

证券研究报告—动态报告

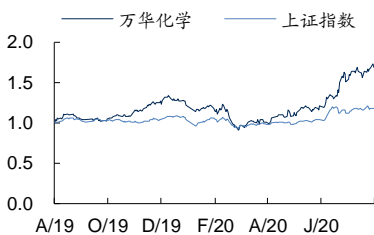
基础化工

化学原料

万华化学(600309)
买入
2020 半年度财报点评

(维持评级)

2020 年 08 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

| | |
|--------------|----------------|
| 总股本/流通(百万股) | 3,140/1,424 |
| 总市值/流通(百万元) | 218,401/99,036 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,374/13,669 |
| 12个月最高/最低(元) | 72.11/37.60 |

相关研究报告:

《万华化学-600309-重大事件快评:眉山基地新项目启动,化工巨头继续向新材料迈进》——2020-06-23

《万华化学-600309-重大事件快评:上调6月MDI挂牌价,疫情过后行业景气有望复苏》——2020-05-29

《万华化学-600309-2019年财报点评:聚氨酯阶段景气低迷,产业链延伸巩固行业地位》——2020-04-17

《万华化学-600309-2018年半年报点评:上半年盈利创新高,新业务仍可期待》——2018-08-01

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

证券分析师: 商艾华

电话:
 E-MAIL: shangaihua@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519090001

联系人: 万里明

电话: 010-88005329
 E-MAIL: wanliming@guosen.com.cn

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
景气低点已过,新材料大有可为

事件:公司公布2020半年报,上半年实现营业收入309.07亿元(同比-2%),归母净利润28.35亿元(同比-50%),毛利率和净利率分别为20.05%和9.79%。其中Q2单季度实现营收155.64亿元(同比-0.15%,环比+1.44%),归母净利润14.58亿元(同比-48.39%,环比+5.88%),毛利率和净利率分别为20.02%和9.85%,环比Q1分别-0.07PCT和+0.11PCT,基本企稳。

● 财务数据解读: 疫情冲击之下,上半年面临景气低点

上半年在疫情和油价的双重冲击之下,公司盈利能力受到明显影响,毛利率和净利率处于近年来最低水平。不过公司强大的运营管理能力以及在融资方面的准备充分,公司经营性净现金流仍取得较好的水平,且保障当前规划项目的顺利建设。同时Q2公司的毛利率环比Q1基本企稳,在全球疫情逐步被控制的情况下,公司业绩有望逐步改善。

● 经营数据解读: 销量恢复增长,顺利渡过最困难时刻

公司上半年各系列产品销售情况较为乐观。聚氨酯系列产品在Q2的产品销售均价已经略有改善,上半年毛利贡献47亿元;石化系列产品上半年受影响最大,几乎没有贡献毛利润;上半年精细化学品及新材料系列销量达到22.5万吨,同比增长28%,公司新材料业务持续发力。

● 业绩展望: MDI逐步修复利润,新材料保持成长

基建地产需求复苏在即,MDI产品有望走出低谷。需求端,房地产、汽车和家电需求持续回暖,价格端,在检修和需求双重利好下MDI价格从6月开始持续上涨,预计下半年将带来盈利修复。公司眉山项目稳步推进,公司眉山一期25万吨高性能改性树脂项目将于2020年建成,二期项目开始启动,公司沿新材料方向拓展的战略将逐步落地。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

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25/16/14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: 原材料价格大幅上涨; PDH项目建设进展不达预期。
盈利预测和财务指标

| | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 60,621 | 68,051 | 65,453 | 82,293 | 90,743 |
| (+/-%) | 14.1% | 12.3% | -3.8% | 25.7% | 10.3% |
| 净利润(百万元) | 10610 | 10130 | 8920 | 13789 | 15714 |
| (+/-%) | -4.7% | -4.5% | -11.9% | 54.6% | 14.0% |
| 摊薄每股收益(元) | 3.88 | 3.23 | 2.84 | 4.39 | 5.00 |
| EBIT Margin | 28.4% | 21.0% | 18.3% | 21.4% | 21.7% |
| 净资产收益率(ROE) | 31.4% | 23.9% | 19.1% | 25.7% | 25.5% |
| 市盈率(PE) | 17.9 | 21.6 | 24.5 | 15.8 | 13.9 |
| EV/EBITDA | 11.2 | 14.4 | 15.7 | 11.0 | 10.1 |
| 市净率(PB) | 5.63 | 5.16 | 4.66 | 4.07 | 3.55 |

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

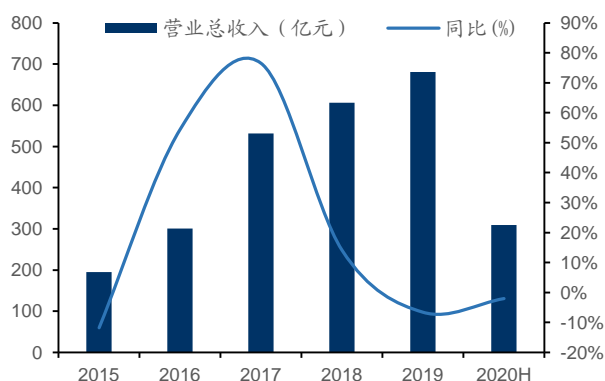
事件：公司公布 2020 半年报，上半年实现营业收入 309.07 亿元（同比-2%），归母净利润 28.35 亿元（同比-50%），毛利率和净利率分别为 20.05%和 9.79%。其中 Q2 单季度实现营收 155.64 亿元（同比-0.15%，环比+1.44%），归母净利润 14.58 亿元（同比-48.39%，环比+5.88%），毛利率和净利率分别为 20.02%和 9.85%，环比 Q1 分别-0.07PCT 和+0.11PCT。

财务数据解读：疫情冲击之下，上半年面临景气低点

今年上半年由于国内外疫情相继蔓延，导致聚氨酯全球需求明显萎缩，公司营收及盈利状况明显受到影响。上半年公司营收下滑幅度不大，但是由于产品与原材料之间的价差缩小，导致毛利率和净利率下滑明显，最终体现在净利润同比大幅下滑。上半年公司毛利率和净利率分别为 20.05%和 9.79%，为公司上市以来的最低水平。虽然与低毛利的石化产品占比增加有关系，但是反映了今年上半年确实是公司盈利状况挑战最大的阶段。

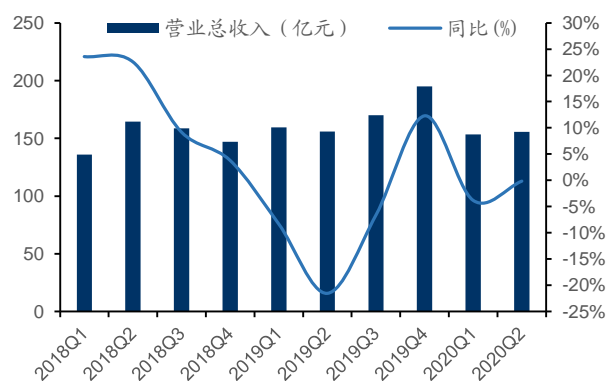
由于盈利能力的下滑，公司经营性净现金流也相比去年有明显下滑，但上半年仍有 63 亿元净现金流入账，虽然比不上 18 年和 19 年景气高点，但是也比上一次景气低点 15 年的水平要好上不少。这无疑表明随着公司生产经营规模的扩大，抗风险能力已经比过去有明显的提高。同时，为了应对经营层面可能出现更严峻的局面，以及后续仍有较大规模的资本开支，公司上半年加大了筹资力度，筹资净现金流达到 141 亿元，有力保障了公司当前规划及在建的一系列项目的顺利进行。当然，与之而来的就是公司资产负债率上升到 62.75%，达到 2016 年以来的较高水平。

图 1：公司营收及同比增速情况（单位：亿元、%）



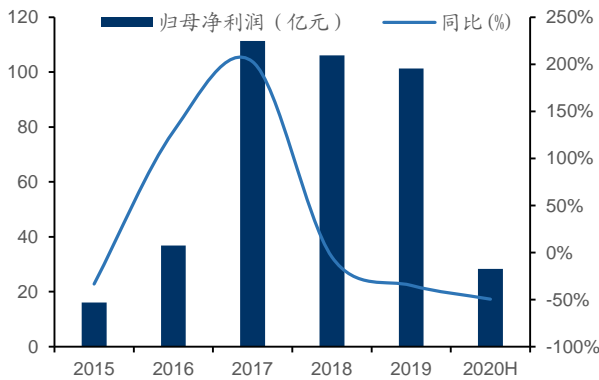
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 2：公司单季度营收及同比增速情况（单位：亿元、%）



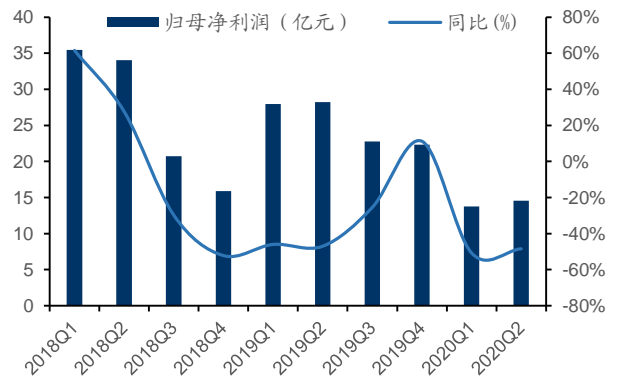
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图 3: 公司归母净利润及同比增速情况 (单位: 亿元、%)



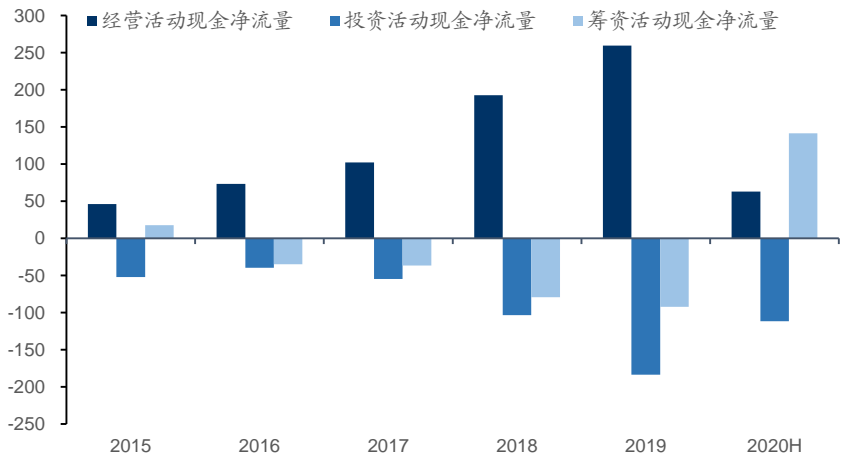
资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图 4: 公司单季度归母净利润及同比增速 (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: 公司近年现金流情况 (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: 公司近年现金流具体情况 (单位: 亿元)

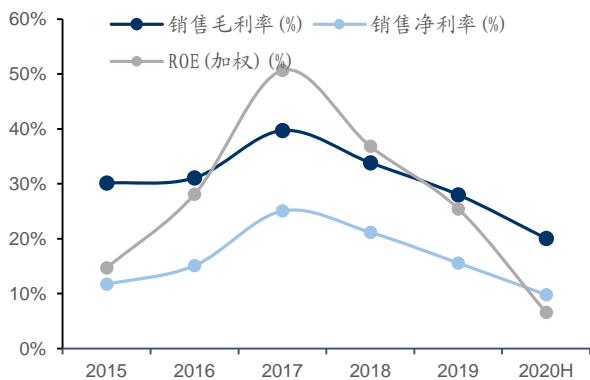
| | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020H |
|-----------|--------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 经营活动现金净流量 | 46.02 | 73.49 | 102.12 | 192.57 | 259.33 | 62.89 |
| 投资活动现金净流量 | -52.25 | -39.70 | -54.60 | -103.18 | -183.67 | -111.79 |
| 筹资活动现金净流量 | 17.56 | -35.04 | -36.60 | -79.37 | -92.33 | 141.48 |
| 资产负债率(%) | 68.99 | 63.88 | 53.28 | 48.97 | 54.65 | 62.75 |

资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

从毛利率和净利率来看, Q2 基本见底。由于 MDI 等产品的景气高点已过, 全球供应量充足, 公司销售均价也逐渐下行。公司毛利率在 2019Q2 反弹到高点之后, 已经连续 4 个季度持续下滑, 这其中主要原因就是上半年在国际油价短期内出现历史性的崩盘, 导致各类石化产品的价格在短期都明显下滑。公司受到影响较大, 上半年石化类产品的毛利率仅为 0.04%, 远低于平时 10% 左右的毛利率水平。

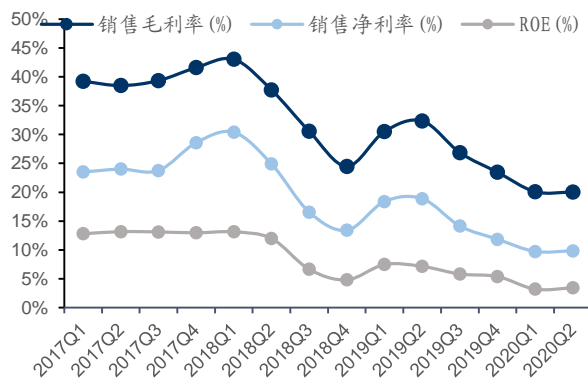
受毛利率大幅下滑的影响,公司净利率以及 ROE 也都同步下滑至近年来的最低水平。与此同时,公司在期间费用率的控制方面仍取得较好的成绩,由于公司新材料业务的销售量逐年增长,在营收中的占比已经达到 10%以上,这使得公司销售费用率也呈现逐年提高的趋势。但是公司在财务费用率和管理费用率方面控制较好,基本保持在较低水平,这使得公司期间费用率在今年上半年为 7.55%,基本稳定在去年的水平(7.78%)。

图 6: 公司近年盈利能力变化情况(单位: %)



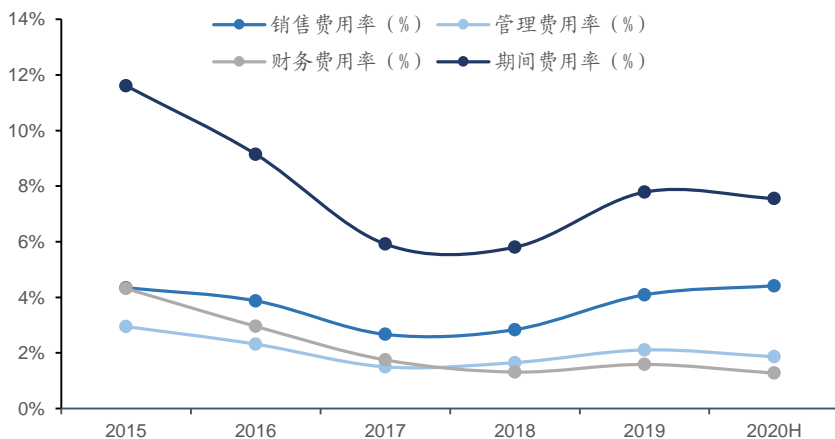
资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理
注:半年度 ROE 没有折算成全年

图 7: 公司近年费用率变化情况(单位: %)



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

图 8: 公司近年现金流情况(单位: 亿元)



资料来源:公司公告,国信证券经济研究所整理

总的来看,公司财务数据显示,上半年在疫情和油价的双重冲击之下,公司盈利能力受到明显影响,毛利率和净利率处于近年来最低水平(特别是占比逐渐提升的石化业务受到冲击最大)。不过公司强大的运营管理能力以及在融资方面的准备充分,公司经营性净现金流仍取得较好的水平,且保障当前规划项目的顺利建设。同时 Q2 公司的毛利率环比 Q1 基本企稳,在全球疫情逐步被控制的情况下,公司业绩有望逐步改善。

经营数据解读：销量恢复增长，顺利渡过最困难时刻

从公司上半年销量情况看，比盈利情况要相对乐观。由于国内疫情在春节前后集中爆发，对公司 Q1 的生产销售情况影响较大，聚氨酯系列产品的产销情况同比都出现较为明显的下滑。但是 Q2 公司稳住阵脚，加大销售力度，各类产品的销售情况都有不同幅度的改善。虽然公司没有公布具体的库存数据，但是各系列产品在 Q2 的销量都高于产量（其中石化系列的销量统计中包含了贸易量），我们预计公司的库存水平在 Q2 应该有明显的降低。

从公司盈利的基本盘聚氨酯系列产品在 Q2 的表现来看，产品销售均价已经略有改善（均价环比增加了 393 元/吨），同时销售量增加到 64 万吨（Q1 为 60 万吨），量价同步改善，使得该系列产品上半年贡献营收 134 亿元，毛利润 47 亿元（占比 76%）。

石化系列产品上半年受影响最大，几乎没有贡献毛利润。上半年虽然石化产品销量达到 281 万吨，处于近年来的较好水平。但是由于国际油价上半年出现断崖式下跌，导致大部分石化化工品价格在上半年同样大幅下滑，使得公司石化系列产品盈利能力大受影响，虽然有 104 亿的营收，但是仅贡献了 400 万的毛利润。

精细化学品及新材料系列产品的产销量恢复快速增长势头，公司继续向新材料环节迈进。虽然聚氨酯系列和石化系列产品表现不佳，但是公司新材料业务却表现出难得的增长势头。上半年公司精细化学品及新材料系列销量达到 22.5 万吨，同比取得 28% 的增长。但是由于产品均价的下滑（上半年销售均价 14228 元/吨，同比-23%），该板块营收水平去年同期几乎持平。

表 2：公司近年单季度主要经营数据

| 单季度数据 | | 2019Q1 | 2019Q2 | 2019Q3 | 2019Q4 | 2020Q1 | 2020Q2 |
|-------------|------------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 聚氨酯系列 | 产量/吨 | 644,738 | 703,799 | 635,975 | 697,875 | 611,613 | 615,827 |
| | 销量/吨 | 657,882 | 661,792 | 645,114 | 654,815 | 601,016 | 641,251 |
| | 营业收入/万元 | 824,081 | 824,275 | 757,155 | 780,302 | 637,010 | 704,883 |
| | 平均售价(万元/吨) | 12,526 | 12,455 | 11,737 | 11,916 | 10,599 | 10,992 |
| 石化系列 | 产量/吨 | 446,811 | 462,990 | 539,663 | 540,602 | 448,844 | 396,540 |
| | 销量/吨* | 798,634 | 666,253 | 1,188,795 | 1,785,990 | 1,279,946 | 1,527,553 |
| | 营业收入/万元 | 402,286 | 348,983 | 512,553 | 746,382 | 546,107 | 495,258 |
| | 平均售价(元/吨) | 5,037 | 5,238 | 4,312 | 4,179 | 4,267 | 3,242 |
| 精细化学品及新材料系列 | 产量/吨 | 104,690 | 95,026 | 106,954 | 120,232 | 121,700 | 127,642 |
| | 销量/吨 | 80,629 | 95,026 | 107,604 | 131,411 | 93,424 | 131,213 |
| | 营业收入/万元 | 153,217 | 170,545 | 180,033 | 204,983 | 140,546 | 179,075 |
| | 平均售价(元/吨) | 19,003 | 17,947 | 16,731 | 15,599 | 15,044 | 13,648 |

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

*注：石化系列产品的销量中包含贸易量，因此与产量数据差距较大

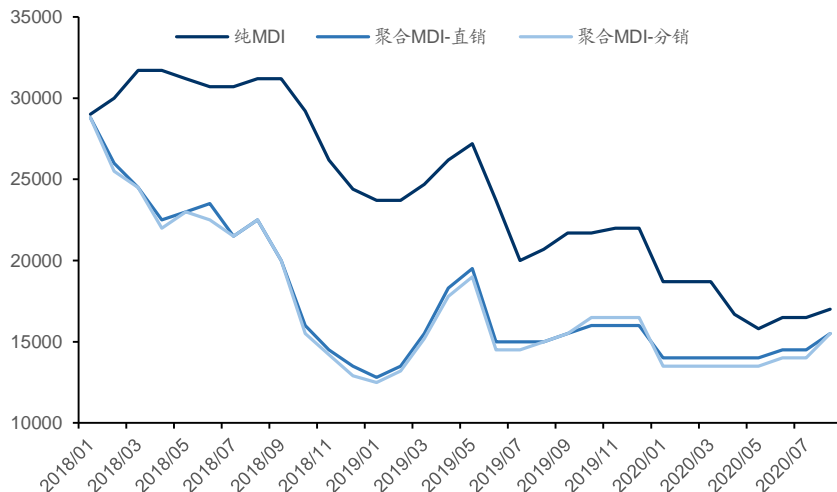
总的来看，公司主营业务中改性塑料板块在疫情物资的带动之下盈利状况集中爆发，其他板块也同样稳步增长，公司整体经营情况仍处于景气向上趋势当中。

业绩展望：MDI 逐步修复利润，新材料保持成长

基建地产需求复苏在即，MDI 产品逐步走出低谷。价格端，国内 MDI 价格从 6 月开始持续上涨，6 月公司纯 MDI 挂牌价格上涨 700 元/吨，8 月挂牌价再次上

涨 500 元/吨至 17000 元/吨，聚合 MDI 挂牌价上涨 15500 元/吨，一方面因为万华、巴斯夫等大厂检修带来供应缺口，另一方面因为下游房地产等行业需求显著回暖，预计公司下半年盈利将逐步修复。

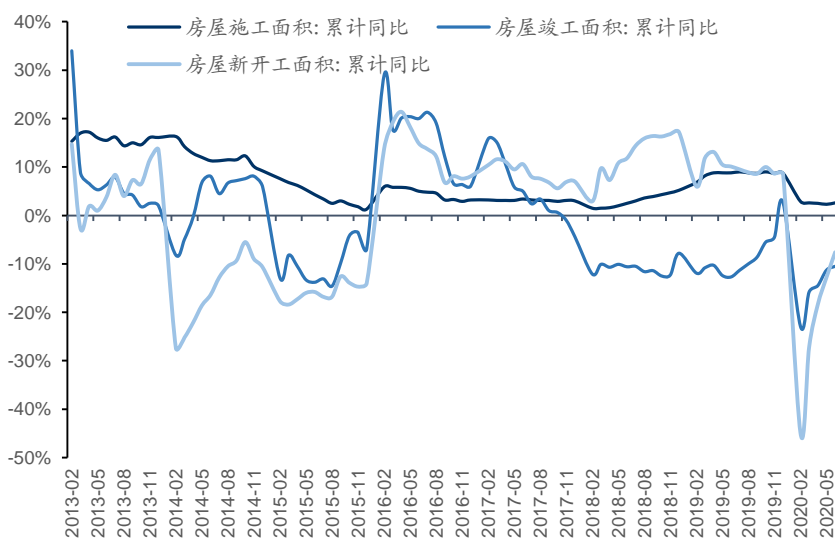
图 9: 公司 MDI 系列产品的挂牌价 (单位: 元/吨)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

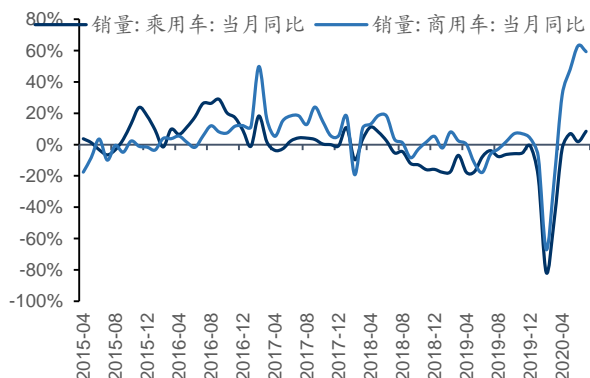
需求端, 当前国内家电、汽车和房地产需求显著回暖。聚合 MDI 下游需求以白色家电、建筑和汽车为主, 2019 年三大需求占比达到 3/4。房地产方面, 从房地产行业需求韧性最强, 行业正在趋势向上, 一方面 7 月房地产施工/新开工面积同比增速分别为 3%和-4.5%, 环比持续改善。另一方面, 一般新开工和竣工之间的周期为 3-3.5 年左右, 17 年 10 月开始国内房地产竣工面积开始同比为负, 但是房地产新开工面积在疫情前一直维持正增长, 预计疫情影响逐渐消散, 这部分新开工面积也将在 2020 年下半年兑现, 再加上国家逆周期调节和上半年需求后移, 整体来看国内房地产行业趋势向上。

图 10: 房屋新开工、施工和竣工面积同比 (单位: %)



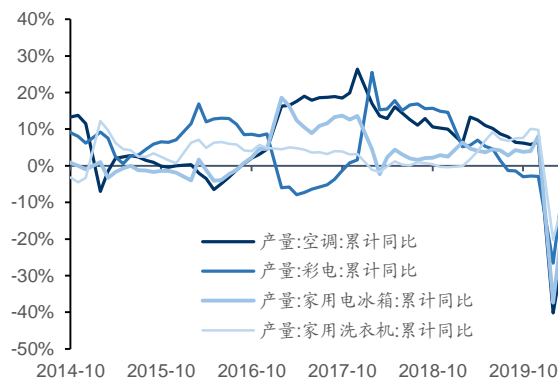
资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

图 11: 国内汽车销售显著恢复 (单位: %)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 12: 国内主要家用电器产量显著回暖 (单位: %)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

公司作为国内聚氨酯行业的全球龙头企业, 凭借成本优势在 MDI 环节已经建立强大的护城河, 具有产品的全球定价权。同时公司在上游石化环节不断扩大生产规模, 在保障原材料供应的同时, 利用产业协同效应, 进一步降低整体生产成本。目前公司积极向下游新材料环节拓展, 凭借自身多年深厚的研发积累, 在新材料领域内不断开花结果, 陆续取得突破。

新材料行业是我国未来重点发展的战略方向之一, 是我国制造业向高端科技类转型升级的重要产业基础, 且行业空间广阔, 仅国内市场就至少上万亿的市场需求。公司长期向新材料行业布局, 对于拓展公司长期成长空间具有重要的意义。

眉山基地稳步推进, 公司沿新材料方向拓展的战略逐步落地

根据眉山市政府披露的省重点项目名单, 公司眉山基地一期项目计划投资 13.6 亿元, 建设年产 25 万吨高性能改性树脂 (主要包括 10 万吨改性 PP、10 万吨水性树脂、5 万吨改性 PC), 预计在 2020 年完成。眉山基地二期项目计划总投资 400 亿元, 规划建设高性能树脂和水性涂料、生物发酵及可降解塑料、锂电池材料、维生素及营养化学品四大产业链 11 个项目。本次环评公示的两个项目就属于眉山基地的二期项目, 这同时也意味着公司眉山基地的二期项目正式开始启动, 公司继续沿新材料方向拓展的战略将逐步落地。

表 3: 公司眉山基地新建项目属于眉山市重点建设项目

| 项目名称 | 建设地址 | 建设年限 | 建设内容及规模 | 总投资 | 2020 年预计投资 | 2020 年工程进度 | 业主单位 | 责任单位 | 备注 |
|----------------------------|----------|-----------|--|---------|------------|--|----------------|-------------|--------------|
| 万华化学年产 25 万吨高性能改性树脂项目 (一期) | 金象化工产业园区 | 2019-2020 | 年产 10 万吨改性聚丙烯树脂装置, 年产 10 万吨水性树脂装置, 年产 5 万吨改性 PC 装置和公用工程设施及辅助设施等。 | 136000 | 56000 | 建成投产 | 万华化学 (四川) 有限公司 | 金象化工产业园区管委会 | |
| 万华化学西南基地项目 (二期) | | 2020-2030 | 建设高性能树脂和水性涂料、生物发酵及可降解塑料、锂电池材料、维生素及营养化学品四大产业链 11 个项目 | 4000000 | 100000 | PBAT (聚己二酸/对苯二甲酸丁二酯) 项目、绿色生物工程与材料试验基地项目、锂电正极材料项目开工建设 | 万华化学 (四川) 有限公司 | | 2020 年 8 月开工 |

资料来源: 眉山市人民政府网站, 国信证券经济研究所整理

投资建议:

虽然全球经济受疫情影响,对化工品的需求较为低迷,但是当前国内多套 MDI 装置处于检修阶段,MDI 价格 6 月份以来保持坚挺。在下半年基建需求逐步复苏的预期之下,我们对公司全年业绩保持乐观预期,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 25/16/14 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:

- 1) 疫情影响聚氨酯产品下游需求持续低迷;
- 2) 油价巨幅震荡导致石化产品盈利受影响;
- 3) 新建项目投产速度低于预期。

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 | 3.8% | 2.0% | 3.2% | 3.6% |
| P/E | 21.6 | 24.5 | 15.8 | 13.9 |
| P/B | 5.2 | 4.7 | 4.1 | 3.5 |
| EV/EBITDA | 14.4 | 15.7 | 11.0 | 10.1 |

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