

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学原料

万华化学(600309)

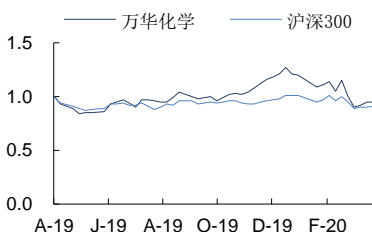
买入

2019年财报深度解析

(维持评级)

2020年04月16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)	3,140/1,424
总市值/流通(百万元)	135,574/61,478
上证综指/深圳成指	2,815/10,387
12个月最高/最低(元)	57.76/36.98

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

财报点评

聚氨酯阶段性景气低迷, 产业链延伸巩固行业地位

事件: 公司公布2019年财报, 2019年2月份公司完成集团整体上市, 全年共实现营业收入680.5亿元(调整后同比-6.57%, 后同), 归母净利润101.3亿元(同比-34.92%), 每股收益3.23元, 年末净资产达到423.6亿元(同比+11.34%), 2019年度分红40.8亿元。其中Q4单季度实现营业收入195.1亿元(同比12.29%, 环比14.77%), 归母净利润22.3亿元(同比11.20%, 环比-2.06%), 盈利能力环比有所下滑。

● 聚氨酯系列产品景气度下滑, 但核心优势维持不变

公司主营产品销量保持增长, 但由于价格整体下跌, 公司营收略有减少, 但盈利能力整体明显下滑, 全年毛利率下滑到28%。聚氨酯系列是公司核心优势产品, 去年5月份景气度略有反弹后价格持续下行, 但全年仍保持了41%的毛利率水平, 为公司贡献了70%的毛利润, 保持不可动摇的行业地位。

● 石化系列盈利稳定, 精细化学品和新材料系列快速增长

公司石化系列产品价格受油价影响, 整体上有所下滑, 但是毛利率略有上升, 过去几年单吨毛利润保持在1100-1200元之间, 较为稳定。公司精细化学品及新材料系列产品的2019年销量达41.5万吨, 销售收入达71亿元, 过去5年复合增速达到38%。公司未来在C2产业链以及向下游新材料环节的持续布局, 将继续巩固行业地位, 经营体量再上台阶。

● 风险提示:

全球经济受疫情影响, 增速下滑导致聚氨酯产品需求低迷; 国际油价巨幅震荡, 导致石化产品盈利性受影响; 新建项目投产进度低于预期。

● 投资建议: 继续维持“买入”评级。

考虑到受疫情和油价的冲击影响较大, 公司Q1业绩预计影响较大, 但是公司核心产品MDI等聚氨酯系列产品的成本优势以及行业地位不变, 预计仍将为公司贡献丰厚的利润。增量方面, 公司今年有乙烯项目建成投产, 另外新材料方面有PC二期装置也将在今年投产。

我们预计公司2020-2022年归母净利润分别达到89/138/157亿元, 同比-12/55/14%, EPS=2.84/4.39/5.00元/股, 对应当前PE分别为15/10/8倍。我们看好公司在聚氨酯行业的龙头地位, 以及在石化及新材料产业链上的拓展延伸, 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)	60,621.19	68,050.67	65,452.99	82,293.29	90,742.62
(+/-%)	14.11%	12.26%	-3.82%	25.73%	10.27%
净利润(百万元)	10,610.38	10,129.99	8,919.99	13,789.06	15,713.68
(+/-%)	-4.71%	-4.53%	-11.94%	54.59%	13.96%
摊薄每股收益(元)	3.88	3.23	2.84	4.39	5.00
EBIT Margin	28.44%	20.96%	18.32%	21.44%	21.72%
净资产收益率(ROE)	31.41%	23.91%	19.05%	25.67%	25.52%
市盈率(PE)	10.87	13.08	14.85	9.61	8.43
EV/EBITDA	7.50	9.83	10.67	7.43	6.80
市净率(PB)	3.42	3.13	2.83	2.47	2.15

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

独立性声明:

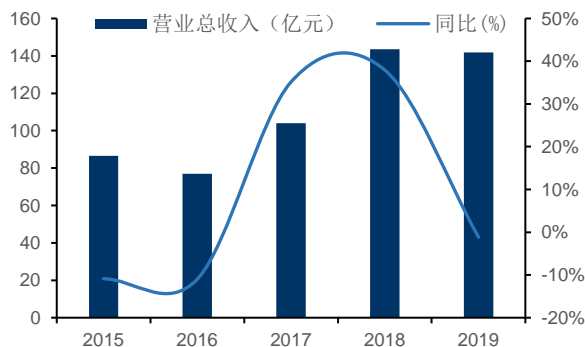
作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

Q4 业绩环比基本持平，全年业绩基本符合预期

2019年2月份公司完成集团整体上市，全年共实现营业收入680.5亿元（同比-6.57%，2018年数据为调整后，下同），归母净利润101.3亿元（同比-34.92%），每股收益3.23元，年末净资产达到423.6亿元（同比+11.34%），2019年度分红40.8亿元。虽然2019年MDI行业景气有所下滑，但是公司仍凭借强大的行业地位，取得了百亿体量的利润。

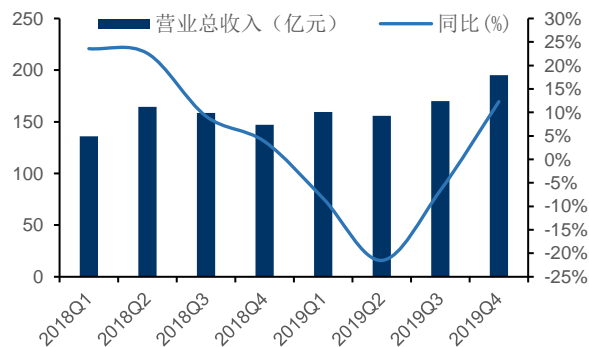
公司Q4单季度实现营业收入195.1亿元（同比12.29%，环比14.77%），归母净利润22.3亿元（同比11.20%，环比-2.06%），Q4业绩环比基本持平，但盈利能力有所下滑。从单季度的毛利率和净利率看，在Q2有所反弹之后，公司主营产品的景气程度继续下滑，盈利能力持续下滑。但是公司Q4单季度ROE仍有5.39%，全年ROE在25.44%，即便聚氨酯行业景气度连续两年下滑，公司整体盈利能力仍好于2015年的景气低点。这说明公司自身产业布局以及所处的行业环境与上一轮周期低点时已经发生明显变化。

图1：公司近年营业收入及增速（单位：亿元、%）



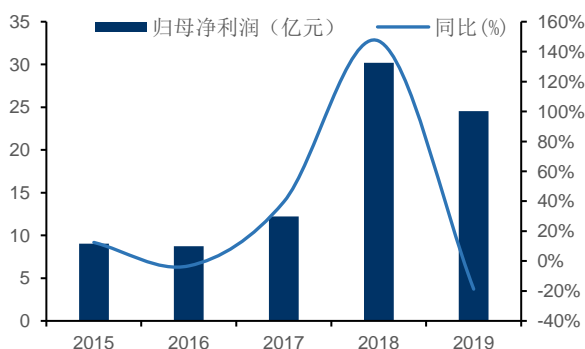
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图2：公司单季度营收及增速（单位：亿元、%）



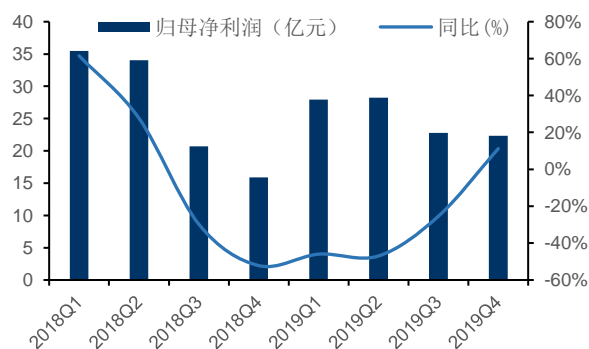
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图3：公司近年归母净利润及增速（单位：亿元、%）



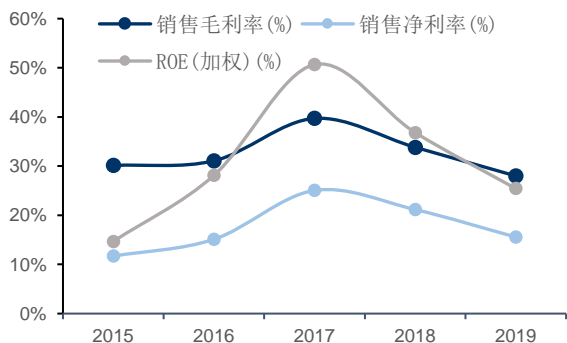
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图4：公司单季度归母净利润及增速（单位：亿元、%）



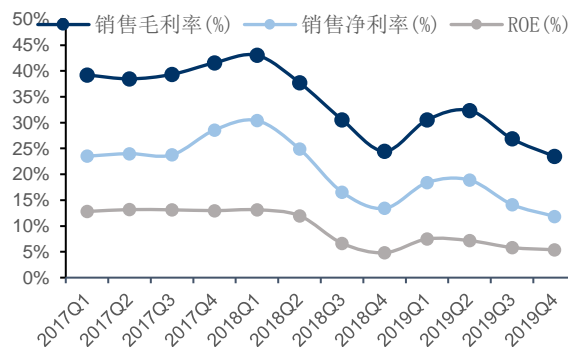
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

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：公司单季度盈利能力变化（单位：%）

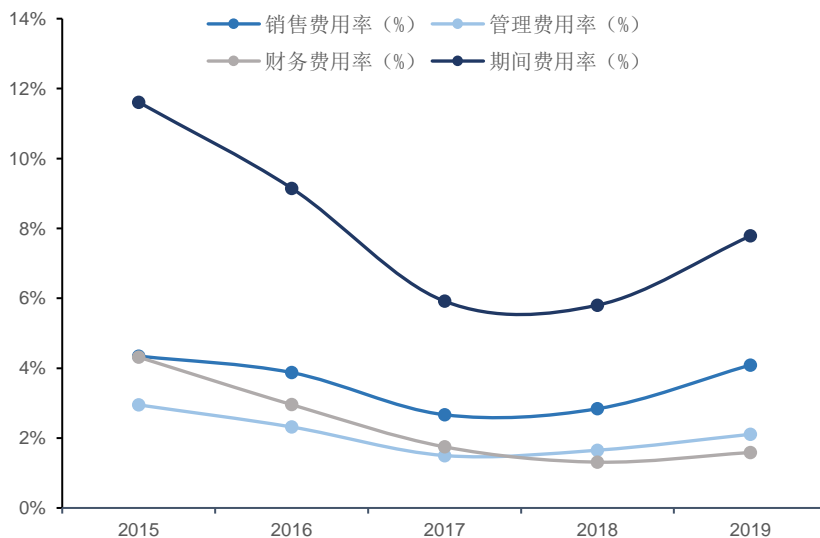


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

销售费用带动期间费用率有所提升。公司 2019 年期间费用率（不包含研发费用）控制在 7.78%，同比增加了 1.98 个百分点。通过对比 2018 年销售费用（调整前数据），可以发现公司 2019 年的销售费用大幅增长主要是因为运输费用变化较大，这可能与公司产品销售量增长以及海外公司并表所导致。同时对比 2018 年调整前后的销售费用，在万华集团合并之前公司的 2018 年销售费用为 17.2 亿元（其中物流费用 12.9 亿元），而合并之后公司对 2018 年销售费用调整为 24.6 亿元（其中物流费用 19.5 亿元），这说明万华集团的并表使得公司整体销售费用有明显增长。

公司的管理费用率和财务费用率在合并之后并没有明显变化，说明合并前后公司整体的运营模式并没有发生变化，公司经营的稳定性得到延续。

图 7：公司近年期间费用率变化（单位：%）

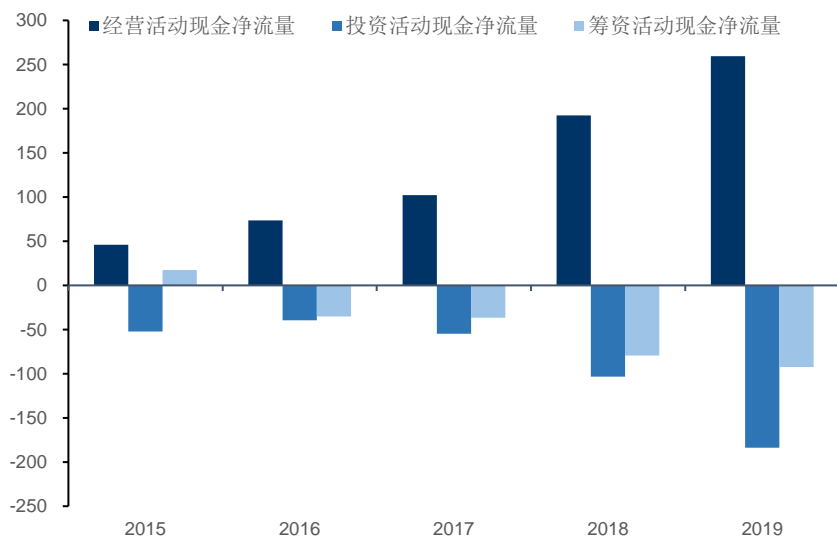


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理
注：管理费用中不包含研发费用，2018 年及以前为报表调整前数据

强大的经营性现金流保障公司持续进行大规模投资活动。公司 2019 年经营性现金流净流量达到 259.33 亿元，创下历史新高，再次印证了公司极强盈利能力和不可动摇的行业地位。充实的经营性现金流使得公司有能力在持续偿还短期和长期借款的同时，仍能进行大规模的投资活动。公司近年在八角工业园持续新建多个项目，除了一期和二期的多个项目以外，还有百万吨聚氨酯产业链一

体化-乙烯项目和产业链高附加值延伸项目计划在 2020 年下半年陆续投产。

图 8：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	46.02	73.49	102.12	192.57	259.33
投资活动现金净流量	-52.25	-39.70	-54.60	-103.18	-183.67
筹资活动现金净流量	17.56	-35.04	-36.60	-79.37	-92.33
资产负债率(%)	68.99	63.88	53.28	48.97	54.65

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

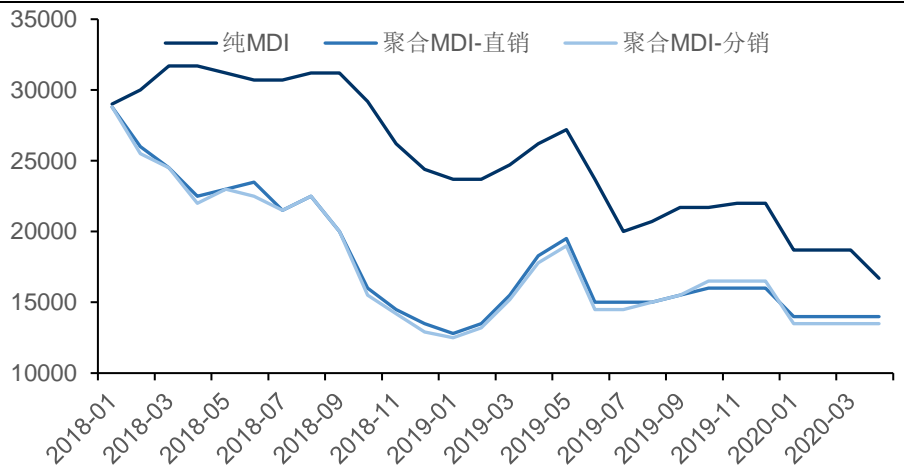
考虑到公司过去多年长期保持极为优秀的 ROE，我们认为公司将经营性现金流持续转化为生产装置，可以持续提高现金资产的使用效率，进入正向循环的经营扩张模式。

主营业务盈利状况：聚氨酯系列景气有所下滑，新材料板块增长亮眼

聚氨酯系列：景气下滑但成本优势不变

由于全球 MDI 供给持续增长，且需求增速低于预期，导致 MDI 行业景气度在 2018 年 Q3 达到高点之后，公司核心产品之一纯 MDI 的单吨价格从 3 万多元一路下滑到最新的 2 万元左右。虽然在 2019 年 Q2 有所反弹，但是在房地产需求低于预期的情况下，MDI 价格仍回落到近年来的低位水平。

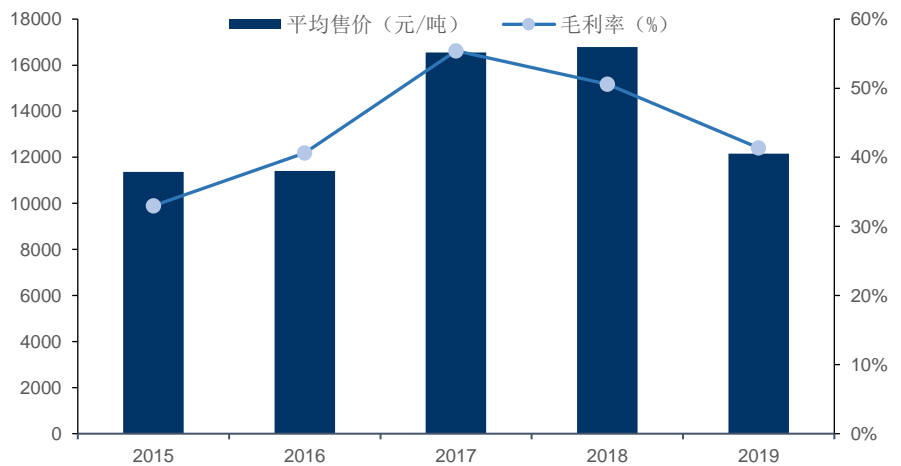
图 9：公司每月公布的 MDI 挂牌价（单位：元/吨）



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司聚氨酯系列产品去年销售均价为 12161 元/吨, 相比 2018 年降低了 4623 元/吨, 整体毛利率也下滑到了 41%。即便是在本轮景气低点, 公司 MDI 产品仍保持了极强的盈利能力。聚氨酯系列产品 41% 的平均毛利率虽然比 2017-2018 年有所下降, 但是仍好于上轮景气低点的 2015-2016 年, 也好于多去多年的历史平均水平。即便是对比国内主要的大宗化工产品, 这个毛利率水平也是行业顶尖水平, 只有一些市场相对较小的精细化学品或者特殊化工品才能达到如此高的盈利能力。

图 10: 公司聚氨酯系列产品的平均售价和毛利率变化 (单位: 元/吨、%)



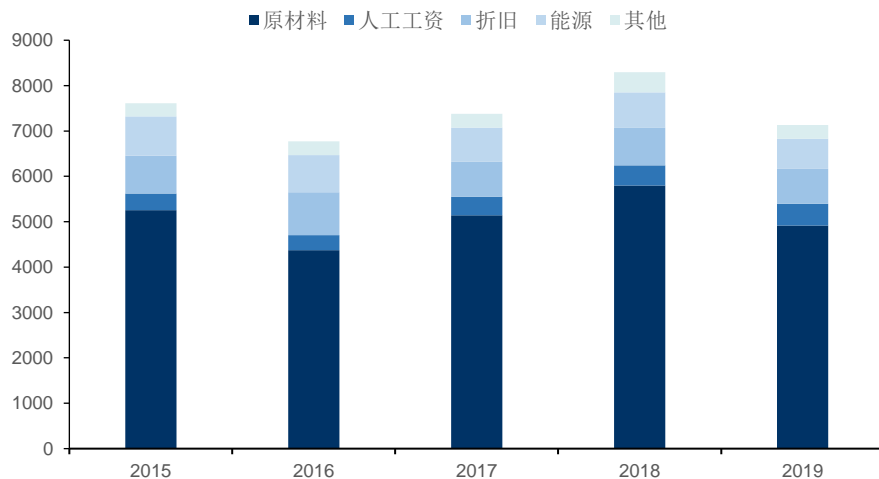
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司聚氨酯系列产品的超强超稳的盈利能力主要来自于成本优势明显, 非原材料成本占比较小。从公司过去几年聚氨酯系列产品的成本构成变化也能看出, 2015-2019 年期间公司聚氨酯产品的平均单吨成本在 6700-8300 元之间, 而其中占比最大单吨主要是原材料成本, 聚氨酯产品的总成本变化也与原材料的变化走势最为密切。除了原材料以外, 单吨聚氨酯产品的人工、折旧、能源及其他成本基本上波动较小, 过去几年基本保持在 2200-2500 元的水平。这说明公司在传统优势聚氨酯系列产品上的生产控制水平继续保持稳定, 核心优势基本没有发生变化。

对于 MDI 这种工艺难度大、毛利率较高的产品, 能够实现原材料以外的成本占

比较小且保持稳定，就足以体现公司在成本控制方面的优势。MDI 装置由于工艺复杂且投资成本较大，行业内竞争对手的成本结构中非原材料部分的占比要高于公司的水平。

图 11：公司聚氨酯系列产品近年成本构成变化（单位：元/吨）

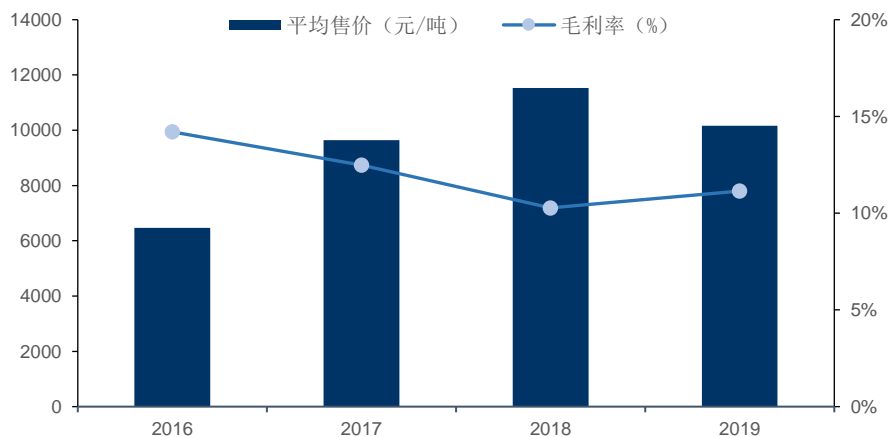


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

石化系列：毛利率水平相对较低，但单吨产品盈利基本稳定

公司石化系列产品主要是 C3 和 C4 烯烃的衍生物，比如环氧丙烷、MTBE、丁醇、丙烯酸丁酯、新戊二醇等产品。这些产品由于市场供给较为充分，且不具备很强的技术门槛，因此公司石化系列产品的平均售价基本上与原油价格关系较为密切，毛利率水平也明显低于聚氨酯系列产品，只能维持 10-15% 之间的毛利率水平。

图 12：公司石化系列产品的平均售价和毛利率变化（单位：元/吨、%）

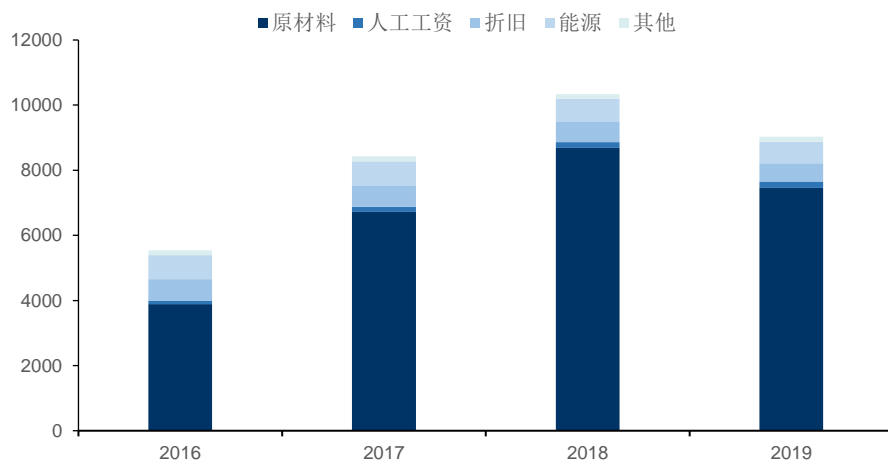


资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

从成本结构上来看，原材料成本占了石化系列产品的绝大比例，非原材料的单吨成本基本保持在 1500-1700 元之间。而对比聚氨酯系列和石化系列产品的平均单吨成本构成，我们可以发现二者之间除了原材料以外，石化系列产品的单

吨人工和折旧成本更低。这也说明了石化系列产品的生产工艺相对标准化，因此自动化程度较高，需要的人工较少，同时设备投资较低，因此折旧成本更低。这可以帮助我们理解这两个系列产品的生产模式和盈利能力的不同之处。

图 13：公司石化系列产品近年成本构成变化（单位：元/吨）



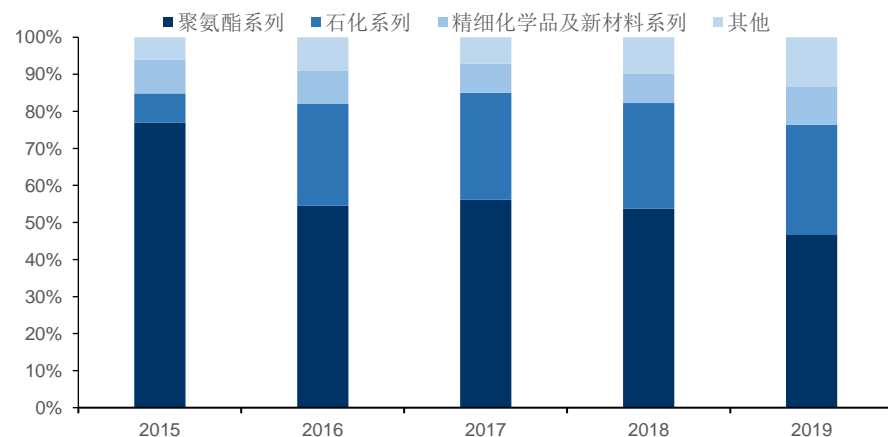
资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

公司石化系列产品的单吨盈利基本保持稳定。2017-2019 年期间公司石化系列产品的单吨毛利润保持在 1100-1200 元之间，较为稳定。一般而言，石化企业盈利由于产品价格受市场供需影响较大，导致盈利波动具有明显的周期性波动。公司在石化系列产品上的盈利相对稳定，我们认为主要体现了公司在一体化生产方面的优势。

精细化学品及新材料系列：保持快速发展，凸显战略地位

公司精细化学品及新材料系列产品主要包括表面材料、TPU、SAP、PC、PMMA、特种异氰酸酯、特种胺等，是公司近年来发展较快的一个板块。该板块是公司战略性重点发展的业务，承载了公司未来 5-10 年的发展空间。公司精细化学品及新材料系列产品的销售规模在最近几年保持快速提升，2019 年销量 41.5 万吨，销售收入达到 71 亿元，营收占比达 10.42%，过去 5 年复合增速达到 38%。

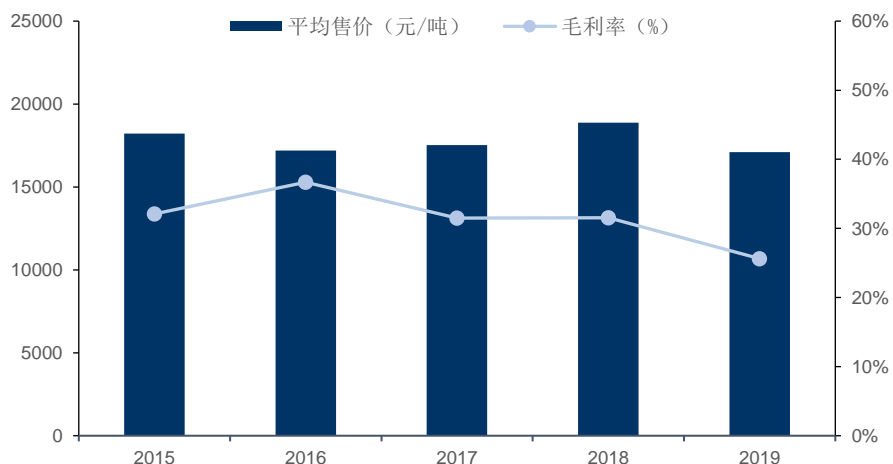
图 14：公司三大系列产品的营收占比变化（单位：%）



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

该系列产品的售价过去几年都保持在 1.8 万元/吨附近，毛利率也维持在 30% 左右，平均单吨可以贡献 5000 元以上的毛利润，这基本符合精细化学品和新材料系列产品的定位。由于具有较高的技术附加值，且加工过程较为复杂，因此成本和售价都要高于一般的化学品。但是由于不具备类似于 MDI 行业的强势地位，且属于行业新进入者，因此暂时很难达到像聚氨酯系列产品那样 40% 甚至更高的毛利率。

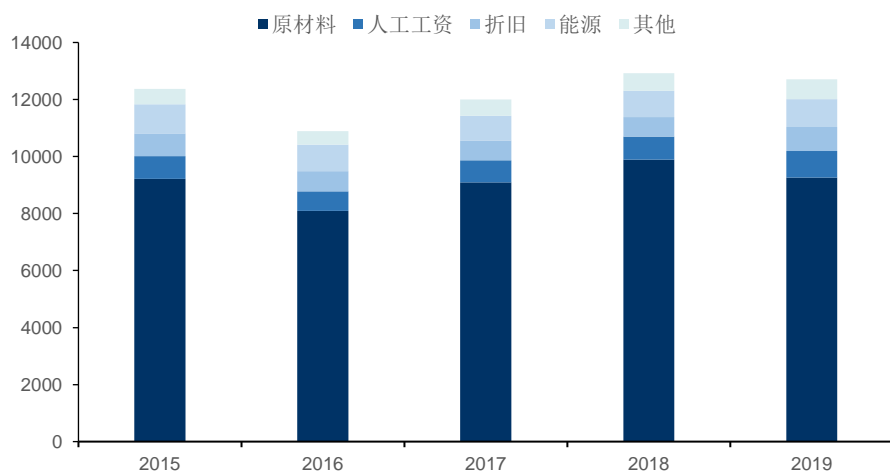
图 15: 公司精细化学品及新材料系列产品的平均售价和毛利率变化 (单位: 元/吨、%)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

该系列产品由于工艺相对更为复杂，且需要的原材料更多，因此单吨原材料成本基本在 9000 元以上，非原材料的单吨成本也基本在 3000 元以上。其中人工、折旧、维修等其他费用的单吨成本都明显高于其他两个系列的产品，这基本上也对应了该系列产品的生产特点。

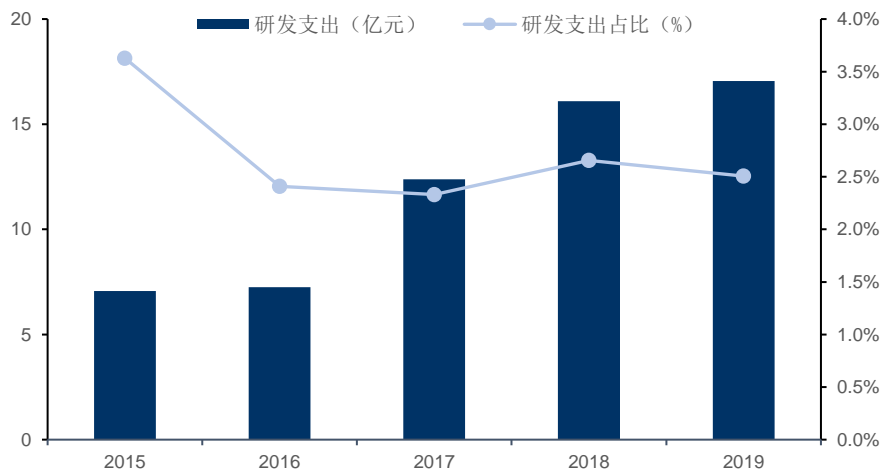
图 16: 公司精细化学品和新材料系列产品近年成本构成变化 (单位: 元/吨)



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

精细化学品和新材料系列产品近年保持较为快速的发展，业务规模也达到了不可小视的占比，表明了公司向石化产业链下游拓展的战略计划初步顺利落地。这离不开公司多年在技术研发和营销渠道方面的投入，根据统计，公司过去 7 年 (2013-2019 年) 研究支出总计达到 74.5 亿元，在国内上市的化工企业中仅次于中国石油和中国石化等巨型国企。

图 17：公司近年研发总支出和占比（单位：亿元、%）



资料来源:公司公告、国信证券经济研究所整理

目前来看，公司向精细化学品和新材料方向拓展较为顺利。在 C3 产业链（丙烯及衍生物），公司拥有丙烯产能 75 万吨/年，向下发展具有独特优势的高吸水树脂 SAP、新戊二醇 NPG、聚醚多元醇、MIBK、异佛尔酮等更为精细、附加值更高的产品，现已成为国内重要的丙烯及衍生物制造商。在 C4 产业链（丁烯及衍生物），公司通过建设世界级 PO/MTBE 装置，公司进入异丁烯及衍生物领域，该产业链自主研发的一部分产品将陆续产业化，比如正在自主研发的柠檬醛产业链。

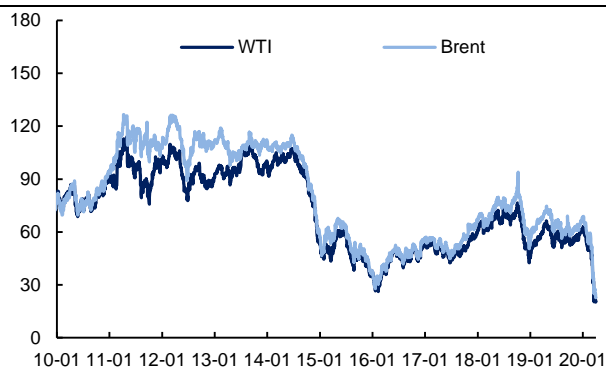
后续随着公司在八角工业园的大乙烯项目，以及四川眉山金象化工园的改性树脂项目陆续建成投产，公司将横向拓展新材料的种类，以及纵向延伸产品的精细化程度，有望在传统 MDI 产品的基础上再次打造出盈利能力出色的优势产品。在强大的研发实力和营销渠道面前，我们看好公司长期的持续成长，业务规模和利润体量再上台阶。

Q1 业绩展望：受油价和疫情双重影响，预计盈利能力明显下滑

Q1 受疫情影响，国内及海外需求都明显受到影响，公司核心产品 MDI 的需求与地产周期有明显的关联，在短期需求低迷的冲击之下，虽然公司聚氨酯系列产品的挂牌价在 Q1 没有进行调整，但是预计出货量会有明显缩减。国际原油价格在春节后出现断崖式下跌，虽然从原材料端降低了产品的成本压力，但是需求的低迷使得库存必然被动增长，Q1 盈利能力预计同比有明显下滑。

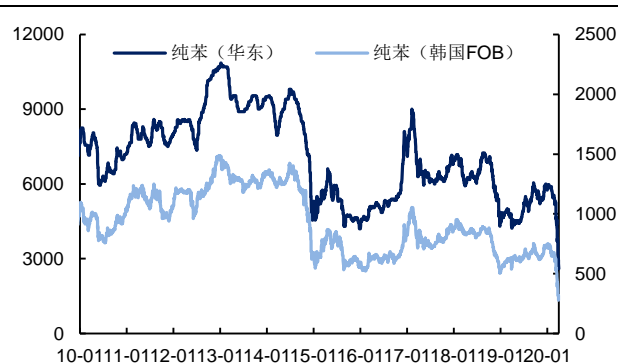
公司聚氨酯系列产品的主要原材料苯的价格与原油价格关系密切，在 Q1 国际 WTI 原油价格从 61 美元/桶的价格下跌到 20 美元/桶（跌幅-67%），与此同时国内华东地区纯苯的价格在 Q1 也从 5750 元/吨下跌到 2600 元/吨（跌幅-55%）。另外受疫情对下游需求的冲击影响，公司聚氨酯系列产品中的核心产品纯 MDI 和聚合 MDI 的价格和价差相比去年同期都有不同程度的明显下滑。

图 18: 国际油价走势 (单位: 美元/桶)



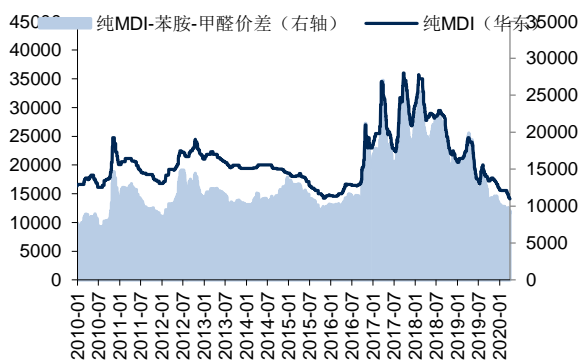
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 19: 国内外纯苯价格走势 (单位: 元/吨, 美元/吨)



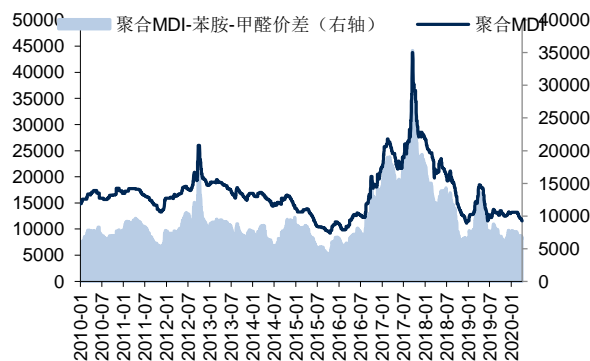
资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 20: 纯 MDI 价格和价差走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

图 21: 聚合 MDI 价格和价差走势 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告、国信证券经济研究所整理

表 2: 公司聚氨酯系列核心产品在今年 Q1 表现低迷 (单位: 元/吨)

季度均价	2020Q1	同比	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1
纯 MDI	15278	-29%	17099	18199	21530	21623
纯 MDI-苯胺-甲醛价差	9717	-41%	10861	12790	16460	16433
聚合 MDI	12800	-8%	12920	12986	15432	13874
聚合 MDI-苯胺-甲醛价差	7239	-17%	6681	7577	10362	8684

资料来源: BAIINFO、国信证券经济研究所整理

考虑到 Q1 疫情影响之下, 公司三大系列产品的销量应该都受到不同程度的冲击, 另外受油价下跌影响, 库存也存在一定程度的减值损失。即便公司仍保持行业一流的成本优势, 以及一体化运行的生产模式, 综合考虑一季度的全球经济环境, 我们预计公司 Q1 业绩环比去年 Q4 会有 10% 以上下滑。

重量级新项目即将建成投产, 公司发展有望再上台阶

公司最近几年是资本开支的高峰时期, 之前我们分析公司现金流状况时, 看到公司最近 5 年的净投入的投资活动共计有 433 亿元。这其中主要是针对位于烟台的八角工业园与宁波的生产基地扩大聚氨酯系列和石化系列产品的生产能力, 同时向下游新材料系列布局了一系列产品。

公司核心优势产品聚氨酯系列产品计划继续扩大产能，加强在国内及海外的市场份额和影响力，在烟台、宁波、匈牙利、美国继续扩建或者新建聚氨酯系列产品的产能。除此以外，更为重头的就是公司大力发展的 C2 乙烯及衍生物产业链，正在建设的百万吨级乙烯产业链项目预计在 2020 年下半年建成，届时公司将新增聚氯乙烯、环氧乙烷、HDPE、LLDPE、环氧丙烷、苯乙烯、丁二烯等石化系列产品。

另外公司还在正式启动福建基地和四川眉山基地，其中眉山基地未来作为乙烯项目聚烯烃产品和 PC 树脂向下游延伸的重要支撑，25 万吨/年高性能改性树脂项目已经在眉山产业园正式开始建设。福建基地方面，公司与福建石化合资成立万华福建（公司持股 80%），按照规划，万华福建将建设 40 万吨/年 MDI 及苯胺配套项目，扩建 TDI 产能至 25 万吨/年，建设 40 万吨/年 PVC 项目、续建大型煤气化项目。

投资建议：维持“买入”评级

考虑到受疫情和油价的冲击影响较大，公司 Q1 业绩预计影响较大，但是公司核心产品 MDI 等聚氨酯系列产品的成本优势以及行业地位不变，预计仍将为公司贡献丰厚的利润。增量方面，公司今年有乙烯项目建成投产，另外新材料方面有 PC 二期装置也将在今年投产。

我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别达到 89/138/157 亿元，同比 -12/55/14%，EPS=2.84/4.39/5.00 元/股，对应当前 PE 分别为 15/10/8 倍。我们看好公司在聚氨酯行业的龙头地位，以及在石化及新材料产业链上的拓展延伸，维持“买入”评级。

风险提示：

全球经济受疫情影响，增速超预期下滑导致聚氨酯产品需求低迷；国际油价巨幅震荡，导致石化产品盈利性受影响；新建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	4566	500	500	11475	营业收入	68051	65453	82293	90743
应收款项	4952	4763	5989	6604	营业成本	48998	47436	58366	65035
存货净额	8587	8200	10066	11267	营业税金及附加	576	576	724	799
其他流动资产	5348	5143	6467	7131	销售费用	2783	2945	2880	2722
流动资产合计	23484	18637	23052	36506	管理费用	1434	2504	2682	2482
固定资产	61545	66593	65590	62208	财务费用	1080	908	663	358
无形资产及其他	5337	5123	4910	4696	投资收益	159	(100)	0	0
投资性房地产	5783	5783	5783	5783	资产减值及公允价值变动	292	0	0	0
长期股权投资	718	718	718	718	其他收入	(1334)	0	0	0
资产总计	96865	96854	100052	109911	营业利润	12297	10982	16977	19347
短期借款及交易性金融负债	23358	19420	5672	0	营业外净收支	(37)	0	0	0
应付款项	16411	15672	19238	21532	利润总额	12260	10982	16977	19347
其他流动负债	5031	4959	11326	16570	所得税费用	1667	1647	2547	2902
流动负债合计	44800	40051	36236	38102	少数股东损益	463	415	642	731
长期借款及应付债券	5963	6163	6163	6163	归属于母公司净利润	10130	8920	13789	15714
其他长期负债	2172	2172	2172	2172					
长期负债合计	8134	8334	8334	8334					
负债合计	52934	48386	44570	46436					
少数股东权益	1567	1644	1763	1899					
股东权益	42364	46824	53719	61575					
负债和股东权益总计	96865	96854	100052	109911					

现金流量表 (百万元)				
	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	10130	8920	13789	15714
资产减值准备	342	199	15	(16)
折旧摊销	4595	4967	6202	6611
公允价值变动损失	(292)	0	0	0
财务费用	1080	908	663	358
营运资本变动	13460	168	5533	5043
其它	(256)	(122)	104	151
经营活动现金流	27980	14132	25643	27504
资本开支	(27082)	(10000)	(5000)	(3000)
其它投资现金流	(30)	0	0	0
投资活动现金流	(27188)	(10000)	(5000)	(3000)
权益性融资	63	0	0	0
负债净变化	2145	200	0	0
支付股利、利息	(8249)	(4460)	(6895)	(7857)
其它融资现金流	10824	(3938)	(13748)	(5672)
融资活动现金流	(1322)	(8198)	(20643)	(13529)
现金净变动	(530)	(4066)	0	10975
货币资金的期初余额	5096	4566	500	500
货币资金的期末余额	4566	500	500	11475
企业自由现金流	3295	5327	21729	25404
权益自由现金流	16264	817	7417	19427

关键财务与估值指标				
	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	3.23	2.84	4.39	5.00
每股红利	2.63	1.42	2.20	2.50
每股净资产	13.49	14.91	17.11	19.61
ROIC	19%	14%	22%	27%
ROE	24%	19%	26%	26%
毛利率	28%	28%	29%	28%
EBIT Margin	21%	18%	21%	22%
EBITDA Margin	28%	26%	29%	29%
收入增长	12%	-4%	26%	10%
净利润增长率	-5%	-12%	55%	14%
资产负债率	56%	52%	46%	44%
息率	6.2%	3.4%	5.2%	5.9%
P/E	13.1	14.9	9.6	8.4
P/B	3.1	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	9.8	10.7	7.4	6.8

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