

证券研究报告—动态报告

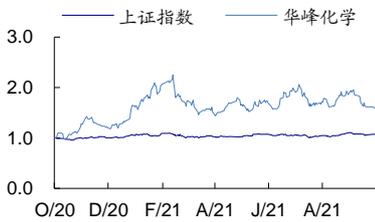
基础化工

化学纤维

华峰化学(002064)
买入
2021 年前三季度业绩预告点评

(维持评级)

2021 年 10 月 12 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)	4,634/1,954
总市值/流通(百万元)	55,093/23,237
上证综指/深圳成指	3,592/14,368
12 个月最高/最低(元)	17.78/7.26

相关研究报告:

《华峰化学-002064-2021 年中报点评: 氨纶景气度持续提升, 单季度业绩再创新高》——2021-08-29
 《华峰化学-002064-2021 年上半年业绩预增报告点评: 单季业绩再创新高, 看好氨纶景气度持续提升》——2021-07-10
 《华峰化学-002064-重大事件快评: 拟扩建 30 万吨氨纶、115 万吨己二酸项目, 稳固行业领先地位》——2021-05-17
 《华峰化学-002064-2021 年一季报预告&2020 年业绩快报点评: 坚守自主创新高质量发展, 业绩创新高再超预期》——2021-04-13
 《华峰化学-002064-公司深度报告: 氨纶、己二酸行业双龙头的再度起航》——2021-03-23

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: 薛聪

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

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

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
业绩预计大幅增长, 产品结构将进一步优化

● **2021 前三季度、Q3 单季度业绩大幅增长, 产品结构进一步优化**
 公司公布《2021 年前三季度业绩预告》: 受益于 2021 前三季度, 公司主导产品景气度大幅上行, 产品产销量、销售价格、毛利率等较上年同期均有较大幅度的增长, 公司预计实现归母净利润区间为 58-62 亿元, 同比增加 367.30%-399.52%。其中, 2021Q3, 公司单季度实现归母净利润 19.49 亿元-23.49 亿元, 同比增长 238.33%-307.76%。按公司预告业绩中值计, 2021Q3 公司归母净利润环比变化不大, 符合我们预期。此外, 据公司公告, 控股子公司华峰重庆氨纶投资建设的 10 万吨差别化氨纶项目二期已于 9 月初进入调试阶段。待项目正式达产后, 公司将具备 22 万吨/年氨纶生产能力, 将位居全球第一, 产品结构将进一步优化。

● 氨纶业务: 氨纶行业供需错配格局将贯穿 2021 年全年

自 2020 年 9 月起, 受氨纶行业进入供需错配格局、下游纺织服装需求回暖、海外订单转移回流、双原材料价格上涨等多重因素支撑, 氨纶行业周期景气大幅反转。2021Q3, 氨纶 40D 产品均价为 77,614.13 元/吨, 分别同比、环比增长 171.84%、18.94%; 价差均值为 39,085.92 元/吨, 分别同比、环比增长 203.62%、30.19%。迄今, 氨纶需求增速持续且显著超预期。我们预计 2021 年底-2022 年初新增产能在 10 万吨左右 (产能增速约 11%), 对比氨纶需求增速 (15%以上), 伴随龙头企业议价权增强, 2021 全年氨纶行业将维持高景气、高盈利。

● 己二酸产能过剩问题有望缓解; 聚氨酯业务盈利修复、平稳增长

乙二酸方面, 受益于 PA66、PBAT 等新兴市场发展, 己二酸供给过剩问题有望逐步缓解。我们测算 2021-2023 年 PBATs 的增量对己二酸的需求拉动将分别达 12.05、26.28、46.17 万吨, 分别占当前产量的约 7.5%、16.4%、28.9%。聚氨酯业务方面, 在全球经济逐步复苏的背景下, 聚氨酯产品如沙发、床垫、鞋底等消费逐步回暖。我们看好公司将充分把握市场机遇, 持续坚守自主创新与高质量发展, 创建国际一流企业。

● 风险提示:

新项目投产进度低于预期; 产品价格大幅下滑; 下游需求不及预期等。

● 投资建议: 维持“买入”评级。

我们上调公司 2021 年盈利预测, 预测公司 2021-2023 年归母净利润分别 74.08/75.03/86.00 亿元, 同比 225.0%/1.3%/14.6%, 摊薄 EPS 为 1.60/1.62/1.86 元, 对应 PE 为 7.4/7.3/6.4 倍, 维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	13,785	14,724	27,386	26,773	30,748
(+/-%)	210.8%	6.8%	86.0%	-2.2%	14.8%
净利润(百万元)	1841	2279	7408	7503	8600
(+/-%)	313.6%	23.8%	225.0%	1.3%	14.6%
摊薄每股收益(元)	0.43	0.49	1.60	1.62	1.86
EBIT Margin	18.2%	21.1%	31.5%	32.3%	32.2%
净资产收益率(ROE)	23.7%	19.7%	42.2%	31.8%	28.0%
市盈率(PE)	27.8	24.2	7.4	7.3	6.4
EV/EBITDA	19.3	16.0	7.1	7.0	6.3
市净率(PB)	6.59	4.76	3.14	2.33	1.80

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

2021 前三季度、Q3 单季度业绩大幅增长，产品结构进一步优化

公司是全球聚氨酯产业链领军企业，以打造国际领先的高技术纤维及新材料制造基地为目标，多年以来持续坚持“做强主业、适度多元、产融结合”的战略，坚守自主创新与高质量发展。2021 年 10 月 11 日晚，公司公布《2021 年前三季度业绩预告》：受益于 2021 前三季度，公司主导产品景气度大幅上行，产品产销量、销售价格、毛利率等较上年同期均有较大幅度的增长，公司预计实现归母净利润区间为 58-62 亿元，同比增加 367.30%-399.52%。其中，2021Q3，公司单季度实现归母净利润 19.49 亿元-23.49 亿元，同比增长 238.33%-307.76%。按公司预告业绩中值计，2021Q3 公司归母净利润环比变化不大，符合我们预期。2021 前三季度，氨纶价格及价差均超预期上涨。其中，据天天化工网数据，2021Q3 单季度，氨纶 40D 产品均价为 77,614.13 元/吨，分别同比、环比增长 171.84%、18.94%；价差均值为 39,085.92 元/吨，分别同比、环比增长 203.62%、30.19%。

公司已于 9 月初公布了《关于控股子公司氨纶项目进入调试阶段公告》：公司控股子公司华峰重庆氨纶投资建设的 10 万吨/年差别化氨纶项目二期项目已进入调试阶段。该项目在生产装备、工艺路线、能源方案等方面都进行了优化和创新设计。项目达产后，公司生产成本将进一步下降，产品结构进一步优化，市场占有率进一步提高。该项目刚进入调试阶段，达产尚需一定时间。此前公司具备氨纶产能 18 万吨/年，待上述项目正式达产后，公司将具备 22 万吨/年氨纶生产能力，将筑牢全球第一氨纶厂商地位。

此外，据公司公告，2021 年 8 月，重庆氨纶与重庆涪陵公共资源交易有限公司签订了《国有建设用地使用权出让成交确认书》。土地坐落于涪陵区白涛镇新立村四社、官桥村三社、石门村三社。不动产权证书的取得，将进一步推进公司“30 万吨/年差别化氨纶项目”的建设实施。该项目将采用新设备、新工艺、新技术，建成后公司的生产规模将进一步扩大，整体生产成本将进一步降低，市场占有率和影响力将显著提升。

现阶段，公司氨纶与己二酸目前产能释放比较充分，产能利用率高，新建项目也在积极推进中。“十四五”期间，公司将继续在氨纶、基础化工（己二酸、环己酮等）、聚氨酯等领域进行长足规划及扩张。

氨纶业务：行业集中度持续提高，2021 年氨纶供不应求状况进一步加剧

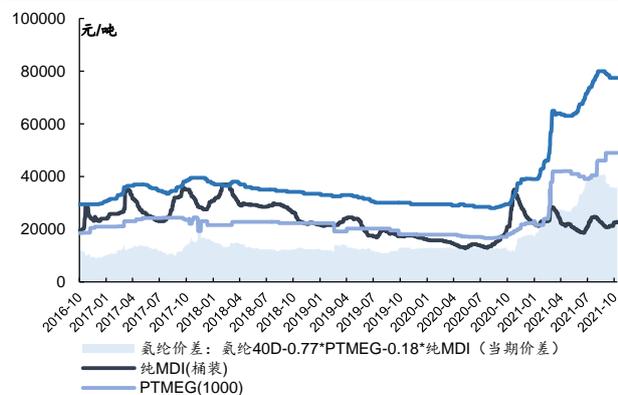
近年来，全球及国内氨纶消费维持高速增长。回顾来看，2019 年我国氨纶行业整体已呈现出供需平衡的格局。进入 2020 年，NCP 疫情催生了口罩耳带、纱布、绑扎带、防护服等防疫物资的增量，在满足国内疫情防控需求的同时，我国对海外大量供应及出口疫情防控物资。据海关总署数据，2020 年 3 月至 12 月底，全国海关共验放出口口罩出口 2242 亿只、价值 3400 亿元（占出口防疫物资总价值的 77.5%），相当于为海外提供了近 40 个口罩/人；防护服 23.1 亿件，包括医用防护服 7.73 亿件。自 2020 年 9 月中旬起至今，受氨纶行业进入供需错配格局、下游纺织服装需求回暖、海外订单转移回流、双原材料价格上涨及支撑等多重因素影响，氨纶行业周期景气大幅反转。我们判断 2020 年我国氨纶行业已呈现出显著的供需错配格局，2021 前三季度，供不应求状况进一步加剧。

迄今，氨纶需求增幅持续大超预期。据我们在《需求拉动氨纶进入长景气周期》报告中的测算：在氨纶需求量最大的服装领域中，运动服和休闲服的氨纶含量

较高，高氨纶含量的运动服和休闲服品种不断增加，市场规模以高于其他服装品种的速度增长，从而带动氨纶需求量增加。我们预测，2021-2023年，全球和全国服装等领域氨纶需求量的自然增速分别为11%/10%/9%和16%/14%/13%。考虑到“后疫情时代”口罩和防护服的需求量边际增速放缓，我们预测2021-2023年，全球和全国氨纶需求量增速分别在10%/9%/8%和15%/13%/12%以上。此外，氨纶在医疗、汽车、纸尿裤等产业领域的应用仍有较大增长空间。从供给端来看，2020年-2021年氨纶产能产量增幅有限，未来3年新增产能将主要来自于行业5家龙头企业，且投产时间均在2021年下半年及以后。我们预计2021年底-2022年初新增产能在10万吨左右（产能增速约11%），对比氨纶需求增速（15%以上），待产能逐步投放后，氨纶供需错配格局将阶段性地逐渐演变为供需紧平衡状态。我们看好三季度旺季氨纶价格仍有望上涨，氨纶供需错配格局将持续整个2021年全年，2021年行业景气度内有望超预期。

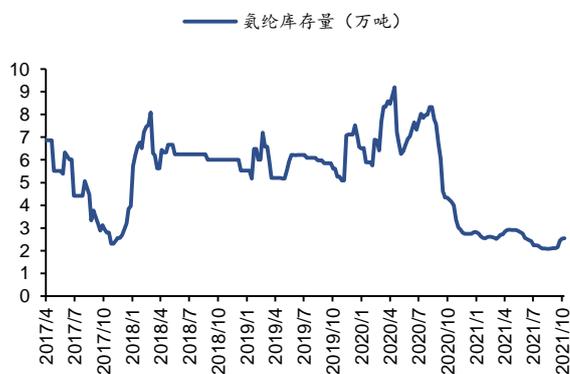
据天天化工网数据，2021Q3单季度，氨纶40D产品均价为77,614.13元/吨，分别同比、环比增长171.84%、18.94%；价差均值为39,085.92元/吨，分别同比、环比增长203.62%、30.19%。同时，原材料的涨幅不及氨纶产品价格的涨幅，2021H1，原料MDI均价为22,475.54元/吨，分别同比、环比增长48.96%、9.57%；PTMEG均价为44,782.61元/吨，分别同比、环比增长166.03%、9.33%。截至目前，氨纶厂家货源仍较为紧张，氨纶行业开工8-9成左右，大厂装置多高开在9成至满开，然而行业平均库存仅2.24万吨（库存天数低于10天），处于近三年来的最低水平。截至10月11日，据天天化工网数据，目前氨纶40D产品报价已达77,500元/吨，价格已经创下了近10年的价格新高。据我们测算，目前氨纶单吨价差已超过3.5万元/吨，价格、价差水平较8月小幅回落，而行业盈利能水平仍然十分可观。伴随龙头企业议价权进一步增强，我们看好2021全年氨纶行业有望维持高景气、高盈利。目前公司产能18万吨（占全国20.4%），产能位列全球第二，国内第一，年产量可突破20万吨（在“10万吨/年差别化氨纶项目二期项目”正式达产前）。“十四五”期间，公司计划实现国内氨纶市场占有率达到40%以上，年产量突破50万吨。未来，随着盈利能力更显著的重庆基地新增产能的释放及占比提升，我们看好公司将继续发挥规模成本优势，利用重庆基地新装备、能源成本、智能化等优势，进一步巩固行业龙头地位。

图 1：2020 年 9 月起氨纶价格持续上涨，价差持续扩大



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 2：氨纶库存量：处于近三年最低水平



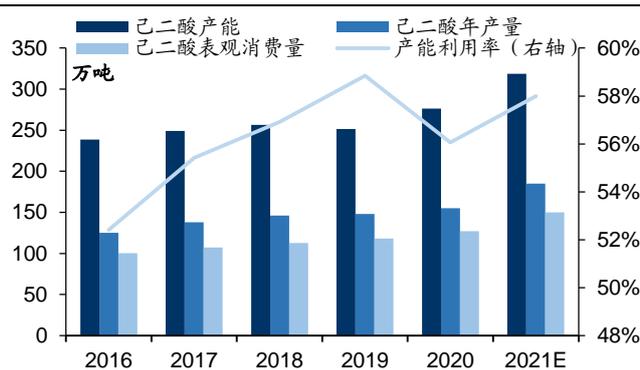
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所

己二酸业务：PBAT 即将进入密集投产期，有望缓解己二酸过剩问题

据中国产业信息网、天天化工网及我们统计的数据，截止至 2021 年 3 月，全球己二酸总产能约 507.4 万吨左右，其中亚洲地区的总生产能力约为 320.6 万吨/年，占全球总生产能力的 63.2%；中国的己二酸总产能已达 293.1 万吨/年，约占全球总产能的 57.8%。我国现已成为世界上最大的己二酸生产国。其中，我国己二酸产能最大的生产厂家为重庆华峰，其产能占国内的 25.6%，占全球产能的约 14.8%。行业于 2015 年达到低谷后，随着部分产能退出、头部企业持续扩张提升行业集中度，以及下游聚氨酯行业缓慢复苏，整体行业开工率有所回升。2019 年开始，新投放产能都属于生产规模排名前三的企业：华峰化学、河南神马和华鲁恒升，行业集中度持续提高。在产能大幅扩张的背景下，我国己二酸行业的产能过剩问题严峻，行业内产能利用率分化严重，部分中小装置产能利用率多年来保持较低水平。在己二酸行业整体开工率不足 60% 的环境下，行业龙头仍然保持较高开工率水平。由于国内己二酸产品低端，同质化严重，开工率高低基本反应企业竞争力，目前主要有 2 类优势企业：1) 以重庆华峰、河南神马为代表，拥有己二酸下游配套产业链（PU 浆料、鞋底原液，尼龙 66）；2) 以华鲁恒升为代表，通过装置优化和业务协同（氢气等）形成一定成本优势。近年来国内部分企业通过技术消化、吸收，逐步解决了生产中易黄变和微量杂质含量高等问题，国内高品质己二酸国产化指日可待。

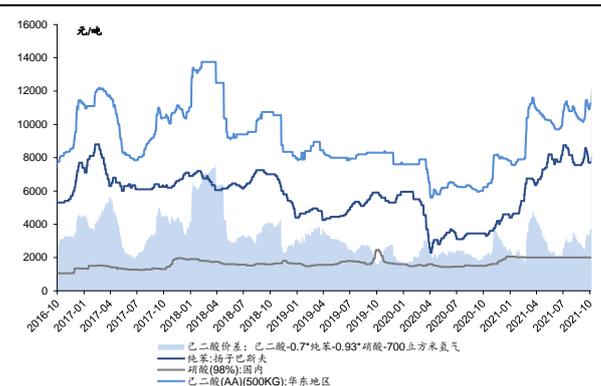
2020 年 Q1-Q3，受国内外疫情影响，下游需求大幅缩减，PU 浆料、PA66、TPU 等下游行业开工均明显下滑，且国外需求量亦大幅缩减，而各工厂开工相对平稳，供应过剩，己二酸市场价格下滑。进入 Q4，原料纯苯市场行情重心继续上涨，供方受成本推动，己二酸数次上调报价。进入 2021 年，己二酸价格呈现出“一波三折”的震荡上涨态势。据百川盈孚数据，截至 2021 年 10 月 11 日，原料端纯苯价格持续上涨，支撑己二酸市场回暖。华东地区己二酸主流商谈参考 11920-12290 元/吨，华南地区主流商谈参考 11920-12200 元/吨，华北地区主流商谈参考 11950-12250 元/吨。

图 3：己二酸产能利用率较低，产能过剩问题严重



资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所

图 4：2021 年前三季度，己二酸价格有所回暖



资料来源：Wind，国信证券经济研究所

限塑令催生了对可降解塑料的要求，国内正迎来 PBAT 快速发展期。2020 年 1 月，发改委发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，要求“到 2020 年底，直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动，禁止使用不可降解塑料袋，集贸市场规范和限制使用不可降解塑料袋；到 2022 年底，实施范围扩大至全部县级以上城市建成区和沿海地区县城建成区。到 2025 年底，上述区域的集贸市场

场禁止使用不可降解塑料袋。鼓励有条件的地方，在城乡结合部、乡镇和农村地区集市等场所停止使用不可降解塑料袋。”目前应用较广泛的可降解材料有淀粉基塑料、PLA、PBAT、PBS、PHA等。据智研咨询数据，2019年，全球PBAT产能占可降解塑料产能的24.1%。按1吨PBAT，需消耗0.4吨PTA、0.43吨BDO和0.35吨AA计，我们测算出近两年PBAT新增的188万吨产能相应可带来己二酸65.8万吨需求量。PBAT占己二酸下游比重将显著提升，有效化解己二酸产能过剩问题。此外，我们从PBAT下游塑料袋、农膜、餐具、快递包装等市场发展角度看，测算出2021-2023年PBAT的增量对己二酸的需求拉动将分别达到12.05、26.28、46.17万吨，分别占当前全国己二酸产量的约7.5%、16.4%、28.9%。受益于PA66、PBAT等新兴市场发展，我们看好己二酸行业供给过剩问题有望逐步缓解。

表 1：我国 PBAT 已有产能和规划产能

已有产能 (万吨)	2021H1 (万吨)	2021H2 (万吨)	2022H1 (万吨)	2022H2 (万吨)	2023 及以后 (万吨)
36.7	6	12	49	121	319

资料来源：卓创资讯，国信证券经济研究所整理

表 2：各塑料制品对 PBAT 的需求以及带动对己二酸的需求测算

	塑料袋 (万吨)	农膜 (万吨)	餐具 (万吨)	快递包装 (万吨)	PBAT 需求总计 (万吨)	折合己二酸需求 (万吨)
2021E	20.41	3.38	1.59	9.04	34.42	12.05
2022E	31.75	7.50	4.08	31.75	75.08	26.28
2023E	48.62	13.13	8.20	61.96	131.91	46.17

资料来源：Wind，卓创资讯，智研咨询，国信证券经济研究所整理

聚氨酯业务：打造聚氨酯新材料产业集群，聚氨酯业务毛利率稳定

受 NCP 影响，2020 年上半年原料 AA、BDO 均进入历史低位，下游浆料、鞋底原液、TPU、CPU 开工负荷不及 5 成，聚酯多元醇价格跌入谷底；2020 年下半年，随下游逐步复苏，终端出口市场好转到来转机，聚酯多元醇逐步价格上调；而在“金九银十”过后，下游开工再次恢复低负状态。进入 2021 年，在 BDO 强势反弹带动下，国内聚酯多元醇市场价格水涨船高；同时下游复工时间较往年有所提前，成本面与需求端皆存支撑。供应量持续不足聚酯多元醇迎来开门红，节后归来强势依旧。我们预计短期内聚酯多元醇价格将保持高位运行。

我国是全球最大的鞋类产销国家，预计 PU 鞋底原液在未来 5 年的平均增长率预计在 2%-3%左右。世界聚氨酯鞋底原液主要产能在中国、德国、意大利、美国等国家，其中我国是全球最大的聚氨酯鞋底原液生产国。据中国皮革协会数据，2018 年我国鞋类生产量占全球的 56%。据 APICCAPS（葡萄牙鞋类协会）数据，2019 年全球共制造 243 亿双鞋，创历史新高。自 2010 年以来，全球鞋类产量增长了 21.2%，年均增长率为 2.2%。2019 年，中国鞋类产量 134.75 亿双，以 55.5% 的占比位居全球榜首，出口量占总产量的 70.8%。按 1 吨聚氨酯可生产 2000 双鞋测算，华峰化学的 42 万吨聚氨酯原液可用于生

产 8.4 亿双鞋，占全球鞋类总产量的 3.5%。据《中国聚氨酯产业现状及“十三五”发展规划建议》数据，我国聚氨酯鞋底原液在鞋材中所占比例却不到 10%，远远低于发达国家 20% 的平均水平，我们看好未来随着原材料市场价格的逐渐降低，我国鞋底原液的性价比优势将会更加突出。据天天化工网预计，未来 5 年全球 PU 鞋底原液的平均增长率在 2%-3% 左右。华峰化学公司的聚氨酯原液业务较为成熟稳定，在原材料价格剧烈波动的情况下，公司仍能通过提前采购、储备原料库存等方式，平抑产品成本、售价及维持毛利水平。在国内及全球经济逐步复苏的背景下，聚氨酯终端产品如沙发、床垫、鞋底等消费逐步回暖，聚氨酯原液价格与价差已于 2020 年 Q4 迎来反弹回升。在整合集团内优质聚氨酯产业资源后，公司将继续发挥研发实力及产业链配套优势，聚焦于工艺创新、原辅料自研替换、提高终端影响力等，力争在“十四五”期间打造国际领先的高技术纤维及新材料制造基地并成为国际一流企业。

投资建议：维持“买入”评级。公司是全球聚氨酯产业链领军企业，以打造国际领先的高技术纤维及新材料制造基地为目标，多年以来持续坚持“做强主业、适度多元、产融结合”的战略，坚守自主创新与高质量发展。“十四五”期间，公司将继续在氨纶、基础化工（己二酸、环己酮等）、聚氨酯等领域进行长足规划及扩张。我们看好公司未来将继续聚焦主业，深耕细作。聚精会神推进产业基地式、一体化、高质量发展，一心一意优化产业基地布局，专业专注提升产业规模、产业结构和产业层次。我们看好公司坚守自主创新高质量发展，在公司新增产能进入试生产阶段并有望于 2021 年底投产的背景下，我们上调公司 2021 年盈利预测，预测公司 2021-2023 年归母净利润分别 74.08/75.03/86.00 亿元（调整前分别为 69.58/75.03/86.00 亿元），同比 225.0%/1.3%/14.6%，摊薄 EPS 为 1.60/1.62/1.86 元（调整前分别为 1.50/1.62/1.86 元），对应 PE 为 7.4/7.3/6.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新项目投产进度低于预期；产品价格大幅下滑；下游需求不及预期等。

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	4429	7677	13982	20797	营业收入	14724	27386	26773	30748
应收款项	1613	4822	3871	4410	营业成本	11067	17730	17126	19707
存货净额	1922	3413	3131	3631	营业税金及附加	93	175	166	194
其他流动资产	2564	3085	3910	4437	销售费用	126	274	268	307
流动资产合计	10617	19086	24982	33362	管理费用	327	578	565	645
固定资产	7554	8748	9331	9816	财务费用	64	116	115	91
无形资产及其他	597	567	538	508	投资收益	42	(100)	0	0
投资性房地产	383	383	383	383	资产减值及公允价值变动	40	0	0	0
长期股权投资	518	518	518	518	其他收入	(488)	0	0	0
资产总计	19669	29302	35751	44586	营业利润	2642	8413	8533	9804
短期借款及交易性金融负债	2007	3000	2700	2500	营业外净收支	(28)	0	0	0
应付款项	3104	5026	4982	5656	利润总额	2614	8413	8533	9804
其他流动负债	866	1622	2357	3637	所得税费用	335	1006	1031	1205
流动负债合计	5978	9647	10039	11793	少数股东损益	(0)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	1129	1129	1129	1129	归属于母公司净利润	2279	7408	7503	8600
其他长期负债	987	987	987	987					
长期负债合计	2116	2116	2116	2116	现金流量表 (百万元)				
负债合计	8094	11763	12155	13909	净利润	2279	7408	7503	8600
少数股东权益	3	2	1	(0)	资产减值准备	50	6	3	2
股东权益	11572	17536	23595	30677	折旧摊销	840	830	945	1042
负债和股东权益总计	19669	29302	35751	44586	公允价值变动损失	(40)	0	0	0
					财务费用	64	116	115	91
关键财务与估值指标					营运资本变动	(856)	(2537)	1103	391
每股收益	0.49	1.60	1.62	1.86	其它	(50)	(7)	(4)	(4)
每股红利	0.07	0.31	0.31	0.33	经营活动现金流	2222	5700	9549	10033
每股净资产	2.50	3.78	5.09	6.62	资本开支	(1096)	(2000)	(1500)	(1500)
ROIC	22%	50%	42%	46%	其它投资现金流	(60)	0	0	0
ROE	20%	42%	32%	28%	投资活动现金流	(1094)	(2000)	(1500)	(1500)
毛利率	25%	35%	36%	36%	权益性融资	1850	0	0	0
EBIT Margin	21%	32%	32%	32%	负债净变化	658	0	0	0
EBITDA Margin	27%	35%	36%	36%	支付股利、利息	(324)	(1444)	(1445)	(1518)
收入增长	7%	86%	-2%	15%	其它融资现金流	(1424)	993	(300)	(200)
净利润增长率	24%	225%	1%	15%	融资活动现金流	1094	(451)	(1745)	(1718)
资产负债率	41%	40%	34%	31%	现金净变动	2222	3249	6305	6815
息率	0.6%	2.6%	2.6%	2.8%	货币资金的期初余额	2206	4429	7677	13982
P/E	24.2	7.4	7.3	6.4	货币资金的期末余额	4429	7677	13982	20797
P/B	4.8	3.1	2.3	1.8	企业自由现金流	1599	3890	8150	8612
EV/EBITDA	16.0	7.1	7.0	6.3	权益自由现金流	833	4780	7749	8332

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