

恒力石化 (600346.SH) 买入 (维持评级)

公司点评

市场价格 (人民币): 16.36 元

再创历史: 恒力 Q3 利润超万华 22%

市场数据(人民币)

总股本(亿股)	70.39
已上市流通 A 股(亿股)	46.32
总市值(亿元)	1,151.60
年内股价最高最低(元)	16.94/14.93
沪深 300 指数	3897
上证指数	2955

公司基本情况(人民币)

项目	2017	2018	2019E	2020E	2021E
摊薄每股收益(元)	0.608	0.658	1.352	1.989	2.356
每股净资产(元)	2.53	5.46	6.56	8.21	10.34
每股经营性现金流(元)	0.06	0.82	4.03	4.70	6.16
市盈率(倍)	20.26	20.15	8.54	5.81	4.90
净利润增长率(%)	45.73%	93.25%	186.46%	47.10%	18.45%
净资产收益率(%)	24.03%	12.04%	28.72%	33.76%	31.74%
总股本(百万股)	2,825.69	5,052.79	7,039.10	7,039.10	7,039.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

相关报告

- 1.《预测恒力 Q3 中性业绩对标万华同期最好水平-《2019-10-...》, 2019.10.9
- 2.《恒力中报解读——未来有望百亿利润做起点-《2019-08-0...》, 2019.8.11
- 3.《如果百亿利润仅是盈利下限? 附测算依据! -《2019-08-0...》, 2019.8.7

经营分析

- **恒力石化 Q3 业绩基本符合预期。**恒力石化三季度单季度实现营业收入 339.96 亿元, 单季度营业收入同比增长 95.61%。恒力石化三季度单季归母净利润达到 27.96 亿元, 同比增长 53.28%, 实现同期最好业绩, 基本符合我们的预期。
- 我们对恒力石化利润进行分拆, 我们预计三季度炼厂实现利润 17.98 亿元, PTA 实现利润 8.14 亿元, 聚酯实现利润约 1.45 亿元。炼厂利润再创新高, PTA 聚酯对三季度业绩带来拖累。
- **公司实际利润同我们对恒力石化 31 亿元三季度利润预测差异在于:**
 - (1) 三季度恒力石化炼厂实现 2.75 个月满产产出, 装置负荷超过 9 成, 大幅超出我们对于炼油装置的三季度负荷预期。而由于其实际采购原油油价高于布伦特均价约 120 元/吨, 从而使得我们的单吨利润测算略有高估。
 - (2) 消费税三季度影响利润达到 5.4 亿元, 环比二季度增长显著, 成品油产品销售量有明显增加。
- 恒力石化四季度利润或受到运费扰动, 我们认为该种扰动为事件性扰动, 在明年大概率回归正常: 受到美国制裁中远等事件的影响, 原油运价快速上升, 造成公司四季度的炼油价差有所缩窄, 四季度业绩构成一定影响。
- **恒力炼化的护城河的深度在于: 炼化装置先进工艺以及规模优势属于后发优势, 产业链一体化配套项目在单一园区集群化运作带来的超低成本优势全球来看壁垒极高, 大规模耗煤指标在环保趋严的政策环境下为先发优势。恒力炼化的护城河的深度在于恒力三者兼备, 使得其超额利润持续将长时间存在。**

盈利调整与投资建议

- 考虑到美国制裁中远, 原油运价快速脉冲式上涨对公司单季度非经常性影响, 2019 年全年实现净利润从 102 亿元调降 6.6% 至 95 亿元, 并微调恒力石化 2020-2021 年净利润 140 亿元/166 亿元预测。维持“买入”评级及目标价 20.49 元, 目标价分别对应 2019-2021 年市盈率 15.2、10.3、8.7 倍。

风险提示

1. 原油单向大规模下跌风险
2. 纺织服装严重需求恶化
3. 政策以及对外出口配额限制带来的成品油销售风险
4. 地缘政治风险
5. 项目进度/负荷不及预期
6. 公司股票大规模解禁风险
7. 美元汇率大幅波动风险
8. 行业竞争严重加剧
9. 全球经济周期下行风险
10. 其他不可抗力造成影响。

刘蒙 联系人
liumeng@gjzq.com.cn

许隽逸 分析师 SAC 执业编号: S1130519040001
xujunyi@gjzq.com.cn

一、恒力 Q3 业绩与我们预期差异

- 我们在《预测恒力 Q3 中性业绩对标万华同期最好水平》报告中对恒力石化的三季度业绩进行了拆解预测。首先我们分析一下，经营数据与实现价格和我们的预测存在差异的部分。

(1) 负荷提升超预期

- 根据恒力石化三季度披露的经营数据，根据恒力石化可研报告扣除 434 万吨 PX，如果满产年产出非芳烃产品约 1616 万吨，单季度产出化工品与成品油约 404 万吨。三季度共计产出化工品与成品油 378 万吨，开工率达到 94%。炼油装置的开工率显著超出我们满产 2.3 个月的预期。
- 环比二季度，由于负荷超预期提升，理论上会增加利润约 2.7 亿元。

(2) 汇率变动直接反应在油价中，因而汇兑收益较低

- 汇率变动直接反应在原油的采购价中，而非以汇兑损益的形式出现在产品中，因而需要将我们原先预测的汇兑损益的 2.5 亿元加回。

(3) 与 WIND 数据不同步的变动

- 我们预测恒力三季报业绩的报告是基于二季度数据环比进行测算的，所以利润偏差与 WIND 和实际平均价格的变动是高度相关的。根据我们测算，主要产品实际价格的超预期变动带来的损失达到 7.5 亿元，

(4) 对于聚酯的跌价预期不足

- 我们按照单季度 2.8 亿元考虑，由于恒力石化长丝的差异化较强，抵抗原料价格波动的能力较强，而实际上恒力石化长丝盈利能力低于预期，我们高估约 1.3 亿元。
- 如果考虑上述汇兑的 2.5 亿元与负荷提升的 2.7 亿元，那么恒力三季度的业绩应当为 $31+2.5+2.7-7.5-1.3=27.4$ 亿元，与实际情况符合程度较高。

图表 1：7-9 月由于价格超预期变动带来的利润影响

物料	2019年1-9月平均 (元/吨)	2019年1-9月WIND 平均 (元/吨)	恒力-wind均 价 (元/吨)	影响利润 (万元)
原油	3,376.55	3,255.35	121.20	-56,963.00
PX	6,958.60	6,440.20	518.40	-3,628.79
PTA	5,337.05	5,356.26	-19.21	-3,362.36
油品	4,207.73	4,264.56	-56.84	-59,506.40
物料	2019年1-6月平均 (元/吨)	2019年1-6月WIND 平均 (元/吨)	恒力-wind均 价 (元/吨)	影响利润 (万元)
原油	3,461.70	3,290.87	170.83	-55,519.39
PX	7,066.10	6,809.20	256.90	-1,798.31
PTA	5,492.25	5,587.32	-95.07	-16,638.00
油品	4,155.09	4,273.92	-118.83	-124,416.96
7-9月影响利润				-74,912.11

来源：WIND，国金证券研究所

- 我们从持续经营角度来观察公司的三季度影响因素**是否可持续**：

- (1) 中美贸易战通过对成衣需求端影响从而对产业链盈利带来波动。
- (2) 汇率出现单季度 5% 以上大规模变动出现概率较低。
- (3) IMO 航运新规对于低硫柴油的需求影响较为持续，供给侧老旧装置的淘汰势在必行。

- 从以上角度来看，我们认为，IMO 航运新规在未来 2-3 年内能够给低硫柴油带来一定的溢价；而汇率变动，中美贸易战，聚酯产业链盈利波动都属于短期因素，对于恒力石化的影响属于非持续性影响。

二. 三季度财务经营数据分析

2.1 综合三季度业绩分析

- 根据三季度以及经营数据披露得到以下分拆利润。
- 其中炼厂盈利达到 17.98 亿元，而 pTA 装置盈利 8.13 亿元，长丝 1.45 亿元。不难看出，主要环比二季度下滑的因素为 PX-PTA-聚酯环节。而炼厂利润受益于负荷提升，利润持续上行。

图表 2：利润分拆

	产量万吨	价差元/吨	毛利元/吨	所得税率%	净利润亿元	备注
炼厂	377.99	831.18	303.18	0.12	9.86	此价差为油品-实际原油采购价格得到
PX	101.99	2,325.66	925.66	0.12	8.12	
PTA	175.00	1,159.20	619.20	0.25	8.13	PTA 产量按照年产量 700 万吨考虑
长丝	55.20	1,709.59	309.59	0.15	1.45	产量扣除切片
总计					27.55	

来源：经营数据，WIND，ccfei，国金证券研究所

2.2 成品油消费税

- 三季度中税金及附加科目出现较大幅度增长，半年报 1.13 亿元，三季度达到 7.43 亿元，我们预计是由于成品油消费税明显增加导致。

(1) 这与实际利润的测算是不相关的，因为我们在进行利润测算时候，已经把价格中增值税与消费税提前进行扣除，使用不含税价格对利润进行测算。

(2) 三季度消费税的大幅增长体现了恒力石化的成品油销售数量环比二季度有了明显提升，装置的成品油销售迈向正轨。

2.3 经营数据

产量

- 根据披露的经营数据能够看出，工程塑料，PTA 与化工品成品油的产量有比较明显的单季度提升。
- (1) 我们认为成品油与化工品的产能有明显的提升，源于炼厂提负荷。从成品油数量的增长，能够验证消费税大幅提升。
- (2) PTA 三季度贸易量相对较高。PTA 贸易的原因源于恒力 PTA 在东北地区，而长丝大部分在江苏，因而需要海运。如果可以通过在东北华北地区进行销售，从江苏地区买入 PTA，能够通过贸易节省运费。

图表 3：经营数据——产量

主要产品	2019 年 1-3 月产量 (万吨)	2019 年 4-6 月产量 (万吨)	2019 年 7-9 月产量 (万吨)
民用涤纶长丝	30.32	33.35	35.13
工业涤纶长丝	3.62	3.59	3.66
聚酯切片	21.1	21.37	21.22
工程塑料及聚酯薄膜	6.97	7.45	16.41
PTA	174.98	98.44	256.76
化工品		227.98	251.32
成品油		45.24	126.67

来源：恒力披露经营数据，WIND，国金证券研究所

注：公司提示 PTA 仅包含外销量与贸易量，而自产内部消化部分则不计入。

价格及主要价差图表

- 产品售价同比 2018 年三季度都有明显的下滑，因为 2018 年三季度受益于油价-PX-PTA-聚酯全产业链的价格大幅上涨，创造恒力炼化开车之前的历史最高单季度盈利。
- 我们对三季度的价格进行分析，聚酯产品价格下滑普遍超过 10%，聚酯原料端 PX-PTA 的价格下滑相对较低，乙二醇大幅下跌 35%，是造成产业链利润下滑的主要因素。
- 原油与煤炭同比 1-9 月价格也有 10%左右的降低，从成本端来看支撑较弱。

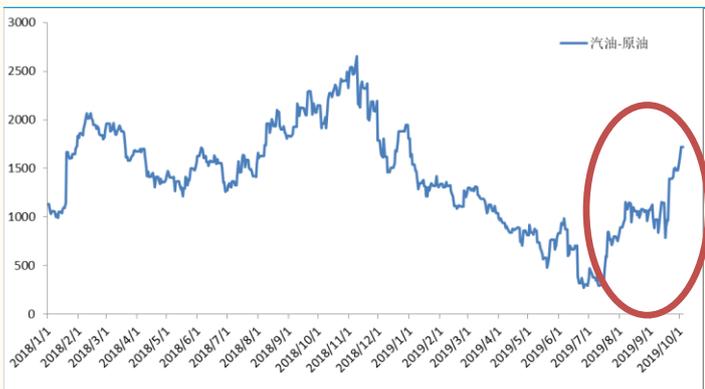
图表 4：产品价格

主要产品	2019 年 1-9 月平均售价 (元/吨)	2018 年 1-9 月平均售价 (元/吨)	变动比率 (%)
民用涤纶长丝	9,759.23	10,724.28	-9
工业涤纶长丝	10,478.02	12,720.85	-17.63
聚酯切片	6,629.53	7,440.79	-10.9
工程塑料及聚酯薄膜	8,803.10	10,367.47	-15.09
PTA	5,337.05	5,407.96	-1.31
MEG	4,147.45	6,420.07	-35.4
化工品	4,094.70	-	-
成品油	4,522.85	-	-
煤炭	528.11	600.03	-11.99
丁二醇	7,431.89	9,372.29	-20.7
PX	6,958.60	6,839.51	1.74
原油	3,376.55	3,674.93	-8.12

来源：恒力披露经营数据，WIND，国金证券研究所

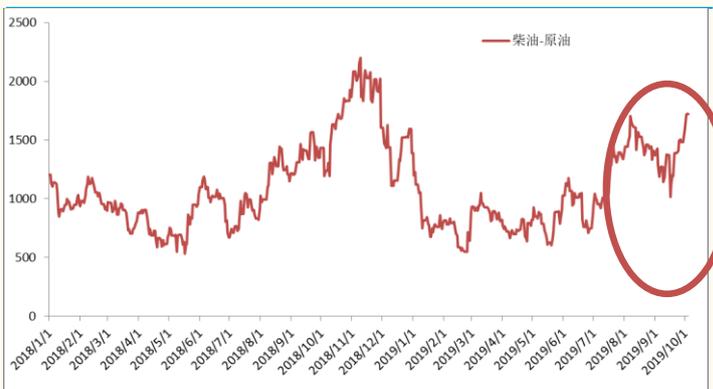
注：PX 价格是外购价格

图表 5：汽油-原油价差 (不含税, 单位:元/吨)



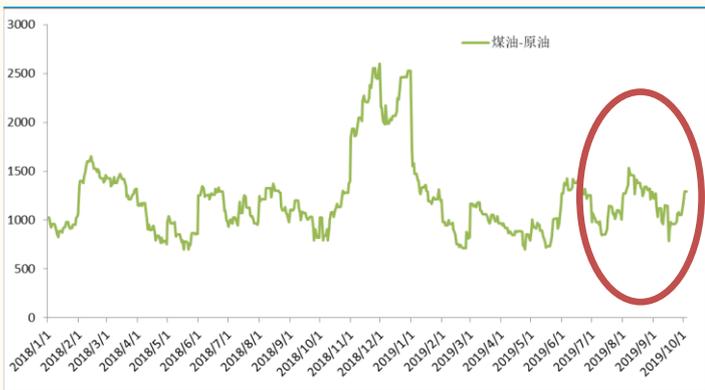
来源：WIND，国金证券研究所

图表 6：柴油-原油价差 (不含税, 单位:元/吨)

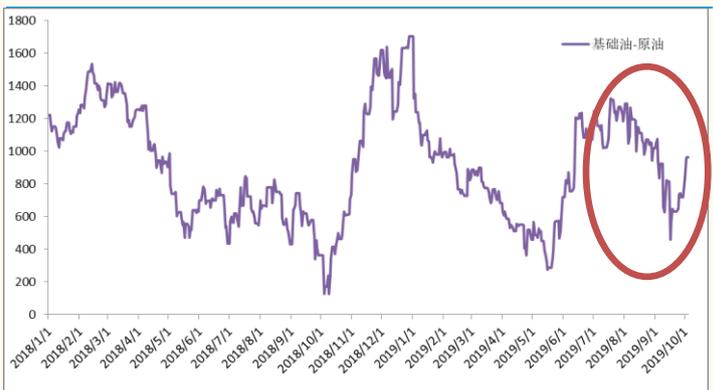


来源：WIND，国金证券研究所

图表 7：煤油-原油价差 (不含税, 单位:元/吨)

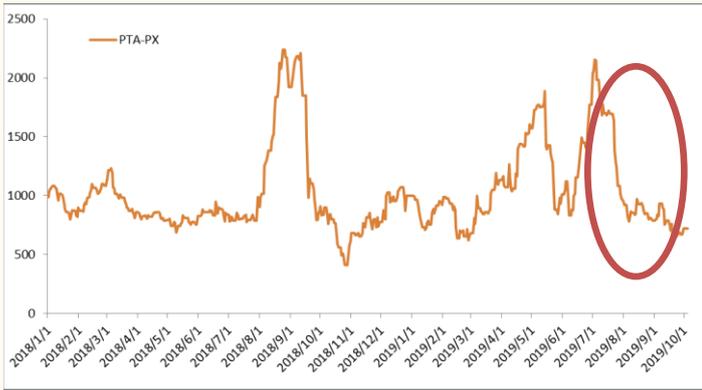


图表 8：基础油-原油价差 (不含税, 单位:元/吨)



来源：WIND，国金证券研究所

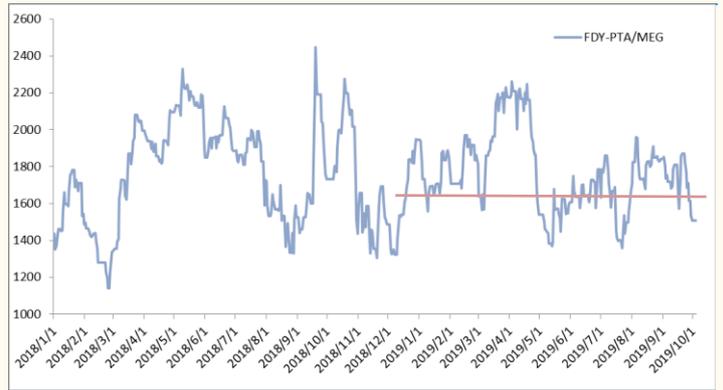
图表 9：PTA-PX 价差（不含税，单位：元/吨）



来源：cctei，国金证券研究所

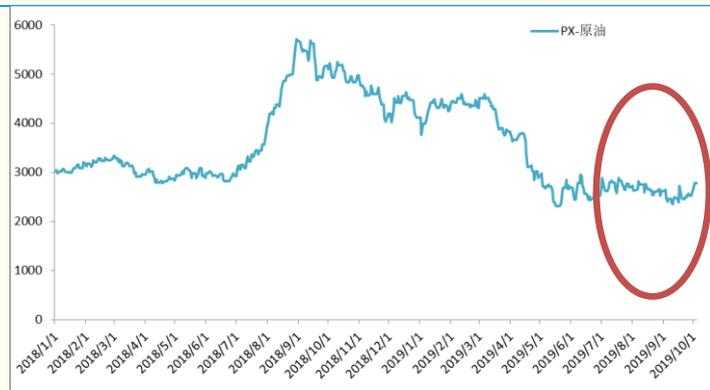
来源：WIND，国金证券研究所

图表 10：FDY-PTA 价差（不含税，单位：元/吨）



来源：cctei，国金证券研究所

图表 11：PX-原油价差（单位：元/吨）



来源：WIND，国金证券研究所

三、近期事件点评

3.1 事件一

- 2019 年 10 月 22 日，中国民航局向恒力炼化颁发了《技术标准规定项目批准书》(CTSOA) 和《民用航空油料检测单位批准函》，正式批准恒力炼化生产的 3 号喷气燃料通过适航审定，并可投入商业使用。这也意味着恒力石化以后航空煤油可以直接供给中航油，减少中间贸易费用。恒力石化规划 371 万吨航空煤油，如果每吨煤油减少 100 元的中间贸易费用，那么每年能够带来 3 亿元左右的利润增厚。

3.2 事件二

- 恒力石化子公司康辉石化宣布签订 PBS 可降解塑料项目的工程合同，项目使用欧瑞康巴马格技术。PBS 主要采用丁二酸与丁二醇进行酯化反应生成，是一种典型的可降解塑料。这个项目有可能会整合恒力醚后碳四资源，通过碳四-BDO-丁二酸-PBS，完成碳四的闭环利用。

3.3 事件三

- 2019 年 10 月 18 日，恒力 150 万吨乙烯项目裂解汽油加氢装置核心系统正式进行油运。
- 裂解汽油装置通常为三塔两反应器，首先脱除碳五，然后脱除碳九，将碳六至碳八部分进行加氢，加氢后送至芳烃抽提装置（PX 装置的第一套装置）作为原料。

- 乙烯装置开车的难点集中在于三台压缩机组的开车过程，裂解汽油加氢装置的开车并不具有标志性意义，但是裂解汽油加氢装置在建成后能够迅速单装置进行开工准备工作，再次体现了恒力效率！
- 根据公司官网的新闻披露，2019年9月27日，恒力150万吨/年乙烯项目攻坚推进大会上，恒力集团陈建华董事长要求在2019年10月30日要完成装置建设。按照化工装置正常开车进度，恒力化工装置在年底前大概率能够部分装置投料。（化工装置通常为倒开车，先开公用工程，然后下游利用外购中间产品开车，最后开乙烯装置）。我们认为，四季度炼油负荷会有一定提升；而乙烯装置为首的化工装置与炼油装置协同效应一旦体现，利润有望再上新台阶。

四. 四季度预期

- 四季度行业存在部分短期干扰与季节性因素：
 1. 美国制裁中远集团，从而使得原油运价在10月出现飙升的现象。单桶原油的INE-BRENT价差从正常情况下的1-2美元最高拉开至8美元。如果没有提前锁定到岸价，那么10月份恒力石化炼化价差会明显缩窄。事件的持续性尚待观察，目前运价已经缩窄至4-5美元，仍然高于正常情况。
 2. PTA装置存在大量检修预期；PTA四季度预计恒力石化的一号线与二号线PTA会轮流检修，一定程度上降低恒力PTA的开工率。另外，逸盛有两条线，汉邦石化，川能投与蓬威石化都存在着检修预期。虽然新凤鸣的独山能源PTA有较大概率投产，由于四季度PTA检修较多，开工率较低，因而PTA的盈利空间有望保持。
 3. 聚酯需求进入淡季。由于2020年过年较早的缘故，今年四季度聚酯存在着去库存预期。考虑到冬装制作通常会提前2-3个月对聚酯材料进行订货。进入11月后，冬装涤纶刚需预计有所下滑，恒力的聚酯FDY产品的盈利受到短期压制。
 4. 恒力化工装置有望在四季度实现投产，并在明年一季度转固。由于年报与一季报披露时间相差不远，因而存在明年一季报看到恒力乙烯装置部分利润的可能性。恒力乙烯装置由于与炼油装置的协同效应较强，从而明年一季报值得期待。
 5. IMO2020新规即将落地，恒力航空煤油获得适航证直供中航油，恒力石化航煤与柴油盈利有扩大预期。炼厂通常不受过年影响，全年保持稳定运转，产能负荷有望继续提升，因而对于炼厂利润无需悲观。

五. 对于恒力石化炼化装置护城河的思考

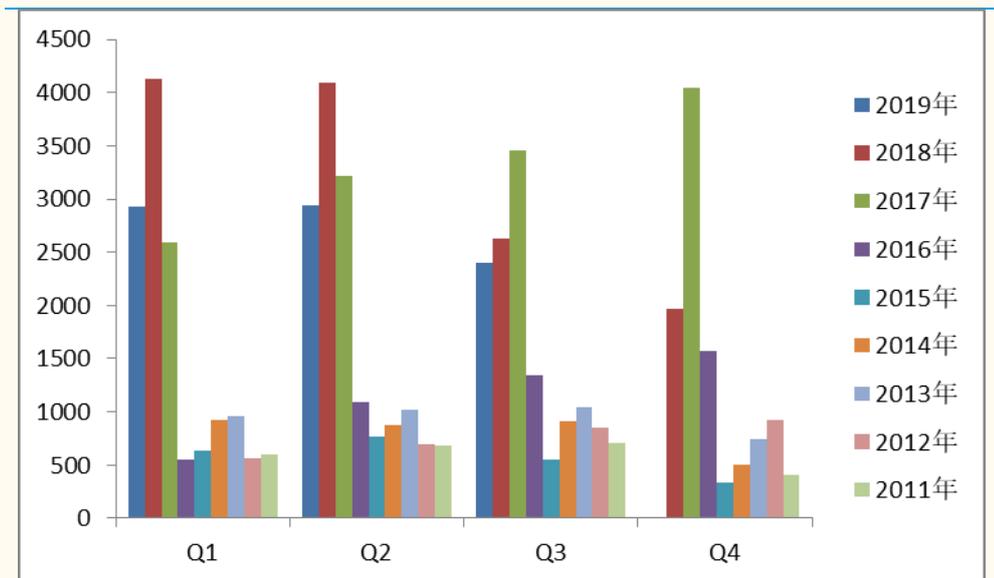
- 恒力石化作为七大石化基地中民营大炼化第一套投产的装置，具备怎样的护城河决定了恒力石化未来能否稳定盈利并获取到超额收益的结果。
- 恒力石化炼厂是国内工艺最优的炼厂之一
 - (1) 干气回收最为充分
 - (2) 全部渣油进行沸腾床加氢，目前国内唯一
 - (3) 单套PX产量世界最大，PX与炼厂规模比例全国最大
- 恒力乙烯装置是目前国内规模最大的乙烯装置
 - (1) 150万吨/年规模最大，之前最大规模为120万吨/年，规模效应非常显著。

- (2) 干气轻烃作原料，年产 150 万吨乙烯中的 50 万吨来自于乙烷丙烷原料，乙烷丙烷源于炼厂干气回收，价格极其低廉（原来作为燃料气），实现了原料轻质化的要求。
- 恒力石化具备千万吨用煤指标，500 万吨用于自备电厂，500 万吨用于煤气化，产品包含煤制气，甲醇，醋酸。炼化与煤气化护城河相辅相成。
 - (1) 随着未来环保趋严，用煤指标会越来越困难。
 - (2) 通过自备燃煤热电厂降低了用电以及蒸汽的成本
 - (3) 大规模煤制氢装置产出氢气，从而为炼厂的全加氢流程服务；
 - 煤制气作为燃料，解放出来炼厂干气轻烃给乙烯装置做原料，从而实现了乙烯装置的规模效应与原料轻质化。如果说新工艺技术和规模优势是后发优势，因为未来新建装置也能买到相应技术，投资足够大也能达到相应规模。那么用煤指标则为先发优势，环保政策未来趋严，大规模用煤指标的批复会直接影响到地方甚至全国的耗煤在一次能源消耗的比重，批复变的愈加困难。恒力石化的独特护城河，是两者共同组成的。
 - 根据我们在行业报告《市场严重低估了大炼化板块的价值，含极限生存测算！》中测算，恒力石化具备超额利润约 52 亿元，足见恒力石化具备深深的护城河。

六. 结论

- 考虑到 10 月份原油运价快速脉冲式上涨带来的影响，我们将恒力石化 2019 年全年业绩预期从 102 亿元调降至 95 亿元。净利润分季度组成为一季度 5 亿元（一季报披露），2 季度 35 亿元（中报披露），3 季度（三季报）28 亿元，四季度（炼化有望贡献完整 3 个月利润）27 亿元，并微调恒力石化 2020 年/2021 年净利润 140 亿元/ 166 亿元的预测，保持公司目标价 20.49 元与买入评级。
- 对标万华：万华化学是目前国内除去三桶油之外，盈利能力最强的化工企业。与万华化学同期业绩对比，恒力石化 18 年三季度盈利超出万华 22%，创出历史。

图表 12：万华化学单季度净利润（单位：亿元）



来源：公司公告，WIND，国金证券研究所

七. 风险提示

1. 原油单向大规模下跌风险

- 美国页岩油在 2019 年下半年至 2020 年管道投放大概率将出现放量，总量约合 200 万桶每天。加之沙特原油产量已经恢复正常，而伊朗原油出口始终难以归零，对油价造成一定压制。虽然 OPEC 不断减产，仍然存在油价持续单向大幅下跌的风险，会给炼化装置带来原油与产品的库存损失风险。

2. 项目进度/负荷不及预期

2.1 装置负荷波动

- 项目由于初次投产，试生产期间可能存在新设备/新工艺的装置出现波动情况，从而影响装置负荷，从而使得装置无法达到满负荷运行。

2.2 化工装置投产进度不及预期的风险

3. 纺织服装严重需求恶化

- 中美贸易战持续反复，对于聚酯下游的成衣产业链多次产生冲击。在不可抗力政策出台条件下，存在纺织服装严重需求恶化的风险。

4. 政策以及对外出口配额限制带来的成品油销售风险

- 国内成品油出口需要发改委配额，目前恒力石化尚不具备成品油出口配额。然而对于化学品而言，管控相对较松，可以自由贸易。恒力石化由于不具备成品油批零环节以及出口配额，因此存在成品油销售风险。

5. 地缘政治风险

6. 公司股票大规模解禁风险

7. 美元汇率大幅波动风险

8. 行业竞争严重加剧

9. 全球经济周期下行风险

10. 其他不可抗力造成影响

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	
主营业务收入	19,240	22,288	60,067	105,600	145,451	165,397	货币资金	2,564	2,417	12,323	15,125	16,829	17,756	
增长率	15.8%	169.5%	75.8%	37.7%	13.7%		应收账款	3,729	3,374	5,352	9,790	11,751	12,400	
主营业务成本	-16,650	-18,662	-52,413	-86,556	-117,650	-134,313	存货	1,819	2,314	18,479	16,600	16,116	16,559	
%销售收入	86.5%	83.7%	87.3%	82.0%	80.9%	81.2%	其他流动资产	580	772	3,426	2,710	2,544	2,972	
毛利	2,590	3,626	7,654	19,043	27,801	31,083	流动资产	8,692	8,876	39,579	44,224	47,241	49,688	
%销售收入	13.5%	16.3%	12.7%	18.0%	19.1%	18.8%	%总资产	44.1%	45.1%	31.6%	27.6%	28.5%	30.3%	
营业税金及附加	-125	-119	-325	-1,466	-2,187	-2,238	长期投资	82	5	36	36	36	36	
%销售收入	0.7%	0.5%	0.5%	1.4%	1.5%	1.4%	固定资产	10,203	9,582	70,064	98,843	101,829	98,333	
销售费用	-193	-206	-543	-1,056	-2,036	-2,316	%总资产	51.8%	48.7%	55.9%	61.7%	61.4%	59.9%	
%销售收入	1.0%	0.9%	0.9%	1.0%	1.4%	1.4%	无形资产	720	990	4,971	5,509	5,637	5,564	
管理费用	-525	-1,041	-620	-1,056	-2,182	-2,564	非流动资产	11,007	10,808	85,663	115,933	118,557	114,493	
%销售收入	2.7%	4.7%	1.0%	1.0%	1.5%	1.6%	%总资产	55.9%	54.9%	68.4%	72.4%	71.5%	69.7%	
研发费用	0	0	-834	-1,267	-1,745	-1,985	资产总计	19,699	19,684	125,242	160,157	165,798	164,181	
%销售收入	0.0%	0.0%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	短期借款	6,132	7,767	25,561	34,351	31,170	20,768	
息税前利润 (EBIT)	1,747	2,260	5,331	14,198	19,651	21,981	应付款项	5,519	2,731	28,417	33,492	32,930	35,913	
%销售收入	9.1%	10.1%	8.9%	13.4%	13.5%	13.3%	其他流动负债	134	221	238	719	1,029	1,201	
财务费用	-488	-383	-1,478	-3,926	-4,438	-3,840	流动负债	11,785	10,719	54,216	68,562	65,129	57,882	
%销售收入	2.5%	1.7%	2.5%	3.7%	3.1%	2.3%	长期贷款	690	497	40,067	54,567	55,067	49,567	
资产减值损失	3	1	-59	-18	-6	-3	其他长期负债	1,189	1,113	3,052	3,527	3,727	4,027	
公允价值变动收益	0	-9	11	0	0	0	负债	13,664	12,329	97,334	126,656	123,922	111,476	
投资收益	0	6	108	85	0	0	普通股股东权益	5,860	7,155	27,588	33,146	41,471	52,251	
%税前利润	0.0%	0.3%	2.6%	0.8%	0.0%	0.0%	其中：股本	2,826	2,826	5,053	5,053	5,053	5,053	
营业利润	1,262	2,035	4,119	10,339	15,206	18,138	未分配利润	1,875	3,019	2,087	8,274	17,374	28,154	
营业利润率	6.6%	9.1%	6.9%	9.8%	10.5%	11.0%	少数股东权益	175	200	321	355	404	454	
营业外收支	136	2	21	899	1,324	1,430	负债股东权益合计	19,699	19,684	125,243	160,157	165,798	164,181	
税前利润	1,398	2,037	4,140	11,238	16,530	19,569	比率分析		2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
利润率	7.3%	9.1%	6.9%	10.6%	11.4%	11.8%	每股指标							
所得税	-253	-293	-738	-1,686	-2,480	-2,935	每股收益	0.418	0.608	0.658	1.352	1.989	2.356	
所得税率	18.1%	14.4%	17.8%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产	2.074	2.532	5.460	6.560	8.208	10.341	
净利润	1,145	1,745	3,402	9,552	14,051	16,634	每股经营现金净流	0.258	0.055	0.818	4.032	4.699	6.164	
少数股东损益	-34	25	80	34	50	50	每股股利	0.150	0.250	0.350	0.659	0.970	1.149	
归属于母公司的净利润	1,180	1,719	3,323	9,518	14,001	16,584	回报率							
净利率	6.1%	7.7%	5.5%	9.0%	9.6%	10.0%	净资产收益率	20.13%	24.03%	12.04%	28.72%	33.76%	31.74%	
							总资产收益率	5.99%	8.73%	2.65%	5.94%	8.44%	10.10%	
							投入资本收益率	11.13%	12.39%	4.68%	9.86%	13.04%	15.19%	
							增长率							
							主营业务收入增长率	2188.56%	15.84%	169.51%	75.80%	37.74%	13.71%	
							EBIT增长率	N/A	29.36%	135.87%	166.32%	38.41%	11.86%	
							净利润增长率	-585.33%	45.73%	93.25%	186.46%	47.10%	18.45%	
							总资产增长率	579.96%	-0.07%	536.26%	27.88%	3.52%	-0.98%	
							资产管理能力							
							应收账款周转天数	3.5	0.9	1.6	9.0	8.8	8.6	
							存货周转天数	27.1	40.4	72.4	70.0	50.0	45.0	
							应付账款周转天数	10.9	11.9	59.4	80.0	60.0	55.0	
							固定资产周转天数	188.9	154.3	146.2	224.9	237.5	198.7	
							偿债能力							
							净负债/股东权益	70.24%	79.49%	190.84%	220.14%	165.64%	99.68%	
							EBIT利息保障倍数	3.6	5.9	3.6	3.6	4.4	5.7	
							资产负债率	69.37%	62.63%	77.72%	79.08%	74.74%	67.90%	

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	11	12	14	30	38
增持	3	3	6	15	22
中性	0	0	1	4	7
减持	0	0	0	1	1
评分	1.21	1.20	1.38	1.52	1.57

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2019-08-07	买入	10.91	20.49~20.49
2	2019-08-11	买入	12.30	20.49~20.49
3	2019-10-09	买入	14.94	20.49~20.49

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视作出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH