

化工龙头万华化学系列之二：石化项目竞争力分析



未来两年万华的主要投资集中于石化项目，而这段时期也将迎来国内石化产能的爆发期。百舸争流，万华的石化项目是否具有竞争力？我们的分析如下：

核心观点

- **丙烷化工具有路线优势：**万华的丙烯和乙烯项目都采用丙烷化工路线，未来丙烷加工量将达到 300 万吨以上。丙烷化工由于原料易得、长期经济性好、更适合在产品消费地建设等优势，受到国内企业的青睐。而且我们分析认为，丙烷化工相比于石脑油裂解或者重整，产品外购难度较大、烯烃比例较灵活、投资强度较小，实际上更加适合万华现阶段的产业发展需求。
- **烯烃下游布局较好：**国内虽然近几年烯烃产量增长较快，但下游配套都比较单一，这就导致盈利水平波动非常大。而万华下游配套比较分散，有效降低了单一产品景气波动对整体盈利的冲击。其之所以能实现下游产品差异化竞争，依靠的是技术创新（PO）与产业链协同（PVC）。我们预计即使未来石化产品在大炼化海量扩产冲击下景气度普遍下滑，万华的 PO 和 PVC 仍能获取大量盈利。
- **产业链延伸提升抗周期性：**万华对石化项目的定位就是为聚氨酯与新材料板块提供质量稳定可控的基础原料，所以烯烃配套的产品大多都与下游事业部相匹配。随着未来万华下游事业部成长，这些石化产品都有望在体系内转化为差异化产品来外销。根据研发开支、专利数量等指标，我们相信万华在新材料等下游领域有望持续做大做强，从而摆脱与国内大宗品企业的竞争。

财务预测与投资建议

- 我们预测 19-21 年公司每股 EPS 为 3.80、3.60 和 4.24 元，按照可比公司 19 年 13 倍市盈率上调目标价为 49.2 元（原目标价 45.6 元）维持买入评级。

风险提示

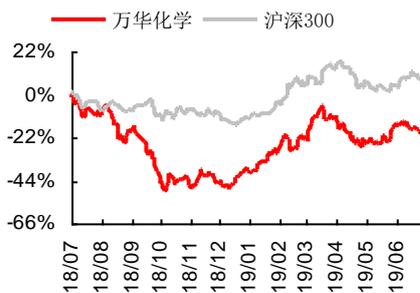
- 宏观经济风险、原油价格波动风险、新项目进展风险、MDI 行业壁垒突破。

公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	53,123	60,621	70,907	76,608	91,517
同比增长	76.5%	14.1%	17.0%	8.0%	19.5%
营业利润（百万元）	16,959	16,085	15,594	15,828	18,572
同比增长	200.1%	-5.2%	-3.1%	1.5%	17.3%
归属母公司净利润（百万元）	11,135	10,610	11,937	11,296	13,315
同比增长	202.6%	-4.7%	12.5%	-5.4%	17.9%
每股收益（元）	3.55	3.38	3.80	3.60	4.24
毛利率	39.7%	33.8%	29.9%	29.1%	28.5%
净利率	21.0%	17.5%	16.8%	14.7%	14.5%
净资产收益率	52.9%	34.8%	32.1%	25.4%	25.0%
市盈率（倍）	10.8	11.3	10.1	10.6	9.0
市净率（倍）	4.4	3.6	3.0	2.5	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价（2019年07月22日）	40.28 元				
目标价格	49.20 元				
52周最高价/最低价	53.30/27.10 元				
总股本/流通A股（万股）	313,975/142,376				
A股市值（百万元）	126,469				
国家/地区	中国				
行业	石油化工				
报告发布日期	2019年07月23日				

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现（%）	-3.1	-4.1	-13.8	-20.9
相对表现（%）	-2.0	-2.7	-7.8	-29.1
沪深300（%）	-1.1	-1.4	-6.1	8.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 倪吉
021-63325888-7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517120003

联系人 万里扬
021-63325888-2504
wanliyang@orientsec.com.cn

相关报告
化工龙头价值分析系列之一：万华化学 2019-06-04

目 录

1.	引言	4
2.	丙烷化工具有路线优势	4
2.1	丙烷化工适合中国	4
2.2	丙烷化工更适合万华	5
3.	烯烃下游布局较好	6
3.1	下游配套比较分散	7
3.2	技术创新与产业配套是关键	7
4.	产业链延伸提升抗周期性	9
5.	投资建议	10
6.	风险提示	11

图表目录

图 1：国内液化丙烷进口量（万吨）	5
图 2：石脑油-丙烷价差（美元/吨）	5
表 1：国内纯苯产能分布	6
表 2：国内 PDH 装置配套情况	6
表 3：万华石化产品历史价差变化（元/吨）	7
表 4：万华乙烯一体化与炼化一体化烯烃下游配套对比（万吨）	7
图 3：国内乙烯法 PVC 价格走势（元/吨）	9
表 5：万华石化产品与下游应用	10
图 4：万华化学专利申请量	10

1. 引言

我们在今年 6 月的深度报告《化工龙头价值分析系列之一：万华化学》中主要从成本角度分析了万华石化项目的优势，通过大型规模化、产业链一体化和高效管理万华获得了相比竞争对手更多的超额利润。但实际上，当前国内石化化工一个重要发展趋势就是产业的规模化和集群化。比如未来几年就有大量千万吨级炼化一体化项目要投产，大型的煤制烯烃（CTO）项目也很多，单就制造成本而言，这些大型项目与万华石化项目相比可能优势还不相上下。而且我们前期就判断国内石化行业将进入下行周期，在总供给持续宽松的环境下，项目的竞争力就格外重要。那么作为国内石化的新势力，万华石化项目与其他大型项目相比是否具有竞争优势，优势又具体表现在何处，就非常值得深入研究。我们分析认为，万华石化的竞争优势主要体现在以下三个方面：

2. 丙烷化工具有路线优势

万华石化采用的是丙烷化工路线，现有的丙烯一体化加上在建的乙烯一体化，合计的丙烷加工量将达到 300 万吨以上，成为国内最大的丙烷化工基地。丙烷用于化工生产，按加工方式可以分为脱氢和裂解两条路线。丙烷脱氢（PDH）以丙烷作为单一原料，产品几乎都是丙烯，万华的丙烯一体化就是 PDH 路线。丙烷用于裂解一般是当经济性特别好时，在石脑油中混合一些丙烷作为原料进行裂解，产品的组成比较复杂，而万华在建的乙烯一体化则是以丙烷为单一原料进行裂解，产品主要就是乙烯和丙烯。

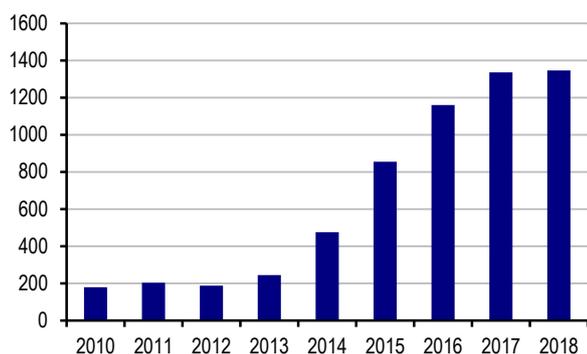
2.1 丙烷化工适合中国

国内丙烷化工近几年发展地非常快，从 13 年天津渤化第一套 PDH 至今，国内已经投产 11 套合计近 680 万吨丙烯的沿海 PDH 项目。虽然从资源禀赋看，我国丙烷资源非常少，但产业上大量投资说明在国内发展丙烷化工应当具有充分的合理性和丰厚的经济回报。我们认为总体可以归纳为以下三点：

- 1) 从原料保障看，丙烷比较容易液化，出口终端和运输船的要求相对 LNG 来说要低很多，很早就建立了非常成熟的贸易体系，2017 年全球丙烷贸易量达到近 6000 万吨，国内进口量达到 1300 万吨以上。可以说就算是前期对行业没有任何积累的新进入者，采购丙烷也没有很高的壁垒。
- 2) 从经济性看，丙烷作为原料与石脑油相比，劣势是产品非常单一，但是如果目的就是为了获得烯烃，那丙烷凭借明显的价格优势，以及更低的单位投资和加工成本，经济性上确实优于石脑油路线。我们认为价格优势主要来自两者定价方式不同，丙烷主要用于做燃料，根据热值定价，所以季节性波动就很强，而石脑油基本都用于化工，是以化工原料的方式定价。从近几年石脑油-丙烷价差看，丙烷相对石脑油的价格优势是在逐渐扩大的，18 年已经达到 60 美元/吨以上。
- 3) 从消费市场看，中国沿海地区有巨大的烯烃下游产品消费能力，在资源地与消费地无法重叠的情况下，将加工装置建在何处主要就取决于原料与产品物流成本的差异。按照华东到岸与沙特离岸价差看，近几年丙烷的物流成本基本在 25 美元/吨左右，相比下游产品普遍万元左右的价格，原料物流成本的占比还是非常小。而且除了 PE、PP 以外，其他烯烃下游大多都是液体，

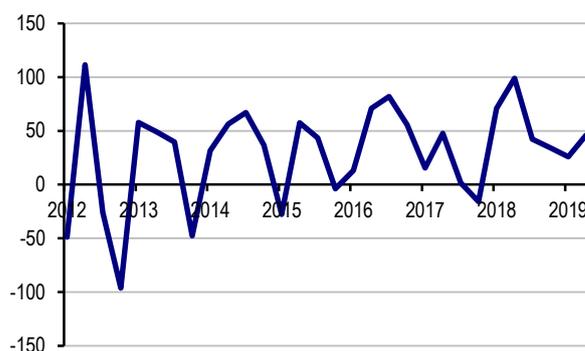
如果不能做到大体量运输，这些产品的单吨运费还要高于丙烷的运费，所以丙烷化工贴近消费地也是非常合理的选择。

图 1：国内液化丙烷进口量（万吨）



资料来源：Bloomberg，东方证券研究所

图 2：石脑油-丙烷价差（美元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

2.2 丙烷化工更适合万华

对于万华来说，其产业链的核心原料既需要烯烃也需要芳烃，烯烃用于聚醚、新材料和水性涂料等，芳烃用于 MDI 和 TDI。如果以最终产品的重要性和原料用量来评判，芳烃显然是更重要的原料。但万华切入石化却既没有选择主要生产芳烃的石脑油重整，也没有选择烯烃芳烃都能生产的石脑油裂解，反而恰恰选择了只能生产烯烃的丙烷化工路线，这背后除了丙烷洞窟等廉价配套工程以外，我们认为还包含了三点原因：

- 1) 虽然万华对芳烃（苯、甲苯）的用量很大，但芳烃资源获得的便利性比烯烃强非常多。首先芳烃是液体，烯烃（乙烯和丙烯）是气体，同样以车运的形式外购，芳烃运输的费用与风险远小于烯烃。国内芳烃资源也不算特别紧缺，万华所在的山东和浙江，以及临近的辽宁、上海、江苏，都是国内纯苯产能较多的地区。相比起来乙烯由于产能不足，资源性很强，国内几乎没有乙烯贸易，只能对外采购。所以从产业配套角度看，如果在烯烃和芳烃只能选其一的情况下，自产烯烃外购芳烃就是更好的选择。
- 2) 虽然石脑油裂解能同时生产烯烃和芳烃，但产品的比例是基本确定的，乙烯:丙烯:苯大约是 4:2:1。而烟台基地乙烯一体化与 MDI 扩产完成后，乙烯丙烯产量与苯用量的比例大约是 1.4:1.8:1。即使不考虑苯的影响，万华对丙烯的需求量也一定比乙烯多，丙烷化工相比石脑油裂解在乙烯丙烯比例上就有很大的灵活性。所以从产品结构看，丙烷化工更加适合万华下游产业对原料的需求。
- 3) 如上文分析，丙烷化工的一个重要优势就是经济性。一方面，如果只以生产烯烃为目的，丙烷化工的经济效益明显好于石脑油裂解。另一方面，石脑油裂解的投资强度比丙烷化工大许多，百万吨乙烯配套下游产品的总投资一般都要在 300 亿左右。而万华丙烯一体化投资为 172 亿元，当时就已经对万华造成非常大的压力，15 年整体负债率高达 69%。如果当时选择石脑油裂解路线，可能万华的局面会和现在完全不同。

综合来说，我们认为丙烷化工是最符合万华产业布局需求的石化路线，而万华决定投资建设八角石化项目正是 PDH 在国内萌芽的时期，可以说万华是在最需要的时间遇到了最合适的选项。好的方案首先必须是适合自己的方案，我们认为丙烷化工路线就是万华石化项目核心竞争力之一。

表 1：国内纯苯产能分布

	产能（万吨）	占比
辽宁	201	15%
山东	192	14%
广东	181	13%
浙江	113	8%
上海	104	8%
江苏	99	7%
新疆	78	6%
福建	75	5%
其他	333	24%

资料来源：百川咨询，东方证券研究所

3. 烯烃下游布局较好

过去几年国内烯烃需求非常旺盛，如丙烯 12-18 年国内需求复合增速高达 10%，不论是油头、煤头还是气头的盈利都在不断向好，也刺激了国内产能不断扩张。而中国化工行业的特点就是大干快上，多数企业都不追求精细化，对于烯烃下游配套也都是选技术简单、市场空间大的品种。所以可以发现过去几年，国内投产的烯烃产能下游配套的绝大多数都是聚烯烃，甚至连更贴近消费市场的沿海 PDH 企业都以配套 PP 为主。这带来一个重大问题就是所有的鸡蛋都装在了一个篮子里，企业盈利完全取决于一两个产品，周期波动的影响会非常大。有时项目原本具有比较高的 α ，结果却被巨大的下行 β 完全吞噬，这对于实业和股票投资伤害都非常大。

表 2：国内 PDH 装置配套情况

公司	丙烯产能（万吨）	投产日期	下游配套
天津渤化	60	2013 年 9 月	PO、丁辛醇、丙烯腈
卫星石化	45	2014 年 9 月	丙烯酸、PP
宁波海越	60	2014 年 9 月	PP
绍兴三圆	50	2014 年 9 月	PP
东华能源（扬子江石化）	66	2015 年 5 月	PP
万华化学	75	2015 年 8 月	PO、丙烯酸、丁醇、新戊二醇
河北海伟石化*	50	2016 年 7 月	PP
东华能源（宁波福基）	66	2016 年 12 月	PP
中软包装（中景石化）*	80	2017 年	PP
中软包装（美得石化）	80	2017 年	PP

卫星石化二期

45

2018 年

丙烯酸、PP

资料来源：公司公告，Wind，东方证券研究所

3.1 下游配套比较分散

而万华石化项目的产品方案就比较科学，算上 PE 与 PP，万华烯烃下游品种超过十种。从这些产品的历史价差变化可以看出，虽然 15 年是化工行业周期大底，但并不是所有品种的底部价差都出现在 15 年。十多种产品综合的盈利波动一定弱于单一品种的波动，因此万华石化项目的盈利稳定性就会显著优于下游产品单一的竞争对手。

表 3：万华石化产品历史价差变化（元/吨）

	产能（万吨）	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
丙烯酸	30	3897	4303	2803	1355	1585	2703	2136
丁醇	39	3552	2847	1863	1484	1192	1722	1919
PO	56	3431	3836	4796	4673	3624	4027	4449
新戊二醇	4			7064	5017	6031	9519	7515
丙烯酸丁酯	20	933	1522	899	875	620	1017	817
PVC	40	1902	1565	1455	1375	1813	2164	2334
EO	15	3637	2385	2057	1066	1593	2218	2827
SM	65	632	1371	648	1510	1325	1674	2428

资料来源：公司公告，Wind，东方证券研究所

3.2 技术创新与产业配套是关键

虽然大家都明白产品科学布局可以提升竞争力，但是真要落地，其实还有很多壁垒。如果只是为了分散终端产品而投资一些没有技术壁垒或者与自身产业链不能协同的产品，对整体竞争力的提升也非常有限，甚至还有可能丧失规模化的优势。所以，高水平的产品布局就是要通过创新打通竞争对手不具备的产业链，或是结合自身产业特色实现差异化布局，而万华在这两点上就表现出与众不同的优势。

我们在前期万华深度报告和 PO 行业深度报告中都已深入分析了国内 PO 行业的现状，由于国内前期没有掌握共氧化法工艺，导致 PO 产能扩张一直很慢，相应万华等已经具备共氧化 PO 装置的企业就获得了大量盈利。展望未来，万华在乙烯一体化项目中还将建设 30 万吨 PO 产能，依托的是自主开发的 PO/SM 技术。而国内刚投产或在建的炼化一体化项目，只有中海壳牌二期、中化泉州与古雷炼化有规划 PO 产能，其中古雷还是 HPPO 法，成本比共氧化法高很多。虽然我们预测 PO/SM 未来盈利会随着苯乙烯（SM）景气度下行而有所回落，但是从产能规划看，PO 仍然是这些石化巨头未来竞争中最不激烈的战场之一。而且 PO 行业工艺路线较多，成本曲线非常陡峭，共氧化法又是其中竞争优势最强的路线，即使在行业下行期，盈利也远比其他生产工艺同质化严重的化工品要更加稳定。

表 4：万华乙烯一体化与炼化一体化烯烃下游配套对比（万吨）

万华乙烯	浙江石化	浙江二期	恒力炼化	盛虹炼化	中化泉州	古雷炼化	中科炼化	广东石化
------	------	------	------	------	------	------	------	------

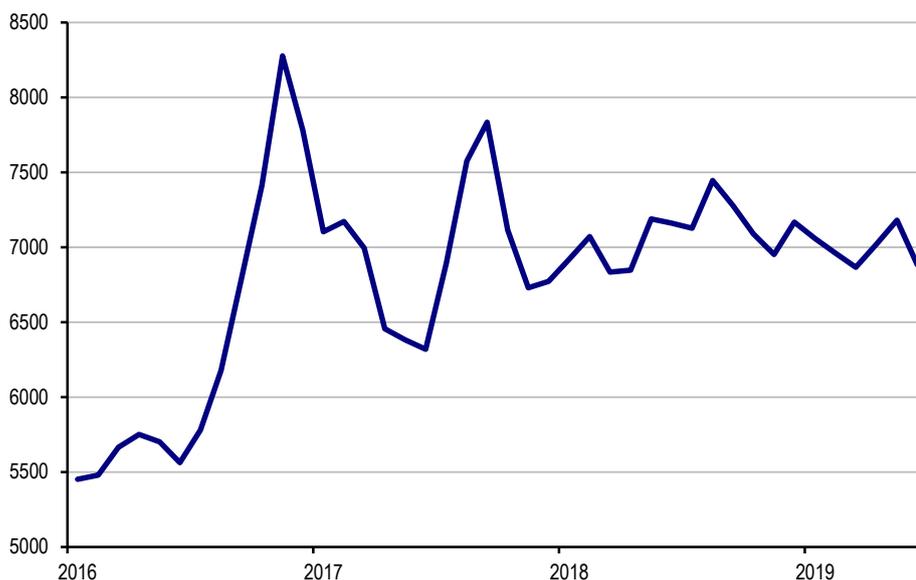
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

投产时间	2020	2019	2021	2020	2021	2021	2020	2020	2021
乙烯裂解	100	140	140	150	110	100	80	80	120
聚乙烯	45	75	75	40		40		35	100
EO	15								
乙二醇		75	65	180	60	50	50	40	
EVA			10		30	10	30	10	
苯乙烯	65	120	60	72	60	45	60		80
PVC	40								
聚丙烯	30	90	90	70		35	35	30	60
环氧丙烷	30					20	30		
苯酚		21							
丙酮		14							
PC		26	26						
丙烯酸					30				
丙烯腈		26			26				
MMA		9			9				

资料来源：公开信息，东方证券研究所

万华另一个差异化较大的产品就是 PVC，虽然 PVC 并没有太高的技术门槛，但是从上表的对比可以发现，除了万华以外没有第二家企业配套了 PVC 产能，我们认为这背后的原因就是产业链协同性。国内乙烯与氯碱几乎是两条完全不想关的产业链，主要是由于：1) 国内乙烯资源稀缺，而 PVC 可以通过电石法生产，国内资源比较充足，所以乙烯都用于生产其他产品；2) PVC 成本中电的占比很大，所以主要分布在西北煤电成本较低的地区，而炼厂需要进口原油，所以主要分布在东部沿海，但东部并没有电力成本优势，也就没有动力生产 PVC。

万华与其他石化企业最大的不同就是拥有氯碱产业链，而且 PVC 所用的 HCl 是生产 MDI 过程中的副产物，这部分原本是沉默成本，未来生产 PVC 新增的成本很少。PVC 行业的一个重要趋势是在《水俣公约》的限制下，国内电石法 PVC 的供给难以扩张，所以今年大多数化工品价格都出现大幅下滑，而 PVC 价格基本维持稳定。而未来传统 PVC 企业由于获取不到乙烯资源仍然难以扩产，加上国内炼化企业毫无 PVC 行业的基础，也都没有规划产能，所以我们判断未来 PVC 供需将长期处于供给偏紧状态。同时，电石法 PVC 的边际成本随着环保要求趋严还在不断提升，这将是 PVC 价格一直维持较高水平，乙烯法 PVC 也随之获益。我们以 PVC 与 LLDPE 为对照，1 吨乙烯分别可以生产 1 吨 LLDPE 和 2.14 吨 PVC，按照两者的价格趋势，我们测算将乙烯用于生产 PVC 产生的利润比生产 LLDPE 多 4000 元左右（按单吨乙烯）。万华的产业链优势其他企业非常难以复制，所以我们预计 PVC 将成为未来万华乙烯一体化项目的一大盈利亮点。

图 3：国内乙烯法 PVC 价格走势（元/吨）


资料来源：Wind，东方证券研究所

4. 产业链延伸提升抗周期性

生产化工品的目的是为了制造满足人们衣食住行各方面需求的材料、涂料、添加剂等等，由于需求非常多样，所以对化工终端产品要求的差异化程度也很高。从回报率角度就可以看出，将大宗品转化为差异化产品的创新工作其重要性是比生产大宗品更高的，但是国内化工企业却普遍都专注于通过重资产投资提升规模降低成本的发展道路，而忽视了通过创新提升价值的差异化发展道路。在这一点上，万华也无疑在国内走在了前列。如果说上述原料路线、产品方案等万华石化项目的优势还可以通过投资来强行复制的话，那万华在产业链差异化延伸上带来的抗周期性优势才是国内竞争对手最难以复制的能力。

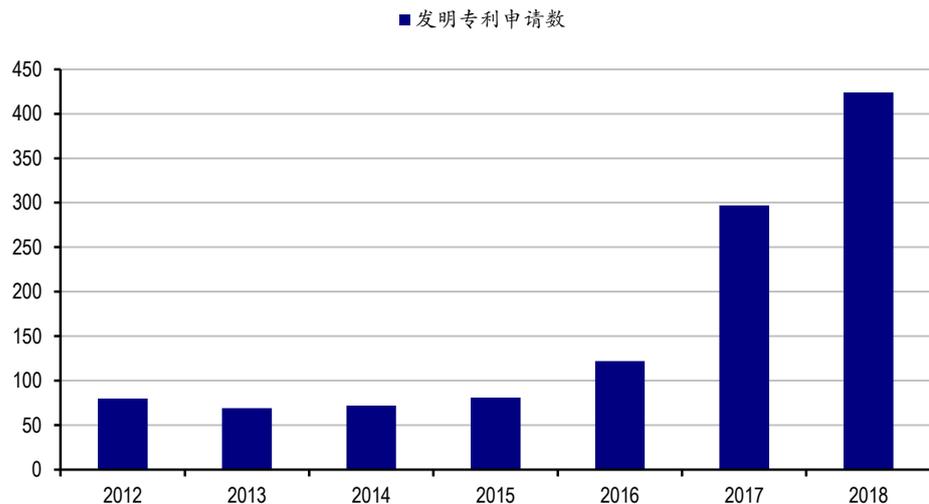
我们在报告《化工龙头价值分析系列之一：万华化学》中就提到，万华对石化项目的定位是为聚氨酯与新材料板块提供质量稳定可控的基础原料，所以石化配套的产品大多都与下游事业部相匹配。随着未来万华下游事业部成长，这些石化产品都有望在体系内转化为差异化产品来外销。差异化产品价格通常比较稳定，盈利波动主要来自大宗原料的波动，而万华石化项目将基础的油煤气与终端的差异化产品衔接在一起，可以很大程度上降低大宗产能周期对盈利的影响。另外产业链越长，固定成本在总成本中的占比就越大，原材料的占比就越小，油煤气价格波动对盈利的影响也会减小。

万华下游产品的研发推广已经跑在了国内化工企业的前列，而且在这些赛道上万华前进的速度还在不断加快。不仅研发费用连续大幅增长，从发明专利申请数就可以看出，近几年万华的申请数量也呈暴发式增长，其中有许多都是终端产品相关的专利。在如此高强度的投入之下，我们认为未来万华下游产品有望持续做大做强，石化项目的产品也将越来越多得用于下游产品的生产，有望摆脱与国内大宗品企业的竞争。

表 5：万华石化产品与下游应用

石化产品	下游配套	终端应用
PP	改性塑料	汽车家电
丙烯酸	SAP	日化
丙烯酸酯	水性乳液	涂料
新戊二醇	粉末涂料	
EO	聚醚	聚氨酯
PO		
MTBE	PMMA	汽车等

资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 4：万华化学专利申请量


资料来源：公司公告，东方证券研究所

5. 投资建议

我们预测 19-21 年万华化学每股 EPS 为 3.80、3.60 和 4.24 元，按照可比公司 19 年 13 倍市盈率，调整目标价为 49.2 元（原目标价 45.60 元），维持买入评级。

表 6：可比公司估值（截止收盘日 2019-7-22）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
卫星石化	0.88	1.24	1.65	2.40	15.25	10.89	8.14	5.62
齐翔腾达	0.47	0.50	0.53	0.69	16.28	15.53	14.67	11.26
滨化股份	0.45	0.52	0.56	0.59	14.81	12.94	12.02	11.41

华鲁恒升	1.86	1.59	1.72	1.81	7.71	9.01	8.32	7.92
皇马科技	0.70	0.96	1.18	1.46	21.13	15.54	12.59	10.17
鲁西化工	2.09	1.54	1.90	2.14	5.08	6.92	5.59	4.96
红宝丽	0.05	0.14	0.24	0.32	105.59	36.43	21.25	15.94
调整后平均						13.00	11.00	9.00

资料来源：Wind，东方证券研究所

6. 风险提示

- 1) 宏观经济风险：万华产品覆盖面很广，特别是占比较大的 MDI 业务，受宏观经济影响较大。如果经济形势恶化，MDI 等产品的需求低于预期，会导致产品销量、价格和盈利低于预期。
- 2) 原油价格波动风险：万华主要原料为纯苯和丙烷，价格与原油相关度较高，如果油价大幅波动，会导致成本和存货随之波动，进而使盈利低于预期。
- 3) 新项目进展风险：未来盈利增长主要来自 MDI 销量增长和乙烯一体化等新项目投放，如果新项目进度低于预期，则盈利也会低于预期。
- 4) MDI 行业壁垒突破：目前有几家潜在进入者计划投资 MDI 项目，如果这些企业成功，将会打破 MDI 目前的行业格局，导致 MDI 技术壁垒产生的超额利润大幅下降，影响万华的远期利润。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	3,063	5,096	3,545	9,554	7,952	营业收入	53,123	60,621	70,907	76,608	91,517
应收账款	2,833	2,543	3,598	3,888	4,644	营业成本	32,033	40,114	49,670	54,311	65,412
预付账款	482	409	562	607	725	营业税金及附加	475	546	639	690	824
存货	7,000	7,810	10,303	11,266	13,569	营业费用	1,417	1,721	2,156	2,383	2,879
其他	11,823	13,887	16,059	17,011	19,501	管理费用	2,035	2,612	2,954	3,342	3,676
流动资产合计	25,200	29,745	34,067	42,325	46,392	财务费用	929	795	889	1,053	1,150
长期股权投资	526	643	643	643	643	资产减值损失	303	(36)	5	1	3
固定资产	27,610	29,120	32,051	60,569	65,229	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	6,420	9,903	20,697	5,027	10,055	投资净收益	126	93	0	0	0
无形资产	2,521	3,129	2,965	2,800	2,635	其他	903	1,123	1,000	1,000	1,000
其他	3,551	4,373	3,971	3,963	3,956	营业利润	16,959	16,085	15,594	15,828	18,572
非流动资产合计	40,628	47,168	60,326	73,002	82,518	营业外收入	19	10	10	10	10
资产总计	65,828	76,913	94,394	115,327	128,910	营业外支出	228	117	117	117	117
短期借款	12,715	17,412	13,462	12,876	12,876	利润总额	16,750	15,978	15,486	15,721	18,465
应付账款	4,388	3,689	6,558	7,170	8,636	所得税	3,440	3,148	3,097	3,930	4,616
其他	10,717	11,879	12,192	13,856	15,514	净利润	13,309	12,830	12,389	11,791	13,848
流动负债合计	27,820	32,980	32,212	33,902	37,026	少数股东损益	2,175	2,219	452	494	533
长期借款	6,322	3,818	14,759	25,792	25,792	归属于母公司净利润	11,135	10,610	11,937	11,296	13,315
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.55	3.38	3.80	3.60	4.24
其他	932	865	846	846	846						
非流动负债合计	7,254	4,683	15,605	26,638	26,638	主要财务比率					
负债合计	35,074	37,662	47,817	60,540	63,663		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	3,475	5,472	5,923	6,418	6,951	成长能力					
股本	2,734	2,734	3,140	3,140	3,140	营业收入	76.5%	14.1%	17.0%	8.0%	19.5%
资本公积	2,393	2,393	2,393	2,393	2,393	营业利润	200.1%	-5.2%	-3.1%	1.5%	17.3%
留存收益	22,143	28,653	35,122	42,837	52,763	归属于母公司净利润	202.6%	-4.7%	12.5%	-5.4%	17.9%
其他	10	(1)	(1)	(1)	(1)	获利能力					
股东权益合计	30,754	39,250	46,577	54,787	65,246	毛利率	39.7%	33.8%	29.9%	29.1%	28.5%
负债和股东权益	65,828	76,913	94,394	115,327	128,910	净利率	21.0%	17.5%	16.8%	14.7%	14.5%
						ROE	52.9%	34.8%	32.1%	25.4%	25.0%
						ROIC	30.7%	23.6%	19.0%	14.7%	14.6%
						偿债能力					
						资产负债率	53.3%	49.0%	50.7%	52.5%	49.4%
						净负债率	60.6%	46.0%	56.3%	57.8%	51.0%
						流动比率	0.91	0.90	1.06	1.25	1.25
						速动比率	0.65	0.66	0.74	0.92	0.89
						营运能力					
						应收账款周转率	23.4	22.6	23.1	20.5	21.5
						存货周转率	5.6	5.4	5.5	5.0	5.3
						总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7
						每股指标(元)					
						每股收益	3.55	3.38	3.80	3.60	4.24
						每股经营现金流	3.25	6.13	4.37	4.91	5.53
						每股净资产	8.69	10.76	12.95	15.41	18.57
						估值比率					
						市盈率	10.8	11.3	10.1	10.6	9.0
						市净率	4.4	3.6	3.0	2.5	2.1
						EV/EBITDA	6.6	7.0	7.4	6.8	5.6
						EV/EBIT	7.7	8.2	8.4	8.2	7.0

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形，亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

