

证券研究报告—动态报告

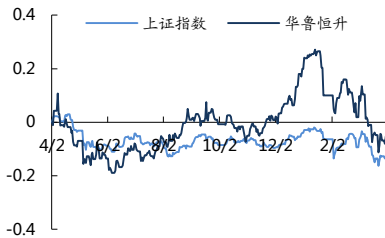
基础化工

农用化工

华鲁恒升(600426)
买入
2019年财报解析

(维持评级)

2020年04月03日

一年该股与沪深300走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	1626/1620
总市值/流通(百万元)	26,254/26,152
上证综指/深圳成指	2,775/10,175
12个月最高/最低(元)	21.52/13.20

相关研究报告:

《华鲁恒升-600426-2019年三季报点评:行业景气继续下行,公司Q3业绩基本符合预期》——2019-10-30

《华鲁恒升-600426-2019年半年报点评:业绩逆势环比改善,公司核心优势助力渡过行业低迷期》——2019-08-15

《华鲁恒升-600426-2019年1季报点评:化肥和乙二醇板块支撑业绩,一季度盈利能力明显改善》——2019-04-25

《华鲁恒升-600426-2018年年报点评:全年业绩基本符合预期,新项目延展成长空间》——2019-03-20

《华鲁恒升-600426-深度报告:从化肥到化工,打造煤化工平台》——2018-09-28

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306

E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

低油价压制盈利空间,核心能力助公司渡过景气低点

事件: 公司2019年实现营收141.9亿元(同比-1.16%),归母净利润24.5亿元(同比-18.76%),期末净资产达到142.3亿元(同比+17.93%),每股收益1.508元/股。其中,2019Q4单季度实现营业收入35.9亿元(同比+2.05%,环比+1.27%),归母净利润5.4亿元(同比+11.46%,环比-10.28%),销售毛利率和净利率分别为25.36%和15.10%。

● 四季度行业景气度明显下滑,全年业绩基本符合预期

受行业景气度影响,19Q4盈利能力环比有所下滑,但基本符合预期。公司期间费用管控能力优秀,管理费用率和财务费用率仍保持较低水平;且现金流状况表现良好,公司负债率处于上市以来的最低水平。

● 各产品盈利状况: 化肥业务毛利率提升,化工品毛利率下降

受生产成本下降影响,肥料板块的毛利率增加。2019年度公司产品成本变化最大的是己二酸及中间品板块和多元醇板块,因其成本变化主要受制于煤炭及苯的价格波动。

● Q1业绩展望: 煤化工短期受低油价抑制,仍看好长期发展

受国际油价历史性大幅下跌影响,公司主营产品价格发生明显下滑,预计一季度业绩环比将略有下滑。其中乙二醇产品的盈利能力受到影响最大。但我们认为低油价并非常态,且公司成本管控能力优秀,其新项目也将扩展公司成长空间,对公司长期发展仍报以乐观态度。

● 风险提示:

国际油价进一步大幅下滑导致煤化工路线盈利大幅受损;全球疫情扩散导致国内需求低于预期;新项目投产进度低于预期。

● 投资建议: 继续维持“买入”评级。

考虑受国际油价大幅下跌影响,我们下调公司全年盈利预期,但看好油价恢复至合理水平,以及新项目建成后提升公司盈利中枢。我们预计公司2020-2021年净利润分别为22.4/27.8/31.2亿元,同比-8.6%/24.0%/12.2%,对应EPS为1.38/1.71/1.92元/股,当前对应PE为11.7/9.4/8.4倍,维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	14,356.82	14,190.48	13,519.12	14,545.38	15,473.75
(+/-%)	37.94%	-1.16%	-4.73%	7.59%	6.38%
净利润(百万元)	3,019.65	2,453.03	2,243.00	2,781.95	3,121.71
(+/-%)	147.10%	-18.76%	-8.56%	24.03%	12.21%
摊薄每股收益(元)	1.86	1.51	1.38	1.71	1.92
EBIT Margin	27.00%	23.46%	20.63%	22.88%	24.04%
净资产收益率(ROE)	25.02%	17.24%	14.20%	15.67%	15.66%
市盈率(PE)	8.69	10.70	11.70	9.44	8.41
EV/EBITDA	6.46	6.55	7.26	6.48	6.04
市净率(PB)	2.18	1.84	1.66	1.48	1.32

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

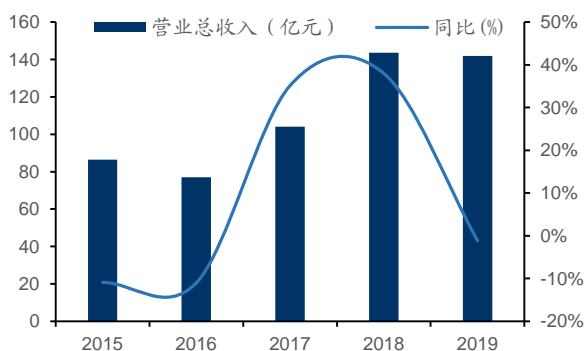
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

四季度行业景气度明显下滑，全年业绩基本符合预期

2019年公司实现营收141.9亿元(同比-1.16%)，归母净利润24.5亿元(同比-18.76%)，期末净资产达到142.3亿元(同比+17.93%)，每股收益1.508元/股，比我们之前的盈利预测略低，但基本符合预期，在全年行业的景气度持续下滑的情况下仍保持了较为稳定的盈利能力。

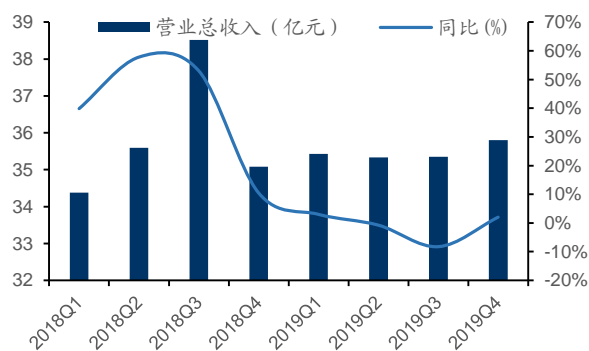
其中Q4单季度实现营业收入35.9亿元(同比+2.05%，环比+1.27%)，归母净利润5.4亿元(同比11.46%，环比-10.28%)，销售毛利率和净利率分别为25.36%和15.10%，受化工行业景气度整体下滑影响，公司去年Q4单季度盈利能力环比有所下滑。

图 1：公司近年营业收入及增速（单位：亿元、%）



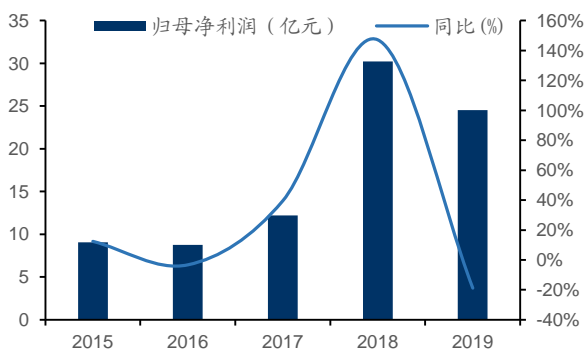
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营收及增速（单位：亿元、%）



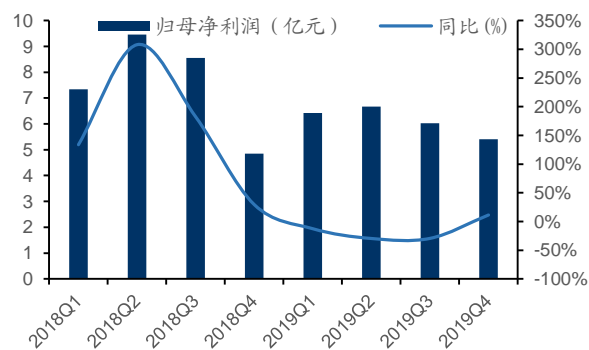
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 3：公司近年归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图 4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）

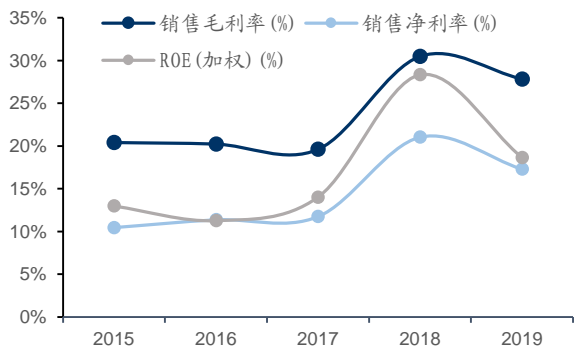


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

公司期间费用管控能力依然优秀。销售费用从2018年的2.61亿元上升到3.72亿元，主要是因为乙二醇主要运往南方沿海地区的聚酯生产企业，因此运费成本增加；管理费用变化不大，但是研发费用从2018年的0.68亿元上升到2019年的3.32亿元，是因为己二酸等新材料项目的研发投入增加，同时2019年费用化研发投入（增加了2.5亿元的材料投入，预计是新项目研发所需）明显增多。如果不考虑研发费用，我们统计公司近年的期间费用率，可以发现2019

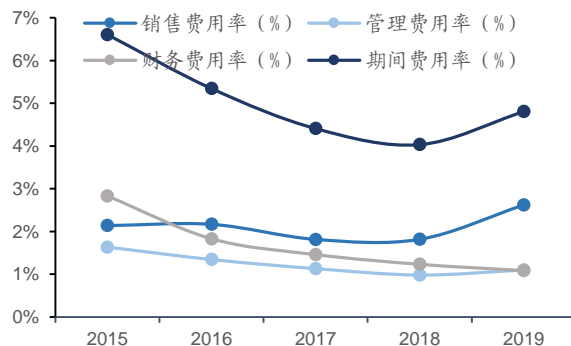
年公司期间费用率合计仅 4.81%，其中仅有销售费用率有所提升，管理费用率和财务费用率仍保持较低水平。

图 5: 公司近年盈利能力变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

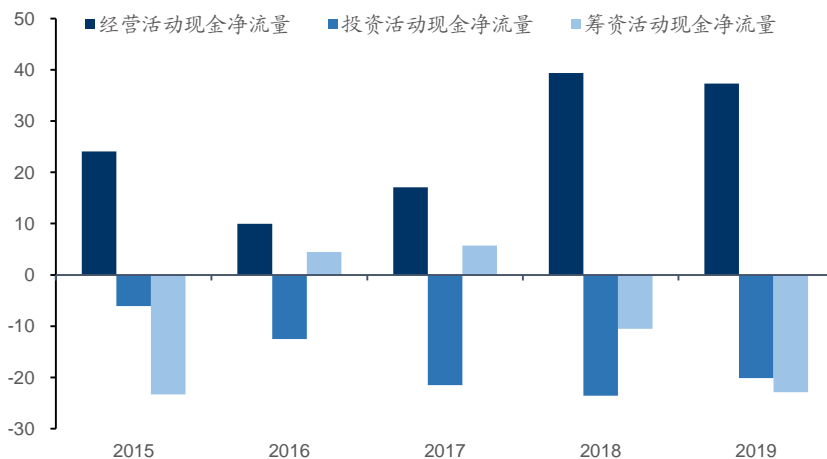
图 6: 公司近年期间费用率变化 (单位: %)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理
注: 管理费用中不考虑研发费用

现金流状况表现良好。公司经营活动现金流依然维持较好状态,2019 年有 37.36 亿元经营性净现金流,与 2018 年基本持平。公司去年公布了“精己二酸品质提升”和“酰胺及尼龙新材料”两个重要新建项目,预计将新增 16 万吨己二酸和 30 万吨酰胺及尼龙新材料,一共计划投资 65.5 亿元。充足的经营活动现金流使得公司维持正常资本开支的同时,能够偿还贷款,公司负债率已经从 2017 年末最高的 42%下降到 2019 年末的 21.75%,处于上市以来的最低值,充分反映了公司在行业景气低点仍保持了稳健的经营思路。

图 7: 公司近年现金流变化情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 1: 公司近年现金流及资产负债率变化情况 (单位: 亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019
经营活动现金净流量	24.09	9.97	17.11	39.41	37.36
投资活动现金净流量	-6.07	-12.55	-21.50	-23.56	-20.14
筹资活动现金净流量	-23.33	4.47	5.74	-10.55	-22.91
资产负债率(%)	36.47	38.20	42.02	35.32	21.75

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

各产品盈利状况: 化肥业务毛利率提升, 化工品毛利率下降

肥料板块: 由于生产规模扩大, 合成气利用效率更高, 同时原料煤价格略有下跌, 肥料板块的单吨生产成本下降了 169 元/吨, 毛利率提高了 5.41 个百分点, 单吨毛利润也增加了 42 元/吨。

多元醇板块: 由于 50 万吨乙二醇项目完全达产, 整个板块销量达到 67.67 万吨, 使得整个板块的平均生产成本明显降低 (乙二醇生产成本明显小于异辛醇), 单吨生产成本下降了 2308 元/吨, 毛利率整体提升了 9.61 个百分点, 单吨毛利润也增加了 350 元/吨。

有机胺、醋酸及衍生品板块: 毛利率全年表现较为稳定, 分别为 36.09% 和 39.35%, 相比 2018 年下降幅度较小。值得注意的是, 己二酸及中间体板块虽然产品销售均价同比下降幅度较大, 但是因为己二酸的主要原材料是苯, 由于 2019 年原料苯的价格下降幅度较大, 公司在己二酸市场价格大幅下滑的情况下仍基本取得 21.88% 的毛利率, 仅比 2018 年减少 1.54 个百分点。

己二酸及中间体板块: 或成为公司在低油价阶段的业绩支撑。在当前国际原油价格大幅下跌的新形势之下, 煤化工的利润空间受到明显挤压, 相比之下我们更看好公司己二酸产品的未来盈利。由于己二酸的主要原材料是苯 (与原油价格关联性较强), 且可以利用煤气化平台副产的氢气, 成本优势较大, 因此盈利能力受影响的程度相对其他产品较小。公司去年公布了精己二酸品质提升项目, 预计投资 157209 万元, 新增年产 16 万吨己二酸, 预计在明年可以投产, 有望成为公司在低油价阶段的业绩支撑。

表 2: 公司各板块 2019 年度的经营状况

分产品	销售量 (万吨)		销售均价 (元/吨)		生产成本 (元/吨)		单吨毛利 (元/吨)		毛利率 (%)	
	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年	2018 年
肥料	254.92	186.72	1,440.33	1,567.19	958.61	1127.83	481.72	439.37	33.45	28.04
有机胺	39.01	36.94	4,932.90	5,660.23	3152.81	3478.76	1780.09	2181.47	36.09	38.54
己二酸及中间体	22.31	19.98	7,354.98	9,170.23	5745.47	7022.59	1609.51	2147.64	21.88	23.42
醋酸及衍生品	61.91	62.29	2,669.64	4,006.78	1619.23	1822.74	1050.41	2184.04	39.35	54.51
多元醇	67.67	29.41	4,640.30	6,598.49	3965.87	6273.94	674.43	324.55	14.53	4.92

资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

2019 年度公司产品成本变化最大的主要是原材料端。我们对比了过去 2 个年度公司各板块的单吨成本结构, 发现变化最大的全部是原材料部分 (即直接材料)。其中变化最大的板块就是己二酸及中间体板块和多元醇板块, 这是因为己二酸的主要原材料是苯, 公司 2019 年原料苯的采购价格是 3650-4900 元/吨, 而 2018 年的采购价格是 5100-6000 元/吨, 下降幅度较大。而多元醇板块的原材料成本大幅降低是因为 2018 年公司乙二醇刚投产, 在整个板块中的销售占比比较小, 2019 年公司 50 万吨乙二醇产能全部释放, 导致乙二醇的销售占比明显提

升，使得整个板块的单吨原材料成本大幅降低（乙二醇成本明显小于异辛醇）。

表 3: 公司各板块的主要成本结构变化情况（单位：元/吨）

分产品	单吨成本构成	2019 年	2018 年	同比增减
肥料	直接材料	716	848	-133
	直接人工	79	85	-6
	制造费用	164	194	-30
	合计	959	1,128	-169
有机胺	直接材料	2,390	2,645	-255
	直接人工	238	228	10
	制造费用	525	605	-81
合计	合计	3,153	3,479	-326
	直接材料	4,864	6,076	-1,212
	直接人工	175	166	9
己二酸及中间品	制造费用	706	780	-74
	合计	5,745	7,023	-1,277
	直接材料	1,075	1,248	-173
醋酸及衍生品	直接人工	126	123	4
	制造费用	418	452	-34
	合计	1,619	1,823	-204
多元醇	直接材料	3,127	5,472	-2,345
	直接人工	180	191	-10
	制造费用	658	611	47
合计	3,966	6,274	-2,308	

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

从各个板块的产品成本结构变化来看，我们认为单位产品的人工和制造费用变化基本不大，甚至略有下降，证明公司控制生产成本的能力依然出色。公司过去十多年打造的煤气化平台，在行业景气下行期仍表现出色且稳定，只不过原材料端的成本变化主要受制于煤炭及苯的价格波动。

Q1 业绩展望：煤化工短期受抑制，仍看好长期发展

国际原油价格在 Q1 出现历史性的大幅下跌，其中布油价格最低达到 25.30 美元/桶（年初以来下跌 59%），NYMEX 原油价格最低达到 19.27 美元/桶（年初以来下跌 65%）。公司作为煤化工路线的代表性化工企业，在此轮油价下跌的过程中盈利空间受损较为严重。虽然原料煤价格也略有下跌，但是跌幅明显小于原油价格以及各类石化产品的价格，因此煤化工路线企业的盈利状况在今年 Q1 不容乐观，部分煤化工成为行业边际产能，甚至有被淘汰出市场的可能。

从公司今年 1 季度几大主要产品价格的整体表现来看，除了肥料板块受益于春耕行情受影响较小以外，其他板块的产品价格都出现了明显的下滑，但是与主要原材料之间的价差变化并不显著（乙二醇除外）。

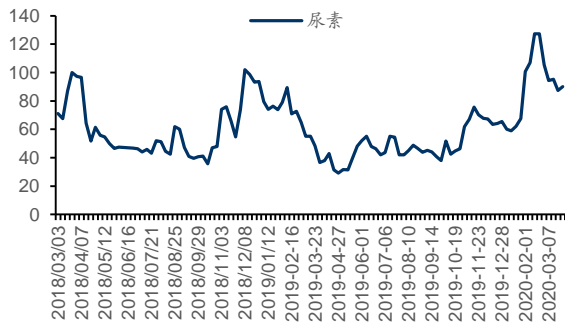
表 4: 公司 2019 年各板块主要产品的价格价差变化情况 (含税, 单位: 元/吨、万吨)

主营产品	最新价格 (2020.3.20)	2019Q4 均价	2018Q4 均价	同比	2019 年销量 (万吨)	2018 年销量 (万吨)
肥料					254.92	186.72
尿素	1,750	1,721	2,078	-17.20%		
复合肥	1,950	1,927	2,104	-8.45%		
尿素-煤价差	947	916	1,225	-25.20%		
有机胺					39.01	36.94
DMF	5,050	5,325	5,733	-7.12%		
DMF-甲醇价差	2,657	2,505	1,805	38.79%		
己二酸及中间体					22.31	19.98
己二酸	7,300	7,906	8,919	-11.36%		
环己酮	7,360	7,950	11,185	-28.92%		
己二酸-纯苯-硝酸 价差	3,199	2,141	2,811	-23.83%		
醋酸及衍生品					61.91	62.29
醋酸	2,600	2,759	4,383	-37.04%		
醋酐	5,200	5,226	7,276	-28.18%		
醋酸-甲醇价差	1,661	1,652	2,841	-41.84%		
多元醇					67.67	29.41
乙二醇	3,610	4,848	6,253	-22.47%		
异辛醇	6,100	6,973	8,899	-21.63%		
乙二醇-煤价差	415	1,633	2,853	-42.75%		

资料来源: Wind、百川盈孚、公司公告、国信证券经济研究所整理

从库存情况来看, 受疫情影响, 公司主要产品的行业库存水平在春节后明显提升, 因此我们预计公司主营产品在 Q1 的量价预期都难以乐观, 1 季报业绩有可能会环比略有下滑的情况。

图 8: 尿素的工厂库存情况 (单位: 万吨)



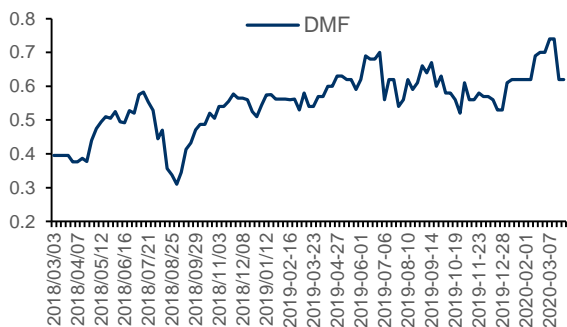
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 9: 醋酸的工厂库存情况 (单位: 万吨)



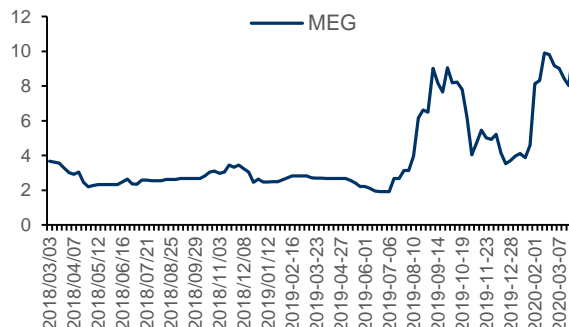
资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 10: DMF 的工厂库存情况 (单位: 万吨)



资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 11: 乙二醇 (MEG) 的市场库存情况 (单位: 万吨)

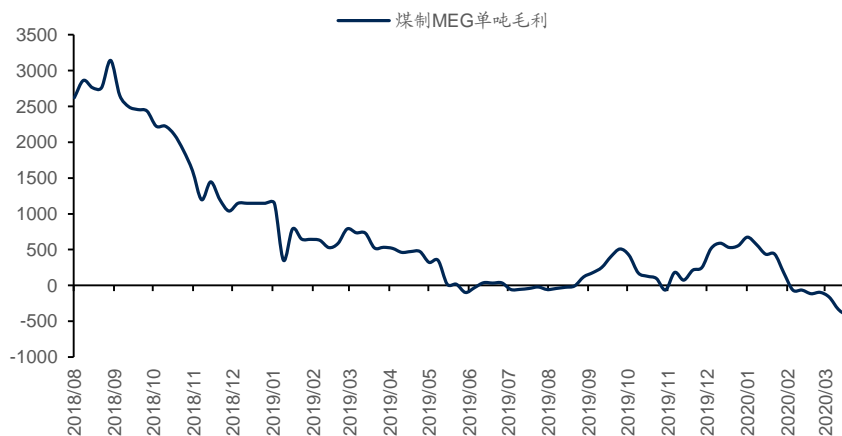


资料来源: 百川盈孚、国信证券经济研究所整理

我们认为对公司 1 季度盈利能力受到影响最大的, 就是乙二醇产品。因为公司的煤制乙二醇与乙烯法乙二醇之间的路线竞争较为激烈, 在 Q1 原油价格大幅下跌的带动之下, 乙烯的价格也明显下降。目前煤制乙二醇的行业毛利已经下滑到-426 元/吨, 虽然乙烯法乙二醇的行业毛利同样也下滑到-204 元/吨, 二者都处于亏损状态。

但是考虑到乙烯法乙二醇大多是炼化项目的配套装置, 除非项目整体盈利明显下降, 否则企业主动降低负荷甚至停产的可能性较小。如果当前低油价水平继续保持较长的一段时间, 煤制乙二醇的部分产能将会成为行业边际产能, 会被淘汰出市场。但是公司煤气化平台成本控制能力优秀, 煤制乙二醇的成本明显低于行业平均水平, 因此很难被淘汰出乙二醇市场。

图 12: 煤制乙二醇单吨毛利变动情况 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

看好公司长期发展，核心能力没有变化

虽然公司 1 季度业绩受油价大幅下跌必然有不利的影响，但我们仍然对华鲁恒升的长期发展报以积极乐观的态度，主要原因有 3 点：

1、公司成本管控能力依然优秀。从去年公司各板块产品的成本结构中可以观察到，公司的核心能力（生产成本控制能力）没有发生明显变化。即便考虑悲观情况下，煤化工行业的一部分产能成为行业边际产能被淘汰出市场，公司仍然可以凭借其最低成本的煤气化平台的核心优势，在行业景气最低点的时候存活下来；

2、公司当前新建的己二酸、酰胺及尼龙等产品向苯平台转移，盈利能力被挤压的空间小。公司的新建项目主要利用石化行业供应充分的苯以及煤气化副产的氢作为原材料，其中苯的价格与原油价格之间的波动较为正相关，即便原油价格超出预期的大幅下跌，其相关产品的盈利空间受到挤压的空间较小，公司仍可保持较好的盈利能力。这一点从公司目前已二酸及中间体板块的盈利状况可以得到验证。

3、我们倾向于认为低油价并非常态，煤化工长期看仍具备较强的竞争力。年初以来全球疫情扩散导致需求预期极度低迷，以及沙特和俄罗斯为争夺市场份额而各自增加原油供应量，这也导致国际原油价格在 Q1 出现历史性的大幅下跌。短期内原油价格能到多低的位置，以及低油价可以维持多久，这些我们目前都难以预测，**但是确定性比较大的是**，低油价对于沙特、俄罗斯以及美国页岩油所造成的的财政压力都非常大，**三方都难以长时间将油价保持在 40 美金以下**。如果国际油价未来能恢复到合理的水平，那么以公司为代表的国内煤化工企业仍然可以具备较强的竞争力。

园区通过认证，新项目延伸公司成长空间

公司所在园区于 2018 年 9 月通过山东省认证，其年产 150 万吨绿色化工新材料组合项目（包括乙二醇、精己二酸、氨基树脂、酰胺基尼龙等）入选山东省新旧动能转化第一批优选高端化工类项目。本次公司公告的精己二酸、酰胺及尼龙新材料项目就是该组合项目中的一部分，计划分别投资 15.72 亿元和 49.8 亿元，建成后预计将分别实现营收 19.86 亿元和 56.13 亿元，净利润 2.96 亿元和 4.46 亿元，将进一步延伸公司未来的成长空间。

己二酸是工业上具有重要意义的二元羧酸，是一种高附加值的精细化工产品。国内己二酸作为聚氨酯原料用量占 70%，其余则作为尼龙 66 和增塑剂等原料。由于下游聚氨酯行业应用领域的扩展，对己二酸的需求日益高端，公司在原有己二酸的工艺上，新建 16.66 万吨新产能，同时进一步提高己二酸的产品质量，满足下游客户的需求。

己内酰胺（CPL）是生产尼龙 6（纤维、膜、工程塑料）的重要单体，具有优异的热稳定性、加工性、机械性和耐化学品性。国内己内酰胺主要用于尼龙 6 纤维、工程塑料和薄膜、尼龙工业丝，其中民用尼龙 6 纤维约占己内酰胺总消费量的 54%左右，尼龙工程塑料和薄膜对己内酰胺消费约占 24%左右。公司利用原有的气化平台，以羰基化路线和变换制氢气为方向，结合公司现有的原料甲醇和氨以及蒸汽、电力等能源优势，将发展环己酮-己内酰胺-尼龙 6（聚酰胺）切片产业链，打造一体化新材料产业基地。项目建成投产后，可年产己内酰胺 30 万吨（其中 20 万吨自用）、甲酸 20 万吨、尼龙 6 切片 20 万吨、硫酸 48 万

吨等。

投资建议：维持“买入”评级

短期内国际油价的大幅下跌，对煤化工企业的盈利能力造成了较大的破坏，公司主营产品在 1 季度大多价格明显下跌，特别是乙二醇产品盈利能力受到冲击较大。我们下调了全年公司盈利预期，但是看好公司在油价恢复到合理水平后的盈利修复，以及 2021-2022 年公司新项目建成后盈利中枢再上一个台阶。

我们预计公司 2020-2021 年净利润分别为 22.4/27.8/31.2 亿元，同比 -8.6%/24.0%/12.2%，对应 EPS 为 1.38/1.71/1.92 元/股，当前对应 PE 为 11.7/9.4/8.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：

国际油价进一步大幅下滑导致煤化工路线盈利大幅受损；全球疫情扩散导致国内需求低于预期；新项目投产进度低于预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E		2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	715	2197	5523	9326	营业收入	14190	13519	14545	15474
应收款项	34	33	35	38	营业成本	10239	9917	10490	11124
存货净额	332	321	341	363	营业税金及附加	93	95	102	108
其他流动资产	1116	1064	1144	1217	销售费用	372	406	364	309
流动资产合计	3491	4909	8337	12238	管理费用	156	313	261	213
固定资产	12467	11714	10938	9735	财务费用	154	60	56	47
无形资产及其他	1070	1227	1185	1142	投资收益	42	(40)	0	0
投资性房地产	1159	1159	1159	1159	资产减值及公允价值变动	17	(20)	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(335)	(30)	0	0
资产总计	18187	19010	21619	24275	营业利润	2899	2639	3273	3673
短期借款及交易性金融负债	914	0	0	0	营业外净收支	(2)	0	0	0
应付款项	824	799	847	902	利润总额	2896	2639	3273	3673
其他流动负债	696	688	1301	1716	所得税费用	443	396	491	551
流动负债合计	2434	1486	2148	2618	少数股东损益	0	0	0	0
长期借款及应付债券	1504	1704	1704	1704	归属于母公司净利润	2453	2243	2782	3122
其他长期负债	18	18	18	18					
长期负债合计	1522	1722	1722	1722	现金流量表 (百万元)				
负债合计	3956	3209	3870	4341	净利润	2453	2243	2782	3122
少数股东权益	0	0	0	0	资产减值准备	(72)	(0)	(0)	(0)
股东权益	14231	15801	17749	19934	折旧摊销	1286	1268	1319	1346
负债和股东权益总计	18187	19010	21619	24275	公允价值变动损失	(17)	20	0	0
					财务费用	154	60	56	47
关键财务与估值指标					营运资本变动	(71)	39	559	372
					其它	72	0	0	0
每股收益	1.51	1.38	1.71	1.92	经营活动现金流	3651	3570	4660	4840
每股红利	0.31	0.41	0.51	0.58	资本开支	(495)	(700)	(500)	(100)
每股净资产	8.75	9.71	10.91	12.25	其它投资现金流	(1293)	0	0	0
ROIC	18%	16%	21%	26%	投资活动现金流	(1789)	(700)	(500)	(100)
ROE	17%	14%	16%	16%	权益性融资	0	0	0	0
毛利率	28%	27%	28%	28%	负债净变化	(1090)	200	0	0
EBIT Margin	23%	21%	23%	24%	支付股利、利息	(506)	(673)	(835)	(937)
EBITDA Margin	33%	30%	32%	33%	其它融资现金流	762	(914)	0	0
收入增长	-1%	-5%	8%	6%	融资活动现金流	(2431)	(1387)	(835)	(937)
净利润增长率	-19%	-9%	24%	12%	现金净变动	(569)	1483	3325	3804
资产负债率	22%	17%	18%	18%	货币资金的期初余额	1283	715	2197	5523
息率	1.9%	2.6%	3.2%	3.6%	货币资金的期末余额	715	2197	5523	9326
P/E	10.7	11.7	9.4	8.4	企业自由现金流	3540	2977	4207	4780
P/B	1.8	1.7	1.5	1.3	权益自由现金流	3211	2212	4160	4740
EV/EBITDA	6.5	7.3	6.5	6.0					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032