

# 华鲁恒升 (600426)

## 乘风破浪会有时，直挂云帆济沧海

**事件：华鲁恒升发布 2020 年年报，2020 年度实现营业收入 131.15 亿元，同比下降 7.58%；实现归母净利润 17.98 亿元，同比下降 26.70%；EPS1.11 元。其中第四季度实现营业收入 40.72 亿元，同比增长 13.74%，环比增长 33.51%；实现归母净利润 5.08 亿元，同比下降 6.10%，环比增长 31.61%。**

**疫情叠加三季度停产，收入利润双双下滑，四季度负面影响消除后回升明显。**受到疫情及三季度部分装置停产检修影响，全年收入及利润同比下滑，而四季度在产能恢复和下游需求复苏的情况下，实现收入同比、环比增长，单季度收入创历史新高，净利润实现环比快速恢复，景气低点三季度已现，四季度提升明显。

**公司运营管理高效，适用新会计准则，高研发下四费率维持低位，现金流保持优秀。**公司保持了较高的运营管理效率，全年四费率为 4.65%，较上年减少 2.49pct，主要系本期根据新收入准则要求将“销售费用”中的运费、装卸费及出口港杂费转入“合同履约成本”所致，而四费中研发费用占营收比重为 2.2%，研发费用保持较高水平；现金流方面虽然受收入利润体量下滑影响经营性现金流有所下滑，但仍然保持了优秀的现金流状态，不仅为短期高强度资本开支提供了支持，还连续实现了全年债务的净偿还。

**分产品来看，肥料稳定贡献收入，有机胺贡献增量，其余板块拖累业绩。**五大板块中，肥料、多元醇、有机胺、醋酸和己二酸板块实现收入 33.49、25.44、24.41、14.24 和 11.83 亿元，同比变化-8.79%、-18.99%、+26.87%、-13.81%和-27.88%，主要产品价格多数出现下行，尿素、乙二醇、DMF、醋酸和己二酸 2020 年均价为 1699.8、3856.3、6376.0、2641.2 和 6830.8 元/吨，同比变化-9.75%、-18.64%、+26.45%、-11.47%和-16.24%。其中肥料板块盈利稳定，价格现复苏态势，多元醇板块全年亏损，价格同比下行明显，有机胺板块量价齐升，价格更创历史新高，醋酸板块前低后高，已经迎来景气周期，己二酸板块量价齐跌，四季度价格实现恢复性上行。

**展望未来，已迎来景气周期，荆州基地打开成长大门。**随着全球经济复苏，华鲁主要产品价格在四季度均有明显上行，产品价格的上行有望为华鲁带来周期性盈利增长，未来利润中枢有望迎来上移。而荆州项目的有序推进，为华鲁打开成长大门。在碳中和背景下，公司一方面会加大研发，通过创新驱动向价值链更高的方向延伸，另一方面会统筹德州和荆州两个基地协同发展，通过第二基地建设全面提升公司行业竞争力。

**盈利预测：盈利预测及投资建议：**因产品价格大幅上行，我们上调公司盈利预期，预计公司 2021-2022 年归母净利润为 40.3、45.0 亿元（前值 30.37 和 38.19 亿元），并预测 2023 年公司归母净利润为 47.4 亿元，对应 2021-2023 年 EPS 分别为 2.48、2.76、2.91 元/股，给与 2021 年 18 倍估值，上调目标价至 44.64 元，（前值 37.33 元），维持“买入”评级。

**风险提示：**项目建设不及预期，产品价格大幅下行，安全生产问题

| 财务数据和估值     | 2019      | 2020      | 2021E     | 2022E     | 2023E     |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 营业收入(百万元)   | 14,190.48 | 13,114.96 | 18,912.75 | 20,622.84 | 22,565.26 |
| 增长率(%)      | (1.16)    | (7.58)    | 44.21     | 9.04      | 9.42      |
| EBITDA(百万元) | 4,674.51  | 3,829.92  | 5,819.03  | 6,350.24  | 6,676.98  |
| 净利润(百万元)    | 2,453.03  | 1,798.38  | 4,033.05  | 4,496.62  | 4,738.22  |
| 增长率(%)      | (18.76)   | (26.69)   | 124.26    | 11.49     | 5.37      |
| EPS(元/股)    | 1.51      | 1.11      | 2.48      | 2.76      | 2.91      |
| 市盈率(P/E)    | 23.21     | 31.66     | 14.12     | 12.66     | 12.02     |
| 市净率(P/B)    | 4.00      | 3.68      | 3.04      | 2.55      | 2.18      |
| 市销率(P/S)    | 4.01      | 4.34      | 3.01      | 2.76      | 2.52      |
| EV/EBITDA   | 6.75      | 15.64     | 9.69      | 8.68      | 8.07      |

资料来源：wind，天风证券研究所

### 投资评级

|        |          |
|--------|----------|
| 行业     | 化工/化学制品  |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格   | 35 元     |
| 目标价格   | 44.64 元  |

### 基本数据

|               |             |
|---------------|-------------|
| A 股总股本(百万股)   | 1,626.66    |
| 流通 A 股股本(百万股) | 1,622.44    |
| A 股总市值(百万元)   | 56,933.09   |
| 流通 A 股市值(百万元) | 56,785.39   |
| 每股净资产(元)      | 9.51        |
| 资产负债率(%)      | 23.85       |
| 一年内最高/最低(元)   | 52.58/15.09 |

### 作者

|                           |     |
|---------------------------|-----|
| <b>李辉</b>                 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110517040001 |     |
| huili@tfzq.com            |     |
| <b>郭建奇</b>                | 联系人 |
| guojianqi@tfzq.com        |     |

### 股价走势



资料来源：贝格数据

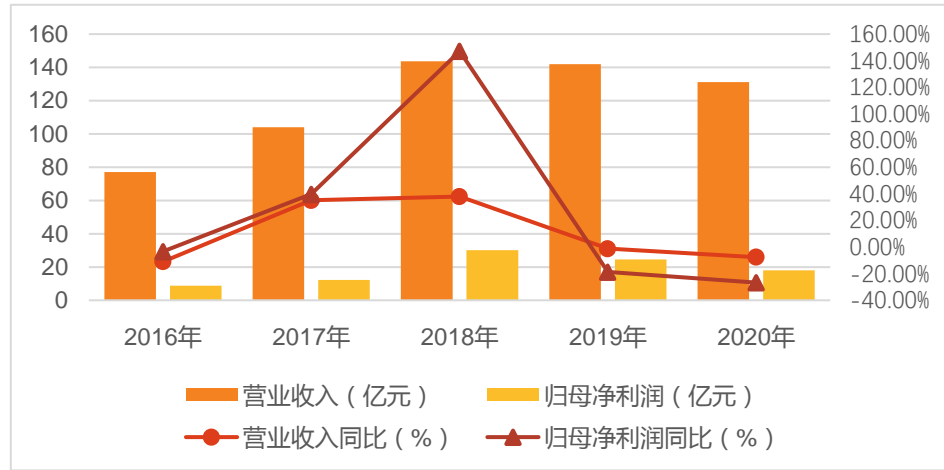
### 相关报告

- 《华鲁恒升-公司深度研究:第二基地打开成长空间，后浪更比前浪高》 2020-12-09
- 《华鲁恒升-季报点评:业绩低点已现，景气、成长指日可待》 2020-10-30
- 《华鲁恒升-季报点评:三季报整体平稳，未来继续维持较强盈利水平》 2019-11-03

## 1. 单季收入创新高，疫情影响消退后景气迎来上行

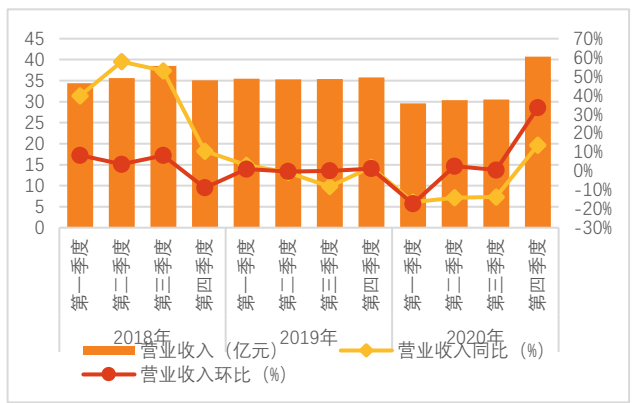
疫情叠加三季度停产，收入利润双双下滑，四季度负面影响消除后回升明显。受到疫情及三季度部分装置停产检修影响，全年收入及利润同比下滑，2020年公司实现营业收入131.15亿元，同比下滑7.58%，归母净利润17.98亿元，同比下滑26.70%。而四季度在产能恢复和下游需求复苏的情况下，实现收入40.72亿元，同比增长13.74%，环比增长33.51%，单季度收入创历史新高，实现归母净利润5.08亿元，同比下降6.10%，环比增长31.61%，景气低点三季度已现，四季度环比提升明显。

图 1：全年收入利润下滑



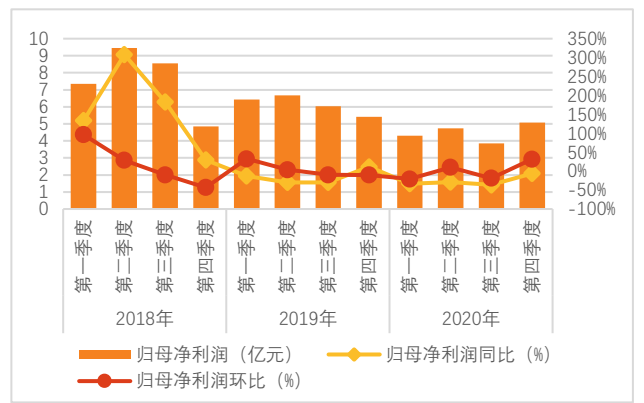
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 2：四季度收入创历史新高



资料来源：Wind，天风证券研究所

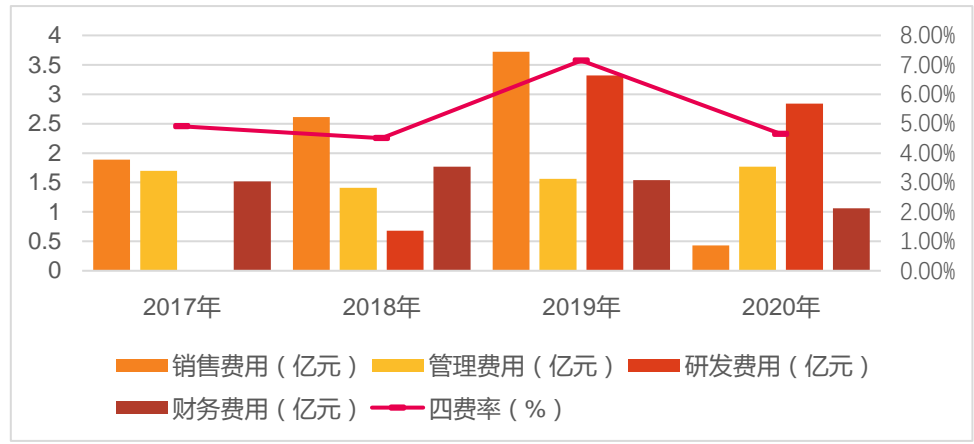
图 3：利润低点已现，四季度恢复性上涨



资料来源：Wind，天风证券研究所

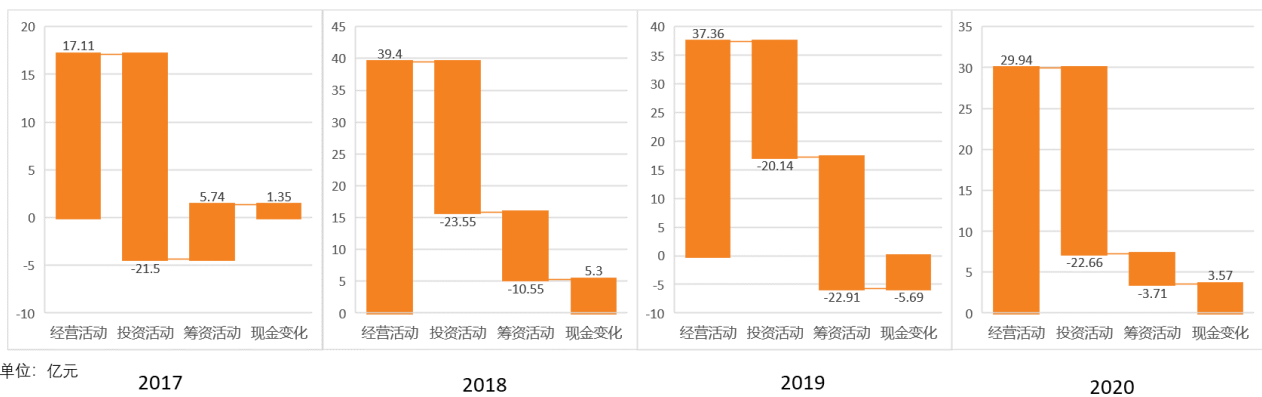
公司运营管理高效，适用新会计准则，高研发下四费率维持低位，现金流保持优秀。公司保持了较高的运营管理效率，全年四费率为4.65%，较上年减少2.49pct，主要系本期根据新收入准则要求将“销售费用”中的运费、装卸费及出口港杂费转入“合同履约成本”所致，而四费中研发费用占营收比重为2.2%，研发费用保持较高水平；现金流方面虽然受收入利润体量下滑影响经营性现金流有所下滑，但仍然保持了优秀的现金流状态，不仅为短期高强度资本开支提供了支持，还连续实现了全年债务的净偿还。

图 4：高研发费用，低四费率



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 5: 连续多年保持优质现金流水平

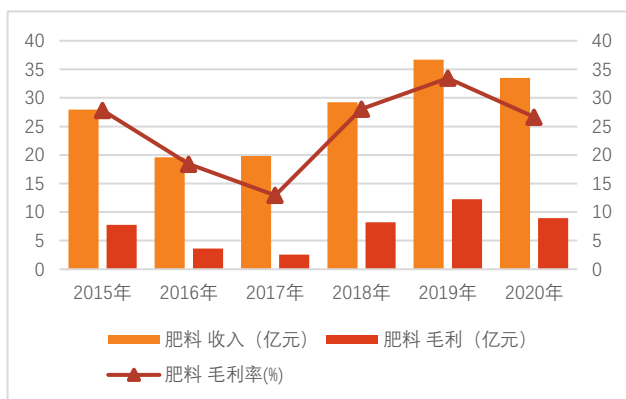


资料来源: Wind, 天风证券研究所

## 2. 分产品来看, 肥料稳定贡献收入, 有机胺贡献增量, 其余板块拖累业绩

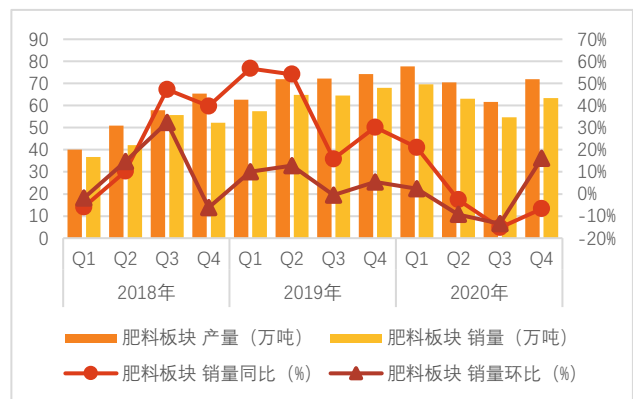
**肥料板块盈利稳定, 价格现复苏态势。**肥料板块实现收入 33.49 亿元, 同比-8.79%, 实现产量/销量 281.73 万吨/250.92 万吨, 同比+0.2%/-1.6%, 其中四季度销量为 63.45 万吨, 环比三季度+16.0%, 已现复苏态势。尿素全年均价 1699.8 元/吨, 同比-9.75%, 分季度看, 产品价格自二季度低点以来, 已有较大幅度上涨, 四季度均价为 1755.4 元/吨, 环比+4.49%, 一季度尿素涨势较快, 目前均价涨至 2000 元/吨以上, 肥料板块 2021 年收入利润可期。

图 6: 肥料收入、毛利下滑, 但较为稳定



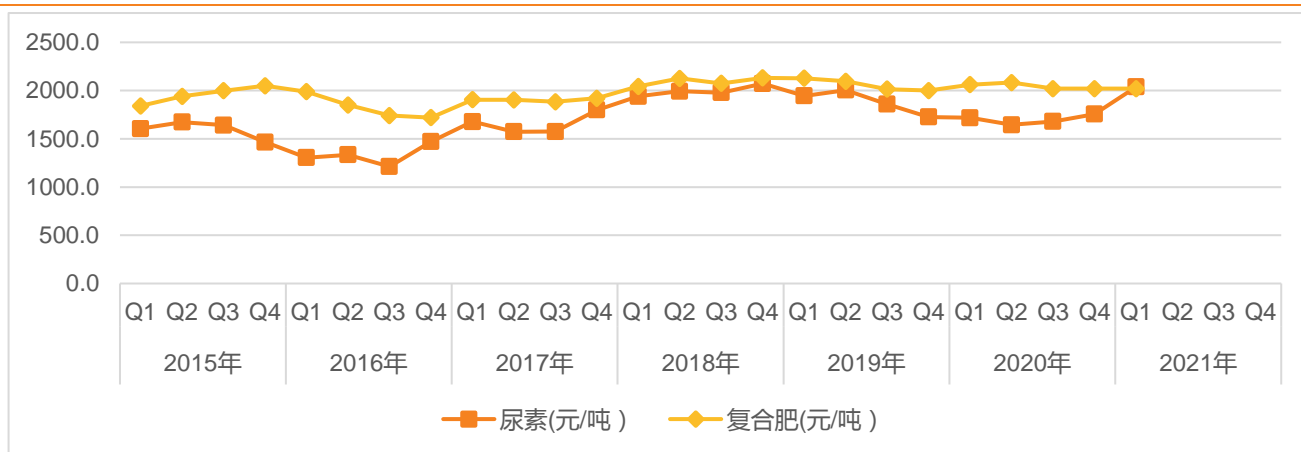
资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 肥料三季度低点, 四季度环比上行



资料来源: Wind, 天风证券研究所

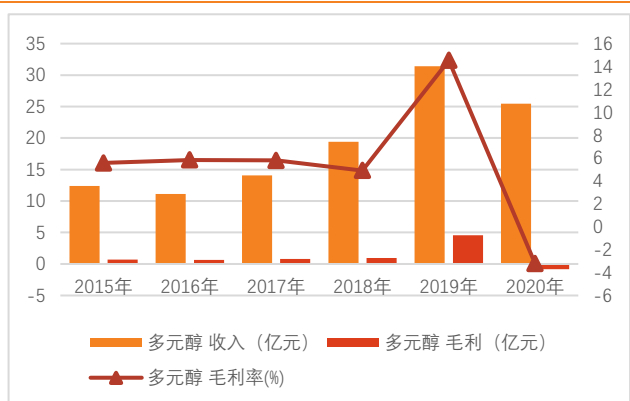
图 8：尿素价格逐季抬升，复合肥价格稳定



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

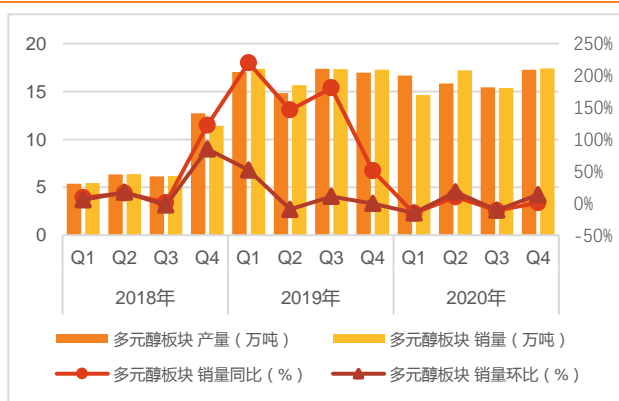
**多元醇板块全年亏损，价格同比下行明显。**多元醇板块实现收入 25.44 亿元，同比-18.99%，而毛利出现全年亏损状态。实现产量/销量 65.19 万吨/64.62 万吨，同比-1.5/-4.5%，其中四季度销量为 17.42 万吨，环比三季度+13.5%，已现复苏态势。乙二醇全年均价 3856.3 元/吨，同比-18.64%，出现较大幅度下滑，产品价格下行拖累该板块业绩下滑。分季度看，产品价格全年维持较低水平，其中四季度均价为 3794.6 元/吨，环比+3.40%，而一季度乙二醇涨势较快，目前均价涨至 5000 元/吨以上，全年有望迎来景气上行。

图 9：多元醇毛利亏损



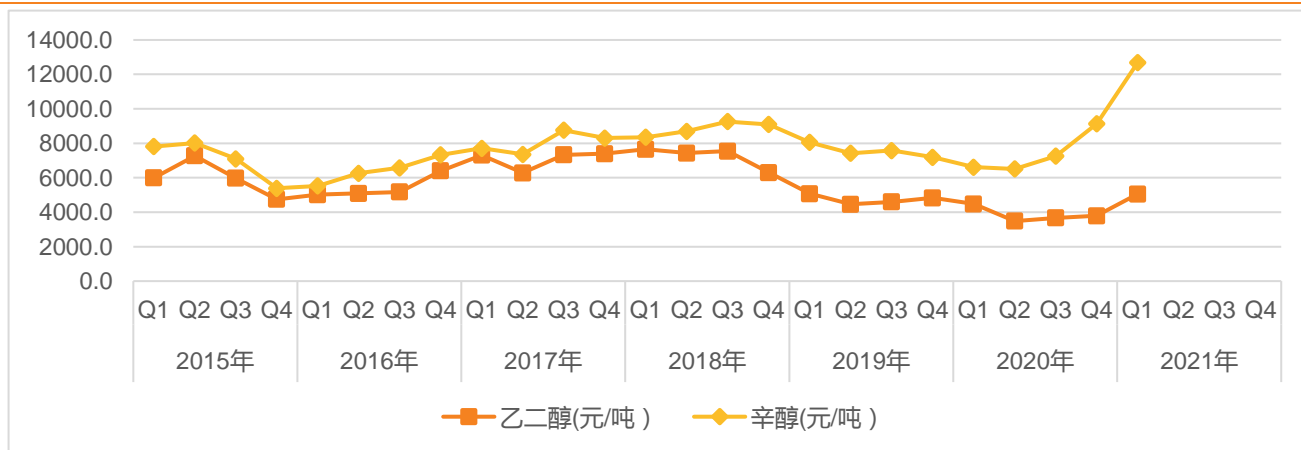
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 10：多元醇产销稳定



资料来源：Wind，天风证券研究所

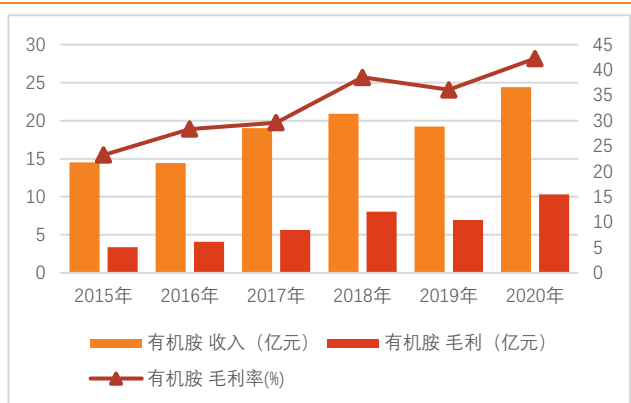
图 11：多元醇价格四季度抬升，一季度现上行趋势



资料来源：百川资讯，天风证券研究所

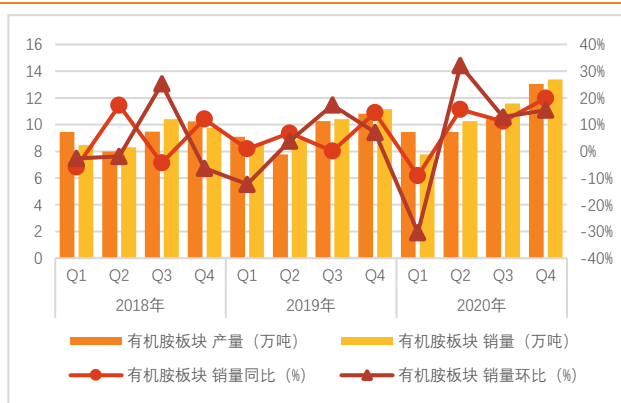
**有机胺板块量价齐升，提供主要增量，价格更创历史新高。**有机胺板块实现收入 24.41 亿元，同比+26.87%，呈显出收入和盈利上行趋势，实现产量/销量 42.34 万吨/43.01 万吨，同比+11.6%/+10.3%，为五个板块中销量唯一上行板块。其中四季度销量为 13.38 万吨，环比三季度+15.4%，连续三个季度销量环比上行。DMF 全年均价 6376.0 元/吨，同比+26.45%，为全年主流品种中唯一价格上行品种，分季度看，产品价格自二季度低点以来，逐季度上行，四季度均价为 9007.7 元/吨，环比+40.41%，一季度仍然维持较快涨幅，目前均价涨至 10000 元/吨以上。

图 12：有机胺收入利润增长



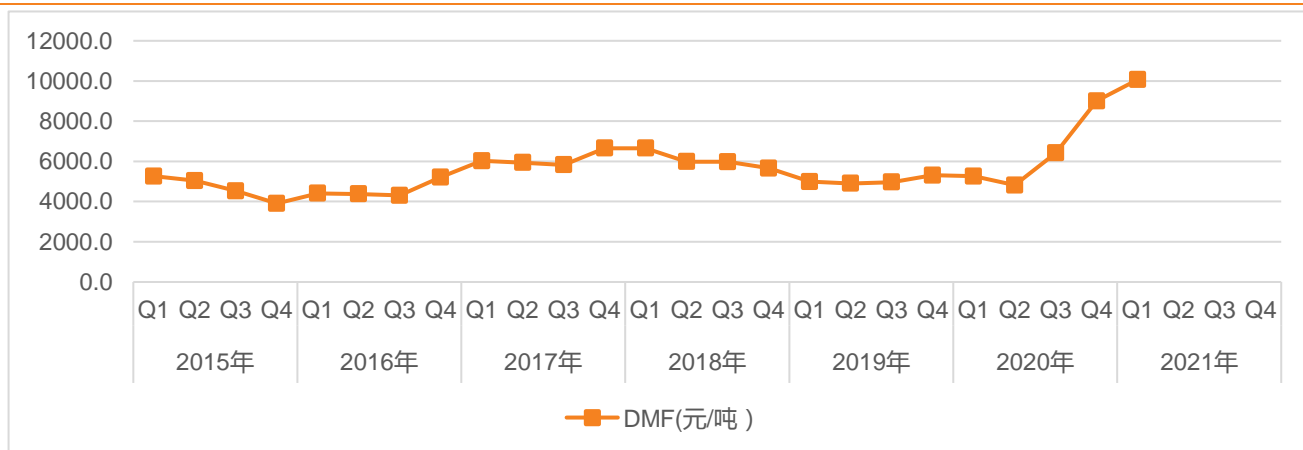
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 13：有机胺产销逐季度提升



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 14：DMF 价格四季度创今年高点，一季度再创新高

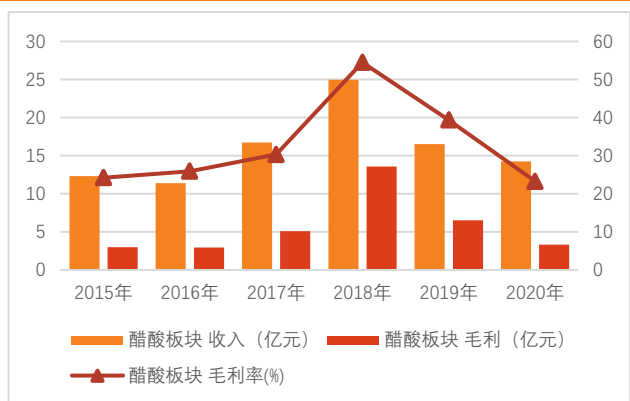


资料来源：百川资讯，天风证券研究所

**醋酸板块前低后高，已经迎来景气周期。**醋酸及衍生品板块实现收入 14.24 亿元，同比-13.81%，实现产量/销量 60.28 万吨/58.37 万吨，同比-4.7%/-5.7%。其中四季度销量为 15.70 万吨，环比三季度+27.2%，环比改善明显，已恢复至疫情前水平。醋酸全年均价 2641.2 元/吨，同比-11.47%，分季度看，产品价格自二季度低点以来，逐季度上行，四季度更是迎来较快的价格上涨，四季度实现均价 3353.1 元/吨，环比+38.07%，一季度均价迎来快速上行，目前均价涨至 5100 元/吨以上，价格已创近年来历史新高，迎来较高景气周期。

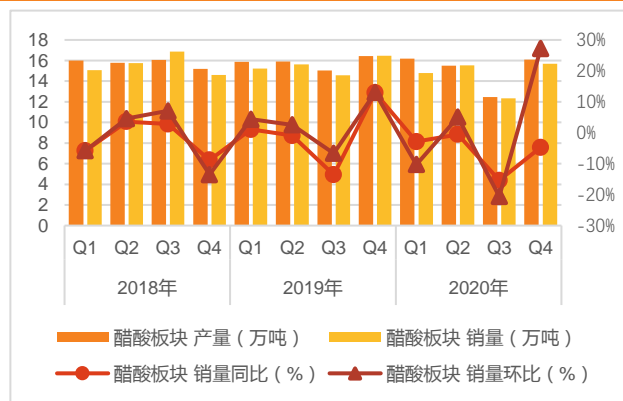
图 15：醋酸及衍生品收入利润下行

图 16：醋酸板块产销三季度见底回升

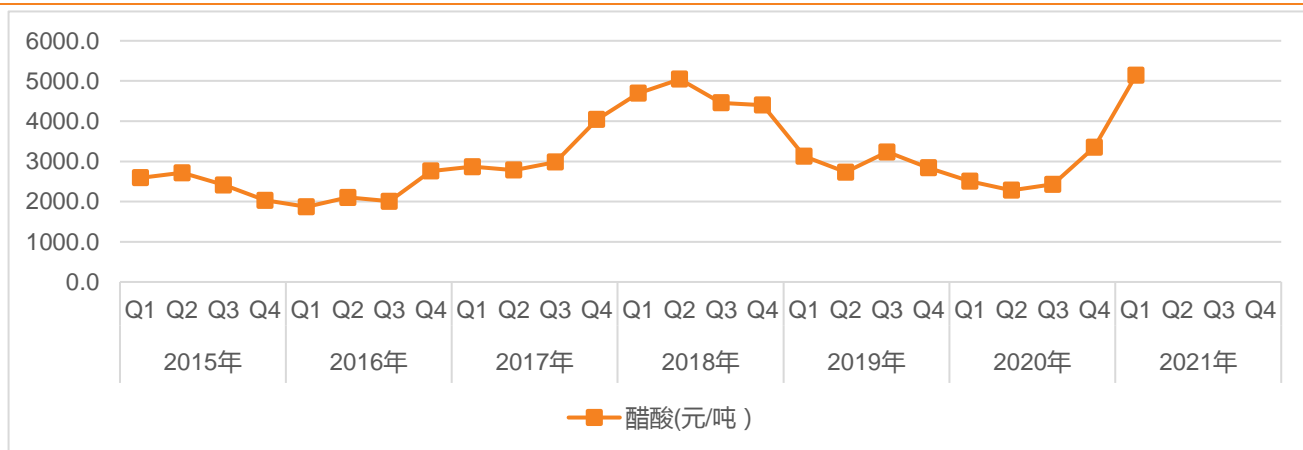


资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 17: 醋酸价格四季度底部抬升, 一季度大幅上扬



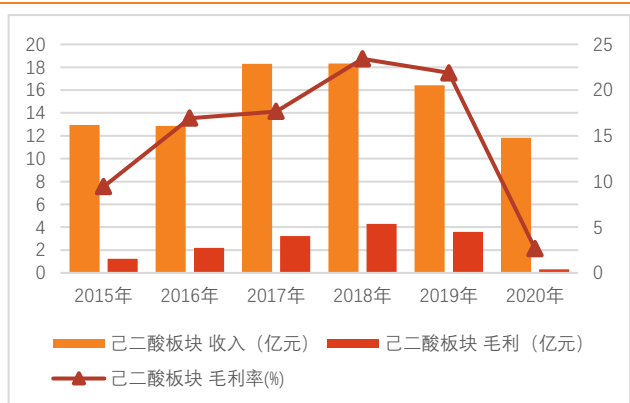
资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: 百川资讯, 天风证券研究所

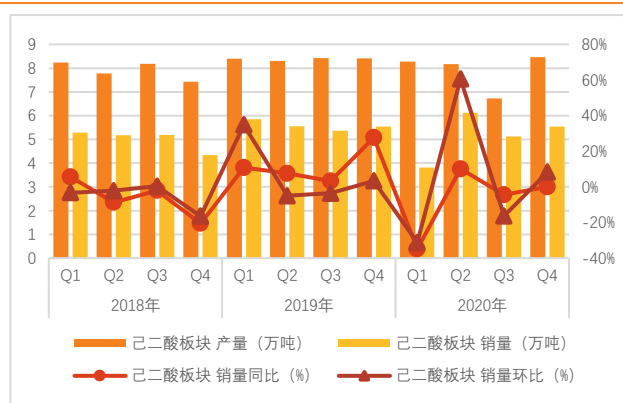
**己二酸板块量价齐跌, 四季度价格实现恢复性上行。**己二酸及中间体板块实现收入 11.83 亿元, 同比-27.88%, 出现连续两年大幅下滑, 实现产量/销量 31.63 万吨/20.59 万吨, 同比-5.8%/-7.7%。其中四季度销量为 5.54 万吨, 环比三季度+8.2%, 四季度产销已恢复至疫情前水平。己二酸全年均价 6830.8 元/吨, 同比-16.24%, 价格出现大幅下滑。分季度看, 产品价格二三季度维持较低水平, 四季度恢复性上涨, 但仍处于近年来低位, 四季度实现均价 7334.6 元/吨, 环比+19.86%, 一季度均价迎来恢复性上涨, 目前均价涨至 9000 元/吨。

图 18: 己二酸及中间体收入、利润下行



资料来源: Wind, 天风证券研究所

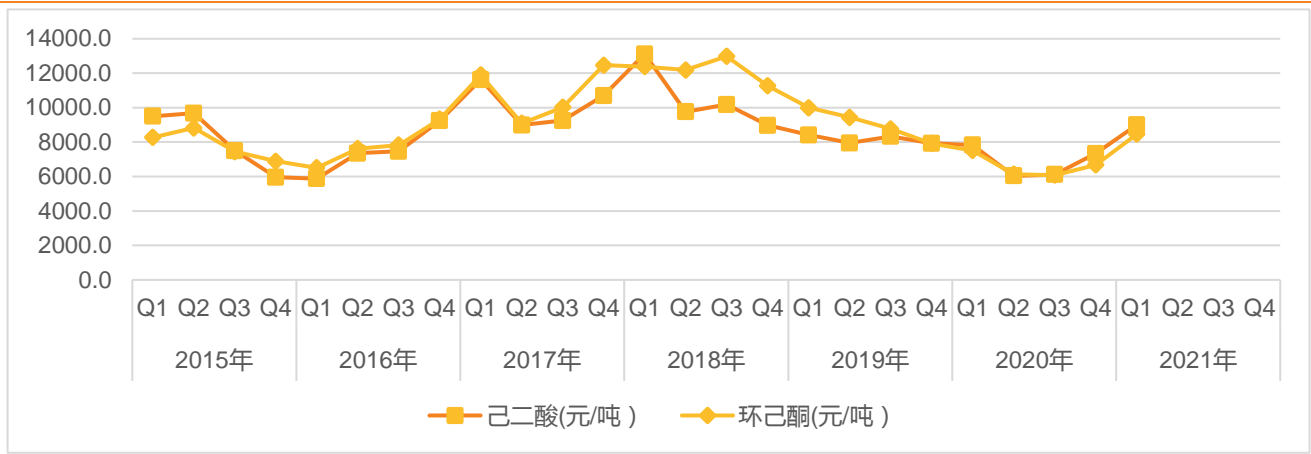
图 19: 己二酸板块四季度产销回升



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 20: 己二酸、环己酮价格四季度底部抬升, 一季度继续回暖





资料来源：百川资讯，天风证券研究所

### 3. 展望未来，已迎来景气周期，荆州基地打开成长大门

**周期属性体现，产品价格已经迎来景气上行周期，未来盈利预期较为可观。**随着全球疫情进入疫苗接种加速阶段，全球经济复苏伴随着中国出口的复苏，华鲁主要产品价格在四季度均有明显上行，一季度以来 DMF、醋酸在内的产品价格更创历史新高，乙二醇、己二酸等盈利较差的品种也出现恢复性上行，产品价格的上行有望为华鲁带来周期性盈利增长，未来利润中枢有望迎来上移。

**荆州基地环评公示，项目有序推进，为华鲁打开成长大门。**荆州市生态环境局 3 月 3 日对华鲁恒升荆州基地的两个项目征求意见稿进行公示，项目正在有序推进中。根据我们 2020 年 12 月 9 日发布的华鲁恒升深度报告《第二基地打开成长空间，后浪更比前浪高》，我们认为荆州基地占据天时地利人和，将巩固德州基地优势，一期项目有望复制超过 40%资产并在景气 30%分位情况下贡献 70 亿以上收入，10 亿以上利润，长期成长空间有望超过德州本部。在碳中和背景下，公司一方面会加大研发，通过创新驱动向价值链更高的方向延伸，另一方面会统筹德州和荆州两个基地协同发展，通过第二基地建设全面提升公司行业竞争力。

## 财务预测摘要

| 资产负债表(百万元)       | 2019             | 2020             | 2021E            | 2022E            | 2023E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| 货币资金             | 714.58           | 1,066.35         | 1,513.02         | 1,649.83         | 4,739.03         |
| 应收票据及应收账款        | 34.43            | 23.01            | 1,300.13         | 530.90           | 630.91           |
| 预付账款             | 129.86           | 202.39           | 186.10           | 253.86           | 231.44           |
| 存货               | 331.62           | 273.43           | 747.91           | 329.74           | 906.51           |
| 其他               | 2,280.14         | 1,701.81         | 1,728.62         | 1,903.56         | 1,777.89         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>3,490.64</b>  | <b>3,266.99</b>  | <b>5,475.78</b>  | <b>4,667.90</b>  | <b>8,285.79</b>  |
| 长期股权投资           | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 固定资产             | 11,931.97        | 11,249.73        | 12,266.33        | 11,580.28        | 10,982.00        |
| 在建工程             | 535.05           | 3,471.67         | 4,530.17         | 8,274.27         | 11,906.04        |
| 无形资产             | 1,070.16         | 1,238.41         | 1,209.33         | 1,180.26         | 1,151.19         |
| 其他               | 1,159.43         | 1,322.50         | 960.72           | 1,129.27         | 1,119.57         |
| <b>非流动资产合计</b>   | <b>14,696.61</b> | <b>17,282.30</b> | <b>18,966.56</b> | <b>22,164.08</b> | <b>25,158.79</b> |
| <b>资产总计</b>      | <b>18,187.25</b> | <b>20,549.29</b> | <b>24,442.33</b> | <b>26,831.98</b> | <b>33,444.58</b> |
| 短期借款             | 0.00             | 530.30           | 727.28           | 149.67           | 1,500.00         |
| 应付票据及应付账款        | 823.86           | 1,458.37         | 1,692.88         | 1,660.89         | 1,990.16         |
| 其他               | 1,609.89         | 1,725.47         | 2,276.57         | 1,678.92         | 2,422.19         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>2,433.76</b>  | <b>3,714.14</b>  | <b>4,696.73</b>  | <b>3,489.49</b>  | <b>5,912.35</b>  |
| 长期借款             | 1,504.16         | 1,174.76         | 800.00           | 800.00           | 1,200.00         |
| 应付债券             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | 18.14            | 11.67            | 15.68            | 15.17            | 14.17            |
| <b>非流动负债合计</b>   | <b>1,522.30</b>  | <b>1,186.43</b>  | <b>815.68</b>    | <b>815.17</b>    | <b>1,214.17</b>  |
| <b>负债合计</b>      | <b>3,956.06</b>  | <b>4,900.58</b>  | <b>5,512.41</b>  | <b>4,304.65</b>  | <b>7,126.53</b>  |
| 少数股东权益           | 0.00             | 180.10           | 180.17           | 180.28           | 180.43           |
| 股本               | 1,626.66         | 1,626.66         | 1,626.66         | 1,626.66         | 1,626.66         |
| 资本公积             | 2,072.86         | 2,080.08         | 2,080.08         | 2,080.08         | 2,080.08         |
| 留存收益             | 12,659.22        | 13,896.65        | 17,123.09        | 20,720.39        | 24,510.97        |
| 其他               | (2,127.56)       | (2,134.78)       | (2,080.08)       | (2,080.08)       | (2,080.08)       |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>14,231.19</b> | <b>15,648.71</b> | <b>18,929.92</b> | <b>22,527.32</b> | <b>26,318.06</b> |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>18,187.25</b> | <b>20,549.29</b> | <b>24,442.33</b> | <b>26,831.98</b> | <b>33,444.58</b> |

| 现金流量表(百万元)     | 2019              | 2020              | 2021E             | 2022E             | 2023E             |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 净利润            | 2,453.03          | 1,798.47          | 4,033.05          | 4,496.62          | 4,738.22          |
| 折旧摊销           | 1,297.72          | 1,308.52          | 953.97            | 971.03            | 995.58            |
| 财务费用           | 172.20            | 115.73            | 100.04            | 67.01             | 83.86             |
| 投资损失           | (41.73)           | (46.93)           | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 营运资金变动         | (769.49)          | 439.51            | (1,121.06)        | 517.32            | 475.12            |
| 其它             | 624.30            | (620.52)          | (238.19)          | 255.40            | (90.62)           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>3,736.04</b>   | <b>2,994.78</b>   | <b>3,727.82</b>   | <b>6,307.38</b>   | <b>6,202.16</b>   |
| 资本支出           | 940.77            | 3,727.61          | 2,995.99          | 4,000.52          | 4,000.99          |
| 长期投资           | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| 其他             | (2,954.61)        | (5,993.22)        | (5,519.47)        | (8,511.10)        | (7,819.45)        |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>(2,013.84)</b> | <b>(2,265.61)</b> | <b>(2,523.47)</b> | <b>(4,510.58)</b> | <b>(3,818.45)</b> |
| 债权融资           | 2,418.07          | 2,422.98          | 2,517.26          | 1,823.61          | 3,560.61          |
| 股权融资           | (118.93)          | (99.10)           | (45.35)           | (67.01)           | (83.86)           |
| 其他             | (4,589.69)        | (2,694.85)        | (3,229.59)        | (3,416.58)        | (2,771.25)        |
| <b>筹资活动现金流</b> | <b>(2,290.55)</b> | <b>(370.97)</b>   | <b>(757.68)</b>   | <b>(1,659.99)</b> | <b>705.50</b>     |
| 汇率变动影响         | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(568.35)</b>   | <b>358.20</b>     | <b>446.67</b>     | <b>136.81</b>     | <b>3,089.21</b>   |

| 利润表(百万元)         | 2019             | 2020             | 2021E            | 2022E            | 2023E            |
|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>14,190.48</b> | <b>13,114.96</b> | <b>18,912.75</b> | <b>20,622.84</b> | <b>22,565.26</b> |
| 营业成本             | 10,239.50        | 10,312.46        | 12,685.27        | 14,305.88        | 15,554.95        |
| 营业税金及附加          | 93.45            | 98.71            | 132.19           | 145.06           | 162.09           |
| 营业费用             | 371.89           | 43.04            | 340.43           | 326.45           | 279.14           |
| 管理费用             | 156.13           | 177.18           | 216.54           | 247.21           | 277.90           |
| 研发费用             | 331.53           | 284.03           | 434.99           | 474.33           | 519.00           |
| 财务费用             | 154.47           | 106.32           | 100.04           | 67.01            | 83.86            |
| 资产减值损失           | (3.91)           | (10.23)          | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 公允价值变动收益         | 13.49            | (9.35)           | (238.26)         | 255.29           | (90.77)          |
| 投资净收益            | 41.73            | 46.93            | 0.00             | 0.00             | 0.00             |
| 其他               | (106.69)         | (61.13)          | 476.53           | (510.58)         | 181.55           |
| <b>营业利润</b>      | <b>2,898.89</b>  | <b>2,127.01</b>  | <b>4,765.02</b>  | <b>5,312.20</b>  | <b>5,597.54</b>  |
| 营业外收入            | 0.57             | 11.19            | 4.20             | 5.32             | 6.90             |
| 营业外支出            | 2.99             | 15.17            | 7.48             | 8.55             | 10.40            |
| <b>利润总额</b>      | <b>2,896.46</b>  | <b>2,123.03</b>  | <b>4,761.74</b>  | <b>5,308.97</b>  | <b>5,594.04</b>  |
| 所得税              | 443.43           | 324.56           | 728.61           | 812.24           | 855.67           |
| <b>净利润</b>       | <b>2,453.03</b>  | <b>1,798.47</b>  | <b>4,033.13</b>  | <b>4,496.73</b>  | <b>4,738.38</b>  |
| 少数股东损益           | 0.00             | 0.10             | 0.07             | 0.11             | 0.15             |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>2,453.03</b>  | <b>1,798.38</b>  | <b>4,033.05</b>  | <b>4,496.62</b>  | <b>4,738.22</b>  |
| 每股收益(元)          | 1.51             | 1.11             | 2.48             | 2.76             | 2.91             |

| 主要财务比率         | 2019    | 2020    | 2021E   | 2022E  | 2023E  |
|----------------|---------|---------|---------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 营业收入           | -1.16%  | -7.58%  | 44.21%  | 9.04%  | 9.42%  |
| 营业利润           | -18.77% | -26.63% | 124.02% | 11.48% | 5.37%  |
| 归属于母公司净利润      | -18.76% | -26.69% | 124.26% | 11.49% | 5.37%  |
| <b>获利能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 毛利率            | 27.84%  | 21.37%  | 32.93%  | 30.63% | 31.07% |
| 净利率            | 17.29%  | 13.71%  | 21.32%  | 21.80% | 21.00% |
| ROE            | 17.24%  | 11.63%  | 21.51%  | 20.12% | 18.13% |
| ROIC           | 17.80%  | 14.03%  | 28.07%  | 25.02% | 23.42% |
| <b>偿债能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 资产负债率          | 21.75%  | 23.85%  | 22.55%  | 16.04% | 21.31% |
| 净负债率           | 11.97%  | 8.67%   | 5.31%   | 0.77%  | -4.48% |
| 流动比率           | 1.43    | 0.88    | 1.17    | 1.34   | 1.40   |
| 速动比率           | 1.30    | 0.81    | 1.01    | 1.24   | 1.25   |
| <b>营运能力</b>    |         |         |         |        |        |
| 应收账款周转率        | 24.96   | 456.61  | 28.59   | 22.53  | 38.84  |
| 存货周转率          | 31.93   | 43.35   | 37.04   | 38.27  | 36.51  |
| 总资产周转率         | 0.77    | 0.68    | 0.84    | 0.80   | 0.75   |
| <b>每股指标(元)</b> |         |         |         |        |        |
| 每股收益           | 1.51    | 1.11    | 2.48    | 2.76   | 2.91   |
| 每股经营现金流        | 2.30    | 1.84    | 2.29    | 3.88   | 3.81   |
| 每股净资产          | 8.75    | 9.51    | 11.53   | 13.74  | 16.07  |
| <b>估值比率</b>    |         |         |         |        |        |
| 市盈率            | 23.21   | 31.66   | 14.12   | 12.66  | 12.02  |
| 市净率            | 4.00    | 3.68    | 3.04    | 2.55   | 2.18   |
| EV/EBITDA      | 6.75    | 15.64   | 9.69    | 8.68   | 8.07   |
| EV/EBIT        | 9.32    | 23.66   | 11.59   | 10.25  | 9.48   |

资料来源：公司公告，天风证券研究所



### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见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任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他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。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

| 类别     | 说明                             | 评级   | 体系                |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入   | 预期股价相对收益 20%以上    |
|        |                                | 增持   | 预期股价相对收益 10%-20%  |
|        |                                | 持有   | 预期股价相对收益 -10%-10% |
|        |                                | 卖出   | 预期股价相对收益 -10%以下   |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上     |
|        |                                | 中性   | 预期行业指数涨幅 -5%-5%   |
|        |                                | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下    |

### 天风证券研究

| 北京   | 武汉   | 上海  | 深圳   |
|--|--|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号<br>邮编：100031<br>邮箱：research@tfzq.com | 湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼<br>邮编：430071<br>电话：(8627)-87618889<br>传真：(8627)-87618863<br>邮箱：research@tfzq.com | 上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼<br>邮编：201204<br>电话：(8621)-68815388<br>传真：(8621)-68812910<br>邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼<br>邮编：518000<br>电话：(86755)-23915663<br>传真：(86755)-82571995<br>邮箱：research@tfzq.com |