

# 龙头显盈利韧性，新项目增量渐近

华泰研究

2022年7月29日 | 中国内地

中报点评

化学原料

投资评级(维持):

买入

目标价(人民币):

107.20

研究员

庄汀洲

SAC No. S0570519040002 zhuangtingzhou@htsc.com  
SFC No. BQZ933 + (86) 10 5679 3939

联系人

张雄

SAC No. S0570121100029 zhangxiong@htsc.com  
+ (86) 10 6321 1166

联系人

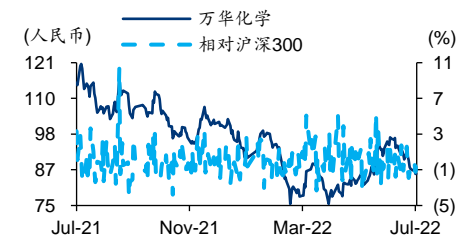
姚雯慧

SAC No. S0570122010032 yaowenyi@htsc.com  
+ (86) 21 2897 2228

## 基本数据

目标价(人民币)	107.20
收盘价(人民币 截至7月28日)	85.15
市值(人民币百万)	267,349
6个月平均日成交额(人民币百万)	1,150
52周价格范围(人民币)	75.52-120.60
BVPS(人民币)	22.53

## 股价走势图



资料来源: Wind

## Q2 归母净利润环比略降 7%，彰显龙头盈利韧性，维持“买入”评级

公司于28日发布半年报，H1 营收 891 亿元，yoy+32%，归母净利润 104 亿元，yoy-23%。其中 Q2 营收 473 亿元，同环比增 30%/13%，归母净利润 50 亿元，需求整体低迷下环比仅略降 7%，好于我们业绩前瞻 42 亿元的预期。考虑聚氨酯/石化景气有所回落，我们下调公司 22 年 EPS 预测至 6.70 元(前值 7.13 元)，维持 23-24 年 EPS 8.39/9.44 元的预测，结合可比公司估值水平(22 年 Wind 一致预期平均 12 倍 PE)，考虑公司聚氨酯行业龙头地位、新项目成长性及新材料巩固技术壁垒，给予公司 22 年 16 倍 PE，目标价 107.20 元(前值 114.08 元，基于 22 年 16 倍 PE)，维持“买入”评级。

## 聚氨酯板块产销良好，海外能源/原料高价或助力国内 MDI/TDI 出口

Q2 聚氨酯板块销量 112 万吨(环比+18%)，营收 176 亿元(环比+13%)，聚醚新投产产能贡献增量，且我们预计 MDI/TDI 开工良好。据百川盈孚，Q2 纯 MDI/聚合 MDI/TDI/聚醚均价环比降 5/12/8/5%，且原油高价影响下纯苯/煤炭等原料价格环比上行，MDI/TDI 价差环比-20/-19%至 1.2/1.0 万元/吨。据海关数据，Q2 国内 MDI/TDI 出口环比+29/+2%，其中山东&浙江 MDI 出口环比+6 万吨。短期看，俄乌冲突等或致能源维持高价，海外聚氨酯供给或承压，或支撑国内 MDI/TDI 出口，考虑 MDI/TDI 价格价差处于近年相对低位，我们看好疫情缓和后需求修复及出口支撑下聚氨酯板块盈利改善。

## 石化板块景气等待复苏，新材料板块发展稳健

石化板块 Q2 销量 310 万吨(环比+3%)，营收 204 亿元(环比+9%)，PO/SM 等新装置投产贡献增量，但板块整体受需求和成本端挤压，主要产品丙烯酸/PP/PE/EO/PO/ PVC 等价格价差环比均有回落，且截至 7 月 28 日 Q3 均价环比-28/-4/-7/-10/-18/-24%(百川盈孚数据)，终端需求低迷下景气仍待改善。精细化学品和新材料 Q2 营收 54 亿元/销量 23 万吨，环比增 6%/10%，进口替代及新兴领域需求等带动下延续稳健发展。22Q2 公司综合毛利率/净利率环比-4.0/-2.1pct 至 16.6/11.1%；22H1 子公司万华宁波/万华石化/BC 实现净利润 37/2.5/15 亿元，同比分别+32%/-91%/-52%。

## 聚氨酯/石化/新材料板块新项目有望持续发力

公司保持高额资本开支和研发投入，我们测算聚氨酯(含宁波/福建/烟台+60/40/10 万吨 MDI、福建+15 万吨 TDI、烟台+85 万吨聚醚等)、石化(含乙烯二期/蓬莱基地等)、新材料(含柠檬醛/尼龙 12/磷酸铁锂/聚醚胺等)三大板块规划/在建项目实施后有望分别贡献 620+/600+/300+亿营收，并在尼龙 12/POE/柠檬醛等国内卡脖子材料领域有望持续突破，长期成长空间良好。

风险提示：下游需求持续低迷风险，新项目投产进度不达预期风险。

## 经营预测指标与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(人民币百万)	73,433	145,538	152,507	165,672	171,834
+/-%	7.91	98.19	4.79	8.63	3.72
归属母公司净利润(人民币百万)	10,041	24,649	21,021	26,333	29,636
+/-%	(0.87)	145.47	(14.72)	25.27	12.54
EPS(人民币，最新摊薄)	3.20	7.85	6.70	8.39	9.44
ROE(%)	20.16	34.92	25.05	25.31	23.24
PE(倍)	26.62	10.85	12.72	10.15	9.02
PB(倍)	5.48	3.90	3.27	2.63	2.14
EV EBITDA(倍)	17.07	8.09	8.68	6.97	5.54

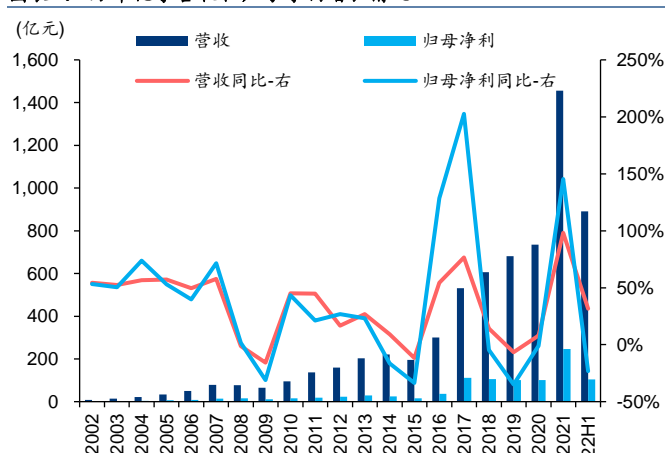
资料来源：公司公告、华泰研究预测

图表1：可比公司估值表

公司名称	股票代码	股价 (元/股)		EPS (元)			P/E (x)		
		7月28日	7月28日	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
华鲁恒升	600426 CH	28.58	607	3.68	3.96	4.64	8	7	6
荣盛石化	002493 CH	14.36	1454	1.52	1.80	2.00	9	8	7
扬农化工	600486 CH	116.98	363	6.53	7.31	8.27	18	16	14
平均							12	10	9

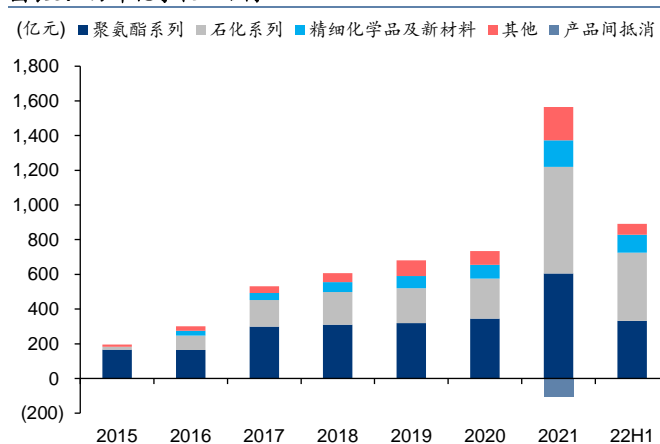
注：可比公司盈利均采用 Wind 一致预期，可比公司 BPS 采用最新业绩期数据  
资料来源：Wind，华泰研究

图表2：万华化学营收和归母净利润增长情况



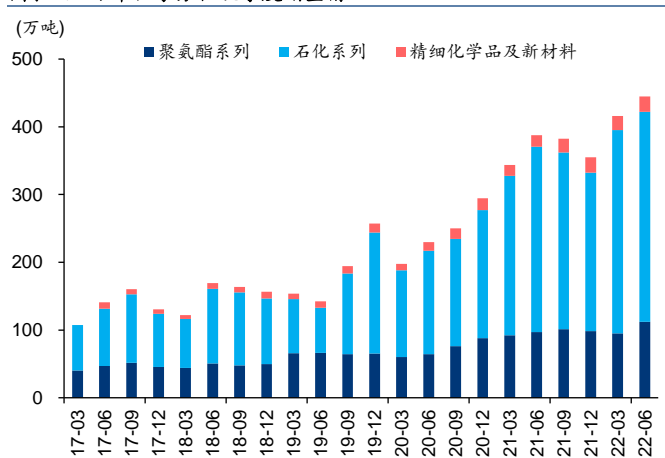
资料来源：公司公告，华泰研究

图表3：万华化学收入结构



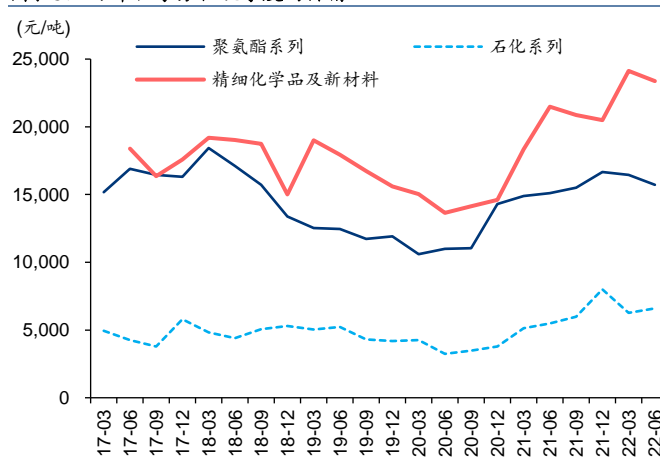
资料来源：公司公告，华泰研究

图表4：万华化学分板块季度销量情况



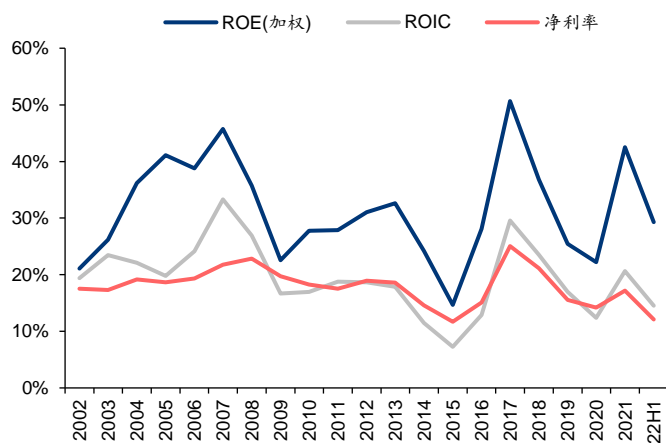
资料来源：公司公告，华泰研究

图表5：万华化学分板块季度均价情况



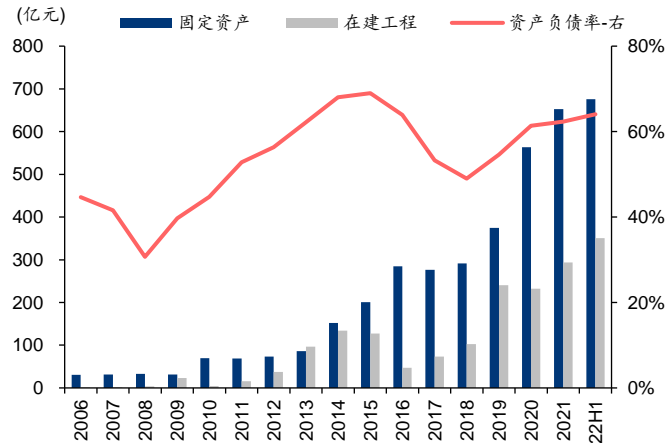
资料来源：公司公告，华泰研究

图表6: 万华化学净利率和资本回报率水平



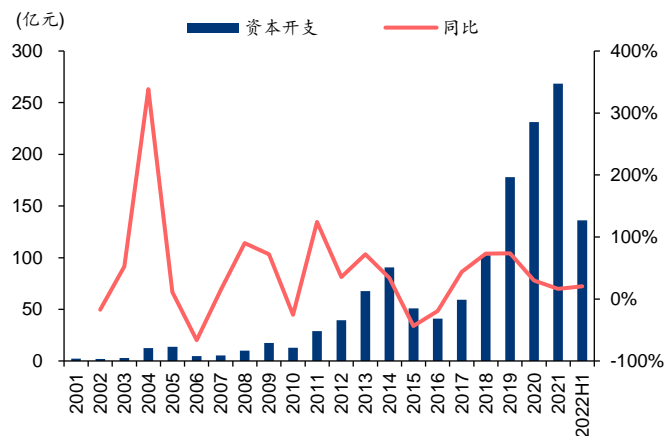
注: 22H1 的 ROE 和 ROIC 为年化数据  
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表7: 万华化学固定资产、在建工程和资产负债率情况



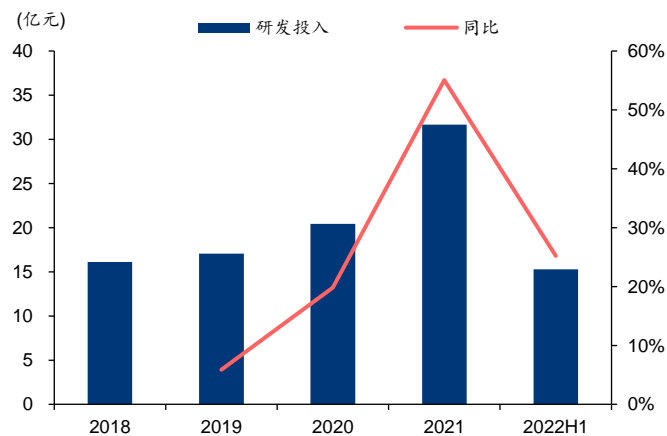
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表8: 万华化学资本开支情况



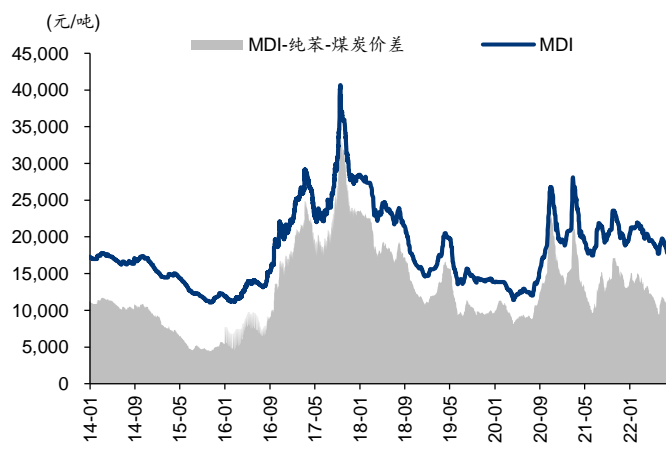
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表9: 万华化学研发投入情况



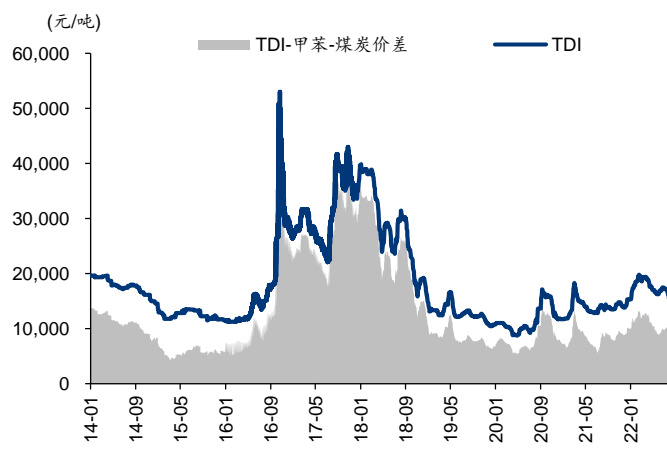
资料来源: 公司公告, 华泰研究

图表10: MDI 价格和价差情况



资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表11: TDI 价格和价差情况



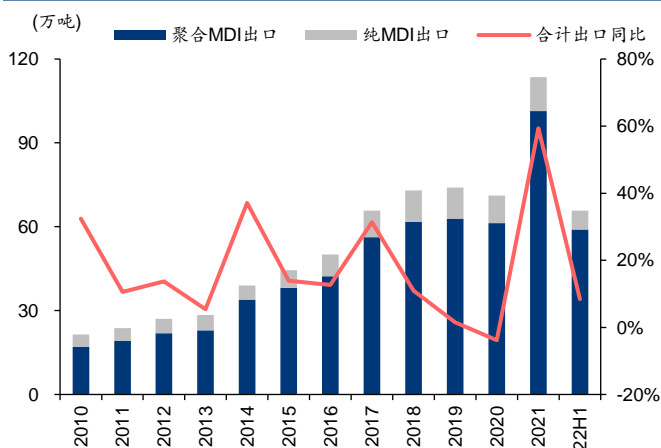
资料来源: 百川盈孚, 华泰研究

图表12: 国内外MDI和TDI装置检修/停产情况

产品	装置所属地区	生产企业	装置产能(万吨)	装置运行情况
MDI	亚太	巴斯夫韩国	25	装置降负运行
	亚太	巴斯夫上海	20	装置停车检修, 检修计划7月初-8月初
	亚太	巴斯夫重庆	40	装置降负运行
	亚太	亨斯迈上海	40	装置降负运行, 自6月开始检修尚未恢复
	亚太	东曹瑞安	8	8月存检修计划, 预计检修1个月
	美洲	陶氏化学	34	因不可抗力停车
	欧洲	BC公司	35	7月15日开始检修35天
	欧洲	BC公司	25	7月15日开始检修35天
TDI	中国	万华福建	5+5	其中5万吨装置停车, 5万吨装置6月开始检修, 货源缓慢重启
	中国	甘肃银光	12	装置停车, 暂无明确重启时间
	中国	巨力化工	23	烟台3+5万吨装置停车, 恢复时间未定
	中国	巴斯夫上海	16	装置降负运行
	中国	科思创上海	31	6月停车检修, 7月中旬左右恢复运行
	欧洲	巴斯夫	30	装置停车检修, 重启时间未定
	欧洲	BC公司	25	7月15日开始检修35天
	亚太(除中国)	NPU	2.5	计划23年4月停止生产TDI
亚太(除中国)	韩国韩华	15	单套5万吨装置运行	

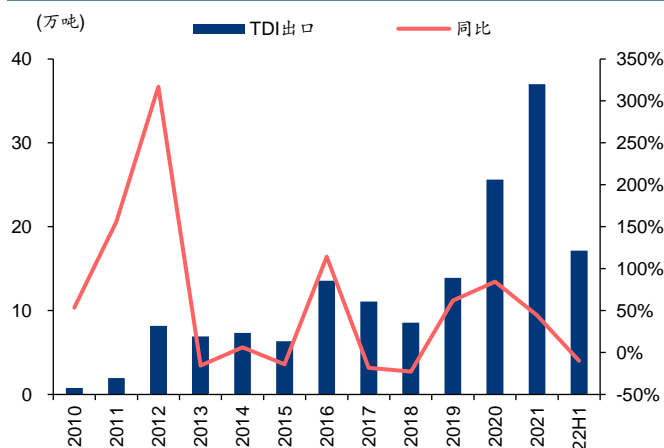
注: 巴斯夫(BAS GR)、亨斯迈(HUN US)、东曹(4042 JP)、陶氏化学(DOW US)、科思创(1COV GR)、万华化学(600309 CH), 表中其余企业未上市  
资料来源: 隆众资讯, 华泰研究

图表13: 国内MDI出口情况



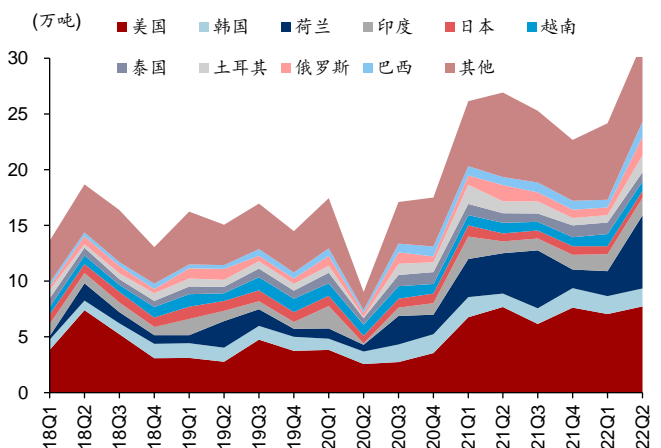
资料来源: 百川盈孚, 海关总署, 华泰研究

图表14: 国内TDI出口情况



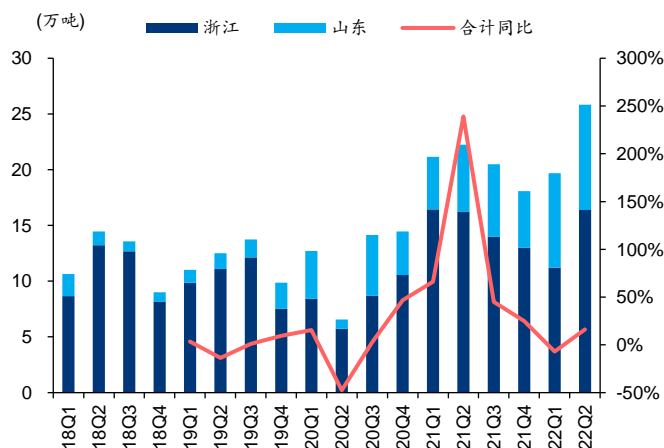
资料来源: 百川盈孚, 海关总署, 华泰研究

图表15: 国内聚合MDI出口去向情况



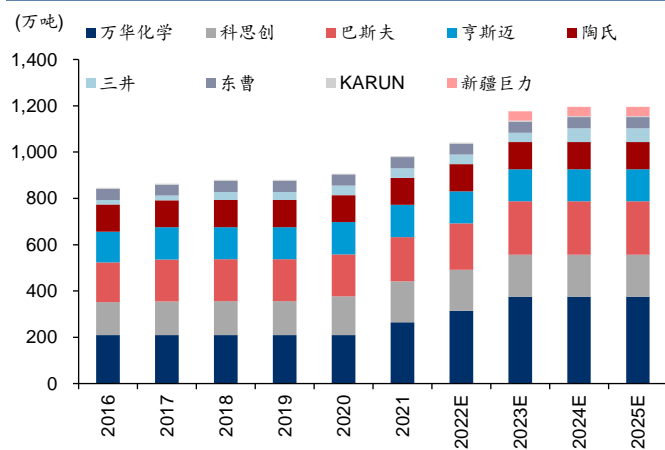
资料来源: 百川盈孚, 海关总署, 华泰研究

图表16: 山东&浙江聚合MDI出口情况



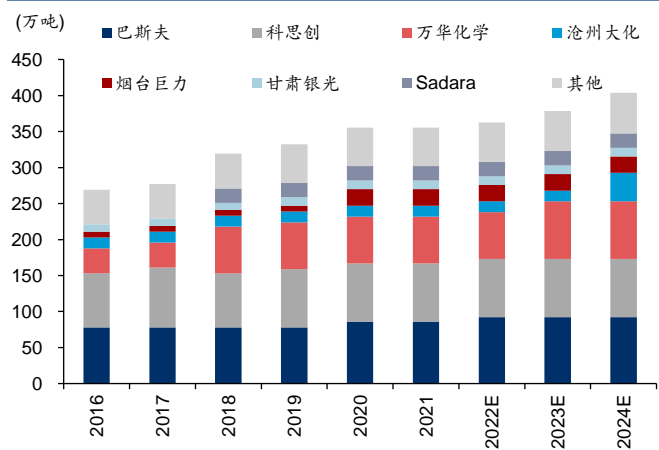
资料来源: 百川盈孚, 海关总署, 华泰研究

图表17: 22-25年MDI全球主要生产企业产能布局情况



注: 巴斯夫 (BAS GR)、亨斯迈 (HUN US)、东曹 (4042 JP)、陶氏化学 (DOW US)、科思创 (1COV GR)、万华化学 (600308 CH), 图中其余企业未上市  
资料来源: 天天化工网, 百川盈孚, 各公司公告及网站, 华泰研究

图表18: 22-24年TDI新增产能主要集中在国内



注: 巴斯夫 (BAS GR)、科思创 (1COV GR)、沧州大化 (600230 CH)、万华化学 (600309 CH), 图中其余企业未上市  
资料来源: 天天化工网, 百川盈孚, 各公司公告及网站, 华泰研究

图表19: 公司聚氨酯板块在建/规划新增产品及产能布局情况

项目名称	实施地点	投资额 (亿元)	主要产品	产能 (万吨)	预计投产	17-21年扣税均价 (元/吨)	测算收入 (亿元)	备注
12万吨/年热塑性聚氨酯弹性体扩建	烟台	5.14	TPU	7	2022年	19756	13.8	-
			聚酯多元醇	5		10467	5.2	-
50万吨/年聚酯多元醇扩建	烟台	9.17	普通软泡	25	2022年	11267	28.2	-
聚酯多元醇装置技改项目	烟台	1.62	聚酯多元醇	3	2022年	10467	3.1	-
苯胺/甲醛一体化项目 (三期)	烟台	-	甲醛	24	2022年	1075	2.6	预计自用为主
珠海项目 (华南项目)	珠海	20.00	组合聚酯	5	2022年	10467	5.2	-
容威聚酯混配改建项目	佛山	0.05	聚酯多元醇	3	2022年	10467	3.1	改建, 不新增产能
28万吨聚酯多元醇装置扩能改造项目	宁波	2.32	单体聚酯	17	2022年	10467	17.8	-
			组合聚酯	10		10467	10.5	-
福建40万吨/年MDI项目	福建	56.05	MDI	40	2022年	17705	70.8	-
烟台“MDI6plus”技改扩能	烟台	-	MDI	10	2022年	17705	17.7	-
180万吨/年MDI技改项目	宁波	41.61	MDI	60	2023年	17705	106.2	-
			改性MDI	28		-	-	占用MDI产能
			HDI	5		52233	26.1	-
			HDI加合物	6		57456	34.5	-
福建25万吨/年TDI项目	福建	19.27	TDI	15	2023年	17515	26.3	实际新增15万吨
福建年产108万吨苯胺项目	福建	27.50	苯胺	108	2023年	7543	81.5	分三期, 自用为主
85万吨/年聚酯多元醇扩建项目	烟台	-	软泡聚酯	12	2024年	11267	13.5	-
			POP聚酯	24		11830	28.4	-
			高回弹聚酯	12		11830	14.2	-
			DMC聚酯	24		11830	28.4	-
			PPG230	5.8		11830	6.9	-
			差异化聚酯	7.2		11830	8.5	-
年产6万吨聚酯多元醇项目	烟台	-	聚酯多元醇	6	2024年	12000	7.2	-
18万吨/年己二胺项目	宁波	8.87	己二胺	18	2024年	37168	66.9	-
<b>合计</b>	-	-	-	-	-	-	<b>620+</b>	-

资料来源: 公司公告, 公司官网, 项目环评报告, 华泰研究预测

**图表20: 公司石化板块在建/规划新增产品及产能布局情况**

项目名称	实施地点	投资额 (亿元)	主要产品	产能 (万吨)	预计投产	17-21 年扣税价 (元/吨)	测算收入 (亿元)	备注
48 万吨双酚 A 一体化项目	烟台	62.36	异丙苯	53	2022 年	-	-	项目自用
			苯酚/丙酮	65		-	-	项目自用
			双酚 A	48		12021	57.7	自用于 PC 生产
年产 6 万吨新戊二醇项目	烟台	-	新戊二醇	6	2022 年	10875	6.5	-
20 万吨/年顺酐项目	烟台	17.81	顺酐	20	2023 年	8397	16.8	可降解材料自用
乙烯二期项目	烟台	199.80	2# 乙烯裂解	120	2024 年	-	-	项目自用
			2# 汽油加氢	70		5735	40.1	-
			芳烃抽提	42		4823	20.3	-
			2# 丁二烯	19		8427	16.0	-
			HDPE	35		8110	28.4	-
			LDPE	25		7719	19.3	-
			POE	20		12498	25.0	-
			PP	50		7664	38.3	-
			天然气制乙炔产业链及园区配眉山套公辅工程项目	-	乙炔	5	2024 年	-
80 万吨 PVC 项目	福建	46.30	甲醛	24		-	-	项目自用
			甲醇	20		2250	4.5	部分外售
			BDO	10		13514	13.5	可降解材料自用
			VCM	80	2024 年	-	-	项目自用
40 万吨/年 POCHP 项目	烟台	24.81	PVC	80		6475	51.8	一期 23 年投产
			25%wt 盐酸	7.5		168	0.1	-
			环氧丙烷	40	2024 年	10745	43.0	-
蓬莱工业园高性能新材料一体蓬莱化项目	烟台	231	PDH	90	24H1 开始	-	-	自用
			聚醚	50	陆续投产	10467	52.3	-
			POCHP	40		10745	43.0	自用为主
			PP	30		7664	23.0	-
			EO	30		7472	22.4	自用为主
			EOD	30		13000	39.0	-
			丙烯酸	16		7514	12.0	-
			丙烯酸丁酯	16		9349	15.0	-
			丙烯酸辛酯	2		9500	1.9	-
			碳酸酯	20		5993	12.0	-
润肤剂	3		-	-	-			
年产 48 万吨甲醛项目	福建	2.32	甲醛	48	2024 年	1075	5.2	自用为主
<b>合计</b>	-	-	-	-	-	-	<b>600+</b>	-

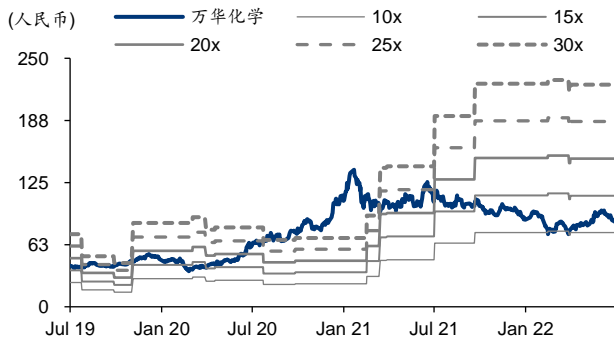
资料来源:公司公告,公司官网,项目环评报告,华泰研究预测

图表21: 公司新材料板块在建/规划新增产品及产能布局情况

项目名称	实施地点	投资额 (亿元)	主要产品	产能 (万吨)	预计投产	17-21 年扣税价 (元/吨)	测算收入 (亿元)	备注
9000 吨/年 PDMS 项目	烟台	0.91	PDMS	0.9	2022 年	-	-	-
10 万吨/年甲基胺项目	烟台	4.42	环己胺等	10	2022 年	15044	15.0	-
1 万吨锂电池三元材料项目	眉山	11.60	三元材料	1	2022 年	199433	19.9	-
6 万吨生物降解聚酯项目	眉山	3.60	PBAT	6	2022 年	20687	12.4	-
2.5 万吨 TPU 技改	烟台	-	高端 TPU	3.1	2022 年	19756	6.1	-
年产 4 万吨尼龙 12 项目	烟台	25.48	尼龙 12	4	2022 年	-	-	-
催化剂制备二期工程项目	烟台	1.62	催化剂	0.25	2022 年	-	-	-
5 万吨三羟甲基丙烷项目	烟台	-	三羟甲基丙烷	5	2022 年	12240	6.1	-
年产 14 万吨聚碳酸酯项目	烟台	11.09	PC	14	2023 年	18664	26.1	-
柠檬醛及其衍生物一体化项目	烟台	23.70	异异戊烯醇	12.4	2023 年	-	-	-
			异戊烯醇	8.4				
			异戊烯醛	4.3				
			柠檬醛	4.8				
			柠檬醛衍生物	3.5				
年产 8 万吨 NMP 项目	眉山	-	NMP	8	2023 年	18201	14.6	-
催化剂制备三期工程项目	烟台	2.21	催化剂	0.16	2023 年	-	-	-
MMA 一体化项目	烟台	20.51	PMMA	12	2024 年	16426	19.7	-
			MMA	8		13065	10.5	-
12 万吨 TPU 扩建项目	烟台	5.14	TPU	5	2024 年	19756	9.9	-
9 万吨/年聚氨酯树脂(改性) 装置扩能改造项目	宁波	-	油墨树脂	2	2024 年	19476	3.9	-
			复膜胶组合料	1.5		19476	2.9	-
			改性聚氨酯	5		19476	9.7	-
			固化剂	0.5		19476	1.0	-
CMP 材料	烟台	15.7	研磨液	1.5-2	2024 年	-	-	-
			Pad 研磨垫	60 万片/年		-	-	-
5 万吨磷酸铁锂电正极材料一体化项目	眉山	-	磷酸铁锂	5	2024 年	65164	32.6	-
			磷酸铁	5		14420	7.2	自用为主
3 万吨/年聚氨酯固化剂项目	烟台	4.28	聚氨酯固化剂	3	2024 年	21000	6.3	-
4 万吨/年聚醚胺项目	烟台	-	工业化聚醚胺	4	2024 年	20757	8.3	-
2 万吨/年有机硅 MQ 树脂及衍生物项目	烟台	-	MQ 树脂	1.5	2024 年	22326	3.3	-
			树脂衍生物	0.5		22326	1.1	-
营养品项目	烟台	-	W 酯	-	2024 年	-	-	-
10 万吨/年二元醇项目	烟台	-	二元醇	-	2024 年	-	-	-
4.2 万吨/年乙烯多胺项目	蓬莱	-	乙烯多胺	4.2	2024 年	-	-	-
10 万吨/年二元醇项目	烟台	-	二元醇	10	2025 年	-	-	-
2 万吨/年间苯二甲胺项目	烟台	7.57	间苯二甲胺	2	2025 年	-	-	-
特种异丁烯衍生物项目	烟台	-	叔丁胺	3	2025 年	-	-	-
			异壬酸	2.5		-	-	-
			MOL	1.5		-	-	-
合计	-	-	-	-	-	-	300+	-

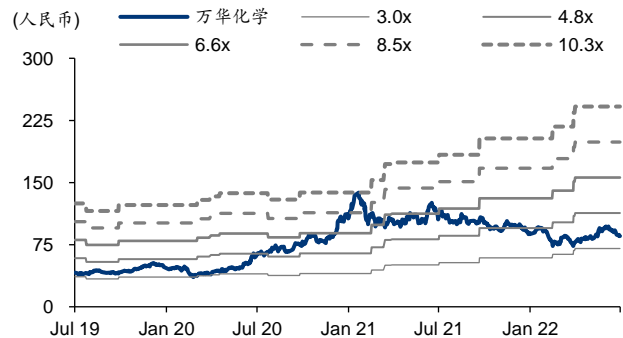
资料来源: 公司公告, 公司官网, 项目环评报告, 华泰研究预测

图表22: 万华化学 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

图表23: 万华化学 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰研究

## 盈利预测

### 资产负债表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	40,526	72,291	80,052	98,975	117,286
现金	17,574	34,216	52,569	57,175	88,322
应收账款	6,309	8,646	7,025	9,999	7,658
其他应收账款	704.29	1,394	804.77	1,584	893.62
预付账款	780.83	1,367	883.67	1,561	974.60
存货	8,704	18,282	10,383	20,270	11,051
其他流动资产	6,455	8,386	8,386	8,386	8,386
<b>非流动资产</b>	93,226	118,018	118,181	121,602	119,978
长期投资	1,314	3,930	5,081	6,465	8,090
固定投资	56,371	65,233	76,264	83,028	82,520
无形资产	6,905	7,982	8,593	9,382	10,235
其他非流动资产	28,636	40,873	28,243	22,728	19,133
<b>资产总计</b>	133,753	190,310	198,233	220,577	237,264
<b>流动负债</b>	68,134	98,002	95,662	100,466	96,817
短期借款	38,245	53,873	53,873	53,873	53,873
应付账款	9,156	11,403	10,436	12,917	10,945
其他流动负债	20,733	32,726	31,354	33,676	32,000
<b>非流动负债</b>	13,968	20,612	17,384	14,470	10,997
长期借款	11,822	15,644	12,416	9,502	6,029
其他非流动负债	2,146	4,968	4,968	4,968	4,968
<b>负债合计</b>	82,102	118,614	113,046	114,935	107,815
少数股东权益	2,870	3,197	3,517	3,918	4,370
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
资本公积	2,161	2,161	2,161	2,161	2,161
留存公积	43,104	63,671	76,476	92,516	110,568
归属母公司股东权益	48,780	68,499	81,670	101,723	125,080
<b>负债和股东权益</b>	133,753	190,310	198,233	220,577	237,264

### 现金流量表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金</b>	16,850	27,922	39,159	26,180	48,713
净利润	10,415	25,039	21,341	26,734	30,087
折旧摊销	5,236	8,161	7,359	8,822	9,985
财务费用	1,076	1,479	1,596	742.00	(69.43)
投资损失	(179.17)	(492.10)	(500.00)	(550.00)	(550.00)
营运资金变动	(410.65)	(7,246)	9,522	(9,395)	9,439
其他经营现金	711.71	981.94	(159.51)	(172.67)	(178.83)
<b>投资活动现金</b>	(23,855)	(28,758)	(7,016)	(11,685)	(7,803)
资本支出	(23,236)	(27,000)	(5,689)	(10,022)	(5,709)
长期投资	(497.55)	(1,996)	(1,151)	(1,384)	(1,624)
其他投资现金	(121.79)	237.55	(175.89)	(278.76)	(470.42)
<b>筹资活动现金</b>	19,813	17,587	(13,791)	(9,888)	(9,763)
短期借款	18,211	15,628	0.00	0.00	0.00
长期借款	5,859	3,822	(3,228)	(2,914)	(3,472)
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	(0.05)	(0.82)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(4,257)	(1,862)	(10,563)	(6,974)	(6,290)
现金净增加额	12,785	16,711	18,353	4,606	31,147

资料来源:公司公告、华泰研究预测

### 利润表

会计年度 (人民币百万)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	73,433	145,538	152,507	165,672	171,834
营业成本	53,766	107,317	113,996	121,901	124,559
营业税金及附加	675.67	879.59	1,296	1,408	1,461
营业费用	2,939	1,052	3,050	2,982	3,093
管理费用	1,420	1,892	3,050	3,313	3,437
财务费用	1,076	1,479	1,596	742.00	(69.43)
资产减值损失	(488.19)	(1,075)	(762.54)	(828.36)	(859.17)
公允价值变动收益	(6.34)	6.61	7.00	7.00	7.00
投资净收益	179.17	492.10	500.00	550.00	550.00
<b>营业利润</b>	11,825	29,425	24,935	31,146	34,985
营业外收入	23.48	96.67	80.00	90.00	100.00
营业外支出	116.22	370.68	200.00	150.00	100.00
<b>利润总额</b>	11,732	29,151	24,815	31,086	34,985
所得税	1,317	4,112	3,474	4,352	4,898
<b>净利润</b>	10,415	25,039	21,341	26,734	30,087
少数股东损益	373.49	390.68	320.11	401.01	451.30
归属母公司净利润	10,041	24,649	21,021	26,333	29,636
EBITDA	17,850	38,543	33,313	40,484	44,728
EPS (人民币, 基本)	3.20	7.85	6.70	8.39	9.44

### 主要财务比率

会计年度 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入	7.91	98.19	4.79	8.63	3.72
营业利润	(3.84)	148.84	(15.26)	24.91	12.33
归属母公司净利润	(0.87)	145.47	(14.72)	25.27	12.54
<b>获利能力 (%)</b>					
毛利率	26.78	26.26	25.25	26.42	27.51
净利率	14.18	17.20	13.99	16.14	17.51
ROE	20.16	34.92	25.05	25.31	23.24
ROIC	14.34	26.11	25.00	27.10	34.15
<b>偿债能力</b>					
资产负债率 (%)	61.38	62.33	57.03	52.11	45.44
净负债比率 (%)	66.85	57.36	21.63	10.37	(18.34)
流动比率	0.59	0.74	0.84	0.99	1.21
速动比率	0.43	0.53	0.71	0.76	1.08
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.64	0.90	0.79	0.79	0.75
应收账款周转率	13.67	19.46	19.46	19.46	19.46
应付账款周转率	6.26	10.44	10.44	10.44	10.44
<b>每股指标 (人民币)</b>					
每股收益(最新摊薄)	3.20	7.85	6.70	8.39	9.44
每股经营现金流(最新摊薄)	5.37	8.89	12.47	8.34	15.51
每股净资产(最新摊薄)	15.54	21.82	26.01	32.40	39.84
<b>估值比率</b>					
PE (倍)	26.62	10.85	12.72	10.15	9.02
PB (倍)	5.48	3.90	3.27	2.63	2.14
EV EBITDA (倍)	17.07	8.09	8.68	6.97	5.54

## 免责声明

### 分析师声明

本人，庄汀洲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本报告仅供本公司及其客户和其关联机构使用。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，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）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、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰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。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。华泰不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

华泰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，华泰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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或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。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、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。投资者应当考虑到华泰及/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信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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（无论整份或部分）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，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，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利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 [https://www.htsc.com.hk/stock\\_disclosure](https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure) 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

### 美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934年证券交易法》（修订版）第15a-6条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受FINRA关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 美国-重要监管披露

- 分析师庄汀洲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括FINRA定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

### 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后6至12个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A股市场基准为沪深300指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普500指数），具体如下：

#### 行业评级

**增持：** 预计行业股票指数超越基准

**中性：** 预计行业股票指数基本与基准持平

**减持：** 预计行业股票指数明显弱于基准

#### 公司评级

**买入：** 预计股价超越基准15%以上

**增持：** 预计股价超越基准5%~15%

**持有：** 预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

**卖出：** 预计股价弱于基准15%以上

**暂停评级：** 已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

**无评级：** 股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限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: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2022年华泰证券股份有限公司