

# 万华化学系列之五：从近期 MDI 行业变化看未来景气度



近期 MDI 价格明显回升，但是市场还是普遍理解为台风、工厂事故等不可抗力导致的短期反弹。然而我们分析认为，MDI 行业将在海外企业经营策略变化与国内新需求增长的共同作用下进入中长期复苏通道。

## 核心观点

- **供给价格弹性大幅下降：**四家外企加万华决定了 MDI 的价格盈利趋势，15-19 年是海外企业扩张期，且 17-18 年 MDI 盈利极高，刺激了外企计划进一步新建产能。但随着 19 年景气度下行和 20 年疫情影响，行业盈利大幅下滑，按最新的财报，外企现金流已难以满足常规分红和资本开支。而外企管理层在下行期选择收缩的惯性操作导致新产能规划延后，经营策略也转向盈利导向，因此我们认为未来外企供给对 MDI 价格的弹性将大幅下降。
- **需求端变化利好万华：**上半年由于疫情影响 MDI 需求跌至低点，但近期传统需求逐渐恢复，加上国内冰箱冷链持续超预期，以及美国住宅开工量创新高，从需求端拉动 MDI 价格回升。而我们认为定制家居行业开始大力推广无醛家具，以及生猪养殖龙头企业建设规模化基地都将在未来几年持续推动 MDI 需求增长，我们测算每年的增量都在 15 万吨以上。而且这些新需求都在国内，万华还具有深厚的产业链布局，未来将占据主要增量。

## 财务预测与投资建议

- 结合报告分析，我们上调了 MDI 的盈利假设，预测 20-22 年公司每股 EPS 为 2.50、4.49、5.22 元（原预测 2.50、4.19 和 5.06 元），按照 21 年 EPS 预测与公司过去十年平均 17 倍 PE 计算，给予目标价 76.33 元（原目标价 71.23 元），维持买入评级。

## 风险提示

- 疫情变化不及预期；宏观经济风险；原油价格波动风险；新项目进展风险。

公司主要财务信息					
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	60,621	68,051	50,228	69,912	76,458
同比增长(%)	14.1%	12.3%	-26.2%	39.2%	9.4%
营业利润(百万元)	16,085	12,297	9,758	17,070	19,815
同比增长(%)	-5.2%	-23.6%	-20.6%	74.9%	16.1%
归属母公司净利润(百万元)	10,610	10,130	7,853	14,085	16,379
同比增长(%)	-4.7%	-4.5%	-22.5%	79.4%	16.3%
每股收益(元)	3.38	3.23	2.50	4.49	5.22
毛利率(%)	33.8%	28.0%	32.2%	35.3%	36.3%
净利率(%)	17.5%	14.9%	15.6%	20.1%	21.4%
净资产收益率(%)	34.8%	26.6%	17.7%	27.1%	25.6%
市盈率	20.6	21.6	27.9	15.5	13.4
市净率	6.5	5.2	4.7	3.8	3.1

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(2020年09月09日)	69.7元
目标价格	76.33元
52周最高价/最低价	77.5/38.45元
总股本/流通A股(万股)	313,975/142,376
A股市值(百万元)	218,840
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2020年09月11日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-5.17	3.15	40.81	47.67
相对表现	0.18	5.77	27.53	32.27
沪深300	-5.35	-2.62	13.28	15.40



资料来源：WIND、东方证券研究所

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

联系人 杨奇  
021-63325888\*7540  
yangqi@orientsec.com.cn

## 相关报告

万华化学系列之四：低油价如何影响 α： 2020-04-23

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

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。

## 目 录

1、MDI 长期盈利有望回升 .....	4
2、供给价格弹性大幅下降 .....	5
2.1 海外企业进入战略收缩期 .....	5
2.2 海外企业将转向盈利优先 .....	6
3、需求端变化利好万华 .....	7
3.1 定制家具无醛化 .....	8
3.2 生猪养殖规模化 .....	9
4、投资建议 .....	10
5、风险提示 .....	10

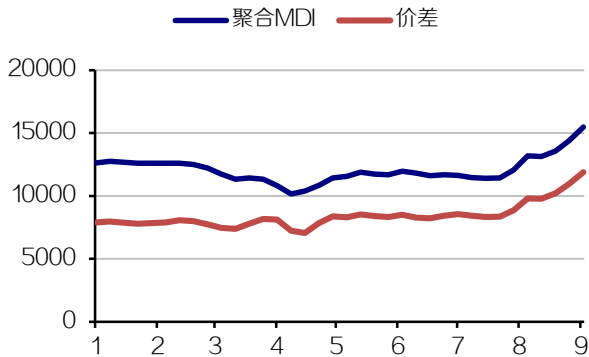
## 图表目录

图 1：2020 年聚合 MDI 价格与价差走势（元/吨） .....	4
图 2：国内冰箱产量变化（万台） .....	4
图 3：MDI 产能（万吨）及增速（2020-2023 为预测值） .....	4
图 4：2014-2019 年是海外企业 MDI 产能扩张期（万吨） .....	5
图 5：海外企业在景气期选择扩张（元/吨） .....	6
图 6：国内冰箱冷柜产量（万台） .....	7
图 7：美国私人住宅开工量（千套） .....	7
图 8：欧派、尚品宅配等无醛产品发布情况 .....	8
图 9：国内生猪出栏量及同比增速（万头） .....	10
图 10：国内生猪养殖企业在建工程（亿元） .....	10
表 1：科思创财务数据（亿欧元） .....	6
表 2：其他海外财务数据（巴斯夫：亿欧元，陶氏、亨斯曼：亿美元） .....	7
表 3：家具对人造板需求（万立方）及 MDI 用量（万吨）测算 .....	8
表 4：国内生猪养殖（万头）与对应 MDI 需求（万吨）测算 .....	10

## 1、MDI 长期盈利有望回升

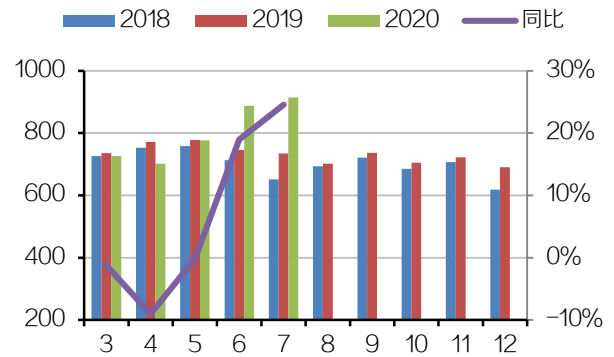
近期 MDI 价格出现明显上涨，从 4 月底以来聚合和纯 MDI 分别上涨了 43% 与 18%，主要动力来自于两点：一是供给端多个工厂先后出现问题，二是需求端传统下游开始复苏，冰箱、冷链物流、养殖业等今年增长又特别好。同时成本端纯苯随油价大幅下跌，所以 MDI 行业盈利又回到了较好水平。然而市场对于这次价格上涨，更多当成是一次触底反弹，所以股价反应也并不明显。包括我们原先也对 MDI 长期景气度并不乐观，核心原因就是预计未来三年 MDI 的产能复合增速为 7.3%，明显高于 MDI 长期的需求增速，所以在盈利预测中对于 MDI 的利润假设也比较保守。但是经过对 MDI 行业格局的分析，我们认为未来几年 MDI 景气度有望回升，盈利将超市场预期。

图 1：2020 年聚合 MDI 价格与价差走势（元/吨）



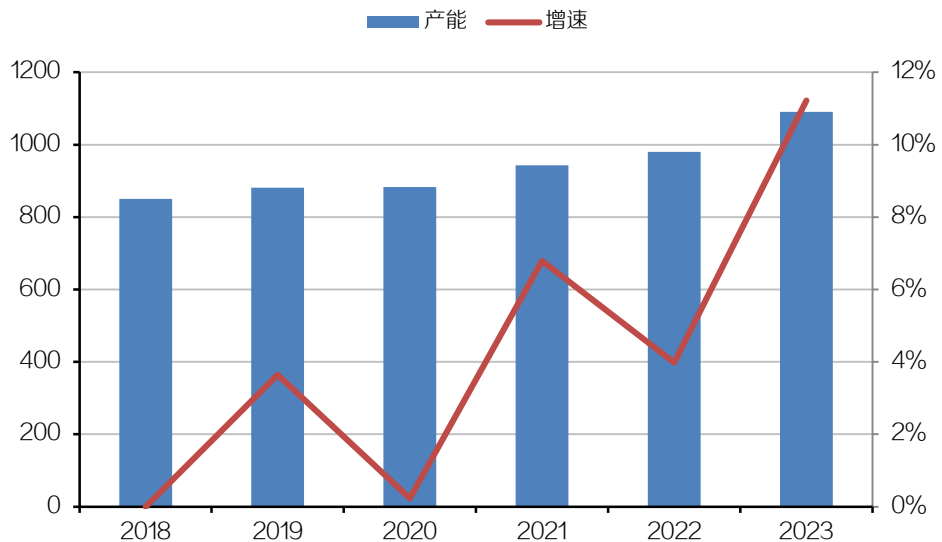
资料来源：Wind，东方证券研究所

图 2：国内冰箱产量变化（万台）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 3：MDI 产能（万吨）及增速（2020-2023 为预测值）

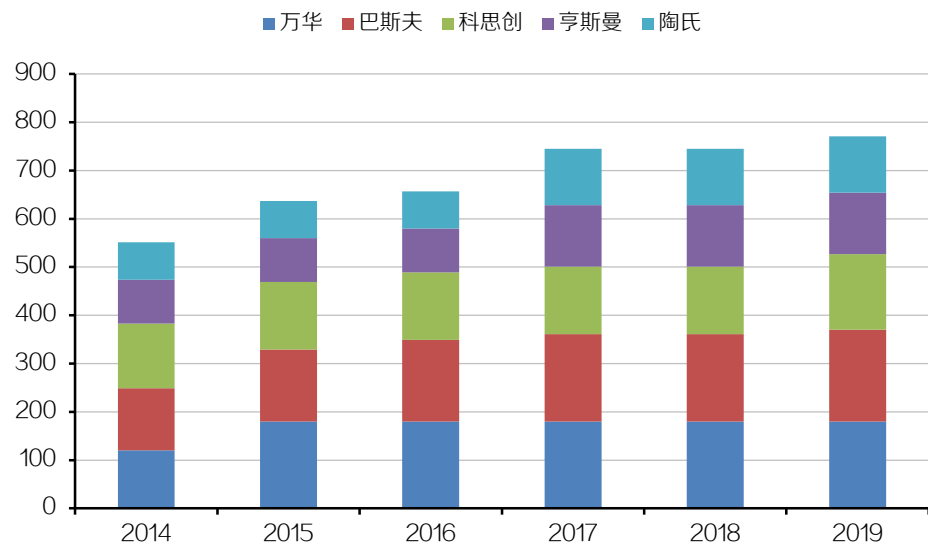


资料来源：公开信息，公司公告，东方证券研究所

## 2、供给价格弹性大幅下降

MDI 的技术壁垒极高，全球供应商只有 7 家，其中万华、巴斯夫、科思创、亨斯曼和陶氏这五家占到九成，所以这几家企业的经营战略对 MDI 价格具有重大影响。15-19 年是海外企业的扩张期，MDI 行业总产能在这 5 年中增长了 236 万吨，其中 171 万吨是巴斯夫、科思创、亨斯曼和陶氏增加的。但是未来海外企业的产能扩张陷入停滞，特别是 19 年开始宏观周期下行，20 年又叠加疫情影响，使这些企业的经营策略进一步收缩。我们预计未来 5 年的 MDI 供给增量可能几乎全部来自万华，包括烟台与宁波共 80 万吨技改项目，以及福建 40 万吨新建项目。更重要的是我们认为海外企业未来将偏向盈利导向，这会使得 MDI 供给对价格的弹性大幅下降。

图 4：2014-2019 年是海外企业 MDI 产能扩张期（万吨）



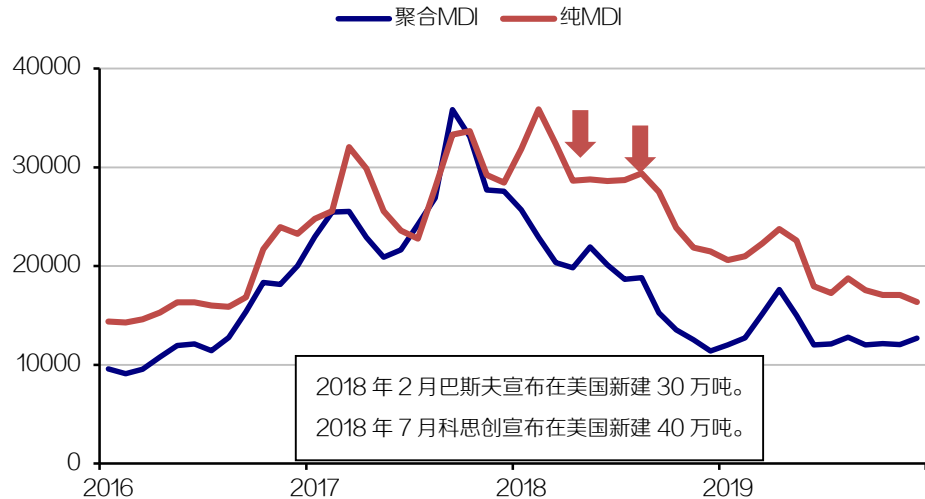
资料来源：公开信息，公司公告，东方证券研究所

### 2.1 海外企业进入战略收缩期

周期的规律就是行业内多数企业在景气期扩张意图抢占份额，在低迷期收缩尽力生存，这种行为在海外化工企业中尤为明显，这一方面是海外企业经营时间很长，对于周期波动有固有的应对策略；更主要的原因是这些企业普遍存在职业经理人控制公司，而股东又多为财务投资者，在周期下行期出于个人考量主动选择财务收缩的问题。

2017-2018 年是化工品的景气期，特别是 MDI 价格大幅上涨，行业内的公司都赚取了大量利润，相应巴斯夫与科思创也分别宣布了 MDI 新工厂建设计划（巴斯夫 30 万吨，科思创 40 万吨）。2019 年上半年，MDI 价格还出现一波上涨，当时甚至有个别海外公司为了抢占市场份额选择主动压价。然而进入 19 年下半年，化工品景气度普遍下降，汽车等下游需求不佳，海外企业的业绩开始明显下滑。到 20 年又爆发了新冠疫情，所有化工企业都陷入量价齐跌的困境。这直接导致海外企业修正了未来的经营计划，如科思创在 20Q1 宣布大幅削减资本开支，并推迟了 MDI 新建计划，可见海外企业又在以战略收缩的策略来应对这一轮下行期。而且海外企业的计划和投资周期非常长，即使后续再做调整，相应落地时间也会大幅延后。

图 5：海外企业在景气期选择扩张（元/吨）



资料来源：公开信息，公司公告，东方证券研究所

## 2.2 海外企业将转向盈利优先

制造业企业经营主要是两种策略，即市占率导向和盈利导向。在企业具备成本技术优势，或行业景气度较好时，很自然地就会选择市占率导向。但是在企业盈利较差时期，继续选择市占率优先的策略就需要非常大的勇气。特别是海外企业管理层主要是职业经理人，与股东存在天然的利益不一致，甚至股东也大多为财务投资者，投资化工股更多因为化工行业资产重、现金流好、能够保障稳定分红，对于企业长期发展并不真正关心。所以在多数产品盈利不佳的行业下行期，抓住个别能够取得盈利的品种，保障现金流和持续分红就成为了海外企业管理层与股东的必然选择，可以说两者在压力之下出现了短期的利益一致。

以前期经营表现相对激进的科思创为例，过去几年公司每年分红都在 4.4 亿欧元，加上资本开支要达到 11-14 亿欧元，相比当时的 EIBTDA 仍能有一定富裕。如果 2020 年分红维持不变，并采取最低水平的资本开支计划（7 亿欧元），则全年的 EBITDA 预计也要在 13 亿欧元左右。而今年上半年，科思创实际 EBITDA 仅 3.8 亿欧元，在这样的情况下，未来公司管理层很难再选择市占率优先的经营策略。所以我们认为即使 MDI 价格与盈利未来进一步回升，只要不出现 17-18 年级别的暴涨，海外企业的供给量都不会有明显扩张。

表 1：科思创财务数据（亿欧元）

	2016	2017	2018	2019	2020-H1
分红	1.43	2.74	4.38	4.39	
资本开支	4.19	5.18	6.97	9.82	2.86
EBITDA	20.14	34.35	32.00	16.04	3.79
自由现金流	13.67	18.43	16.69	4.73	-2.25

资料来源：公司公告，东方证券研究所

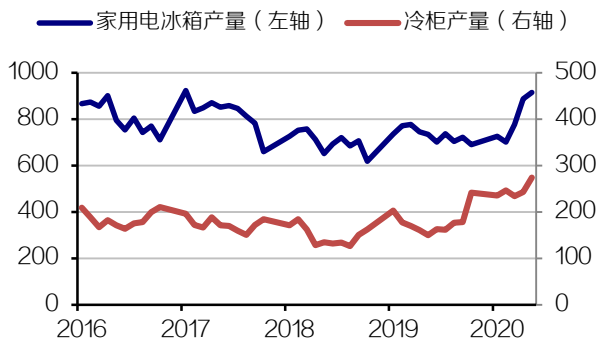
**表 2：其他海外财务数据（巴斯夫：亿欧元，陶氏、亨斯曼：亿美元）**

项目	公司	2018	2019	2020-H1
EBITDA	巴斯夫	91.66	80.36	34.98
	陶氏	91.45	72.9	23.24
	亨斯曼	13.35	9.72	2.19
分红	巴斯夫	30.21	30.3	31.36
	陶氏		15.5	10.31
	亨斯曼	1.56	1.5	0.73
资本开支	巴斯夫	34.98	33.49	
	陶氏	20.91	19.61	6.68
	亨斯曼	2.71	2.92	1.16

资料来源：公司公告，东方证券研究所

### 3、需求端变化利好万华

今年上半年 MDI 需求由于疫情影响明显下滑，特别如纺织服装行业打击尤为剧烈，但是随着时间推移，前期受损的行业都在逐渐回升，而疫情对 MDI 需求的促进效应开始凸显。首先，疫情对生活习惯最直接的变化是冰箱冷柜和冷链物流的需求大幅提升，国内的冰箱月产量达到近几年高点，冷柜产量甚至创出历史新高。其次，美国为了对冲疫情对经济的打击进一步降低利率刺激经济，同时许多公司员工转为居家办公，提升了对低密度住宅的需求，导致美国近期私人住宅开工量也创出了多年新高。这些变化都在近期拉动了对 MDI 的需求量，未来还有望继续保持增长，且我们预计冷链需求的增长将维持较长时间。而更为重要的长期变化则主要来自于国内，一是定制家具行业无醛化，二是生猪养殖业规模化。

**图 6：国内冰箱冷柜产量（万台）**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 7：美国私人住宅开工量（千套）**


资料来源：Wind，东方证券研究所

### 3.1 定制家具无醛化

定制家具无醛化是以无醛板材替代常规使用使用脲醛胶的人造板，无醛板材能够实现零甲醛排放就是使用了聚氨酯胶。无醛板代表了社会对健康环保居家环境的追求，尽管价格偏高，但占比一直在持续增长。近期板材下游的定制家居行业开始大力加强了无醛家具的推广，欧派、索菲亚、尚品宅配等都先后组织了无醛产品发布会，其中如欧派家居在 8 月 8 日的发布会上宣布将逐步停止在终端销售使用非无醛板材的产品，并且将无醛板相对普通板 300-400 元/平的加价降低到 88 元/平，随后 8 月 23 日尚品宅配甚至提出了 0 元升级无醛板的方案。我们认为会有如此多的定制家居龙头企业参与其中，核心是这些企业认为终端市场已经发展到了可以大规模推广无醛板材的程度，现在越早参与就越能够抢占先机，提升销量和市场份额。因此我们认为，未来定制家居行业将是推动无醛板材增长的核心动力。

按照索菲亚披露的数据，其 19 年定制家具销量为 4024 万平，对应约 80.5 万立方人造板，而其在定制衣橱和橱柜中的份额占比为 2.5%，则 2019 年整个定制家具的 MDI 理论容量约 95.4 万吨（每立方人造板使用 25 公斤 MDI）。我们假设未来定制家具随着精装比例提升渗透率每年提升 2%（2011 年渗透率 15%），其中无醛板渗透率随企业加大力度推广在 2025 年提升至 27%，则未来每年国内无醛板材对 MDI 的需求增量都在 5 万吨以上。

**表 3：家具对人造板需求（万立方）及 MDI 用量（万吨）测算**

	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
衣橱+橱柜市场空间	8482	8482	8482	8482	8482	8482	8482
定制家具占比	45%	47%	49%	51%	53%	55%	57%
MDI 理论空间	95.4	99.7	103.9	108.1	112.4	116.6	120.9
无醛板渗透率	1%	2%	7%	12%	17%	22%	27%
MDI 实际用量	1.1	2.0	7.3	13.0	19.1	25.7	32.6
增量		0.9	5.3	5.7	6.1	6.6	7.0

资料来源：公司公告，东方证券研究所

**图 8：欧派、尚品宅配等无醛产品发布情况**





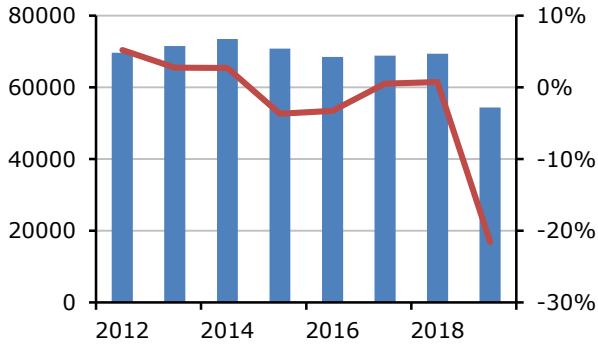


资料来源：公开信息，东方证券研究所

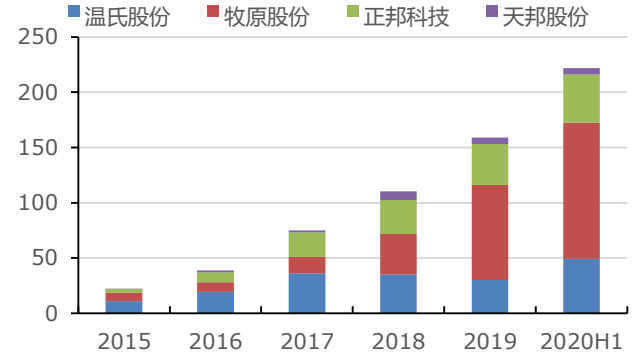
### 3.2 生猪养殖规模化

国内生猪养殖规模化的催化剂是 2019 年国内爆发的非洲猪瘟，由于国内生猪养殖长期以散户散养为主，集中度非常低，2017 年出栏量 5 万头以上的养殖户仅占总养殖户数的 0.0011%，2018 年行业 CR8 的出栏量占比为 6.98%。散户养殖的技术水平和养殖条件都很落后，非洲猪瘟爆发后国内就出现生猪大量死亡，导致 2019 年出栏量同比降低了 21.6%，猪肉价格也翻倍上涨。而龙头企业由于较早开展规模化养殖，应对水平更高，出栏量影响就相对较小，如牧原股份 19 年出栏量仅下降了 6.9%。在散户养殖陷入困境，猪肉价格又维持高位的情况下，龙头企业就借此机会开启了大规模扩张，预计未来国内生猪养殖业集中度将快速提升。在这一过程中，聚氨酯发泡由于保温性能优异，可以采用喷涂方式加工，成为了这些龙头企业建设规模化养殖基地的首选，因此从 2020 年起国内用于养殖场的 MDI 需求开始爆发。一般 10 万头年出栏量的养殖场需要使用 300 吨 MDI，假设国内生猪年出栏量恢复到 7 亿头，龙头企业出栏量占比在 2025 年提升到 40%，我们按照龙头企业新增出栏量作为新建养殖基地的规模，则每年对应新增 MDI 需求量在 10 万吨以上。

综合来说，我们认为无醛家具与生猪养殖行业变化对于 MDI 未来每年的需求增量达到 15 万吨以上，相对于 MDI 以往全球每年约 35 万吨需求增长，这部分增量将对 MDI 增长形成很大的助推作用。而且这些增量完全发生在国内，万华本身在国内 MDI 市场就占据统治地位，特别是万华培育的禾香板在国内无醛板中份额很高，所以我们认为未来几年 MDI 需求增量主要也将被万华获得。

**图 9：国内生猪出栏量及同比增速（万头）**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 10：国内生猪养殖企业在建工程（亿元）**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 4：国内生猪养殖（万头）与对应 MDI 需求（万吨）测算**

	2019	2020E	2021E	2022E	2024E	2024E	2025E
生猪出栏	54419	65000	70000	70000	70000	70000	70000
占比	8.5%	9.8%	16.9%	25.3%	30.0%	35.0%	40.0%
CR10 出栏量	4623	6380	11850	17740	21000	24500	28000
增长		1757	5470	5890	3260	3500	3500
MDI 用量		5.3	16.4	17.7	9.8	10.5	10.5

资料来源：公司公告，东方证券研究所

## 4、投资建议

我们认为未来几年供给端海外企业将采取保守策略，新建产能几乎全部来自万华，而且即使 MDI 价格上涨，外企的盈利导向也会使自身的供给弹性大幅下降。同时国内的无醛家具推广和生猪规模化养殖将成为 MDI 需求增长的主要动力。由于增量都发生在国内，且万华产业链基础深厚，我们认为未来几年 MDI 景气度将维持在较好水平，且增量主要被万华获得。

综合上述分析，我们上调了未来 MDI 的盈利假设，预测 20-22 年公司每股 EPS 为 2.50、4.49、5.22 元（原预测 2.50、4.19 和 5.06 元），由于上半年疫情影响已逐渐消退，市场更关注万华新项目投产及 21 年业绩变化，因此我们按照 21 年 EPS 预测与公司过去十年平均 17 倍 PE 计算，给予目标价 76.33 元（原目标价 71.23 元），维持买入评级。

## 5、风险提示

- 1) 疫情变化不及预期：如果疫情持续时间过长，则对化工品需求和价格还将持续有负面影响，公司业绩也将不及预期。

- 2) 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。
- 3) 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。
- 4) 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。

**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	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	5,096	4,566	2,511	3,496	7,122	营业收入	60,621	68,051	50,228	69,912	76,458
应收账款	2,543	4,433	2,686	3,738	4,088	营业成本	40,114	48,998	34,036	45,208	48,723
预付账款	409	438	373	519	567	营业税金及附加	546	576	425	592	647
存货	7,810	8,587	6,676	8,868	9,557	营业费用	1,721	2,783	2,270	2,868	3,075
其他	13,887	5,460	11,683	14,157	14,980	管理费用	2,612	3,139	3,313	3,496	3,690
<b>流动资产合计</b>	<b>29,745</b>	<b>23,484</b>	<b>23,930</b>	<b>30,778</b>	<b>36,315</b>	财务费用	795	1,080	1,396	1,675	1,507
长期股权投资	643	718	718	718	718	资产减值损失	(36)	307	30	3	1
固定资产	29,120	37,478	37,188	80,913	85,802	公允价值变动收益	0	8	0	0	0
在建工程	9,903	22,562	37,690	3,844	5,887	投资净收益	93	159	0	0	0
无形资产	3,129	5,337	5,056	4,775	4,494	其他	1,123	961	1,000	1,000	1,000
其他	4,373	7,287	6,750	6,745	6,739	<b>营业利润</b>	<b>16,085</b>	<b>12,297</b>	<b>9,758</b>	<b>17,070</b>	<b>19,815</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>47,168</b>	<b>73,382</b>	<b>87,402</b>	<b>96,995</b>	<b>103,641</b>	营业外收入	10	79	79	79	79
<b>资产总计</b>	<b>76,913</b>	<b>96,865</b>	<b>111,331</b>	<b>127,772</b>	<b>139,955</b>	营业外支出	117	115	115	115	115
短期借款	17,412	20,034	27,879	18,259	16,720	<b>利润总额</b>	<b>15,978</b>	<b>12,260</b>	<b>9,722</b>	<b>17,033</b>	<b>19,778</b>
应付账款	3,689	8,024	4,455	5,918	6,378	所得税	3,148	1,667	1,458	2,555	2,967
其他	11,879	16,741	11,392	14,308	14,984	<b>净利润</b>	<b>12,830</b>	<b>10,593</b>	<b>8,263</b>	<b>14,478</b>	<b>16,811</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>32,980</b>	<b>44,800</b>	<b>43,726</b>	<b>38,485</b>	<b>38,082</b>	少数股东损益	2,219	463	410	393	432
长期借款	3,818	5,963	17,983	27,543	27,543	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>10,610</b>	<b>10,130</b>	<b>7,853</b>	<b>14,085</b>	<b>16,379</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.38	3.23	2.50	4.49	5.22
其他	865	2,172	1,509	1,509	1,509						
<b>非流动负债合计</b>	<b>4,683</b>	<b>8,134</b>	<b>19,492</b>	<b>29,052</b>	<b>29,052</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>37,662</b>	<b>52,934</b>	<b>63,218</b>	<b>67,537</b>	<b>67,134</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	5,472	1,567	1,978	2,370	2,803	成长能力					
股本	2,734	3,140	3,140	3,140	3,140	营业收入	14.1%	12.3%	-26.2%	39.2%	9.4%
资本公积	2,393	2,162	2,162	2,162	2,162	营业利润	-5.2%	-23.6%	-20.6%	74.9%	16.1%
留存收益	28,653	37,144	40,915	52,645	64,798	归属于母公司净利润	-4.7%	-4.5%	-22.5%	79.4%	16.3%
其他	(1)	(81)	(81)	(81)	(81)	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>39,250</b>	<b>43,931</b>	<b>48,113</b>	<b>60,235</b>	<b>72,821</b>	毛利率	33.8%	28.0%	32.2%	35.3%	36.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>76,913</b>	<b>96,865</b>	<b>111,331</b>	<b>127,772</b>	<b>139,955</b>	净利率	17.5%	14.9%	15.6%	20.1%	21.4%
						ROE	34.8%	26.6%	17.7%	27.1%	25.6%
						ROIC	23.6%	17.0%	11.2%	15.6%	15.9%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	资产负债率	49.0%	54.6%	56.8%	52.9%	48.0%
净利润	12,830	10,593	8,263	14,478	16,811	净负债率	46.0%	56.3%	93.3%	74.2%	54.3%
折旧摊销	2,949	13,156	2,873	4,549	6,519	流动比率	0.90	0.52	0.55	0.80	0.95
财务费用	795	1,080	1,396	1,675	1,507	速动比率	0.66	0.33	0.39	0.57	0.70
投资损失	(93)	(159)	0	0	0	营运能力					
营运资金变动	(1,355)	16,806	(9,629)	(2,305)	(776)	应收账款周转率	22.6	19.5	14.1	21.8	19.5
其它	4,132	(15,543)	(16)	3	1	存货周转率	5.4	6.0	4.5	5.8	5.3
<b>经营活动现金流</b>	<b>19,257</b>	<b>25,933</b>	<b>2,887</b>	<b>18,400</b>	<b>24,063</b>	总资产周转率	0.8	0.8	0.5	0.6	0.6
资本支出	(7,890)	(37,517)	(17,454)	(14,142)	(13,166)	每股指标(元)					
长期投资	(117)	(55)	(86)	0	0	每股收益	3.38	3.23	2.50	4.49	5.22
其他	(2,311)	19,205	30	0	0	每股经营现金流	6.13	8.26	0.92	5.86	7.67
<b>投资活动现金流</b>	<b>(10,318)</b>	<b>(18,367)</b>	<b>(17,510)</b>	<b>(14,142)</b>	<b>(13,166)</b>	每股净资产	10.76	13.50	14.70	18.43	22.31
债权融资	(3,200)	3,557	10,200	10,377	0	估值比率					
股权融资	0	174	0	0	0	市盈率	20.6	21.6	27.9	15.5	13.4
其他	(4,738)	(12,965)	2,368	(13,651)	(7,271)	市净率	6.5	5.2	4.7	3.8	3.1
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(7,937)</b>	<b>(9,233)</b>	<b>12,567</b>	<b>(3,274)</b>	<b>(7,271)</b>	EV/EBITDA	12.3	9.2	17.4	10.5	8.7
汇率变动影响	43	(7)	0	0	0	EV/EBIT	14.4	18.2	21.8	13.0	11.4
<b>现金净增加额</b>	<b>1,045</b>	<b>(1,674)</b>	<b>(2,055)</b>	<b>984</b>	<b>3,626</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

