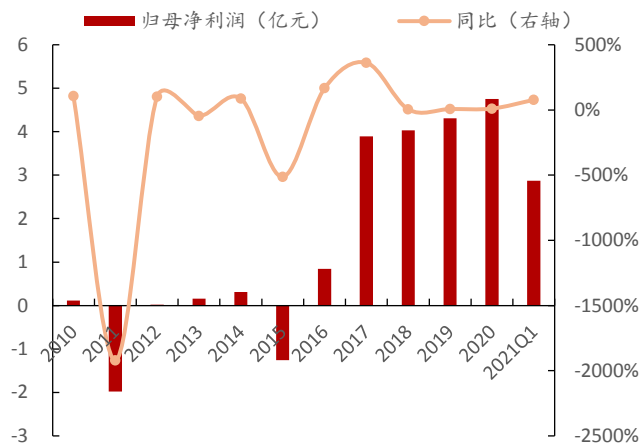
2020 年年报，产能已满负荷生产。2021 年一季度，公司实现营收 12.36 亿元，同比 +49.53%，归母净利润 2.87 亿元，同比+77.29%。

图 2：公司营业收入及增速



资料来源：wind，中泰证券研究所

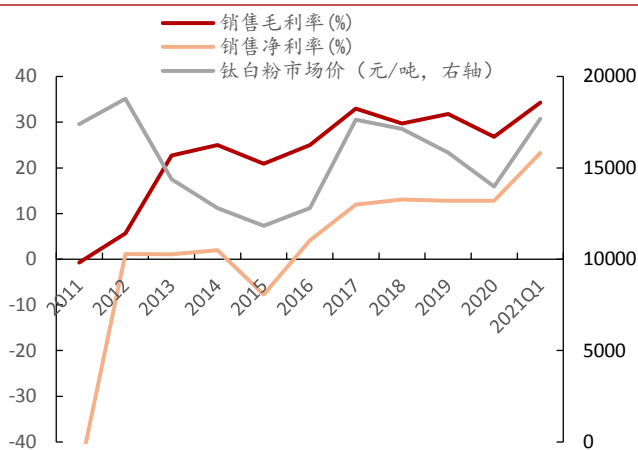
图 3：公司归母净利润及增速



资料来源：wind，中泰证券研究所

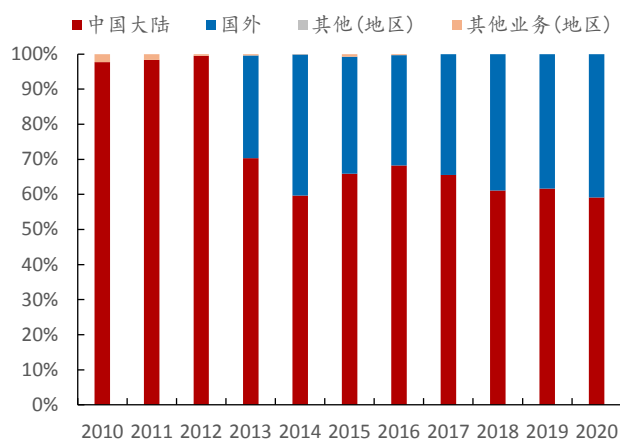
- **公司毛利率与钛白粉价格高度相关，海外营收占比高。**公司毛利率和净利率波动与钛白粉价格高度相关。从地区销售看，我国已是世界钛白粉生产、消费大国，产能不仅能满足国内需求，而且还大量出口国际市场。公司近几年不断扩大出口销售，2020 年公司有 40.1%的营收来自国外。2020 年伴随东方钛业一期项目满产，公司钛白粉产销大增，全年生产量达 31.76 万吨，同比+24.23%，销售量达 31.99 万吨，同比+26.96%。

图 4：公司毛利率和净利率



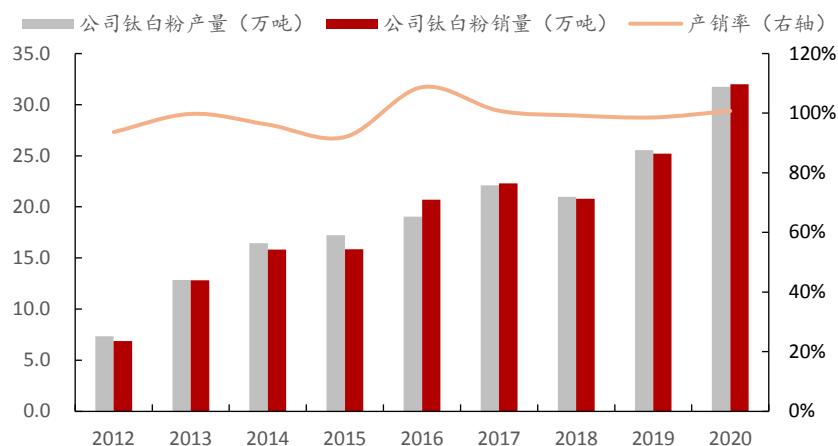
资料来源：wind，中泰证券研究所

图 5：公司各地区营收占比



资料来源：wind，中泰证券研究所

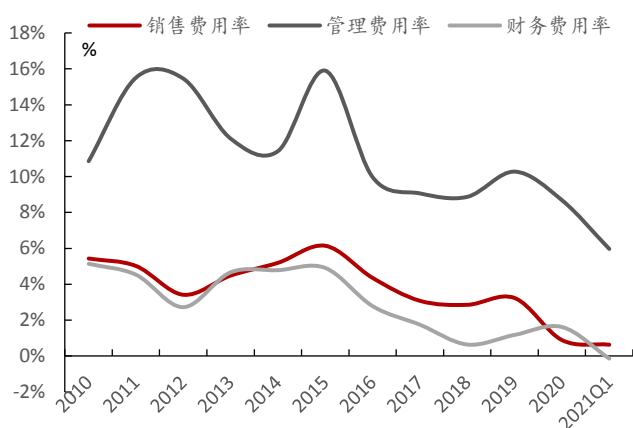
图 6: 中核钛白产品产量和销量



资料来源: 公司公告, 中泰证券研究所

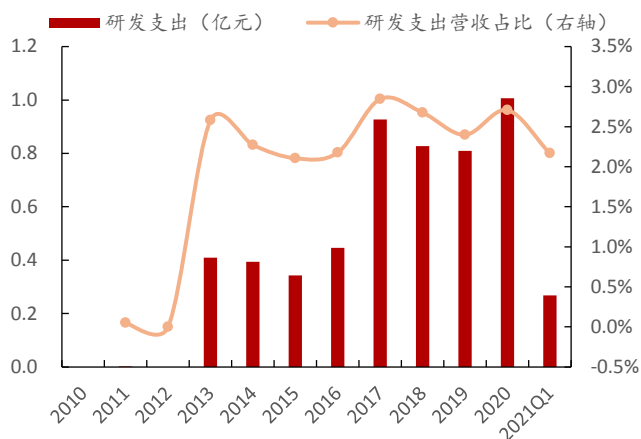
- 期间费用率下行, 研发投入显著增加。**2020 年公司销售费用率、管理费用率、财务费用率分别为 0.9%、8.7%、1.6%, 分别同比变化-2.3pct、-1.6pct、0.4pct。其中, 销售费用率下降为销售运输费调整至营业成本核算所致, 2020 年公司营业成本中制造费用、折旧及其他较上年增长 1.22 亿, 将其还原后销售费用率小幅上行。管理费用大幅下滑主要为环境安保费同比减少 1206.6 万元, 系子公司金星钛白 2019 年处置以前年度堆放钛石膏费用, 2020 年无该部分处置费用。2020 年公司研发人员较 19 年增加 86%, 研发投入较 19 年增加 23.76%, 占营收比例进一步提高至 2.71%, 强力的研发投入有助于公司维持在钛白粉领域的领先优势, 并在产业链相关布局上抢占先机。

图 7: 公司期间费用率情况



资料来源: wind, 中泰证券研究所

图 8: 公司研发支出占营收比例

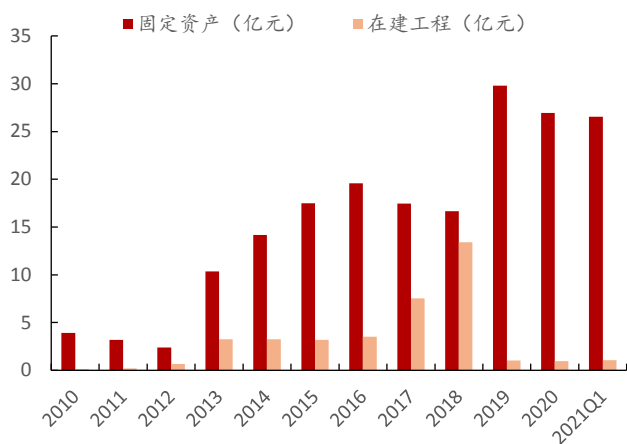


资料来源: wind, 中泰证券研究所

- “内生增长、外延并购”, 发展资源、钛化工、新材料三大业务板块。**截止 2021 年一季度末, 公司固定资产规模 26.55 亿元, 在建工程规模 1.07 亿元。“纵向提升”是公司以现有钛白粉粗品产能为基础, 纵向延伸建设成品生产线, 即年产 30 万吨钛白粉成品项目, 并通过年产 20 万吨钛白粉粗品项目适度增加粗品产能, 提升主业产品钛白粉的附加值及盈利能力。同时, 公司通过战略合作的方式锁定新疆地区低成本钛矿资源,

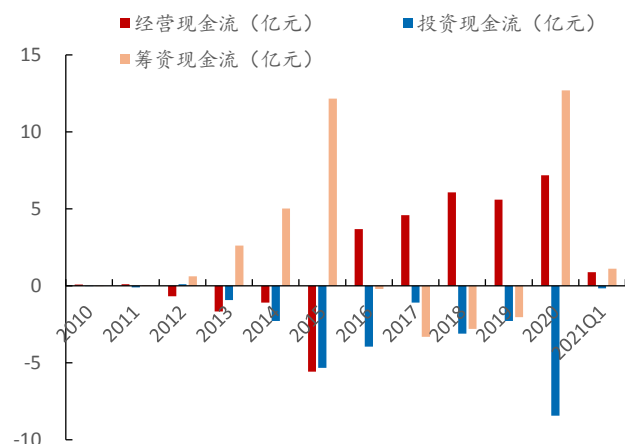
发挥成本优势。“横向循环”是公司以钛白粉生产过程中的副产品如废硫酸、硫酸亚铁等为基础实施循环生产，其中，“年产 50 万吨水溶性磷酸一铵资源循环项目”为“废酸循环”部分，可以消纳钛白粉生产过程中的废硫酸和酸性废水，以及工业园区内的液氨；“年产 50 万吨磷酸铁锂项目”为“亚铁循环”部分，即将水溶性磷酸一铵与钛白粉生产过程中的硫酸亚铁反应生产磷酸铁，再利用磷酸铁、碳酸锂和有机碳源经过一系列工艺而得到磷酸铁锂。所需原材料液氨、硫酸、煤炭、碳酸锂的部分供应均由园区企业生产。

图 9：公司固定资产和在建工程



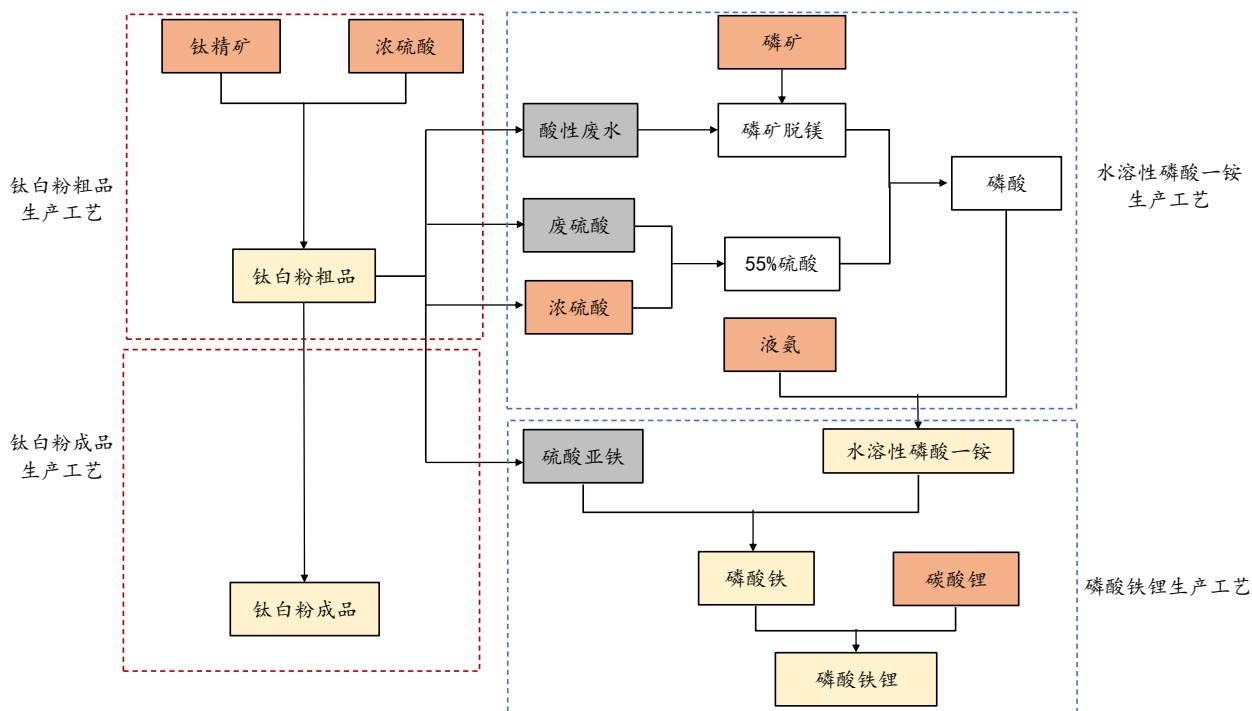
资料来源：wind，中泰证券研究所

图 10：公司现金流情况



资料来源：wind，中泰证券研究所

图 11：东方钛业绿色循环产业示意图



资料来源：公司公告，中泰证券研究所

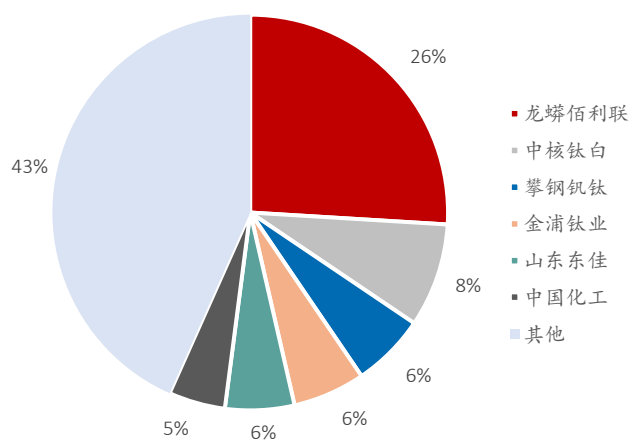
钛白粉：供需紧平衡，格局持续优化

■ **钛白粉供需紧平衡，集中度有望持续提升。**我国是全球最大的钛白粉生产国和消费国。2000年后我国钛白粉行业开始参与国际竞争，据美国地质调查局，2011年我国钛白粉产能超越美国，成为全球最大的钛白粉生产国，2020年我国钛白粉产能占全球总产能的48%。

1) **供应端：全球钛白粉行业已呈现寡头垄断格局，国内龙头份额不断提升。**全球钛白粉企业主要集中在科慕、特诺、龙蟒佰利联、范能拓、康诺斯五家企业手中，据公司公告，2020年前五家企业产能共计占全球产能的58%。我国钛白粉行业在经历了以龙蟒佰利联为首的兼并收购后，2019年已形成了以龙蟒佰利联、中核钛白、山东东佳、金浦钛业、攀钢集团等大型集团为主的供给格局，以上五家钛白粉产能占我国总产能的一半左右。据卓创资讯，2020年中国钛白产量大约在348万吨左右，较2019年的318万吨同比增加30万吨，增幅为9.43%。

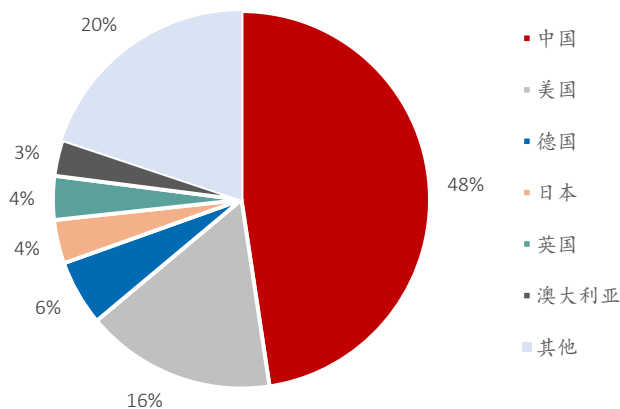
目前我国钛白粉行业中小企业偏多，环保压力大，技术以硫酸法为主导，生产过程中会产生大量的废酸、酸性废水、硫酸亚铁等副产品。随着供给侧改革不断深入，钛白粉行业准入门槛提高，小型钛白粉生产企业不断淘汰，具备氯化法工艺和硫酸法清洁生产工艺的企业脱颖而出。未来钛白粉行业集中度有望持续提高。

图 12：2020 年国内钛白粉竞争格局



资料来源：公司公告，钛白粉产业技术创新战略联盟，中泰证券研究所

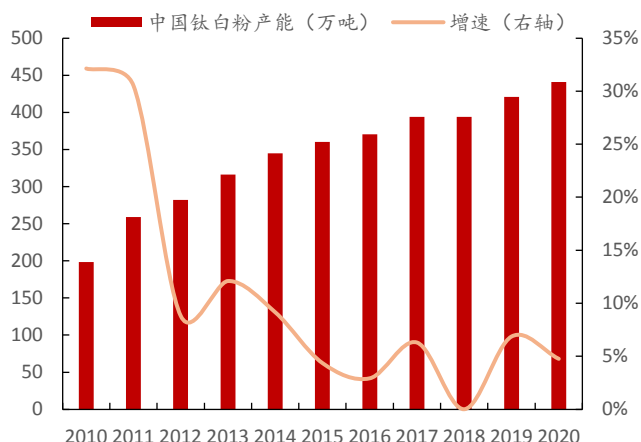
图 13：2020 年全球钛白粉产能布局



资料来源：wind，中泰证券研究所

短期钛白粉开工率持续上行，长期产能增量以氯化法为主。在海外需求驱动与成本强力支撑的催化下，我国钛白粉开工率自2020年下半年开始持续攀升，行业景气向上。2021-2022年，据卓创资讯，攀钢集团、锦州钛业等企业均有氯化法项目投产计划，新增钛白粉产能总计达26万吨/年；此外，公司硫酸法清洁生产钛白粉预计进一步贡献20万吨/年的粗品增量。当下硫酸法新增产能不但面临政策的限制，还将因环保原因不断被淘汰。整体而言未来我国钛白粉供给格局向好。

图 14：我国钛白粉产能增速



资料来源：卓创资讯，中泰证券研究所

图 15：我国钛白粉开工率上行

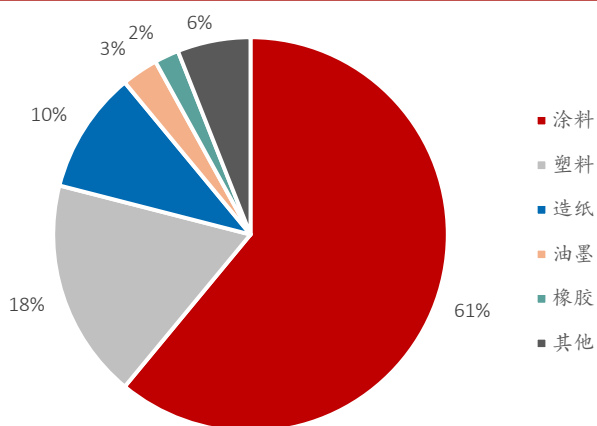


资料来源：卓创资讯，中泰证券研究所

2) 需求端：钛白粉下游应用集中在涂料领域，中国消费量占全球的三分之一。钛白粉作为一种工业染料及颜料，消费领域集中在涂料、塑料、造纸和油墨这四大领域，其中涂料占比高达 61%。除此之外，钛白粉还被应用于橡胶、皮革、陶瓷、化妆品的生产等，高纯钛白粉在电子元件中的需求量也在快速上升。分地区来看，据 IHS，中国是钛白粉消费大国，2017 年占全球消费量的三分之一，西欧、北美分别占比 20% 和 16%。

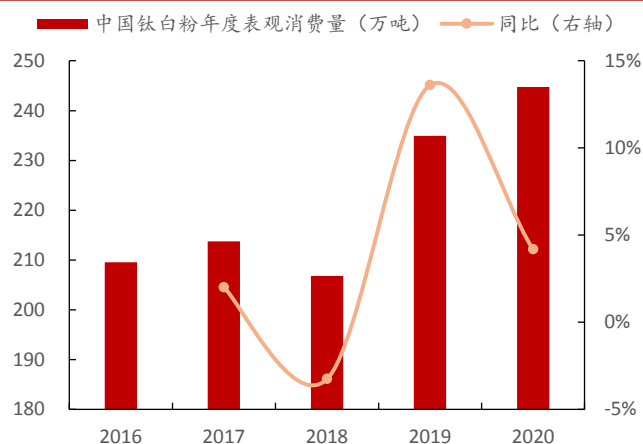
2020 年我国钛白粉表观消费量为 244.7 万吨，同比增加 4%。由于我国钛白粉产能大多使用硫酸法，质量属于中低水平，每年仍需大量进口高端氯化法钛白粉，而出口主要集中在印度、巴西等新兴经济体，以价格为主要竞争优势。2020 年伴随龙蟒佰利氯化法钛白粉以及公司东方钛业一期 10 万吨钛白粉放量，加之海外地产需求崛起，钛白粉出口高速增长。

图 16：我国钛白粉需求结构



资料来源：卓创资讯，中泰证券研究所

图 17：我国钛白粉表观消费量

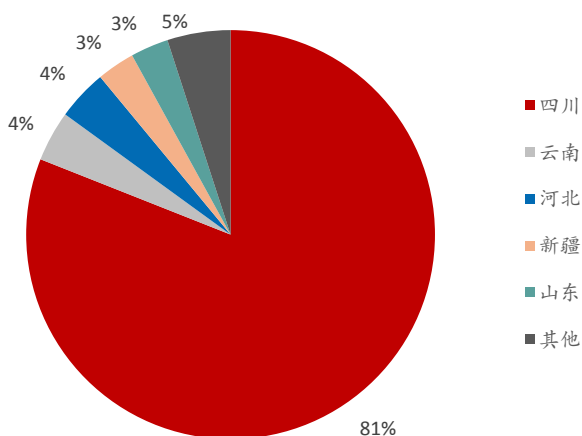


资料来源：卓创资讯，中泰证券研究所

3) 原料端：钛矿新增产能有限，价格中枢或持续上行。尽管我国钛矿储量较高，但由于资源禀赋较低，贫矿多、金红石矿少，我国每年依旧大量依赖进口钛矿。据涂多多统计，2020年中国钛矿产量为545万吨，同比增长10.5%，其中攀矿产量439万吨，占全国的八成以上。2020年中国钛矿主要进口自莫桑比克、越南、澳大利亚、肯尼亚等国，进口量达301万吨，同比增长16%。

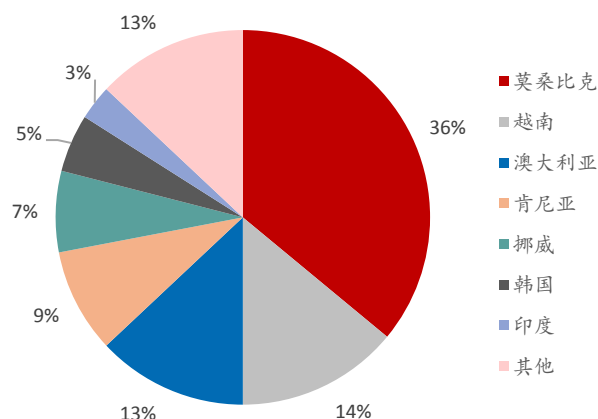
从新增产量看，国内小型钒钛磁铁矿采选企业在环保压力下陆续关停，小产能逐步出清；进口方面，全球矿山资源枯竭现象严重，主要增量集中在肯梅尔资源新增产能释放，据涂多多，该公司2020年钛铁矿产量为75.6万吨，2021年计划提升钛矿产量至110-120万吨。而需求端，伴随海绵钛与氯化法钛白粉产能释放，钛矿需求持续增加，预计钛矿将长期处于紧平衡状态。

图 18：2020 年我国钛矿产量分布



资料来源：涂多多，中泰证券研究所

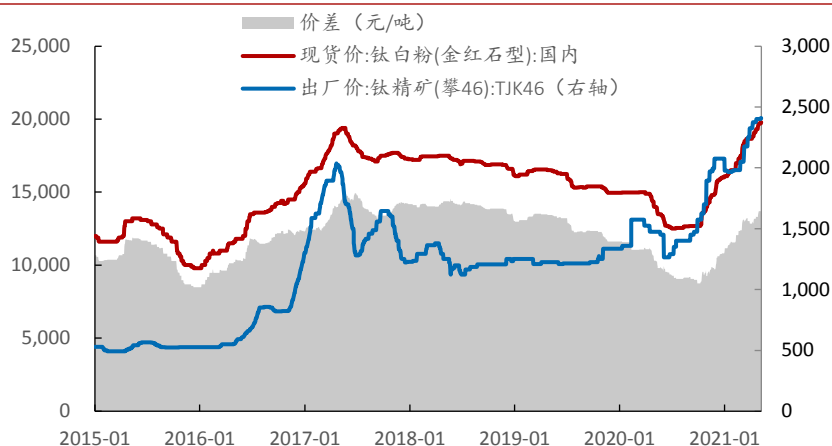
图 19：2020 年我国钛矿进口国分布



资料来源：涂多多，中泰证券研究所

公司努力提高钛矿自给率，成本优势逐渐凸显。公司高度重视以钛精矿为主的原材料资源锁定，一方面，公司与攀枝花市政府合作，计划投入资金依法参与攀枝花钒钛产能的整合，打造钒钛产业集群；另一方面，公司与新疆湘晟及哈密瑞泰共同出资设立新疆德晟，锁定新疆地区低成本钛矿资源的供应，具备价格和运费优势。

图 20：钛矿和钛白粉价格大幅上涨

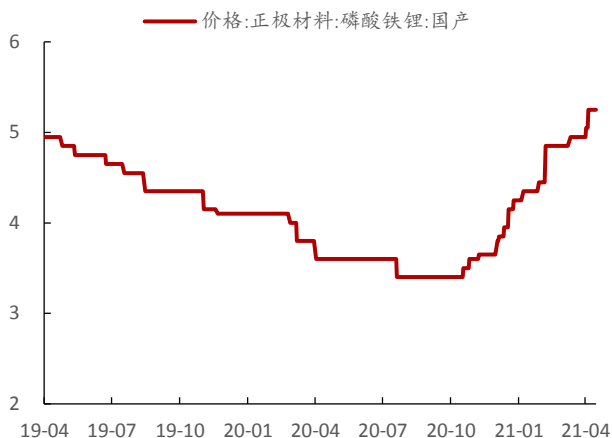


资料来源：wind，中泰证券研究所

磷酸铁锂：供需紧平衡，格局持续优化

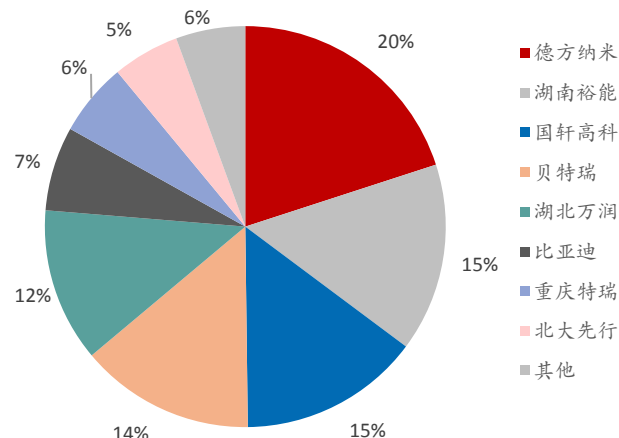
- **磷酸铁锂是主流的锂电池正极材料，在商用车和储能领域具备优势。**锂电池正极材料主要分为钴酸锂、锰酸锂、磷酸铁锂和三元材料四种，因各自特性不同分别用于不同的细分市场。以 NCM 三元材料为正极的动力电池凭借能量密度优势，逐渐替代磷酸铁锂作为电动乘用车的主要选择；而磷酸铁锂凭借低成本、高循环次数、安全性好的特点，适用于电动商用车和储能领域。此外，部分车企也借助于电池无模组技术，比如比亚迪刀片电池，将磷酸铁锂用于乘用车领域。

图 21：磷酸铁锂价格走势



资料来源：wind，中泰证券研究所

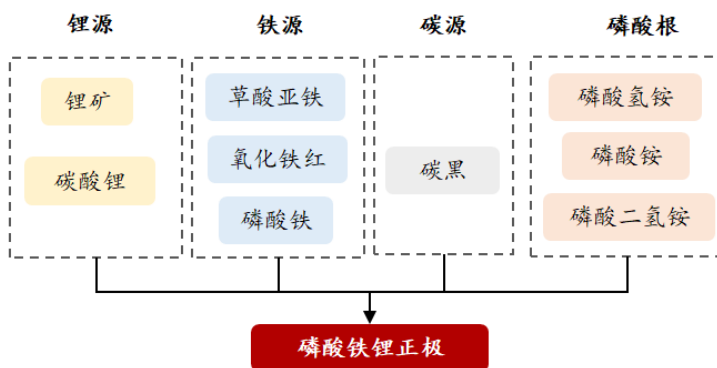
图 22：2020 年我国磷酸铁锂材料产量占比



资料来源：中国电池工业协会，中泰证券研究所

- **电动化趋势驱动磷酸铁锂产量高增，行业大幅扩能，成本重要性凸显。**据中国电池工业协会大数据中心,2020 年中国锂电磷酸铁锂材料产量约 14.3 万吨,同比增长 60.7%,排名前五企业的产量合计占总产量的 76%。据中国电池工业协会,截至 2020 年年底,我国拥有磷酸铁锂产能 25.7 万吨,未来 2-3 年内计划新增 33.2 万吨产能,行业正处于大幅扩能阶段,成本将成为核心竞争力。

图 23：磷酸铁锂产业链



资料来源：中泰证券研究所

- 公司磷酸铁锂项目依托于循环产业链，具备较强的竞争力。**公司年产 50 万吨磷酸铁锂项目主要利用磷酸一铵及钛白粉粗品副产品硫酸亚铁，生产前驱体磷酸铁，再利用磷酸铁、碳酸锂和有机碳源生产磷酸铁锂。碳酸锂方面，公司计划通过项目所在工业园区企业及国内外碳酸锂富产地区外购取得。能源方面，电、水、气、汽等均由工业园区供应保障。整体而言，磷酸铁锂项目不仅可以有效降低公司钛白粉制造成本，还可实现硫酸亚铁的增值利用，与现有产业有较强的协同效应。

盈利预测与估值

假设：

- 假设钛白粉供需紧平衡，价格中期维持高位。
- 假设东方钛业年产 30 万吨钛白粉成品项目逐步释放。
- 假设公司磷酸一铵、磷酸铁锂项目按计划建设并投产。

图 24：主要产品盈利预测业务拆分

产品	项目	2020A	2021E	2022E	2023E
钛白粉	营业收入（亿元）	36.9	51.4	58.5	65.1
	营业成本（亿元）	27.1	33.4	39.4	44.5
	毛利率	26.6%	35.1%	32.6%	31.7%

资料来源：Wind、中泰证券研究所

盈利预测：预测公司 2021-2023 年营收分别为 51.62、58.75、65.29 亿元，归母净利润分别为 9.28、11.59 和 12.31 亿元，对应 EPS 分别为 0.45、0.56 和 0.60 元，PE 分别为 28 倍、22 倍和 21 倍。

我们选取钛白粉、钛矿以及磷酸铁锂行业上市公司进行估值对比，2021 年平均估值 PE 为 29 倍（对应 2021 年 5 月 12 日股价），中核钛白 2021 年 PE 为 28 倍。我们认为公司作为钛白粉龙头企业，主业钛白粉产能持续投放，切入高增长的磷酸铁锂领域，循环产业链项目进一步降低制造成本，公司迎来重要发展期。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

图 25：可比公司估值

股票代码	简称	总市值 (亿元)	总股本 (亿)	股价 2021-05-12	EPS				PE			
					20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E
002601.SZ	龙蟒佰利	808.95	22.40	36.12	1.13	1.78	2.14	2.46	32.0	20.3	16.9	14.7
002978.SZ	安宁股份	222.23	4.01	55.42	1.81	2.67	3.03	3.21	30.7	20.7	18.3	17.3
300769.SZ	德方纳米	126.89	0.90	141.58	(0.36)	2.30	3.71	5.42	(393.3)	61.4	38.2	26.1
835185.NQ	贝特瑞	195.76	4.85	40.33	1.08	1.53	1.97	-	37.3	26.3	20.5	-
600426.SH	华鲁恒升	667.74	16.27	41.05	1.11	2.54	2.79	3.12	37.1	16.1	14.7	13.2
	平均	404.31	9.68	62.90	0.95	2.17	2.73	3.55	(51.2)	29.0	21.7	17.8
002145.SZ	中核钛白	259.79	20.54	12.65	0.23	0.45	0.56	0.60	24.0	28.0	22.4	21.1

资料来源：Wind、中泰证券研究所 注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

风险提示

原材料价格波动风险。公司硫酸法钛白粉生产的主要大宗原材料为钛精矿、硫酸和硫磺，这些主要原材料成本占钛白粉生产成本的比重约为 50%左右。钛精矿价格持续走高或对公司盈利水平产生较大影响。

环保与安全风险。国家的安全、环保、节能要求不断提高，企业若不加大对环保治理的投入和环保设备、设施的升级改造，提高对钛白粉生产过程中的三废处置标准等，或将面临安全环保风险。

项目建设不达预期风险。公司钛白粉和磷酸铁锂等项目实施周期较长，受市场及经济环境、相关法律法规及政策、产业环境等多方面因素影响，项目的分期建设进度、投资规模、资金来源、预计效益等存在不确定性。

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图 26: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)						资产负债表 (人民币百万元)				
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,377	3,716	5,162	5,875	6,529	货币资金	1,944	2,700	3,073	3,416
增长率	9.3%	10.0%	38.9%	13.8%	11.1%	应收款项	857	1,089	1,126	1,336
营业成本	-2,304	-2,719	-3,345	-3,953	-4,454	存货	421	749	633	925
%销售收入	68.2%	73.2%	64.8%	67.3%	68.2%	其他流动资产	1,437	1,204	1,445	1,289
毛利	1,073	996	1,817	1,922	2,075	流动资产	4,659	5,743	6,278	6,966
%销售收入	31.8%	26.8%	35.2%	32.7%	31.8%	%总资产	57.0%	57.6%	56.0%	55.4%
营业税金及附加	-38	-42	-61	-70	-78	长期投资	6	6	6	6
%销售收入	1.1%	1.1%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	2,696	2,939	3,146	3,316
营业费用	-109	-33	-46	-52	-58	%总资产	33.0%	29.5%	28.0%	26.4%
%销售收入	3.2%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	无形资产	203	197	192	187
管理费用	-266	-222	-309	-351	-390	非流动资产	3,516	4,234	4,942	5,602
%销售收入	7.9%	6.0%	6.0%	6.0%	6.0%	%总资产	43.0%	42.4%	44.0%	44.6%
息税前利润 (EBIT)	660	700	1,401	1,449	1,549	资产总计	8,175	9,977	11,219	12,568
%销售收入	19.5%	18.8%	27.1%	24.7%	23.7%	短期借款	368	537	661	478
财务费用	-40	-60	-84	-95	-106	应付款项	1,415	1,634	1,782	2,154
%销售收入	1.2%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	其他流动负债	312	264	264	280
资产减值损失	-53	-15	0	0	0	流动负债	2,095	2,435	2,706	2,911
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	长期贷款	113	113	0	0
投资收益	-14	3	0	0	0	其他长期负债	140	166	165	157
%税前利润	—	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	2,348	2,714	2,872	3,068
营业利润	554	627	1,317	1,354	1,443	普通股股东权益	5,827	7,263	8,348	9,500
营业利润率	16.4%	16.9%	25.5%	23.0%	22.1%	少数股东权益	0	0	0	0
营业外收支	28	7	17	17	14	负债股东权益合计	8,175	9,977	11,219	12,568
税前利润	581	634	1,334	1,371	1,457	比率分析				
利润率	17.2%	17.1%	25.9%	23.3%	22.3%		2020A	2021E	2022E	2023E
所得税	-77	-89	-170	-212	-225	每股指标				
所得税率	13.2%	14.0%	12.7%	15.5%	15.5%	每股收益 (元)	0.23	0.45	0.56	0.60
净利润	431	475	928	1,159	1,231	每股净资产 (元)	2.84	3.54	4.06	4.63
少数股东损益	0	0	0	0	0	每股经营现金净流 (元)	0.35	0.58	0.74	0.83
归属于母公司的净利润	431	475	928	1,159	1,231	每股股利 (元)	0.01	0.03	0.04	0.04
净利率	12.8%	12.8%	18.0%	19.7%	18.9%	回报率				
现金流量表 (人民币百万元)						净资产收益率	8.16%	12.77%	13.88%	12.96%
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率	5.81%	9.30%	10.33%	9.80%
净利润	431	475	928	1,159	1,231	投入资本收益率	13.81%	28.21%	28.28%	25.91%
加: 折旧和摊销	188	217	262	298	335	增长率				
资产减值准备	56	17	0	0	0	营业总收入增长率	10.03%	38.92%	13.81%	11.14%
公允价值变动损失	0	0	0	0	0	EBIT增长率	2.60%	95.35%	3.44%	6.90%
财务费用	52	60	84	95	106	净利润增长率	10.27%	95.24%	24.90%	6.26%
投资收益	14	-3	0	0	0	总资产增长率	42.51%	22.04%	12.45%	12.02%
少数股东损益	0	0	0	0	0	资产管理能力				
营运资金的变动	-300	-137	-85	-27	34	应收账款周转天数	43.4	43.4	43.4	43.4
经营活动现金净流	560	718	1,188	1,526	1,706	存货周转天数	46.1	40.8	42.4	42.9
固定资本投资	-75	293	-1,000	-1,000	-1,000	应付账款周转天数	66.6	78.6	78.5	74.5
投资活动现金净流	-229	-845	-1,000	-1,000	-1,000	固定资产周转天数	275.0	196.5	186.5	178.2
股利分配	-29	-29	-60	-74	-79	偿债能力				
其他	-174	1,298	629	-79	-284	净负债/股东权益	-35.31%	-31.47%	-31.29%	-34.44%
筹资活动现金净流	-204	1,268	568	-153	-364	EBIT利息保障倍数	11.9	16.7	15.2	14.6
现金净流量	127	1,141	757	373	342	资产负债率	28.72%	27.21%	25.59%	24.41%

资料来源: Wind、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。