

审慎增持 (维持)

恒力石化

600346

原油成本仍顺畅传导，化工品需求回落致业绩短暂承压，
精细品、新能源、新材料布局渐次铺开保障成长

2022年08月16日

市场数据

市场数据日期	2022-08-15
收盘价(元)	20.69
总股本(百万股)	7039.10
流通股本(百万股)	7039.10
总市值(百万元)	145638.97
流通市值(百万元)	145638.97
净资产(百万元)	59550.89
总资产(百万元)	226097.97
每股净资产	8.46

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证化工】恒力石化(600346)2022年一季报点评:原油成本传导顺畅,业绩超预期,下游项目稳步推进成长空间可观》2022-05-01

《【兴证化工】恒力石化(600346)2021年年报点评:产业链景气回暖助力业绩同比大增,新材料产业链稳步扩张保障未来成长》2022-04-11

《【兴证化工】恒力石化(600346)事件点评:持续加码推进下游新材料项目,产业链一体化优势有望进一步显现》2022-01-27

分析师:

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	197997	201239	223667	273507
同比增长	29.9%	1.6%	11.1%	22.3%
归母净利润(百万元)	15531	15719	18075	22285
同比增长	15.4%	1.2%	15.0%	23.3%
毛利率	15.4%	15.4%	15.6%	15.7%
净利率	7.8%	7.8%	8.1%	8.2%
净资产收益率	27.1%	23.9%	23.5%	24.5%
每股收益(元)	2.21	2.23	2.57	3.17
每股经营现金流(元)	2.65	3.87	4.98	5.78

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

- **事件:** 恒力石化发布2022年半年报,报告期内公司实现营业收入1191.55亿元,同比增长13.94%;实现归属上市公司股东的净利润80.26亿元,同比下滑7.13%;实现扣非归母净利润74.17亿元,同比下滑10.27%。其中2022年Q2单季度实现营业收入657.59亿元,同比增长28.08%,环比增长23.15%;实现归母净利润38.03亿元,同比下滑16.06%,环比下滑9.93%;实现扣非归母净利润33.03亿元,同比下滑26.73%,环比下滑19.7%。
- **维持“审慎增持”的投资评级。**2022年第二季度内,公司炼化项目对原油成本传导仍较为顺畅,化工品盈利同/环比回落或致使公司业绩短暂承压。

公司为PTA行业的龙头企业,现阶段拥有PTA产能1660万吨/年(含惠州基地在建500万吨/年产能),大连基地为全球单体最大的PTA工厂。公司上下游一体化程度较高,现已形成“原油-芳烃、烯烃-PTA、乙二醇-聚酯新材料”全产业链格局。上游方面,公司拥有2000万吨炼化一体化项目,配套450万吨PX产能;下游方面,截至2021年末公司拥有涤纶民用长丝产能243万吨,工业长丝产能40万吨,工程塑料产能24万吨,聚酯薄膜产能38.5万吨,PBAT产能3.3万吨等,产品种类较为丰富。当前公司依托上游炼化项目充沛原材料储备,大踏步加码布局下游新材料项目:2022年6月13日,160万吨/年精细化工项目环评受理;3月24日,60万吨/年BDO及配套项目(一期)进行环评拟审批公示;1月26日晚间正式公告拟建年产260万吨高性能聚酯项目与160万吨/年高性能树脂及新材料项目,已于2月8日开工;2021年12月26日于苏州同日本芝浦及青岛中科华联签约引进12条共计年产能16亿m²湿法锂电池隔膜生产线,预计将于2022年1月起的18个月内完成交付;2021年6月24日晚间先后公告共计275万吨的三个聚酯新材料项目及配套化工项目,当前亦在稳步推进中,其中45万吨/年可降解塑料项目预计三季度投产。连同控股股东及附属企业推出百亿级别员工持股计划,在绑定员工利益、完善激励体制的同时亦有望同时助力在建项目高效推进,彰显发展信心。未来随炼化产品需求的修复以及自身新材料平台的不断拓展,公司盈利能力有望持续提升。我们维持公司2022~2024年EPS预测分别为2.23、2.57元、3.17元,维持“审慎增持”的投资评级。

风险提示: 国际原油价格大幅波动的风险;炼化终端产品需求不及预期的风险;聚酯终端产品需求不及预期的风险。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

报告正文

事件

恒力石化发布 2022 年半年报, 报告期内公司实现营业收入 1191.55 亿元, 同比增长 13.94%; 实现归属上市公司股东的净利润 80.26 亿元, 同比下滑 7.13%; 实现扣非归母净利润 74.17 亿元, 同比下滑 10.27%。其中 2022 年 Q2 单季度实现营业收入 657.59 亿元, 同比增长 28.08%, 环比增长 23.15%; 实现归母净利润 38.03 亿元, 同比下滑 16.06%, 环比下滑 9.93%; 实现扣非归母净利润 33.03 亿元, 同比下滑 26.73%, 环比下滑 19.7%。

点评

2022 年第二季度内, 公司炼化项目对原油成本传导仍较为顺畅, 化工品盈利同/环比回落或致使公司业绩短暂承压。

- 2022 年 Q2 内公共卫生事件导致化工品景气同/环比回落, 或一定程度拖累公司业绩, 但炼化项目对原油成本传导仍相对顺畅。

价方面, 化工品相关产品由于需求端受公共卫生事件影响, 价差总体呈收窄趋势, 或一定程度拖累公司业绩: 根据我们统计, 2022 年 Q2 石脑油/纯苯/PX/乙烯-原油价差分别平均为 31 美元/吨、380 美元/吨、412 美元/吨、348 美元/吨, 环比分别变化-79%、+4%、+16%、-8%; 同比分别变化-66%、-26%、+18%、-32%。PX 产品价差有所提升或主要系季度内调油需求相对旺盛, 带动产品盈利改善所致。对比来看, 成品油产品价差显著改善: 具体来看, 根据我们统计, 2022 年 Q2 内, 汽/柴/煤油价差分别为 274 美元/吨、382 美元/吨、349 美元/吨, 环比分别提升 90%、113%、127%; 同比分别提升 203%、461%、467%。根据公司披露经营数据, 在国际油价上行的背景下, 公司产品 2022 年 Q2 单季度售价均有所提升, 炼化产品、PTA、新材料产品售价分别为 6000 元/吨、5785 元/吨、9359 元/吨, 同比分别提升 26%、40%、7%; 环比分别提升 8%、16%、1%。

表 1、主要炼化产品季度价差均值情况

产品	炼化项目主要下游产品季度平均价格/价差情况							
	Brent 期货价格	汽油-原油价差	柴油-原油价差	煤油-原油价差	石脑油-原油价差	纯苯-原油价差	PX-原油价差	乙烯-原油价差
单位	美元/桶	美元/吨	美元/吨	美元/吨	美元/吨	美元/吨	美元/吨	美元/吨
2020Q1	55	45	97	81	38	252	304	306
2020Q2	33	4	47	0	25	171	249	302
2020Q3	43	47	57	17	74	104	225	440
2020Q4	44	54	58	48	77	195	228	530
2021Q1	60	76	69	58	104	302	311	525
2021Q2	68	90	68	62	92	517	348	510
2021Q3	73	108	72	72	121	546	367	417
2021Q4	79	145	134	123	152	424	300	483
2022Q1	99	144	179	154	144	365	356	378
2022Q2	112	274	382	349	31	380	412	348
	2022年Q2变化情况							
2022Q2环比	13.70%	89.71%	112.78%	127.09%	-78.46%	4.00%	15.65%	-7.77%
2022Q2同比	65.08%	202.74%	461.09%	466.65%	-66.40%	-26.48%	18.22%	-31.71%

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

量方面, 根据公司披露数据, 2022 年 Q2 内公司炼化产品、PTA、新材料产品三大板块产量环比维持相对稳定, 环比变化分别为-4%、+3%、-4%; 销量

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

则环比均有所提升，环比变化分别为+9%、+19%、+20%。

表 2、公司主要经营数据情况

	产量/(万吨)																2022Q2		
	2019	2020	2021	2019	2019	2019	2019	2020	2020	2020	2020	2021	2021	2021	2021	2022	2022	季度同比	季度环比
	FY	FY	FY	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2		
炼化产品	1191	2515	2352	-	-	378	540	417	840	597	660	586	604	569	593	590	565	-6.41%	-4.26%
PTA	706	962	1219	175	98	257	176	174	284	190	313	302	305	315	296	298	307	0.65%	3.18%
新材料产品	266	266	333	62	66	76	62	62	66	77	61	80	80	85	88	87	84	5.23%	-3.53%
合计	2164	3743	3903	237	164	711	778	654	1191	864	1034	969	989	969	977	975	957	-3.29%	-1.92%
	销量/(万吨)																2022Q2		
	2019	2020	2021	2019	2019	2019	2019	2020	2020	2020	2020	2021	2021	2021	2021	2022	2022	季度同比	季度环比
	FY	FY	FY	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2		
炼化产品	1216	2509	2318	-	-	378	566	412	480	609	1007	862	679	476	301	567	619	-8.79%	9.21%
PTA	568	919	1140	165	127	119	156	200	237	168	314	315	293	277	254	246	293	-0.09%	19.17%
新材料产品	269	272	313	60	69	68	72	43	60	67	102	66	78	84	85	68	82	4.87%	19.81%
合计	2052	3700	3771	225	196	566	795	654	777	844	1424	1243	1050	838	640	881	994	-5.34%	12.81%
	销售均价(不含税)/(元/吨)																2022Q2		
	2019	2020	2021	2019	2019	2019	2019	2020	2020	2020	2020	2021	2021	2021	2021	2022	2022	季度同比	季度环比
	FY	FY	FY	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2		
炼化产品	4106	3581	4527	-	-	4237	2701	4060	4417	3567	2995	3666	4770	4616	6301	5554	6000	25.80%	8.04%
PTA	5044	3203	4226	5540	5429	5337	4274	3524	3402	3371	2759	3518	4127	4480	4964	5005	5785	40.18%	15.59%
新材料产品	8493	6445	8705	9026	8814	8763	7752	7742	7260	6989	5073	8080	8758	8761	9079	9292	9359	6.85%	0.72%

资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

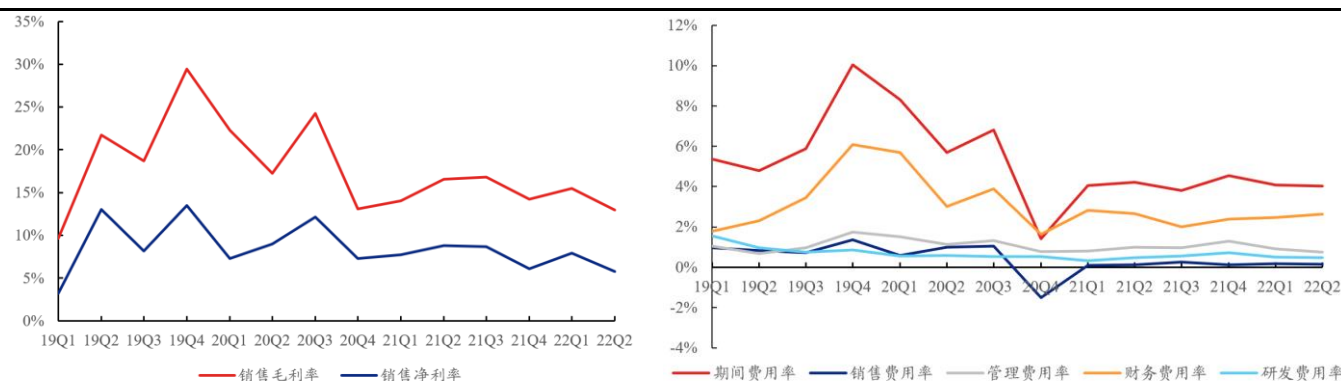
综合来看，2022年Q2内，原油价格显著上行背景下，下游产品售价同/环比均有提升，助力公司营收规模扩大，而化工品在需求端冲击下盈利减弱或拖累公司业绩。但综合考虑原油价格变动幅度及下游需求波动，公司炼化项目对原油成本传导仍相对顺畅。2022年Q2单季度实现营业收入657.59亿元，同比增长28.08%，环比增长23.15%；实现归母净利润38.03亿元，同比下滑16.06%，环比下滑9.93%；实现扣非归母净利润33.03亿元，同比下滑26.73%，环比下滑19.7%。

- **期间费用率控制良好，2022年H1期间费用率有所下降。**2022年H1期间，公司期间费用率为4.05%，同比下降0.08 pcts。拆分来看，其中销售费用率0.16%，同比上升0.05 pcts；管理费用率0.83%，同比下降0.06 pcts；财务费用率2.57%，同比下降0.16 pcts；研发费用率0.49%，同比上升0.09 pcts。

单季度期间费用率同比、环比亦均有所下降。2022年Q2公司单季度期间费用率4.02%，同比下降0.20 pcts，环比下降0.05 pcts。拆分来看，其中销售费用率0.14%，同比上升0.03 pcts，环比下降0.04 pcts；管理费用率0.76%，同比下降0.23 pcts，环比下降0.15 pcts；财务费用率2.64%，同比下降0.01 pcts，环比上升0.16 pcts；研发费用率0.49%，同比上升0.01 pcts，环比下降0.02 pcts。

- **化工品景气回落、产品价格提升，2022年Q2销售毛利率、销售净利率有所回落。**2022年Q2内，化工品景气回落，我们预计相关产品盈利水平或同/环比有所收窄；此外，Q2内国际油价大幅上行带动公司相关产品销售价格显著上行，基数扩大亦或致使销售毛利率、净利率有所回落。具体来看，2022年Q2内，公司实现销售毛利率12.95%，同比下滑3.61 pcts，环比下滑2.51 pcts；实现销售净利率5.79%，同比下滑3.02 pcts，环比下滑2.12 pcts。

图 1、恒力石化销售毛利率、销售净利率(单季度) 图 2、恒力石化期间费用率(单季度)



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理 资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- 扎根炼化平台, 持续高效推进拓展下游产品, 充分发挥“大化工” 廉价、多样“原料库” 优势, 把握时代趋势推进产业升级。

2021 年以来, 公司依托上游“大化工” 平台优势, 深挖产业链潜力, 凭借多年积累加速布局下游新材料产品。2021 年 Q4 以来, 公司发展步伐进一步提速: 依托炼化项目多样、丰富原材料优势, 规划推进 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目、160 万吨/年精细化工项目、60 万吨/年 BDO 及配套项目(一期), 提升石化产业链盈利能力; 依托自身 PTA、MEG 廉价原材料供给优势, 规划建设 260 万吨/年高性能聚酯项目; 依托康辉新材料在聚酯薄膜领域多年耕耘积累的运营优势, 于 2021 年年末签署设备订购协议, 强势切入锂电隔膜领域, 把握时代趋势。在公司现有的产业链布局下, 廉价、充沛的上游原材料与下游新材料产品有望相得益彰, 延伸公司产品价值链, 提升公司抵御风险能力以及综合盈利能力。

炼化、PTA 项目为下游高附加值产品提供廉价原材料, 结合产业链区位优势, 有助于构建公司下游产品的成本优势。近期公司所公告、开建的 160 万吨/高性能树脂及新材料项目、年产 260 万吨高性能聚酯工程项目以及进行环评审批的 60 万吨/年 BDO 及配套项目(一期)、160 万吨/年精细化工项目均位于大连长兴岛石化产业基地内。一方面, 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目所需乙烯、丙烯及其他原材料、160 万吨/年精细化工项目所需的石脑油、C5 馏分、抽余液、苯、丁二烯等原材料、260 万吨/年高性能聚酯项目所需 PTA、乙二醇以及 60 万吨/年 BDO 及配套项目(一期)所需丁烷可由同一园区内的炼化一体化/乙烯项目直接供给; 另一方面, 原有较为完善的园区公用工程配套亦可在降低新项目投资额、降低单吨产品加工成本的同时, 提升项目运行效率, 充分发挥公司内部的协同效应。

表 3、2021 年以来公司加速布局下游新材料项目

项目名称	项目内容/产品方案	建设/推进进度
160 万吨/年高性能树脂及新材料项目	主要装置包括 26 万吨/年聚碳酸酯装置、30 万吨/年 ABS 装置、45 万吨/年环氧乙烷装置、40 万吨 CO ₂ 回收和 20 万吨/年乙醇胺等 14 套化工(联合)装置; 主要产品包括双酚 A 23.18 万吨/年、异丙醇 13.12 万吨/年、环氧乙烷 13 万吨/年、聚碳酸酯 26 万吨/年、电子级 DMC(含 EC、EMC 和 DEC) 20 万吨/年、	2022 年 2 月 8 日已开工。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

	ABS30万吨/年、GPPS7.5万吨/年、HIPS7.5万吨/年、乙醇胺16.05万吨/年、PDO7.2万吨/年、PTMEG6万吨/年等。	
160万吨/年精细化工项目	300万吨/年K-COT装置,66万吨/年乙苯装置,27/60万吨/年PO/SM装置、20/19万吨/年丙烯酸及酯装置、30万吨/年ABS装置、30万吨/年丁辛醇装置、20万吨/年聚醚多元醇装置、26万吨/年丙烯腈装置、5万吨/年醋酸丁酯装置、45/20万吨/年MTBE/丁烯-1装置、3万吨/年聚丁烯-1装置、10万吨/年甲胺/DMF装置共12套主体装置以及配套的公辅和环保工程。	2022年6月13日在大连市生态环境局进行受理公示
年产260万吨高性能聚酯工程	主要建设内容包括3条60万吨/年聚酯生产线,2条30万吨/年聚酯生产线,2条10万吨/年聚酯生产线;主要产品包括10万吨/年膜级母粒聚酯切片、10万吨/年光伏材料聚酯切片、90万吨/年膜级聚酯切片、30万吨/年起亮光聚酯切片、120万吨/年工业丝聚酯切片	2022年2月8日已开工。
150万吨/年绿色多功能纺织新材料项目	(1)15万吨/年起仿真功能性新型弹性纤维项目(双组份);(2)15万吨/年起仿真差别化环保纤维项目(再生纤维);(3)30万吨/年改性聚酯纤维项目(阳离子);(4)30万吨/年差别化功能性聚酯纤维项目(全消光);(5)60万吨/年差别化超仿真聚酯纤维项目(30万吨/年POY,30万吨/年FDY)	2021年6月24日晚间公告,工期预计2年。
45万吨/年PBS类生物降解塑料	45万吨/年PBS类生物降解塑料	半年报披露预计于2022年三季度投产。
年产80万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目	(1)高端功能性聚酯薄膜47万吨/年装置(电子电气12.5万吨/年、光学材料7.6万吨/年、信息技术7.6万吨/年、信息装饰8.2万吨/年、新能源汽车4.1万吨/年、包装材料7万吨/年);(3)特种功能性薄膜10万吨/年装置(功能性、耐温锂电隔膜、光伏背板膜);(4)改性PBT15万吨/年装置(汽车、电子电器、工业机械);(5)改性PBAT8万吨/年装置(塑料袋、农膜、耗材等)	2021年6月24日晚间公告,工期预计32个月,项目已获得股东大会审议通过。
新材料配套化工项目	(1)35万吨/年合成氨装置30万吨/年硝酸装置(2);30万吨/年己二酸装置;(3)20万吨/年食品级CO ₂ 装置	2021年6月24日晚间公告,工期预计3年。
年产16亿平方米锂电隔膜项目	引进日本芝浦与青岛中科华联湿法锂电隔膜生产线共12条,年产能16亿平方米	2021年12月26日于苏州签订设备采购协议,2022年1月起,预计18个月内交付。
60万吨/年BDO及配套项目(一期)	4*21万吨/年顺酐装置、100万吨/年正丁烷分离装置、2*30万吨/年BDO装置、10万吨/年丁二酸装置、6万吨/年PTMEG装置等。	2022年3月24日在大连市生态环境局进行环评拟审批公示。

资料来源:公司公告、恒力石化公众号、大连市生态环境局、环评报告,兴业证券经济与金融研究院整理

- **维持“审慎增持”的投资评级。**2022年第二季度内,公司炼化项目对原油成本传导仍较为顺畅,化工品盈利同/环比回落或致使公司业绩短暂承压。

公司为PTA行业的龙头企业,现阶段拥有PTA产能1660万吨/年(含惠州基地在建500万吨/年产能),大连基地为全球单体最大的PTA工厂。公司上下游一体化程度较高,现已形成“原油-芳烃、烯烃-PTA、乙二醇-聚酯新材料”全产业链格局。上游方面,公司拥有2000万吨炼化一体化项目,配套450万吨PX产能;下游方面,截至2021年末公司拥有涤纶民用长丝产能243万吨,工业长丝产能40万吨,工程塑料产能24万吨,聚酯薄膜产能38.5万吨,PBAT产能3.3万吨等,产品种类较为丰富。当前公司依托上游炼化项目充沛原材料储备,大踏步加码布局下游新材料项目:2022年6月13日,160万吨/年精细化工项目环评受理;3月24日,60万吨/年BDO及配套项目(一期)进行环评拟审批公示;1月26日晚间正式公告拟建年产260万吨高性能聚酯项目与160万吨/年高性能树脂及新材料项目,已于2月8日开工;2021年12月26日于苏州同日本芝浦及青岛中科华联签约引进12条共计年产能16亿m²湿法锂电池隔膜生产线,预计将于2022年1月起的18个月内完成交付;2021年6月24日晚间先后公告共计275万吨的三个聚酯新材料项目及配套化工项目,当前亦在稳步推进中,其中45万吨/年可降解塑料项目预计三季度投产。连同控股股东及附属企业推出百亿级别员工持股计划,在绑定

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

员工利益、完善激励体制的同时亦有望同时助力在建项目高效推进，彰显发展信心。未来随炼化产品需求的修复以及自身新材料平台的不断拓展，公司盈利能力有望持续提升。我们维持公司 2022~2024 年 EPS 预测分别为 2.23、2.57 元、3.17 元，维持“审慎增持”的投资评级。

- **风险提示：**国际原油价格大幅波动的风险；炼化终端产品需求不及预期的风险；聚酯终端产品需求不及预期的风险。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	65180	67322	71121	80706
货币资金	15986	15968	15925	15949
交易性金融资产	814	1396	1244	1223
应收票据及应收账款	2644	2595	2773	3256
预付款项	2637	2724	3021	3689
存货	33553	33876	37573	45886
其他	9546	10763	10585	10702
非流动资产	145116	166685	196346	233714
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	122731	141011	166743	199709
在建工程	7783	11391	15696	20348
无形资产	7342	7746	8069	8310
商誉	77	77	77	77
长期待摊费用	2622	2285	1652	1025
其他	4562	4175	4109	4244
资产总计	210296	234007	267468	314420
流动负债	97776	110236	125182	149947
短期借款	55591	69449	79341	95080
应付票据及应付账款	26740	24559	28709	36529
其他	15446	16227	17132	18339
非流动负债	55220	57828	65323	73309
长期借款	52122	54622	62122	70122
其他	3097	3206	3201	3187
负债合计	152996	168064	190505	223257
股本	7039	7039	7039	7039
资本公积	18456	18456	18456	18456
未分配利润	31118	39611	50479	64465
少数股东权益	69	79	91	105
股东权益合计	57301	65943	76963	91163
负债及权益合计	210296	234007	267468	314420

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	15531	15719	18075	22285
折旧和摊销	8993	9068	10977	13410
资产减值准备	155	13	21	49
资产处置损失	-2	-2	-3	-3
公允价值变动损失	-356	-370	-390	-410
财务费用	4126	4883	4887	5774
投资损失	-19	-50	-75	-100
少数股东损益	7	10	12	14
营运资金的变动	-9904	-2636	1251	-526
经营活动产生现金流量	18670	27265	35070	40701
投资活动产生现金流量	-13098	-31525	-40743	-50759
融资活动产生现金流量	-7388	4242	5629	10083
现金净变动	-1905	-18	-44	25
现金的期初余额	11494	15986	15968	15925
现金的期末余额	9590	15968	15925	15949

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	197997	201239	223667	273507
营业成本	167518	170231	188807	230583
税金及附加	3440	3481	3869	4732
销售费用	291	302	336	410
管理费用	1985	2012	2237	2735
研发费用	1019	1121	1346	1749
财务费用	4916	4883	4887	5774
其他收益	760	792	805	793
投资收益	19	50	75	100
公允价值变动收益	356	370	390	410
信用减值损失	-17	0	0	0
资产减值损失	-155	-287	-299	-271
资产处置收益	2	2	3	3
营业利润	19791	20135	23158	28559
营业外收入	59	75	85	100
营业外支出	21	45	55	70
利润总额	19828	20165	23188	28589
所得税	4290	4436	5101	6290
净利润	15538	15729	18087	22299
少数股东损益	7	10	12	14
归属母公司净利润	15531	15719	18075	22285
EPS(元)	2.21	2.23	2.57	3.17

主要财务比率

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	29.9%	1.6%	11.1%	22.3%
营业利润增长率	9.6%	1.7%	15.0%	23.3%
归母净利润增长率	15.4%	1.2%	15.0%	23.3%
盈利能力				
毛利率	15.4%	15.4%	15.6%	15.7%
净利率	7.8%	7.8%	8.1%	8.2%
ROE	27.1%	23.9%	23.5%	24.5%
偿债能力				
资产负债率	72.8%	71.8%	71.2%	71.0%
流动比率	0.67	0.61	0.57	0.54
速动比率	0.32	0.30	0.27	0.23
营运能力				
资产周转率	98.7%	90.6%	89.2%	94.0%
应收账款周转率	9807.8%	7618.8%	8265.7%	9000.0%
存货周转率	627.3%	502.5%	525.9%	549.8%
每股资料(元)				
每股收益	2.21	2.23	2.57	3.17
每股经营现金	2.65	3.87	4.98	5.78
每股净资产	8.13	9.36	10.92	12.94
估值比率(倍)				
PE	9.4	9.3	8.1	6.5
PB	2.5	2.2	1.9	1.6

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中:A股市场以上证综指或深圳成指为基准,香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料,或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件,或者其他原因,致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(以下简称“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客户。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,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,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,一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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,本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌,过往表现不应作为日后的表现依据;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报告;本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时,本公司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。

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。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证,任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址: 上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址: 北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址: 深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编: 200135	邮编: 100020	邮编: 518035
邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn	邮箱: research@xyzq.com.cn