

万华化学（600309.SH）

拟收购烟台巨力重塑 TDI 行业格局，筑牢全球异氰酸酯巨头地位

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002
证券分析师： 张玮航 0755-81981810 zhangweiha@guosen.com.cn 执证编码：S0980522010001

事项：

2023年4月9日，万华化学公司发布《关于通过经营者集中申报的公告》：万华化学集团股份有限公司于近日获得国家市场监督管理总局的经营者集中申报批复，同意万华化学拟通过收购烟台巨力精细化工股份有限公司股份，取得烟台巨力控股权。万华化学公司对烟台巨力的股份受让已签署了意向协议。

烟台巨力精细化工股份有限公司成立于2001年6月，是国内生产TDI（简称TDI）的民营化工企业。

- (1) 烟台巨力公司(烟台莱阳市)：拥有8万吨/年TDI及造气、硝酸等配套产能（目前已停产）；
- (2) 全资子公司新疆和山巨力(新疆伊犁州奎屯市)：拥有TDI 15万吨/年、盐酸45万吨/年、液氯28万吨/年、二硝基甲苯17.7万吨/年、邻二氨基甲苯0.36万吨/年、二氨基甲苯11.5万吨/年、碳酰氯18.2万吨/年、浓硫酸19万吨/年、70%硫酸0.3万吨/年、硝酸28万吨/年、60%硝酸15万吨/年、氢氧化钠10万吨/年、氢氧化钠溶液[含量≥30%]47万吨/年、氨4.8万吨/年、硫磺0.07万吨/年、次氯酸钠溶液[含有效氯>5%]0.6万吨/年、氧[压缩的] 1.8×10^4 万立方米/年、氮[压缩的] 6.2×10^3 万立方米/年的产能。

国信化工观点：

目前万华化学在产产能55万吨，为全球第三大TDI供应商。截至2022年年底，全球TDI总体产能为338万吨，其中全球前三巴斯夫、科思创、万华化学产能分别84、81、65万吨；中国TDI名义产能约133万吨（约占全球39%）。从国内供应来看，目前国内TDI产品在产企业有5家，分别是上海科思创、上海巴斯夫、万华化学、烟台巨力（新疆）、沧州大化；另外，甘肃银光、辽宁锦化等处于停产中。截至2023年4月，万华福建10万吨TDI装置已于2023年2月初关停，并计划于2023年内新增25万吨新装置，故当前万华在产产能为55万吨（30+25/烟台万华+匈牙利BC，全球产能占全球总产能328万吨的16.8%、国内产能占中国产能123万吨的24.4%）；烟台巨力合计产能23万吨（新疆和山巨力+烟台巨力15+8万吨），烟台巨力8万吨产能已停产，目前尚未重启；沧州大化产能15万吨。

收购烟台巨力后全球TDI行业集中度将进一步提升，万华化学全球市场份额有望从16.8%提升至25.2%。近年来国内TDI景气度表现低迷影响了TDI产能扩张进度及计划，我国TDI产能已出现了负增长，部分成本不具优势的装置将逐步淘汰。若万华化学取得烟台巨力控股权，将有望重塑TDI行业格局、提升行业集中度，并对公司未来发展具有重要意义：落实中央提出的国家西部大开发战略，实现万华化学在西北地区的产业布局。考虑到烟台巨力8万吨产能长期停产、仅新疆巨力15万吨在产，待万华化学取得烟台巨力控股权后，我们预计万华化学整体产能将达到70万吨；叠加万华福建25万吨扩产后，万华远期（2024年）产能将合计达到95万吨，届时有望占到全球产能377万吨的25.2%，将有望成为全球第一大TDI生产商。

从万华化学异氰酸酯业务的经营实力来说，全球化运营方面，近年来在能源高涨、高通胀、市场需求减弱的大环境下，匈牙利BC公司仍然合理安排生产计划，装置安全稳定运行，保持MDI、TDI装置稳定运转；通过优化海外供应链布局和资源全球配置，全面提升了保供提效和风险防范的能力，优化集团整体供应协同能力。未来，万华化学聚氨酯业务将继续以MDI、TDI为核心，重点提升聚醚、改性MDI两个支撑平台能力，持续保持单套规模大、建设成本低、一体化程度较高等核心竞争力。此外，公司战略规划进军新材料、新能源领域。我们坚定看好公司将筑牢全球化工巨头地位，建设成为全球一流化工新材料公司。

我们维持盈利预测：我们预计公司2023—2025年归母净利润分别为180.95/222.75/272.87亿元，同比增速11.5%/23.1%/22.5%；摊薄EPS=5.76/7.09/8.69元，当前股价对应PE=16.8/13.7/11.2x。维持“买入”评级。

评论：

◆ TDI 价格走势复盘及展望：近年来出口量激增、国内部分厂商装置关停，TDI 价格或出现超预期上涨

复盘 TDI 历史价格走势：

2013 年，商务部发布公告终裁决定自 2013 年 3 月 13 日起，对原产于欧盟的进口 TDI 征收反倾销税，实施期限为 5 年，对国内厂商形成利好，国内 TDI 产能快速扩张。

2013-2015 年，国内 TDI 企业保持了较高的开工率，产量稳步上升，供应面充足。同时受到原油价格波动的影响，成本端的甲苯价格跌幅更大，也拉低了 TDI 价格，叠加我国 TDI 企业进行装置的技术升级及产能进一步提升等因素，我国 TDI 产业进入持续三年的价格低迷及产能过剩期。

2016 年 TDI 行业关停潮席卷全球，2016 年 3 月，法国 Vencorex 关停其 12.6 万吨 TDI 装置，2016 年 5 月日本三井宣布永久关闭鹿岛 12 万吨 TDI 装置；2016 年 10 月至 11 月中旬，巴斯夫德国路德维希港、博苏匈牙利和科思创德国多尔马根工厂同时停止供应；另外，三井大牟田、巴斯夫韩国丽水以及中国烟台巨力装置集中检修。此次关停潮共影响当时欧洲总产能的 92.5%，亚太地区总产能的约 33.9%，TDI 价格大幅拉涨，**2016 年 10 月**，华东地区 TDI 价格突破 50000 元/吨，较 2016 年初的 11500 元/吨涨幅达 335%，而且仅 2016 年 10 月 10 日~14 日 TDI 价格涨幅就接近 70%。之后，由于 TDI 价格高涨，下游大量海绵工厂抵触情绪高涨，再加上中国塑料加工协会向国家发改委提出 TDI 反垄断，TDI 价格从高位回落，并在 **2017 年 6 月份**回落至 25000 元/吨以下。

2017 年巴斯夫原计划投产的欧洲装置因故推迟，国外库存快速下降。**2017 年 8 月底**受飓风影响，美国 TDI 行业受到重创，亚洲和欧洲货源流向美国后对全球 TDI 价格形成支撑。同期，国内环保政策持续收紧，部分中小企业关停后产能加速退出，国内供给收缩，加上 TDI 前期价格下跌过快，下游出现集中备货需求，诸多国内外综合因素刺激 TDI 价格快速上涨，至 2017 年 10 月均价最高达到 42250 元/吨。之后，国内厂商受高价刺激积极扩产，国外产能逐步修复，TDI 供给充足，市场转弱，TDI 价格回落。

2018 年全年，下游需求疲软，市场持续萎靡，经销商信心不足导致价格持续下跌。**2018 年年末**烟台万华及葫芦岛两套装置投产 TDI 增量较大，国内供给过剩，**2018-2019 年**，TDI 价格继续下跌。

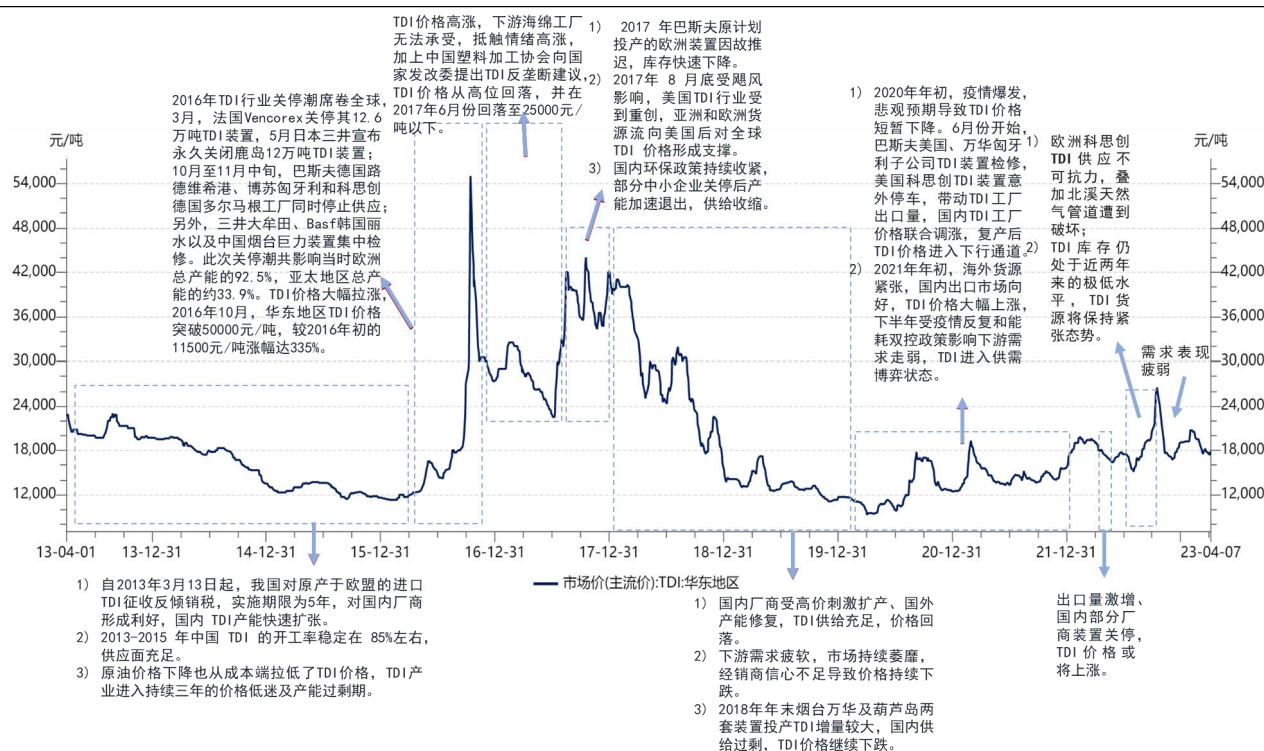
2020 年，疫情爆发，悲观预期导致 TDI 价格短暂下降。6 月份开始，巴斯夫美国、万华匈牙利子公司 TDI 装置检修，美国科思创 TDI 装置意外停车，带动 TDI 工厂出口量，国内 TDI 工厂价格联合调涨，年末复产后 TDI 价格进入下行通道。

2021 年年初，海外货源紧张，国内出口市场向好，TDI 价格大幅上涨，下半年在疫情反复和能耗双控政策影响下游需求走弱，TDI 进入供需博弈状态。**2021 年下半年**，受出口量增长、近年来国内部分厂商装置关停、需求回暖等因素影响，TDI 稳步上涨。**2021 年四季度以来**，随着圣诞节等节日临近，欧美等国家对我国软体家具等产品依赖度提升，海外 TDI 应用市场需求扩大。

2022 年上半年，需求端表现低迷，TDI 价格震荡下跌。自 **2022 年 8 月初起**，受全球能源价格普涨、全球部分装置出现不可抗力或阶段性停工检修等影响，TDI 价格延续反弹趋势。直至 2022 年 10 月底，受下游需求低迷影响，MDI 价格继续下跌。

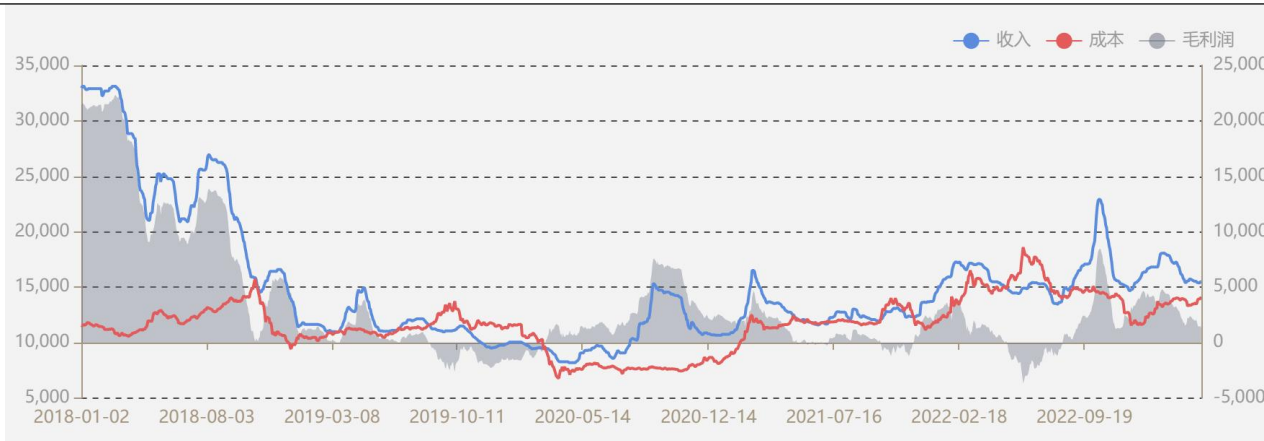
进入 2023 年，TDI 处于较高价位，以震荡运行为主。截至 4 月 10 日，TDI 国产含税执行 17800 元/吨附近，上海货源含税执行 18000 元/吨附近，实际商谈。该价格已较上周上涨 2.01%、较年初下跌 4.81%。

图 1：华东地区 TDI 价格走势复盘



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

图 2：TDI 装置利润走势图（元/吨）



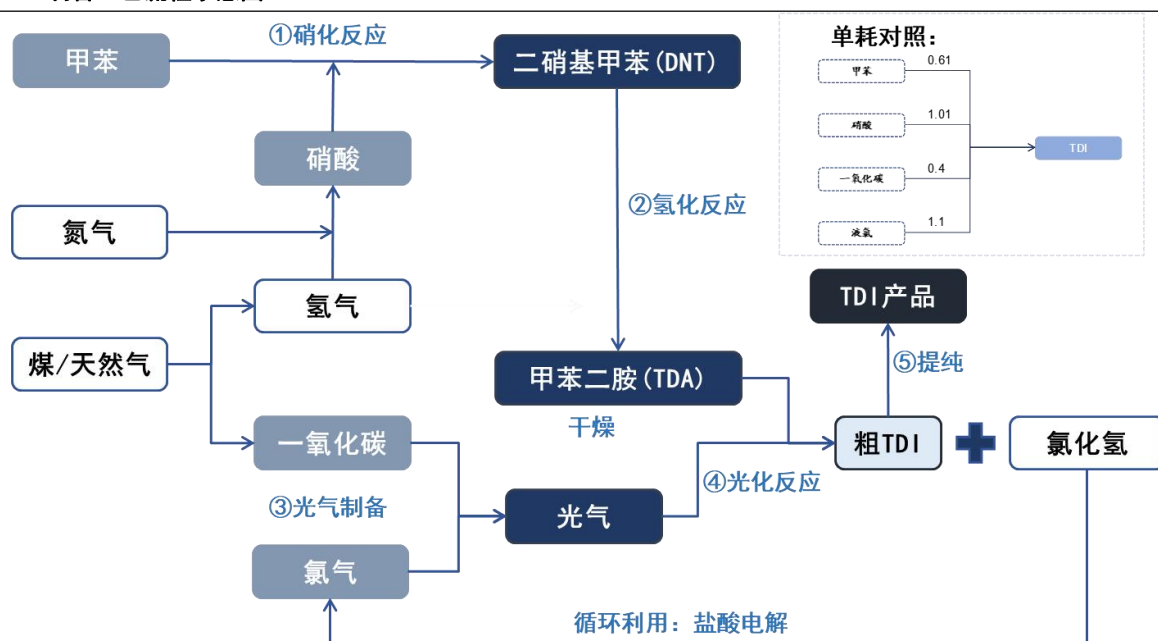
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

◆ 生产壁垒较高全球 TDI 部分老旧装置逐步淘汰，近年来国内 TDI 产能出现负增长

TDI 是重要的聚氨酯树脂原料，主要由液相光气化工艺生产。TDI（TDI）是聚氨酯树脂最重要的二异氰酸酯原料之一，和 MDI（二苯基甲烷二异氰酸酯）同属于纯芳香族异氰酸酯原料。目前聚氨酯工业中常使用的芳香族异氰酸酯原料以 TDI、MDI 和 PAPI 为主，其中，TDI 下游应用领域主要包括软质聚氨酯泡沫塑料、涂料、浇注型聚氨酯弹性体、胶黏剂铺装材料和塑胶跑道等；MDI 则多用于制造热塑性聚氨酯弹性体、合成革树脂、鞋底

树脂、单组份溶剂型胶粘剂等。全世界范围内，合成有机异氰酸酯的方法主要分为液相光气工艺、气相光气工艺等，其中液相光气化是 MDI、TDI 等常规异氰酸酯生产所广泛采用的方法。TDI 工业化制备主要由甲苯经硝化生成二硝基甲苯，然后经催化氢化生成二氨基甲苯，最后与光气反应制得。具体来讲，光气化反应大致可以分为五个步骤：①甲苯与硝酸反应生成二硝基甲苯（DNT）；②DNT 与氢气反应生成甲苯二胺（TDA）；③一氧化碳和氯气反应生成光气；④经干燥处理过的 TDA 与光气反应生成 TDI；⑤TDI 产品提纯。

图 3：TDI 制备工艺流程示意图



资料来源：中海油石化工程有限公司《TDI 工艺技术》、刘益军《聚氨酯树脂及其应用》、国信证券经济研究所整理

生产技术壁垒较高叠加近年来行业景气度低迷，TDI 产能增速较低且部分装置面临淘汰。TDI 是二异氰酸酯类化合物中毒性最大的一种，它具有特殊气味，挥发性大，受到严格管理。根据规范条件要求，目前全国范围内严禁在气体不宜扩散的地区和城市全年主导风向的上风向建设 MDI、TDI 项目。同时，TDI 生产难度较高，目前国际上拥有 TDI 自主（或部分）知识产权制造技术的主要有巴斯夫、科思创、万华化学、三井、陶氏化学、沧州大化等少数公司。据卓创资讯统计，2015 年及以前，锦化聚氨酯、蓝星太原、太原化工等装置已淘汰。据我们统计，近年来，国内 TDI 景气度表现低迷影响了 TDI 产能扩张进度及计划，2021 年我国 TDI 产能已经出现了负增长，**部分规模小、成本不具优势的装置或将逐步淘汰，或维持长期停车状态。**

万华化学在产产能 55 万吨，目前为全球第三大 TDI 供应商。截至 2022 年年底，全球 TDI 总体产能为 338 万吨，其中全球前三巴斯夫、科思创、万华化学产能分别 84、81、65 万吨；中国 TDI 名义产能约 133 万吨（约占全球 39%）。从国内供应来看，目前国内 TDI 产品在产企业有 5 家，分别是上海科思创、上海巴斯夫、万华化学、烟台巨力（新疆）、沧州大化；另外，甘肃银光、辽宁锦化等处于停产中。万华福建 10 万吨 TDI 装置已于 2023 年 2 月初关停，并计划于 2023 年内新增 25 万吨新装置，故截至 2023 年 4 月，万华在产产能为 55 万吨（30+25/烟台万华+匈牙利 BC，全球产能占当前全球总产能 328 万吨的 16.8%、国内产能占当前中国产能 123 万吨的 24.4%）；烟台巨力合计产能 23 万吨（新疆和山巨力+烟台巨力 15+8 万吨），烟台巨力 8 万吨产能已停产，目前尚未重启；沧州大化产能 15 万吨。

表1: 全球 TDI 有效产能及预测 (单位: 万吨)

		2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
巴斯夫	Schwarzheide 德国	38.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
科思创	Dormagen 德国	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
万华匈牙利 BC	Kazincbarcika 匈牙利	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
欧洲总计		93.0	85.0	85.0	85.0	85.0	85.0
巴斯夫	Geismar 路易斯安娜	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
科思创	Baytown 德克萨斯	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
Petroquimica RioTercero	阿根廷	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
美洲总计		38.8	38.8	38.8	38.8	38.8	38.8
沧州大化	沧州	12.0	12.0	12.0	15.0	15.0	41.5
万华化学	烟台	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
烟台巨力	烟台	8.0	8.0	3.0	0.0	0.0	0.0
新疆和山巨力	新疆	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
甘肃银光	甘肃	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
巴斯夫	上海	16.0	16.0	16.0	22.0	22.0	22.0
科思创	上海	27.5	31.0	31.0	31.0	31.0	31.0
东南电化(万华福建)	福建	10.0	10.0	10.0	10.0	12.5	25.0
中国总计		128.5	132.0	127.0	133.0	135.5	174.5
GNFC	Bharuch 印度	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7
巴斯夫韩国	丽水韩国	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0	16.0
韩国 OCI	Kunsan 韩国	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
韩国韩华	Yosu 韩国	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
MCNS	Omuta 日本	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0
日本东曹	Nanyo 日本	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	0.0
亚洲总计		185.7	189.2	184.2	190.2	192.7	229.2
KROON	Bandar Imam 伊朗	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0
萨达拉	沙特	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
总计(万吨)		341.5	337.0	332.0	338.0	340.5	377.0

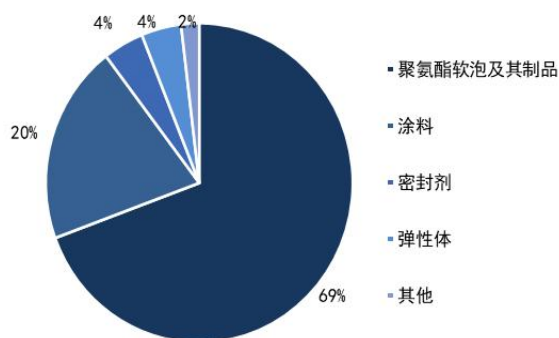
资料来源: 公司公告、公司官网、天天化工网、卓创资讯、百川盈孚、国信证券经济研究所整理并预测
 备注: 更新至 2022 年 10 月; 各厂家扩产计划及投产进度尚有不稳定性, 预测值仅供参考

收购烟台巨力后全球 TDI 行业集中度将进一步提升, 万华化学全球市场份额有望从 16.8% 提升至 25.2%。近年来国内 TDI 景气度表现低迷影响了 TDI 产能扩张进度及计划, 我国 TDI 产能已出现了负增长, 部分成本不具优势的装置将逐步淘汰。若万华化学取得烟台巨力控股权, 将有望重塑 TDI 行业格局、提升行业集中度, 并对公司未来发展具有重要意义: 落实中央提出的国家西部大开发战略, 实现万华化学在西北地区的产业布局。考虑到烟台巨力 8 万吨产能长期停产、当前仅新疆巨力 15 万吨在产, 待万华化学取得烟台巨力控股权后, 我们预计万华化学整体产能将达到 70 万吨; 叠加万华福建 25 万吨扩产后, 万华远期(2024 年)产能将合计达到 95 万吨, 届时有望占到全球产能 377 万吨的 25.2%, 将有望成为全球第一大 TDI 生产商。

◆ 近 10 年来我国 TDI 消费量保持增长, 需求有望恢复至往年正常水平

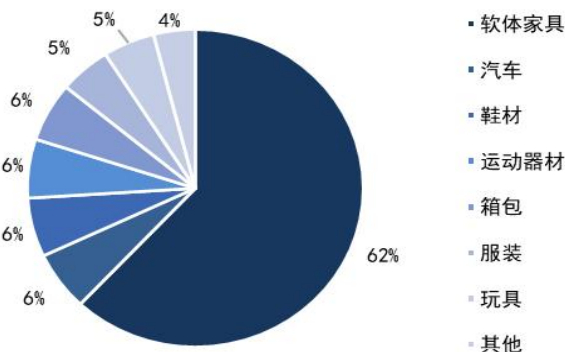
69% 的 TDI 用于制备聚氨酯软泡, 62% 的聚氨酯软泡用于生产软体家具。TDI 下游主要为聚氨酯软泡(如聚氨酯海绵)、聚氨酯弹性体、涂料和密封剂, 聚氨酯软泡为其最大下游, 同时 TDI 也是聚氨酯软泡最主要的异氰酸酯原料。据卓创资讯数据, 2020 年, 聚氨酯软泡占国内 TDI 消费量的 69%, 对 TDI 市场影响最大。聚氨酯软泡弹性好, 主要作为垫材和缓冲材料应用于家具、汽车等领域, 也可用于服装内衬等领域。由于软泡聚醚为聚氨酯软泡最主要的多元醇原材料, 软泡聚醚与聚氨酯软泡的下游分布类似。据卓创资讯数据, 软体家具占软泡聚醚 62% 的消费量, 为聚氨酯软泡消费的主力军, 支撑着聚氨酯软泡市场。

图 7：聚氨酯软泡（海绵）为 TDI 的最大下游



数据来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

图 8：软体家具为聚氨酯软泡的最大下游



数据来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

近 10 年来我国 TDI 消费量总体保持增长。2020 年 2-4 月中国 TDI 产量较 2019 年同期有所下滑，5 月开始回升，7 月短暂下滑后开始恢复增长。受益于 2020 年 8 月起出口强劲，2020 全年中国 TDI 市场实现产销量双增长，价格增长明显。经近数十年来的快速发展，我国软体家具产量迅速提升，现已成为软体家具最大生产国和消费国。软体家具指以海绵、织物为主体的家具，如沙发、床等，家具软垫（坐垫、靠垫、床垫（如“席梦思”）），常用聚氨酯软泡为材料。根据意大利米兰轻工业信息中心统计，2017 年全球软体家具的生产总值约为 737 亿美元，中国是最大制造国，占比达到 46%；全球软体家具消费总额约为 696 亿美元，中国同样为最大消费市场，占比达到 31%。

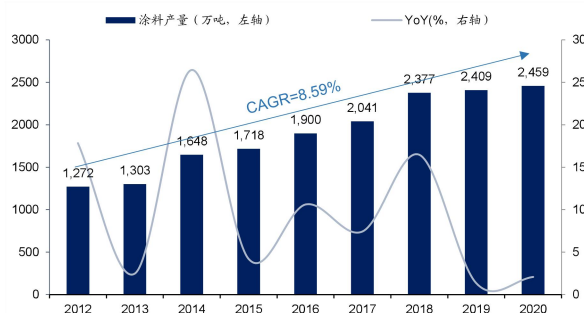
TDI 需求增速测算：（1）**聚氨酯软泡：**据国家统计局数据，我国软体家具产量从 2012 年开始重回正增长，2012-2020 年产量 CAGR 达到 6.23%。2021 年，我国软体家具产量累计达到 8625.4 万件左右，同比增长约 26.1%。按国内 62%的聚氨酯软泡下游为软体家具市场，需求端年复合增速为 6.23%，假设其他汽车、鞋材、玩具、箱包等市场需求增速为 3%，我们测算出未来几年内，我国聚氨酯软泡的需求增速有望维持在 5.00%左右；（2）**涂料：**据国家统计局数据，我国涂料市场规模不断扩大，产量不断创新高，2001 年产量仅为 123 万吨，2011 年便突破 1000 万吨，2020 年产量已达到 2459 万吨（CAGR 为 8.59%），假设未来几年内保持该增速；（3）**密封胶、弹性体等：**假设未来年复合增速维持在 3.00%左右。不考虑其他新兴产业快速发展对 TDI 需求的拉动，整体来看，保守估计下我们测算出未来几年内 TDI 需求量年均增速将在 5.52%左右。值得关注的是，2020-2022 年虽受地缘政治冲突、疫情持续扰动、下游终端消费减少、突发事件等影响，国内 TDI 需求表现低迷，全年需求增速或不及预期，但我们认为短期不利因素的影响十分有限，后市随着经济活动逐步复苏，我们看好 TDI 需求有望回归此前（5.52%）的增长速度。

图 9：长期来看，我国软体家具产量持续增长



数据来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 10：近年来，我国涂料产量平稳增长



数据来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

考虑到烟台巨力 8 万吨产能长期停产、仅新疆巨力 15 万吨在产，待万华化学取得烟台巨力控股权后，万华化学整体产能将达到 70 万吨；叠加万华福建 25 万吨扩产后，万华远期（2024 年）产能将合计达到 95 万吨，有望成为全球第一大 TDI 生产商，届时万华化学全球市场份额有望从 16.8% 提升至 25.2%。

从万华化学异氰酸酯业务的经营实力来说，全球化运营方面，近年来在能源高涨、高通胀、市场需求减弱的大环境下，匈牙利 BC 公司仍然合理安排生产计划，装置安全稳定运行，保持 MDI、TDI 装置稳定运转；通过优化海外供应链布局和资源全球配置，全面提升了保供提效和风险防范的能力，优化集团整体供应协同能力。未来，万华化学聚氨酯业务将继续以 MDI、TDI 为核心，重点提升聚醚、改性 MDI 两个支撑平台能力，持续保持单套规模大、建设成本低、一体化程度较高等核心竞争力。此外，公司战略规划进军新材料、新能源领域。我们坚定看好公司将筑牢全球化工巨头地位，建设成为全球一流化工新材料公司。我们维持盈利预测：预计公司 2023—2025 年归母净利润分别为 180.95/222.75/272.87 亿元，同比增速 11.5%/23.1%/22.5%；摊薄 EPS=5.76/7.09/8.69 元，当前股价对应 PE=16.8/13.7/11.2x。维持“买入”评级。

◆ 风险提示

需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格大幅下滑等。

相关研究报告：

- 《万华化学（600309.SH）-卓越运营管理深化全球布局，筑牢全球化工巨头地位》——2023-03-21
- 《万华化学（600309.SH）-逆势中仍实现营收增长，建设全球一流化工新材料公司》——2023-02-14
- 《万华化学（600309.SH）-产品毛利下行业绩承压，逆势中仍实现营收增长》——2022-10-25
- 《万华化学（600309.SH）-降本提效助力万华高质量发展，将持续优化产业链结构》——2022-03-15
- 《主营产品量价齐升业绩大幅增长，筑牢全球化工巨头地位》——2022-03-09

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	34216	18989	23593	25599	40385	营业收入	145538	165565	174425	209754	251538
应收款项	10040	10059	13065	14309	17095	营业成本	107317	138132	140720	169449	206973
存货净额	18282	18185	21844	25705	30400	营业税金及附加	880	913	1249	1657	1987
其他流动资产	9753	4299	11166	10977	11932	销售费用	1052	1153	6105	6922	4779
流动资产合计	72291	51532	69669	76590	99813	管理费用	1892	1966	2669	3039	3369
固定资产	94585	115622	126213	129655	127102	财务费用	1479	1235	2246	2225	1940
无形资产及其他	7982	9980	9481	8982	8483	投资收益	492	408	200	220	240
投资性房地产	11521	17480	17480	17480	17480	资产减值及公允价值变动	1082	365	200	200	200
长期股权投资	3930	6229	6229	6229	6229	其他收入	(5068)	(3100)	0	0	0
资产总计	190310	200843	229072	238936	259106	营业利润	29425	19839	21837	26882	32930
短期借款及交易性金融负债	58095	47218	53568	45338	36000	营业外净收支	(274)	(298)	0	0	0
应付款项	20390	24205	32626	33571	41953	利润总额	29151	19541	21837	26882	32930
其他流动负债	19518	23594	27358	32820	39630	所得税费用	4112	2499	2839	3495	4281
流动负债合计	98002	95017	113552	111729	117583	少数股东损益	391	808	903	1112	1362
长期借款及应付债券	15644	16168	16368	16368	16368	归属于母公司净利润	24649	16234	18095	22275	27287
其他长期负债	4968	8321	8321	8321	8321						
长期负债合计	20612	24489	24689	24689	24689	现金流量表 (百万元)					
负债合计	118614	119506	138241	136418	142272	净利润	24649	16234	18095	22275	27287
少数股东权益	3197	4492	5125	5903	6857	资产减值准备	587	(883)	97	15	(0)
股东权益	68499	76845	85706	96615	109978	折旧摊销	7225	8275	10010	12242	13252
负债和股东权益总计	190310	200843	229072	238936	259106	公允价值变动损失	(1082)	(365)	(200)	(200)	(200)
						财务费用	1479	1235	2246	2225	1940
关键财务与估值指标						营运资本变动	(7181)	9934	(1251)	1507	6755
每股收益	7.85	5.17	5.76	7.09	8.69	其它	(302)	1169	535	763	954
每股红利	2.13	3.34	2.94	3.62	4.43	经营活动现金流	23896	34364	27287	36603	48047
每股净资产	21.82	24.47	27.30	30.77	35.03	资本开支	0	(28362)	(20000)	(15000)	(10000)
ROIC	25%	15%	14%	16%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	36%	21%	21%	23%	25%	投资活动现金流	(2616)	(30661)	(20000)	(15000)	(10000)
毛利率	26%	17%	19%	19%	18%	权益性融资	(40)	850	0	0	0
EBIT Margin	24%	14%	14%	14%	14%	负债净变化	3822	325	200	0	0
EBITDA Margin	29%	19%	19%	20%	19%	支付股利、利息	(6674)	(10490)	(9233)	(11366)	(13924)
收入增长	98%	14%	5%	20%	20%	其它融资现金流	1107	551	6351	(8230)	(9338)
净利润增长率	145%	-34%	11%	23%	22%	融资活动现金流	(4637)	(18930)	(2682)	(19597)	(23261)
资产负债率	64%	62%	63%	60%	58%	现金净变动	16643	(15227)	4604	2006	14786
息率	2.2%	3.5%	3.1%	3.8%	4.7%	货币资金的期初余额	17574	34216	18989	23593	25599
P/E	12.1	18.4	16.5	13.4	10.9	货币资金的期末余额	34216	18989	23593	25599	40385
P/B	4.4	3.9	3.5	3.1	2.7	企业自由现金流	0	10255	9364	23707	39961
EV/EBITDA	10.0	13.2	13.0	10.6	9.2	权益自由现金流	0	11131	13960	13541	28935

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

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 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