



兴发集团 (600141)

投资评级: 增持

报告日期: 2018-09-20

股价走势:



研究员: 宫模恒  
0551-65161836  
gongmoheng@163.com  
S0010512060001

研究员: 李超齐  
0551-65161591  
S0010518070002

## 构建磷化工一体化发展新格局

### 主要观点:

#### 国内磷化工龙头企业

公司是国内最大的精细磷酸盐生产企业之一。公司以磷矿石为基础, 形成矿石、磷肥、有机硅、农药等综合的化工产品体系, 实现资源高效利用, 发挥产业协同效应, 提升产业竞争力。同时公司也在转型升级, 拟合资建立湖北兴力电子材料有限公司, 主要从事电子级氢氟酸等精细化工产品, 产品从基础化工向精细化工转型, 打开公司未来成长新空间。

#### 磷矿石: 产能削减力度大, 价格上涨

国内磷矿石主要集中于湖北、贵州、四川和云南, 四省产能约有 8800 万吨, 占国内产能比重在 70% 以上, 是国内磷矿石主要供应基地。2018 年四川和湖北两省削减力度最大, 减少产能在 900 万吨以上, 叠加上半年企业装置开工率保持在 30%, 同比降幅较大, 在产能减少的背景下, 低开工率使得产量显著减少, 因下游需求主要在磷肥, 具有刚需特点, 使得供需紧张, 磷矿石价格上涨, 带动磷肥价格上涨。公司具有一体化的产业优势 (上游磷矿石, 下游磷肥), 利好公司业绩。

#### 有机硅: 延续高景气, 价格高位

目前有机硅行业延续了 2017 年以来的高景气, 2018 年国内有机硅产能为 275 万吨, 基本持平, 现阶段行业增产能有限, 增产主要来自于大企业扩产, 基本无新进入者, 叠加供给侧改革和环保等因素, 行业供给格局持续改善, 同时下游需求稳中有增, 在供需关系影响下, 今年以来产品价格均价为 32000 元/吨, 最高达到 34500 元/吨, 但 9 月以来价格有一定回落, 全年均价将在 30000 元/吨的价格对企业仍有较高盈利空间。

#### 草甘膦: 价格看涨

草甘膦价格看涨。随着冬季的来临, 草甘膦主要原材料甘氨酸装置 (国内产能主要在河北和山东) 开工将受到较大影响, 对下游草甘膦企业开工将产生严重影响, 产量或将减少, 在供需关系影响下, 价格上涨可能性较高。公司自有甘氨酸装置, 有效降低了外购原料的不稳定性, 在降低成本的同时, 也保障公司草甘膦装置的正常运转, 利好一体化的龙头企业。

#### 盈利预测

公司是国内磷化工龙头, 具有产能、成本等综合竞争优势, 同时公司向精细化工转型, 前景看好。我们预计 18—20 年 EPS 分别为 0.79、0.90、1.05, 对应当前股价的 PE 分别为 14X、12X、10X, 给予“增持”评级。

盈利预测

单位:百万元

财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	15758	18594	20268	21889
营业收入同比 (%)	8%	18%	9%	8%
归属母公司净利润	321	577	651	761
净利润同比 (%)	215%	80%	13%	17%
毛利率 (%)	16.8%	17.2%	17.4%	17.6%
ROE (%)	8.5%	13.5%	14.7%	15.4%
每股收益	0.44	0.79	0.90	1.05
P/E	25.33	14.08	12.49	10.68
P/B	1.33	1.49	1.41	1.33
EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源: 华安证券研究所

风险提示

产品价格大幅下跌、转型升级不及预期



## 目 录

1 公司概况 .....	5
1.1 内生和外延发展稳步推进 .....	5
1.2 公司产品丰富，产能充足 .....	5
1.2 公司业绩显著改善 .....	6
1.4 股权结构清晰 .....	7
2 磷矿石：产量下滑，价格上涨 .....	8
2.1 受环保约束，产量显著下滑 .....	8
2.2 下游磷肥产量下滑明显，价格看涨 .....	10
3 有机硅：行业延续高景气，价格高位 .....	11
3.1 行业供需格局持续改善 .....	12
3.2 需求稳中有升 .....	14
4 草甘膦：价格上涨预期高 .....	15
附录：财务报表预测 .....	17

## 图表目录

图表 1 2014—2018 公司发展主要事件	5
图表 2 公司主要产品产能及产量	5
图表 3 公司产业链具有一定协同效应	6
图表 4 2013—2018H1 公司营收及增幅	7
图表 5 2013—2018H1 公司净利润	7
图表 6 2013—2018H1 公司综合毛利率	7
图表 7 2012—2017 公司产品营收结构	7
图表 8 公司股权结构	8
图表 9 2018 国内磷矿四省产能情况	8
图表 10 国内产能高于 200 万吨企业情况	9
图表 11 2012—2018Q1 国内磷矿石产量	9
图表 12 2017.1—2018.5 磷化工企业开工率	10
图表 13 2017—2018.8 国内磷矿石价格	10
图表 14 磷矿石下游需求结构	10
图表 15 2014—2018H1 国内磷酸一铵产量及增幅	11
图表 16 2014—2018H1 国内磷酸二铵产量及增幅	11
图表 17 磷酸一铵、二铵价格	11
图表 18 有机硅产业链	12
图表 19 2009—2018 国内有机硅产能及增幅	12
图表 20 2009—2017 国内有机硅产量及增幅	12
图表 21 2018 年国内有机硅供应商情况	13
图表 22 2018 年国内有机硅新增产能情况	13
图表 23 国内有机硅企业开工率情况	14
图表 24 国内二甲基环氧硅烷价格	14
图表 25 有机硅下游应用领域情况	14
图表 26 国内有机硅表观消费量及增速	15
图表 27 2011—2017 国内草甘膦产能、产量及增速	15
图表 28 2018 年国内草甘膦产能情况	16
图表 29 2017—2018.7 国内草甘膦装置开工情况	16
图表 30 2017.1—2018.9 国内草甘膦价格	16

## 1 公司概况

### 1.1 内生和外延发展稳步推进

公司成立于1994年，主要从事磷化工及精细化工，1999年在上交所上市，经过二十年多年的发展，已成为国内最大的精细磷酸盐生产企业之一，主要产品有二甲基环氧硅烷、草甘膦、磷肥等。近年来公司按照一体化战略布局，通过外延并购和内生发展，做大做强主业，同时公司也积极推进产业升级，积极向精细化工转型。

图表 1 2014—2018 公司发展主要事件

时间	事件
2018.9	拟共同出资组建湖北兴力电子材料有限公司，主要从事电子级氢氟酸、氟化铵、无水氟化氢、缓冲氢氟酸蚀刻液等产品。
2018.7	技改将有机硅单体产能扩大至 36 万吨/年，由湖北兴瑞硅材料有限公司实施。
2018.3	公司收购湖北楚星化工股份有限公司持有的星兴蓝天的 49% 股权，加大上游原材料合成氨布局。
2018.2	公司收购内蒙古腾龙生物精细化工有限公司 100% 股权，做大草甘膦。
2017.8	设立湖北兴发环保科技有限公司，对公司污染源进行统一管理。
2016	
2015.12	湖北兴瑞化工有限公司投资新建 2 万吨/年 107 硅橡胶项，布局有机硅
2014.12	湖北泰盛化工有限公司建设 10 万吨/年草甘膦原药扩建项目，一期建设 6 万吨
2014.6	收购瓮安县龙马磷业有限公司 100% 股权，加强上游磷矿石资源
2014.1	湖北兴瑞化工有限公司实施 20 万吨有机硅单体项目，一期工程

资料来源:wind、华安证券研究所

### 1.2 公司产品丰富，产能充足

公司产品以磷矿石为基础，形成矿石、磷肥、有机硅、农药等一系列化工产品。目前公司拥有磷矿石产能 650 万吨，但受长江流域环保趋严等因素影响，预计 2018 年全年公司磷矿石产量在 200 万吨左右。公司有机硅产能完成技改之后，产能达到 20 万吨单体（折算为 DMC 为 10 万吨），草甘膦公司拥有产能 13 万吨，磷肥 60 万吨。

图表 2 公司主要产品产能及产量

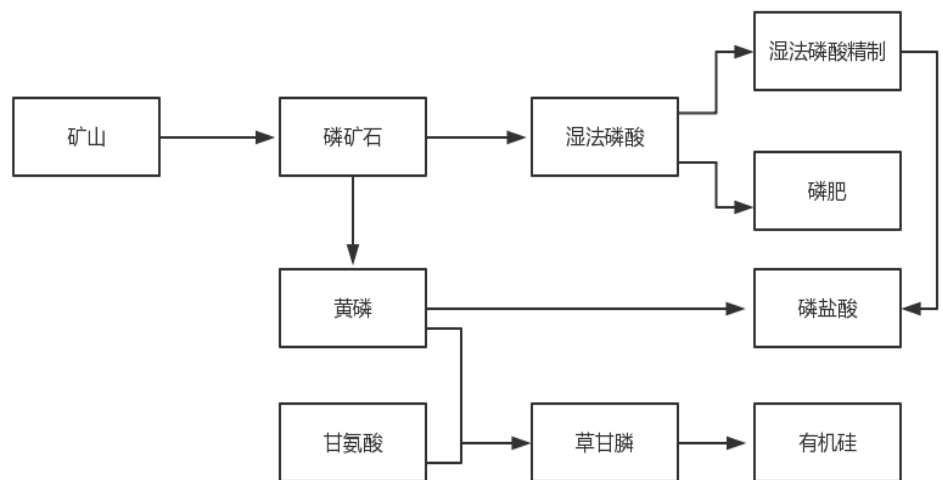
产品	产能 (万吨)	2017 产量 (万吨)	2016 产量 (万吨)
磷矿石	655	607.82	668.69
黄磷		10.48	9.23
精细磷酸盐	18	19.67	18.56
磷酸一铵	60	25.12	19.69

磷酸二胺		44.34	45.7
有机硅 (折 DMC)	10	6.6	7.22
氯碱		30.07	28.05
草甘膦	13	12.29	11.77

资料来源:wind、华安证券研究所

公司以磷矿为基础，形成磷矿石、精细磷盐酸、磷肥、有机硅、草甘膦等产品，体系，实现资源充分利用，降低成本，提高竞争力。同时也延伸了产业链，发挥协同效应。

图表 3 公司产业链具有一定协同效应

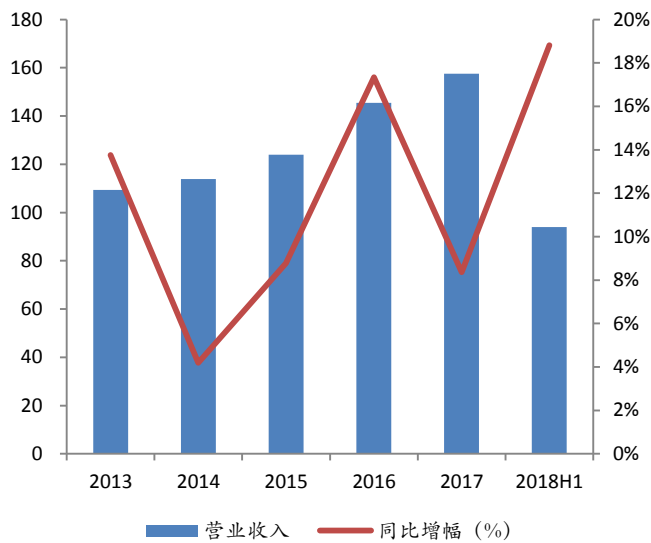


资料来源：公司公告、华安证券研究所

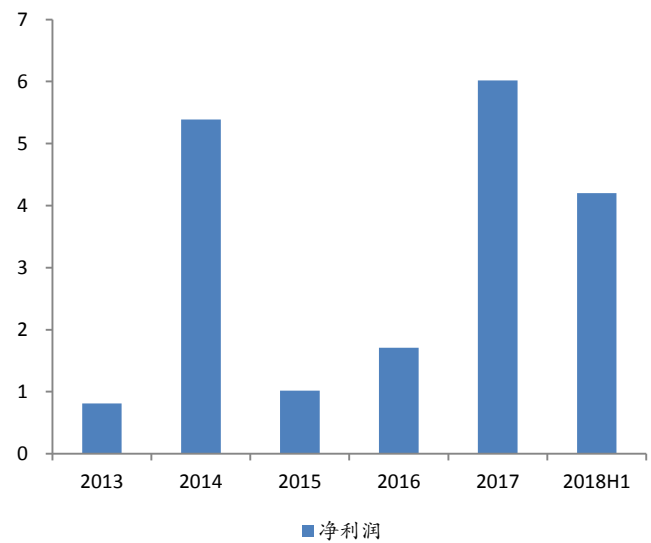
## 1.2 公司业绩显著改善

公司营收规模持续增长。2018H1 公司实现营业收入 93.94 亿元，同比增长 18.81%，主要是由于磷矿石、有机硅、草甘膦等产品价格上涨。2013—2017 公司营收年均复合增长率为 9.56%。

公司净利润波动较大，2015 年相比 2014 年净利润大幅下滑，2016 年公司盈利能力逐步改善，主要受益于国家供给侧改革和环保等方面因素影响，小产能关停，产品价格上涨。2018 年公司盈利能力延续了 2016 年持续改善的趋势，上半年实现净利润 4.20 亿元，但公司近期计提了资产减值，会对全年净利润产生一定影响。

**图表 4 2013—2018H1 公司营收及增幅**


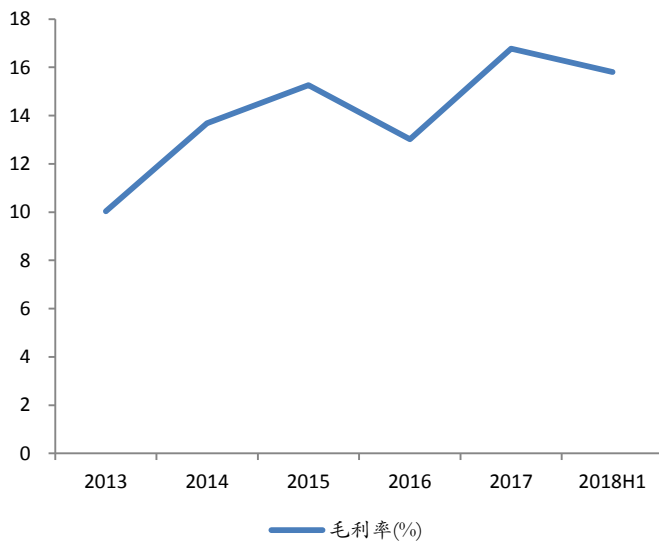
资料来源:wind、华安证券研究所

**图表 5 2013—2018H1 公司净利润**


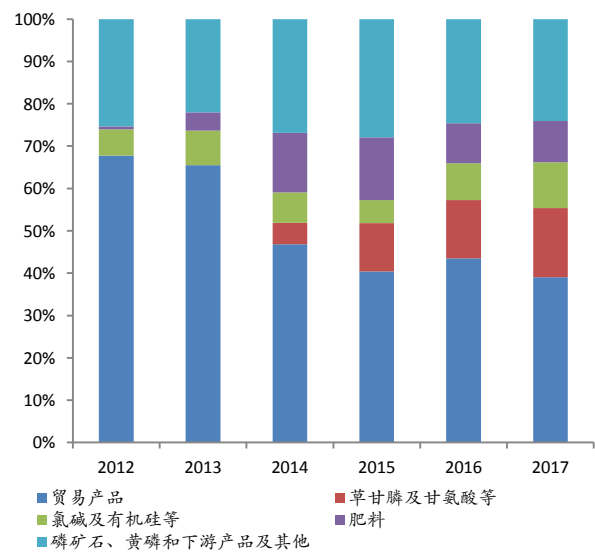
资料来源:wind、华安证券研究所

公司产品综合毛利率持续提升。2018H1 公司产品综合毛利率为 15.80%，同比增加 0.93 个百分点，主要是由于产品价格上涨，公司盈利能力改善。未来随着公司向精细化工转型，产品附加值增加，综合毛利率还有上升的空间。

公司营收结构持续优化。2012 年公司主要产品为贸易产品 (62.57%)、磷矿石、黄磷以及下游产品 (23.44%)，这两大类产品占比达到 86.01%，从 2013 年起，公司产品不断丰富，逐渐拥有了肥料、草甘膦及甘氨酸等产品，公司产品营收结构发生较大变化，2018H1 公司营收结构中贸易产品占比大幅下降，草甘膦及甘氨酸、氯碱和有机硅产品营收占比逐步增加。

**图表 6 2013—2018H1 公司综合毛利率**


资料来源:wind、华安证券研究所

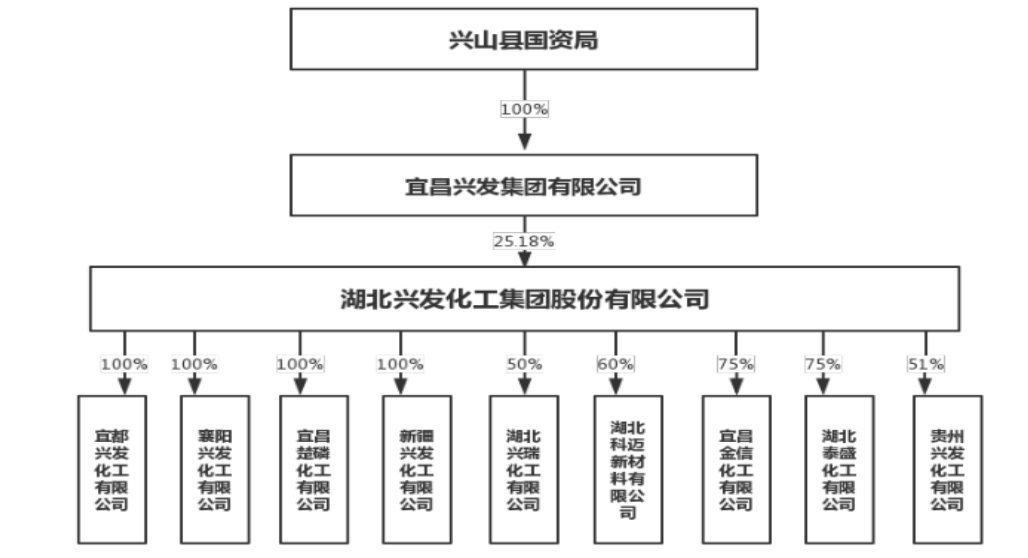
**图表 7 2012—2017 公司产品营收结构**


资料来源:wind、华安证券研究所

## 1.4 股权结构清晰

宜昌兴发集团（直接控制人为兴山县国资局）是公司第一大股东，拥有兴发集团 25.18% 的股权。目前公司子公司多，其中纳入合并报表的全资子公司有 31 家、控股子公司 8 家。公司在资源丰富的地区积极布局，已在广西、四川、新疆、贵州等省外建立基地，同时也利用海外市场，设立欧洲和美国子公司。

图 8 公司股权结构



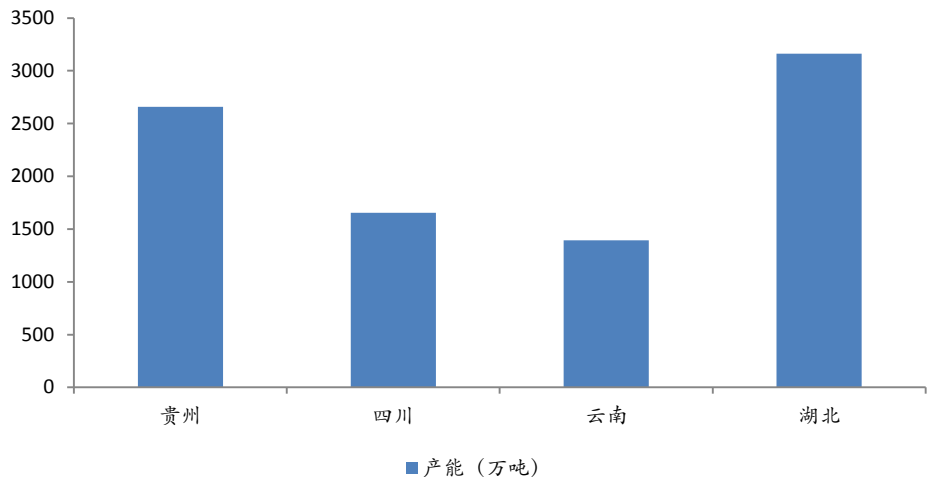
资料来源：华安证券研究所

## 2 磷矿石：产量下滑，价格上涨

### 2.1 受环保约束，产量显著下滑

国内磷矿石产能主要集中于湖北、贵州、四川和云南，四省产能约有 8800 万吨，占国内产能比重在 70% 以上，是国内磷矿石主要供应基地。但目前长江流域实施共抓大保护，不搞大开发的战略政策指引下，矿产资源开采受到一定限制，供给将减少。

图 9 2018 国内磷矿四省产能情况





资料来源：公司公告、华安证券研究所

小产能多，大产能少。磷矿石开采行业进入门槛低，使得行业内有众多的小企业，易造成环境破坏和资源浪费。

目前四川（2家）、云南（1家）、贵州（3家）、湖北（3家）四省磷矿石产能在200万吨以上的企业共有9家，未来大企业在资源、产能、成本上的优势将更加显著。

随着供给侧改革和环保等因素，关停、淘汰小产能已是趋势，市场集中度将进一步提升，利于磷矿石资源有序开发。

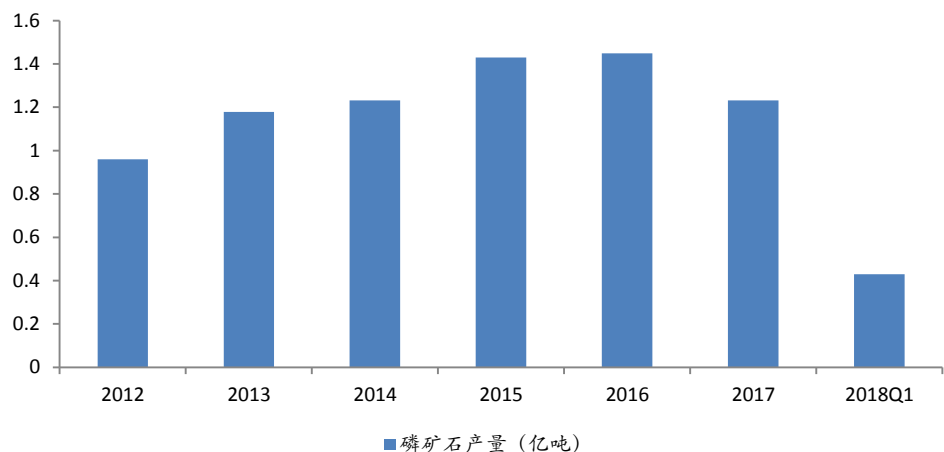
图表 10 国内产能高于 200 万吨企业情况

地区	企业	产能(万吨)
贵州	贵州省福泉磷矿有限公司	300
贵州	贵州开磷化肥有限责任公司	900
贵州	贵州瓮福集团	750
湖北	湖北柳树沟矿业股份有限公司	260
湖北	宜化	292
湖北	湖北兴发化工集团股份有限公司	560
四川	四川会东金川磷化工有限责任公司	200
四川	雷波凯瑞磷化工有限公司	200
云南	云南晋宁黄磷厂/云南磷化集团有限公司	1200

资料来源:百川资讯、华安证券研究所

2017 年国内磷矿石产量为 1.2 亿吨，同比下降 15%，其中湖北和四川两省产能削减力度最大。依据百川数据，绵竹和什邡地区主要企业磷矿产能 300 万吨左右，加上九顶山地区封闭的小矿井及其他市县的减产量，预计减产 400-500 万吨左右。湖北磷矿资源主要集中在宜昌，其产能占湖北产能比重达到 50%，目前宜昌对磷矿企业有明确安排，预计 2018 年或将减产 500 万吨。云南由于特殊的地理条件，磷矿石基本以自用为主。目前云南未出台较为明确的限产政策，但由于滇池流域环境治理，云天化子公司云南磷化的尖山矿区将受到影响。贵州目前未对磷矿石开采有明确限制，但对磷矿下游企业采取“以渣定产”措施，下游磷铵产业对废渣的消化能力将对磷矿石需求产生一定限制。

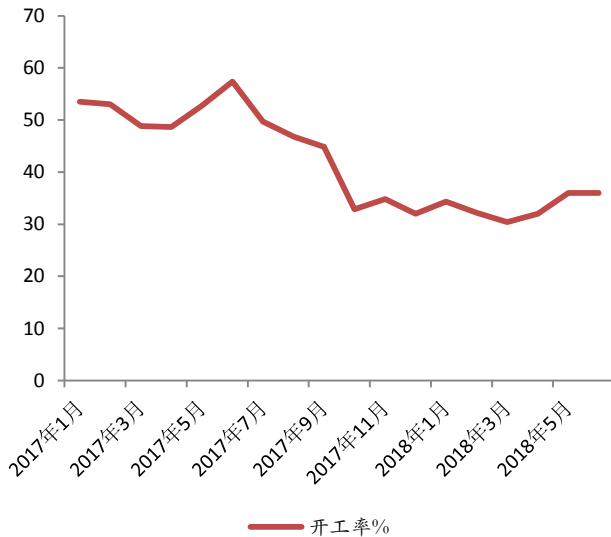
图表 11 2012—2018Q1 国内磷矿石产量



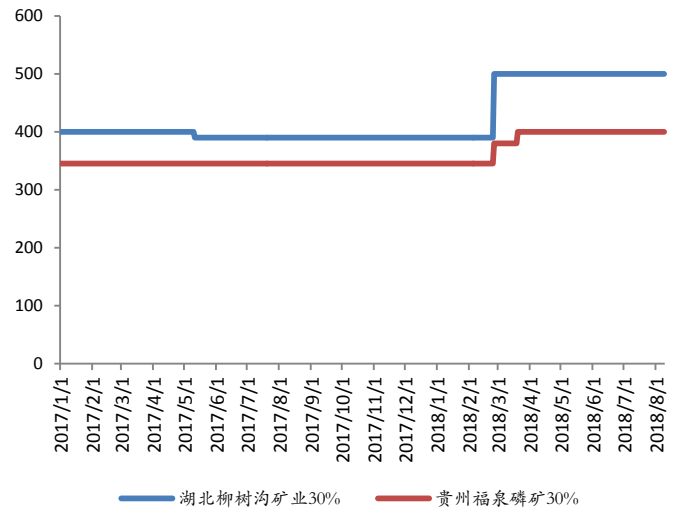
资料来源：华安证券研究所

2018.1—6 企业装置开工率保持在 30% 以上，最高达到 36%（6 月），开工水平和 2017 年相比，降幅较大，在产能也减少的背景下，产量减少，供需更为紧张，使得磷矿石价格上涨明显，磷矿石（湖北）8 月均价为 500 元/吨，较 1 月均价上涨 28.2%；磷矿石（贵州）8 月均价为 400 元/吨，较 1 月均价上涨 15.94%。

图表 12 2017.1—2018.5 磷化工企业开工率



图表 13 2017—2018.8 国内磷矿石价格



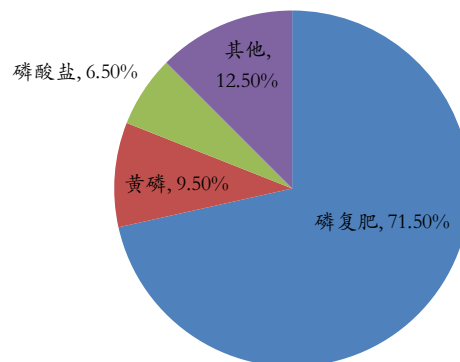
资料来源：华安证券研究所

资料来源：华安证券研究所

## 2.2 下游磷肥产量下滑明显，价格看涨

磷矿石主要应用于磷复肥、磷酸盐等方面，其中磷复肥应用占比达到 70% 以上，是下游应用最为重要的领域，其需求量变动对磷矿石影响最大。

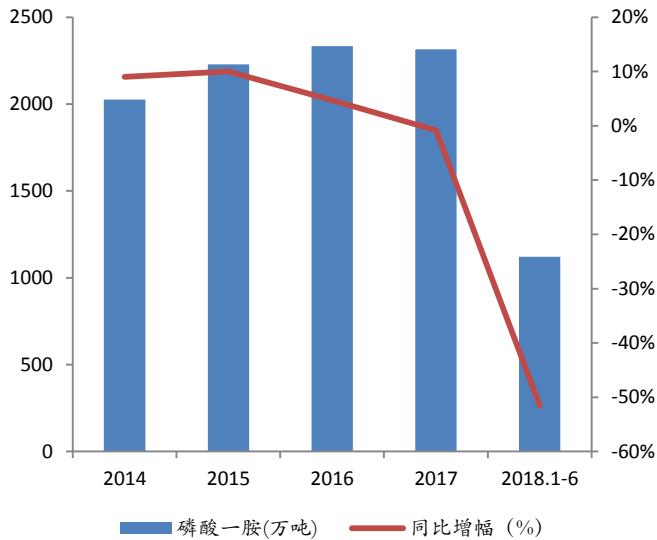
图表 14 磷矿石下游需求结构



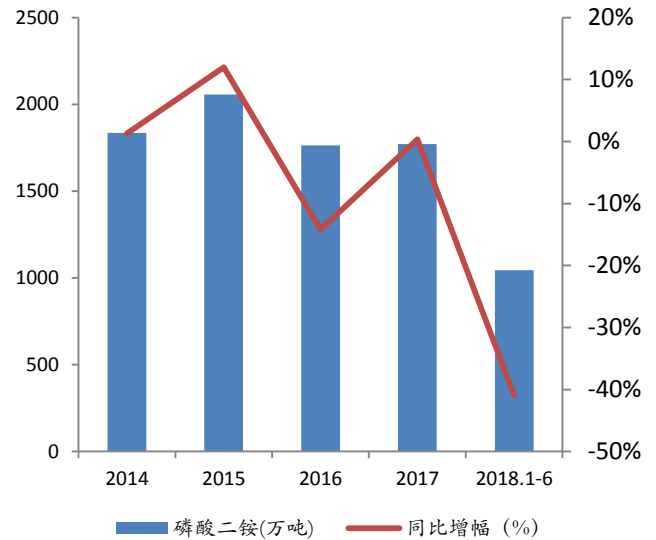
资料来源：华安证券研究所

2018年上半年国内磷酸一铵、二铵产量分别为1121万吨、1045万吨，同比降幅分别为51.58%、40.96%，产量降幅大，主要是由于上游磷矿石的产量大幅下滑。因近年来，磷肥的需求基本稳定，受供需关系影响，磷酸一铵、二铵的价格也有一定涨幅。2018.1-8磷酸一铵（湖北）、磷酸二铵（宜化）均价分别为2246元/吨、2678元/吨，同比涨幅分别为25.71%、13.56%。

图表 15 2014—2018H1 国内磷酸一铵产量及增幅



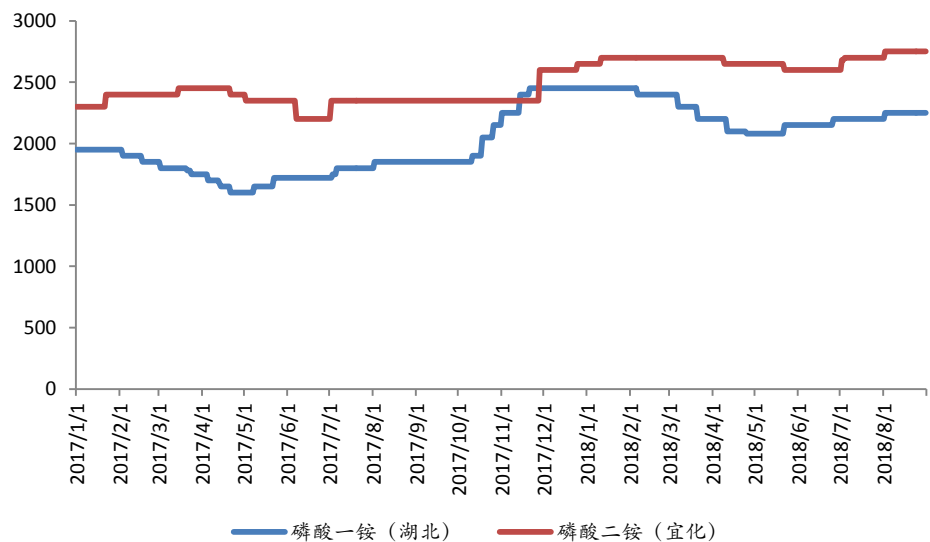
图表 16 2014—2018H1 国内磷酸二铵产量及增幅



资料来源:百川资讯、华安证券研究所

资料来源:百川资讯、华安证券研究所

图表 17 磷酸一铵、二铵价格



资料来源:百川资讯、华安证券研究所

### 3 有机硅：行业延续高景气，价格高位

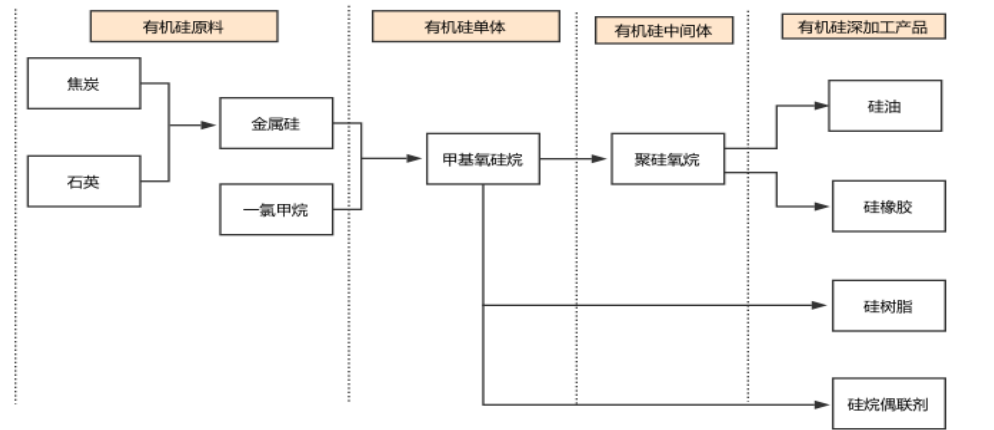
有机硅是指含有 Si-O（硅-氧）键，且至少有一个有机基是直接和硅原子相连

的化合物。其中以硅氧键为骨架组成的聚硅氧烷是有机硅化合物中为数最多、应用最广的一类，约占总用量的90%以上。

因有机硅具有优良的耐温特性、耐候性、电器绝缘性能、生理惰性、低表面张力和低表面能等，广泛应用于建筑、电子、电力等领域。

有机硅上游原料主要包括石英、焦炭等，中游产品甲基氧硅烷是重要的有机硅单体，下游产品有硅油、硅橡胶、硅树脂、硅烷偶联剂。

图表 18 有机硅产业链

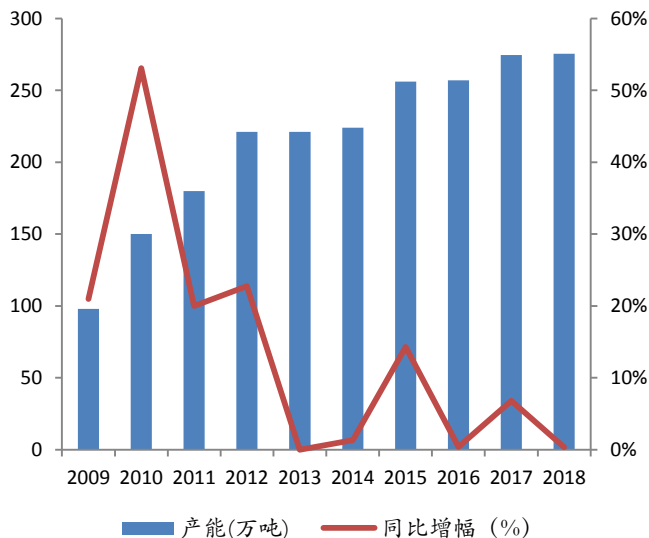


资料来源：华安证券研究所

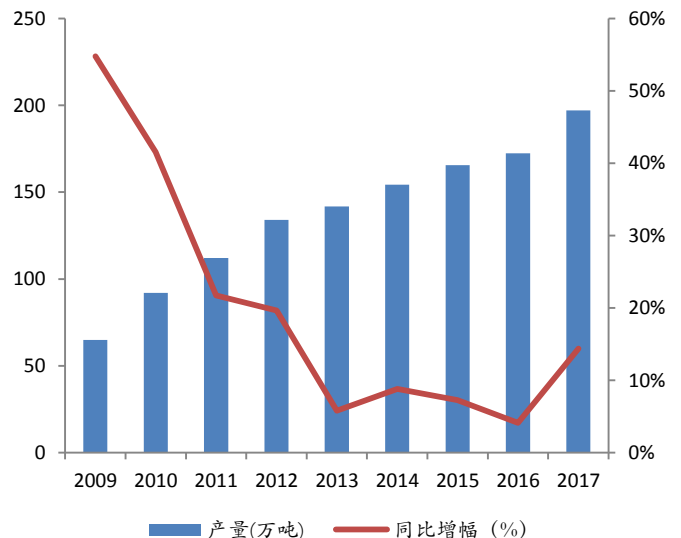
### 3.1 行业供需格局持续改善

有机硅行业供给格局持续改善。2018 年国内有机硅产能（有效产能，去除长期停车的产能）为 275.5 万吨，和 2017 年相比，基本保持稳定。2009—2012 产能保持 20%以上的高增速，产能出现结构性过剩，2013 年之后产能扩张增速大幅降低。2016—2018 年国内有机硅产能基本保持稳定，产能无大规模扩张。依据目前的环保等方面因素判断，未来国内有机硅产能将保持稳定，大规模增产的可能性较低，行业处于提质增效阶段，行业集中度将进一步提升。

图表 19 2009—2018 国内有机硅产能及增幅



图表 20 2009—2017 国内有机硅产量及增幅



国内产能集中。2018 年国内有机硅产能为 275.5 万吨,产能主要集中于江苏(40 万吨)、江西(45 万吨)、浙江(62 万吨)、山东(46.5 万吨),四省产能高达 193.5 万吨,四省产能占比 70.24%。山西三佳和江苏弘博装置已停车很长时间,已退出行业。

**图表 21 2018 年国内有机硅供应商情况**

企业名称	产能 (万吨)	企业名称	产能 (万吨)
张家港工厂	40	唐山三友	20
江西星火	45	浙江中天	10
新安化工	34	湖北兴发	20
内蒙古业成	24	鲁西化工	6.5
山东东岳	25	四川硅峰	18
浙江合盛	18		
山东金岭	15		
<b>总计</b>	<b>275.5 (有效产能)</b>		

资料来源:百川资讯、华安证券研究所

新增产能有限:2018 年国内有机硅新增产能 15 万吨,但星火和中天的扩产计划何时完成,存在一定不确定性。未来产能供给主要关注原供应商开工率情况。

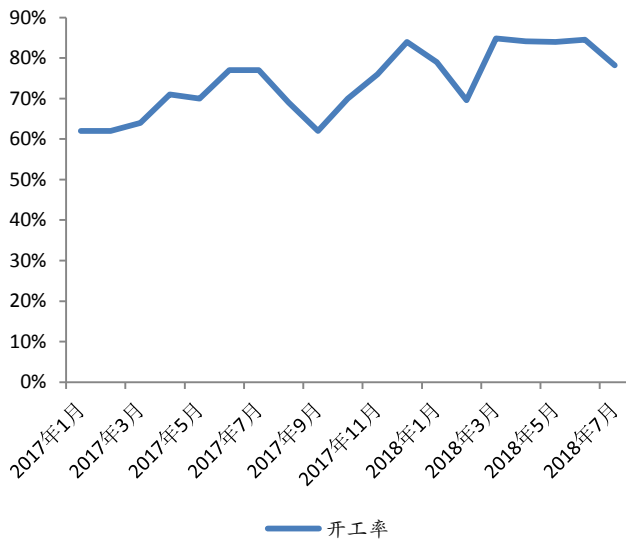
**图表 22 2018 年国内有机硅新增产能情况**

企业名称	2018 新增产能 (万吨)	备注
江西星火	10	计划新增,2018 年可能实施
浙江中天	5	原定于 2017 年 11 月份将 10 万吨装置扩产至 15 万吨,但搁浅,预计 2018 年有计划实施

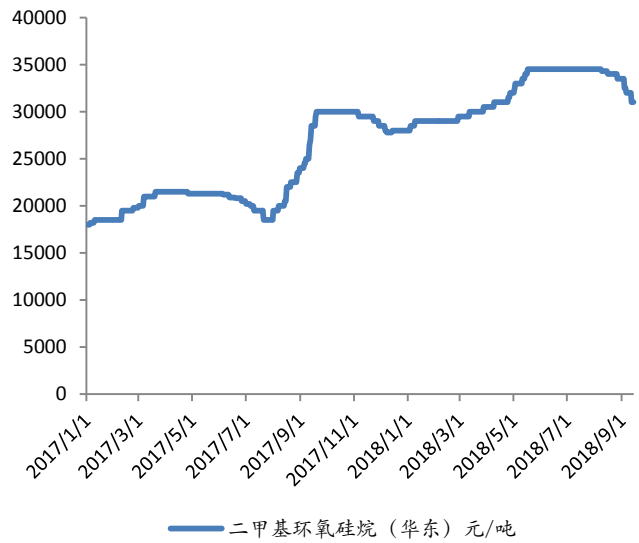
资料来源:百川资讯、华安证券研究所

2018.1—7 国内有机硅行业平均开工率为 81%,同比增加 12 个百分点,处于较高水平,今年以来下游需求稳中有增,在产能无大规模扩产的情况下,只能通过提升开工率,来增加产量,但供需整体处于紧平衡的状态下,产品价格持续上涨,最高达到 34500 元/吨,但 9 月以来,价格有有一定回落,但 30000 元/吨的价格对企业仍有较高盈利空间。

图表 23 国内有机硅企业开工率情况



图表 24 国内二甲基环氧硅烷价格



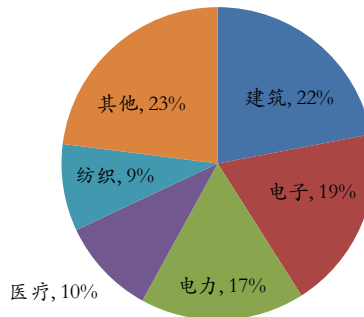
资料来源：百川资讯、华安证券研究所

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

### 3.2 需求稳中有升

有机硅下游主要用于建筑、电子和电力行业，三者占比达到 58%，随着其性能的提升，应用领域有望扩展。

图表 25 有机硅下游应用领域情况

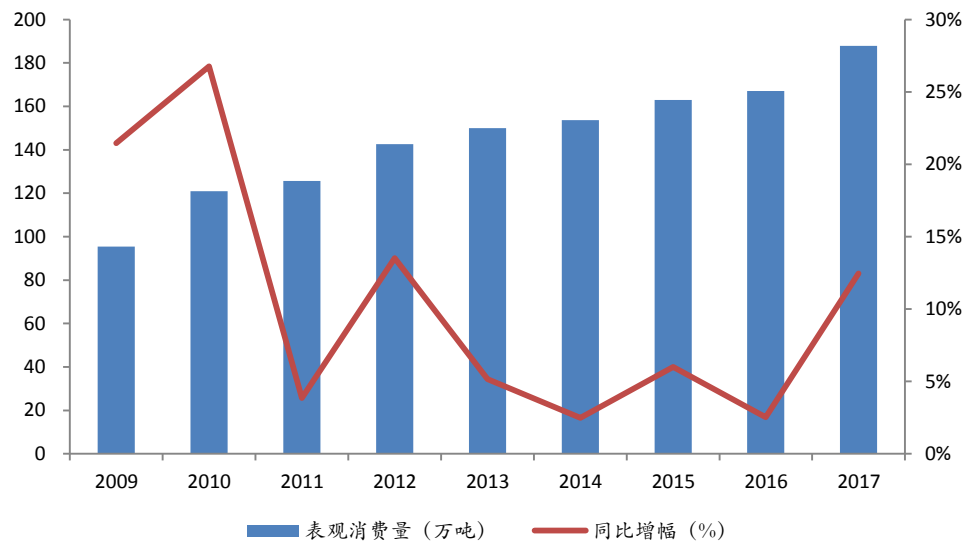


资料来源：百川资讯、华安证券研究所

国内消费总量持续增长。2017 年国内消费量为 187 万吨，同比增长 12.46%。2009—2017 年国内有机硅消费总量增加，但增幅波动较大，2010 年之后增幅就开始下滑，2016 年受国内房地产市场回暖，需求增加，增速出现上升势头。

国内有机硅产品主要以中低端为主，高端的产品依赖国外产品。随着国内有机硅向高端领域发展，进口替代效应将更加凸显。

图表 26 国内有机硅表观消费量及增速



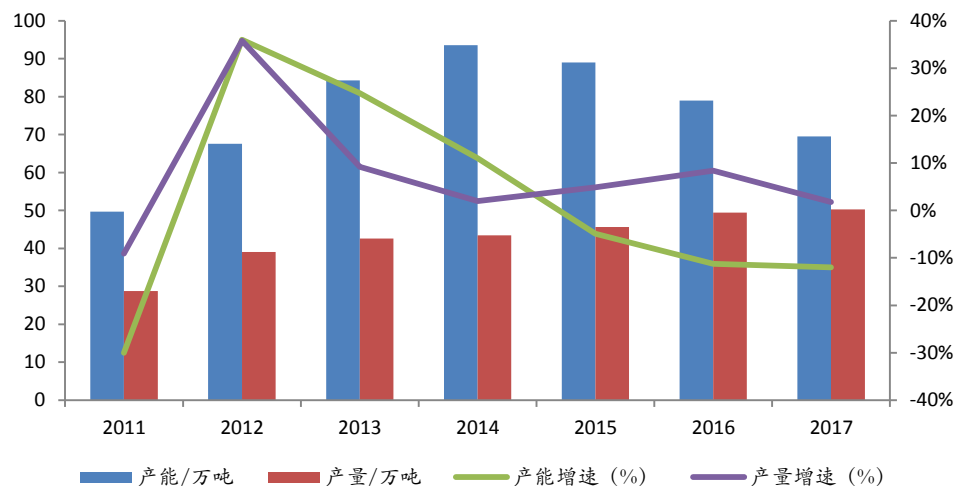
资料来源：百川资讯、华安证券研究所

## 4 草甘膦：价格上涨预期高

产能收缩，供给改善。2018 年国内草甘膦产能为 69.3 万吨，和 2017 年相比，基本稳定。受环保等因素综合影响，小产能出清，行业供给格局改善。

草甘膦产量增长，增速下滑。2017 年达到 50 万吨，同比增幅为 1.74%。在产能减少的背景下，只能通过提升开工率来增加产量。

图表 27 2011—2017 国内草甘膦产能、产量及增速



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

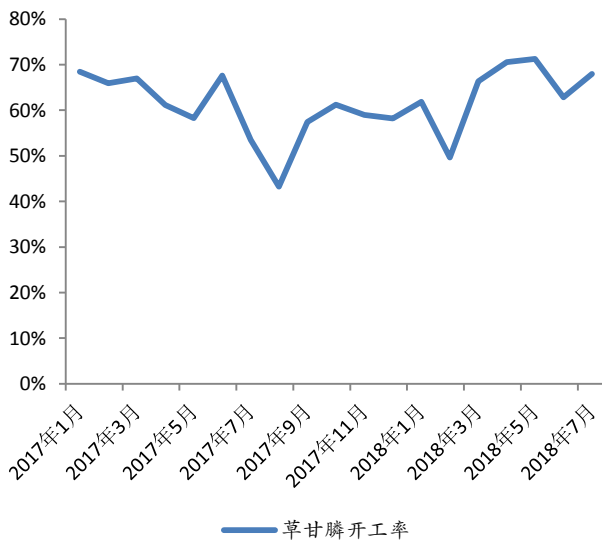
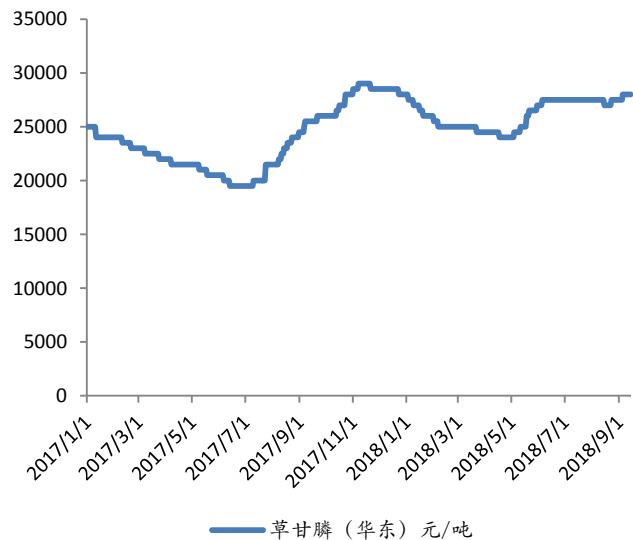
国内产能较为集中。产能主要集中在江苏 (23 万吨)、四川 (17 万吨)、湖北 (13 万吨)、浙江 (10.5 万吨)。国内产能按生产工艺，甘氨酸法产能为 47.5 万吨，占比 68.35%；IDA 法产能为 22 万吨，占比 31.65%。

**图表 28 2018 年国内草甘膦产能情况**

省份	企业名称	生产工艺	产能 (万吨)	备注
安徽	广信化工	甘氨酸	3	
河南	许昌东方	甘氨酸	3	
湖北	泰盛化工	甘氨酸	13	
江苏	江苏腾龙	甘氨酸	5	
	好收成韦恩	IDA	7	
	南通江山	IDA	4	
		甘氨酸	3	
	扬农集团	IDA	4	
浙江	金帆达	甘氨酸	2.5	
	新安化工	甘氨酸	8	
四川	福华化工	甘氨酸	12	
	和邦农药	IDA	5	
		<b>总计</b>	69.5 万吨	

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

国内草甘膦装置开工率是影响产量的主要因素。2018.1—7 国内装置平均开工率为 64.36%，同比增加 1.24 个百分点，但冬季来临，企业装置开工率面临下降压力。2018 年以来国内草甘膦价格在 26000 元/吨上下波动，近期价格有上涨趋势，9 月均价为 27857 元/吨，我们判断草甘膦价格上涨可能性高。主要原因：随着冬季的来临，草甘膦主要原材料甘氨酸（国内产能主要在河北和山东）装置开工将受到较大影响，对下游草甘膦企业开工将产生严重影响，产量将减少，在供需关系影响下，价格或将上涨。

**图表 29 2017—2018.7 国内草甘膦装置开工情况**

**图表 30 2017.1—2018.9 国内草甘膦价格**


资料来源：百川资讯、华安证券研究所

资料来源：百川资讯、华安证券研究所



**附录：财务报表预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	4,239	8,327	10,261	12,423	<b>营业收入</b>	15,758	18,594	20,268	21,889
现金	966	4,151	5,901	7,684	营业成本	13,114	15,396	16,741	18,037
应收账款	660	919	936	1,003	营业税金及附加	159	231	252	261
其他应收款	47	119	74	95	销售费用	588	643	693	758
预付账款	243	268	335	446	管理费用	468	880	918	970
存货	1,457	1,565	1,631	1,865	财务费用	619	445	407	379
其他流动资产	867	1,304	1,384	1,331	资产减值损失	54	4	2	3
<b>非流动资产</b>	17,505	15,674	14,922	14,072	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	856	731	807	798	投资净收益	66	87	77	82
固定资产	12,235	11,460	10,685	9,910	<b>营业利润</b>	842	1,083	1,330	1,564
无形资产	1,547	1,443	1,347	1,257	营业外收入	19	42	31	36
其他非流动资产	2,867	2,040	2,081	2,106	营业外支出	93	44	53	63
<b>资产总计</b>	21,743	24,001	25,183	26,495	<b>利润总额</b>	769	1,081	1,307	1,537
<b>流动负债</b>	10,252	11,386	11,779	11,949	所得税	167	162	196	231
短期借款	5,816	5,802	5,775	5,741	<b>净利润</b>	602	919	1,111	1,306
应付账款	1,835	2,279	2,342	2,573	少数股东损益	281	342	460	545
其他流动负债	2,601	3,305	3,662	3,636	<b>归属母公司净利润</b>	321	577	651	761
<b>非流动负债</b>	4,375	5,811	5,834	6,077	EBITDA	2,246	2,407	2,608	2,808
长期借款	3,219	3,219	3,219	3,219	EPS (元)	0.44	0.79	0.90	1.05
其他非流动负	1,156	2,592	2,615	2,858					
<b>负债合计</b>	14,627	17,198	17,614	18,026					
少数股东权益	1,018	1,360	1,820	2,366					
股本	501	727	727	727					
资本公积	2,872	2,840	2,840	2,840					
留存收益	1,727	1,876	2,182	2,537					
归属母公司股东权	6,098	5,443	5,749	6,104					
<b>负债和股东权益</b>	21,743	24,001	25,183	26,495					

主要财务比率				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>				
营业收入	8.37%	18.00%	9.00%	8.00%
营业利润	267.81%	28.61%	22.75%	17.61%
归属于母公司净利润	214.65%	79.88%	12.76%	16.86%
<b>获利能力</b>				
毛利率(%)	16.78%	17.20%	17.40%	17.60%
净利率(%)	2.04%	3.11%	3.21%	3.48%
ROE(%)	8.46%	13.51%	14.68%	15.42%
ROIC(%)	7.97%	7.90%	10.19%	12.40%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	67.27%	71.65%	69.94%	68.03%
净负债比率(%)	54.07%	-4.67%	-10.72%	-23.95%
流动比率	0.41	0.73	0.87	1.04
速动比率	0.27	0.59	0.73	0.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.73	0.81	0.82	0.85
应收账款周转率	24.66	26.30	24.38	24.72
应付账款周转率	9.00	9.04	8.77	8.91
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.79	0.90	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	2.62	3.51	3.65	3.95
每股净资产(最新摊薄)	8.39	7.49	7.91	8.39
<b>估值比率</b>				
P/E	25.3	14.1	12.5	10.7
P/B	1.3	1.5	1.4	1.3

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	1,903	2,553	2,654	2,872
净利润	602	577	651	761
折旧摊销	819	878	871	865
财务费用	546	445	407	379
投资损失	(66)	(87)	(77)	(82)
营运资金变动	(1,580)	393	339	400
其他经营现金	1,582	346	462	548
<b>投资活动现金流</b>	(922)	244	(0)	91
资本支出	0	0	0	0
长期投资	(20)	125	(77)	9
其他投资现金	(902)	119	77	82
<b>筹资活动现金流</b>	(878)	636	(902)	(1,180)
短期借款	2,527	(14)	(26)	(34)
长期借款	636	0	0	0
普通股增加	(12)	226	0	0
资本公积增加	16	(32)	0	0
其他筹资现金	(4,044)	456	(876)	(1,146)

资料来源：华安证券研究所

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因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，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。