

# 巨化股份 (600160.SH)

## 巩固氟化工巨头地位，引领制冷剂行业景气复苏

买入

### 核心观点

**运营管理效率持续加强，产业结构显著优化。**公司公布《2023 年年度报告》：2023 年，受产品及原材料价格下跌且毛利率缩窄影响，公司实现营收 206.55 亿元（同比-3.88%）；归母净利润 9.44 亿元（同比-60.37%）。研发投入/固定资产投入分别为 10.0/23.08 亿元（同比+21.47%、-31.72%）。2023 年，公司实现了含氟聚合物材料、含氟精细化学品等高价值产品销量的再度增长，产业结构进一步优化。同时，公司产业链成本、配套、规模优势进一步夯实。近年来，公司整体的营运和管理效率明显提升，现金循环周期显著下降，且高质量发展水平有效提升。

**原材料价格大幅下跌带动部分产品价格下跌，含氟精细化学品销量及营收显著增长。**2023 年，价格方面，受硫磺、VCM、电石、四氯乙烯等原料价格下跌且下游需求疲弱等影响，公司氟化工原料、基础化工产品、氟聚合物、含氟聚合物材料、食品包装材料、HFCs、石化材料、致冷剂价格分别同比-40.03%、-34.14%、-32.31%、-29.77%、-12.41%、-9.51%、-4.59%、-2.36%。HFCs 方面，产量/销量分别为 31.81/22.64 万吨，分别同比-18.43%/-11.75%。公司逐渐形成公司氟制冷剂以衢州本埠为核心的“1+3”全球运营布局。**含氟精细化学品方面**，巨化一期 1000 吨/年氟化液产能正常运营，2023 年含氟精细化学品外销量 1423.85 吨（同比+13.94%），销售单价 9.79 万元（同比+108.00%），助力该项营收实现 1.39 亿元（同比+136.99%）。

**全力拓展第四代氟制冷剂、氟聚合物、PVDC-MA 树脂、氟化液等高价值产品市场。**四代制冷剂方面，公司未来除积极将第三代氟制冷剂规模优势转化为经营优势外，将持续研发第四代氟制冷剂等低 GWP 新型制冷剂品种和混配品种；**聚合物材料方面**，公司注重强链延链补链，完成氟制冷剂事业部、聚合物事业部内部产权、资产和业务整合，提升集约经营水平和效率。公司持续创新发展、强化核心竞争力，我们看好未来公司将进一步高质量发展。

**风险提示：**氟化工需求疲弱；项目投产进度不及预期；产品价格大幅下滑等。

**投资建议：**公司积极推进氟化工产品结构优化，筑牢氟化工巨头地位。考虑到 2024 年以来，制冷剂价格在配额政策落地、空调排产数据超预期的背景下，已出现了明显上涨，我们上调 2024 年盈利预测、维持 2025 年并新增 2026 年盈利预测：预计公司 2024-2026 年归母净利润分别 20.07/25.68/31.38 亿元（24 年调整前为 18.64 亿元），同比增速分别 112.7%/28.0%/22.2%；摊薄 EPS 为 0.74/0.95/1.16 元（24 年调整前为 0.69 元），对应当前股价对应 PE 为 31.7/24.8/20.3X。**维持“买入”评级。**

### 盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	21,489	20,655	25,045	31,174	39,209
(+/-%)	19.5%	-3.9%	21.3%	24.5%	25.8%
净利润(百万元)	2381	944	2007	2568	3138
(+/-%)	114.7%	-60.4%	112.7%	28.0%	22.2%
每股收益(元)	0.88	0.35	0.74	0.95	1.16
EBIT Margin	14.6%	8.8%	10.0%	10.2%	9.8%
净资产收益率 (ROE)	15.4%	5.9%	11.4%	13.0%	14.1%
市盈率 (PE)	26.7	67.4	31.7	24.8	20.3
EV/EBITDA	17.6	24.8	19.9	16.2	14.6
市净率 (PB)	4.11	3.96	3.60	3.22	2.86

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

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

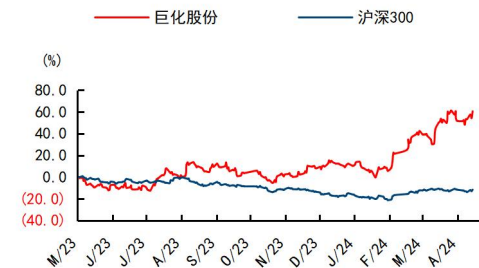
zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	23.57 元
总市值/流通市值	63633/63633 百万元
52 周最高价/最低价	24.24/13.00 元
近 3 个月日均成交额	744.91 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

#### 相关研究报告

- 《巨化股份 (600160.SH) -拟以 14 亿元收购飞源化工 51% 股权，筑牢三代制冷剂巨头地位》——2023-12-06
- 《巨化股份 (600160.SH) -传统淡季仍稳健经营，三代制冷剂景气复苏中》——2023-10-27
- 《巨化股份 (600160.SH) -制冷剂价格开始回暖，氟精细化学品量价齐升》——2023-08-25
- 《巨化股份 (600160.SH) -业绩增长 115% 再创新高，看好制冷剂景气度及氟化液市场前景》——2023-04-21
- 《巨化股份 (600160.SH) -业绩将增长 100%-121%，氟化工巨头将引领周期景气上行》——2023-01-16

### 运营管理效率持续加强，打造国内领先的氟化工新材料产业集群

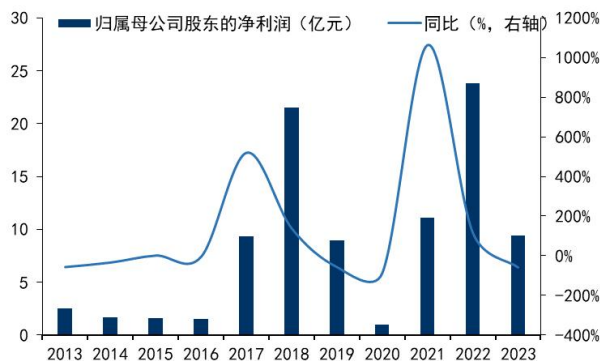
2024年4月17日晚，公司公布《2023年年度报告》：2023年全年，受主要产品价格下跌且制冷剂外销量减少等影响，公司实现营收206.55亿元（同比-3.88%）；叠加主要产品毛利有所走弱且研发费用增加等影响，公司实现归母净利润9.44亿元（同比-60.37%）；扣非净利润8.23亿元（同比-64.6%）。基本每股收益0.35元。同比2022年度的主要增、减利项目分别为：（1）**增利因素26.04亿元**：多数原料价格下降/销量增加及产品结构改变/资产减值损失减少分别增利16.33/6.58/1.15亿元等；（2）**减利因素42.53亿元**：产品销售价格下降/投资收益下降/销售成本上升因素/研发费用上升分别减利34.29/2.83/2.71/1.77亿元等。另外，2023年，公司实现研发投入10.01亿元（同比+21.47%，占营收4.85%，同比提高1.02个百分点）、固定资产投入23.08亿元（同比-31.72%）。此外，公司拟向全体股东按每10股派发现金红利1.1元（含税），占归母净利润的31.48%。

图1：巨化股份：营业收入变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：巨化股份：归母净利润变化情况



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

**公司低成本运营、低成本发展、产业高端化延伸，实现产品竞争向产业集群竞争的转变。**在2020-2022年三年间，巨化股份积极克服了能源及原材料价格上涨、市场竞争加剧、季节性安全生产压力增加等不利影响，已精心组织生产运营，积极开拓产品市场，在逆势中仍然实现了制冷剂产品销量大幅增长，市场话语权进一步提升。**公司已积极扩大市占率以获取HFCs配额，筑牢行业龙头地位。**

2023年，随着配额窗口期结束，公司战略性调整了三代制冷剂及整体制冷剂的产销量水平，制冷剂产销量均有所减少。但值得一提的是，2023全年，除制冷剂、食品包装材料产品的产销量有所下滑以外，公司含氟聚合物材料、含氟精细化学品、石化材料、氟化工原料等产品销量仍有较大幅度增长。2024年1月，第三代制冷剂配额政策及分配细则方案已落地，作为全国三代制冷剂市场份额最高的生产商，巨化股份还顺利完成了对淄博飞源化工的51%股权收购（2024年1月完成股权变更，纳入公司合并报表），进一步夯实配额储备且扩大市场份额，并已开始引领行业景气反转并上行。同时，完善的营销网络、良好的市场品牌和服务以及主导产品领先的市场地位，为公司自身高水平产销运营提供了有力支撑。

2023年，巨化股份经营活动净现金流为21.96亿元，同比减少33.78%；完成固定资产投资23.08亿元，同比下降31.72%。近三年来，公司整体的营运和管理效率明显提升，现金循环周期显著下降，公司收回现金速度显著增快。**整体来说，2023年仍是公司保持经营稳健、高质量发展水平有效提升的一年。**

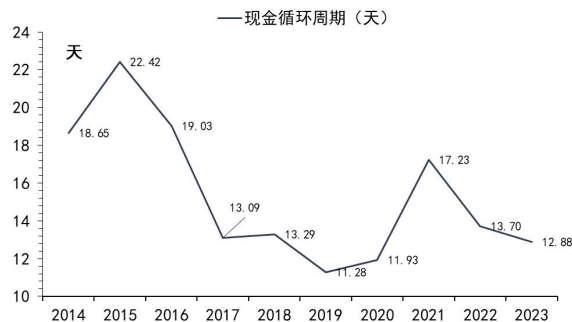
图3: 巨化股份: 资本开支与经营活动现金流



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

备注: 资本开支=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

图4: 巨化股份: 公司现金循环周期 (天)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

备注: 计算公式: 现金循环周期 (CCC) = 存货周转天数+应收账款周转天数-应付账款周转天数

目前, 公司已具备完善的氟化物生产配套体系, 拥有产业链一体化优势、能有效控制成本, 并逐步形成了氟制冷剂以衢州本埠为核心的“1+3”全球运营布局; 此外, 近年来公司也在积极拓展第四代氟制冷剂、氟聚合物、PVDCMA 树脂、氟化液 (全氟聚醚、氢氟醚等) 等高价值产品市场的储备及应用, 积极打造国内领先的氟氯化工新材料产业集群。

在当前时点上, 制冷剂行业已处于景气上行通道中。我们看好制冷剂行业景气度将在较长一段时间内维持较高水平, 巨化股份将有望充分受益于行业机遇。此外, 氟化液、含氟聚合物、含氟精细化学品等高附加值产品将为公司长期成长注入活力。

**据公司公布的《主要经营数据公告》, 2023 年全年:**

**原材料方面: 萤石价格同比上涨, 其他原材料价格明显下跌。**核心关键原料萤石价格约 2797.12 元/吨, 较去年上涨 18.15%。其余原材料出现明显下跌: 硫磺/VCM/电石/四氯化碳/烟煤/工业盐/苯/甲醇/无水氟化氢分别较 2022 年同比 -47.56%/-24.18%/-20.96%/-20.45%/-19.43%/-15.28%/-11.18%/-8.4%/-7.57%。

**产品售价方面: 主要产品价格同比下跌, 但含氟精细化学品价格出现明显增长。**2023 年全年, 含氟精细化学品价格出现明显增长: 年均价为 97939.80 元/吨, 同比增长 108%; 外销量也增长了 13.94%。公司氟化工原料/基础化工产品/氟聚合物/含氟聚合物材料/食品包装材料/HFCs/石化材料/致冷剂年均销售价格分别为 2886.44/1811.43/45282.1/46721.49/12834.53/19171.32/7711.56/20170.13 元/吨 (不含税), 分别较 2022 年同比 -40.03%/-34.14%/-32.31%/-29.77%/-12.41%/-9.51%/-4.59%/-2.36%。公司精心组织生产经营, 保持较高产销水平运行。

**从产销量方面:** 2023 年, 公司共分别生产、销售含氟精细化学品 2147.02/1423.85 吨, 分别同比+2.72%、+13.94%。

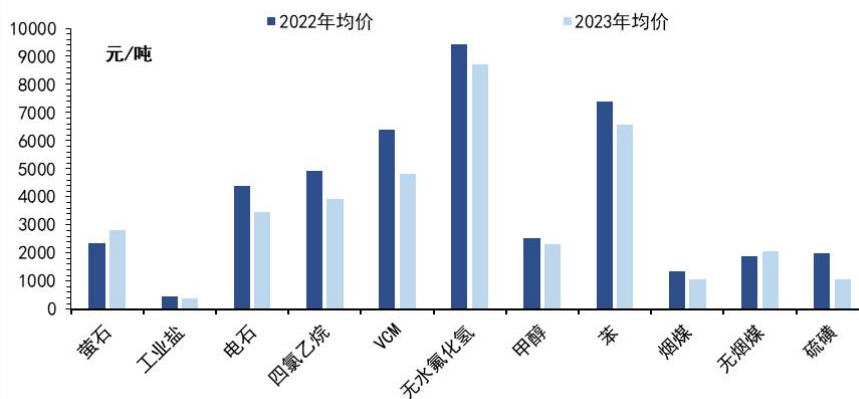
2023 年, 公司石化材料/氟聚合物/氟化工原料/含氟聚合物材料/基础化工产品产

量明显增长，产量分别达到 44.59/5.40/104.91/12.81/269.2 万吨，同比+54.0%/+39.5%/+15.7%/+11.6%/+5.4%；石化材料/氟聚合物/氟化工原料/含氟聚合物材料/基础化工产品分别实现销量 35.84/4.27/36.38/4.42/159.36 万吨，同比+71.9%/+20.3%/+32.6%/+23.5%/+7.5%。值得注意的是，公司氟化工原料/基础化工产品外销量低于产量，主要为部分产品作为内部下游产品原料所致；另外，氟聚醚系列产品已从氟聚合物材料调入含氟精细化学品。

另外，2023 全年公司三代制冷剂的产销量均有所下滑：产量为 31.81 万吨，同比-18.43%；销量为 22.64 万吨，同比-11.75%。其余制冷剂（主要包含二代制冷剂及少部分特定制冷剂）产量/外销量分别为 17.02/6.15 万吨（2023 年巨化 R22 生产配额为 4.75 万吨）。

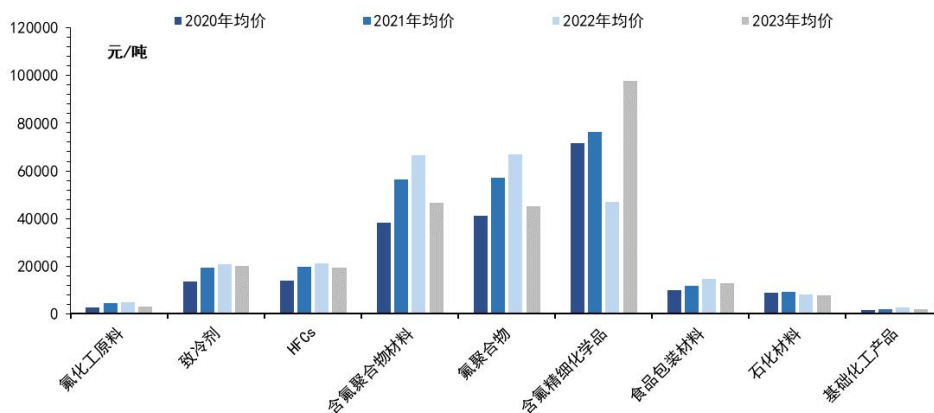
从运营角度来看，在 2023 年周期景气度不佳的背景下，公司仍实现了含氟聚合物、含氟精细化学品、石化产品等产品的结构大幅优化。多年来，公司通过产能挖潜、节能减排、降本、结构优化等，实现了稳步经营。

图5：2023 年公司主要原料的价格同比变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

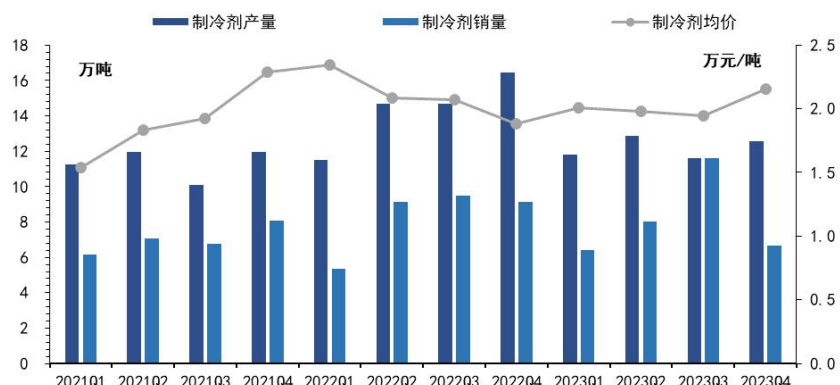
图6：2023 年公司主要产品价格变化情况：2023 年含氟精细化学品价格显著上涨



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

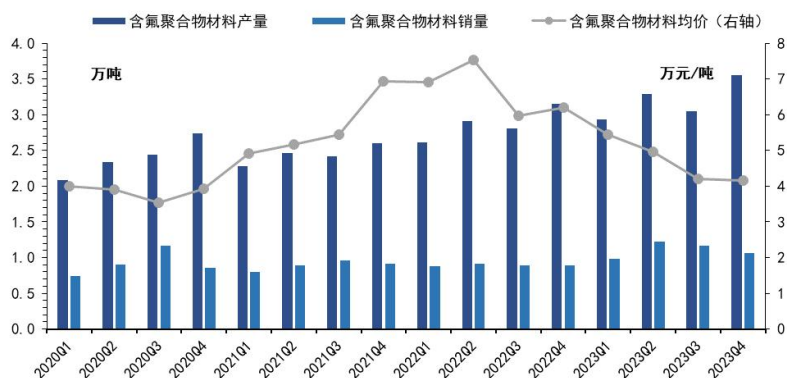


图7：公司重点产品：制冷剂的产销量及均价变化趋势



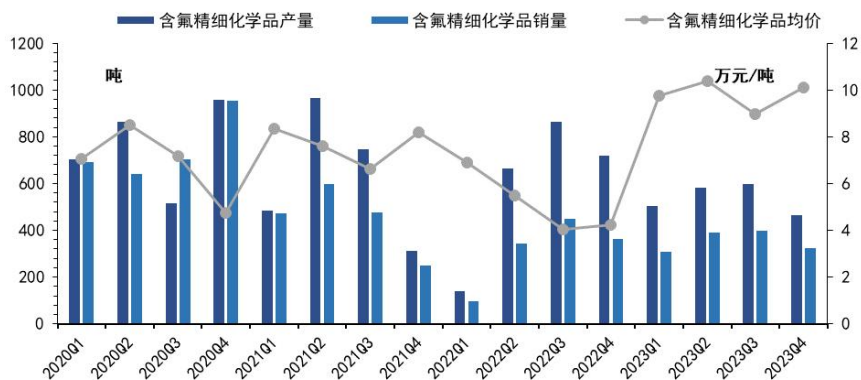
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图8：公司重点产品：含氟聚合物产销量及均价变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图9：公司重点产品：含氟精细化学品产销量及均价变化趋势



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

## 制冷剂：自 2023Q4 起，制冷剂行业步入景气上行通道

### 复盘近三年，三代制冷剂价格走势：

2020 年，受新冠肺炎冲击、基加利修正案引起的配额争抢等因素影响，三代制冷剂市场延续 2019 年末的疲软态势，各产品价格均有下滑。原料氢氟酸在疫情期间连连走低，于 2020 年 5 月份到达全年最低点后反弹回稳。R32 产能过剩的状况仍在延续，价格上行受限；R134a 价格达到了近年来历史新低点。下游空调、汽车行业 2020 年产销量双双下滑。

2021 年上半年，除 R32 价格仍在成本线下徘徊外，其余制冷剂价格均有所回暖，截至 2021 年 6 月 30 日，R22 较年初涨幅约为 14.3%，R134a 较年初涨幅约为 13.9%，R125 较年初涨幅约为 11.5%，R32 较年初跌幅约为 4.0%，R410a 较年初涨幅约为 17.6%。2021 年 8 月，随原材料氢氟酸、甲烷氯化物、乙烷氯化物等价格持续上涨，并且在能耗双控及限电导致制冷剂开工率不足，而需求端制冷剂进入传统备货旺季的背景下，制冷剂产品价格均出现明显反弹，涨价态势持续至 2021 年 11 月初。随后，自 2021 年 11 月起，在原料端供给逐步释放的背景下，制冷剂价格均开始普遍回调。2022 年，制冷剂价格逐步进入下行通道。

2023 年前三季度，制冷剂产品价格变化有所分化：R125 价格跟随成本四氯乙烯持续下跌，近期有所反弹、R32 价格在中低位震荡，近期开始上涨、R134 价格先抑后扬。2023 年四季度，在进入制冷剂传统备货旺季、前期企业及市场低库存、配额方案落地预期细则阶段，以 R143a 及其相关混配制冷剂为首的整体制冷剂价格快速反弹。

进入 2024 年，随配额细则方案的落地，叠加开年空调排产数据表现靓丽，部分企业停产检修，制冷剂延续景气上行趋势。据氟务在线数据，截至 4 月 17 日，R22 市场国内主要核心工厂报价 23000-24000 元/吨；R134a 市场报价维持 31000-32000 元/吨，出口需求有待提升；R125 市场落实 42000-45000 元/吨，前期涨幅较大，当前市场传导有待逐步消化；R32 市场因空调企业生产需求旺盛，企业供货能力有限，零散订单市场上涨至 30000-31000 元/吨，出口市场继续提升；R410a 因原料 R32、R125 市场坚挺，落实 35000-37000 元/吨。下游空调方面，据产业在线排产数据显示，继 2024Q1 家用空调排产大增 31.5% 之后，2024Q2 排产将继续维持高位增长，预计 4-6 月增长 19.1%，超出行业此前预期。4 月主流制冷剂市场价格呈现显著上涨，预计 5 月排产需求旺盛下，市场紧缺状态仍难以缓解。

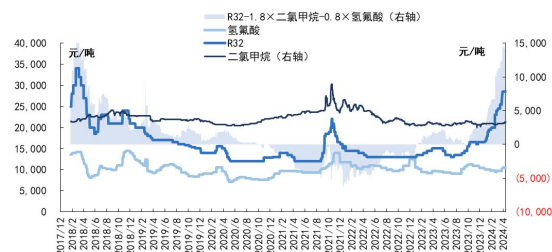
中长期来看，下游空调、制冷、汽车等领域对制冷剂的需求有望继续增长；同时伴随未来配额即将在立法层面落地，我们看好三代制冷剂价格中枢有望持续提升。另外，值得关注的是，第四代制冷剂 R1234yf、R1234ze 等的应用正处于起步阶段，目前巨化股份、中欣氟材等公司已实现代加工或已储备相应技术，未来第四代制冷剂将因其卓越性能与环保性成为第三代 HFC 制冷剂的绿色替代方案。巨化股份作为国内唯一拥有一至四代含氟制冷剂系列产品的企业，公司现拥有两套主流第四代氟制冷剂产品装置（含代加工），年产能 8000 吨。公司未来除积极做好第三代氟制冷剂配额管控下的经营工作，将其规模优势转化为经营优势外，将持续研发第四代氟制冷剂等低 GWP 新型制冷剂品种和混配品种，适应市场变化。

图10: R22 价格与价差跟踪



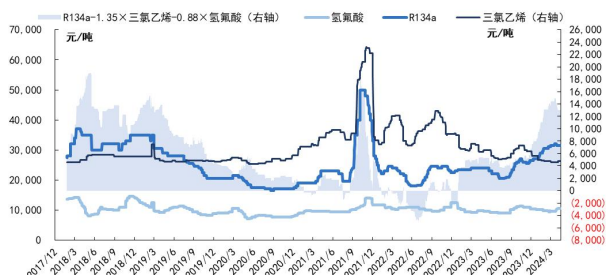
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图11: R32 价格与价差跟踪



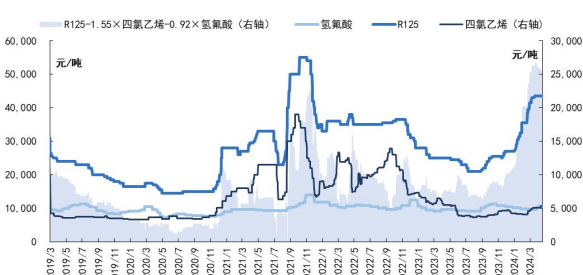
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图12: R134a 价格与价差跟踪



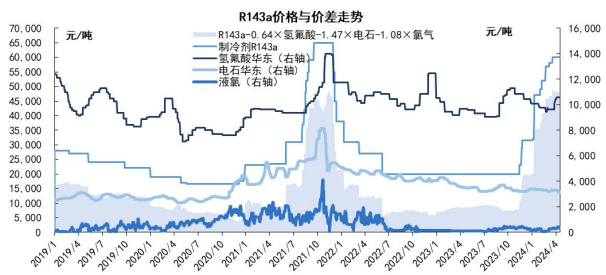
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图13: R125 价格与价差跟踪



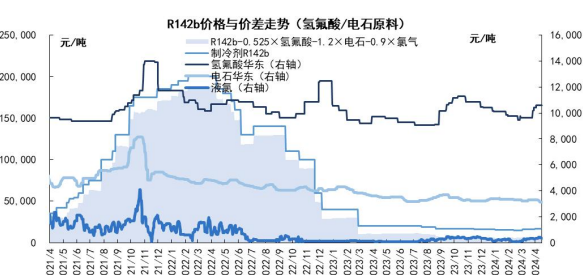
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图14: R143a 价格与价差跟踪



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图15: R142b 价格与价差跟踪



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

**半导体氟化液清洗剂国产化进程空间广阔, 算力液冷服务器进入起步阶段**

氟化液液冷方面, 目前液冷技术主要应用于高性能计算, 广泛使用在数据中心、边缘计算、人工智能技术等方面。伴随着云计算, 大数据, 特别是人工智能技术的创新发展, 承担大量数据计算和存储的数据中心, 需要更高效来满足业务发展的需要。从性能上看, 氟化冷却液是目前较适用于数据中心液冷系统的冷却液。浸没式液冷数据中心的加速扩张有望同步带动冷却液(尤其是氟化液)的需求。

**半导体清洗剂方面**，氟化液可作为半导体、LCD 等显示器、光学零件等各种精密零部件的颗粒杂质的清洗剂，可以有效清除掉氟素残留堆积物。作为半导体蚀刻工艺中晶圆表面控温的关键供应链原料，电子氟化液中长期国产替代空间广阔。

整体来说，长期来看，氟化液液体冷却等“绿色计算”技术的需求增速与渗透率有望逐步提升；作为半导体蚀刻工艺中晶圆表面控温的关键供应链原料，电子氟化液中长期国产替代空间广阔；叠加受益于 3M 计划于 2025 年全面退出 PFAS 业务，我国氟化液企业将迎来广阔市场机会。伴随未来几年在高性能、高附加值氟产品等应用领域的不断深入，我国氟化工产业发展的势头有望延续。

公司巨芯冷却液项目的整体规划产能为 5000 吨/年。2023 年，公司已于前期建成的项目一期 1000 吨/年项目运行状况良好。公司氟化液项目产品主要有 JHT 电子流体系列、JHL0 润滑油系列以及 JX 浸没式冷却液等产品。我们看好未来公司将持续通过产能挖潜、节能减排、降本、结构优化等，进一步扩张氟聚合物、氟精细化学品、氟冷却液等高附加值氟化工产品产量，实现高质量发展。

### 发展氟聚合物及其他氟化学品，高端化延伸产业链

公司在“延链、补链、补短板、强项”等方面继续发力，产业层次和竞争力明显提升。近 3 年来，公司含氟聚合物取得技术创新突破，实现量质齐升，且产品结构进一步丰富、品质大幅提高。2023 年，公司进一步完善了 100kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目（二期 A 段）、合成氨原料路线及节能减排技术改造项目、12 万吨/年有机醇扩能项目、7000t/aFKM、30kt/a 制冷剂海外工厂等项目建成。决策实施新增 10000t/a 高品质可熔氟树脂及配套项目、44kt/a 高端含氟聚合物项目 A 段 40kt/a TFE 项目、500 吨/年全氟磷酸树脂项目一期 250 吨/年项目 20kt/a 聚偏二氯乙烯高性能阻隔材料项目等一批高性能氟氯新材料项目推进及建设。

### 投资建议

**投资建议：维持“买入”评级。**公司作为氟化工龙头，产业链布局完善、成本与配套优势显著，且财务结构健康。**从氟制冷剂行业格局来看**，公司持续逆势扩张，目前在三代制冷剂行业的市占率达到约 35%，并已作为行业领军者，正引领周期景气反转。**从氟精细化学品及氟材料行业来看**，随着我国人们生活水平不断改善和战略性新兴产业迅猛发展，氟化工产品以其独特的性能，应用领域和市场空间不断拓展，年需求稳步增长。**从公司自身内生效益来看**，多年来，公司持续加大氟氯先进化工材料发展，高端化延伸产业链，多化工子行业集约协同能力增强，产业结构、产品结构持续优化，核心竞争能力、竞争地位不断增强。

考虑到 2024 年以来，制冷剂价格在配额政策落地、空调排产数据超预期的背景下，已出现了明显上涨，我们小幅上调公司 2024 年盈利预测、维持 2025 年预测，并新增 2026 年盈利预测：我们预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 20.07/25.68/31.38 亿元（2024 年调整前为 18.64 亿元），同比增速分别为 112.7%/28.0%/22.2%；摊薄 EPS 为 0.74/0.95/1.16 元（2024 年调整前为 0.69 元），对应当前股价对应 PE 为 31.7/24.8/20.3X。**维持“买入”评级。**



表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(2024/4/17)			EPS			PE			PB
			(元)	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E			
603379	三美股份	买入	44.65	0.80	0.53	0.79	55.81	84.25	56.52	4.66		
605020	永和股份	买入	25.10	1.11	0.86	1.28	22.61	29.19	19.61	3.95		
600378	昊华科技	买入	32.51	1.28	1.53	1.78	25.40	21.25	18.26	3.56		
<b>平均值</b>				<b>1.06</b>	<b>0.97</b>	<b>1.28</b>	<b>34.61</b>	<b>44.89</b>	<b>31.46</b>	<b>4.05</b>		
600160	巨化股份	买入	23.57	0.88	0.35	0.74	26.73	67.44	31.71	4.10		

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理并预测

备注: 上述公司盈利预测均为国信证券经济研究所预测

**风险提示:** 氟化工需求疲弱; 项目投产进度不及预期; 产品价格大幅下滑等。

## 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	2547	1818	2000	2709	8515	<b>营业收入</b>	<b>21489</b>	<b>20655</b>	<b>25045</b>	<b>31174</b>	<b>39209</b>
应收款项	1735	1632	1984	2483	3109	营业成本	17393	17924	20205	25087	31798
存货净额	1728	1764	2079	2501	3205	营业税金及附加	87	91	98	125	157
其他流动资产	1413	1204	1493	1908	2341	销售费用	157	139	178	219	274
<b>流动资产合计</b>	<b>7830</b>	<b>6421</b>	<b>7558</b>	<b>9605</b>	<b>17172</b>	管理费用	723	684	2071	2573	3154
固定资产	11071	12317	15148	17666	17977	财务费用	(108)	(22)	130	127	94
无形资产及其他	687	676	659	642	625	投资收益	374	91	90	90	90
投资性房地产	1187	1677	1677	1677	1677	资产减值及公允价值变动	154	36	0	0	0
长期股权投资	1852	2293	2293	2293	2293	其他收入	(1010)	(879)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>22627</b>	<b>23384</b>	<b>27336</b>	<b>31884</b>	<b>39745</b>	营业利润	2755	1087	2454	3132	3823
短期借款及交易性金融负债	236	862	1982	400	300	营业外净收支	(29)	(10)	(26)	(26)	(26)
应付款项	3666	2903	3586	4575	5556	利润总额	2725	1077	2428	3106	3797
其他流动负债	1001	751	1050	4078	8476	<b>所得税费用</b>	<b>329</b>	<b>108</b>	<b>364</b>	<b>466</b>	<b>569</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>4904</b>	<b>4516</b>	<b>6618</b>	<b>9053</b>	<b>14332</b>	少数股东损益	16	25	57	73	89
长期借款及应付债券	1327	1743	1943	1943	1943	归属于母公司净利润	2381	944	2007	2568	3138
其他长期负债	611	748	748	748	748						
<b>长期负债合计</b>	<b>1938</b>	<b>2491</b>	<b>2691</b>	<b>2691</b>	<b>2691</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>6842</b>	<b>7007</b>	<b>9308</b>	<b>11744</b>	<b>17023</b>	<b>净利润</b>	2381	944	2007	2568	3138
少数股东权益	316	302	347	405	476	资产减值准备	(162)	(115)	18	9	3
股东权益	15468	16075	17680	19734	22245	折旧摊销	865	1031	1168	1491	1703
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>22627</b>	<b>23384</b>	<b>27336</b>	<b>31884</b>	<b>39745</b>	公允价值变动损失	(154)	(36)	0	0	0
						财务费用	(108)	(22)	130	127	94
关键财务与估值指标						营运资本变动	417	(1205)	44	2688	3621
每股收益	0.88	0.35	0.74	0.95	1.16	其它	175	119	28	50	68
每股红利	0.14	0.29	0.15	0.19	0.23	<b>经营活动现金流</b>	<b>3521</b>	<b>738</b>	<b>3264</b>	<b>6805</b>	<b>8533</b>
每股净资产	5.73	5.95	6.55	7.31	8.24	资本开支	0	(2172)	(4000)	(4000)	(2000)
ROIC	20%	10%	12%	14%	18%	其它投资现金流	94	404	0	0	0
ROE	15%	6%	11%	13%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(329)</b>	<b>(2210)</b>	<b>(4000)</b>	<b>(4000)</b>	<b>(2000)</b>
毛利率	19%	13%	19%	20%	19%	权益性融资	121	13	0	0	0
EBIT Margin	15%	9%	10%	10%	10%	负债净变化	1139	416	200	0	0
EBITDA Margin	19%	14%	15%	15%	14%	支付股利、利息	(390)	(788)	(401)	(514)	(628)
收入增长	19%	-4%	21%	24%	26%	其它融资现金流	(3801)	1475	1120	(1582)	(100)
净利润增长率	115%	-60%	113%	28%	22%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(2184)</b>	<b>742</b>	<b>918</b>	<b>(2095)</b>	<b>(728)</b>
资产负债率	32%	31%	35%	38%	44%	<b>现金净变动</b>	<b>1008</b>	<b>(730)</b>	<b>182</b>	<b>709</b>	<b>5805</b>
息率	0.6%	1.2%	0.6%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	1539	2547	1818	2000	2709
P/E	26.7	67.4	31.7	24.8	20.3	货币资金的期末余额	2547	1818	2000	2709	8515
P/B	4.1	4.0	3.6	3.2	2.9	企业自由现金流	0	(711)	(669)	2873	6576
EV/EBITDA	17.6	24.8	19.9	16.2	14.6	权益自由现金流	0	1180	541	1183	6396

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 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作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数 20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数 10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 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 层  
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