

## 第二基地环评公示，成长确定性增强

### 核心观点

- **荆州基地一期环评公示，降本增效持续进行：**3月4日荆州生态环境局公示了华鲁第二基地一期环评报告书。项目分为园区气体动力平台和合成气综合利用项目。其一即造气平台，投资59亿元，造气规模约200万吨氨醇当量。项目采用3000吨/日投煤的多喷嘴对置式水煤浆气化炉3开1备配置，与德州本部最大的造气炉单体规模一致，而且在数量上更多；单吨氨醇原料煤单耗约1.3，低于本部水平。项目动力方面配备3台560吨/h煤粉锅炉，单体规模大于德州本部所有锅炉；锅炉规模越大，资源利用效率越高，污染物、碳的排放压力也越小。其二为碳一产业链，总投资56亿，中间产品为100万吨合成氨，80万吨甲醇；外售38万吨液氨、100万吨尿素、100万吨醋酸、15万吨DMF等；我们认为一期碳一产业链主要起到打通新基地造气平台的功能，并为未来二期下游延伸打下坚实基础。
- **碳中和目标下煤化工龙头掌握发展主动权：**碳中和目标引发了市场对化工行业的关注和担忧。化工行业虽然排放总量占比有限但排放强度突出，尤其是我们近期报告测算，煤化工因为原料本身含氢量少，需要通过合成气变换工序制氢并带来大量与能源消耗无关的过程排放；导致市场将煤化工视为新一轮供给侧改革的目标，龙头也难逃猛烈杀跌。但我们认为，过去即使没有“碳中和”的框架，龙头上也在不断地打造自己降耗减排的know-how。华鲁德州三大造气平台互联互通后提升了合成气利用率，就是降低了无谓的碳原子流失；也不断通过蒸汽回用降低动力相关排放。以华鲁为代表的先进企业从来都不是针对当下政策见招拆招，而是早有意识进行了布局，它们在短、中、长期的维度下依旧是最具有生命力且掌握发展权的群体。

### 财务预测与投资建议

- 由于产品价格波动，预测20-22年华鲁恒升每股EPS为1.17、2.51和2.71元（原20-21年预测1.46、1.55元），按照可比公司21年18倍市盈率，给予目标价45.18元并维持买入评级。

### 风险提示

- 项目审批进度存在不确定性；产品和原材料价格波动

| 公司主要财务信息      |        |        |        |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|               | 2018A  | 2019A  | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
| 营业收入(百万元)     | 14,357 | 14,190 | 13,199 | 18,310 | 20,512 |
| 同比增长(%)       | 37.9%  | -1.2%  | -7.0%  | 38.7%  | 12.0%  |
| 营业利润(百万元)     | 3,569  | 2,899  | 2,257  | 4,822  | 5,203  |
| 同比增长(%)       | 146.2% | -18.8% | -22.1% | 113.6% | 7.9%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 3,020  | 2,453  | 1,909  | 4,082  | 4,404  |
| 同比增长(%)       | 147.1% | -18.8% | -22.2% | 113.8% | 7.9%   |
| 每股收益(元)       | 1.86   | 1.51   | 1.17   | 2.51   | 2.71   |
| 毛利率(%)        | 30.5%  | 27.8%  | 25.5%  | 31.2%  | 29.7%  |
| 净利率(%)        | 21.0%  | 17.3%  | 14.5%  | 22.3%  | 21.5%  |
| 净资产收益率(%)     | 28.3%  | 18.7%  | 12.7%  | 22.9%  | 20.3%  |
| 市盈率           | 18.2   | 22.4   | 28.8   | 13.5   | 12.5   |
| 市净率           | 4.6    | 3.9    | 3.5    | 2.8    | 2.3    |

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03月23日) | 33.8元           |
| 目标价格            | 45.18元          |
| 52周最高价/最低价      | 52.58/14.25元    |
| 总股本/流通A股(万股)    | 162,666/162,244 |
| A股市值(百万元)       | 54,981          |
| 国家/地区           | 中国              |
| 行业              | 基础化工            |
| 报告发布日期          | 2021年03月24日     |

| 股价表现  | 1周    | 1月     | 3月     | 12月    |
|-------|-------|--------|--------|--------|
| 绝对表现  | -9.36 | -28.1  | -5.08  | 134.17 |
| 相对表现  | -7.53 | -21.13 | -13.26 | 102.82 |
| 沪深300 | -1.83 | -6.97  | 8.18   | 31.35  |



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 万里扬  
021-63325888\*2504  
wanliyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519090003

### 相关报告

油价下跌对华鲁影响有多大 2020-03-23

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。

公司产品价格 20 年暴跌，而 21 年随着需求复苏价格大涨，故更新盈利预测，具体如下：

**表 1：核心假设变动分析表**

| 关键参数        | 调整前   |       |       | 调整后    |        |       |
|-------------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|
|             | 2020E | 2021E | 2022E | 2020E  | 2021E  | 2022E |
| 核心假设        |       |       |       |        |        |       |
| 尿素销量（万吨）    | 151   | 154   |       | 173    | 162    | 162   |
| 变动幅度        |       |       |       | 14%    | 5%     |       |
| 复合肥销量（万吨）   | 64    | 64    |       | 64     | 64     | 64    |
| 变动幅度        |       |       |       | 0.0%   | 0.0%   |       |
| DMF 销量（万吨）  | 24    | 24    |       | 26     | 34     | 34    |
| 变动幅度        |       |       |       | 10.0%  | 40.0%  |       |
| 混胺销量（万吨）    | 14.0  | 14.0  |       | 14     | 14     | 14    |
| 变动幅度        |       |       |       | 0.0%   | 0.0%   |       |
| 己二酸销量（万吨）   | 14.7  | 18.0  |       | 15     | 29     | 31    |
| 变动幅度        |       |       |       | 3.3%   | 63.3%  |       |
| 环己酮销量（万吨）   | 7.5   | 5.7   |       | 8      | 6      | 6     |
| 变动幅度        |       |       |       | 12.1%  | -1.8%  |       |
| 醋酸销量（万吨）    | 60.0  | 60.0  |       | 54     | 60     | 60    |
| 变动幅度        |       |       |       | -10.0% | 0.0%   |       |
| 醋酐销量（万吨）    | 3.5   | 3.5   |       | 4      | 4      | 4     |
| 变动幅度        |       |       |       | 0.0%   | 0.0%   |       |
| 丁辛醇销量（万吨）   | 18.6  | 18.6  |       | 19     | 19     | 19    |
| 变动幅度        |       |       |       | 0.0%   | 0.0%   |       |
| 乙二醇销量（万吨）   | 49.5  | 52.3  |       | 50     | 52     | 54    |
| 变动幅度        |       |       |       | 0.0%   | 0.0%   |       |
| 三聚氰胺销量（万吨）  | 5.5   | 6.0   |       | 6      | 6      | 6     |
| 变动幅度        |       |       |       | 0.0%   | 0.0%   |       |
| 己内酰胺销量（万吨）  | 0.0   | 2.3   |       | 0      | 13     | 30    |
| 变动幅度        |       |       |       |        | 466.7% |       |
| 尿素价格（元/吨）   | 1980  | 2000  |       | 1700   | 1900   | 1900  |
| 变动幅度        |       |       |       | -14.1% | -5.0%  |       |
| 复合肥价格（元/吨）  | 1100  | 1100  |       | 600    | 650    | 650   |
| 变动幅度        |       |       |       | -45.5% | -40.9% |       |
| DMF 价格（元/吨） | 5050  | 5100  |       | 5800   | 7000   | 7000  |
| 变动幅度        |       |       |       | 14.9%  | 37.3%  |       |
| 混胺价格（元/吨）   | 6800  | 6800  |       | 6800   | 7000   | 7000  |
| 变动幅度        |       |       |       | 0.0%   | 2.9%   |       |
| 己二酸价格（元/吨）  | 8700  | 8800  |       | 6800   | 8000   | 8000  |
| 变动幅度        |       |       |       | -22%   | -9%    |       |
| 环己酮价格（元/吨）  | 10200 | 10200 |       | 6500   | 8000   | 8000  |

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申明。

|             |       |       |               |               |       |
|-------------|-------|-------|---------------|---------------|-------|
| 变动幅度        |       |       | <b>-36%</b>   | <b>-22%</b>   |       |
| 醋酸价格（元/吨）   | 2700  | 2700  | 2800          | 4500          | 4500  |
| 变动幅度        |       |       | <b>4%</b>     | <b>67%</b>    |       |
| 醋酐价格（元/吨）   | 4500  | 4500  | 4500          | 4500          | 4500  |
| 变动幅度        |       |       | <b>0%</b>     | <b>0%</b>     |       |
| 丁辛醇价格（元/吨）  | 8100  | 8200  | 7000          | 8500          | 8500  |
| 变动幅度        |       |       | <b>-14%</b>   | <b>4%</b>     |       |
| 乙二醇价格（元/吨）  | 4068  | 4068  | 3800          | 4500          | 4500  |
| 变动幅度        |       |       | <b>-7%</b>    | <b>11%</b>    |       |
| 三聚氰胺价格（元/吨） | 6150  | 6300  | 5270          | 7000          | 7000  |
| 变动幅度        |       |       | <b>-14%</b>   | <b>11%</b>    |       |
| 己内酰胺价格（元/吨） |       | 12000 |               | 13000         | 13000 |
| 变动幅度        |       |       |               | <b>8%</b>     |       |
| 销售费用率       | 1.74% | 1.66% | 2.58%         | 1.83%         | 1.57% |
| 变动幅度        |       |       | <b>0.84%</b>  | <b>0.17%</b>  |       |
| 管理费用率       | 1.65% | 1.67% | 1.25%         | 0.96%         | 0.90% |
| 变动幅度        |       |       | <b>-0.40%</b> | <b>-0.71%</b> |       |
| 研发费用率       | 0.00% | 0.00% | 3.00%         | 1.00%         | 1.00% |
| 变动幅度        |       |       | <b>3.00%</b>  | <b>1.00%</b>  |       |
| 财务费用率       | 0.97% | 0.66% | 1.16%         | 0.78%         | 0.51% |
| 变动幅度        |       |       | <b>0.18%</b>  | <b>0.12%</b>  |       |
| 营业所得税率      | 15%   | 15%   | 15%           | 15%           | 15%   |
| 变动幅度        |       |       | <b>0%</b>     | <b>0%</b>     |       |

资料来源：东方证券研究所

**表 2：分产品盈利预测变动分析表（人民币百万元，标注除外）**

| 主营业务           | 调整前    |        |       | 调整后           |              |        |
|----------------|--------|--------|-------|---------------|--------------|--------|
|                | 2020E  | 2021E  | 2022E | 2020E         | 2021E        | 2022E  |
| <b>肥料</b>      |        |        |       |               |              |        |
| 销售收入           | 3,381  | 3,462  |       | 3,041         | 3,204        | 3,204  |
| 变动幅度           |        |        |       | <b>-10.0%</b> | <b>-7.4%</b> |        |
| 毛利率            | 37.68% | 38.34% |       | 24.95%        | 29.45%       | 29.45% |
| 变动幅度           |        |        |       | <b>-12.7%</b> | <b>-8.9%</b> |        |
| <b>有机胺</b>     |        |        |       |               |              |        |
| 销售收入           | 1,915  | 1,926  |       | 2,198         | 2,949        | 2,949  |
| 变动幅度           |        |        |       | <b>14.8%</b>  | <b>53.1%</b> |        |
| 毛利率            | 37.95% | 38.35% |       | 43.6%         | 48.5%        | 48.5%  |
| 变动幅度           |        |        |       | <b>5.6%</b>   | <b>10.2%</b> |        |
| <b>己二酸及中间体</b> |        |        |       |               |              |        |
| 销售收入           | 1,811  | 1,914  |       | 1,399         | 2,476        | 2,613  |

|               |        |        |               |               |        |
|---------------|--------|--------|---------------|---------------|--------|
| 变动幅度          |        |        | <b>-22.8%</b> | <b>29.3%</b>  |        |
| 毛利率           | 23.36% | 22.91% | 12.84%        | 9.75%         | 9.75%  |
| 变动幅度          |        |        | <b>-10.5%</b> | <b>-13.2%</b> |        |
| <b>醋酸及衍生品</b> |        |        |               |               |        |
| 销售收入          | 1,573  | 1,573  | 1,477         | 2,529         | 2,529  |
| 变动幅度          |        |        | <b>-6.1%</b>  | <b>60.8%</b>  |        |
| 毛利率           | 32.14% | 32.34% | 38.08%        | 58.59%        | 58.59% |
| 变动幅度          |        |        | <b>5.9%</b>   | <b>26.3%</b>  |        |
| <b>多元醇</b>    |        |        |               |               |        |
| 销售收入          | 3,115  | 3,231  | 2,817         | 3,480         | 3,546  |
| 变动幅度          |        |        | <b>-9.6%</b>  | <b>7.7%</b>   |        |
| 毛利率           | 3.41%  | 4.64%  | 12.06%        | 23.57%        | 23.76% |
| 变动幅度          |        |        | <b>8.7%</b>   | <b>18.9%</b>  |        |
| <b>其他产品</b>   |        |        |               |               |        |
| 销售收入          | 1,633  | 1,769  | 1,750         | 2,897         | 4,509  |
| 变动幅度          |        |        | <b>7.2%</b>   | <b>63.8%</b>  |        |
| 毛利率           | 25.00% | 23.37% | 29.00%        | 24.76%        | 22.58% |
| 变动幅度          |        |        | <b>4.0%</b>   | <b>1.4%</b>   |        |
| <b>其他业务</b>   |        |        |               |               |        |
| 销售收入          | 412    | 494    | 516           | 775           | 1,162  |
| 变动幅度          |        |        | <b>25.4%</b>  | <b>56.8%</b>  |        |
| 毛利率           | 13.00% | 13.00% | 11.00%        | 11.00%        | 11.00% |
| 变动幅度          |        |        | <b>-2.0%</b>  | <b>-2.0%</b>  |        |
| 销售收入合计        | 13,840 | 14,369 | 13,199        | 18,310        | 20,512 |
| 变动幅度          |        |        | <b>-4.6%</b>  | <b>27.4%</b>  |        |
| 综合毛利率         | 25.27% | 25.33% | 25.48%        | 31.24%        | 29.74% |
| 变动幅度          |        |        | <b>0.2%</b>   | <b>5.9%</b>   |        |

资料来源：东方证券研究所

**表 3：主要财务数据变动分析表（人民币百万元，标注除外）**

| 财务指标     | 调整前    |        |       | 调整后           |              |        |
|----------|--------|--------|-------|---------------|--------------|--------|
|          | 2020E  | 2021E  | 2022E | 2020E         | 2021E        | 2022E  |
| 营业收入     | 13,840 | 14,369 |       | 13,199        | 18,310       | 20,512 |
| 变动幅度     |        |        |       | <b>-4.6%</b>  | <b>27.4%</b> |        |
| 营业利润     | 2,804  | 2,972  |       | 2,257         | 4,822        | 5,203  |
| 变动幅度     |        |        |       | <b>-19.5%</b> | <b>62.2%</b> |        |
| 归属母公司净利润 | 2,379  | 2,521  |       | 1,909         | 4,082        | 4,404  |
| 变动幅度     |        |        |       | <b>-19.7%</b> | <b>61.9%</b> |        |
| 每股收益（元）  | 1.46   | 1.55   |       | 1.17          | 2.51         | 2.71   |
| 变动幅度     |        |        |       | <b>-19.8%</b> | <b>61.8%</b> |        |

|        |        |        |              |             |        |
|--------|--------|--------|--------------|-------------|--------|
| 毛利率(%) | 25.27% | 25.33% | 25.48%       | 31.24%      | 29.74% |
| 变动幅度   |        |        | <b>0.2%</b>  | <b>5.9%</b> |        |
| 净利率(%) | 17.19% | 17.55% | 14.46%       | 22.29%      | 21.47% |
| 变动幅度   |        |        | <b>-2.7%</b> | <b>4.7%</b> |        |

资料来源：东方证券研究所

**表 4：可比公司估值（截至 2021/3/23）**

| 可比公司  | 每股收益（元） |       |       |       | 市盈率   |       |       |       |
|-------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|       | 2019A   | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 鲁西化工  | 0.89    | 0.43  | 0.94  | 1.26  | 16.05 | 32.95 | 15.22 | 11.28 |
| 云天化   | 0.08    | 0.15  | 0.33  | 0.42  | 88.14 | 48.79 | 21.80 | 17.54 |
| 万华化学  | 3.23    | 3.20  | 6.03  | 6.73  | 33.47 | 33.77 | 17.90 | 16.04 |
| 华峰化学  | 0.40    | 0.48  | 0.74  | 0.86  | 29.11 | 24.06 | 15.56 | 13.42 |
| 荣盛石化  | 0.33    | 1.11  | 1.69  | 2.21  | 82.26 | 24.32 | 15.88 | 12.18 |
| 扬农化工  | 3.77    | 3.86  | 4.84  | 5.99  | 31.68 | 31.01 | 24.73 | 19.96 |
| 调整后平均 |         |       |       |       | 44.13 | 30.51 | 17.78 | 14.79 |

资料来源：Wind，东方证券研究所

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有华鲁恒升 (600426.SH) 股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

**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             | 1,283          | 715            | 1,742          | 5,066          | 9,634         | 营业收入             | 14,357       | 14,190       | 13,199       | 18,310       | 20,512       |
| 应收票据及应收账款        | 1,103          | 968            | 523            | 385            | 622           | 营业成本             | 9,980        | 10,239       | 9,836        | 12,589       | 14,412       |
| 预付账款             | 171            | 130            | 139            | 180            | 209           | 营业税金及附加          | 98           | 93           | 89           | 122          | 137          |
| 存货               | 557            | 332            | 434            | 481            | 593           | 营业费用             | 261          | 372          | 341          | 333          | 320          |
| 其他               | 1,202          | 1,347          | 1,275          | 1,311          | 1,293         | 管理费用及研发费用        | 209          | 488          | 561          | 357          | 389          |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>4,317</b>   | <b>3,491</b>   | <b>4,112</b>   | <b>7,424</b>   | <b>12,351</b> | 财务费用             | 177          | 154          | 150          | 134          | 92           |
| 长期股权投资           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             | 资产、信用减值损失        | 76           | 5            | 1            | 0            | 1            |
| 固定资产             | 12,976         | 11,924         | 13,061         | 13,984         | 14,114        | 公允价值变动收益         | 0            | 13           | 7            | 10           | 8            |
| 在建工程             | 172            | 482            | 1,551          | 1,549          | 735           | 投资净收益            | 12           | 42           | 27           | 34           | 30           |
| 无形资产             | 696            | 1,070          | 1,050          | 1,029          | 1,008         | 其他               | 2            | 5            | 3            | 4            | 4            |
| 其他               | 496            | 1,220          | 106            | 106            | 106           | <b>营业利润</b>      | <b>3,569</b> | <b>2,899</b> | <b>2,257</b> | <b>4,822</b> | <b>5,203</b> |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>14,340</b>  | <b>14,697</b>  | <b>15,769</b>  | <b>16,668</b>  | <b>15,964</b> | 营业外收入            | 1            | 1            | 1            | 1            | 1            |
| <b>资产总计</b>      | <b>18,657</b>  | <b>18,187</b>  | <b>19,881</b>  | <b>24,092</b>  | <b>28,315</b> | 营业外支出            | 4            | 3            | 4            | 3            | 3            |
| 短期借款             | 270            | 0              | 135            | 68             | 101           | <b>利润总额</b>      | <b>3,565</b> | <b>2,896</b> | <b>2,254</b> | <b>4,820</b> | <b>5,200</b> |
| 应付票据及应付账款        | 1,568          | 824            | 1,168          | 1,254          | 1,574         | 所得税              | 546          | 443          | 345          | 738          | 796          |
| 其他               | 2,140          | 1,610          | 1,203          | 1,518          | 1,472         | <b>净利润</b>       | <b>3,020</b> | <b>2,453</b> | <b>1,909</b> | <b>4,082</b> | <b>4,404</b> |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>3,978</b>   | <b>2,434</b>   | <b>2,507</b>   | <b>2,839</b>   | <b>3,147</b>  | 少数股东损益           | 0            | 0            | 0            | 0            | 0            |
| 长期借款             | 2,594          | 1,504          | 1,504          | 1,504          | 1,504         | <b>归属于母公司净利润</b> | <b>3,020</b> | <b>2,453</b> | <b>1,909</b> | <b>4,082</b> | <b>4,404</b> |
| 应付债券             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             | 每股收益（元）          | 1.86         | 1.51         | 1.17         | 2.51         | 2.71         |
| 其他               | 17             | 18             | 0              | 0              | 0             | <b>主要财务比率</b>    |              |              |              |              |              |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>2,612</b>   | <b>1,522</b>   | <b>1,504</b>   | <b>1,504</b>   | <b>1,504</b>  |                  | <b>2018A</b> | <b>2019A</b> | <b>2020E</b> | <b>2021E</b> | <b>2022E</b> |
| <b>负债合计</b>      | <b>6,589</b>   | <b>3,956</b>   | <b>4,011</b>   | <b>4,343</b>   | <b>4,651</b>  | <b>成长能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 少数股东权益           | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             | 营业收入             | 37.9%        | -1.2%        | -7.0%        | 38.7%        | 12.0%        |
| 股本               | 1,627          | 1,627          | 1,627          | 1,627          | 1,627         | 营业利润             | 146.2%       | -18.8%       | -22.1%       | 113.6%       | 7.9%         |
| 资本公积             | 1,983          | 2,018          | 2,073          | 2,073          | 2,073         | 归属于母公司净利润        | 147.1%       | -18.8%       | -22.2%       | 113.8%       | 7.9%         |
| 留存收益             | 8,459          | 10,586         | 12,170         | 16,049         | 19,965        | <b>获利能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 其他               | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             | 毛利率              | 30.5%        | 27.8%        | 25.5%        | 31.2%        | 29.7%        |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>12,068</b>  | <b>14,231</b>  | <b>15,870</b>  | <b>19,748</b>  | <b>23,664</b> | 净利率              | 21.0%        | 17.3%        | 14.5%        | 22.3%        | 21.5%        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>18,657</b>  | <b>18,187</b>  | <b>19,881</b>  | <b>24,092</b>  | <b>28,315</b> | ROE              | 28.3%        | 18.7%        | 12.7%        | 22.9%        | 20.3%        |
| <b>现金流量表</b>     |                |                |                |                |               | ROIC             | 20.9%        | 15.7%        | 11.6%        | 20.5%        | 18.4%        |
| 单位:百万元           | 2018A          | 2019A          | 2020E          | 2021E          | 2022E         | <b>偿债能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 净利润              | 3,020          | 2,453          | 1,909          | 4,082          | 4,404         | 资产负债率            | 35.3%        | 21.8%        | 20.2%        | 18.0%        | 16.4%        |
| 折旧摊销             | 970            | 1,250          | 1,210          | 1,422          | 1,605         | 净负债率             | 24.2%        | 12.0%        | 6.4%         | 0.0%         | 0.0%         |
| 财务费用             | 177            | 154            | 150            | 134            | 92            | 流动比率             | 1.09         | 1.43         | 1.64         | 2.61         | 3.92         |
| 投资损失             | (12)           | (42)           | (27)           | (34)           | (30)          | 速动比率             | 0.94         | 1.30         | 1.47         | 2.44         | 3.73         |
| 营运资金变动           | (1,068)        | 720            | 127            | 521            | (141)         | <b>营运能力</b>      |              |              |              |              |              |
| 其它               | 854            | (800)          | 1,086          | (10)           | (8)           | 应收账款周转率          | 443.4        | 490.9        | 431.4        | 542.2        | 486.0        |
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>3,941</b>   | <b>3,736</b>   | <b>4,456</b>   | <b>6,114</b>   | <b>5,922</b>  | 存货周转率            | 20.5         | 22.6         | 25.5         | 27.3         | 26.6         |
| 资本支出             | (2,087)        | (865)          | (3,388)        | (2,321)        | (902)         | 总资产周转率           | 0.8          | 0.8          | 0.7          | 0.8          | 0.8          |
| 长期投资             | 0              | 0              | 0              | 0              | 0             | <b>每股指标（元）</b>   |              |              |              |              |              |
| 其他               | (269)          | (1,149)        | 33             | 44             | 39            | 每股收益             | 1.86         | 1.51         | 1.17         | 2.51         | 2.71         |
| <b>投资活动现金流</b>   | <b>(2,356)</b> | <b>(2,014)</b> | <b>(3,355)</b> | <b>(2,277)</b> | <b>(863)</b>  | 每股经营现金流          | 2.42         | 2.30         | 2.74         | 3.76         | 3.64         |
| 债权融资             | (239)          | (1,523)        | 212            | (108)          | 54            | 每股净资产            | 7.42         | 8.75         | 9.76         | 12.14        | 14.55        |
| 股权融资             | 2              | 36             | 55             | 0              | 0             | <b>估值比率</b>      |              |              |              |              |              |
| 其他               | (818)          | (803)          | (341)          | (405)          | (546)         | 市盈率              | 18.2         | 22.4         | 28.8         | 13.5         | 12.5         |
| <b>筹资活动现金流</b>   | <b>(1,055)</b> | <b>(2,291)</b> | <b>(74)</b>    | <b>(513)</b>   | <b>(492)</b>  | 市净率              | 4.6          | 3.9          | 3.5          | 2.8          | 2.3          |
| 汇率变动影响           | (1)            | (1)            | -0             | -0             | -0            | EV/EBITDA        | 11.8         | 12.9         | 15.3         | 8.7          | 8.0          |
| <b>现金净增加额</b>    | <b>530</b>     | <b>(569)</b>   | <b>1,027</b>   | <b>3,324</b>   | <b>4,568</b>  | EV/EBIT          | 14.8         | 18.2         | 23.0         | 11.2         | 10.5         |

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)