

万华化学

600309

买入 (维持)

主要产品量价齐升，业绩大幅改善，
MDI 淡季不淡，看好后续旺季价格迎反转

2021 年 01 月 07 日

市场数据

市场数据日期 2021-01-06

收盘价(元)	98.42
总股本(百万股)	3139.75
流通股本(百万股)	1423.76
总市值(百万元)	309013.86
流通市值(百万元)	140126.11
净资产(百万元)	43946.28
总资产(百万元)	125987.05
每股净资产	14.00

相关报告

《万华化学(600309)事件点评：大乙烯项目顺利投产，与 MDI 协同效应显著，多维度增强公司综合竞争力》2020-11-11

《万华化学(600309)2020 年三季报点评：主要产品量价齐升，业绩大幅改善，供需向好格局未变，MDI 价格有望延续反转趋势》2020-10-23

《万华化学(600309)2020 年半年报点评：聚氨酯与精细化学品销量环比改善，业绩超出预期，供需向好下，MDI 价格有望反转》2020-08-20

分析师：

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

邓先河

dengxianhe@xyzq.com.cn

S0190520010002

研究助理：

张勋

zhangxun19@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	68051	71573	86751	108101
同比增长(%)	-6.6%	5.2%	21.2%	24.6%
净利润(百万元)	10130	10147	17002	19104
同比增长(%)	-34.9%	0.2%	67.6%	12.4%
毛利率(%)	28.0%	27.0%	32.3%	29.5%
净利率(%)	14.9%	14.2%	19.6%	17.7%
净资产收益率(%)	23.9%	20.9%	28.0%	25.4%
每股收益(元)	3.23	3.23	5.41	6.09
每股经营现金流(元)	8.26	8.58	8.68	8.75

投资要点

- **事件：**万华化学发布 2020 年年度业绩预告，公司预计 2020 年实现归属于上市公司股东的净利润为 96 亿元到 101 亿元，与上年同期相比，将同比下降 5%到 0%。Q4 单季度实现归属于上市公司股东的净利润预计为 42.51 亿元到 47.51 亿元，同比增长 91%到 113%。

- **维持“买入”的投资评级。**三季度末全球化工行业下游需求好转，部分地区需求快速增长，公司主要产品销量提升、销售价格上涨。预计公司核心产品 MDI 的下游需求旺盛，供给端装置检修与不可抗力频发，支撑产销量与价格同/环比大幅增长，带动公司 Q4 单季度业绩大幅改善。

万华化学是中国化工行业少有的掌握国际前沿制造技术、管理优势突出的全球性龙头企业。MDI 行业集中度高，新建装置难度大、周期长；万华依赖于持续研发攻关实现技术突破，有望在较短时间内实现 80 万吨级产能飞跃，巩固全球第一地位。公司 C3/C4 石化装置运行平稳，LPG 贸易规模不断扩大；100 万吨大乙烯装置已投产有望进一步协同强化聚氨酯板块优势，加深石化产业链布局。18 年以来公司 21 万吨 PC、30 万吨 TDI、8 万吨 PMMA 等项目陆续投产，未来随着香精香料、ADI、尼龙-12 等多个新项目陆续落地，产品类别进一步多元化，产业链配套及布局进一步完善。19 年初公司完成整体上市事宜，整合 MDI 等优质资产、改善治理结构，助力自身向全球聚氨酯龙头、中国重要烯烃及衍生物供应商、新材料核心供应商等高远目标大步迈进。我们调整 2020-2022 年 EPS 预测值至 3.23、5.41 和 6.09 元，维持“买入”的投资评级。

风险提示：全球宏观经济不及预期的风险，MDI 技术扩散的风险，产品价格大幅波动的风险。

报告正文

事件

万华化学发布 2020 年年度业绩预告, 公司预计 2020 年实现归属于上市公司股东的净利润为 96 亿元到 101 亿元, 与上年同期相比, 将同比下降 5% 到 0%。Q4 单季度实现归属于上市公司股东的净利润预计为 42.51 亿元到 47.51 亿元, 同比增长 91% 到 113%。

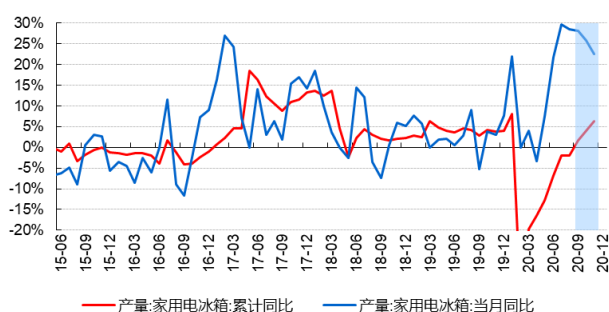
点评

三季度末全球化工行业下游需求好转, 部分地区需求快速增长, 公司主要产品销量提升、销售价格上涨。预计公司核心产品 MDI 的下游需求旺盛, 供给端装置检修与不可抗力频发, 支撑产销量与价格同/环比大幅增长, 带动公司 Q4 单季度业绩大幅改善。

● 需求端: 下游冰箱出口火爆, 美国建筑势头强劲, 支撑 MDI 需求

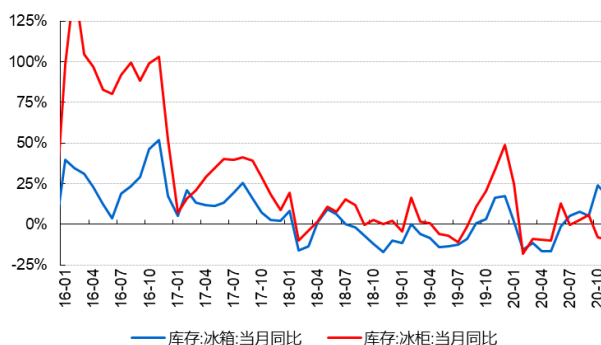
冰箱冷柜: 出口支撑国内冰箱冷柜产量高增长, 对 MDI 需求旺盛。冰箱冷柜是 MDI 重要应用领域, 预计占比国内聚合 MDI 需求超过 40%。2020 年 1-11 月, 国内冰箱产量为 8260.5 万台, 同比增长 7.88%, 已超过去年全年产量, 其中旺盛的出口需求是国内冰箱产量大幅增长的主要驱动力。根据海关总署, 2020 年 1-11 月国内冰箱出口量累计同比增长 23.8%, 其中 7-11 月国内冰箱出口量达 3458 万台, 同比增长 51.13%。

图表1、Q2 以来国内冰箱产量保持同比高增长



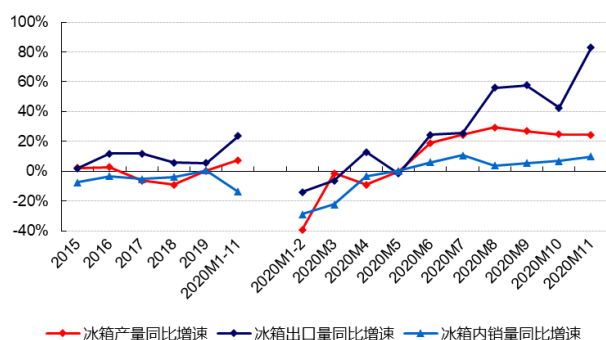
数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表2、冰箱冷柜在产量高增长下库存维持稳定



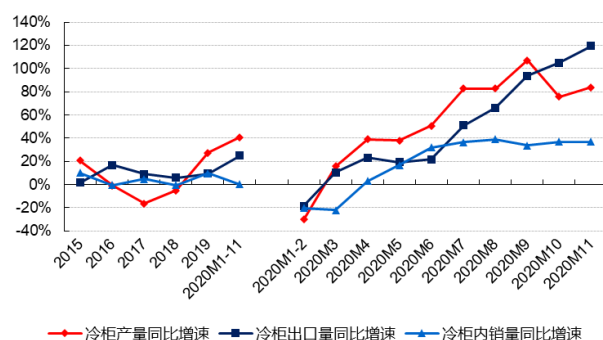
数据来源: Wind, 产业在线, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表3、冰箱产量增长主要来自出口增加



数据来源：Wind，海关总署，产业在线，兴业证券经济与金融研究院整理

图表4、冷柜产量增长主要来自出口增加

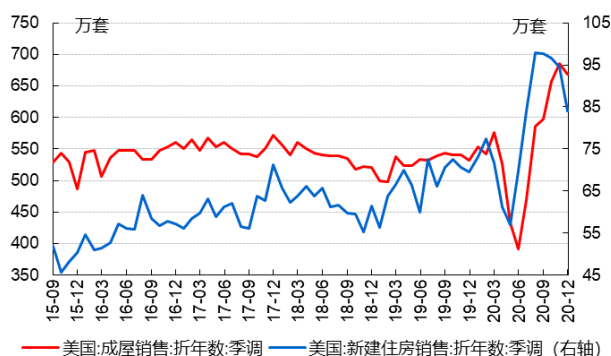


数据来源：Wind，海关总署，产业在线，兴业证券经济与金融研究院整理

海外建筑地产：北美房屋维持高景气，支撑 MDI 需求。海外聚合 MDI 需求主要来自于建筑保温节能领域。新冠肺炎疫情以来，以美国为代表的海外发达国家为应对疫情冲击、提振国内经济，实施了强力的经济刺激政策，在宽松的货币政策与财政政策刺激下，海外建筑地产迎来景气。

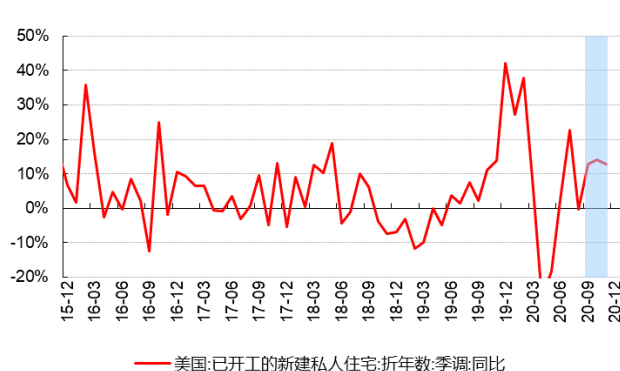
以美国为例，2019 年美国新建住房销售已表现出明显的复苏态势，虽然 2020 年新冠肺炎疫情一度中断了其复苏进程，但随着复工复产推进与政策刺激，美国新屋与成屋销售从 2020 年 Q2 以来大幅上涨，其中 7 月以来新建住房销售（折年数）均在 97 万套以上，8-9 月达到 100.1 和 100.2 万套，同比增幅均在 40% 左右，而上一次单月新建住房销售（折年数）突破 100 万套需追溯至金融危机前的 2006 年 11 月。开工方面，2019 年以来美国新建住宅开工始终保持较快增速，虽然新冠肺炎疫情短暂导致 2020 年 Q2 新建住宅开工同比增速短暂下滑，但随即恢复至正增长，目前美国新建住宅开工同比增速已达到 2016-2017 年水平。下游终端需求的改善带动国内聚合 MDI 需求。

图表5、美国成屋及新屋销售已超过疫情爆发前



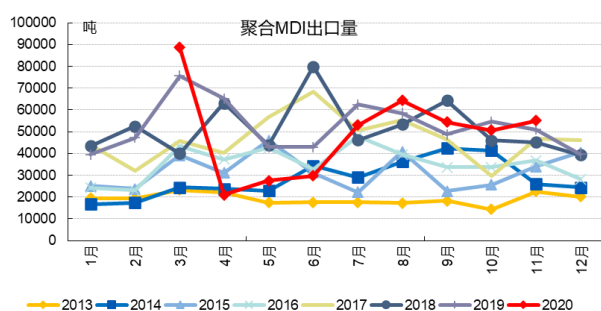
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表6、美国新建住宅开工已恢复至较快增速



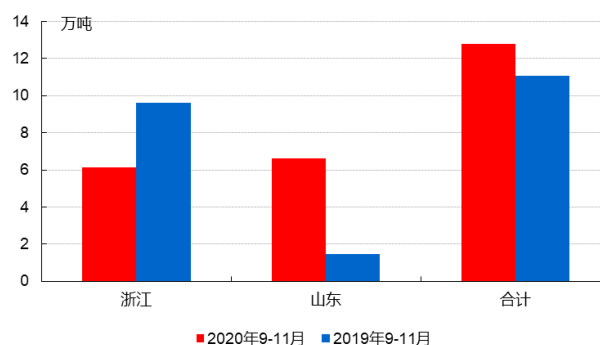
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图表7、聚合 MDI 出口量位于历史同期较高水平



资料来源: 海关总署, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表8、9-11月浙江与山东聚合 MDI 出口量情况



资料来源: 海关总署, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 供给端: 下半年以来装置不可抗力频发, 致使 MDI 供给趋紧

当前全球服役超 20 年的 MDI 装置超过 200 万吨 (约 25%), 主要在欧美地区, 从历史情况来看, 此类装置因装置老旧原因易出现故障而减产/停产, 导致装置开工率存在不确定性。同时, MDI 产品产业链较长, 涉及配套原材料较多, 相关原材料若不能稳定供应, 也将导致相关装置出现减产/停产。根据我们的不完全统计, 2020 年 6 月以来, 装置不可抗力已发生 8 次, 导致 MDI 供给趋紧。

此外, 下半年以来万华匈牙利宝思德 (30 万吨)、上海科思创 (55 万吨)、上海亨斯曼 (24 万吨)、韩国锦湖 (41 万吨)、韩国巴斯夫 (25 万吨)、日本东曹 (20 万吨) 均进行了为期 10-30 天不等的检修, 亦导致 MDI 供给紧张。

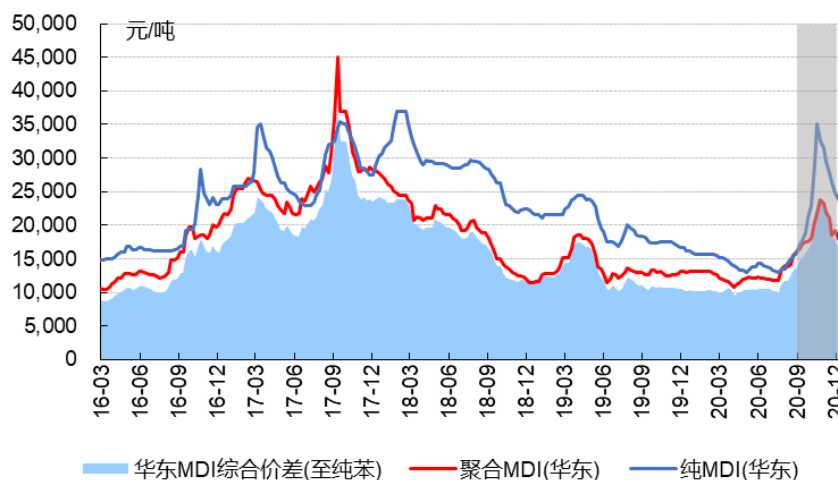
图表9、MDI 装置易频繁遭遇不可抗力

企业	地区	产能 (万吨)	时间	原因
巴斯夫	上海	19	6 月 1 日	装置突发故障
巴斯夫	重庆	40	7 月 16 日	装置因故停车
科思创	德国乌丁根	20	7 月 22 日	装置漏水
科思创	美国	32	8 月 28 日	热带飓风影响
东曹	日本南阳	7	9 月 9 日	装置故障
陶氏化学	美国	40	10 月 1 日	热带飓风及原料供应问题, 北美全部 MDI 产品不可抗力
科思创	美国	32	10 月 14 日	原料供应问题
亨斯迈	美国	50 (部分)	12 月 11 日	原料供应问题

资料来源: 行业新闻, 环球聚氨酯, 隆众石化, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **供需趋紧下, MDI 价格迎来大幅上涨。**三季度以来, 全球复工复产继续推进, MDI 下游冰箱、汽车、建筑等领域迎来复苏, 而 9 月份开始, MDI 进入传统旺季, 在需求向好及供给端检修与不可抗力频发的背景下, 9 月以来 MDI 的价格与价差得到显著修复, 公司装置运行稳定, 在价涨背景下, 预计大幅提振公司业绩。

图表10、MDI 价格/价差显著修复

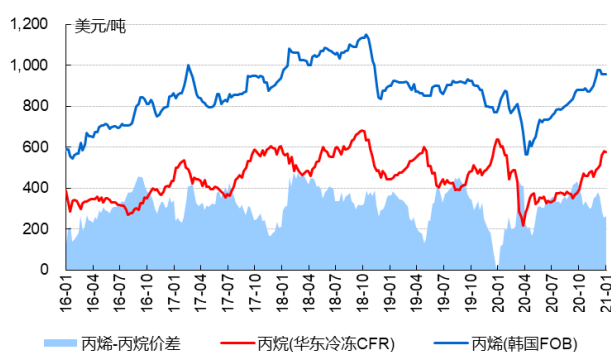


资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **石化系列: Q4 多数产品价格与价差环比继续改善, PO 盈利能力明显上升。**公司石化产品主要依托 PDH, 向丙烯、碳四下游纵向延伸。Q4 单季度来看, 丙烯(华东)均价 7402 元/吨, 环比上升 426 元/吨(+6.11%); PO(华东)均价 17738 元/吨, 环比大涨 4669 元/吨(+35.72%) 正丁醇、丙烯酸及酯、NPG 等产品价格均呈现不同程度的上涨。

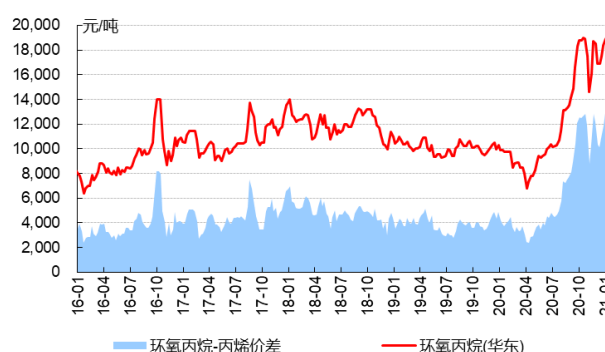
从价差数据来看, 四季度 PDH 价差均值为 334 美元/吨, 较 Q3 环比小幅收窄 33 美元/吨(-8.99%), 位于 66.9% 的历史分位, 仍具有较强的盈利能力; PO-丙烯、丙烯酸-丙烯、丙烯酸丁酯-丙烯酸和 NPG-丙烯价差均值同比变化分别为+7719、+691、+1346、+3212 元/吨, 环比变化分别为+4311、+582、+1694、+3426 元/吨。主要产品至丙烯的价差同环比均呈现上涨态势, 预计 Q4 石化板块盈利同/环比亦有所改善。

图表11、改善 PDH 装置盈利能力显著改善



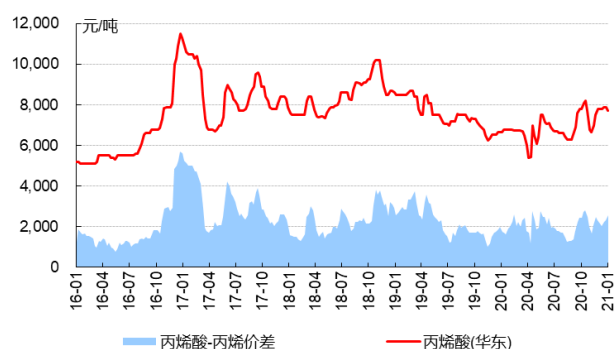
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表12、环氧丙烷-丙烯价差走势



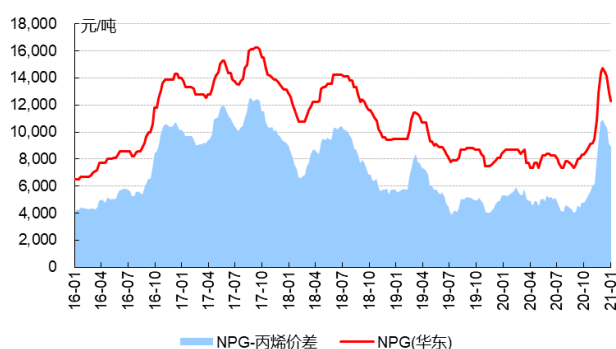
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表13、丙烯酸-丙烯价差走势



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图表14、NPG 价格与价差走势



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **MDI 作为公司核心产品,其价格/价差的大幅上涨是公司 Q4 盈利大幅改善的主要驱动力,站在当下时点,我们认为当前 MDI 价格有望维持高位,明年旺季后或迎进一步提升。**

供给方面,海外部分装置不可抗力仍未解除,根据隆众资讯,万华宁波(80万吨)装置正处检修,后续重庆巴斯夫(40万吨)亦存检修计划,当前聚合 MDI 库存处于低位,供给紧张。

需求方面,当前 MDI 下游正处淡季,但下游冰箱冷柜等领域受海外订单支撑,需求持续旺盛,因此相较于历年淡季,当前 MDI 价格跌幅较小,价格仍处于历史较景气分位(截至 2021 年 1 月 1 日,MDI 综合价格价格为 19625 元/吨,历史分位 28.2%,历史中位 62.1%)。2018 年以来的新投产产能基本已被新增需求逐步消化,短期内新增产能主要来自万华化学,预计大概率投放较为有序,MDI 供需紧平衡格局有望维持。综合来看,在供给端新增产能有序投放的情况下,需求端随着全球经济复苏以及政策强力刺激下边际迎来持续改善,MDI 价格高位维持概率较大,且待后续旺季来临,市场价有进一步提升的可能。

图表15、万华化学主要产品市场价格及价差

大类	产品	单位	最新价格 (2021-01-02)	最新值处历史分位	最新值处历史中位	19Q4	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	20Q4同比	20Q4环比	20FY	20FY同比
聚氨酯系列	纯MDI(华东)	元/吨	22250	33.8%	63.5%	17115	15508	13723	14962	26954	30.2%	48.2%	17787	-9.9%
	聚合MDI(华东)	元/吨	18500	25.8%	62.6%	12900	12662	11862	14285	19923	43.2%	29.2%	14683	6.3%
	MDI综合价格(华东)	元/吨	19625	28.2%	62.1%	14165	13515	12420	14488	22032	38.2%	35.2%	15614	0.2%
	华东MDI综合价差(至纯苯)	元/吨	16873	30.0%	71.9%	10587	10176	10293	12346	19515	59.2%	36.2%	13082	6.0%
	TDI(华东)	元/吨	12400	7.0%	11.2%	11923	11192	10219	13323	14319	4.0%	-6.9%	12263	-8.4%
	TDI-甲苯-硝酸-烧碱价差	元/吨	7963	5.7%	14.0%	6266	6490	6587	9836	10200	27.2%	-1.9%	8278	3.8%
	硬泡聚醚(华东)	元/吨	15350	98.2%	99.4%	8685	8596	8804	11300	14719	76.2%	35.2%	10855	25.1%
	软泡聚醚(华东)	元/吨	19150	89.6%	98.9%	10565	9788	8854	13846	18450	81.2%	38.2%	12735	20.3%
	硬泡聚醚-LPG价差	元/吨	14942	97.0%	99.5%	8322	8268	8566	11041	14379	79.2%	35.2%	10563	26.2%
	丙烯(韩国FOB)	美元/吨	956	41.5%	45.0%	843	795	674	807	913	13.2%	18.2%	797	-9.8%
石化系列	丙烯-丙烷价差	美元/吨	262.4	66.9%	32.6%	226	236	270	367	334	16.2%	-2.4%	302	-0.7%
	环氧丙烷(华东)	元/吨	18900	37.1%	60.1%	10019	9146	8850	13069	17738	88.2%	44.2%	12201	21.8%
	环氧丙烷-丙烯价差	元/吨	12915	100.0%	99.7%	4050	3737	3573	7209	11521	218.0%	79.2%	6510	67.2%
	MTBE(石大胜华)	元/吨	4150	13.5%	9.6%	5615	4662	3577	3782	3805	-2.1%	9.2%	3957	-2.8%
	MTBE气分醚化法价差	元/吨	-484	15.7%	0.5%	415	100	-140	158	-141	-216.7%	-406.9%	-6	-100.9%
	正丁醇(华东)	元/吨	9350	52.3%	68.2%	6435	5727	5431	5985	8044	45.2%	56.2%	6297	-6.0%
	异辛醇(华东)	元/吨	12000	60.7%	76.7%	7190	6633	6512	7250	9104	66.2%	65.2%	7375	-2.5%
	异辛醇-丙烯价差	元/吨	6300	100.0%	99.7%	1505	1481	1485	1669	3182	318.2%	277.2%	1954	17.4%
	丙烯酸(华东)	元/吨	7700	17.7%	35.0%	6708	6681	6677	6723	7612	14.2%	14.2%	6923	-7.0%
	丙烯酸-丙烯价差	元/吨	2570	43.0%	76.0%	1591	2044	2153	1700	2282	61.2%	51.2%	2045	-7.8%
	丙烯酸丁酯(华东)	元/吨	11400	32.2%	44.7%	8150	7946	7554	7812	10038	39.2%	45.2%	8338	-6.0%
	丙烯酸丁酯-丙烯酸价差	元/吨	6780	43.6%	71.9%	4125	3938	3548	3778	5472	64.2%	79.2%	61455	1280.9%
	NPG(华东)	元/吨	12300	59.5%	51.2%	8023	8508	7969	7746	11377	53.2%	58.2%	8900	-1.2%
	NPG-丙烯价差	元/吨	8880	58.2%	73.3%	4612	5417	4954	4398	7824	92.2%	101.2%	5648	3.4%
	HDI(国内)	元/吨	42000	15.3%	24.1%	62885	62115	46338	38192	40592	-3.2%	10.2%	46810	-24.3%
精细化学品与新材料系列	IPDI(华东)	元/吨	76000	25.6%	74.6%	70000	70000	70000	70000	68923	8.6%	8.6%	69731	-0.4%
	TPU(80A-98A, 华东)	元/吨	16750	5.0%	10.6%	17750	17750	16635	16750	16750	-5.3%	0.0%	16971	-12.7%
	TPU价差	元/吨	10075	22.6%	5.1%	12615	13098	12518	12262	8664	-23.1%	-1.8%	11635	-13.9%
	聚碳酸酯PC(科思创2805, 华东)	元/吨	20650	27.6%	36.8%	16173	15265	14623	15077	21004	27.2%	37.2%	16492	-2.9%
	聚碳酸酯PC-双酚A价差	元/吨	9310	27.6%	27.3%	7346	6144	5779	5637	7161	26.2%	65.2%	6180	-17.2%
	MMA(华东)	元/吨	10800	20.2%	14.7%	11362	9981	10035	10181	12188	-4.3%	6.2%	10596	-16.5%
	PMMA(国内现货)	元/吨	17200	37.5%	45.6%	15423	14254	13585	14154	16585	11.2%	21.2%	14644	-14.4%
	PMMA-MMA价差	元/吨	6238	93.3%	99.3%	4063	4267	3531	3959	4260	53.2%	57.2%	4004	-3.0%

资料来源：隆众资讯，环球聚氨酯，天天化工，卓创资讯，兴业证券经济与金融研究院整理

● 公司治理结构出色，公司依成本优势筑 MDI 良好盈利，大乙烯项目已投产，新材料项目储备众多，助力公司未来持续成长

公司治理结构出色，通过中诚投资和中凯信实现员工持股，有效调动员工积极性；搭建体系化的研发组织架构，实行丰厚的薪酬与激励机制，推动技术持续进步；信息化管理优化生产流程实现降本增效，保障公司长远发展。

低成本优势保障万华 MDI、TDI 盈利能力行业领先，产能扩张助力万华持续成长。公司拥有 MDI 全产业链配套（除基础原料苯和原盐外全部自给），产能扩张、持续技改保障低成本优势，使得公司行业低迷时期仍录得丰厚利润。中长期看，万华 MDI 拥有 120 万吨产能规划（烟台 50、宁波 30、福建基地 40），助力公司巩固全球第一地位，且扩张过程中规模效应及先进工艺带来的成本优势有望进一步体现。TDI 方面，公司外延整合东南电化并继续扩产，有望跻身全球 TDI 行业龙头之列，TDI 与 MDI 业务协同将强化聚氨酯板块全球竞争力。

持续资本开支加码石化产业链加强业务协同，价值龙头未来成长亦可期。公司 C3/C4 石化装置运行平稳，LPG 贸易规模不断扩大；100 万吨乙烯项目已建成投产，石化板块规模进一步扩张。石化产业链协同效应显著，既可消耗聚氨酯板块 MDI 副产物、提供聚醚生产原料；亦可提供精细化学品板块产品所需原料，巩固公司成本优势，保障基业长青。

公司新材料布局稳步推进。18 年以来公司两期 PC、PMMA 等项目陆续投产，

未来柠檬醛、合成香料、ADI、尼龙-12、生物可降解塑料等多个新项目将陆续落地；POE 项目未来产能有望达到 20 万吨；大硅片、CMP Pad+Slurry 等电子材料布局持续推进，产品类别多元化、产业链协同进一步完善，价值龙头未来成长亦可期。

- **维持“买入”的投资评级。**万华化学是中国化工行业少有的掌握国际前沿制造技术、管理优势突出的全球性龙头企业。MDI 行业集中度高，新建装置难度大、周期长；万华依赖于持续研发攻关实现技术突破，有望在较短时间内实现 80 万吨级产能飞跃，巩固全球第一地位。公司 C3/C4 石化装置运行平稳，LPG 贸易规模不断扩大；100 万吨大乙烯装置已投产，有望进一步协同强化聚氨酯板块优势，加深石化产业链布局。18 年以来公司 21 万吨 PC、30 万吨 TDI、8 万吨 PMMA 等项目陆续投产，未来随着香精香料、ADI、尼龙-12 等多个新项目陆续落地，产品类别进一步多元化，产业链配套及布局进一步完善。19 年初公司完成整体上市事宜，整合 MDI 等优质资产、改善治理结构，助力自身向全球聚氨酯龙头、中国重要烯烃及衍生物供应商、新材料核心供应商等高远目标大步迈进。我们调整 2020-2022 年 EPS 预测值至 3.23、5.41 和 6.09 元，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**全球宏观经济不及预期的风险，MDI 技术扩散的风险，产品价格大幅波动的风险。

附表

资产负债表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
流动资产	23484	12217	13267	28554
货币资金	4566	1000	1000	8575
交易性金融资产	30	8	8	8
应收账款	4433	1997	807	5027
其他应收款	575	358	434	541
存货	8587	7836	8812	11432
非流动资产	73382	85527	93179	98615
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	718	100	100	100
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	37478	43956	63791	75321
在建工程	24066	34453	22227	16113
油气资产	0	0	0	0
无形资产	5337	5338	5339	5340
资产总计	96865	97743	106447	127169
流动负债	44800	40589	35902	41752
短期借款	20034	15487	7157	6000
应付票据	8386	7836	8812	11432
应付账款	8024	10448	12924	16767
其他	8355	6818	7010	7553
非流动负债	8134	6681	7300	7191
长期借款	5963	5963	5963	5963
其他	2172	719	1338	1228
负债合计	52934	47270	43202	48943
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	2162	2162	2162	2162
未分配利润	34321	40304	52595	66997
少数股东权益	1567	2045	2526	3104
股东权益合计	43931	50473	63245	78226
负债及权益合计	96865	97743	106447	127169

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	10130	10146	17001	19112
折旧和摊销	4601	4150	5906	8097
资产减值准备	82	-265	-90	318
无形资产摊销	326	14	14	14
公允价值变动损失	8	0	0	0
财务费用	1080	493	578	407
投资损失	-159	-50	-100	-100
少数股东损益	463	478	481	578
营运资金的变动	-10343	-9678	-2904	823
经营活动产生现金流量	26303	26927	27265	27472
投资活动产生现金流量	-16787	-20269	-13415	-13415
融资活动产生现金流量	-6946	-10224	-13850	-6482
现金净变动	2570	-3566	0	7575
现金的期初余额	7229	4566	1000	1000
现金的期末余额	9799	1000	1000	8575

利润表				
单位: 百万元				
会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	68051	71573	86751	108101
营业成本	48998	52239	58743	76215
营业税金及附加	576	644	781	973
销售费用	2783	2863	3297	4104
管理费用	1434	2004	1611	2000
财务费用	1080	493	578	407
资产减值损失	-284	0	0	0
公允价值变动	8	0	0	0
投资收益	159	50	100	100
营业利润	12297	13380	21842	24603
营业外收入	79	50	110	110
营业外支出	115	150	100	100
利润总额	12260	13280	21852	24613
所得税	1667	2656	4370	4923
净利润	10593	10624	17481	19690
少数股东损益	463	478	481	578
归属母公司净利润	10130	10146	17001	19112
EPS(元)	3.23	3.23	5.41	6.09

主要财务比率

会计年度	2019	2020E	2021E	2022E
成长性(%)				
营业收入增长率	-6.6%	5.2%	21.2%	24.6%
营业利润增长率	-37.3%	8.8%	63.2%	12.6%
净利润增长率	-34.9%	0.2%	67.6%	12.4%
盈利能力(%)				
毛利率	28.0%	27.0%	32.3%	29.5%
净利率	14.9%	14.2%	19.6%	17.7%
ROE	23.9%	20.9%	28.0%	25.4%

偿债能力(%)				
资产负债率	54.6%	48.4%	40.6%	38.5%
流动比率	0.52	0.30	0.37	0.68
速动比率	0.33	0.11	0.12	0.41

营运能力(次)				
资产周转率	0.74	0.74	0.85	0.93
应收帐款周转率	15.13	20.55	57.55	34.47

每股资料(元)				
每股收益	3.23	3.23	5.41	6.09
每股经营现金	8.26	8.58	8.68	8.75
每股净资产	13.49	15.42	19.34	23.93

估值比率(倍)				
PE	30.50	30.46	18.18	16.17
PB	7.29	6.38	5.09	4.11

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注册为证券分析师，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，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：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	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：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn