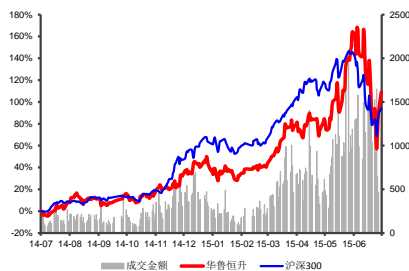


**投资评级：买入（首次）**

|       |       |
|-------|-------|
| 收盘价   | 16.31 |
| 目标价   | 23.64 |
| 上次目标价 |       |

**研究员**

**谢建斌** 执业证书编号：  
 分析师 S1100514100001  
 xiejianbin@cczq.com

**股价走势图**


# 华鲁恒升：凸显多元化规模化优势

**核心观点**

- ◆ **规模效应带来的成本优势。**公司以煤为龙头，发展循环经济多产品经营，具有很强的成本和规模优势。公司的合成气能力达到规模效应后，新增经营品种所带来的边际贡献远大于边际成本。我们认为公司具备很高的安全边际，无论从PE还是PB的角度，都极为低估；而二季度起尿素价格持续上涨，为公司业绩向上带来了弹性。
- ◆ **合成气产能有望持续增加，十三五规划值得期待。**公司目前拥有合成气能力约200万吨，未来合成气产能仍有望进一步提升。目前公司所经营的品种主要为尿素、醋酸、多元醇、DMF及下游、己二酸等；产品目前市场竞争激烈，但公司仍能以一体化优势保持良好的竞争力，且公司现金流充沛。公司为地方国资委企业，我们认为公司未来新的产品规划将立足更高附加值产品，有望带来新的增长。
- ◆ **主要原料成本有望下降。**公司的主要原材料是煤炭、纯苯、丙烯等，随着油价的下跌，国内能源结构的调整等因素，未来原材料的供给充足，原材料成本有望持续下降。
- ◆ **估值与投资建议：**我们预计公司2015-17年每股收益分别为0.985、1.218、1.369，根据可比公司PE，认为给予2015年24倍PE合理，对应目标价23.64，首次给予公司买入评级。

**川财证券研究所**

成都：  
 交子大道177号中海国际B座17楼，610041  
 总机：(028) 86583000  
 传真：(028) 86583002

**财务和估值数据摘要**

|                 | 2013A   | 2014A   | 2015E    | 2016E    | 2017E    |
|-----------------|---------|---------|----------|----------|----------|
| 营业收入（百万元）       | 8469.41 | 9710.12 | 10122.97 | 12070.15 | 12704.28 |
| 增速              | 20.94%  | 14.65%  | 4.25%    | 19.24%   | 5.25%    |
| 归属母公司股东净利润（百万元） | 489.52  | 804.43  | 939.28   | 1161.82  | 1305.37  |
| 增速              | 8.41%   | 64.33%  | 16.76%   | 23.69%   | 12.36%   |
| 总股本（百万）         | 953.63  | 953.63  | 953.63   | 953.63   | 953.63   |
| EPS             | 0.513   | 0.844   | 0.985    | 1.218    | 1.369    |
| PE              | 28.89   | 17.58   | 15.06    | 12.17    | 10.83    |

## 目 录

|                         |    |
|-------------------------|----|
| 煤化工产业 循环经济一体化优势.....    | 3  |
| 产品规模化能力逐渐提升.....        | 3  |
| 循环经济 产品多元化.....         | 4  |
| 原料成本受益.....             | 5  |
| 煤炭消费增速下降 价格或长期处于低位..... | 5  |
| 纯苯国内有成本优势.....          | 6  |
| 丙烯行业 未来新增产能投放增加.....    | 6  |
| 一体化协同能力逐渐增强.....        | 7  |
| 主要产品假设.....             | 9  |
| 投资建议.....               | 9  |
| 风险.....                 | 10 |

## 图表目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 图 1: 公司主要产品销售能力逐渐提升.....    | 3  |
| 图 2: 公司主要产品销售及毛利率.....      | 4  |
| 图 3: 公司主要产品流程图.....         | 4  |
| 图 4: 原料及产品价格变动对 EPS 影响..... | 5  |
| 图 5: 国内动力煤价格.....           | 5  |
| 图 6: 国内纯苯的产量及需求量.....       | 6  |
| 图 7: 全球主要 PDH 投产表.....      | 7  |
| 图 8: 公司主要产品价差指数.....        | 8  |
| 图 9: 公司产品价差与毛利率.....        | 8  |
| 图 10: 公司主要业务假设.....         | 9  |
| 图 11: 可比公司估值.....           | 10 |

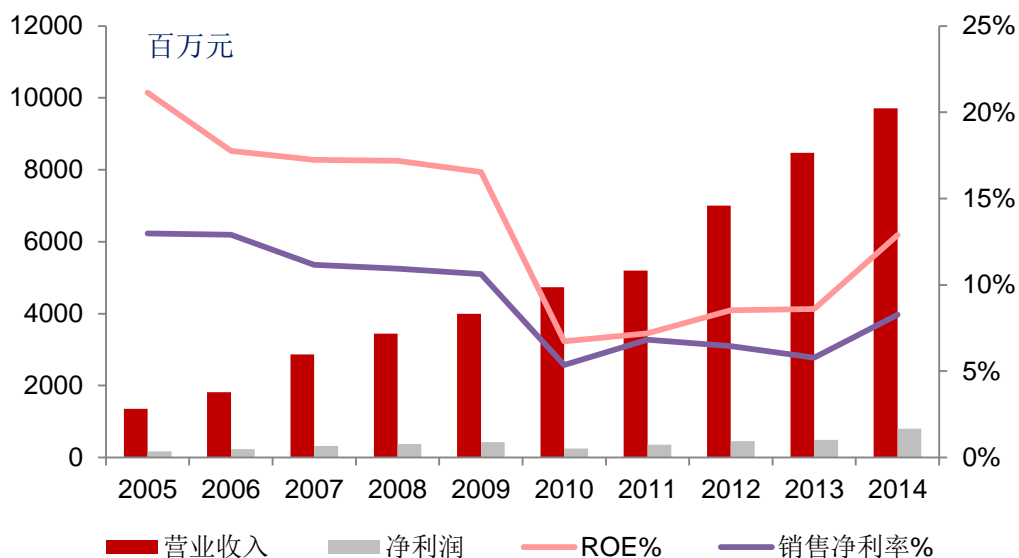
## 煤化工产业 循环经济一体化优势

公司具备很高的安全边际，无论从 PE 还是 PB 的角度，都极为低估。我们认为公司以煤化工为龙头，发展循环经济多产品经营，具有很强的成本和规模优势；二季度起尿素价格持续上涨，为公司业绩向上带来弹性。

### 产品规模化能力逐渐提升

公司以煤化工为龙头，发展循环经济多产品经营，具有很强的成本和规模优势。公司以煤为原料的合成气能力达到规模效应后，多产品经营的成本持续降低，新增经营品种所带来的边际贡献远大于边际成本。公司目前拥有合成气能力约 200 万吨，目前仍有一套小装置进行改造，预计 2016 年底前具备 300 万吨合成气能力。从目前公司所经营的品种来说，主要是尿素（180 万吨）、醋酸（50 万吨）、多元醇（20 万吨）、DMF 及下游（25 万吨）、己二酸（16 万吨）等。

图 1：公司主要产品销售能力逐渐提升



资料来源：公司公告，川财证券研究所

公司的产品组合丰富，有效规避单一产品的风险。

图 2: 公司主要产品销售及毛利率

|                 | 2005   | 2006   | 2007    | 2008    | 2009    | 2010    | 2011    | 2012    | 2013    | 2014    |
|-----------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>销售额 (万元)</b> |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 肥料              | 66,824 | 92,200 | 152,812 | 188,994 | 189,558 | 193,520 | 210,644 | 292,330 | 290,509 | 248,022 |
| 多元醇             |        |        |         |         |         |         |         |         | 72,405  | 171,335 |
| 己二酸及中间品         |        |        |         |         |         |         |         | 72,933  | 90,758  | 162,404 |
| 醋酸及衍生品          |        |        |         |         | 44,413  | 80,831  | 93,274  | 89,366  | 108,019 | 159,402 |
| 有机胺             |        |        |         |         |         |         |         |         |         | 154,497 |
| DMF             | 45,839 | 66,841 | 102,225 | 114,780 | 101,438 | 118,576 | 123,797 | 117,608 | 114,673 |         |
| 三甲胺             | 11,957 | 15,059 | 21,827  | 27,734  | 31,822  | 29,018  | 41,081  | 38,848  | 40,339  |         |
| 其他产品            |        | 6,599  | 8,949   | 7,716   | 31,186  | 48,688  | 48,222  | 85,883  | 125,785 | 69,426  |
| <b>毛利率 (%)</b>  |        |        |         |         |         |         |         |         |         |         |
| 肥料              | 19.27  | 21.07  | 21.18   | 22.11   | 20.02   | 13.25   | 14.47   | 14.55   | 13.52   | 16.91   |
| 多元醇             | 20.57  | 19.28  | 21.46   | 22.48   | 20.93   | 15.16   | 17.68   | 27.16   | 21.44   | 16.01   |
| 己二酸及中间品         |        |        |         |         |         |         |         | 0.87    |         | 6.65    |
| 醋酸及衍生品          |        |        |         |         | 15.21   | 9.48    | 15.02   |         | 13.61   | 35.36   |
| 有机胺             |        |        |         |         |         |         |         |         |         | 18.80   |
| DMF             | 15.02  | 22.70  | 20.08   | 17.64   | 21.83   | 13.97   | 14.93   | 12.83   | 17.90   |         |
| 三甲胺             | 29.02  | 26.15  | 25.36   | 31.79   | 16.48   | 6.63    | 11.56   | 6.21    | 16.32   |         |
| 其他产品            |        | 19.09  | 20.42   | 18.75   | 19.41   | 14.45   |         | 5.15    | 6.50    | 16.61   |

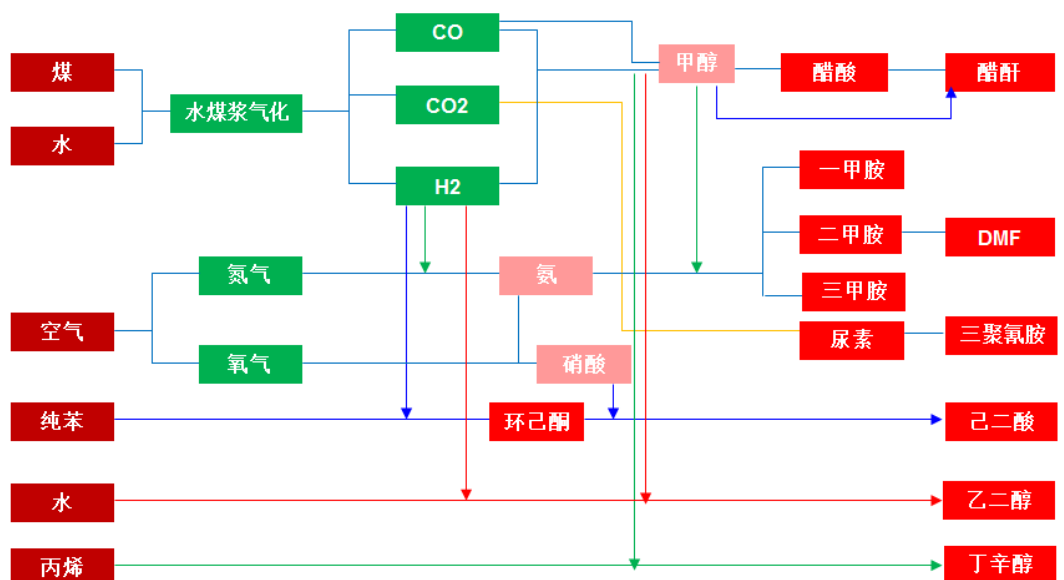
资料来源: 公司公告, 川财证券研究所

### 循环经济 产品多元化

公司以煤为原材料, 产品多元化、多品种发展循环经济。我们认为随着公司煤气化的产能规模提升后, 新增产品的边际贡献远大于边际成本。

公司目前的主要产品是尿素 (180 万吨)、醋酸 (50 万吨)、多元醇 (20 万吨)、DMF 及下游 (25 万吨)、己二酸 (16 万吨) 等, 公司未来仍有 10 万吨三聚氰胺的产能投产, 产品线将更加丰富。

图 3: 公司主要产品流程图



资料来源: 川财证券研究所

## 原料成本受益

公司的主要原材料为煤炭、纯苯、丙烯等；由于上游原料供给过剩，我们认为未来公司有望长期受益于原材料成本的下降。

图 4：原料及产品价格变动对 EPS 影响

|           | 煤    | 丙烯   | 纯苯   | 尿素   | 己二酸  | 多元醇  | DMF  | 醋酸   |
|-----------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| 价格变动（元/吨） | -100 | -500 | -500 | 100  | 100  | 100  | 100  | 100  |
| 年需求量（万吨）  | 450  | 14   | 11.7 | 180  | 16   | 20   | 25   | 50   |
| 影响EPS     | 0.30 | 0.05 | 0.04 | 0.12 | 0.01 | 0.01 | 0.02 | 0.03 |

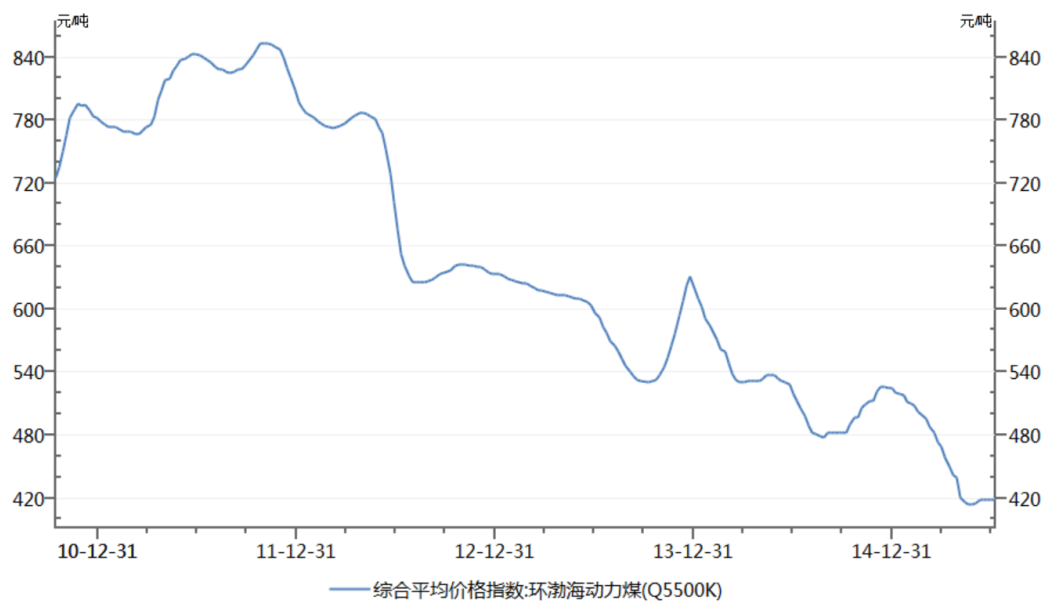
原料需求及产品产量主要根据物耗假设，与公司实际供需会有一定偏差

资料来源：川财证券研究所

## 煤炭消费增速下降 价格或长期处于低位

根据国家统计局资料，2014 全年中国的能源消费总量 42.6 亿吨标准煤，比上年增长 2.2%。煤炭消费量下降 2.9%，原油消费量增长 5.9%，天然气消费量增长 8.6%，电力消费量增长 3.8%。煤炭消费量占能源消费总量的 66.0%，水电、风电、核电、天然气等清洁能源消费量占能源消费总量的 16.9%。

图 5：国内动力煤价格



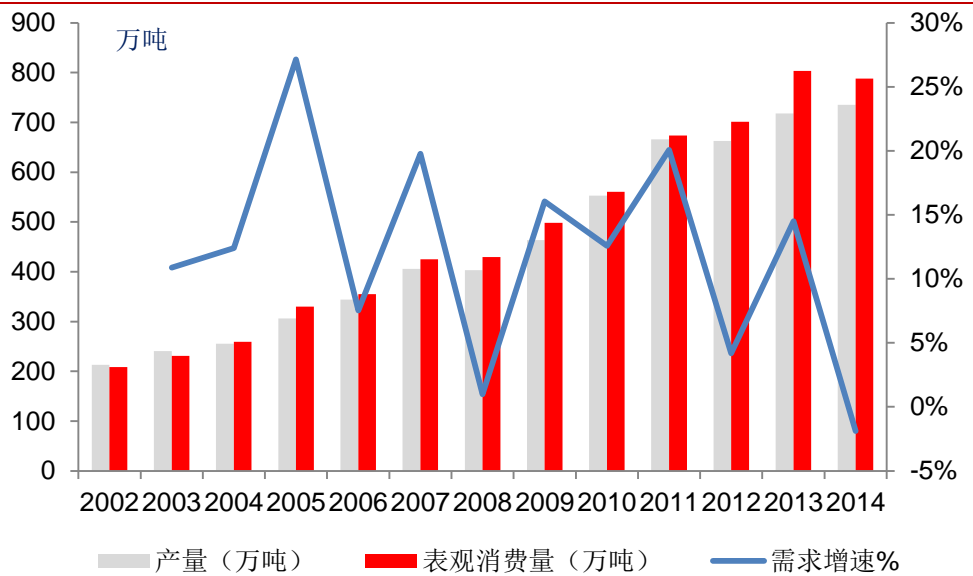
资料来源：川财证券研究所，Wind

## 纯苯国内有成本优势

纯苯是公司己二酸的主要原材料。纯苯的主要下游应用为苯乙烯、氯苯、苯酚、环己酮、己二酸、MDI 等行业。由于下游需求过剩，加上油价下跌，我们认为未来国内的纯苯供给仍然宽裕。

- 主要下游烷基苯、氯苯、苯酚等行业竞争激烈；
- 国内炼油企业的加工能力提升，纯苯供给增加；
- PX的投产，纯苯副产量增加；

图 6: 国内纯苯的产量及需求量



资料来源: Wind、川财证券研究所

## 丙烯行业 未来新增产能投放增加

丙烯是公司多元醇的主要原材料。由于丙烷脱氢、煤化工等项目投产，预计未来五年全球丙烯产能将增加 3000 万吨，而预计需求增长只有 2000 万吨，未来丙烯的稀缺性将会大大降低。

丙烯是全球化的产品，2013 年全球丙烯需求约 8570 万吨，国内表观消费量约 2167 万吨。传统的丙烯一般是由石脑油裂解乙烯副产或者原油催化裂化（FCC）装置中副产而出。一般大的乙烯或炼油企业都会配套丙烯的下游，但国内市场仍存在一定的丙烯商品量。

未来五年，我国规划的丙烷脱氢项目共 13 个，规划产能 1003 万吨。考虑原料供给瓶颈，预计到 2016 年，丙烷脱氢总产能将达到 600 万吨以上。

2017 年之前北美地区新增乙烯装置副产丙烯产能将非常有限，只有 29.3 万吨/年。然而，该地区规划有多个专门生产丙烯的丙烷脱氢（PDH）项目。北美规划的 9 个 PDH 项目中，其中 6 个计划在 2015 年和 2016 年投产，将新增丙烯产能 400 万吨/年。

**图 7：全球主要 PDH 投产表**

| 地区        | 公司                  | 地址                | 产能          | 开车时间      |
|-----------|---------------------|-------------------|-------------|-----------|
| 中国        | 宁波海越                | 宁波                | 60          | 2014 H2   |
|           | 卫星石化                | 浙江平湖              | 45          | 2014 H2   |
|           | 绍兴三圆                | 绍兴                | 45          | 2014 H2   |
|           | 万华化学                | 烟台                | 75          | 2015      |
|           | 东华能源                | 张家港               | 60          | 2014/2015 |
|           | 海伟集团                | 河北衡水              | 50          | 2015      |
|           | 福建美德石化              | 福建福清              | 66          | 2015      |
|           | 卫星石化                | 浙江平湖              | 60          | 2016      |
|           | 广东尊鹏                | 广东湛江              | 30          | 2016      |
|           | 宁波福基                | 宁波                | 66          | 2017      |
|           | 韩国                  | SK Gas            | Ulsan       | 60        |
| 晓星        |                     | Ulsan             | 30          | 2016      |
| 北美        | Dow Chemical        | Freeport, Texas   | 75          | 2015      |
|           | Enterprise Products | Mont Belvieu, TX. | 75          | 2015/2016 |
|           | FPC USA             | Point Comfort, TX | 60          | 2016      |
|           | RExtac              | Odessa, TX        | 30          | 2017      |
|           | Ascend Materials    | Choc.Bayou, TX    | 100         | 2017      |
|           | Williams            | Alberta, Canada   | 45          | 2016      |
|           | C3 Petrochemicals   | Alvin, Texas      | 50          | 2015/2016 |
| <b>总计</b> |                     |                   | <b>1082</b> |           |

资料来源：Hydrocarbonprocessing、川财证券研究所

## 一体化协同能力逐渐增强

公司以煤气化为龙头，不断的新增产品线，装置运行稳定后，公司利用自身规模优势，不断优化产品结构；同时我们认为公司未来新增产品的边际成本将远小于边际收益，协同能力进一步增强。

我们以公司的主要产品市场价格减对应主要原材料物耗为价差，总体价差指数为价差与产能的加权平均为计。

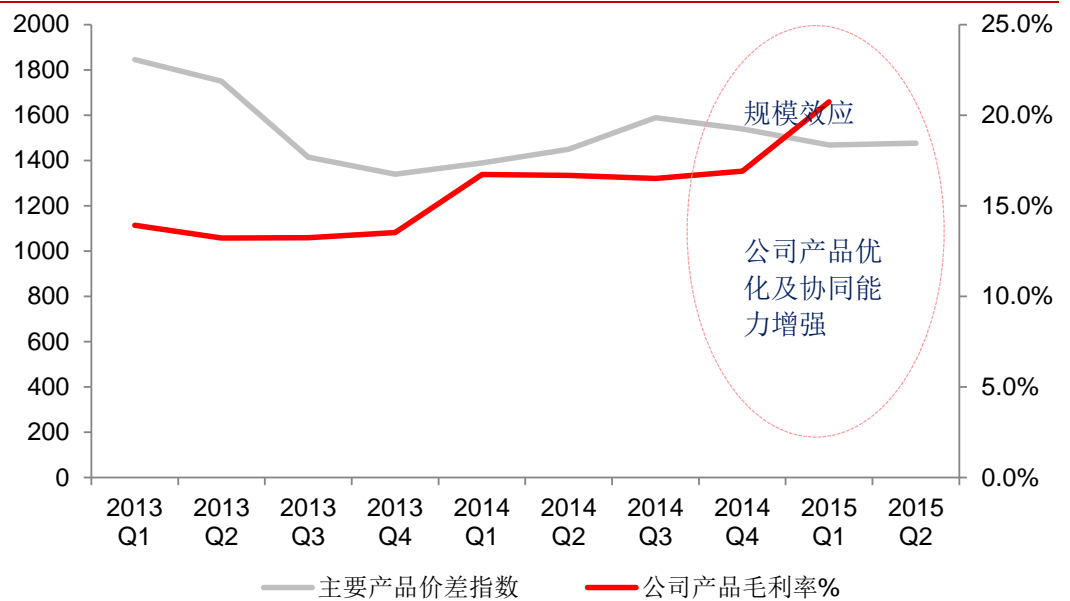
- 公司 2013 年四季度起价差下降，但是公司的盈利能力不降反升，说明公司的规模效应及产能优化能力得以体现。
- 新增产品后，销售及市场控制能力提升，现金流逐渐增强。
- 未来气化能力提升后，规模效应有望进一步放大；保持成长性。

图 8： 公司主要产品价差指数

|          |           | 2013 Q1 | 2013 Q2 | 2013 Q3 | 2013 Q4 | 2014 Q1 | 2014 Q2 | 2014 Q3 | 2014 Q4 | 2015 Q1 | 2015 Q2 |
|----------|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 尿素       | 单价(元/吨)   | 2135    | 1916    | 1635    | 1619    | 1604    | 1447    | 1533    | 1536    | 1595    | 1664    |
|          | 产量(万吨)    | 40      | 40      | 40      | 40      | 40      | 40      | 40      | 40      | 40      | 40      |
|          | 煤炭价差(元/吨) | 1172    | 1041.5  | 796.5   | 776     | 812     | 666.51  | 771.45  | 781.95  | 903.8   | 1040    |
| 己二酸      | 单价(元/吨)   | 11858   | 11441   | 10832   | 10526   | 10736   | 10547   | 11125   | 9934    | 7994    | 7997    |
|          | 产量(万吨)    | 4       | 4       | 4       | 4       | 4       | 4       | 4       | 4       | 4       | 4       |
|          | 纯苯价差(元/吨) | 4248    | 4708    | 4089    | 3781    | 4188    | 3949    | 4313    | 4904    | 4218    | 3696    |
| 醋酸       | 单价(元/吨)   | 2798    | 2815    | 2892    | 3322    | 3113    | 3518    | 3812    | 3128    | 2540    | 2652    |
|          | 产量(万吨)    | 12      | 12      | 12      | 12      | 12      | 12      | 12      | 12      | 12      | 12      |
|          | 甲醇价差(元/吨) | 1272    | 1362    | 1298    | 1426    | 1339    | 2030    | 2373    | 1787    | 1378    | 1286    |
| DMF      | 单价(元/吨)   | 5560    | 5563    | 5248    | 5328    | 5296    | 5346    | 4910    | 4703    | 4600    | 4532    |
|          | 产量(万吨)    | 6       | 6       | 6       | 6       | 6       | 6       | 6       | 6       | 6       | 6       |
|          | 甲醇价差(元/吨) | 3520    | 3622    | 3117    | 2794    | 2925    | 3357    | 2987    | 2910    | 3047    | 2706    |
| 丁醇       | 单价(元/吨)   | 11465   | 10317   | 8990    | 8879    | 8571    | 8548    | 9012    | 8105    | 6684    | 7015    |
|          | 产量(万吨)    | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     |
|          | 价差(元/吨)   | 4436    | 3478    | 1646    | 1255    | 1417    | 1418    | 1761    | 2073    | 1560    | 1659    |
| 辛醇       | 单价(元/吨)   | 11956   | 10824   | 10621   | 10237   | 9812    | 9780    | 10246   | 9272    | 7781    | 8040    |
|          | 产量(万吨)    | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     | 2.5     |
|          | 价差(元/吨)   | 4927    | 3985    | 3277    | 2613    | 2658    | 2650    | 2995    | 3240    | 2657    | 2684    |
| 主要产品价差指数 |           | 1846    | 1750    | 1415    | 1339    | 1389    | 1450    | 1588    | 1538    | 1468    | 1476    |

资料来源：川财证券研究所（产量以理论产量，价格以华东地区市场价为计算）

图 9： 公司产品价差与毛利率



资料来源：wind，川财证券研究所

## 主要产品假设

我们预测公司未来的主要产品及盈利如下:

**肥料:** 主要为尿素及复合肥, 未来主要通过节能改造新增产量; 因为印度市场启动, 预计 2015 年尿素整体盈利回升; 但预计 2016 年会有小幅回落。

**己二酸及中间体:** 预计产品单价会有下降, 但由于原料纯苯成本降低, 预计毛利率会有所回升。

**醋酸及衍生品:** 公司通过节能改造后, 预计未来仍有增量; 此产品在 2014 年产品盈利良好, 由于未来新增供给增加, 预计 2015 年盈利将会有所下降。

**DMF:** 预计未来市场及盈利相对稳定。

**多元醇:** 主要为丁醇、辛醇等产品, 由于预计未来丙烯原料供给增加, 盈利有所回升。

图 10: 公司主要业务假设

|            |           | 2013   | 2014   | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|-----------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 肥料         | 产量 (万吨)   | 159    | 162    | 180   | 180   | 190   | 200   | 210   |
|            | 销售额 (百万元) | 2905   | 2480   | 3024  | 3024  | 3192  | 3360  | 3528  |
|            | 成本 (百万元)  | 2282   | 2083   | 2449  | 2510  | 2617  | 2755  | 2893  |
|            | 毛利率 (%)   | 21.4%  | 16.0%  | 19.0% | 17.0% | 18.0% | 18.0% | 18.0% |
| 己二酸及中间体    | 销量 (万吨)   | 9.5    | 18.0   | 20    | 20    | 20    | 20    | 20    |
|            | 销售额 (百万元) | 908    | 1624   | 1620  | 1620  | 1620  | 1620  | 1620  |
|            | 成本 (百万元)  | 908    | 1479   | 1458  | 1442  | 1426  | 1426  | 1426  |
|            | 毛利率 (%)   |        | 8.93%  | 10.0% | 11.0% | 12.0% | 12.0% | 12.0% |
| 醋酸及衍生品     | 销量 (万吨)   | 44     | 57     | 60    | 70    | 80    | 80    | 80    |
|            | 销售额 (百万元) | 1080   | 1594   | 1380  | 1820  | 2080  | 2080  | 2080  |
|            | 成本 (百万元)  | 933    | 1030   | 1104  | 1456  | 1664  | 1664  | 1664  |
|            | 毛利率 (%)   | 13.61% | 35.36% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| DMF及下游     | 销量 (万吨)   | 33     | 36     | 38    | 40    | 40    | 40    | 42    |
|            | 销售额 (百万元) | 1550   | 1545   | 1559  | 1641  | 1641  | 1641  | 1723  |
|            | 成本 (百万元)  | 1279   | 1255   | 1247  | 1313  | 1313  | 1313  | 1378  |
|            | 毛利率 (%)   | 17.49% | 18.80% | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   | 20%   |
| 多元醇        | 销量 (万吨)   | 8      | 21     | 22    | 22    | 22    | 23    | 24    |
|            | 销售额 (百万元) | 724    | 1713   | 1540  | 1760  | 1760  | 1840  | 1920  |
|            | 成本 (百万元)  | 669    | 1599   | 1417  | 1619  | 1619  | 1693  | 1766  |
|            | 毛利率 (%)   | 7.65%  | 6.65%  | 8.0%  | 8.0%  | 8.0%  | 8.0%  | 8.0%  |
| 三聚氰胺       | 销量 (万吨)   |        |        |       | 4     | 8     | 10    | 12    |
|            | 销售额 (百万元) |        |        |       | 205   | 410   | 513   | 615   |
|            | 成本 (百万元)  |        |        |       | 189   | 377   | 472   | 566   |
|            | 毛利率 (%)   |        |        |       | 8%    | 8%    | 8%    | 8%    |
| 其他         | 销售额 (百万元) | 1302   | 754    | 1000  | 2000  | 2001  | 2002  | 2003  |
|            | 成本 (百万元)  | 1253   | 622    | 800   | 1600  | 1601  | 1602  | 1602  |
|            | 毛利率 (%)   | 3.92%  | 21.22% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% |
| 总销售额 (百万元) |           | 8469   | 9710   | 10123 | 12070 | 12704 | 13056 | 13489 |
| 总成本 (百万元)  |           | 7324   | 8068   | 8475  | 10128 | 10617 | 10924 | 11296 |
| 毛利率%       |           | 13.5%  | 16.9%  | 16.3% | 16.1% | 16.4% | 16.3% | 16.3% |

资料来源: 川财证券研究所

## 投资建议

我们预计公司 2015-17 年每股收益分别为 0.985、1.218、1.369, 根据可比公司 PE, 认为给予 2015 年 24 倍 PE 合理, 对应目标价 23.64, 首次给予公司买入评级。

**图 11：可比公司估值**

| 代码     | 简称   | 最新价   | 总市值(亿) | 净利润(亿)       |            |            |            | P/E              |              |              |              |
|--------|------|-------|--------|--------------|------------|------------|------------|------------------|--------------|--------------|--------------|
|        |      |       |        | TTM          | 2015-12-31 | 2016-12-31 | 2017-12-31 | TTM              | 2015-12-31   | 2016-12-31   | 2017-12-31   |
|        | 计算均  |       |        |              |            |            |            | <b>-198.26</b>   | <b>24.02</b> | <b>17.40</b> | <b>13.32</b> |
| 601678 | 滨化股份 | 8.72  | 86.33  | 3.45         | 5.89       | 7.51       | 8.40       | 25.01            | 14.67        | 11.49        | 10.27        |
| 600309 | 万华化学 | 22.97 | 496.69 | 21.38        | 36.09      | 48.04      | 61.16      | 23.24            | 13.76        | 10.34        | 8.12         |
| 2165   | 红宝丽  | 7.89  | 42.55  | 0.99         | 1.24       | 1.75       | 2.28       | 42.91            | 34.31        | 24.31        | 18.66        |
| 2588   | 史丹利  | 25.74 | 149.90 | 5.20         | 6.24       | 7.91       | 9.24       | 28.80            | 24.02        | 18.94        | 16.22        |
| 830    | 鲁西化工 | 8.31  | 121.73 | 3.81         | 6.12       | 7.70       | 无预测        | 31.97            | 19.88        | 15.80        | 无预测          |
| 422    | 湖北宜化 | 8.51  | 76.41  | <b>-0.06</b> | 2.04       | 3.25       | 无预测        | <b>-1,341.46</b> | 37.46        | 23.51        | 无预测          |

资料来源：wind，川财证券研究所

## 风险

**下游产品过剩。**公司的主要下游产品均面临产能过剩风险，虽公司一体化能力强，但是仍会面临部分产品盈利下滑的风险。

**装置运行稳定性。**公司属重资产行业，产品众多，如装置的开工不稳定则会影响到公司的产品收率和优化。

## 报表预测(百万元)

| 利润表               | 2013A           | 2014A           | 2015E           | 2016E           | 2017E           |
|-------------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 营业收入              | 8469.41         | 9710.12         | 10122.97        | 12070.15        | 12704.28        |
| 减: 营业成本           | 7323.99         | 8068.05         | 8475.42         | 10128.46        | 10617.30        |
| 营业税金及附加           | 0.02            | 8.70            | 9.07            | 10.81           | 11.38           |
| 营业费用              | 166.80          | 176.95          | 184.47          | 219.95          | 231.51          |
| 管理费用              | 99.68           | 151.20          | 157.63          | 187.95          | 197.82          |
| 财务费用              | 302.62          | 315.29          | 191.36          | 156.14          | 110.54          |
| 资产减值损失            | 1.05            | 35.37           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 加: 投资收益           | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 公允价值变动损益          | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 其他经营损益            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>营业利润</b>       | <b>575.25</b>   | <b>954.57</b>   | <b>1105.03</b>  | <b>1366.84</b>  | <b>1535.73</b>  |
| 加: 其他非经营损益        | 2.48            | 0.38            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>利润总额</b>       | <b>577.73</b>   | <b>954.94</b>   | <b>1105.03</b>  | <b>1366.84</b>  | <b>1535.73</b>  |
| 减: 所得税            | 88.21           | 150.52          | 165.75          | 205.03          | 230.36          |
| <b>净利润</b>        | <b>489.52</b>   | <b>804.43</b>   | <b>939.28</b>   | <b>1161.82</b>  | <b>1305.37</b>  |
| 减: 少数股东损益         | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | <b>489.52</b>   | <b>804.43</b>   | <b>939.28</b>   | <b>1161.82</b>  | <b>1305.37</b>  |
| 资产负债表             | 2013A           | 2014A           | 2015E           | 2016E           | 2017E           |
| 货币资金              | 846.98          | 865.27          | 1995.87         | 3806.83         | 6049.17         |
| 应收和预付款项           | 1383.91         | 1258.41         | 1492.95         | 1790.16         | 1660.65         |
| 存货                | 453.79          | 337.12          | 779.81          | 554.97          | 844.24          |
| 其他流动资产            | 0.00            | 157.07          | 157.07          | 157.07          | 157.07          |
| 长期股权投资            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 投资性房地产            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 固定资产和在建工程         | 9471.46         | 9675.23         | 9284.08         | 8392.93         | 7401.78         |
| 无形资产和开发支出         | 348.47          | 345.05          | 305.69          | 266.33          | 226.97          |
| 其他非流动资产           | 31.15           | 321.44          | 319.63          | 317.82          | 317.82          |
| <b>资产总计</b>       | <b>12535.75</b> | <b>12959.59</b> | <b>14335.11</b> | <b>15286.11</b> | <b>16657.69</b> |
| 短期借款              | 170.00          | 80.00           | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| 应付和预收款项           | 1414.53         | 1169.11         | 1806.54         | 1745.62         | 1980.24         |
| 长期借款              | 3830.38         | 3844.11         | 3844.11         | 3844.11         | 3844.11         |
| 其他负债              | 1252.18         | 1253.57         | 1253.57         | 1253.57         | 1253.57         |
| <b>负债合计</b>       | <b>6667.10</b>  | <b>6346.79</b>  | <b>6904.22</b>  | <b>6843.29</b>  | <b>7077.91</b>  |
| 股本                | 953.63          | 953.63          | 953.63          | 953.63          | 953.63          |
| 资本公积              | 2312.06         | 2328.06         | 2328.06         | 2328.06         | 2328.06         |
| 留存收益              | 2602.97         | 3331.11         | 4149.21         | 5161.13         | 6298.09         |
| <b>归属母公司股东权益</b>  | <b>5868.66</b>  | <b>6612.80</b>  | <b>7430.89</b>  | <b>8442.82</b>  | <b>9579.78</b>  |
| 少数股东权益            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            | 0.00            |
| <b>股东权益合计</b>     | <b>5868.66</b>  | <b>6612.80</b>  | <b>7430.89</b>  | <b>8442.82</b>  | <b>9579.78</b>  |
| 负债和股东权益合计         | 12535.75        | 12959.59        | 14335.11        | 15286.11        | 16657.69        |

| 现金流量表         | 2013A          | 2014A         | 2015E          | 2016E          | 2017E          |
|---------------|----------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| 经营性现金净流量      | 1397.06        | 1608.72       | 2523.15        | 2616.99        | 3021.29        |
| 投资性现金净流量      | -1234.78       | -847.80       | -1000.00       | -500.00        | -500.00        |
| 筹资性现金净流量      | -540.20        | -496.92       | -392.54        | -306.03        | -278.95        |
| <b>现金流量净额</b> | <b>-383.38</b> | <b>266.30</b> | <b>1130.61</b> | <b>1810.96</b> | <b>2242.33</b> |

| 财务分析和估值指标    | 2013A  | 2014A  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>盈利能力</b>  |        |        |        |        |        |
| 毛利率          | 13.52% | 16.91% | 16.28% | 16.09% | 16.43% |
| 净利率          | 5.78%  | 8.28%  | 9.28%  | 9.63%  | 10.28% |
| ROE          | 8.34%  | 12.16% | 12.64% | 13.76% | 13.63% |
| ROA          | 6.94%  | 9.78%  | 9.04%  | 9.96%  | 9.88%  |
| ROIC         | 7.90%  | 11.75% | 11.28% | 13.80% | 16.27% |
| <b>成长能力</b>  |        |        |        |        |        |
| 销售收入增长率      | 20.94% | 14.65% | 4.25%  | 19.24% | 5.25%  |
| 净利润增长率       | 8.41%  | 64.33% | 16.76% | 23.69% | 12.36% |
| <b>资本结构</b>  |        |        |        |        |        |
| 资产负债率        | 53.18% | 48.97% | 48.16% | 44.77% | 42.49% |
| 流动比率         | 0.88   | 0.93   | 1.14   | 1.21   | 1.79   |
| 速动比率         | 0.46   | 0.53   | 0.56   | 0.66   | 0.95   |
| <b>经营效率</b>  |        |        |        |        |        |
| 总资产周转率       | 0.95   | 1.12   | 1.53   | 2.23   | 2.84   |
| 存货周转率        | 0.79   | 0.91   | 1.20   | 1.97   | 2.51   |
| <b>业绩和估值</b> |        |        |        |        |        |
| EPS          | 0.513  | 0.844  | 0.985  | 1.218  | 1.369  |
| BPS          | 6.154  | 6.934  | 7.792  | 8.853  | 10.046 |
| PE           | 28.89  | 17.58  | 15.06  | 12.17  | 10.83  |
| PB           | 2.41   | 2.14   | 1.90   | 1.68   | 1.48   |
| EV/EBITDA    | 10.85  | 8.07   | 5.90   | 4.84   | 3.80   |

## 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

## 免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司