

中核钛白(002145)

报告日期: 2020年4月27日

# 钛白粉领先企业, 产销齐增打开盈利空间

——中核钛白首次覆盖深度报告

✉ : 陈煜 S1230520040001 范飞 S1230518040001  
☎ : 021-80106011 021-80106025  
✉ : chenyu@stocke.com.cn fanfei@stocke.com.cn

## 报告导读

公司是国内领先的钛白粉企业, 具有一定规模优势和成本优势, 将持续受益于钛白粉行业集中度提升。

## 投资要点

### □ 钛白粉领先企业: 管理优异, 成本控制力强

——公司依靠金星钛白、和诚钛业和东方钛业三大钛白粉生产基地, 粗品年产能已达到 33 万吨, 成品年产能超过 40 万吨, 继续保持行业第二名的地位;  
——公司具有持续成长动力: 由于历史原因, 通过收购获得的东方钛业硫酸法钛白粉项目规划较早, 公司手握的可建硫酸法产能资质是一种优质资源, 给公司的中期发展带来增量, 理论上未来公司硫酸法钛白粉仍然有较大增量空间, 而行业其他企业部分受制于硫酸法的新增产能限制;  
——公司的规模优势、技术优势以及循环经济成本优势明显。

### □ 硫酸法受限的大背景下, 公司钛白粉价格跌幅可能小于市场预期

——产品价格调整幅度可能有限: 市场预期, 由于疫情原因, 今年需求较弱, 价格可能会大幅回落, 从我们统计的 186 种化工行业的价格数据看, 今年平均跌幅约 15% (中位数 22%), 另一方面, 从市场给予的代表性钛白粉企业估值较历史平均估值折价约 23%, 因此市场对钛白粉企业的盈利有明显的折价预期;

但我们估计硫酸法钛白粉均价较去年下滑 3%, 价格表现将好于市场预期, 主要基于以下原因: 1) 国内集中度高, CR5 达到 50%, 除龙头企业外的几个代表性的钛白粉企业 2019 年净利率均仅 3% 左右, 如果超预期下跌可能引发减产行为; 2) 硫酸法新增产能有限: 今年新增产能几乎全是氯化法钛白粉工艺, 价格高于硫酸法钛白粉, 与公司的硫酸法钛白粉不构成实质性冲突。3) 出口部门目前需求暂不好估计, 但 1-3 月份累计出口 17 万吨, 同比增长 43%, 钛白粉出口可能好于预期;

——中期受益于行业集中度的不断提升: 受环保政策限制, 近年我国钛白粉行业集中度呈提升趋势, 行业内企业数量由 2012 年的 66 家降至 2018 年的 41 家。2019 年国内钛白粉产能 CR5 达到 50%, 但对比全球行业产能格局, 我国钛白粉行业集中度仍有提升空间。中核钛白产能占比为 8%, 将持续受益于未来钛白粉行业集中度提升。

### □ 催化剂

行业减产, 钛白粉价格上行; 东方钛业二期投产放量。

### □ 风险提示

钛精矿供给紧张风险; 需求不及预期的风险; 安全生产的风险。

### □ 盈利预测及估值

预计公司 2020-2022 年的收入为 40.88 亿元、47.85 亿元和 53.58 亿元, 净利润分别为 5.06 亿元、6.03 亿元、6.67 亿元, 利润增速为 17.43%、19.24%、10.50%, PE 估值为 14.37 倍、12.02 倍和 10.91 倍, 参照公司过去三年平均 21 倍估值,

## 评级

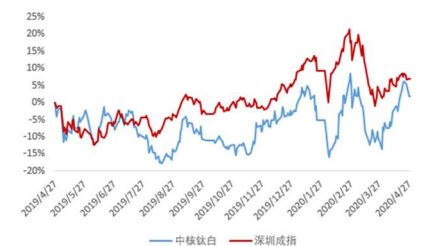
## 买入

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥4.57

## 单季度业绩

## 元/股

1Q/2020	0.10
4Q/2019	0.06
3Q/2019	0.07
2Q/2019	0.07



## 公司简介

公司是最早从国外引进全套金红石型钛白粉生产技术的企业, 经过十几年的不断发展壮大, 目前, 按钛白粉产能排名, 已位列国内钛白粉行业第二。

## 相关报告

报告撰写人: 陈煜  
数据支持人: 陈煜 范飞

并参照钛白粉行业平均吨市值约 2.8 万元，公司吨市值约为 2.23 万元，考虑公司的持续成长空间，给予公司买入评级。

**财务摘要**

(百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
主营收入	3377	4088	4785	5359
(+/-)	9.33%	21.06%	17.05%	11.98%
净利润	431	506	605	667
(+/-)	6.92%	17.43%	19.52%	10.24%
每股收益(元)	0.27	0.32	0.38	0.42
P/E	16.87	14.37	12.02	10.91

## 正文目录

1. 中核钛白：国内首家钛白粉上市企业.....	4
2. 全球钛白粉需求持续增长.....	4
3. 产销齐增，打开盈利空间.....	5
4. 硫酸法产能受限：环保倒逼升级、公司硫酸法未来仍有拓展空间.....	7
5. 盈利预测与投资评级.....	8
6. 风险提示.....	11

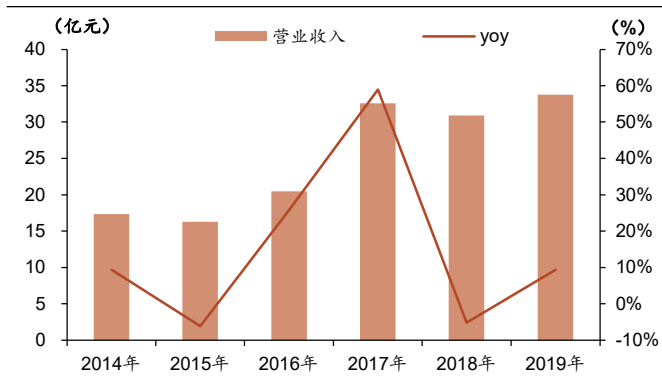
## 图表目录

图 1: 公司营业收入及其增速.....	4
图 2: 公司归母净利润及其增速.....	4
图 3: 金红石型钛白粉销售收入占比达 98.60%.....	4
图 4: 公司海内外销售收入结构.....	4
图 5: 国内钛白粉下游需求结构.....	5
图 6: 钛白粉进出口数量及增速.....	5
图 7: 公司历年钛白粉产销量.....	5
图 8: 2019 年公司钛白粉单位成本降低近千元.....	6
图 9: 公司毛利率高于同行可比公司.....	7
图 10: 全球钛白粉行业产能格局.....	7
图 11: 我国钛白粉行业产能格局.....	7
图 12: 硫酸法和氯化法钛白粉生产工艺流程图.....	8
图 13: 受需求影响，化工行业价格普遍下跌.....	9
图 14: 钛白粉库存（吨）.....	10
图 15: 钛白粉月度产量（吨）.....	10
图 16: 钛白粉价格与价差（元/吨）.....	10
图 17: 原料钛精矿与硫酸价格（元/吨）.....	10
图 18: 历史 PE 估值：当前估值低于过去三年均值（21 倍 PE）.....	11
表 1: 公司产能明细.....	6
表 2: 中核钛白具有相对成本优势.....	6
表 3: 新建硫酸法产能受到制约.....	8
表 4: 出口消化了国内产量增长.....	9
表 5: 盈利预测关键假设.....	10
表 6: 敏感性分析.....	11
表附录: 三大报表预测值.....	12

## 1. 中核钛白：国内首家钛白粉上市企业

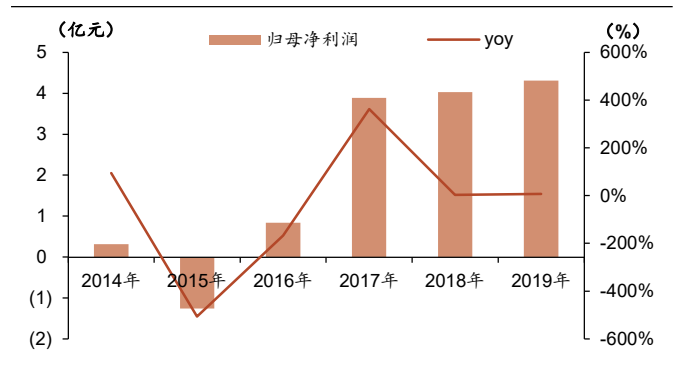
中核华原钛白股份有限公司创始于 1989 年，于 2007 年上市，是国内第一家全套引进金红石型钛白粉生产技术、专注于钛白产品制造的企业。根据产能排名，公司已位列国内钛白粉行业第二。2019 年，公司实现营业收入 33.77 亿元，同比增长 9.33%；归母净利润 4.31 亿元，同比增长 6.92%；2020 年一季度预计归母净利润为 1.30-1.67 亿元，同比增长 20%-55%。公司产品以金红石型钛白粉为主，其销售收入占公司总销售收入的 98.60%。2019 年出口销售收入同比提升 7.65%，占比为 38.30%。

**图 1：公司营业收入及其增速**



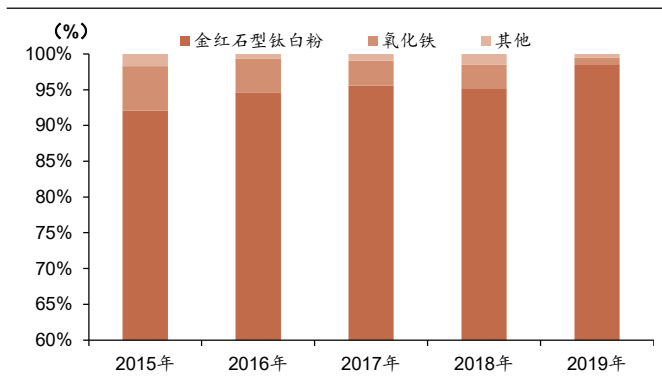
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

**图 2：公司归母净利润及其增速**



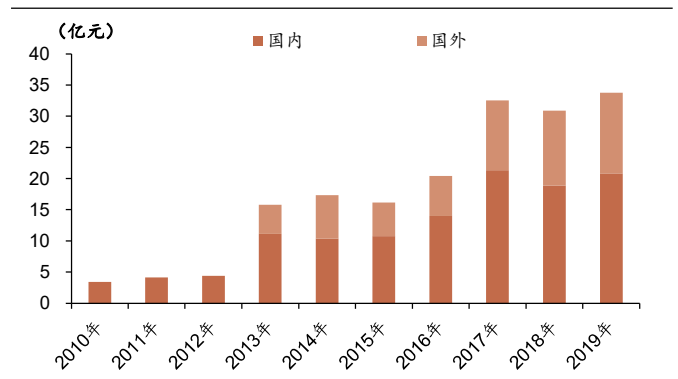
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

**图 3：金红石型钛白粉销售收入占比达 98.60%**



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

**图 4：公司海内外销售收入结构**



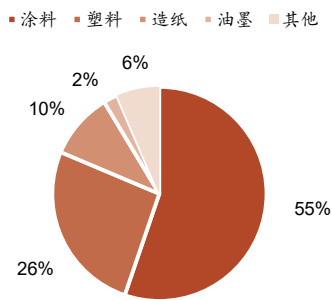
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

## 2. 全球钛白粉需求持续增长

全球钛白粉需求增速在 3-5%，钛白粉出口具备潜在空间。钛白粉的下游行业包括涂料、塑料、造纸、油墨等，与宏观经济密切相关，历史数据显示全球钛白粉需求增速与 GDP 增速高度一致，随着未来全球经济恢复增长，全球钛白粉需求有望维持在 3-5% 之间。

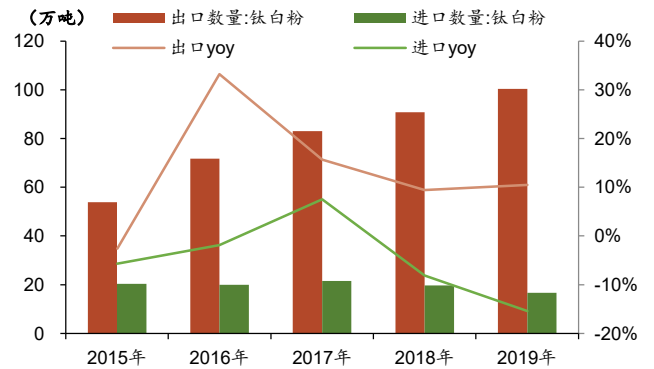
2019 年国内钛白粉累计出口 100.34 万吨，同比增长 10.5%。受新兴市场国家的需求拉动，且国内钛白粉出口价格优势明显，钛白粉净出口量后续仍有望维持上涨预期，这些国家经济高速发展，房地产行业对于涂料需求增大。

图 5：国内钛白粉下游需求结构



资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

图 6：钛白粉进出口数量及增速

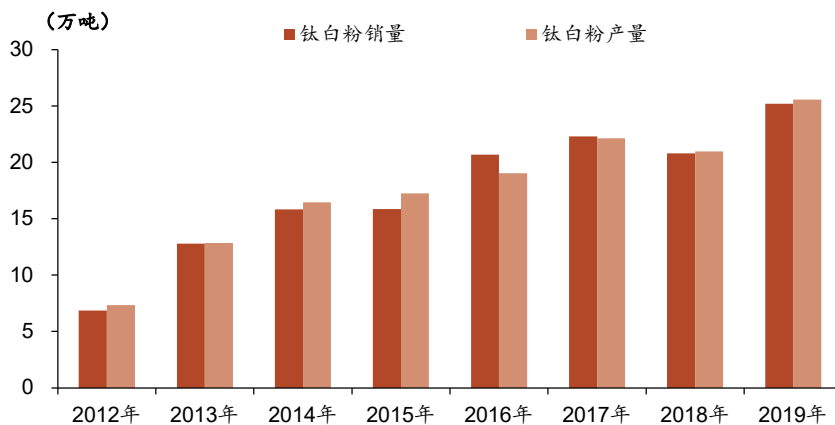


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 3. 产销齐增，打开盈利空间

**2019 年产能释放，产量与销量大幅增长。**2019 年，公司生产钛白粉成品 25.56 万吨，同比增加 21.90%；钛白粉成品销售 25.20 万吨，同比增加 21.10%。公司依靠金星钛白、和诚钛业和东方钛业三大钛白粉生产基地，粗品年产能已达到 33 万吨，成品年产能超过 40 万吨，继续保持行业第二名的地位。孙公司东方钛业一期 10 万吨钛白粉粗品项目在 2019 年下半年正式投产，目前已基本上达产达标；并且一期大部分辅助建设，包括公路、铁路、管道等，都已为后续二期的建设做了预留，预期二期建设时间将比一期大幅缩短。金星钛白钛石膏资源综合利用项目顺利建成完工；金星钛白三期后处理项目第一条 10 万吨生产线建成试生产，第二条 10 万吨生产线预计将在 2020 年建成。

图 7：公司历年钛白粉产销量



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

**甘肃以粗品为主，马鞍山以后处理为主。**公司将高耗能的粗品生产主要集中于甘肃的东方钛业(年产能 10 万吨)、和诚钛业(年产能 8 万吨)，主要是由于甘肃资源丰富，如硫酸、天然气、蒸汽等成本具有优势。公司的后处理产能集中于马鞍山金星钛白工厂，年产能 40 万吨，是中国最大的单体钛白粉生产基地。马鞍山紧靠南京、毗邻长江，货轮直通马鞍山港，可直接当地装货出口至海外，具备物流优势。

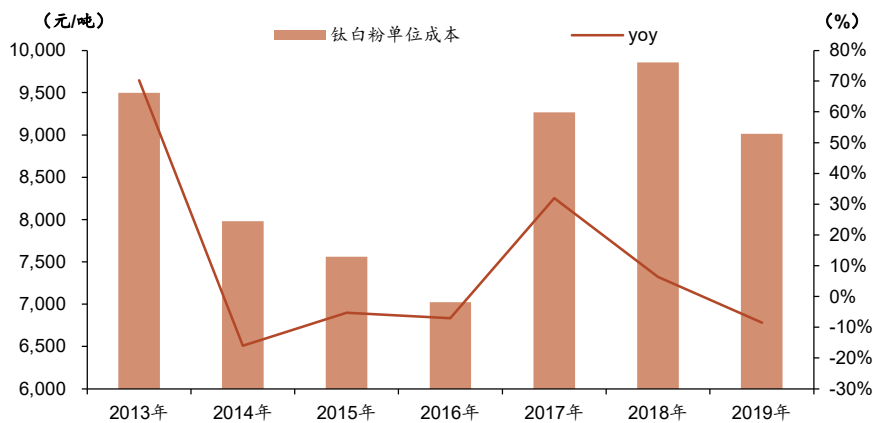
**表 1：公司产能明细**

生产基地	2019 年产能		2020 年产能	
	粗品	后处理	粗品	后处理
金星钛白（安徽）	15	30	15	40
和诚钛业（甘肃）	8		8	
东方钛业（甘肃）	10		10	

资料来源：公司公告，浙商证券研究所

以成本控制为核心，毛利率得到提升。

**历年成本控制能力加强：**一方面，上文提及到公司生产规模和产能不断扩大，主营产品钛白粉生产数量、销售数量均同比增加，产量的增加同时也摊薄固定成本，公司综合成本降低，另一方面，2019 年钛精矿价格上行，公司加强对于主要原材料采购成本的控制，选择质优价廉的钛精矿，进一步打开利润空间。2019 年公司钛白粉平均单位成本较 2018 年减少 843 元，整体毛利率提升 2.06 个百分点，盈利能力得到提高。

**图 8：2019 年公司钛白粉单位成本降低近千万元**


资料来源：Wind，浙商证券研究所

横向同行比较具有成本优势：循环经济以及规模优势

公司具有规模优势，单吨投资成本、硫酸采购成本等综合优势较为明显，工业硫酸是钛白粉生产的主要原料之一，每生产 1 吨硫酸法钛白粉，需要消耗约 4 吨浓硫酸。

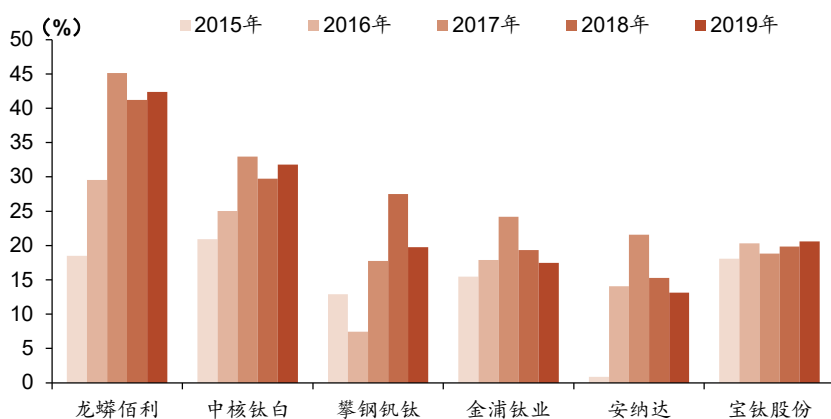
在甘肃白银地区规划的 20 万吨硫酸法钛白粉完全投产后，将消耗当地副产硫酸 80 万吨，电石渣 30 万吨、盐酸 3 万吨，上游到下游就形成了完整的循环，公司在行业里运营成本低，效益好，具有相当强的竞争力，按照 2018 年成本数据分析，成本较其他同样无钛矿配套的企业比普遍低 700-1800 元不等。

**表 2：中核钛白具有相对成本优势**

2018 年	平均售价 (元/吨)	平均成本 (元/吨)	备注
龙蟒佰利	14,968.55	8,435.64	自有配套钛精矿
中核钛白	14,134.27	9,856.04	规模优势、循环经济
惠云钛业	13,954.16	10,586.02	
金浦钛业	13,310.22	10,939.50	
安纳达	13,810.79	11,699.43	
金海钛业	13,635.96	11,639.58	

资料来源：各公司公告，浙商证券研究所

图 9：公司毛利率高于同行可比公司

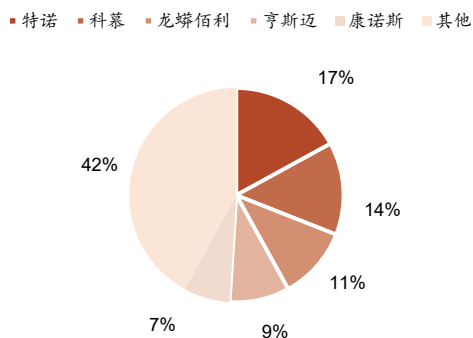


资料来源：Wind，浙商证券研究所

**应用于高新产品，弥补疫情下降的需求。**2020 年包括钛白粉行业在内的众多行业均受到疫情影响，1、2 月份国内需求受阻程度较高，3 月份开始国内需求回升，而海外需求受到疫情发展的抑制。虽受疫情影响，但公司产品应用端有望带来新机遇，公司的钛白产品在不同应用领域有所突破，除了作为传统的涂料外，也适用于汽车、电子产品等高新产品。考虑到近期国家提出加快新基建项目进度的相关政策，带来的新需求将有助于弥补因疫情而损失的订单。

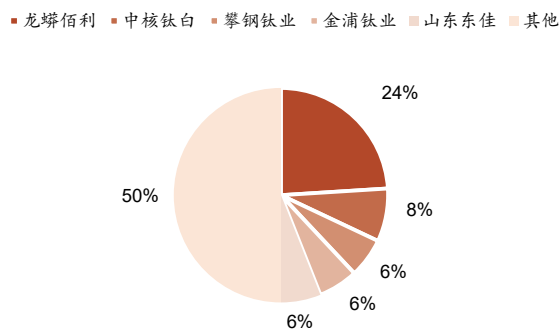
**公司将受益于行业集中度提升。**受环保政策限制，近年我国钛白粉行业集中度呈提升趋势，行业内企业数量由 2012 年的 66 家降至 2018 年的 41 家。2019 年国内钛白粉产能 CR5 达到 50%，但对比全球行业产能格局，我国钛白粉行业集中度仍有提升空间。中核钛白产能占比为 8%，属于行业领先企业。在国家严厉的环保政策下，未来落后小产能将加速出清，行业集中度也将逐步提升，行业内前列的优质企业将进一步受益。

图 10：全球钛白粉行业产能格局



资料来源：美国地质调查局，浙商证券研究所

图 11：我国钛白粉行业产能格局



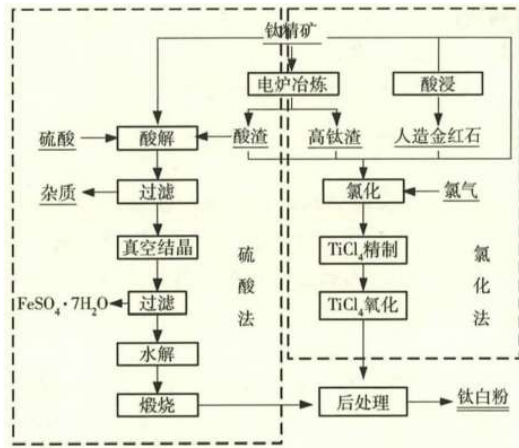
资料来源：百川盈孚，浙商证券研究所

## 4. 硫酸法产能受限：环保倒逼升级、公司硫酸法未来仍有拓展空间

目前世界上成熟的钛白粉生产工艺主要有硫酸法和氯化法两种。硫酸法始于 1918 年，工艺相对成熟，主要以钛铁矿或酸溶性钛渣为原料，用硫酸将钛原料分解成 TiOSO<sub>4</sub> 溶液再进行除杂、分离，最终获得成品钛白粉。

硫酸法生产钛白粉工艺主要优点为：①以钛铁矿或酸溶性钛渣和硫酸为原料，原料价格低廉且易于获得，生产成本较氯化法低；②技术成熟，设备简单，生产线易于复制，硫酸法工艺及设备简单，技术可简单复制，每万吨硫酸法钛白粉投资约 9000 万元；氯化法钛白粉工艺及设备复杂，技术难度高，每万吨氯化法钛白粉投资约 2 亿元；③随着水解、煅烧工段粒度控制的完善和包膜技术的进步，缩小了与氯化法产品质量的差异。

图 12：硫酸法和氯化法钛白粉生产工艺流程图



资料来源：知网，浙商证券研究所

从全世界来看，中国硫酸法的生产成本具有优势，出口持续增长，见图 6，原则上是应该大力发展硫酸法钛白粉，但是因为环保原因，硫酸法缺点也很明显：①工艺流程长，以间歇操作为主；②与氯化法钛白粉产品相比，硫酸法钛白粉产品的质量相对差；③硫酸及水的消耗高，废物及副产物多，环境污染较大。

因此，硫酸法钛白粉的装置新建受到一定限制，比如，江苏省国土资源厅公布的《江苏省禁止用地项目目录(2013 年本)》在石化化工领域，其中包括新建硫酸法钛白粉生产装置。

表 3：新建硫酸法产能受到制约

时间	部门	法规	意义
2011 年	国家发改委	《产业结构调整指导目录(2011 年本)》	明确将“新建硫酸法钛白粉生产装置”列为产业结构调整限制类，不许新建普通硫酸法钛白粉生产线项目；
2014 年	环保部	《钛白粉工业污染防治技术政策》	明确鼓励氯化法、联产硫酸法清洁钛白粉生产工艺、淘汰传统硫酸法重污染生产工艺
2016 年 10 月	中国涂料工业协会	《钛白粉单位产品能耗限额》	提高了钛白粉准入门槛

资料来源：上市公司公告，浙商证券研究所

从 2015 年-2019 年，每年中国出口钛白粉增速在约 20%，净增加 10 万吨左右，充分体现了国内硫酸法的竞争优势。由于历史原因，通过收购获得的东方钛业 10 万吨/年硫酸法钛白粉项目规划较早，彼时限制尚未有此严格，我们判断公司孙公司东方钛业手握的可建硫酸法产能资质是一种优质资源，给公司的中期发展带来增量；

## 5. 盈利预测与投资评级

公司业务相对比较简单，钛白粉加工，因此关键假设为产品产销、价格和原材料价格：

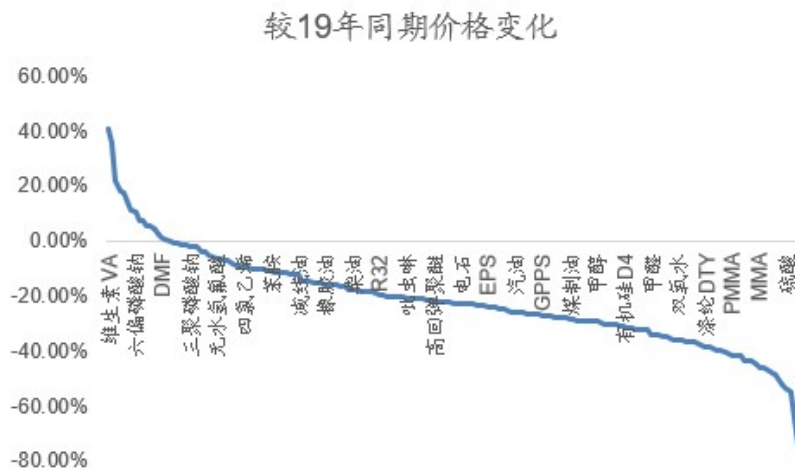


——关键假设:

1) 钛白粉价格假设:

——市场预期: 从我们统计的 186 种化工行业的价格数据看, 今年平均跌幅约 15% (中位数 22%), 另一方面, 从市场给予的代表性钛白粉企业估值较历史平均估值折价约 23%, 因此市场对企业的盈利有明显的折价预期;

图 13: 受需求影响, 化工行业价格普遍下跌



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

但我们假设硫酸法钛白粉均价较去年下滑 3%, 价格假设好于市场预期, 主要基于以下原因:

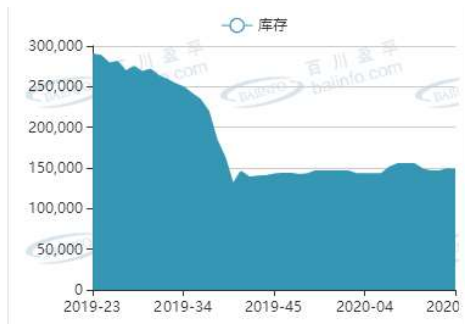
- 几个代表性的钛白粉企业 2019 年净利率均仅 3% 左右, 如果超预期下跌将引发减产行为;
- 国内集中度极高, CR5 达到 50%, 目前看钛白粉价格相对比较稳定;
- 硫酸法新增有限: 据国家化工行业生产力促进中心钛白粉中心统计, 今年新增产能在 30 万吨左右, 但是几乎全部是氯化法钛白粉工艺, 与公司的硫酸法钛白粉不构成实质性冲突。
- 今年国内钛白粉需求参照 GDP 增速估计, 假设在 3% 左右, 出口部门目前需求暂不好估计, 但 1-3 月份累计出口 17 万吨, 同比增长 43%, 我们全年假设钛白粉出口保持平稳;
- 国内一季度开工率略有疫情影响, 1-3 月份钛白粉产量同比增长 3.8%, 库存 4 月份以来略有增长, 但仍保持在合理水平;

表 4: 出口消化了国内产量增长

	产量	表观消费增速	净出口	出口增速
2012 年	189	4.0%	24.16	43%
2013 年	215.5	18.0%	20.93	-13%
2014 年	243.5	7.8%	33.68	61%
2015 年	232	-5.4%	33.48	-1%
2016 年	260	4.9%	51.75	55%
2017 年	287	8.3%	61.49	19%
2018 年	295	-0.7%	71.05	16%
2019 年	318	4.7%	83.58	18%

资料来源: 公司公告、百川盈孚, 浙商证券研究所

图 14: 钛白粉库存 (吨)



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

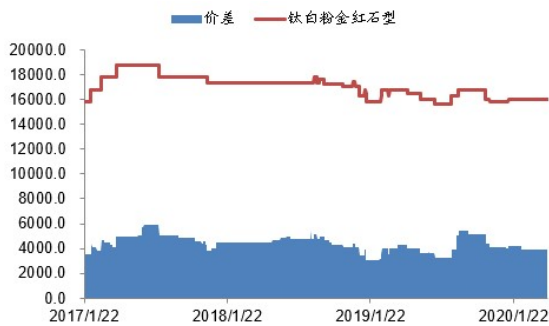
图 15: 钛白粉月度产量 (吨)



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

- 2) 原材料价格假设: 钛精矿今年成本较去年同期略有上升, 假设上升 2.4%; 但是因为硫磺及硫酸价格比去年同期下行, 所以综合原料成本略有下降;

图 16: 钛白粉价格与价差 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

图 17: 原料钛精矿与硫酸价格 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 浙商证券研究所

- 3) 公司销量预计: 新增销量约 5 万吨, 同比增长 25%, 主要是因为新增产能释放。

表 5: 盈利预测关键假设

	2018 年	2019 年	2020E	2021E	2022E
钛白粉销量 (万吨)	20.81	25.20	31.50	36.50	40.00
钛白粉市场价 (元/吨)	17,269	16,272	15,800	15,947	16,266
原料钛精矿单价 (元/吨)	1,319	1,269	1,300	1,333	1,359

资料来源: 公司公告、百川盈孚, 浙商证券研究所

盈利预测与投资评级:

在上述假设下, 我们估计公司 2020-2022 年的收入为 40.88 亿元、47.85 亿元和 53.58 亿元, 净利润分别为 5.06 亿元、6.03 亿元、6.67 亿元, 利润增速为 17.43%、19.24%、10.50%, PE 估值为 14.37 倍、12.02 倍和 10.91 倍, 参照公

司历史平均估值 21 倍，并参照钛白粉行业平均吨市值约 2.8 万元计算，公司吨市值约为 2.23 万元，给予公司买入评级。

**图 18：历史 PE 估值：当前估值低于过去三年均值（21 倍 PE）**



资料来源：Wind、浙商证券研究所

**敏感性分析：**

公司盈利对产品价格较为敏感，价格弹性为 8.34，产品价格变动 1%带来利润 8%的变动；对销量和原材料价格弹性相对小一些。

**表 6：敏感性分析**

指标	弹性
钛白粉销量	1.06
钛白粉价格	8.34
钛精矿价格	-0.80

资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 6. 风险提示

- 原材料大涨的风险；
- 钛白粉需求不及预期的风险；
- 安全生产的风险。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>					<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E	单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	1906.98	2941.00	3673.61	4561.27	<b>营业收入</b>	3377	4088	4785	5359
现金	645.46	1319.22	1957.33	2720.77	营业成本	2304	2825	3349	3752
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	38	50	58	64
应收账款	522.46	788.51	778.32	772.13	营业费用	109	124	145	166
其它应收款	21.28	31.94	30.94	36.77	管理费用	266	315	347	408
预付账款	31.13	106.17	91.28	97.98	研发费用	81	69	122	110
存货	530.32	570.78	688.66	797.69	财务费用	40	47	31	24
其他	156.33	124.38	127.08	135.93	资产减值损失	56	82	59	87
<b>非流动资产</b>	3829.40	4141.71	4149.29	4147.70	公允价值变动损益	0	0	0	0
金额资产类	0.00	76.40	34.63	37.01	投资净收益	(14)	(6)	4	6
长期投资	21.89	37.94	33.29	31.04	其他经营收益	10	4	5	7
固定资产	2980.28	3131.75	3189.29	3107.50	<b>营业利润</b>	480	574	683	761
无形资产	223.98	227.65	235.86	240.42	营业外收支	28	21	30	24
在建工程	102.67	162.13	129.71	183.76	<b>利润总额</b>	508	595	713	785
其他	500.59	505.83	526.51	547.97	所得税	77	89	109	118
<b>资产总计</b>	5736.38	7082.71	7822.90	8708.96	<b>净利润</b>	431	506	605	667
<b>流动负债</b>	1969.74	2338.30	2461.49	2679.20	少数股东损益	0	0	0	0
短期借款	790.00	680.80	725.70	732.17	<b>归属母公司净利润</b>	431	506	605	667
应付款项	898.58	1297.71	1380.40	1577.68	EBITDA	743	849	974	1049
预收账款	31.49	30.42	36.75	43.67	EPS (最新摊薄)	0.27	0.32	0.38	0.42
其他	249.67	329.36	318.63	325.68	<b>主要财务比率</b>				
<b>非流动负债</b>	487.25	458.41	470.54	472.07		<b>2019</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>
长期借款	298.10	298.10	298.10	298.10	<b>成长能力</b>				
其他	189.15	160.31	172.44	173.97	营业收入增长率	9.33%	21.06%	17.05%	11.98%
<b>负债合计</b>	2456.99	2796.71	2932.03	3151.27	营业利润增长率	4.29%	19.63%	19.01%	11.39%
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	6.92%	17.43%	19.52%	10.24%
归属母公司股东权益	3279.39	4286.00	4890.87	5557.70	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	5736.38	7082.71	7822.90	8708.96	毛利率	31.79%	30.90%	30.01%	29.99%
					净利率	12.76%	12.38%	12.64%	12.44%
					ROE	13.28%	13.38%	13.18%	12.76%
					ROIC	10.21%	9.92%	10.34%	10.10%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	42.83%	39.49%	37.48%	36.18%
					净负债比率	49.56%	40.87%	39.63%	37.26%
					流动比率	0.97	1.26	1.49	1.70
					速动比率	0.70	1.01	1.21	1.40
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.60	0.64	0.64	0.65
					应收账款周转率	8.25	8.88	8.71	8.48
					应付账款周转率	3.98	4.44	4.47	4.23
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.27	0.32	0.38	0.42
					每股经营现金流(最)	0.35	0.53	0.55	0.63
					每股净资产(最新摊)	2.06	2.69	3.07	3.49
					<b>估值比率</b>				
					P/E	16.87	14.37	12.02	10.91
					P/B	2.22	1.70	1.49	1.31
					EV/EBITDA	10.29	8.46	6.75	5.55

<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2019	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	560	847	875	1000
净利润	431	506	605	667
折旧摊销	188	206	224	237
财务费用	40	47	31	24
投资损失	14	6	(4)	(6)
营运资金变动	130	13	81	105
其它	(242)	69	(62)	(26)
<b>投资活动现金流</b>	(229)	(552)	(226)	(225)
资本支出	(75)	(441)	(259)	(217)
长期投资	46	(92)	46	(0)
其他	(200)	(18)	(14)	(8)
<b>筹资活动现金流</b>	(204)	378	(12)	(12)
短期借款	84	(109)	45	6
长期借款	72	0	0	0
其他	(359)	487	(56)	(18)
<b>现金净增加额</b>	127	674	638	763

资料来源：浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区深南大道 2008 号凤凰大厦 2 栋 21E02

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>