



2017年06月13日

## 买入(首次评级)

当前价: 6.33 元  
目标价: 8.32 元

### 联讯基础化工行业研究组

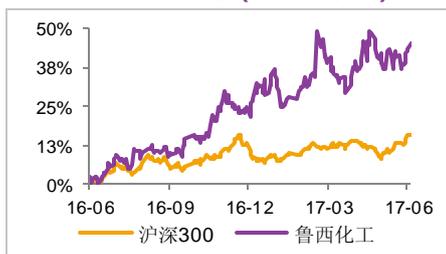
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001  
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 陈博

电话: 010-64408516  
邮箱: chenbo@lxsec.com

### 股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

### 盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	10948	15493	18627	20114
(+/-)	-14.9%	41.5%	20.2%	8.0%
净利润	252.6	760.3	1026.3	1101.6
(+/-)	-12.7%	201.0%	35.0%	7.3%
EPS(元)	0.17	0.52	0.70	0.75
P/E	36.71	12.20	9.03	8.42

资料来源: 联讯证券研究院

## 鲁西化工(000830.SZ)

# 【联讯化工公司深度】鲁西化工：退城入园，协同发展，多产品盈利改善

### 投资要点

#### ◇ 全力打造中国化工新材料（聊城）产业园

自 2004 年起公司大力调整产品结构、发展循环经济、实施退城入园，形成了一定规模的“煤、盐、氟、硅和石化”产品链，主要产品涵盖己内酰胺、多元醇、聚碳酸酯（PC）、烧碱、甲烷氯化物、甲酸、氯化石蜡、尼龙 6、氯化苯、有机硅、尿素、复合肥等百余种产品。目前，中国化工新材料（聊城）产业园被认定为“中国化工园区 20 强”。

#### ◇ 2017 年一季度业绩超预期，后续盈利能力值得期待

公司主动转型，关闭部分化肥产能，营收和净利短期受累，但预计长期仍向好。2016 年，公司营业收入 109.49 亿元，同比下降 14.94%；归母净利润 2.53 亿元，同比下降 12.69%。2017 年一季度，尿素及部分化工品价格不同程度上涨，经营业绩改善，公司营业收入达 37.08 亿元，同比增长 57.35%；归母净利润达 2.40 亿元，同比大幅增长 1427.65%。

#### ◇ 我国 PC 缺口百万吨，进口替代空间广阔

2016 年，我国 PC 生产能力达到 87.9 万吨/年，产能居世界首位，但以外资和合资企业为主，PC 产量约 64 万吨，进口量为 132 万吨，出口量为 22 万吨，表观消费量为 174 万吨，对外依存度 75.9%。

预计到 2020 年产能将达到 190 万吨/年。从需求方面看，PC 将向汽车工业、电子电气和 LED 等高增长领域发展，“十三五”期间，预计我国 PC 需求年均增长率达 6%，到 2020 年消费量接近 220 万吨，仍有一定缺口，但供需缺口大幅收窄。

公司目前 PC 产能 6.5 万吨/年，预计 2017 年底加上新建产能后总产能可达 20 万吨/年，占全国 PC 总产能 18.5%，市场占有率将进一步提升。

#### ◇ 制冷剂景气向好，公司氟化工盈利能力增强

目前制冷剂 HFC-125、HFC-32 和 HFC-134a 有效产能合计约 52 万吨/年，年产量约 34 万吨，平均开工率 65.4%，产能利用率大幅提升。在下游冰箱、空调和冷柜等需求刺激下，HFCs 消费量将保持增长态势。此外，环保趋严叠加萤石矿涨价导致氢氟酸量跌价涨，进而导致 HFCs 成本上升和短期供应紧张，HFCs 价格大幅增长。

公司制冷剂产品 HFCs 产能分别共 3 万吨/年，且上游原料甲烷氯化物由公司配套生产，同时生产氟树脂产品，具有一体化优势。今年初以来，制冷剂价格大幅上涨，公司氟化工业务盈利能力增强。

#### ◇ 公司烧碱、甲酸等产品市场好于去年同期



公司烧碱产能 40 万吨/年，基本满负荷运行。另外，液氯的平衡能力是氯碱企业竞争力的重要衡量标准。公司下游耗氯产品较多，除了消耗掉自产液氯外，还需外部采购。而一般液氯过剩的企业会倒贴约 700 元/吨的液氯处理费用，公司能“废物”利用。

目前，世界甲酸产能合计约 131.7 万吨，我国甲酸总产能约 55 万吨，超过全球总产能 40%。公司二期项目建成后公司甲酸产能达 40 万吨/年，将占全球产能的 30%，成全球最大甲酸供应公司，继续提高甲酸产品的国内外市场占有率，提高盈利能力。

#### ✧ 盈利预测与估值

基于对公司主要产品供需向好、价格稳中略增的判断，以及公司在建项目的产能释放预期，我们预计公司 2017/2018/2019 年营业收入分别为 154.93/186.27/201.14 亿元，归母净利润分别为 7.60/10.26/11.02 亿元，EPS 分别为 0.52/0.70/0.75 元。根据可比公司 PE 均值 15.6 倍，给予公司 2017 年合理 PE 估值倍数 16 倍，对应 2017 年公司合理股价 8.32 元，首次覆盖给予买入评级。

#### ✧ 风险提示

项目建设不及预期风险，产品价格大幅下降风险，生产事故风险。



## 投资案件

### 关键点假设:

- 1、公司各主要产品价格保持稳中略增，部分产品毛利率有所增长；
- 2、PC、甲酸、己内酰胺、尼龙 6、双氧水等新增产能如期建成达产；

### 投资评级与估值

根据我们合理假设及模型测算，预计公司 2017/2018/2019 年营业收入分别为 154.93/186.27/201.14 亿元，归母净利润分别为 7.60/10.26/11.02 亿元。按最新股本，每股收益分别为 0.52/0.70/0.75 元。

从与公司业务相似的公司估值情况看，2017 年 PE 均值为 15.6 倍，给予公司 2017 年 PE 合理估值倍数 16 倍，对应 2017 年公司股价 8.32 元，首次覆盖给予买入评级。

### 有别于大众的认识

1、市场认为公司是传统化肥企业发展起来，业务仍以化肥为主。我们认为公司在建设中国化工新材料（聊城）产业园及“退城入园”过程中逐渐调整产业结构，化肥业务占比逐年降低，化工品业务逐年上升，2016 年化工品营业收入占比已达 66.1%，且产品向多元化、精细化发展。

2、市场认为公司“退城入园”，化肥产能大幅缩减，盈利能力下降。我们认为公司适当降低产能过剩的化肥产能，将资金、土地、人员和原料等资源用于新建、扩建具有技术优势和市场潜力的 PC、甲酸等项目，既可节能降耗，又能提升总体毛利率，反而提升公司盈利能力。

### 股价表现的催化剂

- 1、PC、甲酸、己内酰胺等新增产能建成投产；
- 2、主要产品市场价格震荡向上。

### 核心假设风险

- 1、新建项目产能投放延期、开车失败；
- 2、主要产品市场价格大幅度下跌。



## 目 录

一、退城入园、协同发展，打造中国化工新材料（聊城）产业园 .....	6
二、公司实际控制人为聊城市国资委 .....	6
三、2017 年一季度业绩超预期，后续盈利能力值得期待.....	7
四、我国 PC 缺口百万吨，进口替代空间广阔.....	9
（一）世界 PC 生产和消费稳步增长，重心向亚洲转移.....	9
（二）我国 PC 对外依存度仍保持高位，“十三五”期间本土 PC 产能有望提速 .....	10
五、制冷剂景气向好，公司氟化工盈利能力增强.....	13
（一）HFCs 有效产能开工率提升，氢氟酸紧缺导致 HFCs 价格飙涨.....	13
1、含氢氯氟烃（HCFCs）淘汰力度逐步加大，HFCs 市场占有率提高 .....	13
2、HFCs 有效产能利用率上升，原料氢氟酸量跌价涨支撑 HFCs 价格飙涨 .....	15
3、第四代制冷剂 HFOs 技术门槛高、产能太小，且市场被外企垄断.....	17
（二）2024 年之前 HFCs 需求量将保持增长态势.....	18
六、公司烧碱、甲酸等产品市场好于去年同期 .....	19
（一）烧碱开工率上升，市场价格仍向上，公司烧碱满负荷运行 .....	19
（二）公司甲酸产能规模较大，有望成为全球龙头 .....	20
七、盈利预测与估值.....	21
（一）盈利预测.....	21
（二）估值.....	22
八、风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1： 公司主要现有产品产能及在建产能情况（万吨/年） .....	6
图表 2： 公司股权结构 .....	7
图表 3： 公司营业收入情况 .....	7
图表 4： 公司归母净利润情况.....	7
图表 5： 公司营业收入结构变化（%）.....	8
图表 6： 公司主营业务毛利率情况.....	8
图表 7： 公司单季度销售净利率 .....	8
图表 8： 公司年化销售净利率.....	8
图表 9： 公司单季度 ROE 和 ROA .....	9
图表 10： 公司年化 ROE 和 ROA.....	9
图表 11： 目前 PC 消费结构情况.....	9
图表 12： 世界 PC 产能情况.....	10
图表 13： 我国 PC 产能情况.....	11
图表 14： “十三五”期间我国拟建 PC 产能情况.....	11
图表 15： 近 6 年我国 PC 生产、进出口及消费情况（万吨） .....	12
图表 16： 浙江余姚塑料城部分 PC 生产企业产品价格（元/吨） .....	12



图表 17: 制冷剂更替路径.....	13
图表 18: 发达国家和发展中国家 HCFCs 淘汰时间对照表.....	13
图表 19: 我国 HCFC-22 配额量和实际产量 (万吨) .....	15
图表 20: HFC-134a 产能、产量和开工率情况.....	15
图表 21: HFC-125 产能、产量和开工率情况.....	16
图表 22: HFC-32 产能、产量和开工率情况.....	16
图表 23: 国内萤石矿价格曲线 (元/吨) .....	17
图表 24: 国内无水氢氟酸市场价格曲线 (元/吨) .....	17
图表 25: 国内 HFC-134a 价格曲线 (元/吨) .....	17
图表 26: 国内 HFC-125 价格曲线 (元/吨) .....	17
图表 27: 国内 HFC-32 价格曲线 (元/吨) .....	17
图表 28: 国内 HFC-410a 价格曲线 (元/吨) .....	17
图表 29: 国内 HFOs 企业情况 .....	18
图表 30: 我国空调、冰箱、冷柜和汽车产量.....	18
图表 31: 我国新生产空调、冰箱、冷柜和汽车所消耗的制冷剂量 (万吨) .....	19
图表 32: 氟化工产业链 .....	19
图表 33: 2008~2016 年我国烧碱 (折百) 市场情况 .....	20
图表 34: 我国烧碱 (折百) 市场价格 (元/吨) .....	20
图表 35: 我国甲酸市场价格 (元/吨) .....	21
图表 36: 公司营业收入及成本预测 (百万元) .....	21
图表 37: 可比公司估值 .....	22
图表 38: 公司 PE Band.....	23
图表 39: 公司 PB Band.....	23
附录: 公司财务预测表 (百万元) .....	24



## 一、退城入园、协同发展，打造中国化工新材料（聊城）产业园

公司于 1998 年 8 月在深圳证券交易所挂牌上市，自 2004 年起积极开展化工新材料园区建设，大力调整产品结构、发展循环经济、实施退城入园，形成了较为完整的“煤、盐、氟、硅和石化”相互关联的产品链条，具有“一体化、集约化、园区化、智能化”优势。经过多年发展，中国化工新材料（聊城）产业园被认定为“中国化工园区 20 强”。此外，公司还拥有国家级企业技术中心、院士工作站和博士后科研工作站等研发机构。

目前，公司主营业务为化工、化肥和化工新材料产品的研发、生产与销售。主要产品涵盖己内酰胺、多元醇、聚碳酸酯、甲烷氯化物、甲酸、氯化石蜡、尼龙 6、氯化苜、有机硅、尿素、复合肥等百余种产品，产品应用领域广泛。

图表 1： 公司主要现有产品产能及在建产能情况（万吨/年）

类别	名称	现有	在建
氮肥	尿素	90	
复合肥	复合肥	140	
化工品	甲酸	20	20
	甲酸钠	10	
	DMF	10	
	多元醇	40	
	烧碱	40	
	甲烷氯化物	22	
	氯磺酸	10	
	氯化石蜡	5	
	二氟甲烷	1	
	五氟乙烷	1	
	四氟乙烯	1	
	六氟丙烯	0.5	
	聚四氟乙烯	0.1	
	聚全氟乙丙烯	0.2	
	有机硅	5	
	双氧水	54	36
	己内酰胺	10	10
尼龙 6	7	13	
苯乙腈	2		
聚碳酸酯	6.5	13.5	

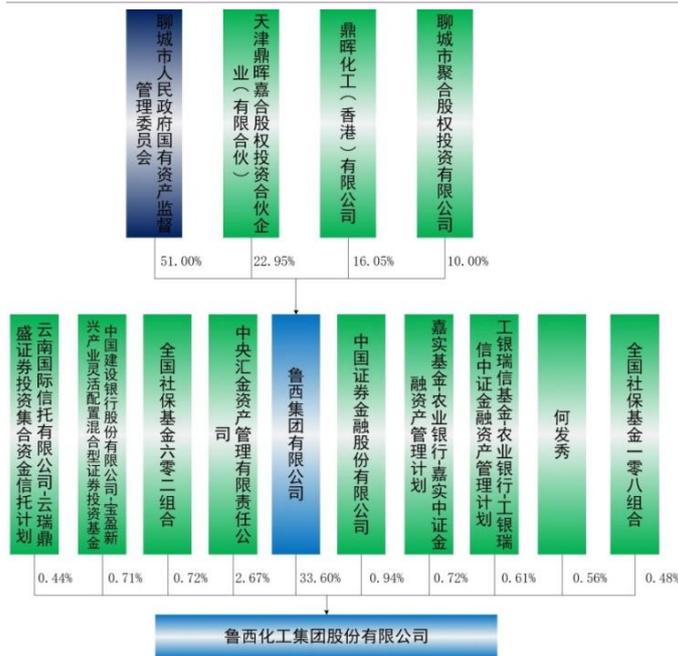
资料来源：联讯证券

## 二、公司实际控制人为聊城市国资委

根据 2017 年一季度报告，公司总股本 14.65 亿股，前十大股东持股合计为 6.07 亿股，占总股本比例为 41.45%，其中鲁西集团有限公司持股占总股本比例为 33.60%，而山东省聊城市人民政府国有资产监督管理委员会持有鲁西集团有限公司 51.00% 的股份，因此，聊城市国资委为公司的实际控制人。在新一轮国企改革中，公司将进一步实施转型升级，提高国有资本运行效率，落实保值增值。



图表2： 公司股权结构

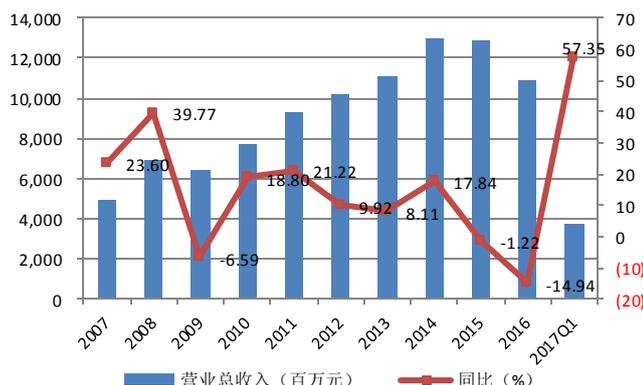


资料来源：公司公告，联讯证券

### 三、2017 年一季度业绩超预期，后续盈利能力值得期待

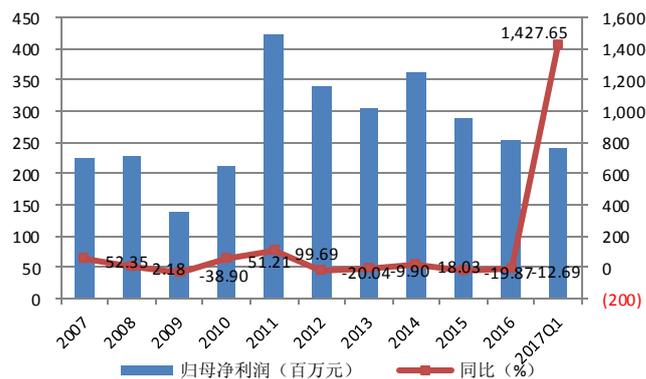
公司主动转型，关闭部分化肥产能，营收和净利短期受累，但长期仍向好。2016 年，公司营业收入 109.49 亿元，同比下降 14.94%；归母净利润 2.53 亿元，同比下降 12.69%。2017 年一季度，尿素及部分化工品价格不同程度上涨，经营业绩改善，公司营业收入达 37.08 亿元，同比增长 57.35%；归母净利润达 2.40 亿元，同比大幅增长 1427.65%。预计 2017 年全年业绩大幅增长。

图表3： 公司营业收入情况



资料来源：wind，联讯证券

图表4： 公司归母净利润情况



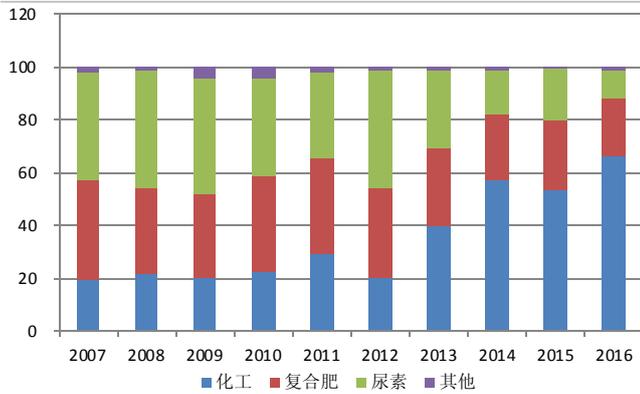
资料来源：wind，联讯证券

近十年公司营业收入中，化工品营收占比显著提高且毛利率有望提升。公司 2007 年化工品营业收入为 9.42 亿元，占营业总收入比例仅 19.01%；到 2016 年，化工品营业收入为 72.37 亿元，占营业总收入比例达 66.10%，占比大幅提高了 47.09 个百分点。复合肥营业收入占比从 2007 年 37.94% 下降到 2016 年 21.76%，下降了 16.18 个百分点。尿素营业收入占比从 2007 年 40.75% 下降到 2016 年 10.89%，下降了 29.86 个百分点。



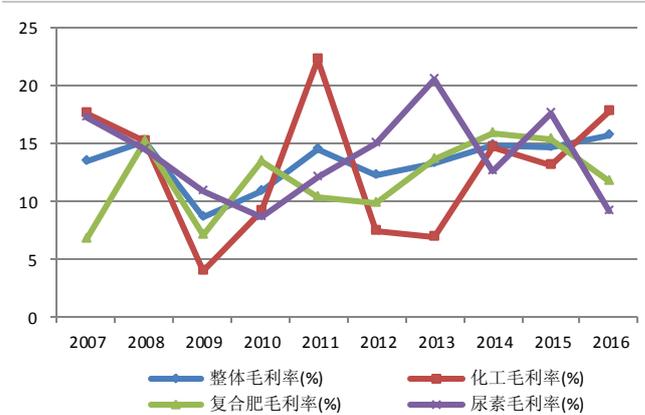
近年来，公司总体毛利率基本维持在 15%左右。其中，化工品的毛利率稳步上升，到 2016 年达到 17.84%，预计 2017 年有望进一步提升。而复合肥和尿素在产能严重过剩下，竞争力加剧，二者毛利率逐步走低，到 2016 年复合肥和尿素毛利率仅 11.79%和 9.26%，但随着化肥行业去产能以及公司转型升级、提质增效和园区一体化发展等效果逐步显现，毛利率仍有望小幅回升。

图表5： 公司营业收入结构变化 (%)



资料来源：wind，联讯证券

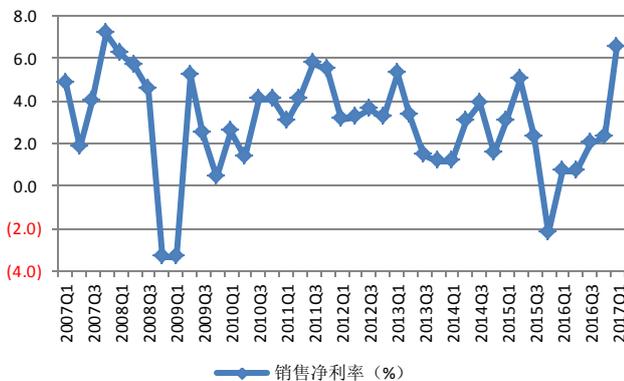
图表6： 公司主营业务毛利率情况



资料来源：wind，联讯证券

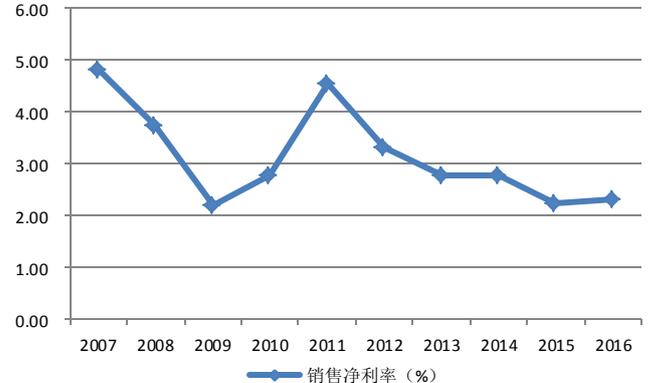
从近十年公司销售净利率来看，单季度销售净利率均值为 2.94%，自 2015 年四季度跌至-2.18%近期低点以来，逐步增长到 2017 年一季度 6.48%；年度销售净利率均值为 3.15%，预计 2017 年销售净利率将大幅超过均值。

图表7： 公司单季度销售净利率



资料来源：wind，联讯证券

图表8： 公司年化销售净利率



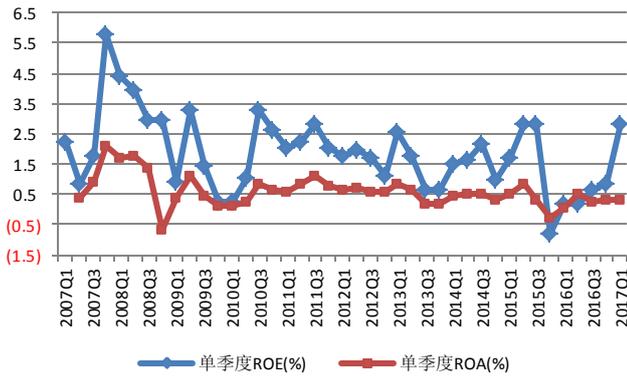
资料来源：wind，联讯证券

从近十年公司 ROE 来看，单季度 ROE 均值为 1.87%，自 2015 年四季度跌至-0.83%近期低点以来，逐步增长到 2017 年一季度 2.80%；年化 ROE 均值为 7.18%，预计 2017 年年化 ROE 为 11.22%。

从近十年公司 ROA 来看，单季度 ROA 均值为 0.60%，自 2015 年四季度跌至-0.28%近期低点以来，逐步增长到 2017 年一季度 0.30%；年化 ROA 均值为 5.42%，预计 2017 年年化 ROE 为 6.83%。

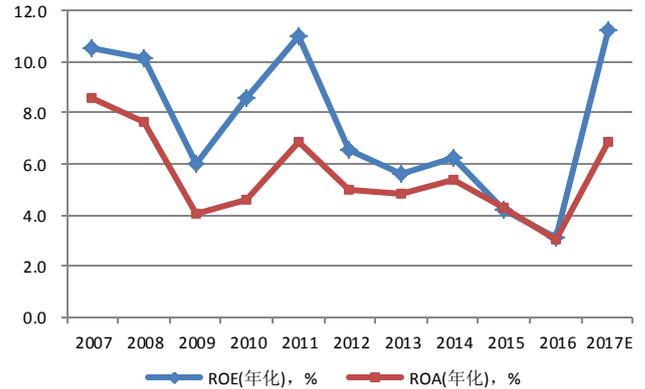


图表9： 公司单季度 ROE 和 ROA



资料来源: wind, 联讯证券

图表10： 公司年化 ROE 和 ROA



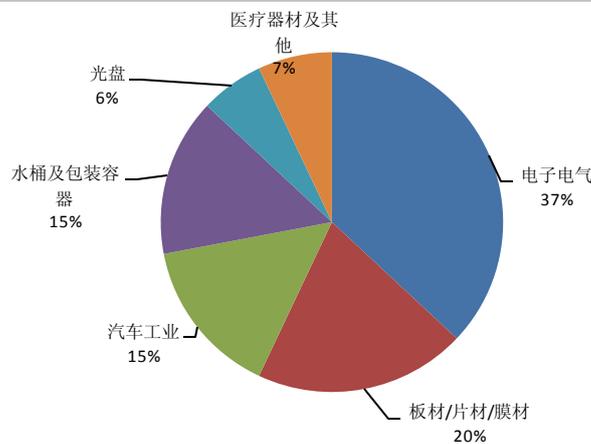
资料来源: wind, 联讯证券

#### 四、我国 PC 缺口百万吨，进口替代空间广阔

##### (一) 世界 PC 生产和消费稳步增长，重心向亚洲转移

PC 是一种综合性能优良的热塑性工程塑料，其电性能优良，吸水率低，透光性好，可见光的透过率可达 90%以上，是五大通用工程塑料中唯一具有良好透明性的品种，广泛应用于电子电气、数据载体、汽车部件、医疗设备、建筑、纺织和包装等领域。据 ICIS Chemease 统计，随着数字媒体日益普及，CD 和 DVD 的使用将逐渐减少，而电子电气以及板材等将取代光学媒体成为 PC 最大的市场。

图表11： 目前 PC 消费结构情况



资料来源: CNKI, 联讯证券

目前，全球 PC 产能主要集中在沙伯基础、科思创、三菱化学和日本帝人等企业。产能最大的地区为亚洲地区，约占全球总产能 50%，其次是西欧和北美地区。消费主要集中在中国、美国、西欧和日本等国家和地区，其消费量约占全球消费量的 70%。

此外，全球 PC 工业发展还具有以下特点：①生产向科思创、沙伯基础、日本帝人以及三菱化学等龙头公司集中；②亚洲 PC 发展迅速，中国产能增长居前；③生产工艺更倾向于非光气法；④PC 下游消费领域不断拓展，PC 合金等新产品不断涌现。



图表12: 世界 PC 产能情况

国家 / 地区	公司	产能/ (万吨 / 年)
美国	科思创	23
	沙伯基础	56.5
德国	科思创	30
	盛禧奥	13
荷兰	沙伯基础	26
西班牙	沙伯基础	26
比利时	科思创	24
俄罗斯	喀山石化	6.5
日本	出光石化	5
	住友-陶氏化学日本帝人	7.5
	日本帝人	13
	三菱化学	20
韩国	LG	17
	San Yang	12
	乐天化学	10
	三星	16
中国台湾	奇美	14
	台化出光	19.5
泰国	科思创	31
	泰国聚碳酸酯	16
沙特阿拉伯	沙特 Kayan 公司	26
中国大陆	帝人化成	15
	科思创	40
	中石化三菱	6
	菱优工程塑料	8
	浙铁大风	10
	鲁西化学	6.5
	其他	2.4
合计		499.9

资料来源: CNKI, 联讯证券

## (二) 我国 PC 对外依存度仍保持高位, “十三五”期间本土 PC 产能有望提速

我国作为亚洲地区 PC 产能和消费大国, 发展迅猛。从 20 世纪 60 年代中期开始就先后有重庆长风化工、常州合成化工等几家企业采用光气法生产 PC, 但由于产品市场竞争力差, 目前这些装置部分停产。2005 年 5 月, 日本帝人化学公司采用界面缩聚光气法工艺在我国浙江独资建设的 5 万吨/年 PC 工业生产装置投产。此后, 拜耳公司(现科思创公司)、日本三菱化学、日本三菱气体化学与三菱工程塑料公司等国外企业纷纷在我国独资或者合资建厂进行 PC 的生产。2015 年, 宁波浙铁大风化工有限公司采用自有非光气法技术新建的 10 万吨/年 PC 生产装置建成投产, 这是我国首个万吨以上工业生产装置, 打破了国际企业的技术垄断, 此外鲁西化工 6.5 万吨/年光气法 PC 也建成投产。2016 年, 我国 PC 生产能力达到 87.9 万吨/年, 产能居世界首位。



图表13: 我国 PC 产能情况

生产厂家	产能 (万吨/年)	生产工艺	投产时间
重庆长风化工厂	0.1	熔融酯交换法	1979
常州合成化工	0.3	光气法	1995
上海申聚化工	0.2	熔融酯交换法	2003 改造
中国兵器工业集团	0.5	光气法	—
帝人聚碳酸酯	15	光气法	2005/2006/2009
科思创 (上海) 聚合物	40	熔融酯交换法	2006/2016
四川绵阳晨光发达实业	1	熔融酯交换法	2006
铜陵金泰化工实业	0.3	非光气法	2007
中石化三菱化学聚碳酸酯	6	非光气熔融酯交换法	2011
菱优工程塑料	8	光气界面缩聚法	2013
宁波浙铁大风化工有限公司	10	非光气熔融酯交换法	2015
聊城鲁西聚碳酸酯有限公司	6.5	光气法	2015
合计	87.9		

资料来源: CNKI, 联讯证券

近 6 年, 我国 PC 产能逐步提高, 但以外资和合资企业为主, 产量稳步增长, 对外依存度小幅下降, 但净进口量仍维持在 100 万吨以上, 总体供不应求。2016 年我国 PC 产量约 64 万吨, 进口量为 132 万吨, 出口量为 22 万吨, 表观消费量为 174 万吨, 对外依存度 75.9%。由于我国 PC 产不足需且前景广阔, 科思创、日本帝人和沙比克等跨国公司扩产意愿强烈, 同时, 鲁西化工、万华化学和青岛恒源化工等国内企业也表示将扩建或新建 PC 装置, 预计“十三五”期间新增产能合计达到 102 万吨/年, 到 2020 年产能将达到 190 万吨/年。

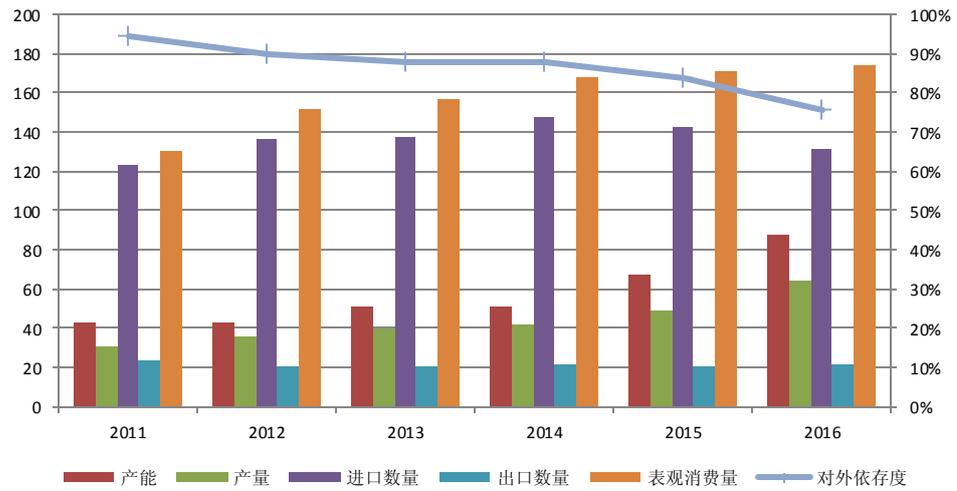
图表14: “十三五”期间我国拟建 PC 产能情况

生产企业	拟建产能 (万吨 / 年)	工艺路线
环球联合化工有限公司	13	非光气法
中沙 (天津) 石化有限公司	26	非光气法技术
科思创材料技术 (中国) 有限公司	20	间接光气法
阳煤集团青岛恒源化工有限公司	10	非光气法
万华化学集团股份有限公司	20	界面缩聚光气法
宁夏瑞泰科技股份有限公司	13	光气法
合计	102	

资料来源: 联讯证券



图表15: 近6年我国PC生产、进出口及消费情况(万吨)

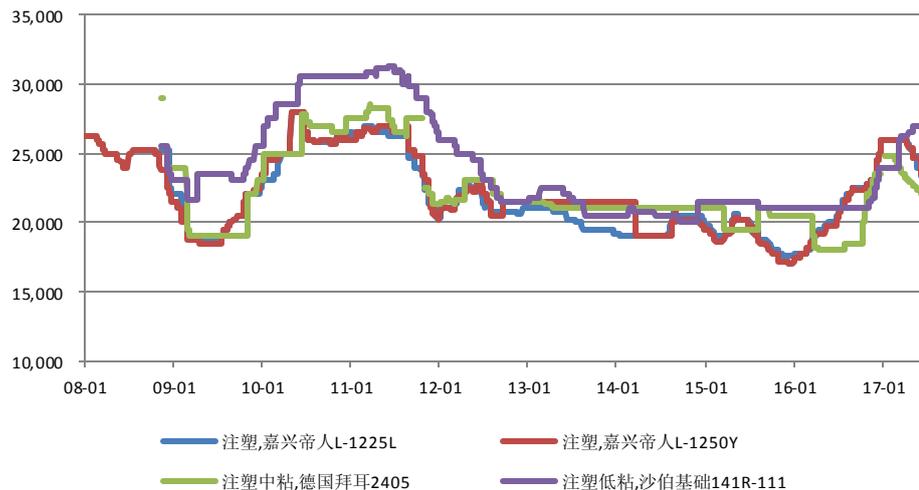


资料来源:CNKI, 联讯证券

从需求方面看, PC 将向汽车工业、电子电气和 LED 等高增值领域发展, 根据发达国家数据, PC 在电子电气和汽车制造中使用比例高达 40%~50%, 我国在该领域的使用比例约 10%, 电子电气和汽车制造是我国迅速发展的产业, 未来这些领域对 PC 需求量将巨大。此外, 未来 PC 基高端产品, 如医疗眼科方面的应用, 光学透镜市场将持续增长。“十三五”期间, 预计我国 PC 需求年均增长率达 6%, 到 2020 年消费量接近 220 万吨, 而产能预计为 190 万吨/年, 仍有一定缺口, 但供需缺口大幅收窄。

公司作为内资 PC 企业, 6.5 万吨/年 PC 工业化装置已经正常运行, 预计 2017 年底新增产能建成后, 公司 PC 总产能可达 20 万吨/年, 占全国 PC 总产能 18.5%, 市场占有率将进一步提升。随着 PC 市场价格上涨, 公司 PC 业务盈利增强。

图表16: 浙江余姚塑料城部分PC生产企业产品价格(元/吨)



资料来源:wind, 联讯证券



## 五、制冷剂景气向好，公司氟化工盈利能力增强

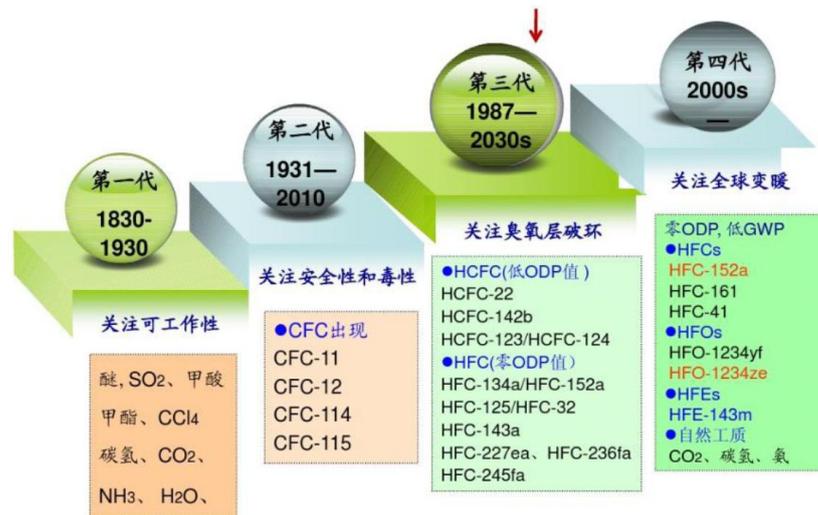
### (一) HFCs 有效产能开工率提升，氢氟酸紧缺导致 HFCs 价格飙涨

#### 1、含氢氯氟烃（HCFCs）淘汰力度逐步加大，HFCs 市场占有率提高

受技术进步及环保要求提高的影响，制冷剂的发展可以分为四代，第一代产品以可工作性为原则，主要是自然物质；第二代产品以安全耐用为原则，以全氯氟烃（CFCs）为主；第三代制冷剂以消耗臭氧层潜值（ODP）为选择标准，以 CFCs 的替代物 HCFCs 为主；第四代制冷剂则将温室效应潜值（GWP）纳入重要指标，以氢氟烯烃（HFOs）为主要目标，目前仍在不断的开发和探索中。

目前，市场上主要制冷剂为 HCFC-22、HFC-125、HFC-32、HFC-134a 以及一些混配冷媒，如 HFC-410a（HFC-125 和 HFC-32 混配）、HFC-404a（HFC125、HFC-134a 和 HFC-143 混配）以及 HFC-407c（HFC125、HFC-134a 和 HFC-32 混配）等。

图表17： 制冷剂更替路径



资料来源：公开资料，联讯证券

HCFCs 是目前剩余数量最大的一组消耗臭氧层物质（ODS）。HCFCs 曾是 CFCs 的替代品，逸散到大气中也会对臭氧层产生破坏，只不过其 ODP 值小于 CFCs，对臭氧层的危害小于 CFCs。但 HCFCs 的 GWP 值较大，是一类温室气体，加速全球气候变暖。因此，加速淘汰 HCFCs 不仅对保护臭氧层意义重大，也会为减缓全球气候变化带来益处。在 HCFCs 淘汰上也采取有效地控制 ODS 全球排放总量的预防措施，充分考虑发展中国家的发展需要，给出了发达国家和发展中国家 HCFCs 的淘汰时间进程。

根据《关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书》第 19 次缔约方大会上通过的加速淘汰 HCFCs 的调整方案，我国执行发展中国家淘汰时间表。

图表18： 发达国家和发展中国家 HCFCs 淘汰时间对照表

期限	发达国家	发展中国家
1996.1.1 起	消费冻结，冻结水平：消费量不得超过 1989 年 HCFCs 消费量和 CFCs 消费量的 2.8%之和。	——
2004.1.1 起	消费削减冻结水平的 35%。生产冻结，冻结水平：“1989 年 CFCs 消费	——



期限	发达国家	发展中国家
	量的 2.8%加 1989 年 HCFCs 消费量之和”与“1989 年 CFCs 生产量的 2.8%加 1989 年 HCFCs 生产量之和”的平均值。	
2010.1.1 起	生产和消费分别削减各自冻结水平的 75%。	——
2013.1.1 起	——	生产和消费分别冻结在各自 2009 和 2010 年的平均水平。
2015.1.1 起	削减冻结水平的 90%。	削减冻结水平的 10%。
2020.1.1 起	削减冻结水平的 99.5%。 <sup>1</sup>	削减冻结水平的 35%。
2025.1.1 起	——	削减冻结水平的 67.5%。
2030.1.1 起	削减冻结水平的 100%。	削减冻结水平的 97.5%。 <sup>2</sup>
2040.1.1 起	——	削减冻结水平的 100%。

注：1、0.5%仅限于 2020~2030 年间存在的冷冻和空调设备的维修；2、2.5%仅限于 2030 年~2040 年间存在的冷冻和空调设备维修。

资料来源：环境保护部环境保护对外合作中心，联讯证券

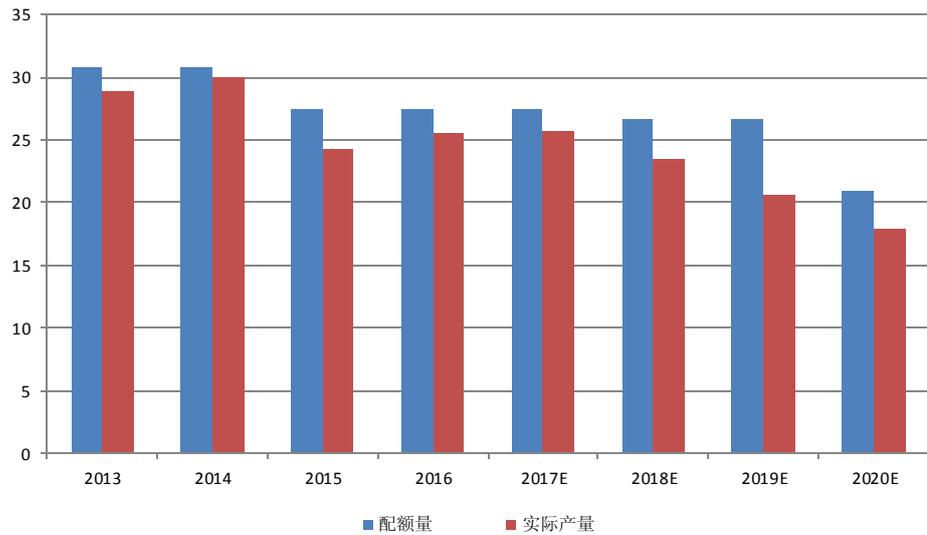
《议定书》中涉及受控用途的 HCFCs 共有 40 种。其中，我国生产和消耗的 HCFCs 有 6 种，即 HCFC-22（一氟二氯甲烷）、HCFC-123（二氟三氯乙烷）、HCFC-124（一氟四氯乙烷）、HCFC-141b（1,1-二氟 1-氯乙烷）、HCFC-142b（1-氟 1,1-二氯乙烷）和 HCFC-133a（1-氟 2,2,2-三氯乙烷）。此外，中国还进口少量 HCFC-225 用作溶剂。

根据环境保护部对外经济合作办公室提供的数据，2013 年国内 HCFCs 总产能达到约 100.7 万吨/年，下游消费去向包括制冷剂、发泡剂、溶剂等 ODS 用途，以及出口和原料用途。其中，原料用途包括用于生产四氟乙烯（TFE）、偏氟乙烯（VDF）、氢氟烃（HFC-125、HFC-143a）、氟化醇、含氟农药和医药中间体等，其下游产品涉及塑料、橡胶、制冷剂、清洗剂、农药、医药等多个行业。由于 HCFCs 原料用途并不对臭氧层产生危害，是《议定书》中豁免的用途，因此，主要受控用途是制冷剂、发泡剂、溶剂等 ODS 用途。根据环保部文件，此类 HCFCs 生产采用配额制度。

**2015 年后 HCFCs 淘汰进程加速，HCFC-22 的 ODS 用途产量和消费量将快速下降，HFCs 制冷剂市场占有率将提高。**目前，我国 HCFCs 受控用途中，产能最大的是 HCFC-22，主要用于家用空调和工商制冷。从 2013 年开始实行配额生产以来，HCFC-22 产量总体呈下降趋势，随着履约进程推进，受控用途 HCFC-22 产量将加速下降。根据 2016 年 10 月，《议定书》第 28 次缔约方大会达成基加利修正案，发达国家将从 2019 年、发展中国家将从 2024 年开始分阶段逐步冻结并削减 HFCs 类物质。我国在 2024 年之前并不削减 HFCs 产能，因此，过渡性替代品 HFC-125、HFC-32、HFC-410a 和 HFC-134a 等市场占有率将逐步提高。



图表19: 我国 HCFC-22 配额量和实际产量 (万吨)

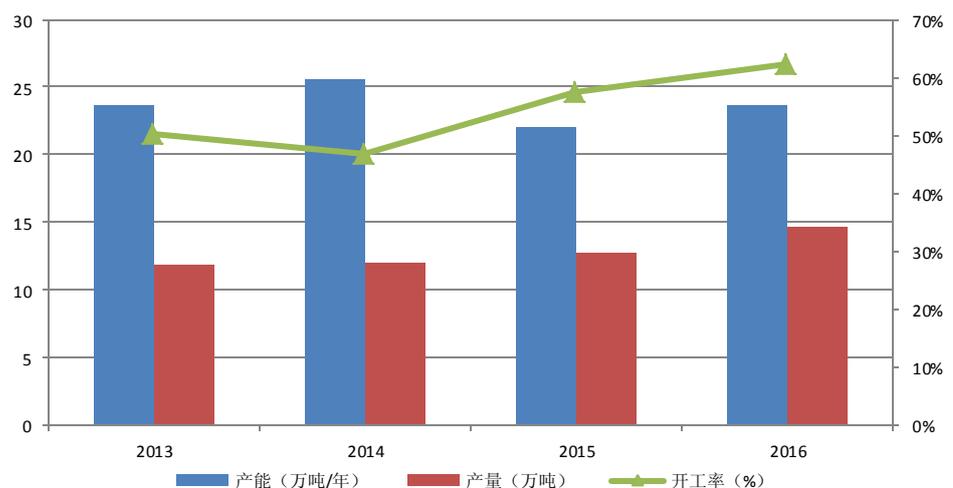


资料来源: 环境保护部外经办, 联讯证券

## 2、HFCs 有效产能利用率上升, 原料氢氟酸量跌价涨支撑 HFCs 价格飙升

HFC-125、HFC-32 和 HFC-134a 等产品产能仍过剩, 但产量逐年提升。目前, 扣除“僵尸产能”, 实际开工率高于 70%, 供需格局大幅改善。在 2008 年底“4 万亿”经济刺激和 2009 年初全国展开“家电下乡”活动共同促进下, 我国冰箱和空调等产销火爆, 制冷剂行业投资热情极度膨胀, 导致制冷剂产能爆发性增长, 景气上行至 2011 年鼎盛时期, 但物极必反, 随之而来的是产能过剩, 整个制冷剂行业自此陷入长达 5 年多的低迷期。这期间, 部分企业选择停产, 根据百川资讯 2017 年最新产能统计, HFC-125、HFC-32 和 HFC-134a 退出幅度约 20%, 实际开工率接近 70%, 供需向好。

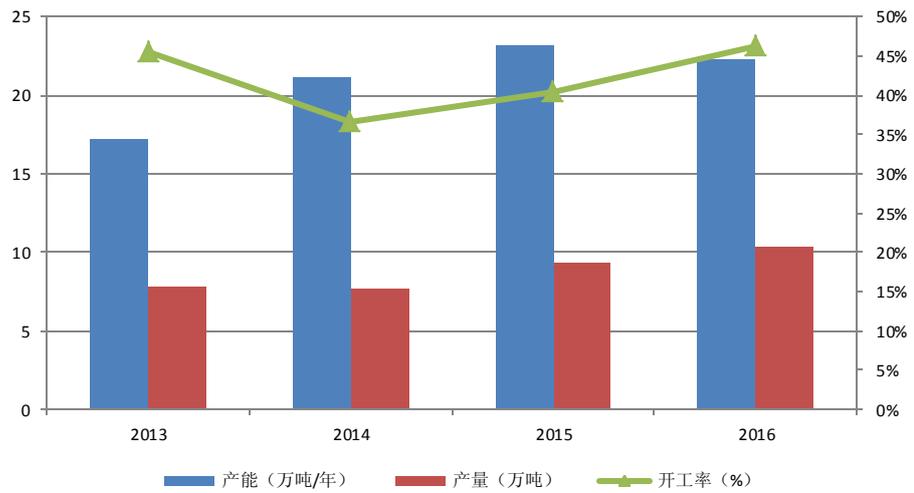
图表20: HFC-134a 产能、产量和开工率情况



资料来源: 百川资讯, 联讯证券

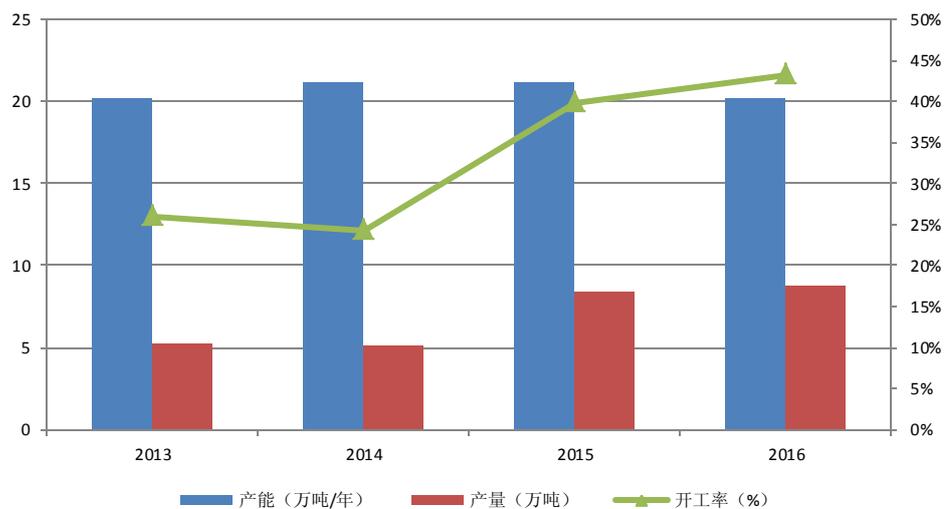


图表21: HFC-125 产能、产量和开工率情况



资料来源: 百川资讯, 联讯证券

图表22: HFC-32 产能、产量和开工率情况



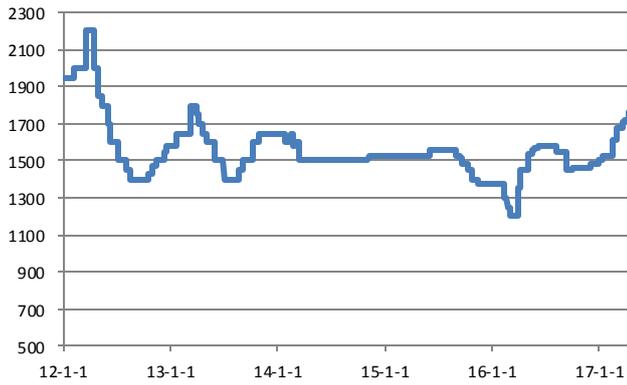
资料来源: 百川资讯, 联讯证券

**环保趋严叠加萤石矿涨价导致氢氟酸量跌价涨。**我国萤石资源主要分布在浙江、福建和江西等地区, 氢氟酸产能基本集中在江浙地区。近年来, 随着环保的日趋严格, 园区化管理趋势明显增强, 部分污染大、园区外的企业面临关停和搬迁, 导致一部分相对体量较小的产品供应短缺, 其中氢氟酸就是其中之一。另外, 上游原材料萤石矿价格在2016年3月开始触底反弹。因此, 在环保和成本支撑下, 氢氟酸价格大幅度上涨, 从2017年1月至今涨幅达到28.6%, 而同期原材料萤石矿价格涨幅为17.1%。

氢氟酸作为生产HFCs必须的原料之一, 其量跌价涨直接导致HFCs成本上升和供应短期紧张, 随之HFCs价格大幅增长。

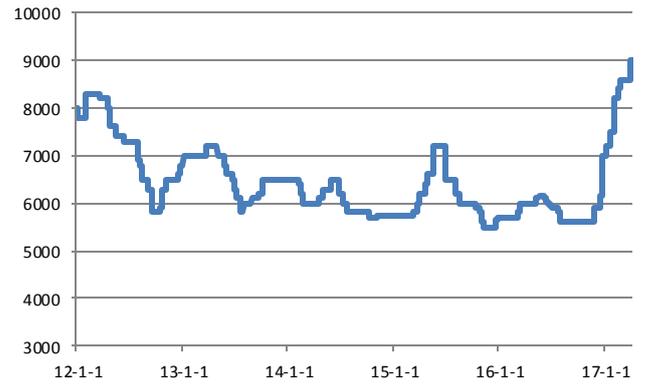


图表23: 国内萤石矿价格曲线(元/吨)



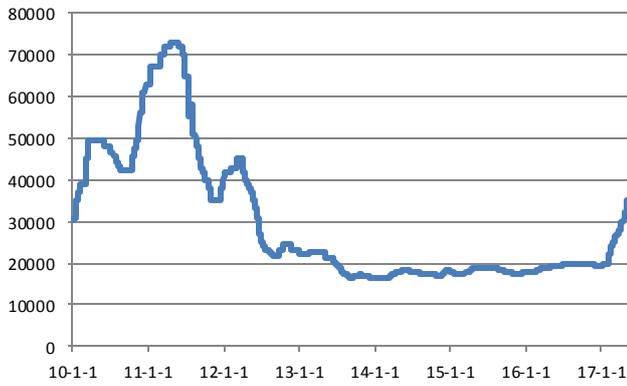
资料来源: 百川资讯, 联讯证券

图表24: 国内无水氢氟酸市场价格曲线(元/吨)



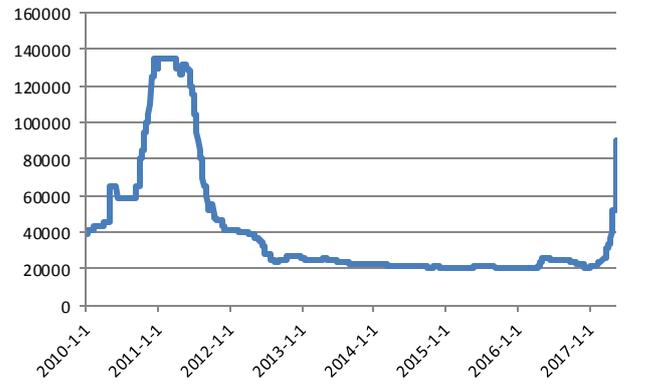
资料来源: 百川资讯, 联讯证券

图表25: 国内 HFC-134a 价格曲线(元/吨)



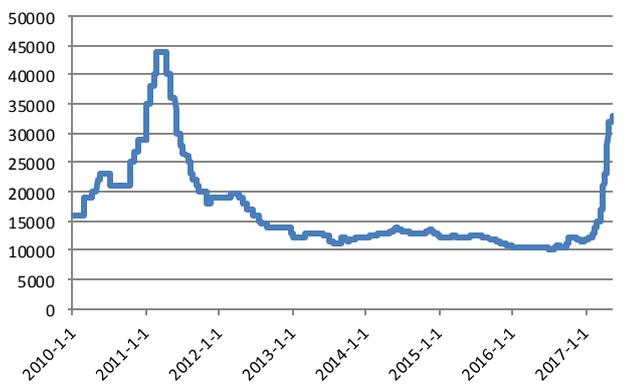
资料来源: 百川资讯, 联讯证券

图表26: 国内 HFC-125 价格曲线(元/吨)



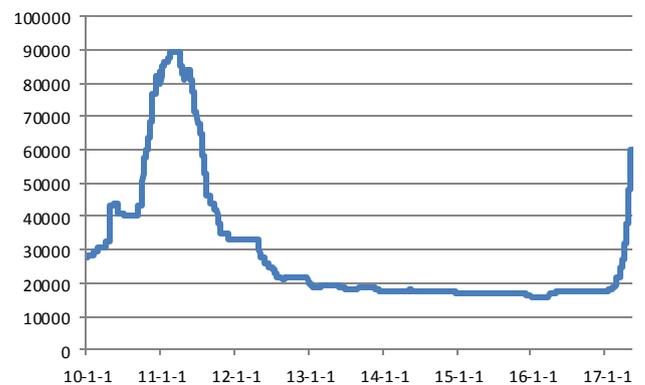
资料来源: 百川资讯, 联讯证券

图表27: 国内 HFC-32 价格曲线(元/吨)



资料来源: 百川资讯, 联讯证券

图表28: 国内 HFC-410a 价格曲线(元/吨)



资料来源: 百川资讯, 联讯证券

### 3、第四代制冷剂 HFOs 技术门槛高、产能太小, 且市场被外企垄断

第四代制冷剂 HFOs 专利壁垒非常高, 国内领先企业均采用授权合作的方式。杜邦



(科慕)、霍尼韦尔、大金、阿科玛等跨国企业在 HFOs 的制备与应用上布局全球专利，专利申请占总量的 70%以上，控制了替代品生产行业及其下游应用，构建了严密专利壁垒。对于中国企业而言，进入市场主动权较弱，一般采用授权合作的方式进行早期布局生产。国内规模化生产 HFOs 的公司主要有巨化股份和三爱富。

图表29：国内 HFOs 企业情况

企业	产品	产能
巨化股份、霍尼韦尔	HFO-1234yf	-
三爱富中昊、科慕	HFO-1234yf,HFO-1336mz	8000 吨/年

资料来源：公开资料，联讯证券

## （二）2024 年之前 HFCs 需求量将保持增长态势

汽车空调制冷剂领域的主流产品是 HFC-134a。国内汽车产量仍保持增长势头，对 HFC-134a 需求量仍然很大。2016 年我国汽车产量达 2819 万辆，按照平均每辆汽车灌装制冷剂 0.6kg，则新车市场对制冷剂需求量约 1.7 万吨。存量市场方面，按照 2016 年公布的汽车保有量 1.94 亿辆，存量汽车制冷剂需求约 11.6 万吨。2016 年新车及存量车市场制冷剂消费量为 13.3 万吨。出口方面，由于发达国家 HFC-134a 产能逐渐退出，中国已经成为 HFC-134a 的第一大生产国，出口是产量消化的重要渠道。但一方面欧美开始对 HFC-134a 的应用施加限制，另一方面针对我国产品的反倾销也愈演愈烈。在 2013-2014 年间，美国就曾启动对我国 HFC-134a 产品的“双反”调查，但以我国胜诉告终；今年美国氢氟烃联盟再次申请对进口自我国的 HFC-134a 启动反倾销调查，裁定结果尚未明确。印度也将于今年 7 月开始对我国出口的 HFC-134a 以每公斤 1.22 美元的标准征收反倾销税。总体来看，未来 5 年，预计我国 HFC-134a 年消费量在 13 万吨基础上呈小幅增长趋势。

冰箱、冷柜和空调领域主要使用 HCFC-22 以及 HFC-410a、HFC-404a、HFC-407c 等混配制冷剂。其中，HFC-410a 已在空调市场普遍使用。日本 95%以上的变频空调均使用了 HFC-410a，欧洲自 2004 年起全面禁用 HCFC-22 空调制冷剂，加快 HFC-410a 和 HFC-32 空调的普及，美国市场则在 2010 年全面升级到 HFC-410a 产品。随着我国变频空调市场的高速发展，空调业对 HFC-410a 的需求也与日俱增。根据 2016 年我国空调、冰箱和冷柜产量来估算，三者对制冷剂消费量分别为 24.1 万吨、2.5 万吨和 2.6 万吨。存量市场主要是维修用途，预计空调、冰箱和冷柜消费量分别达 8.6 万吨、6.4 万吨和 1.1 万吨。

图表30：我国空调、冰箱、冷柜和汽车产量

年份	空调产量 (万台)	冰箱产量 (万台)	冷柜产量 (万台)	汽车产量 (万辆)
2011	13,912.50	8,699.20	1,872.80	1,919.10
2012	13,281.10	8,427.00	1,740.20	2,059.70
2013	14,333.00	9,340.54	2,084.64	2,387.42
2014	15,716.90	8,796.10	1,800.61	2,372.50
2015	15,649.80	8,992.80	2,170.40	2,483.80
2016	16,049.30	9,238.30	2,148.00	2,819.31

资料来源：wind，联讯证券



图表31： 我国新生产空调、冰箱、冷柜和汽车所消耗的制冷剂量（万吨）

年份	空调整冷剂	冰箱制冷剂	冷柜制冷剂	汽车制冷剂	合计
2011	20.9	2.3	2.2	1.2	26.6
2012	19.9	2.2	2.1	1.2	25.5
2013	21.5	2.5	2.5	1.4	27.9
2014	23.6	2.3	2.2	1.4	29.5
2015	23.5	2.4	2.6	1.5	30.0
2016	24.1	2.5	2.6	1.7	30.8

注：空调按照平均每台 1.5kg 灌装量，冰箱按照平均每台 0.8kg 灌装量，冷柜按照平均每台 1.2kg 灌装量，汽车按照平均每台 0.6kg 灌装量。

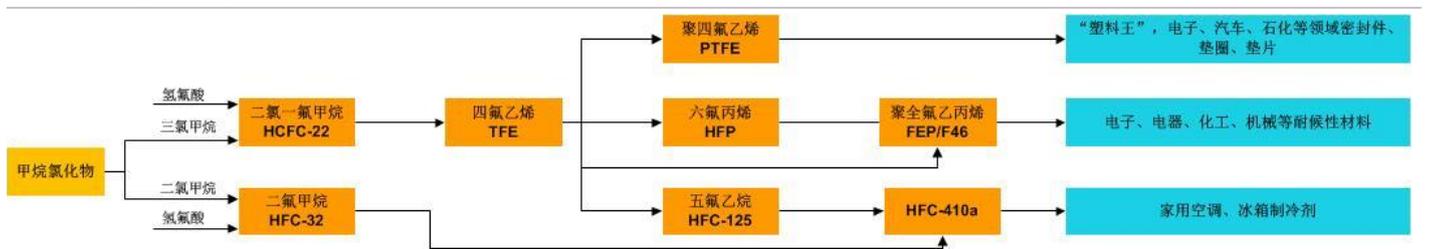
资料来源：联讯证券

总体来说，当前 HFC-125、HFC-32 和 HFC-134a 有效产能合计约 52 万吨/年，年产量约 34 万吨，平均开工率 65.4%，产能利用率大幅提升。根据环保部外经办 2016 年 HCFC-22 制冷剂用途统计数据，全年实际产量为 25.6 万吨。制冷剂产量合计为 59.6 万吨。2016 年制冷剂国内需求约 48.8 万吨，HCFC-22 出口量 8.1 万吨，HFCs 出口约 2 万吨，需求量加出口量合计 58.9 万吨。总体供需平衡。

预计 2024 年之前，我国 HFC-125、HFC-32、HFC-134a 以及其混配制冷剂消费量将随着下游消费增长而增长，产能利用率将进一步提升。

公司制冷剂产品有 HFC-32、HFC-125 和 HFC-410a，产能分别各 1 万吨/年，上游原料甲烷氯化物由公司配套生产。此外还配套有氟树脂产品，具有一体化优势。今年初以来，制冷剂价格大幅上涨，公司氟化工业务盈利能力增强。

图表32： 氟化工产业链



资料来源：联讯证券

## 六、公司烧碱、甲酸等产品市场好于去年同期

### （一）烧碱开工率上升，市场价格仍向上，公司烧碱满负荷运行

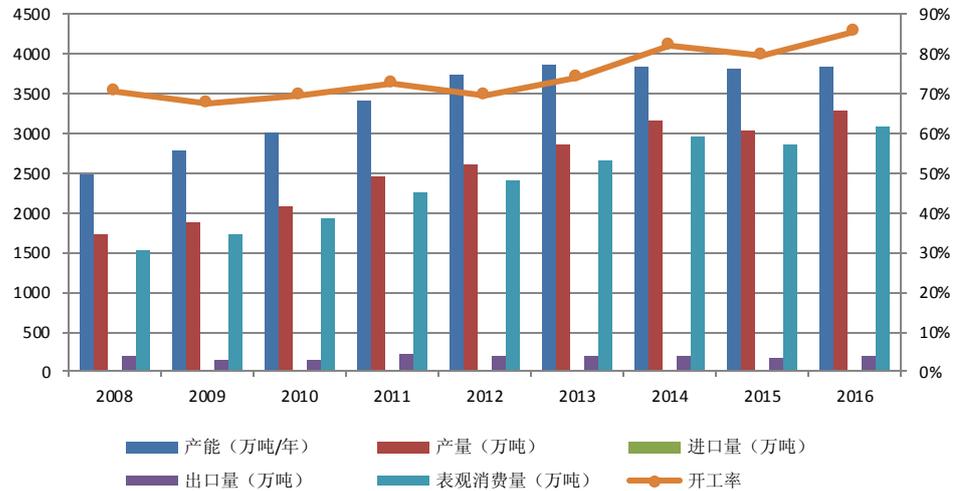
我国氯碱工业前期产能大幅增长，而下游需求滞后，地区发展不平衡，供需矛盾逐步显现。从“十二五”末期开始，我国氯碱行业将化解过剩产能、调整产业结构作为重点任务，成果初步显现。

烧碱作为氯碱化工的重要产品，市场也在逐步调整。2016 年我国烧碱产能为 3842 万吨/年，较 2013 年历史高位减少 23 万吨/年，产量为 3284 万吨，行业开工率达 85.5%，为近年来最高值。烧碱出口量为 191 万吨，表观消费量为 3094 万吨。从市场价格看，2016 年下半年开始上涨，从均价约 2300 元/吨涨至目前 4100 元/吨。



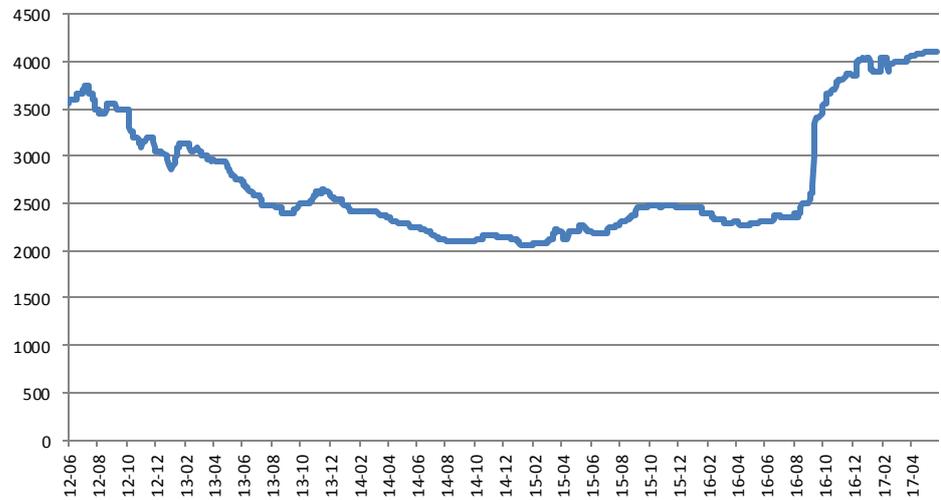
公司目前烧碱产能 40 万吨/年，基本满负荷运行。另外，液氯的平衡能力是氯碱企业竞争力的重要衡量标准。公司下游耗氯产品较多，除了消耗掉自产液氯外，还需外部采购。一般液氯过剩的企业会倒贴约 700 元/吨的液氯处理费用，因此公司能“变废为宝”，增强盈利能力。

图表33: 2008~2016 年我国烧碱（折百）市场情况



资料来源: 卓创资讯, 联讯证券

图表34: 我国烧碱（折百）市场价格（元/吨）



资料来源: 化工在线, 联讯证券

## (二) 公司甲酸产能规模较大，有望成为全球龙头

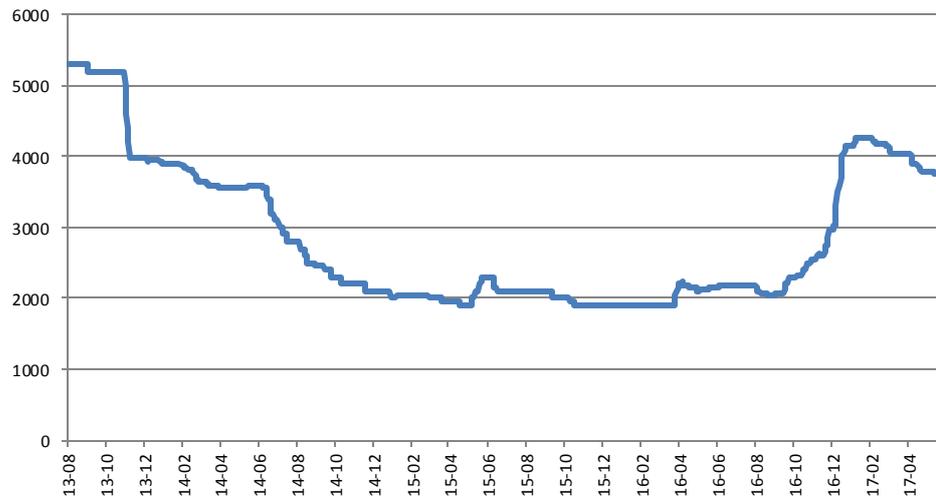
甲酸是基本有机化工原料之一，被广泛用于农药、皮革、染料、医药和橡胶等工业。目前，世界甲酸产能合计 131.7 万吨，主要分布在中国、德国、芬兰、俄罗斯、美国。全球主要甲酸生产企业及年产能为：中国鲁西化工 20 万吨/年、德国 BASF 20 万吨/年、芬兰 Eastman 公司 10 万吨/年、俄罗斯 Techmashimpor 公司 8 万吨/年、英国 BP 公司 6.5 万吨/年。



随着关键生产工艺的突破，我国甲酸产业在全球已拥有了举足轻重的地位。目前我国甲酸总产能约 55 万吨，占全球总产能 40%，主要分布在山东、江苏等地。以鲁西、阿斯德、扬子巴斯夫、川东化工为主要生产商。其中鲁西化工年产能 20 万吨、山东阿斯德年产能 15 万吨、南京扬巴石化年产能 5 万吨。

公司 20 万吨/年甲酸一期装置投产以来，工艺运行稳定，产品质量优良，应用领域广泛。公司拟借退城入园时机新建 20 万吨/年甲酸二期项目，二期项目依托一期项目的建设、运行管理、技术优势以及设计制造安装优势，可有效缩短项目建设周期。二期项目建成后公司甲酸产能达 40 万吨/年，将占全球产能的 30%，成全球最大甲酸供应公司，继续提高甲酸产品的国内外市场占有率，提高盈利能力。

图表35： 我国甲酸市场价格（元/吨）



资料来源：化工在线，联讯证券

## 七、盈利预测与估值

### （一）盈利预测

关键假设：

- 1、公司各主要产品价格保持稳中略增，部分产品毛利率有所增长；
- 2、PC、甲酸、己内酰胺、尼龙 6、双氧水等新增产能如期建成达产；
- 3、各装置开工率稳定，不出现重大安全和环保事故。

图表36： 公司营业收入及成本预测（百万元）

产品类别	项目	2016A	2017E	2018E	2019E
化肥	营业收入	3,575.04	4,247.86	4,375.30	4,678.84
	同比增减	-40.08%	18.82%	3.00%	6.94%
	营业成本	3,183.76	3,770.55	3,883.66	4,153.94
	同比增减	-36.12%	18.43%	3.00%	6.96%
	毛利率	10.94%	11.24%	11.24%	11.22%
	同比增减	-5.40%	2.71%	0.00%	-0.16%
化工品	营业收入	7,237.07	11,045.30	13,951.66	15,035.71



产品类别	项目	2016A	2017E	2018E	2019E
	同比增减	6.22%	52.62%	26.31%	7.77%
	营业成本	5,945.77	8,761.84	10,988.69	11,846.00
	同比增减	0.49%	47.36%	25.42%	7.80%
	毛利率	17.84%	20.67%	21.24%	21.21%
	同比增减	4.68%	15.88%	2.73%	-0.11%
其他	营业收入	136.45	200.00	300.00	400.00
	同比增减	49.50%	46.57%	50.00%	33.33%
	营业成本	102.14	150.00	225.00	300.00
	同比增减	77.71%	46.86%	50.00%	33.33%
	毛利率	25.14%	25.00%	25.00%	25.00%
	同比增减	-11.88%	-0.56%	0.00%	0.00%
合计	营业收入	10,948.56	15,493.16	18,626.96	20,114.55
	同比增减	-14.94%	41.51%	20.23%	7.99%
	营业成本	9,231.67	12,682.38	15,097.35	16,299.94
	同比增减	-15.81%	37.38%	19.04%	7.97%
	毛利率	15.68%	18.14%	18.95%	18.96%
	同比增减	5.96%	15.69%	4.45%	0.08%

资料来源: wind, 联讯证券

根据假设及模型测算, 我们预计公司 2017/2018/2019 年营业收入分别为 154.93/186.27/201.14 亿元, 归母净利润分别为 7.60/10.26/11.02 亿元。根据最新股本, 每股收益分别为 0.52/0.70/0.75 元。

## (二) 估值

从与公司业务相似的公司估值情况看, 2017 年 PE 均值为 15.6 倍, 给予公司 2017 年 PE 合理估值倍数 16 倍, 对应 2017 年公司股价 8.32 元, 首次覆盖给予买入评级。

图表37: 可比公司估值

证券代码	证券简称	前收盘价	总市值 (亿元)	PE			PB
				2017E	2018E	2019E	
002470.SZ	金正大	7.27	229.01	18.04	15.35	13.36	2.55
002588.SZ	史丹利	7.60	87.95	15.60	13.32	12.02	2.21
600409.SH	三友化工	8.48	156.91	10.02	8.59	7.31	2.17
002061.SZ	江山化工	7.57	50.09	16.40	13.49	11.55	1.92
600160.SH	巨化股份	10.76	227.22	20.31	17.05	14.12	2.21
600426.SH	华鲁恒升	11.60	187.98	17.18	13.40	11.06	2.25
600691.SH	阳煤化工	2.70	47.43	18.46	11.89	6.85	1.28
000422.SZ	湖北宜化	5.64	50.64	8.38	6.66	-	0.86
	均值		129.65	15.55	12.47	10.90	1.93

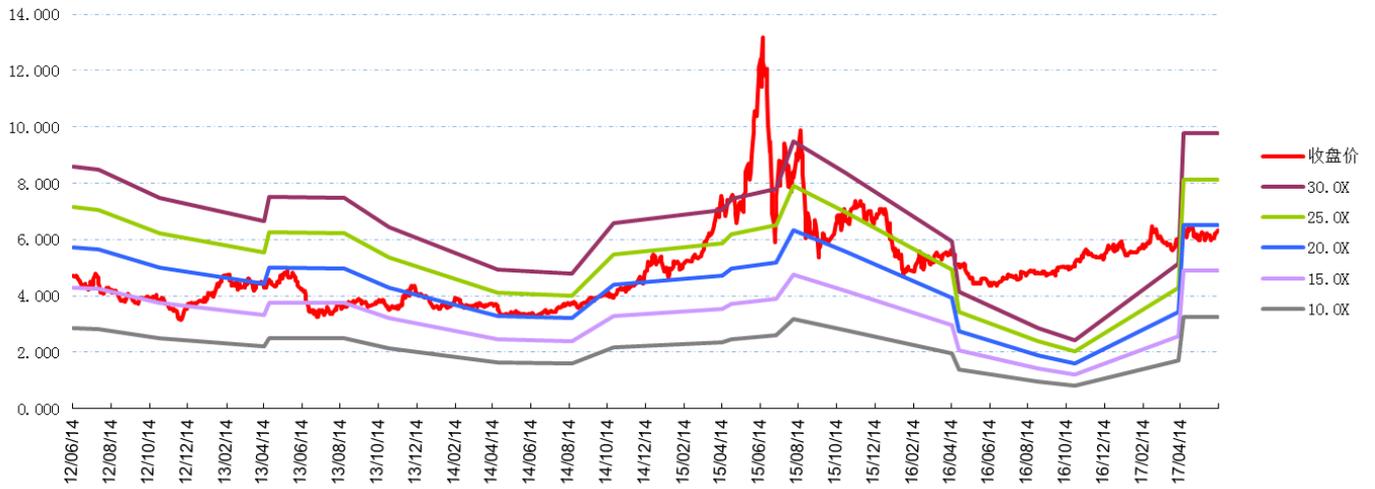
资料来源: wind 一致预期, 联讯证券

## 八、风险提示

项目建设不及预期风险, 产品价格大幅下降风险, 生产事故风险。

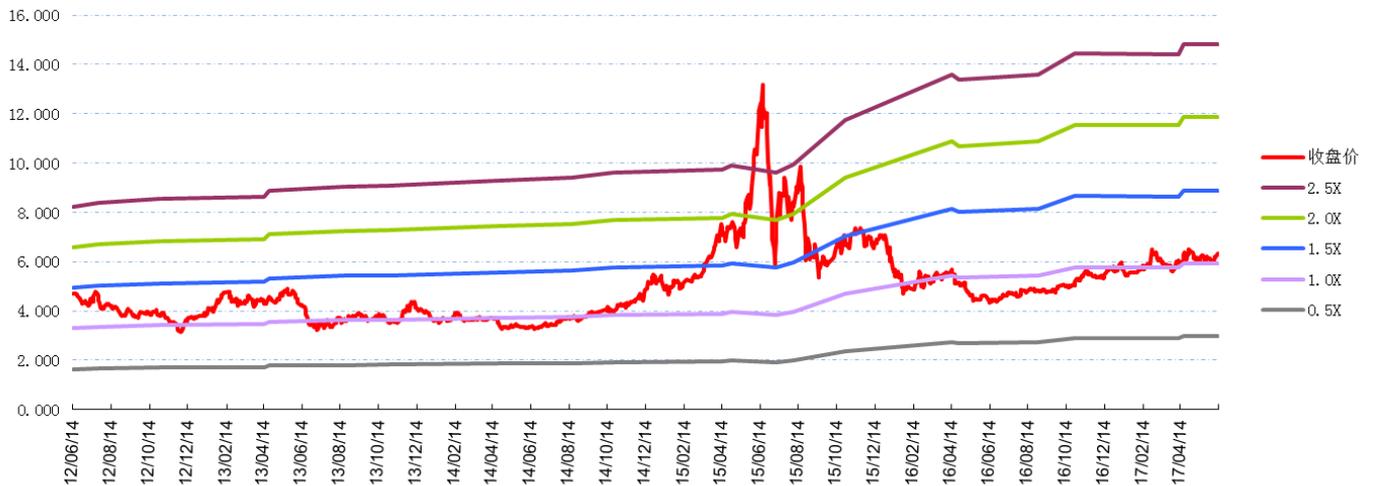


图表38: 公司 PE Band



资料来源: wind, 联讯证券

图表39: 公司 PB Band



资料来源: wind, 联讯证券



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	3,366.91	6,444.28	9,039.48	11,841.34	经营活动现金流	1,135.26	3,405.83	3,862.23	3,612.67
现金	657.21	3,069.44	5,490.62	7,800.70	净利润	253.84	712.40	974.18	1,052.01
应收账款	94.84	362.36	146.12	339.49	折旧摊销	1,301.82	1,966.34	2,099.68	2,199.68
其它应收款	11.98	18.74	21.94	22.87	财务费用	0.19	3.13	3.01	2.11
预付账款	342.65	222.02	450.11	321.14	投资损失	456.12	536.42	580.32	598.38
存货	1,547.43	2,201.93	2,279.24	2,712.43	营运资金变动	4.95	0.00	0.00	0.00
其他	712.79	569.79	651.56	644.70	其它	-927.95	187.55	205.04	-239.51
非流动资产	21,320.13	21,370.66	20,787.98	19,606.19	投资活动现金流	-16.27	0.00	0.00	0.00
长期投资	201.47	202.47	203.47	204.47	资本支出	-2,507.96	-1,972.22	-1,467.86	-970.40
固定资产	15,309.88	17,493.64	17,518.43	16,944.11	长期投资	1,859.07	2,020.00	1,520.00	1,020.00
无形资产	1,118.38	990.91	863.44	735.98	其他	22.12	20.00	20.00	20.00
其他	664.64	664.64	664.64	664.64	筹资活动现金流	0.00	48.46	52.50	50.03
资产总计	24,687.04	27,814.94	29,827.46	31,447.53	短期借款	1,714.24	978.62	26.81	-332.20
流动负债	11,867.59	13,920.14	15,099.21	15,551.49	长期借款	2,157.62	1,200.00	800.00	200.00
短期借款	6,794.30	7,994.30	8,794.30	8,994.30	其他	540.68	700.00	500.00	500.00
应付账款	2,350.37	2,974.93	3,364.41	3,479.89	现金净增加额	345.47	2,412.23	2,421.18	2,310.07
其他	2,722.92	2,950.91	2,940.50	3,077.30					
非流动负债	4,178.01	4,878.01	5,378.01	5,878.01	<b>主要财务比率</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
长期借款	3,335.00	4,035.00	4,535.00	5,035.00	成长能力				
其他	843.01	843.01	843.01	843.01	营业收入	-14.94%	41.51%	20.23%	7.99%
负债合计	16,045.60	18,798.15	20,477.22	21,429.49	营业利润	-19.73%	276.39%	36.75%	7.99%
少数股东权益	200.26	200.26	200.26	200.26	归属母公司净利润	-12.69%	201.00%	34.99%	7.34%
归属母公司股东权益	8,441.18	8,816.53	9,149.98	9,817.78	获利能力				
负债和股东权益	24,687.04	27,814.94	29,827.46	31,447.53	毛利率	15.68%	18.14%	18.95%	18.96%
					净利率	2.31%	4.91%	5.51%	5.48%
<b>利润表</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	总资产净利率	2.92%	5.57%	6.53%	6.57%
营业收入	10,948.56	15,493.16	18,626.96	20,114.55	ROE	2.99%	8.62%	11.22%	11.22%
营业成本	9,231.67	12,682.38	15,097.35	16,299.94	偿债能力				
营业税金及附加	61.95	52.01	72.27	86.46	资产负债率	65.00%	67.58%	68.65%	68.14%
营业费用	475.49	660.22	820.81	872.36	净负债比率	73.82%	56.58%	47.80%	42.86%
管理费用	465.80	562.38	688.49	776.46	流动比率	28.37%	46.29%	59.87%	76.14%
财务费用	456.12	583.18	646.12	674.55	速动比率	9.33%	26.38%	40.46%	54.56%
资产减值损失	0.19	3.13	3.01	2.11	营运能力				
公允价值变动收益	-0.03	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.44	0.56	0.62	0.64
投资净收益	-4.95	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	0.72	0.89	1.06	1.19
营业利润	252.36	949.86	1,298.91	1,402.69	应付账款周转率	115.44	42.76	127.48	59.25
其他非经营损益	65.00	63.89	69.52	66.14	每股指标(元)				
利润总额	317.37	1,013.75	1,368.43	1,468.83	每股收益	0.17	0.52	0.70	0.75
所得税	64.77	253.44	342.11	367.21	每股经营现金	0.77	2.33	2.64	2.47
净利润	252.60	760.32	1,026.32	1,101.62	每股净资产	5.76	6.02	6.25	6.70
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	估值比率				
归属母公司净利润	252.60	760.32	1,026.32	1,101.62	P/E	36.71	12.20	9.03	8.42
EBITDA	2,022.64	3,516.52	4,048.43	4,266.88	P/B	1.10	1.05	1.01	0.94
EPS（元）	0.17	0.52	0.70	0.75	EV/EBITDA	9.42	4.61	3.55	3.03

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

## 研究院销售团队

北京	周之音	010-64408926	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-64408662	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	赵玉洁	021-51782233	18818101870	zhaoyujie@lxsec.com
上海	杨志勇	021-51782335	13816013064	yangzhiyong@lxsec.com
深圳	刘啸天		15889583386	liuxiaotian@lxsec.com

## 分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)