

# 万华化学系列之六：从万华投资 BDO 看 PBAT 行业角力



近期万华规划在四川投资天然气法 BDO 项目，虽然对于万华来说并不算一项重大投资，但是从中可以看出万华前瞻性的战略眼光，以及 PBAT 行业未来激烈的竞争。

## 核心观点

- **原料配套将成为 PBAT 胜负手：**去年国家颁布政策推动可降解塑料之后，国内 PBAT 项目如雨后春笋，目前规划产能已经超过 450 万吨，未来可能还会不断增加。国内企业热衷于上马 PBAT 项目主要原因是行业前景很好，技术壁垒不高，且原料供给比较充足。但是随着新增项目越来越多，我们预计前期相对富裕的原料可能跟不上 PBAT 的新增需求，原料配套将成为未来 PBAT 行业竞争的重要影响因素。
- **BDO 盈利将大幅提升：**以往 BDO 国内供给比较过剩，行业盈利也长期低迷，国内现有的 223 万吨产能中有近 200 万吨是电石法路线，天然气路线占比很低。形成这样的格局，并不是天然气路线盈利不佳，而是国家对天然气化工项目管束很强。如果未来规划的 PBAT 项目全部投产，对于 BDO 的增量需求将超过现有产能总和。但电石法受到电石难以扩产的限制，天然气法则限制更大，我们判断 PBAT 新项目将大幅拉升 BDO 的价格和盈利，而且即使要新投 BDO 项目，其成本也会非常高。因此万华未来的 BDO 项目将成为 PBAT 产品发展的有力保障。

## 财务预测与投资建议

- 虽然 BDO 项目对万华整体业绩影响较小，但是见微知著，其过人的前瞻性确实令人钦佩。我们结合近期市场情况，调整了产品价格和产量，上调 20-22 年 EPS 为 3.22、5.70、6.49 元（原预测 2.50、4.49、5.22 元）。选取化工行业龙头企业作为可比公司，由于万华在其中的长期 ROE 和历史成长性更为突出，给予 15% 估值溢价，按照 21 年 26 倍 PE 上调目标价到 148.20 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	59,532	86,288	93,729
同比增长(%)	14.1%	12.3%	-12.5%	44.9%	8.6%
营业利润(百万元)	16,085	12,297	12,422	21,287	24,204
同比增长(%)	-5.2%	-23.6%	1.0%	71.4%	13.7%
归属母公司净利润(百万元)	10,610	10,130	10,118	17,901	20,369
同比增长(%)	-4.7%	-4.5%	-0.1%	76.9%	13.8%
每股收益(元)	3.38	3.23	3.22	5.70	6.49
毛利率(%)	33.8%	28.0%	31.8%	33.6%	34.3%
净利率(%)	17.5%	14.9%	17.0%	20.7%	21.7%
净资产收益率(%)	34.8%	26.6%	22.3%	32.1%	28.8%
市盈率	21.4	22.4	22.4	12.7	11.1
市净率	6.7	5.3	4.7	3.6	2.9

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(2021年02月25日)	133.35 元				
目标价格	148.2 元				
52周最高价/最低价	150.18/36.54 元				
总股本/流通A股(万股)	313,975/142,376				
A股市值(百万元)	418,685				
国家/地区	中国				
行业	石油化工				
报告发布日期	2021年02月25日				

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	-7.38	14.45	58.41	181.38
相对表现	-5.68	14.73	45.64	169.55
沪深300	-1.7	-2.8	12.77	11.83



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 倪吉

niji@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517120003

## 相关报告

- 万华化学系列之五：从近期 MDI 行业变化看未来景气度 2020-09-11
- 业绩底部已现，关注乙烯项目投产 2020-08-20
- 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、万华为何投资 BDO? .....	4
2、原料配套将成为 PBAT 胜负手.....	4
3、BDO 盈利将大幅提升 .....	6
3.1 BDO 供需景气有望反转.....	6
3.2 行业边际成本将大幅提升.....	8
3.3 天然气法 BDO 具有独特优势.....	9
4、投资建议 .....	9
5、风险提示 .....	12

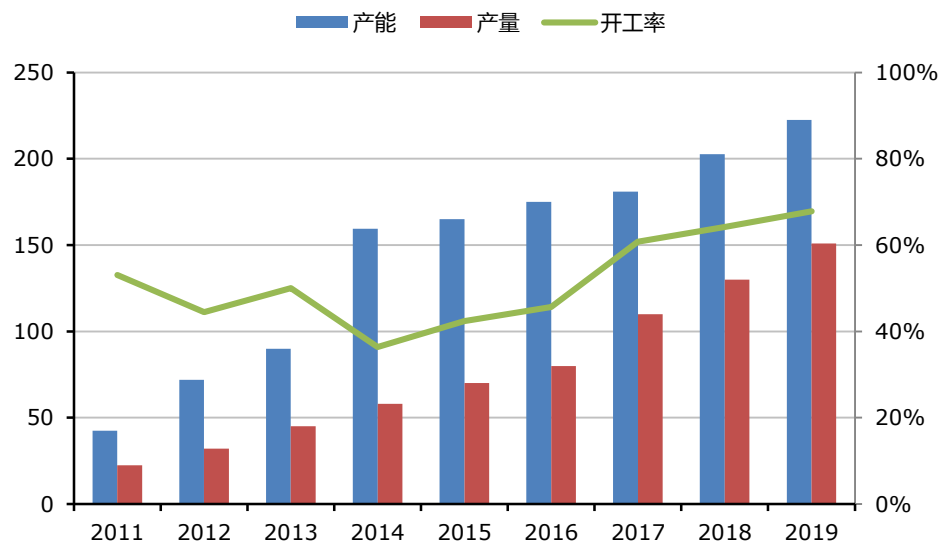
## 图表目录

图 1: 国内 BDO 供需情况 (万吨) .....	4
图 2: 国内 BDO 价格价差走势 (元/吨) .....	7
图 3: 国内电石价格与价差走势 (元/吨) .....	8
图 4: 生产 1 吨 PBAT 所需的原料配套 (产品后数字表示单耗: 吨, 氢气单位: 方/吨) .....	9
表 1: 国内 PBAT 产能情况 (万吨) .....	4
表 2: 国内 PBAT 企业原料配套情况 (万吨) .....	6
表 3: 美克化工财务情况 (销量为测算数据) .....	7
表 4: 国内天然气路线 BDO 产能情况 .....	9
表 5: 核心假设调整与分项目盈利预测 (百万元) .....	10
表 6: 盈利预测调整 (百万元) .....	11
表 7: 可比公司估值 .....	11

## 1、万华为何投资 BDO?

近期有新闻与环评公告披露，万华化学规划在四川眉州基地建设 10 万吨 BDO 产能及配套的天然气制乙炔和甲醛产业链。根据环评中的描述，万华投资 BDO 项目主要是为了四川基地的 6 万吨 PBAT 项目做原料配套。虽然万华长期以来秉承一体化低成本的投资思路，但是 BDO 自从 2013 年国内技术突破之后，长期处于严重过剩状态，行业平均开工率一直很低。按照一般思路，为了切入可降解塑料这样高成长的赛道来配套回报率很低的上游重资产项目，看似是非常得不偿失的投资。但我们分析认为，原料配套很快将成为 PBAT 项目成功与否的关键，BDO 景气度将在可降解塑料的带动下发生反转，而万华选择的天然气法 BDO 有望成为其中获利最大的路线。

图 1：国内 BDO 供需情况（万吨）



资料来源：公开资料，百川咨询，东方证券研究所

## 2、原料配套将成为 PBAT 胜负手

我们在 20 年 6 月的深度报告《可降解塑料进入行业快速增长期》中分析了可降解塑料行业及相关品种的发展趋势，我们认为行业已经进入了爆发期，其中最具潜力放量的品种之一就是 PBAT，主要原因一是国内已经掌握了成熟的 PBAT 生产技术和设备，二是我国拥有比较充足的 PBAT 原料产能。当时国内已建 PBAT 产能约 30 万吨，规划产能 126 万吨，仅半年之后就新增了超过 300 万吨规划产能，而且我们日常生活生活中的一些一次性塑料制品也确实开始使用 PBAT，这些无不证明了行业成长的爆发性和确定性。

表 1：国内 PBAT 产能情况（万吨）

企业	产能（万吨/年）	所在省份
金发科技股份有限公司	6	广东

重庆鸿庆达	1	重庆
亿帆鑫富	1	浙江
甘肃莫高聚和环保新材料科技	2	甘肃
南通龙达生物有限公司	1	江苏
新疆蓝山屯河化工	7	新疆
金晖兆隆高新科技股份有限公司	3	江苏
山东悦泰	25	山东
营口康辉石化有限公司	3.3	辽宁
仪征化纤股份有限公司	3	江苏
小计	30	

### 在建与规划

新疆望京龙新材料有限公司	120	新疆
金晖兆隆高新科技股份有限公司	12	江苏
新疆维格瑞生物科技有限公司	24	新疆
四川能投化学新材料有限公司	12	四川
山东瑞丰高分子材料股份有限公司	30	山东
阳煤化工股份有限公司	50	山西
内蒙古东源科技有限公司	10	内蒙古
华峰集团	30	江苏
万华化学有限公司	6	四川
鹤壁莱润	10	河南
新疆美克	6	新疆
巴斯夫（广东）	4.8	广东
长鸿高分子科技股份有限公司	60	浙江
广东宏源科技有限公司	30	广东
重庆鸿庆达产业有限公司	20	重庆
亿帆医药股份有限公司	2	浙江
彤程新材料集团有限公司	6	上海
江苏和时利新材料有限公司	1	江苏
山东睿安生物科技有限公司	6	山东
江苏科奕莱新材料科技有限公司	24	江苏
湖南宇新能源科技股份有限公司	6	湖南
北京化工集团华腾沧州有限公司	4	北京
浙江华峰新材料有限公司	3	浙江
河南恒泰源聚氨酯有限公司	3	河南
小计	458	

资料来源：公司公告，Wind，东方证券研究所

PBAT 新增项目不断增加，说明该产品并没有技术壁垒，虽然目前盈利很好，如果不能在改性和制品上有所突破，远期来看难免陷入成本竞争。一旦进入成本竞争，一体化程度、规模化效应、成本控制就成为衡量项目竞争力的关键指标。万华此次为了保障 PBAT 的竞争力，已经要在四川投资

BDO 项目。我们认为沿着这一逻辑看，未来华鲁恒升要投资 PBAT 都不足为奇，因为华鲁不仅拥有己二酸产能，还有特别优秀的成本控制力。

国内已规划的 PBAT 项目中有两股非常重要的力量，就是中东部拥有 PTA 和己二酸产能的企业，及西部拥有 BDO 产能的企业。比如华峰集团是国内最大的己二酸供应商，规划建设 30 万吨 PBAT 产能；还有西部的新疆美克、蓝山屯河、东源科技等，本身是国内主要的 BDO 生产商，都已经在建或扩建 PBAT 产能。

西部特别是新疆地区上马 PBAT 主要可以满足当地的农膜需求，中东部的消费形式更加多样。PBAT 所用的三种原料 PTA 和己二酸产能主要都集中在中东部，BDO 主要集中在西部。之所以形成这样的格局，主要原因是 PTA 与己二酸的主要原料对二甲苯和苯的供给大多来自东部的炼化装置；而 BDO 国内占主流的是电石法路线，电石产能都在西部且难以长距离运输。在西部生产 PBAT 就需要将 PTA 和己二酸运到西部，中间会产生大量额外的运费成本。万华在四川眉州建设 PBAT 和 BDO 产能，从地理位置来说十分优越，原料 PTA、己二酸以及产品运输可以依托长江河运，物流成本很低。

**表 2：国内 PBAT 企业原料配套情况（万吨）**

企业	PBAT 未来总产能	配套原料	原料目前产能	原料在建产能	未来总产能
华峰集团	30	AA	74	25.5	99.5
四川能投	12	PTA	100	0	100
阳煤化工	50	AA	14	0	14
内蒙古东源科技	10	BDO	10	20	30
新疆美克	6	BDO	26	0	26
新疆蓝山屯河	9	BDO	20.4	0	20.4
		PTA	0	60	60
仪征化纤	3	PTA	100	0	100
		BDO	5	0	5

资料来源：公司公告，公开信息，东方证券研究所

### 3、BDO 盈利将大幅提升

虽然万华 BDO 项目的地理位置优越，但从实际情况看却很很寻常。首先，国内 BDO 行业从 2012 年高点下跌之后，一直处于供给过剩状态，盈利也长期处于底部。其次，国内 BDO 产能经历多年洗牌，已经完成了炔醛法对其他路线的替代，同时炔醛法中电石路线占据主流地位，天然气路线则很少，这也是国内 BDO 产能几乎都在西部的原因，而万华却选择在四川采用天然气作为炔醛法 BDO 的原料，这和当前的行业格局是完全背离的。万华在行业供需严重过剩时选择非主流的原料路线来生产 BDO，看似不同寻常，但万华这样水平的企业不太可能做没有效率的投资。我们分析认为 BDO 未来有望实现长期景气反转，可靠的 BDO 原料配套将成为万华 PBAT 的重要竞争力。

#### 3.1 BDO 供需景气有望反转

长期以来 BDO 盈利如此之差，第一个原因是供给长期过剩，2011-2020 年国内产能复合增速达到 20%，一直将开工率压制在比较低的水平；第二是这一过程中发生了炔醛法对顺酐法的替代，技术路线的更迭也难免恶性成本竞争。中泰化学子公司美克化工是国内最大的 BDO 生产商，我们从其财务数据可以看出，2015-2018 年美克基本都处于亏损状态，即使在 2017 年这样的 BDO 价差高点，装置处于满负荷生产的状态下，美克也只能做到勉强盈亏平衡。可见长期以来国内 BDO 行业之惨淡。

截止 2020 年，国内 BDO 产能已经达到 223 万吨，而产量刚超过 150 万吨，行业开工率在 70% 左右。按照目前规划，到 2023 年国内 BDO 产能将达到 253 万吨，而传统下游 PTMEG、PBT 和 GBL 等大概率还是平稳增长，如果不考虑可降解塑料的发展，BDO 预计还将维持过剩。然而可降解塑料的快速发展有望彻底逆转 BDO 的行业趋势，按照上文统计，国内在建和规划的 PBAT 产能已经达到 450 万吨以上，如果全部达产，将新增至少 270 万吨的 BDO 需求，甚至超过了国内 BDO 的总产能。

表 3：美克化工财务情况（销量为测算数据）

	2015	2016	2017	2018 前 7 月
收入（万元）	130902	165496	255475	128644
单价（元/吨）	7430	6989	9509	9778
销量（万吨）	17.6	23.7	26.9	13.2
利润总额（万元）	-44378	-40893	-66	-11809
价差（元/吨）	5862	3802	5535	5325

资料来源：公司公告，Wind，东方证券研究所

图 2：国内 BDO 价格价差走势（元/吨）



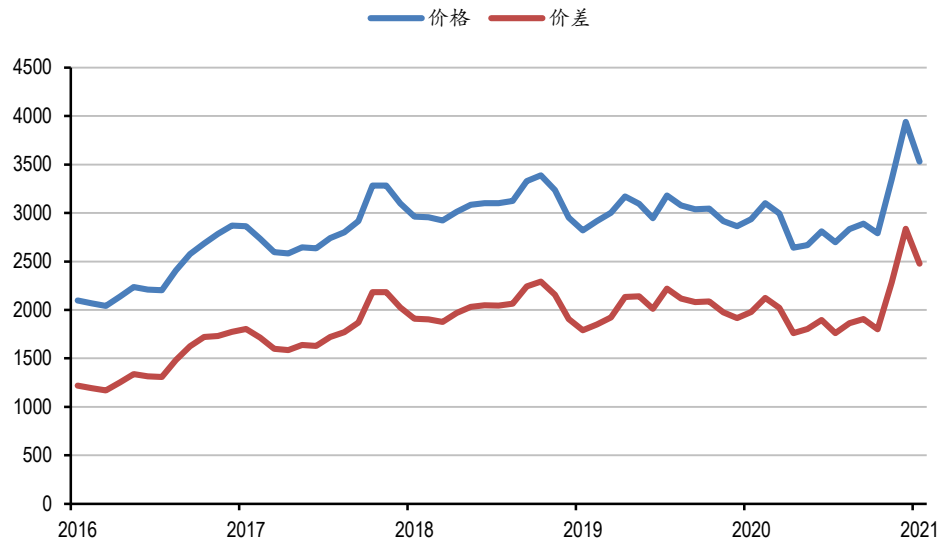
资料来源：Wind，东方证券研究所

### 3.2 行业边际成本将大幅提升

我们预计随着 PBAT 产能投产，BDO 景气度将大幅反转，从一般周期规律来说，产品盈利提升后，一定会刺激新产能投资。然而我们认为未来 BDO 扩产会比较困难，边际成本也会大幅提升，存量的一体化 BDO 产能盈利将大为受益。

目前国内 BDO 产能已经全部切换为炔醛法，其中电石路线占 198 万吨，天然气路线仅 25 万吨，电石路线能占据如此大的份额，主要是过去电石供给比较充沛。但是随着国家供给侧改革与环保政策的变化，对电石这种高能耗高污染的项目管制越来越大，而下游需求（主要是 PVC）却在不断增长，这导致 2016 年以来电石的价格与价差不断提升，在今年年初更是创出新高。最近内蒙为了应对国家碳减排要求，推行了新的电价政策，电石生产用电每度提升 0.1 元。而内蒙是电石供应大省，这意味着内蒙电石的生产成本还将提升 340 元/吨左右，同时未来扩产还将进一步驱严。未来新扩产 BDO 产能如果不能配套电石装置，那必然会拉高电石价格，使行业边际成本上升。

图 3：国内电石价格与价差走势（元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

国内天然气法 BDO 产能很少，并不是因为天然气法经济性不好。延长石油在 2020 年 11 月投产了 10 万吨天然气法 BDO 装置，该项目从 2016 年 9 月开始建设，投资金额 53 亿元，而 15-16 年是国内 BDO 价格的谷底，在这样的价格下也敢于巨额投资，实际可以从侧面说明天然气法 BDO 应当具有很强的竞争力。国内天然气法 BDO 特别少的原因实际是国内天然气资源有限，政府很少批准天然气化工项目。在 2007 年国家发改委颁布的《天然气利用政策》中就规定以天然气制乙炔属于限制类项目，项目审批的要求非常高，所以目前国内现有的三套天然气法 BDO 项目都是地方国企依靠区域资源优势所建。我们认为万华在 BDO 还未大幅反转之前，在四川建设天然法 BDO 产能，具有非常好的卡位效应。我们预计未来除了个别具有独特资源优势的企业，绝大部分企业都难以获得建设天然气路线 BDO 的许可，因此 BDO 行业成本曲线左侧难以有效扩张。



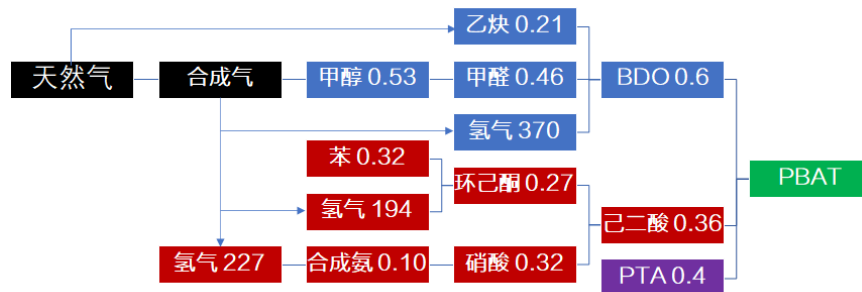
**表 4：国内天然气路线 BDO 产能情况**

项目公司	股东	产能（万吨）	投产时间
四川天华	泸天化集团	8.5	2012
重庆驰源化工	建峰集团	6	2014
延长石油	延长石油	10	2020

资料来源：公开信息，东方证券研究所

### 3.3 天然气法 BDO 具有独特优势

PBAT 主要原料是 BDO、己二酸和 PTA，其中 BDO 和己二酸的生产过程都要用到大量氢气（或合成气），包括甲醇与合成氨合成、苯加氢等。我们按照生产 1 吨 PBAT 来计算，全流程中所用到的合成气总量为 1979 方。而天然气法 BDO 在天然气氧化制乙炔的过程中恰好会产生大量合成气，0.6 吨 BDO 对应 1995 方合成气。所以采用天然气路线生产 BDO 来配套 PBAT，副产的合成气正好可以满足己二酸的氢气用量，理论上在原料端只要有天然气、苯和空分（提供氮气与氧气），就可以生产出符合 PBAT 需求的 BDO 与己二酸产品。唯一的问题是己二酸的装置规模对下游 PBAT 的装置规模有一定要求，国内一般的己二酸项目单套在 10 万吨不到，华鲁与华峰可以做到单套 15 万吨以上，因此获得了明显的规模化优势。而 10 万吨己二酸产能对应要求 PBAT 规模达到 30 万吨，如果 PBAT 装置较小，则上己二酸配套的意义就不大。

**图 4：生产 1 吨 PBAT 所需的原料配套（产品后数字表示单耗：吨，氢气单位：方/吨）**


资料来源：公开资料，东方证券研究所

## 4、投资建议

实际上即使 BDO 未来盈利大幅提升，对于万华这样体量的公司影响也不会太大。但是见微知著，本篇报告希望通过万华在可降解塑料领域布局的研究，来帮助市场进一步认识万华过人的前瞻性和竞争力。关于万华盈利预测，我们在 20 年 9 月的深度报告《万华化学系列之五：从近期 MDI 行业变化看未来景气度》中判断未来几年 MDI 景气度将会大幅提升，并上修了万华的盈利预测，然而从近半年的市场情况看，我们当时对 MDI 盈利的预测实际过于保守。另外 2019 年以来，市场对化工股的估值体系也发生了重大变化，一批龙头化工企业的长期成长性越来越受到认可，而万华在其中更是佼佼者，也享受了相对更高的估值。因此我们结合市场情况，调整了万华的产品、原料

价格和产量情况，上调 20-22 年 EPS 为 3.22、5.70、6.49 元（原预测 2.50、4.49、5.22 元）。估值方法采用可比公司估值，选取市场相对认可的化工龙头企业作为可比公司，由于万华在其中的长期 ROE 和历史成长性更为突出，给予 15% 估值溢价，按照 21 年 26 倍 PE 上调目标价到 148.20 元，维持买入评级。

**表 5：核心假设调整与分项目盈利预测（百万元）**

人民币百万元	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
<b>核心假设</b>						
聚合 MDI 价格（元/吨）	10067	11072	10576	12864	14706	14709
变动幅度				27.79%	32.82%	39.08%
纯 MDI 价格（元/吨）	12947	12955	12961	15054	16590	16594
变动幅度				16.28%	28.06%	28.04%
PO 价格（元/吨）	7500	7250	7200	10633	9000	7200
变动幅度				41.77%	24.14%	0.00%
PVC 价格（元/吨）	4582	4582	4582	6057	6637	6637
变动幅度				32.18%	44.85%	44.85%
MDI 产量（万吨）	125	150	175	125	165	190
变动幅度				0.00%	10.00%	8.57%
纯苯价格（元/吨）	2754	2754	2754	3642	4468	4468
变动幅度				32.26%	62.22%	62.22%
丙烷价格（元/吨）	1313	1338	1290	2145	3052	3004
变动幅度				63.37%	128.06%	132.80%
<b>分项目盈利预测</b>						
<b>聚氨酯系列</b>						
销售收入	1,274	1,372	1,378	27,234	40,474	43,410
变动幅度				2038.02%	2850.70%	3051.17%
毛利率	21.16%	21.36%	20.60%	50.52%	51.77%	50.84%
变动幅度				138.74%	142.30%	146.76%
<b>石化系列</b>						
销售收入	2,421	3,332	3,388	16,465	25,743	28,212
变动幅度				580.03%	672.65%	732.79%
毛利率	22.02%	18.71%	19.09%	12.18%	15.66%	19.58%
变动幅度				-44.69%	-16.33%	2.57%
<b>精细化工及新材料类</b>						
销售收入	472	2,331	2,367	9,198	11,268	12,766
变动幅度				1850.12%	383.38%	439.23%
毛利率	22.57%	17.37%	17.61%	24.58%	24.69%	25.31%
变动幅度				8.91%	42.11%	43.70%
<b>其他主营</b>						

销售收入	824	879	894	5,874	8,042	8,580
变动幅度				612.62%	814.69%	859.35%
毛利率	15.87%	14.19%	14.90%	14.28%	14.92%	14.96%
变动幅度				-10.04%	5.12%	0.40%
销售收入合计	50,228	69,912	76,458	59,532	86,288	93,729
变动幅度				18.52%	23.42%	22.59%
综合毛利率	32.24%	35.34%	36.27%	31.77%	33.62%	34.31%
变动幅度				-1.45%	-4.85%	-5.42%

资料来源：公开信息，东方证券研究所

**表 6：盈利预测调整（百万元）**

人民币百万元	调整前			调整后		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
营业收入	50,228	69,912	76,458	59,532	86,288	93,729
变动幅度				18.52%	23.42%	22.59%
营业利润	9,758	17,070	19,815	12,422	21,287	24,204
变动幅度				27.30%	24.70%	22.15%
归属母公司净利润	7,853	14,085	16,379	10,118	17,901	20,369
变动幅度				28.84%	27.09%	24.36%
每股收益（元）	2.50	4.49	5.22	3.22	5.70	6.49
变动幅度				28.84%	27.09%	24.36%
毛利率(%)	32.24%	35.34%	36.27%	31.77%	33.62%	34.31%
变动幅度				-1.45%	-4.85%	-5.42%
净利率(%)	15.63%	20.15%	21.42%	17.00%	20.75%	21.73%
变动幅度				8.70%	2.97%	1.44%

资料来源：东方证券研究所

**表 7：可比公司估值**

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
华鲁恒升	1.51	1.24	1.74	2.10	32.33	39.37	27.98	23.19
荣盛石化	0.33	1.15	1.70	2.14	124.78	35.61	24.06	19.09
恒力石化	1.42	1.88	2.15	2.36	31.18	23.66	20.64	18.80
扬农化工	3.77	3.99	4.87	5.81	39.74	37.62	30.80	25.81
龙蟒佰利	1.28	1.40	1.85	2.20	37.14	33.89	25.68	21.57
新和成	1.01	1.76	2.02	2.29	43.99	25.25	21.99	19.39
调整后平均						30.00	23.00	19.00

资料来源：Wind，东方证券研究所

## 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	2,977	5,338	12,997	营业收入	60,621	68,051	59,532	86,288	93,729
应收账款	2,543	4,433	3,183	4,614	5,012	营业成本	40,114	48,998	40,620	57,276	61,571
预付账款	409	438	442	640	695	营业税金及附加	546	576	504	730	793
存货	7,810	8,587	7,968	11,235	12,077	营业费用	1,721	2,783	2,270	2,905	3,112
其他	13,887	5,460	12,853	16,216	17,151	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>27,422</b>	<b>38,042</b>	<b>47,932</b>	财务费用	795	1,080	1,371	1,588	1,357
长期股权投资	643	718	718	718	718	资产减值损失	(36)	307	32	5	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>12,422</b>	<b>21,287</b>	<b>24,204</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>114,824</b>	<b>135,037</b>	<b>151,573</b>	营业外支出	117	115	115	115	115
短期借款	17,412	20,034	27,108	16,720	16,720	<b>利润总额</b>	<b>15,978</b>	<b>12,260</b>	<b>12,386</b>	<b>21,250</b>	<b>24,168</b>
应付账款	3,689	8,024	5,317	7,498	8,060	所得税	3,148	1,667	1,858	3,188	3,625
其他	11,879	16,741	12,529	16,362	17,164	<b>净利润</b>	<b>12,830</b>	<b>10,593</b>	<b>10,528</b>	<b>18,063</b>	<b>20,542</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>32,980</b>	<b>44,800</b>	<b>44,954</b>	<b>40,580</b>	<b>41,944</b>	少数股东损益	2,219	463	410	162	174
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>10,118</b>	<b>17,901</b>	<b>20,369</b>
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.38	3.23	3.22	5.70	6.49
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>64,446</b>	<b>69,632</b>	<b>70,996</b>		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	5,472	1,567	1,978	2,140	2,313	成长能力					
股本	2,734	3,140	3,140	3,140	3,140	营业收入	14.1%	12.3%	-12.5%	44.9%	8.6%
资本公积	2,393	2,162	2,162	2,162	2,162	营业利润	-5.2%	-23.6%	1.0%	71.4%	13.7%
留存收益	28,653	37,144	43,180	58,045	73,044	归属于母公司净利润	-4.7%	-4.5%	-0.1%	76.9%	13.8%
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>50,378</b>	<b>65,405</b>	<b>80,577</b>	毛利率	33.8%	28.0%	31.8%	33.6%	34.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>76,913</b>	<b>96,865</b>	<b>114,824</b>	<b>135,037</b>	<b>151,573</b>	净利率	17.5%	14.9%	17.0%	20.7%	21.7%
						ROE	34.8%	26.6%	22.3%	32.1%	28.8%
						ROIC	23.6%	17.0%	13.8%	18.6%	18.2%
						偿债能力					
						资产负债率	49.0%	54.6%	56.1%	51.6%	46.8%
						净负债率	46.0%	56.3%	86.7%	63.1%	41.7%
						流动比率	0.90	0.52	0.61	0.94	1.14
						速动比率	0.66	0.33	0.43	0.66	0.85
						营运能力					
						应收账款周转率	22.6	19.5	15.6	22.1	19.5
						存货周转率	5.4	6.0	4.9	6.0	5.3
						总资产周转率	0.8	0.8	0.6	0.7	0.7
						每股指标(元)					
						每股收益	3.38	3.23	3.22	5.70	6.49
						每股经营现金流	6.13	8.26	1.31	6.73	8.78
						每股净资产	10.76	13.50	15.42	20.15	24.93
						估值比率					
						市盈率	21.4	22.4	22.4	12.7	11.1
						市净率	6.7	5.3	4.7	3.6	2.9
						EV/EBITDA	12.7	9.5	15.1	9.2	7.8
						EV/EBIT	14.9	18.8	18.2	11.0	9.8

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)