

证券研究报告—动态报告

基础化工

农用化工

云图控股(002539)

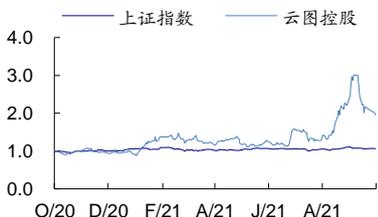
买入

2021年前三季度业绩预告点评

(维持评级)

2021年10月13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)	1,010/658
总市值/流通(百万元)	14,677/9,561
上证综指/深圳成指	3,547/14,135
12个月最高/最低(元)	23.50/6.60

相关研究报告:

- 《云图控股-002539-2020 三季度业绩点评: 一体化优势显现, 高盈利超预期》——2020-10-30
- 《国信证券-云图控股-002539-2020 半年报业绩点评: 降本增效强化营销, 业绩超预期》——2020-08-25
- 《云图控股-002539-2019 年年报和 2020 年一季报点评: 厚积薄发一体化优势持续强化》——2020-05-06
- 《云图控股-002539-2019 年三季报点评: 业绩持续增长, 磷肥有望回暖》——2019-11-05

证券分析师: 杨林

电话: 010-88005379
E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

联系人: 张玮航

电话: 021-61761041
E-MAIL: zhangweihang@guosen.com.cn

证券分析师: 刘子栋

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521020002

证券分析师: 薛聪

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120001

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

三季度业绩将创历史新高, 稳步推进建设磷酸铁项目

● 三季度业绩将超预期增长并创历史新高, 给予“买入”评级

10月11日晚, 公司公布了《2021年前三季度业绩预告》: 2021年前三季度, 公司复合肥产品销量和毛利率同比增加、联碱产品与磷化工产品的价格同比上涨与毛利率同比增加等因素影响, 公司经营业绩大幅增长。公司预计共实现归母净利润7.80亿元(预计同比增长110.55%), 其中Q3单季度, 公司预计实现归母净利润3.77亿元, 同比、环比预计将分别实现了110.57%、68.90%的增长, 将有望创下单季度业绩历史新高并且显著超我们预期。未来, 公司将继续专注于复合肥的生产和销售, 并沿着复合肥产业链进行深度开发和市场拓展, 积极探索稳定发展的新思路; 同时, 公司将依托磷矿资源沿着“磷矿—磷酸—磷酸铁”向下拓展, 延伸产业链、进军新能源市场。我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为11.08、12.90、14.83亿元; EPS分别1.10、1.28、1.47元/股; 对应PE分别13.2、11.3、9.9倍。首次覆盖, 给予“买入”评级。

● 核心业务奠定公司盈利基础, 围绕复合肥产业链深度开发

复合肥行业周期性波动显著, 近年来公司归母净利润出现波动但从未亏损。相较于同行, 公司经营业绩表现出较强的韧性, 这主要得益于公司产业链一体化配套优势。目前, 公司已建立一体化产业链, 拥有除尿素以外的氮肥完整产业链、磷肥完整产业链, 上游原料、包材基本可实现自给自足, 在原料普涨的背景下, 公司具有较强的成本优势和定价权。2021年前三季度, 公司复合肥产品销量和毛利率同比增加, 导致公司经营业绩增长。当下化肥行业变革及洗牌的关键时期, 我们看好公司将持续推进成本领先发展战略, 力争走在行业前列。

● 纯碱-氯化铵及黄磷产品盈利水平良好, 磷酸铁项目打开成长空间

目前纯碱联碱法(副产氯化铵)毛利已超过2400元/吨, 氨碱法工艺已超过1100元/吨, 纯碱行业盈利大幅改善。公司目前具备纯碱、氯化铵60万双吨产能, 目前盈利水平较为良好。近期黄磷价格处于高位, 盈利能力显著增强, 公司具备6万吨黄磷产能, 全部用于对外销售。此外, 公司拟建设年产35万吨电池级磷酸铁及相关配套项目, 我们看好该项目与公司原有产业协同效应显著, 待其投产将扩大公司复合肥和磷化工产业规模, 有利于夯实公司的产业链竞争优势。

● 风险提示:

下游需求不及预期; 新项目投产进度低于预期; 产品价格大幅下滑等。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,626	9,154	12,805	13,776	16,398
(+/-%)	9.6%	6.1%	39.9%	7.6%	19.0%
净利润(百万元)	213	499	1108	1290	1483
(+/-%)	21.4%	133.8%	122.2%	16.4%	15.0%
每股收益(元)	0.21	0.49	1.10	1.28	1.47
EBIT Margin	6.2%	9.6%	12.2%	13.6%	13.3%
净资产收益率(ROE)	6.6%	14.5%	28.5%	29.3%	29.7%
市盈率(PE)	68.5	29.3	13.2	11.3	9.9
EV/EBITDA	18.3	14.0	11.8	10.2	9.4
市净率(PB)	4.55	4.25	3.76	3.32	2.93

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

三季度业绩将超预期增长，推进建设磷酸铁项目，给予“买入”评级

成都云图控股股份有限公司（以下简称“公司”）深耕化肥化工行业 20 多年，目前已建立了从磷矿资源开始的磷肥产业链及以黄磷为主的磷化工产业链，构筑了一体化产业优势，并在磷化工方面积累了丰富的生产管理经验和技 术储备。公司现已形成“复合肥、联碱、磷化工及食用盐”等业务协同发展的产业格局，主要产品包括复合肥、纯碱、氯化铵、磷酸一铵、黄磷、食用盐、工业盐、川菜调味品等。其中，**复合肥业务方面**，公司目前具备 510 万吨/年复合肥产能；**联碱业务方面**，公司拥有纯碱、氯化铵 60 万双吨，硝酸钠和亚硝酸钠 10 万吨产能；**磷化工业务方面**，公司拥有黄磷产能 6 万吨、磷酸二氢钾 1.5 万吨、三聚磷酸钠 3.5 万吨及石灰 30 万吨，码头年吞吐量达 140 万吨。公司**食用盐业务**是公司复合肥上游“盐-碱-肥”产业链的延伸和拓展。

此外，**新能源业务规划方面**，据 9 月 4 日公司公告，公司拟在湖北省松滋市临港工业园区内，建设年产 35 万吨电池级磷酸铁以及配套的 30 万吨湿法磷酸（折纯）、30 万吨精制磷酸、150 万吨磷矿选矿、100 万吨硫磺制酸、60 万吨缓控释复合肥、100 万吨磷石膏综合利用和 20MW 余热发电等项目。此举在于抓住新能源行业的发展机遇，填平补齐公司一体化产业链，并将有利于为公司孵化新的利润增长点，同时有利于扩大公司复合肥及磷化工产业规模，符合公司持续做大做强的长期发展战略。

2021 年 10 月 11 日晚，公司公布了《2021 年前三季度业绩预告》：受益于 2021 年前三季度，公司复合肥产品销量和毛利率同比增加、联碱产品与磷化工产品（包括黄磷、三聚磷酸钠等）的价格同比上涨与毛利率同比增加等因素影响，公司经营业绩同比出现了大幅增长。公司预计共实现归母净利润 7.80 亿元（预计同比增长 110.55%），其中 Q3 单季度，公司预计实现归母净利润 3.77 亿元，同比、环比预计将分别实现了 110.57%、68.90% 的增长，将有望创下单季度业绩历史新高。公司业绩显著超我们预期。未来，公司将继续专注于复合肥的生产和销售，并沿着复合肥产业链进行深度开发和市场拓展，积极探索稳定发展的新思路；同时，公司将依托雷波县牛牛寨北矿区丰富的磷矿资源，沿着“磷矿—磷酸—磷酸铁”向下拓展，进一步延伸产业链、进军新能源市场。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.08、12.90、14.83 亿元；EPS 分别 1.10、1.28、1.47 元/股；对应 PE 分别 13.2、11.3、9.9 倍。**首次覆盖，给予“买入”评级。**

复合肥业务：核心业务奠定公司盈利基础，围绕复合肥产业链深度开发

目前，公司分别在四川眉山、湖北应城、湖北宜城、湖北松滋、河南宁陵、山东平原、新疆昌吉等地设立了复合肥生产基地，是中国复合肥行业生产基地最多的供应商之一。截至 2021 年，公司拥有复合肥年产能 510 万吨（新型复合肥 440 万吨+普通复合肥 70 万吨），产品线覆盖水溶肥、液体肥、增效肥料、缓释肥、高塔尿基、高塔硝基、喷浆硫基、喷浆硝硫基、高浓度氯基、高浓度硫基、中低浓度复合肥、有机-无机复混肥等全线产品。

回顾 2021 年复合肥市场走势，2021 年年初开始，在春季备肥和生产旺季的带动下，复合肥开工情况较好，价格迎来了小幅上涨。而到 3 月底，前期下游冬储备货量充足，消耗库存为主，复合肥市场价格表现疲弱。然而夏季肥需求刚性支撑仍在，2021 年 5 月起，在单质肥（包括尿素、磷酸一铵、钾肥等）价格

上涨的推动下,复合肥成本逐渐抬高,至5月中旬部分厂家率先做出调价举措。在企业夏季肥生产多已结束而部分企业装置停车检修的背景下,6-7月,复合肥价格迅速调涨。进入8月,原料面尿素、液氨、钾肥价格走弱,复合肥成本进入相对偏稳时期。现阶段复合肥市场已进入秋肥尾声,企业消化库存为主。全年,在原料走势、国家政策、地区限电、环保等因素影响的共同作用下,复合肥价格呈现出“稳步调涨”态势。

回顾公司复合肥业务的历史表现,受复合肥行业周期性波动,公司归母净利润在2010~2020年间出现波动,但从未亏损,经营业绩表现出较强的韧性,这主要得益于公司产业链一体化配套优势。目前,公司已建立一体化产业链,拥有除尿素以外的氮肥完整产业链、磷肥完整产业链,上游原料、包材基本可实现自给自足,在原料普涨的背景下,公司具有较强的成本优势和定价权。2021年前三季度,公司复合肥产品销量和毛利率同比增加,导致公司经营业绩增长。当下化肥行业变革及洗牌的关键时期,我们看好公司将持续推进成本领先发展战略,力争走在行业前列。

纯碱及氯化铵业务:光伏玻璃需求拉动,看好纯碱未来1-2年景气度,联碱法纯碱装置盈利水平较为可观

我国纯碱供需紧平衡,下游主要生产玻璃。全球纯碱产能约7000万吨/年,根据卓创资讯统计,我国产能约3317万吨/年,占比近48%。从工艺上来看,主要为联碱法和氨碱法,其中联碱企业总产能为1610万吨,氨碱企业总产能为1530万吨,天然碱企业总产能为180万吨。2020年国内纯碱产量约2760万吨,同比降低1.5%,行业实际开工率83.2%,同比降低3.1pp。从国内进出口来看,我国是纯碱净出口国,2019全年出口137.8万吨,同比降低4.0%,进口35.6万吨,同比增长90.6%,全年表观消费量约2660万吨,同比降低0.8%。玻璃在纯碱下游需求中占比约61%,其次是洗涤剂、无机盐等。

光伏装机需求快速增长,光伏玻璃拉动纯碱需求。一方面未来2-3年光伏装机量将保持30%增长,另一方面双玻组件渗透率提高将拉动光伏玻璃需求。光伏组件可分为单玻组件和双玻组件:单玻组件采用正面3.2mm光伏玻璃+电池+背面背板(全铝层覆盖)封装,双玻组件正反面均采用2.5mm(或2.0mm)光伏玻璃进行封装。由于双玻组件的封装结构可更好地保护光伏电池,因此其在组件中渗透率逐渐提高。根据我们测算,2020-2022年按照全球光伏装机125、170、220GW考虑,对于光伏玻璃需求分别为960、1355、1791万吨,对于纯碱需求分别为192、271、358万吨,2021年、2022年分别新增需求79万吨、87万吨。

表1:光伏玻璃对于纯碱需求测算

	2019	2020E	2021E	2022E
光伏年均新增装机预测(GW)	115	125	170	220
组件按1:1.2匹配(GW)	138	150	204	264
双玻渗透率	14%	27%	37%	45%
理论光伏玻璃面积(亿平米)	8.6	10.5	15.4	21.1
实际光伏玻璃面积(亿平米,考虑良率)	11.7	14.4	21.4	29.4
光伏玻璃需求(万吨)	846	960	1355	1791
纯碱需求(万吨)	169.2	192	271	358.2

资料来源:中国光伏行业协会、国信证券经济研究所整理(良率按单玻75%、双玻70%考虑,单玻选用3.2mm玻璃,双玻选用2.0mm玻璃)

行业新增产能有限，看好纯碱景气上行。根据我们统计，2021年国内有金昌化工、晶昊盐业、河南骏化、新都化工等四家企业有纯碱新增产能，共计投放110万吨产能，产量释放主要集中在下半年，但连云港盐业130万吨产能年底退出，因此2021年全年实际产能减少20万吨，2022年预计有140万吨产能投放。从需求端来看，2021年光伏玻璃点火产能预计在13000-15000吨/天（合475-550万吨/年），拉动纯碱需求约100万吨；浮法玻璃点火产能预计在11000吨/天（合400万吨/年），拉动纯碱需求约80万吨，我们认为纯碱未来2年供需格局逐渐转好，有望进入景气上行周期。

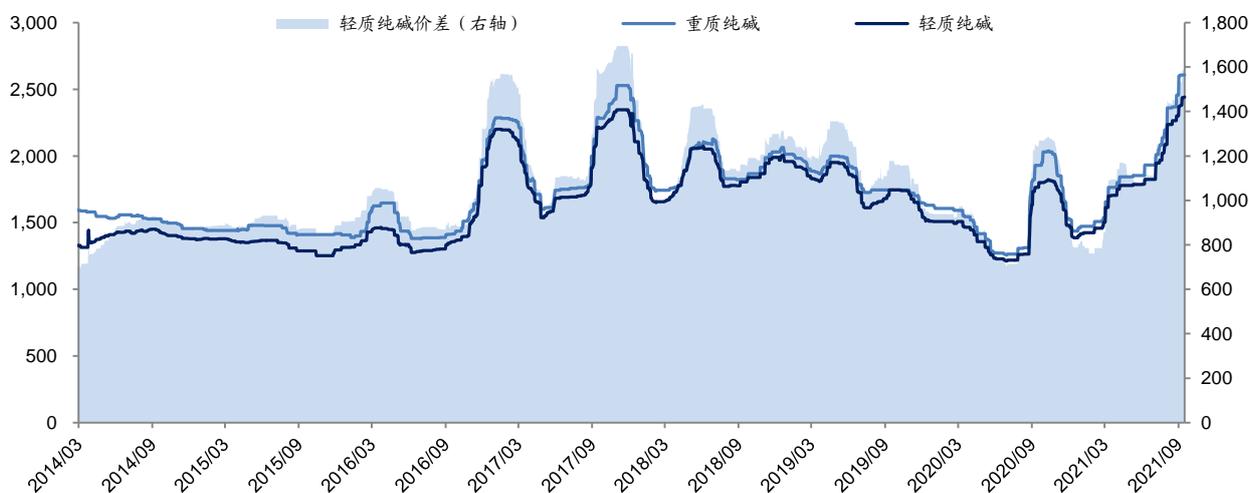
表 2: 纯碱新增产能

	变化产能(万吨/年)	预计投产/淘汰时间
金昌化工	20	2021年6月
晶昊盐业	20	2021年6月
河南骏化	20	2021年6月
新都化工	50	2021年12月
连云港盐业	-130	2021年12月
2021年合计	-20	
安徽红四方	20	2022年3月
江苏德邦	60	2022年6月
金山化工	60	2022年12月
2022年合计	140	

资料来源:百川浮盈、卓创资讯,国信证券经济研究所整理

近期纯碱开工负荷大幅下调，纯碱价格持续上行，盈利能力大幅改善。根据卓创资讯数据，截至10月13日，国内轻质纯碱厂家出厂均价在3400-3700元/吨左右，30日涨幅达41.7%；国内重质碱主流终端价格在3550-3750元/吨，30日涨幅达26.9%。自9月中下旬开始华北、华东、华南地区纯碱厂家减量、江苏地区部分纯碱厂家停产检修，纯碱厂家整体开工负荷大幅下调，市场货源供应量明显减少，货源供应愈发紧张，纯碱厂家多控制接单，部分厂家封单接，新单报价明显上涨。目前纯碱联碱法（副产氯化铵）毛利已超过2400元/吨，氨碱法工艺已超过1100元/吨，纯碱行业盈利大幅改善。公司目前具备纯碱、氯化铵60万双吨产能，目前盈利水平较为良好。我们看好2021Q4纯碱价格将继续上涨。

图 1: 纯碱价格与价差走势图(元/吨)



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

磷化工业务：全国供电紧张，黄磷当前价格处于高位、库存处于低位

黄磷处于磷化工产业链的中游，为磷化工关键材料。我国为全球最大黄磷产国，占全球的约 85%。据百川盈孚统计，2020 年国内黄磷产量约 77.8 万吨，国内产能分布集中于云南、四川、贵州和湖北四省，鄂川黔滇四省黄磷产能占比超过 90%，云南产能占比达 44%。黄磷下游产品主要为热法磷酸（43%）和三氯化磷（37%），其他下游产品包括五氧化二磷、赤磷、五硫化二磷等。黄磷为高能耗产品，电费占成本比重大。生产黄磷需要将电炉加热至 1400-1500℃，生产每吨黄磷大约需要消耗 13,000-15,000 度电，因此电费在黄磷成本中占比较高，通常可以达到营业成本的 50%左右，以 0.55 元/度的电价计算，吨黄磷电费达到 7,150-8,250 元。黄磷作为高耗能产品，生产过程中易造成污染，时常因限电及环保原因停产。截至 10 月 13 日，黄磷目前报价为 51000-60000 元/吨左右，分别较上月上涨 48.50%、较上季度上涨 167.97%、较年初上涨 229.20%、较去年同期上涨 244.23%。近期供给小幅增长，价格出现松动给。

全国供电紧张，云南黄磷企业开工率下降，黄磷产品报价大幅跳涨。2021 年，政策面、电力供应、原料供给等多方面持续对黄磷生产及开工带来了扰动，四川地区长期环保督查，黄磷企业开工低负荷；贵州地区黄磷开工保持低位；云南地区停炉短期内难以开工。据百川盈孚调研，目前全国黄磷平均开工率为 53.41%，其中四川地区开工稍好；贵州地区仍受限电影响，多数企业不能满负荷运行；云南地区受能耗双控影响多数黄磷企业停炉，开工不稳定，其中红河地区黄磷企业装置暂停，日供应减少大约 200 吨左右。库存来看，黄磷市场库存为 1500 吨左右，处于近年来的最低水平，库存量较 1 月前几近腰斩。下游企业仍受能耗双控影响，装置恢复时间未定，我们预计四季度黄磷价格将持续维持高位。黄磷价格上涨将有望带动有机磷除草剂草甘膦、草铵膦，有机磷类杀虫剂毒死蜱、敌百虫等产品价格的上涨。我们建议密切关注各省黄磷装置开工率变化情况。

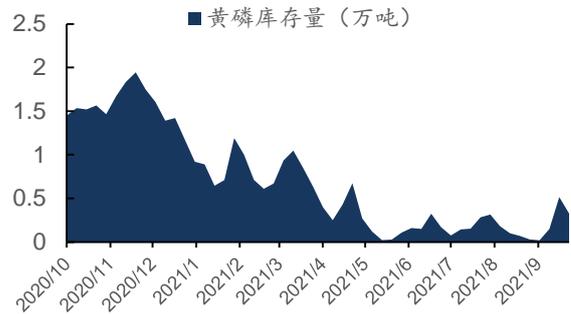
国内黄磷供需格局好转，环保趋严下产能过剩问题得到缓解。受供给侧改革、环保趋严和行业景气度低迷影响，部分黄磷产能逐渐被淘汰。我国黄磷产能从改革开放以来迅速扩张，改开初期全国黄磷产能约 3 万吨，2017 年达到了 154.1 万吨，约为改开初期产能的 51 倍。2017 年后受到供给侧改革、环保趋严以及黄磷景气度低迷等影响，黄磷产能出现下降，在部分产能淘汰后黄磷产能过剩问题得到一定缓解。2021 年，我国黄磷产能约 136.5 万吨。2019、2020 年黄磷产量分别为 64.49 万吨和 77.75 万吨，产能利用率分别仅为 46.75%和 53.37%，2019 年贵州和云南加强对黄磷企业的整治导致了全年产量下降。经过 2017-2019 年的环保检查，现存企业大多已投入资金改进设备提升环保水平。2016 年环保督察常态化运行后，黄磷企业受到了严格监管，部分企业因环保检查而停工甚至永久退出。经过近 3 年的整治，黄磷产能过剩问题已得到缓解，大多不达标产能或是已永久退出，或是已完成改造，改造后通过验收的企业可复产，我们预计后续环保检查再次导致黄磷大规模停产或产能退出的概率较小，而在环保高压下黄磷产能也难以扩张。

图 2: 黄磷价格上涨后近期小幅回落



数据来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 3: 黄磷库存仍处于低位



数据来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

新能源业务规划: 拟建设年产 35 万吨电池级磷酸铁及相关配套项目, 打开成长空间

据公司 9 月 4 日公告, 公司拟以自有 (自筹) 货币资金 50,000 万元, 在湖北省松滋市投资设立云图新能源材料 (荆州) 有限公司, 并由其投资建设 年产 35 万吨电池级磷酸铁以及配套的 30 万吨湿法磷酸 (折纯)、30 万吨精制磷酸、150 万吨磷矿选矿、100 万吨硫磺制酸、60 万吨缓控释复合肥、100 万吨磷石膏综合利用和 20MW 余热发电等项目。预计项目总投资额为 45.95 亿元, 其中固定资产投资 40.95 亿元, 配套流动资金 5 亿元。公司拥有雷波县牛牛寨北矿区丰富的磷矿资源 (其中已探明资源储量约 1.81 亿吨) 及完善配套, 同时, 公司目前已建立了磷肥完整产业链以及黄磷为主的磷化工产业链, 构筑了一体化产业链优势, 既能为项目提供稳定可靠的原材料保障, 又能有效控制项目产品成本。其中, 项目分两期建设:

(1) 一期 10 万吨/年磷酸铁, 预计于 2023 年 3 月建成投产;

(2) 二期 25 万吨磷酸铁及配套 30 万吨湿法磷酸 (折纯)、30 万吨精制磷酸、150 万吨磷矿选矿、100 万吨硫磺制酸、60 万吨缓控释复合肥、100 万吨磷石膏综合利用和 20MW 余热发电项目, 预计于 2023 年 12 月建成投产。

本项目配套建设了磷酸铁制备所需的磷酸、硫酸项目, 同时利用磷酸铁生产过程中的副产品一低品位磷酸生产复合肥、利用余热回收发电, 实现了资源的综合利用。同时, 本着靠近资源、靠近市场的原则, 新项目选址设在湖北省松滋市, 除磷矿石、液氨、氯化铵、包装袋等由公司自身供应的部分原料外, 其余均可立足项目建设地周边供应, 有力保障了项目所需原、辅材料的供应。我们看好, 项目建设完成后, 将进一步向下延伸公司产业链, 形成“磷矿—磷酸—磷酸铁”的完整产业链, 同时又能扩大公司复合肥和磷化工产业规模, 具备良好的产业协同效应, 有利于进一步夯实公司的产业链竞争优势, 提高市场竞争力, 符合公司持续做大做强的长期发展战略。

投资评级: 首次覆盖, 给予“买入”评级。未来, 公司将继续专注于复合肥的生产和销售, 并沿着复合肥产业链进行深度开发和市场拓展, 积极探索稳定发展的新思路; 同时, 公司将依托磷矿资源沿着“磷矿—磷酸—磷酸铁”向下拓展, 延伸产业链、进军新能源市场。我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 11.08、12.90

、14.83 亿元；EPS 分别 1.10、1.28、1.47 元/股；对应 PE 分别 13.2、11.3、9.9 倍。首次覆盖，给予“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格大幅下滑等。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2020	2021E	2022E	2023E		2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	1194	2500	2500	2500	营业收入	9154	12805	13776	16398
应收款项	516	716	762	916	营业成本	7525	10115	10702	12817
存货净额	1785	2393	2532	3055	营业税金及附加	54	86	89	105
其他流动资产	845	1008	1025	1342	销售费用	239	393	410	473
流动资产合计	4340	6617	6818	7813	管理费用	457	648	700	814
固定资产	4620	5186	6641	8462	财务费用	134	222	313	392
无形资产及其他	847	831	816	801	投资收益	35	0	(0)	(0)
投资性房地产	422	422	422	422	资产减值及公允价值变动	8	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	(139)	0	0	0
资产总计	10229	13056	14697	17497	营业利润	650	1340	1563	1797
短期借款及交易性金融负债	2965	4453	5444	6524	营业外净收支	(21)	0	(3)	(3)
应付款项	1571	2177	2224	2716	利润总额	629	1340	1560	1793
其他流动负债	1556	1788	1815	2386	所得税费用	122	214	250	287
流动负债合计	6091	8418	9483	11627	少数股东损益	8	18	20	23
长期借款及应付债券	366	466	566	666	归属于母公司净利润	499	1108	1290	1483
其他长期负债	253	193	132	72					
长期负债合计	619	659	698	738	现金流量表 (百万元)				
负债合计	6710	9077	10182	12365	净利润	499	1108	1290	1483
少数股东权益	76	94	114	138	资产减值准备	(3)	9	8	12
股东权益	3442	3885	4401	4995	折旧摊销	640	440	552	683
负债和股东权益总计	10229	13056	14697	17497	公允价值变动损失	(8)	0	0	0
					财务费用	134	222	313	392
关键财务与估值指标					营运资本变动	171	(183)	(180)	21
每股收益	0.49	1.10	1.28	1.47	其它	6	8	12	12
每股红利	0.32	0.66	0.77	0.88	经营活动现金流	1304	1382	1683	2210
每股净资产	3.41	3.85	4.36	4.94	资本开支	(950)	(1000)	(2000)	(2500)
ROIC	11%	17%	16%	16%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	14%	29%	29%	30%	投资活动现金流	(948)	(1000)	(2000)	(2500)
毛利率	18%	21%	22%	22%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	12%	14%	13%	负债净变化	(79)	100	100	100
EBITDA Margin	17%	16%	18%	18%	支付股利、利息	(328)	(665)	(774)	(890)
收入增长	6%	40%	8%	19%	其它融资现金流	59	1489	991	1080
净利润增长率	134%	122%	16%	15%	融资活动现金流	(755)	924	317	290
资产负债率	66%	70%	70%	71%	现金净变动	(398)	1306	0	0
息率	2.2%	4.5%	5.3%	6.1%	货币资金的期初余额	1592	1194	2500	2500
P/E	29.3	13.2	11.3	9.9	货币资金的期末余额	1194	2500	2500	2500
P/B	4.2	3.8	3.3	2.9	企业自由现金流	569	569	(52)	43
EV/EBITDA	14.0	11.8	10.2	9.4	权益自由现金流	549	1971	777	893

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