

华峰化学 (002064.SZ)

氨纶景气上行助力业绩高增长，从成本优势向品质优势转型

买入

核心观点

氨纶景气上行助力公司 2021 年业绩大幅增长。公司披露《2021 年年度报告》及《2022 年一季度报告》：受益于 2021 年公司主导产品景气度大幅上行，产品产销量、销售价格、毛利率等较上年同期均有较大幅度的增长，2021 年全年，公司主营收入 283.67 亿元，同比+92.66%；归母净利润 79.37 亿元，同比+248.23%；扣非净利润 78.58 亿元，同比+258.13%；2021Q4，公司单季度主营收入 73.52 亿元，同比+53.75%；归母净利润 18.1 亿元，同比+74.39%；2022Q1，在主营产品氨纶价格回落的背景下，公司仍然通过主营产品放量，实现营业收入 72.93 亿元，同比+25.87%；归母净利润 13.62 亿元，同比-16.93%。公司年报及一季报业绩均略超我们预期，未来将继续加快氨纶、己二酸、聚氨酯原液项目建设。

氨纶供应边际放松，持续巩固氨纶行业巨头地位。2020 年 9 月中旬起，受氨纶行业进入供需错配格局、下游纺织服装需求回暖、海外订单转移回流、双原材料价格上涨及支撑等多重因素影响，氨纶行业周期景气大幅反转，我国氨纶行业已呈现出显著的供需错配格局。氨纶价格已从 2020 年 9 月的底部上涨至 2022 年 Q3 末约的 80000 元/吨，价格创下了近 10 年历史新高。2021Q4 随着新增产能释放、下游消费增长乏力等影响，氨纶供需错配格局已逐渐从供需错配的格局演变为紧平衡、供应宽松状态。对华峰化学公司来说，未来，随着盈利能力更显著的重庆基地新增产能的释放及占比提升，我们看好公司将继续发挥规模成本优势，利用重庆基地新装备、能源成本、智能化等优势进一步巩固氨纶巨头地位。

下游新材料加速扩张，需求拉动己二酸景气周期。己二酸下游的 PA66 和 PBAT 规划产能庞大，目前 PA66 国产化已经进入规模化产能建设阶段。2021 年价格暴涨的 BDO 新增产能规划充足，将有望辅助 PBAT 项目投产，己二酸需求有望显著增长。我们测算 2022 年-2025 年国内己二酸的供需缺口为 6.1/-2.5/-8.1/4.6 万吨。公司具备 75.5 万吨己二酸设计产能，产能体量位居全国第一，将有望充分受益于己二酸行业的景气度回暖。

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。

投资建议：维持“买入”评级。近期氨纶价格已出现下滑，在此背景下，我们预测公司 2022—2024 年归母净利润分别为 67.77/80.73/92.20 亿元，同比-15.9%/+20.9%/+14.2%；摊薄 EPS=1.44/1.74/1.99 元，当前股价对应 PE=5.4/4.5/3.9x。长期来看，公司成长性仍然显著，且将通过创新引领发展，从成本优势向品质优势转型，进一步优化产品结构和盈利结构。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	14,724	28,367	38,364	42,525	50,010
(+/-%)	6.8%	92.7%	35.2%	10.8%	17.6%
净利润(百万元)	2279	7937	6676	8073	9220
(+/-%)	23.8%	248.2%	-15.9%	20.9%	14.2%
每股收益(元)	0.49	1.71	1.44	1.74	1.99
EBIT Margin	21.1%	35.9%	20.4%	22.0%	21.3%
净资产收益率 (ROE)	19.7%	41.8%	27.1%	25.4%	23.1%
市盈率 (PE)	15.9	4.6	5.4	4.5	3.9
EV/EBITDA	11.2	4.1	6.0	5.4	5.2
市净率 (PB)	3.12	1.90	1.46	1.14	0.90

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学纤维

证券分析师：杨林
 010-88005379
 yanglin6@guosen.com.cn
 S0980520120002

证券分析师：薛聪
 010-88005107
 xuecong@guosen.com.cn
 S0980520120001

联系人：曹熠
 021-60871329
 caoyi1@guosen.com.cn

证券分析师：张玮航
 021-60933136
 zhangweihaang@guosen.com.cn
 S0980522010001

证券分析师：刘子栋
 021-60933133
 liuzidong@guosen.com.cn
 S0980521020002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	7.80 元
总市值/流通市值	38711/15616 百万元
52 周最高价/最低价	15.76/7.28 元
近 3 个月日均成交额	229.17 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《华峰化学-002064-2021 年前三季度业绩预告点评：业绩预计大幅增长，产品结构将进一步优化》——2021-10-12

《华峰化学-002064-2021 年中报点评：氨纶景气度持续提升，单季度业绩再创新高》——2021-08-29

《华峰化学-002064-2021 年上半年业绩预告报告点评：单季业绩再创新高，看好氨纶景气度持续提升》——2021-07-10

《华峰化学-002064-重大事件快评：拟扩建 30 万吨氨纶、115 万吨己二酸项目，稳固行业领先地位》——2021-05-17

《华峰化学-002064-2021 年一季报预告&2020 年业绩快报点评：坚守自主创新高质量发展，业绩创新高再超预期》——2021-04-13

2021 年业绩大幅增长，产品结构进一步优化

公司是全球聚氨酯产业链领军企业，以打造国际领先的高技术纤维及新材料制造基地为目标，多年以来持续坚持“做强主业、适度多元、产融结合”的战略，坚守自主创新与高质量发展。2022 年 4 月 29 日，公司发布了《2021 年年度报告》：受益于 2021 年公司主导产品景气度大幅上行，产品产销量、销售价格、毛利率等较上年同期均有较大幅度的增长，2021 年全年，公司主营收入 283.67 亿元，同比上升 92.66%；归母净利润 79.37 亿元，同比上升 248.23%；扣非净利润 78.58 亿元，同比上升 258.13%；其中 2021 年第四季度，公司单季度主营收入 73.52 亿元，同比上升 53.75%；归母净利润 18.1 亿元，同比上升 74.39%；单季度扣非净利润 17.78 亿元，同比上升 75.14%；负债率 34.84%，投资收益 6951.49 万元，财务费用 3099.25 万元，毛利率 38.7%。此外，2021 年浙江华峰新材料有限公司的年度业绩承诺已顺利完成。同时，公司也发布了《2022 年一季度报告》：2022 年第一季度，在主营产品氨纶价格回落的背景下，公司仍然实现营业收入为 72.93 亿元，同比增长 25.87%；归母净利润为 13.62 亿元，同比下降 16.93%；归母扣非净利润为 13.43 亿元，同比下降 17.23%；基本每股收益为 0.29 元/股。整体来说，公司年报及一季报业绩均略超我们预期。

目前，公司已具备氨纶设计产能 22.5 万吨（在建产能 30 万吨处于建设中），2021 年产能利用率达到 101.68%；此外，公司还具备 75.5 万吨己二酸产能（在建产能 20 万吨）以及聚氨酯原野产能 47 万吨（在建产能 5 万吨）。现阶段，公司氨纶与己二酸目前产能释放比较充分，产能利用率高，新建项目也在积极推进中。未来，公司成长性项目规划明确：“十四五”期间，公司将继续在氨纶、基础化工（己二酸、环己酮等）、聚氨酯等领域进行长足规划及扩张。我们看好公司将充分把握行业发展机遇，发挥龙头企业的竞争优势，加快氨纶、己二酸、聚氨酯原液等项目建设，进一步优化产品结构和盈利结构，创新引领发展，从成本优势向品质优势转型。

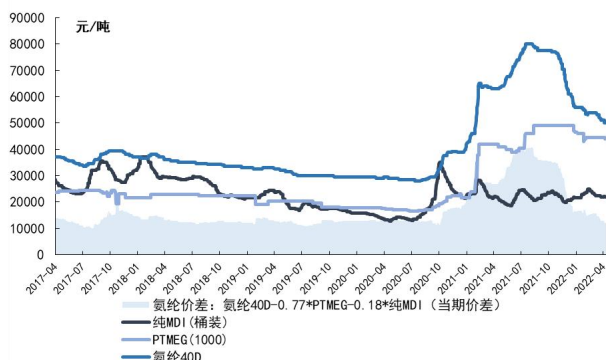
氨纶业务：行业集中度持续提高，2021 年氨纶供不应求状况进一步加剧

近年来，全球及国内氨纶消费维持高速增长。回顾来看，2019 年我国氨纶行业整体已呈现出供需平衡的格局。进入 2020 年，NCP 疫情催生了口罩耳带、纱布、绑扎带、防护服等疫防物资的增量，在满足国内疫情防控需求的同时，我国对海外大量供应及出口疫情防控物资。据海关总署数据，2020 年 3 月至 12 月底，全国海关共验放出口口罩出口 2242 亿只、价值 3400 亿元（占出口防疫物资总价值的 77.5%），相当于为海外提供了近 40 个口罩/人；防护服 23.1 亿件，包括医用防护服 7.73 亿件。自 2020 年 9 月中旬起至今，受氨纶行业进入供需错配格局、下游纺织服装需求回暖、海外订单转移回流、双原材料价格上涨及支撑等多重因素影响，氨纶行业周期景气大幅反转。我们判断 2020 年我国氨纶行业已呈现出显著的供需错配格局，2020-2021 年，氨纶行业供不应求状况进一步加剧，符合我们此前在《需求拉动氨纶进入长景气周期》报告中的预期。

氨纶在纺织服装、医疗、汽车、纸尿裤等产业领域的应用仍有较大增长空间。我们看好未来全球和全国氨纶需求量增速将分别达到 10%和 13%以上。从供给端来看，未来 3 年新增产能将主要来自于行业 5 家龙头企业。目前公司产能 22.5 万吨（约占全国 20%），产能位列全球第一。“十四五”期间，公司计划实现国内氨纶市场占有率达到 40%以上，年产量突破 50 万吨。未来，随着盈利能力更显著的重庆基地新增产能的释放及占比提升，我们看好公司将继续发挥规模成本优势，利用重庆基地新装备、能源成本、智能化等优势，进一步巩固行业龙头地位。

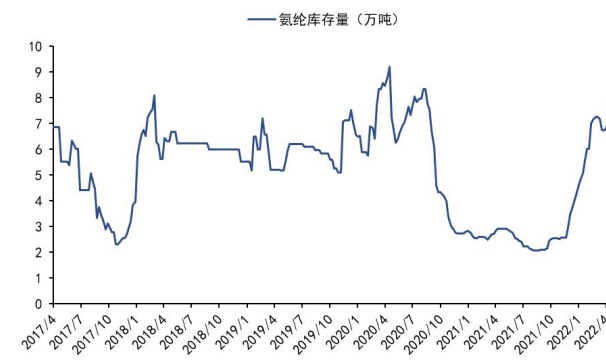
据生意社数据，2021 年年初，40D 氨纶报价 38040 元/吨；截至 3 月 7 日，40D 氨纶较年初涨幅近 70%，随后小幅回落调整；5 月中旬，40D 氨纶再度开启上涨行情，攀升至近 10 年来新高；截至 6 月 28 日其价格为 75000 元/吨，涨幅为 9.65%，同比涨幅 138.10%；截至 7 月 21 日，40D 氨纶价格为 78200 元/吨，较三个月前的价格上涨 15.68%，较月初上涨 2800 元/吨，涨幅为 3.71%；再上涨至 8 月初的 80000 元/吨，之后虽稍有回落，但整体仍保持在 75000 元/吨左右，价格已经创下了近 10 年的价格新高。2021 年四季度随着新增产能释放、下游消费增长乏力等影响，氨纶价格进入了下行通道。截至 2022 年 5 月 1 日，据百川盈孚数据，浙江地区氨纶 20D 主流报价在 67000-71000 元/吨，氨纶 30D 主流报价在 58000-61000 元/吨，氨纶 40D 主流报价在 48000-52000 元/吨。据我们统计，2021 年底-2022 年初新增产能在 10 万吨左右（产能增速约 11%），近期随着新增产能逐步投放后，氨纶供需错配格局已逐渐从供需错配的格局演变为紧平衡状态，未来若新增产能放量速度高于需求增速，则氨纶行业将进入供应宽松的格局。

图1：2020-2021 年氨纶供需错配，价差持续扩大



资料来源：百川盈孚、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：氨纶库存量：目前已明显回升



资料来源：百川盈孚、国信证券经济研究所整理

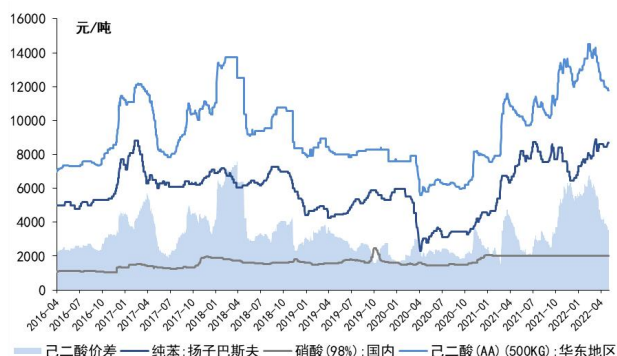
己二酸业务：下游新材料加速扩张，需求拉动己二酸景气周期

己二酸价格上行，需求有望带动景气度爆发。2020 年下半年开始，供需关系修复和向好推动己二酸价格上涨至目前 12200 元/吨。国内己二酸生产企业主要分为两类：1）以重庆华峰、河南神马为代表，拥有己二酸下游配套产业链；2）以华鲁恒升为代表，通过装置优化和业务协同形成一定成本优势。国内目前规划建设的己二酸产能约 215 万吨，假设全部产能建成投产，我国己二酸产能将达到 490 万吨左右，在全球范围的产能占比将进一步提升。己二酸下游的 PA66 原料己二腈国产化进度加快和可降解塑料 PBAT 项目大规模规划，预计在 2023 年有大量投产，将显著拉动己二酸行业景气度向上。我们认为，需求面将继续催化行业的高景气度，己二酸有望达到新一轮的高景气。

新材料项目加速推进，己二酸供需缺口或扩大。己二酸下游的 PA66 和 PBAT 规划产能庞大。压制国内 PA66 产能放量的己二腈制备技术，目前国产化已经进入规模化产能建设阶段。2021 年价格暴涨的 BDO 新增产能规划充足，预计价格将有所回落，推动 PBAT 项目投产，己二酸需求量预计将有大幅增长。由于己二酸两个主要下游 PA66 和 PBAT 项目投建均存在较大不确定性，我们以乐观、中性、悲观为假设情景对己二酸的供需格局进行测算。中性情景下，2022 年-2025 年己二酸的国内消费量为 176.4/232.8/286.5/326.3 万吨，其中 PA66 耗用量为 31.8/55.5/89.8/112.5 万吨；

PBAT 耗用量为 25.8/58.0/76.9/93.3 万吨。2022 年-2025 年国内己二酸的供需缺口为 6.1/-2.5/-8.1/4.6 万吨。2022 年和 2025 年己二酸规划建设产能多，而 2023 年和 2024 年较少。下游需求则相反，2023 年和 2024 年是 PA66 和 PBAT 的计划投产高峰。我们认为，2022 年己二酸有新增产能，供需基本维持平衡状态。2023 年-2024 年，随着己二腈国产化和原料 BDO 价格回落，PA66 和 PBAT 的产能有序释放，己二酸到 2023-2024 年供需将持续收紧，行业有望迎来新一轮的景气周期，景气向上空间则需要跟踪两个新材料关键下游的产能释放节奏。

图3：己二酸价格及价差走势



资料来源：百川盈孚、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：己二酸供需情况（万吨，%）



资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

目前全球己二酸产能约 491.6 万吨，其中海外产能约 212 万吨，国内产能约 279.6 万吨，占全球产能的 56.88%，中国已成为全球最大的己二酸生产国。国内己二酸的主要生产企业包括重庆华峰、河南神马、华鲁恒升和海力化工。全球己二酸生产企业主要采用环己烷法和环己烯法，海外企业投产时间较早，主要为环己烷法，环己烷法占比 94.33%。日本旭化成是环己烯的研发企业，开创全球环己烯法的应用。国内主要生产企业基本采用环己烯工艺，国内环己烷法占比仅 15.38%。

国内目前规划建设的己二酸产能约 215 万吨，主要为两方面：1) **龙头企业持续扩产**：重庆华峰、平煤神马和华鲁恒升在建和规划产能合计 85 万吨/年；2) **石油路线企业布局产业链**：恒力石化、古雷石化等石油化工企业凭借产业链优势，利用苯为原料向下布局己二酸和下游尼龙产业链。CR3 企业（华峰化学、河南神马、华鲁恒升）的扩产能主要集中于 2022 年和 2023 年投产，石化企业规划较晚，预计投产时间到 2024 年和 2025 年。己二酸扩产能集中于己二酸传统龙头和石化龙头企业，且扩产规模均在 20 万吨级别以上，假设全部产能建成投产，我国己二酸产能将达到 490 万吨左右，在全球范围的产能占比将进一步提升。

表1：己二酸行业现有产能

生产企业	现有产能（万吨/年）	生产工艺
国外企业：		
巴斯夫（含索尔维）	83	环己烷法
英威达	54	环己烷法
奥升德	45	环己烷法
兰蒂奇	18	环己烷法
旭化成	12	环己烷法
海外产能合计	212	
国内企业：		
重庆华峰	75	环己烷法
河南神马	47.5	环己烷法
华鲁恒升	32.6	环己烷法
大丰海力	30	环己烷法
海力化工	22.5	环己烷法
唐山中浩	15	环己烷法
阳煤太化	14	环己烷法
洪达化工	14	环己烷法
辽阳石化	14	环己烷法
山西丰喜	7.5	环己烷法
天利高新	7.5	环己烷法
国内环己烷工艺产能小计：	43	
国内环己烯工艺产能小计：	236.6	
国内产能合计	279.6	
全球产能合计	491.6	

资料来源：卓创资讯，各公司公告，国信证券经济研究所整理

表2：国内己二酸行业在建/规划产能

生产企业	在建/规划产能（万吨/年）	预计投产时间
重庆华峰	40	分两期，2022 年 H1/2023 年 5 月
河南峡光	30	2022 年 H1
平煤神马	25	2022 年 H1
华鲁恒升	20	2023 年末
恒力石化	30	2024 年
古雷石化	30	2025 年
内蒙古君正	40	-
合计	215	

资料来源：卓创资讯，各公司公告，国信证券经济研究所整理

聚氨酯业务：打造聚氨酯新材料产业集群，聚氨酯业务毛利率稳定

受 NCP 影响，2020 年上半年原料 AA、BDO 均进入历史低位，下游浆料、鞋底原液、TPU、CPU 开工负荷不及 5 成，聚酯多元醇价格跌入谷底；2020 年下半年，随下游逐步复苏，终端出口市场好转到来转机，聚酯多元醇逐步价格上调；而在“金九银十”过后，下游开工再次恢复低负状态。进入 2021 年，在 BDO 强势反弹带动下，国内聚酯多元醇市场价格水涨船高；同时下游复工时间较往年有所提前，成本面与需求端皆存支撑。供应量持续不足聚酯多元醇迎来开门红，节后归来强势依旧。我们预计短期内聚酯多元醇价格将保持高位运行。

我国是全球最大的鞋类产销国家，预计 PU 鞋底原液在未来 5 年的平均增长率预计在

2%-3%左右。世界聚氨酯鞋底原液主要产能在中国、德国、意大利、美国等国家，其中我国是全球最大的聚氨酯鞋底原液生产国。据中国皮革协会数据，2018 年我国鞋类生产量占全球的 56%。据 APICCAPS（葡萄牙鞋类协会）数据，2019 年全球共制造 243 亿双鞋，创历史新高。自 2010 年以来，全球鞋类产量增长了 21.2%，年均增长率为 2.2%。2019 年，中国鞋类产量 134.75 亿双，以 55.5% 的占比位居全球榜首，出口量占总产量的 70.8%。按 1 吨聚氨酯可生产 2000 双鞋测算，华峰化学的 42 万吨聚氨酯原液可用于生产 8.4 亿双鞋，占全球鞋类总产量的 3.5%。据《中国聚氨酯产业现状及“十三五”发展规划建议》数据，我国聚氨酯鞋底原液在鞋材中所占比例却不到 10%，远远低于发达国家 20% 的平均水平，我们看好未来随着原材料市场价格的逐渐降低，我国鞋底原液的性价比优势将会更加突出。据天天化工网预计，未来 5 年全球 PU 鞋底原液的平均增长率在 2%-3% 左右。华峰化学公司的聚氨酯原液业务较为成熟稳定，在原材料价格剧烈波动的情况下，公司仍能通过提前采购、储备原料库存等方式，平抑产品成本、售价及维持毛利水平。2021 年，华峰新材年度扣非归母净利润达到 28.46 亿元，远远超过业绩承诺 14.10 亿元。在国内及全球经济逐步复苏的背景下，聚氨酯终端产品如沙发、床垫、鞋底等消费逐步回暖，聚氨酯原液价格与价差已于 2020 年 Q4 迎来反弹回升。在整合集团内优质聚氨酯产业资源后，公司将继续发挥研发实力及产业链配套优势，聚焦于工艺创新、原辅料自研替换、提高终端影响力等，力争在“十四五”期间打造国际领先的高技术纤维及新材料制造基地并成为国际一流企业。

投资建议：维持“买入”评级。公司是全球聚氨酯产业链领军企业，以打造国际领先的高技术纤维及新材料制造基地为目标，多年以来持续坚持“做强主业、适度多元、产融结合”的战略，坚守自主创新与高质量发展。“十四五”期间，公司将继续在氨纶、基础化工（己二酸、环己酮等）、聚氨酯等领域进行长足规划及扩张。我们看好公司为未来将继续聚焦主业，深耕细作。聚精会神推进产业基地式、一体化、高质量发展，一心一意优化产业基地布局，专业专注提升产业规模、产业结构和产业层次。我们看好公司坚守自主创新高质量发展。短期来看，氨纶价格已出现下滑，我们预测公司 2022-2024 年归母净利润分别为 67.77/80.73/92.20 亿元，同比 -15.9%/+20.9%/+14.2%；摊薄 EPS=1.44/1.74/1.99 元，当前股价对应 PE=5.4/4.5/3.9x。长期来看，公司成长性仍然显著，且将通过创新引领发展，从成本优势向品质优势转型，进一步优化产品结构和盈利结构。

风险提示：新项目投产进度低于预期；产品价格大幅下滑；下游需求不及预期等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	4429	7468	12836	21929	33137	营业收入	14724	28367	38364	42525	50010
应收款项	1613	2067	4227	4148	4678	营业成本	11067	17389	27646	30090	35903
存货净额	1922	4034	5551	6203	7717	营业税金及附加	93	187	241	272	321
其他流动资产	2564	4361	6129	6912	7935	销售费用	126	158	307	425	350
流动资产合计	10617	18157	28970	39419	53695	管理费用	327	438	2349	2386	2797
固定资产	7554	8718	9834	10322	10710	财务费用	64	31	89	84	51
无形资产及其他	597	935	888	841	795	投资收益	42	70	(100)	0	0
投资性房地产	383	800	800	800	800	资产减值及公允价值变动	40	31	0	0	0
长期股权投资	518	568	568	568	568	其他收入	(488)	(1019)	0	0	0
资产总计	19669	29178	41060	51951	66568	营业利润	2642	9247	7633	9268	10587
短期借款及交易性金融负债	2007	1792	3000	2700	2500	营业外净收支	(28)	(91)	0	0	0
应付款项	3104	5367	8477	9166	11105	利润总额	2614	9156	7633	9268	10587
其他流动负债	866	1140	3014	6032	10090	所得税费用	335	1220	957	1195	1368
流动负债合计	5978	8299	14491	17899	23695	少数股东损益	(0)	(1)	(0)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	1129	846	846	846	846	归属于母公司净利润	2279	7937	6676	8073	9220
其他长期负债	987	1022	1022	1022	1022						
长期负债合计	2116	1868	1868	1868	1868	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	8094	10167	16359	19767	25563	净利润	2279	7937	6676	8073	9220
少数股东权益	3	3	2	2	1	资产减值准备	50	13	11	3	3
股东权益	11572	19008	24679	31779	39953	折旧摊销	840	963	920	1055	1156
负债和股东权益总计	19669	29178	41041	51547	65517	公允价值变动损失	(40)	(31)	0	0	0
						财务费用	64	31	89	84	51
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	营运资本变动	(856)	(2194)	(449)	2353	2932
每股收益	0.49	1.71	1.44	1.74	1.99	其它	(50)	(14)	(11)	(4)	(3)
每股红利	0.07	0.12	0.22	0.21	0.23	经营活动现金流	2222	6674	7147	11481	13308
每股净资产	2.50	4.10	5.33	6.86	8.62	资本开支	0	(2152)	(2000)	(1500)	(1500)
ROIC	22%	51%	36%	46%	57%	其它投资现金流	(60)	(139)	0	0	0
ROE	20%	42%	27%	25%	23%	投资活动现金流	2	(2342)	(2000)	(1500)	(1500)
毛利率	25%	39%	28%	29%	28%	权益性融资	(47)	0	0	0	0
EBIT Margin	21%	36%	20%	22%	21%	负债净变化	658	(283)	0	0	0
EBITDA Margin	27%	39%	23%	24%	24%	支付股利、利息	(324)	(548)	(1006)	(973)	(1046)
收入增长	7%	93%	35%	11%	18%	其它融资现金流	(624)	369	1208	(300)	(200)
净利润增长率	24%	248%	-16%	21%	14%	融资活动现金流	(2)	(1293)	202	(1273)	(1246)
资产负债率	41%	35%	40%	38%	39%	现金净变动	2222	3039	5349	8708	10562
息率	0.9%	1.5%	2.8%	2.7%	2.9%	货币资金的期初余额	2206	4429	7468	12836	21929
P/E	15.9	4.6	5.4	4.5	3.9	货币资金的期末余额	4429	7468	12817	21544	32491
P/B	3.1	1.9	1.5	1.1	0.9	企业自由现金流	0	5454	5312	10055	11852
EV/EBITDA	11.2	4.1	6.0	5.4	5.2	权益自由现金流	0	5539	6477	10124	12352

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