

恒力石化（600346）

证券研究报告

2022年07月10日

依托“大化工”，新材料打开二次成长曲线

公司依托 2000 万吨/年炼化一体化项目、500 万吨/年现代煤化工装置，为下游的化工新材料业务打下了坚实的原材料基础和产业配套条件，进入 2022 年，公司公布了 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目、160 万吨精细化工项目，在化工新材料领域重点发力。

160 万吨/年高性能树脂及新材料

项目计划投资额约 200 亿，包含 14 套化工装置，主要产品为电子级 DMC(含 EC、EMC 和 DEC)、ABS、PC、GPPS、HIPS 等，相对于传统化学品附加值更高，同时由于新能源产业的发展及消费的转型升级，需求成长空间广大。

根据中石化洛阳工程有限公司可研报告，项目达产后预计实现年收入约 254 亿，年均净利润约 69 亿，该项目也是公司实现从原料供给到工艺技术，再到消费市场的有效链接。

160 万吨/年精细化工项目

本项目位于树脂项目用地范围内，环保工程和公用工程均依托树脂项目，计划总投资 156 亿，共 12 套主装置，其中 K-COT 装置最大化利用园区炼化项目的石脑油、C5 馏分及抽余油作为原料，通过催化裂解生产高价值的丙烯与富含乙烯的碳二干气，实现炼化一体化，可实现增产丙烯 96 万吨和富乙烯干气 80 万吨；主要产品包括聚碳酸酯、双酚 A、乙醇胺、苯乙烯、ABS、PS、聚醚多元醇等。

PBS/PBAT 投产在即，产业链一体化提高其竞争力

项目以对苯二甲酸/己二酸、1,4 丁二醇为原料采用聚合法生产 PBS/PBAT 可降解新材料产能 45 万吨，本项目建成将有效扩大公司可降解新材料板块的产能和规模，提高可降解塑料市场占有率，项目达产后，可研利润预计 20 亿左右。

公司致力于打造可降解塑料产业链一体化，上游配套 30 万吨己二酸、60 万吨 BDO 装置仍在建设中。目前在可降解塑料产业链利润分配中，BDO 仍占据主导地位，随着后续产业链配套完成，公司在可降解塑料领域将具备较强的竞争力。

盈利预测与评级：基于公司新材料项目投产带来的业绩增量，且预期石化板块景气度回升，公司盈利有望稳步提升，预计 2022/2023/2024 年净利润 168/214/253 亿（原为 2022 年 198 亿/2023 年 231 亿，受高油价影响下调），当前股价对应 PE 分别为 8.9/7.0/5.9，维持买入评级。

风险提示：上游原材料价格上涨的风险；下游需求恢复不及预期的风险；工程建设进度不及预期的风险

投资评级

行业 石油石化/炼化及贸易

6 个月评级 买入（维持评级）

当前价格 21.26 元

目标价格 元

基本数据

A 股总股本(百万股) 7,039.10

流通 A 股股本(百万股) 7,039.10

A 股总市值(百万元) 149,651.26

流通 A 股市值(百万元) 149,651.26

每股净资产(元) 8.46

资产负债率(%) 73.63

一年内最高/最低(元) 33.42/18.47

作者

张樨樨 分析师

SAC 执业证书编号：S1110517120003

zhangxixi@tfzq.com

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《恒力石化-半年报点评:2021H1 点评:炼化盈利良好，关注新材料发展》 2021-08-16
- 2 《恒力石化-年报点评报告:2020 年报点评:炼化项目达产，利润和现金流强劲》 2021-04-14
- 3 《恒力石化-季报点评:Q3 季报:业绩持续增长，来自低价原油和乙烯投产》 2020-10-29

| 财务数据和估值 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 152,373.40 | 197,996.55 | 247,495.69 | 284,620.04 | 327,313.05 |
| 增长率(%) | 51.19 | 29.94 | 25.00 | 15.00 | 15.00 |
| EBITDA(百万元) | 30,967.02 | 33,559.57 | 35,644.74 | 40,680.05 | 45,190.95 |
| 净利润(百万元) | 13,461.79 | 15,531.08 | 16,833.67 | 21,395.83 | 25,288.86 |
| 增长率(%) | 34.28 | 15.37 | 8.39 | 27.10 | 18.20 |
| EPS(元/股) | 1.91 | 2.21 | 2.39 | 3.04 | 3.59 |
| 市盈率(P/E) | 11.12 | 9.64 | 8.89 | 6.99 | 5.92 |
| 市净率(P/B) | 3.19 | 2.61 | 2.20 | 1.86 | 1.57 |
| 市销率(P/S) | 0.98 | 0.76 | 0.60 | 0.53 | 0.46 |
| EV/EBITDA | 9.13 | 7.48 | 6.42 | 4.72 | 4.34 |

资料来源：wind，天风证券研究所

内容目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 1. 依托“大化工”平台，两大新材料项目稳步推进..... | 3 |
| 1.1. 160万吨/年高性能树脂及新材料..... | 3 |
| 1.2. 160万吨/年精细化工项目..... | 4 |
| 2. 康辉拟拆分上市，布局隔膜及可降解塑料等高端差异化聚酯..... | 4 |
| 3. 盈利预测..... | 6 |
| 4. 风险提示..... | 7 |

图表目录

| | |
|-------------------------------------|---|
| 图 1：PBAT 产业链利润：元/吨..... | 5 |
| 表 1：160 万吨/年高性能树脂及新材料项目产品：万吨/年..... | 3 |
| 表 2：160 万吨/年精细化工项目装置：万吨/年..... | 4 |
| 表 3：康辉项目装置汇总：万吨/年..... | 5 |
| 表 4：恒力石化盈利预测：万元..... | 6 |

1. 依托“大化工”平台，两大新材料项目稳步推进

公司依托 2000 万吨/年炼化一体化项目、500 万吨/年现代煤化工装置，构筑形成了“世界级化工型炼厂+现代煤化工装置”的“大化工”战略支撑平台，成功打通了上游的“卡脖子”业务环节与原料供给瓶颈，也为公司下一步发展下游的化工新材料业务打下了坚实的原材料基础和产业配套条件。

公司下游新材料业务板块此前主要分布在差异化聚酯纤维产品、功能性薄膜产品、工程塑料产品和 PBS/PBAT 可降解塑料等，侧重聚酯相关领域；进入 2022 年，公司公布了 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目、160 万吨精细化工项目，在化工新材料领域重点发力。

1.1. 160 万吨/年高性能树脂及新材料

2022 年 1 月 26 日，公司通过了《关于投资建设 160 万吨/年高性能树脂及新材料项目的议案》，该项目以公司现有炼化一体化、煤化工为依托，利用其上游化工原料及公用工程，依靠大化工平台实现规模化、低成本制造，增强全产业链、一体化的发展优势；同时也是公司实现从原料供给到工艺技术，再到消费市场的有效链接。

项目计划投资额约 200 亿，主要包含 26 万吨/年聚碳酸酯、30 万吨/年 ABS 装置、45 万吨/年环氧乙烷装置、40 万吨/年二氧化碳回收、20 万吨/年乙醇胺等 14 套化工装置，主要产品为电子级 DMC(含 EC、EMC 和 DEC)、ABS、PC、GPPS、HIPS 等，相对于传统化学品附加值更高，同时由于新能源产业的发展及消费的转型升级，需求成长空间广大。

主要产品：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，ABS 30 万吨/年，GPPS 7.5 万吨/年，HIPS 7.5 万吨/年，乙醇胺 16.05 万吨/年，PDO 7.2 万吨/年，PTMEG 6 万吨/年等。

根据中石化洛阳工程有限公司可研报告，项目达产后预计实现年收入约 254 亿，年均净利润约 69 亿。

表 1：160 万吨/年高性能树脂及新材料项目产品：万吨/年

| 产品 | 产能 |
|-------|-------|
| 双酚 A | 23.18 |
| 异丙醇 | 13.12 |
| 环氧乙烷 | 13 |
| 聚碳酸酯 | 26 |
| DMC | 20 |
| ABS | 30 |
| GPPS | 7.5 |
| HIPS | 7.5 |
| 乙醇胺 | 16.05 |
| PDO | 7.2 |
| PTMEG | 6 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 160 万吨/年精细化工项目

2022 年 6 月 13 日，大连市生态环境局进行了恒力石化（大连）新材料科技有限公司 160 万吨/年精细化工项目环评公示，本项目同样充分利用恒力石化 2000 万吨炼化一体化项目的现有资源，生产高端化工产品、延补产业链。本项目位于树脂项目用地范围内，环保工程和公用工程均依托树脂项目。

项目计划总投资 156 亿，共 12 套主装置，其中包括 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 装置和 10 万吨/年甲胺/DMF 装置。

其中 K-COT 装置最大化利用园区炼化项目来的石脑油、C5 馏分及抽余油作为原料，通过催化裂解生产高价值的丙烯与富含乙烯的碳二干气，实现炼化一体化，可实现增产丙烯 96 万吨和富乙烯干气 80 万吨；其中丙烯主要去丙烯腈、PO/SM、丙烯酸及酯装置，其余外销；富乙烯干气主要去乙苯装置。

主要产品包括聚碳酸酯、双酚 A、乙醇胺、苯乙烯、ABS、PS、聚醚多元醇等共计 40 余种化工产品。

表 2：160 万吨/年精细化工项目装置：万吨/年

| 装置 | 产能 |
|-----------------|-------|
| K-COT (催化裂解制烯烃) | 300 |
| 乙苯 | 66 |
| PO/SM | 27/60 |
| 丙烯酸及酯 | 20/19 |
| ABS 与上一套不重合 | 30 |
| 丁辛醇 | 30 |
| 聚醚多元醇 | 20 |
| 丙烯腈 | 26 |
| 醋酸丁酯 | 5 |
| MTBE/丁烯-1 | 45/20 |
| 聚丁烯-1 | 3 |
| 甲胺/DMF | 10 |

资料来源：公司环评，天风证券研究所

2. 康辉拟拆分上市，布局隔膜及可降解塑料等高端差异化聚酯

2022 年 4 月 14 日，恒力石化及下属子公司恒力化纤与大连热电、大连市集团热电集团签署《重大资产重组意向协议》，恒力石化拟向大连热电出售其直接或间接持有的康辉新材 100% 股权，大连热电拟通过发行股份的方式购买恒力石化、恒力化纤合计持有的康辉新材 100% 的股份，本次分拆完成后公司的股权结构不会发生变化，大连热电将成为康辉新材的控股股东，恒力石化将成为大连热电的控股股东。

康辉新材是恒力石化在聚酯新材料领域走高端化、差异化的重要抓手，依托德国布鲁克纳拉膜工艺及恒力自有的聚酯合成技术，全力打造双向拉伸聚酯薄膜（BOPET）、PBT 工程塑料、功能性聚酯及 PBS/PBAT 生物可降解塑料。

2021 年 6 月，公司通过了《关于投资建设年产 45 万吨 PBS 类生物降解塑料项目的议案》，本项目以对苯二甲酸/己二酸、1,4 丁二醇为原料采用聚合法生产 PBS/PBAT 可降解新材料产能 45 万吨，PBS 类生物降解塑料是目前世界公认的综合性能最好的全生物可降解材料，

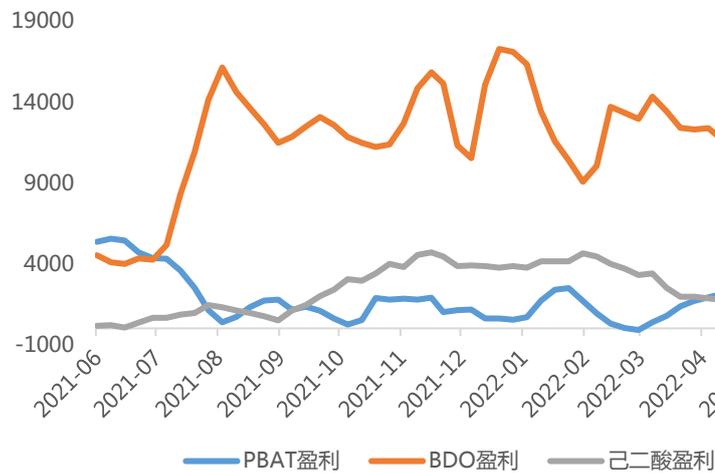
是生物可降解塑料用途最广泛的品种，随着国际、国内“限塑”“禁塑”等环保政策的出台，未来国内外 PBS 类生物降解塑料前景广阔。

项目建设周期一年，本项目建成将有效扩大公司可降解新材料板块的产能和规模，提高可降解塑料市场占有率，项目达产后，可研利润预计 20 亿左右。

公司致力于打造可降解塑料产业链一体化，上游配套 30 万吨己二酸、60 万吨 BDO 装置仍在建设中。目前在可降解塑料产业链利润分配中，BDO 仍占据主导地位，随着公司产业链配套逐渐完成，在可降解塑料领域将具备较强的竞争力。

康辉新材除了大连长兴岛 PBS/PBAT 项目之外，还有两大在建项目：1) 苏州汾湖基地有 47 万吨高端功能性聚酯薄膜、10 万吨特种功能性薄膜、15 万吨改性 PBT、8 万吨改性 PBAT 正在建设中，总投资约 111 亿，项目建设周期 32 个月；2) 康辉新材料引进日本芝浦机械株式会社和青岛中科华联新材料股份有限公司的湿法锂电池隔膜生产线共 12 条，年产能 16 亿平方米，自 2022 年 1 月起，预计 18 个月内完成交付。

图 1: PBAT 产业链利润: 元/吨



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 3: 康辉项目装置汇总: 万吨/年

| 装置 | 产能 | 状态 |
|-----------------------------|---------------|---------------|
| 康辉江苏年产 80 万吨功能性聚酯薄膜、功能性塑料项目 | 聚脂薄膜 | 47 在建 |
| | 特种功能性薄膜 | 10 在建 |
| | 改性 PBT | 15 在建 |
| | 改性 PBAT | 8 在建 |
| 康辉营口 | PBT | 24 运行 |
| | BOPET | 38.5 运行 |
| | 聚酯切片 | 1.5 运行 |
| | PBAT | 3.3 运行 |
| | 高、超、超高平滑 MLCC | 在建 |
| | 12 微米在线涂硅离子膜 | 6000 万平米/月 在建 |

| | | | |
|---------------------------------|----------|----|----|
| 康辉大连 45 万吨 PBS 类生物降解塑 料项目 | PBS/PBAT | 45 | 在建 |
|---------------------------------|----------|----|----|

资料来源：恒力石化 2021 年报，公司公告，天风证券研究所

3. 盈利预测

盈利假设：

- 1) 油价 2022 年均价预估 105 美金，2023 年 90 美金，2024 年 80 美金；产品价格随原油回落，但降幅不及原油，盈利空间增大。
- 2) 石化板块：惠州 500 万吨 PTA2022 年底-2023 年投放，持续贡献业绩增量。
- 3) 所得税率 25%，炼油项目银行贷款利率为基准利率。

表 4：恒力石化盈利预测：万元

| | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-------|------------|------------|----------|----------|----------|
| 石化行业 | | | | | |
| 收入 | 13679008 | 18037158 | 22546447 | 24575627 | 25804409 |
| 成本 | 10876866 | 15006856 | 19500000 | 21300000 | 22400000 |
| 毛利 | 2802142 | 3030302 | 3046447 | 3275627 | 3404409 |
| 工业收入 | | | | | |
| 收入 | 145867 | 1684629 | 1853091 | 2038401 | 2242241 |
| 成本 | 93096 | 1715451 | 1800000 | 1970000 | 2160000 |
| 毛利 | 52770 | -30823 | 53091 | 68401 | 82241 |
| 新材料业 | | | | | |
| 收入 | | | 150000 | 1600000 | 5000000 |
| 成本 | | | 135000 | 1330000 | 4150000 |
| 毛利 | | | 15000 | 270000 | 850000 |
| 合计毛利 | 2854912 | 2999479 | 3114539 | 3614028 | 4336649 |
| 归母净利润 | 1346178.57 | 1553107.67 | 1683367 | 2139583 | 2528886 |

资料来源：wind，天风证券研究所

基于公司新材料项目投产带来的业绩增量，且预期石化板块景气度回升，公司盈利有望稳步提升，预计 2022/2023/2024 年净利润 168/214/253 亿(原为 2022 年 198 亿/2023 年 231 亿，受高油价影响下调)，当前股价对应 PE 分别为 8.9/7.0/5.9，维持买入评级。

4. 风险提示

- 1) 上游原材料价格上涨的风险：俄乌冲突仍在进行，油价波动性大幅提高；
- 2) 下游需求恢复不及预期的风险；
- 3) 工程建设进度不及预期的风险。

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 货币资金 | 15,671.34 | 15,986.05 | 19,799.65 | 22,769.60 | 26,185.04 |
| 应收票据及应收账款 | 1,367.94 | 2,643.84 | 2,370.88 | 3,396.05 | 3,235.92 |
| 预付账款 | 1,994.37 | 2,636.92 | 2,473.53 | 3,597.58 | 3,549.55 |
| 存货 | 19,691.12 | 33,553.00 | 44,354.99 | 36,511.44 | 64,439.63 |
| 其他 | 13,380.45 | 10,360.23 | 13,306.78 | 11,995.38 | 12,784.82 |
| 流动资产合计 | 52,105.22 | 65,180.04 | 82,305.84 | 78,270.05 | 110,194.97 |
| 长期股权投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 固定资产 | 121,850.29 | 122,731.05 | 114,696.19 | 106,661.33 | 98,626.47 |
| 在建工程 | 4,195.71 | 7,782.85 | 7,782.85 | 7,782.85 | 7,782.85 |
| 无形资产 | 7,188.50 | 7,341.73 | 7,076.73 | 6,811.72 | 6,546.72 |
| 其他 | 5,688.99 | 7,260.55 | 6,252.24 | 5,208.48 | 4,909.25 |
| 非流动资产合计 | 138,923.50 | 145,116.18 | 135,808.01 | 126,464.39 | 117,865.29 |
| 资产总计 | 191,028.73 | 210,296.23 | 218,113.85 | 204,734.44 | 228,060.26 |
| 短期借款 | 49,879.42 | 55,590.69 | 67,275.44 | 36,079.02 | 49,698.81 |
| 应付票据及应付账款 | 22,809.78 | 26,739.51 | 35,631.53 | 35,926.79 | 46,462.09 |
| 其他 | 7,708.88 | 9,319.16 | 9,469.11 | 18,367.15 | 9,668.81 |
| 流动负债合计 | 80,398.08 | 91,649.36 | 112,376.08 | 90,372.95 | 105,829.71 |
| 长期借款 | 53,883.06 | 52,122.31 | 33,874.25 | 30,000.00 | 23,279.48 |
| 应付债券 | 1,013.97 | 0.00 | 675.10 | 563.02 | 412.71 |
| 其他 | 3,307.77 | 3,097.28 | 3,166.71 | 3,190.59 | 3,151.53 |
| 非流动负债合计 | 58,204.80 | 55,219.60 | 37,716.07 | 33,753.61 | 26,843.72 |
| 负债合计 | 144,004.34 | 152,995.51 | 150,092.14 | 124,126.56 | 132,673.42 |
| 少数股东权益 | 119.31 | 69.34 | 109.60 | 137.90 | 170.15 |
| 股本 | 7,039.10 | 7,039.10 | 7,039.10 | 7,039.10 | 7,039.10 |
| 资本公积 | 18,350.12 | 18,455.84 | 18,455.84 | 18,455.84 | 18,455.84 |
| 留存收益 | 21,863.92 | 31,976.57 | 42,417.16 | 54,975.03 | 69,721.74 |
| 其他 | (348.05) | (240.13) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 股东权益合计 | 47,024.39 | 57,300.72 | 68,021.71 | 80,607.87 | 95,386.84 |
| 负债和股东权益总计 | 191,028.73 | 210,296.23 | 218,113.85 | 204,734.44 | 228,060.26 |

| 现金流量表(百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 净利润 | 13,494.79 | 15,538.18 | 16,833.67 | 21,395.83 | 25,288.86 |
| 折旧摊销 | 7,564.70 | 8,992.72 | 8,299.86 | 8,299.86 | 8,299.86 |
| 财务费用 | 3,576.16 | 4,125.96 | 4,791.05 | 3,788.49 | 3,103.98 |
| 投资损失 | 397.35 | (19.23) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 营运资金变动 | 3,980.85 | (9,916.87) | (7,763.03) | 16,830.04 | (26,639.92) |
| 其它 | (4,870.97) | (50.58) | (99.88) | 88.81 | 83.18 |
| 经营活动现金流 | 24,142.88 | 18,670.17 | 22,061.66 | 50,403.02 | 10,135.96 |
| 资本支出 | 26,611.13 | 13,177.20 | (69.43) | (23.87) | 39.06 |
| 长期投资 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | (49,022.01) | (26,274.93) | 69.43 | 23.87 | (39.06) |
| 投资活动现金流 | (22,410.88) | (13,097.72) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 债权融资 | 859.36 | (385.38) | (12,070.46) | (38,575.20) | 3,844.68 |
| 股权融资 | (5,496.82) | (6,895.83) | (6,177.60) | (8,857.88) | (10,565.20) |
| 其他 | 3,616.48 | (106.37) | (0.00) | 0.00 | (0.00) |
| 筹资活动现金流 | (1,020.97) | (7,387.59) | (18,248.06) | (47,433.08) | (6,720.52) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 711.02 | (1,815.14) | 3,813.60 | 2,969.95 | 3,415.44 |

| 利润表 (百万元) | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入 | 152,373.40 | 197,996.55 | 247,495.69 | 284,620.04 | 327,313.05 |
| 营业成本 | 124,116.31 | 167,518.09 | 210,866.32 | 241,927.03 | 278,543.40 |
| 营业税金及附加 | 2,627.78 | 3,440.43 | 4,999.41 | 5,749.32 | 6,611.72 |
| 销售费用 | 177.33 | 291.37 | 364.21 | 284.62 | 327.31 |
| 管理费用 | 1,715.59 | 1,985.40 | 2,481.74 | 2,854.01 | 3,282.11 |
| 研发费用 | 825.97 | 1,019.45 | 1,274.32 | 1,465.46 | 1,685.28 |
| 财务费用 | 5,028.77 | 4,916.21 | 4,791.05 | 3,788.49 | 3,103.98 |
| 资产/信用减值损失 | (604.23) | (171.95) | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 公允价值变动收益 | 239.18 | 356.14 | (164.80) | 40.60 | 27.87 |
| 投资净收益 | (397.35) | 19.23 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 592.81 | (1,168.49) | 0.00 | 0.00 | (0.00) |
| 营业利润 | 18,051.24 | 19,790.68 | 22,553.83 | 28,591.70 | 33,787.11 |
| 营业外收入 | 11.02 | 58.63 | 0.00 | 23.22 | 27.28 |
| 营业外支出 | 24.96 | 21.25 | 22.38 | 22.86 | 22.16 |
| 利润总额 | 18,037.30 | 19,828.06 | 22,531.45 | 28,592.05 | 33,792.22 |
| 所得税 | 4,542.51 | 4,289.88 | 5,632.86 | 7,148.01 | 8,448.06 |
| 净利润 | 13,494.79 | 15,538.18 | 16,898.59 | 21,444.04 | 25,344.17 |
| 少数股东损益 | 33.01 | 7.10 | 64.92 | 48.21 | 55.31 |
| 归属于母公司净利润 | 13,461.79 | 15,531.08 | 16,833.67 | 21,395.83 | 25,288.86 |
| 每股收益 (元) | 1.91 | 2.21 | 2.39 | 3.04 | 3.59 |

| 主要财务比率 | 2020 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|---------|---------|---------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 51.19% | 29.94% | 25.00% | 15.00% | 15.00% |
| 营业利润 | 36.51% | 9.64% | 13.96% | 26.77% | 18.17% |
| 归属于母公司净利润 | 34.28% | 15.37% | 8.39% | 27.10% | 18.20% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 18.54% | 15.39% | 14.80% | 15.00% | 14.90% |
| 净利率 | 8.83% | 7.84% | 6.80% | 7.52% | 7.73% |
| ROE | 28.70% | 27.14% | 24.79% | 26.59% | 26.56% |
| ROIC | 15.36% | 14.60% | 14.00% | 16.51% | 22.50% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 75.38% | 72.75% | 68.81% | 60.63% | 58.17% |
| 净负债率 | 197.63% | 169.54% | 126.51% | 59.92% | 54.34% |
| 流动比率 | 0.61 | 0.67 | 0.73 | 0.87 | 1.04 |
| 速动比率 | 0.38 | 0.32 | 0.34 | 0.46 | 0.43 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 147.89 | 98.71 | 98.71 | 98.71 | 98.71 |
| 存货周转率 | 7.78 | 7.44 | 6.35 | 7.04 | 6.48 |
| 总资产周转率 | 0.83 | 0.99 | 1.16 | 1.35 | 1.51 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 | 1.91 | 2.21 | 2.39 | 3.04 | 3.59 |
| 每股经营现金流 | 3.43 | 2.65 | 3.13 | 7.16 | 1.44 |
| 每股净资产 | 6.66 | 8.13 | 9.65 | 11.43 | 13.53 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 11.12 | 9.64 | 8.89 | 6.99 | 5.92 |
| 市净率 | 3.19 | 2.61 | 2.20 | 1.86 | 1.57 |
| EV/EBITDA | 9.13 | 7.48 | 6.42 | 4.72 | 4.34 |
| EV/EBIT | 11.68 | 9.92 | 8.37 | 5.93 | 5.31 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|--|---|---|--|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com |