

2018年9月10日

恒力股份 (600346.SH) 石油化工行业



## PTA 和工业丝进一步扩能巩固巨头地位

——恒力股份 (600346.SH) 拟投建 PTA-5 项目及工业丝技改项目点评

公司动态

日前,公司发布公告,宣布拟投资建设产能 250 万吨/年的 PTA-5 项目及实施产能 20 万吨/年的涤纶工业技改项目。

### ◆年产能 250 万吨项目计划投建, 打造 PTA 民营巨头

公司发布公告, 下属孙公司恒力石化拟投资 298,757 万元在大连长兴岛经济石化产业园建设“年产 250 万吨 PTA-5 项目”, 巩固上游产业规模优势。项目达产达效后, 预计年均销售收入 119.6 亿元, 年均利润总额 12.1 亿元, 盈利前景良好。PTA 产能的进一步扩充有利于公司满足下游客户需求增长, 增加 PTA 市场份额, 改善持续盈利区间。

### ◆工业丝行情逐步回暖, 扩建产能提升龙头地位

公司发布公告, 下属子公司江苏恒力化纤拟在苏州市南麻工业区实施年产 20 万吨高性能车用工业丝技改项目。此举有望实现企业自身产业结构转型升级, 优化产品结构, 提升市场竞争力。涤纶工业丝行业未来 2 年行业新增产能少, 下游需求增速稳定, 预计景气度有望回暖。

### ◆员工持股计划完成股票购买, 有力彰显公司信心

根据公告, 截至 2018 年 9 月 3 日, 相关信托计划已通过二级市场买入方式累计购入本公司股票 19,048,881 股, 成交均价 16.4785 元/股。此举充分彰显了公司对未来发展的信心, 为公司长期发展提供保障。

### ◆炼化项目进展顺利, 装置开车正式进入倒计时

目前恒力大型炼化项目已处于安装建设高峰期的尾声和最后冲刺期, 其中已经进入资产负债表的在建工程 210.69 亿元、工程物资 11.00 亿元、长期借款 305.65 亿元。预计将于今年四季度投料生产, 届时公司将充分受益产业链完备带来的成本优势。

### ◆投资建议

基于公司各项业务发展顺利, PTA 行业景气度有望提升, 炼化项目投产在即, 我们维持前期的盈利预测, 预计 2018-2020 年的净利润为 41.80/115.50/137.15 亿元, EPS 为 0.83/2.29/2.71 元, 维持目标价 22.86 元, 维持“买入”评级。

### ◆风险提示

人民币汇率波动风险; 原材料价格波动的风险; 炼化项目进展不及预期; 行业周期性波动风险; 环保和安全风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	19,240	22,288	48,365	136,147	149,762
营业收入增长率	2188.56%	15.84%	117.00%	181.50%	10.00%
净利润 (百万元)	1,180	1,719	4,180	11,550	13,715
净利润增长率	-585.33%	45.73%	143.10%	176.32%	18.75%
EPS (元)	0.23	0.34	0.83	2.29	2.71
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.13%	24.03%	13.91%	27.77%	24.80%
P/E	63	43	18	6	5
P/B	13	10	2	2	1

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2018 年 9 月 8 日

## 买入 (维持)

当前价/目标价: 15.83/22.86 元

目标期限: 6 个月

### 分析师

裴孝锋

021-22167262

[qiuxf@ebsecn.com](mailto:qiuxf@ebsecn.com)

执业证书编号: S0930517050001

赵乃迪

010-56513000

[zhaond@ebsecn.com](mailto:zhaond@ebsecn.com)

执业证书编号: S0930517050005

### 市场数据

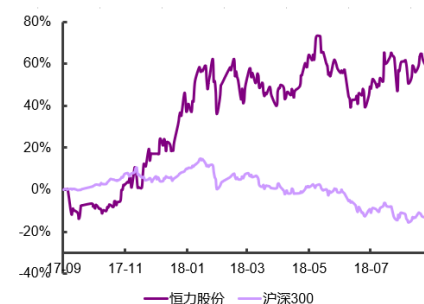
总股本(亿股): 50.53

总市值(亿元): 799.86

一年最低/最高(元): 8.62/17.95

近 3 月换手率: 1.33%

### 股价表现



### 相关研报

《恒力股份深度报告: 炼化芳烃一体化巨头扬帆起航, 大步迈向世界能化巨头》

《业绩超出市场预期, 静待炼化项目投产——恒力股份 2017 年年报暨 2018 年一季报预告点评》

## 目 录

1、 年产能 250 万吨项目计划投建，打造 PTA 民营巨头.....	3
2、 工业丝行情逐步回暖，扩建产能提升龙头地位.....	7
3、 员工持股计划完成，有力彰显公司信心 .....	9
4、 炼化项目进展顺利，装置开车正式进入倒计时.....	9
5、 投资建议.....	9
6、 风险因素.....	10

## 图表目录

图 1：PTA 工艺流程图.....	5
图 2：PTA 加工成本曲线随产能增长由陡变平.....	6
图 3：主要 PTA 工厂加工成本（元/吨） .....	6
图 4：PTA 价格价差 .....	7
图 5：涤纶工业丝价格提升（元/吨） .....	8
表 1：恒力年产 250 万吨 PTA-5 项目投资 .....	3
表 2：年产 250 万吨 PTA-4 项目主要建设指标.....	3
表 3：近 20 年主流 PTA 生产技术指标.....	6
表 4：公司拟建设项目产品方案表.....	8
表 5：国内涤纶工业丝产能情况（单位：万吨/年） .....	9

## 1、年产能 250 万吨项目计划投建，打造 PTA 民营巨头

为进一步巩固上游产能规模优势，增强聚酯化纤全产业链综合竞争实力，提升上市公司持续盈利能力，恒力石化股份有限公司（以下简称“公司”）下属孙公司恒力石化（大连）有限公司（以下简称“恒力石化”）拟在大连长兴岛经济区石化产业园区投资建设“年产 250 万吨 PTA-5 项目”。

项目拟投资总额 298,757 万元，根据中国昆仑工程有限公司和中国纺织工业设计院 2018 年 9 月出具的可研报告测算，达产达效后预计年收入约 119.6 亿元，税后利润 12.1 亿元，税后投资回收期约为 2.88 年，税后财务内部收益 42.33%，盈利前景良好。在国内下游聚酯产能持续扩张和 PTA 行业复苏向好的行业背景下，公司 PTA 产能的进一步扩充有利于上市公司满足下游客户需求增长，增加 PTA 市场份额，改善持续盈利区间。

### 1.1、项目建设规模大，行业话语权进一步提升

年产 250 万吨 PTA-5 项目总投资额约 298,757 万元人民币，其中建设投资约为 268,881 万元(含外汇 7,419 万美元)，铺底流动资金 20,914 万元。资金筹措方面，使用自有资金 89,628 万元，占总投资的 30%，其余部分向银行申请贷款解决。

表 1：恒力年产 250 万吨 PTA-5 项目投资

序号	工程或费用名称	投资估算（万元）	其中：外汇（万美元）	占总投资比例
1	建设投资	268,881	7,419	90%
1.1	固定资产费用	239,033	6,869	80.06%
1.2	无形资产费用	9,000		3.01%
1.3	其他资产费用	1,096		0.37%
1.4	预备费	19,752	550	6.61%
2	建设期利息	8,862		2.97%
3	铺底流动资金	20,914		7%
	项目总投资	298,757	7,419	100.00%

资料来源：恒力股份公司公告，光大证券研究所整理

表 2：年产 250 万吨 PTA-4 项目主要建设指标

序号	项目建设指标	建设要求
1	设计生产能力	2,500,000 t/a
2	操作时间	8,100 h/a
3	小时产量	308t/h
4	操作弹性	70-110%

资料来源：恒力股份公司公告，光大证券研究所整理

根据公告，项目拟建主要 PTA 生产装置、甲醇制氢和氢气回收扩建、循环水站扩建、污水处理站等，其余公用工程及辅助设施主要依托现有装置。

由于项目工程规模大，质量要求高，建设期初步定为 22 个月，预计在 2019 年年中完成土建，2020 年二季度调试生产。

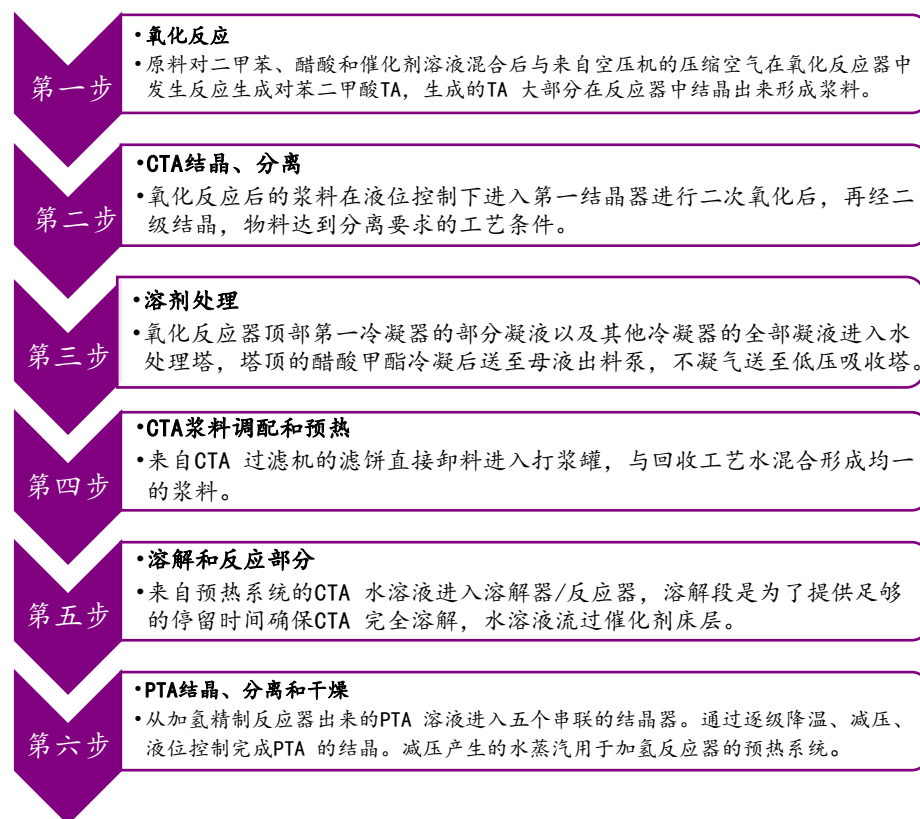
**恒力龙头地位增强，行业话语权进一步提升。**公司的拟建的 PTA-4 和 PTA-5 项目建成之后，预计 PTA 产能共计达 1160 万吨/年，仅次于逸盛系的 1680 万吨的年产能，而目前国内的真正有效产能约 4270 万吨。届时，逸盛系和恒力的产能在国内市场的占比有望从 46% 提升至 67%，行业集中度得到进一步提升。凭借产能提升和规模优势，PTA 寡头垄断的格局有望形成，未来行业巨头有望在中国甚至全球完成对 PTA 市场的寡头垄断控制，随着 PTA 周期行情逐渐复苏，寡头的议价权将在新一轮的涨价行情中逐步发挥。

## 1.2、技术水平业内领先，装置规模效应明显

本项目采取的是英威达最新的 PTA 技术，装置主要由氧化单元和精制单元两部分组成。在氧化单元，氧化反应采用液相空气催化氧化法，将对二甲苯氧化生成粗对苯二甲酸，经二次氧化、CTA 结晶、分离、打浆送至精制单元；在精制单元，CTA 经加压、预热、反应、PTA 结晶、分离、干燥、风送等过程得到最终 PTA 产品。

本项目一套 PTA 装置共有设备 453 台（套），其中动设备占 50.1%，设备类型较多，除一般装置中的塔器、换热器、容器外，还有空压机、离心机、干燥机（卧式）、薄膜蒸发器、压力转鼓过滤机、搅拌器、结晶器、反应器等；设备采用含 Ti 的双相不锈钢材料；多为中、低压设备，并采用四合一工艺空气压缩机组，单体设备规格普遍大型化。恒力股份 3 条前期投产的 220 万吨和今年拟建设的 2 条 250 万吨的生产线均采用 INVISTA 的工艺技术，相比于其他生产技术，有其独特的优势。

图 1：PTA 工艺流程图



资料来源：恒力股份公司公告，光大证券研究所整理

根据公司公告,恒力石化(大连)有限公司拟投建的年产 250 万吨 PTA-5 项目,采用的是目前全球范围内单套规模最大的装置,具备极强的规模效应。

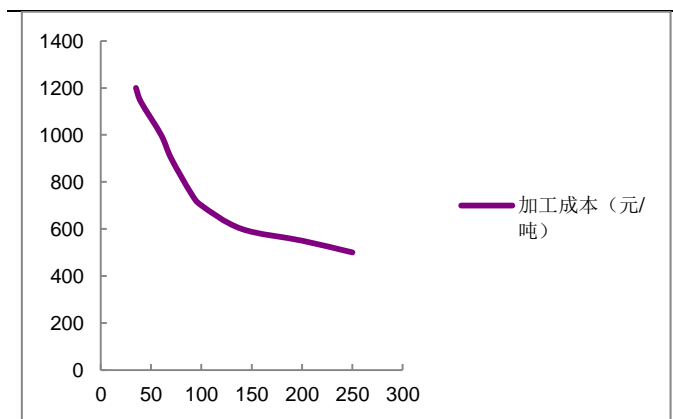
由 PTA 装置运行可变成成本曲线可以看出,大规模装置具备规模优势。根据生产运行测算,PTA 装置在百万吨级比几十万吨级的能耗和醋酸单耗有明显节约,产能越小,相应的单吨加工成本增长越快。当 PTA 价差低于 700 元/吨时,老厂基本已经逼近盈亏线,而对于生产能力较小的企业,受规模效应限制,本身物耗、能耗较高,亏损会更加严重。近几年开车运行的百万吨级装置,采用最新工艺技术,加工成本大约为 400~600 元/吨,在目前价差区间下盈利良好。对于年产 200 万吨装置,加工成本约为 550-570 元/吨,年产 140 万吨装置,成本约为 600 元/吨,年产 70 万吨及以下的装置,成本在 730-900 元/吨。根据公司公告中有关该项目成本问题的披露,恒力石化(大连)有限公司拟投建的年产 250 万吨 PTA-5 项目具备规模优势,加工成本相对较低,利润空间大。

表 3：近 20 年主流 PTA 生产技术指标

时间	装置规模 (万 t/a)	PX 单耗 (kg/a)	醋酸单耗 (kg/a)	能源单耗 (kg/t)	可变成本 (元/吨)
1995	50	665	50	550	800-1200
2000	60	660	45	325	700-800
2005	70	659	45	180	700-750
2010	90~110	655	40	150	600-700
2015	120~220	655	37	135	500-600

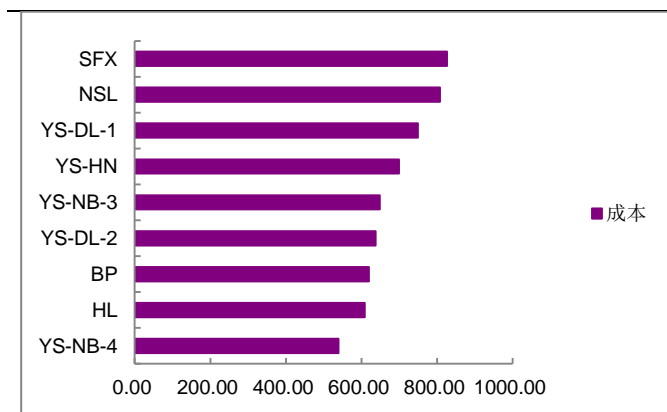
资料来源：卓创资讯、光大证券研究所整理

图 2：PTA 加工成本曲线随产能增长由陡变平



资料来源：中纤网，光大证券研究所整理

图 3：主要 PTA 工厂加工成本 (元/吨)

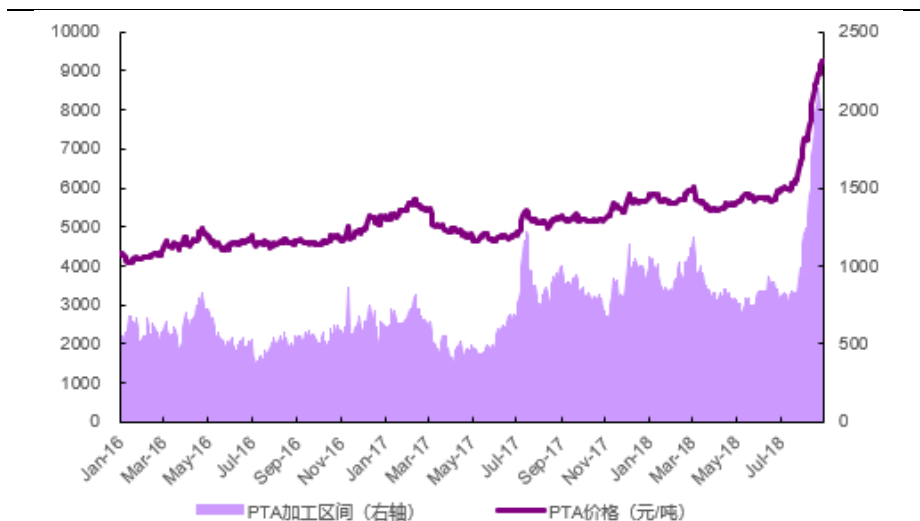


资料来源：中纤网，光大证券研究所整理

### 1.3、PTA 价格涨势不减，景气度提升盈利空间

2018 年三季度以来，PTA 价格开启暴涨的节奏，据万得资讯的数据，今年 7 月 2 日华东市场 PTA 的价格为 5905 元/吨，9 月 3 日 PTA 华东市场价上涨至 9260 元/吨，两个月的涨幅超过 50%。2018 年以来，国内 PTA 市场无新增产能投放，而下游服装销售平台火爆，对聚酯的需求量快速增长，预计供需紧张的局面要等到 2019 年下半年 PTA 新产能投放才能得到缓解。另外，短期内价格持续飙升还受人民币汇率波动，以及原料 PX 的进口价格上涨的影响：随着国际油价重心的逐步抬升，亚洲 PX 的价格从 6 月 22 日 931.67 美元/吨，涨至 9 月 3 日的 1350.67 美元/吨，在人民币贬值的背景下，其进口成本大幅攀升，推动国内 PTA 价格快速上涨。

图 4：PTA 价格价差



资料来源：wind，光大证券研究所整理

随着价格的提升，公司的 PTA 盈利空间增大，与原料 PX 的价差扩大。按照每吨 PTA 消耗 0.656 吨 PX 来计算，7 月 2 日华东市场 PTA 的价差为 782 元/吨，9 月 3 日为 1840 元/吨，涨幅达 135%。短期内公司受益于行业高景气度，业绩有望显著提升。

## 2、工业丝行情逐步回暖，扩建产能提升龙头地位

公司 9 月 7 日晚间发布公告，为适应市场需求，实现企业自身产业结构转型升级，优化产品结构，提升市场竞争力，下属子公司江苏恒力化纤拟在苏州市吴江区盛泽镇南麻工业区实施年产 20 万吨高性能车用工业丝技改项目。

项目计划总投资 151,958 万元，其中固定资产 122,030 万元（含进口设备 8218.8 万美元，国产设备 39,598 万元，建筑工程费 23,550 万元，工程安装 3000 万元人民币）。铺底流动资金及其他费用为 29,928 万元。

根据公告，项目落成后，公司年销售 20 万吨高性能车用工业丝产品 289,607 万元，每年可供分配利润为 43,810.71 万元，年投资利润率 15.13%。扣除其他税费后投资回收期为 3.47 年。



表 4：公司拟建设项目产品方案表

序号	产品名称	产品规格 (旦)	产量 (吨/年)	单价 (元/吨)	总价 (万元)
1	高模低缩 HMLS	1000-2000	5000	13100	6550
2	汽车安全带丝 HT-SB	1000-1500	18300	13800	25254
3	单喷粗旦高强丝 HT	3000	45500	13300	60515
4	粗旦高强活化丝 HT-AA	2000	10800	15000	16200
5	细旦、气囊丝	150-650	7000	19500	13650
6	高强 HT	1500	51000	13500	68850
		750-1000	20300	14000	28420
7	低缩、超低缩 SL SLS	750-1000	19200	14900	28608
8	色丝 C-SL C-HT	300-500	17600	18500	32560
		500-800	5000	18000	9000
	合计	1500	199700	13500	289607

资料来源：公司公告、光大证券研究所整理

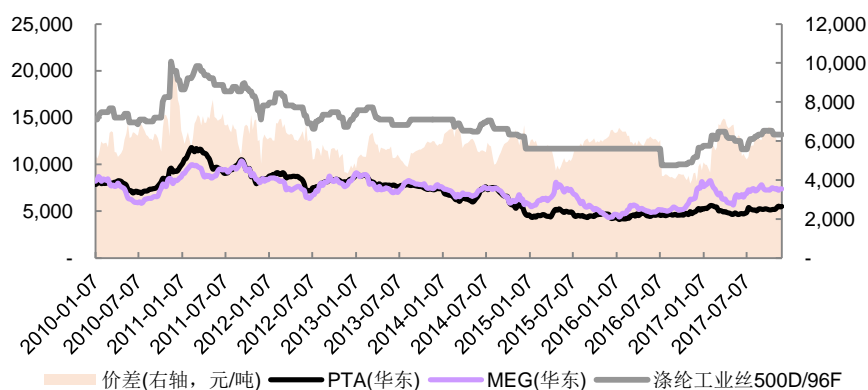
公司现有年产 20 万吨工业丝的年产能，位于国内工业丝产能第三位。利用原有年产 20 万吨聚酯切片为原料及生产配套辅助设施、公用设施等，新增固相增粘、纺丝设备等，并对公用工程进行适应性改造。项目达产后，将有助于提升产品差异化，提升产品市场竞争力及占有率，实现公司快速发展。

#### 涤纶工业丝价格企稳回升，盈利情况有望改善

2016 年下旬，受行业低迷，原油成本上升向下游传导不力等因素的影响，涤纶工业丝价格一直处在低位，全年均价约为 10645 元/吨，工业丝与 PTA、MEG 平均价差仅为 4833 元/吨，盈利空间受到挤压。

2017 年，工业丝市场价格逐步企稳回升，价差回归至正常水平，2017 年年底，纤度为 500D/96F 的高强度工业丝价格上涨到 13200 元/吨，据百川资讯，截至 2018 年 9 月 7 日，500D/96F 工业丝的价格为 14600 元/吨，同比涨幅为 10.6%，但受原料 PTA 的影响，价差仅为 4000 元/吨，处于历史低位，未来有望得到改善。

图 5：涤纶工业丝价格提升 (元/吨)



资料来源：wind，光大证券研究所整理



表 5：国内涤纶工业丝产能情况（单位：万吨/年）

公司	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
古纤道	29.3	29.3	29.3	39.3	51	51	51
海利得	12	12	12.5	12.5	15	19	21
尤夫股份	7	7	21	21	21	27	27
恒力股份	20.3	20.3	20.3	20.3	21	20	20
其他	68.2	68.2	68.2	68.2	90	87.8	87.8
合计	136.8	136.8	151.3	161.3	198	204.8	206.8

资料来源：中纤网、光大证券研究所整理

工业丝近年来新增产能投放较少，2016 年新增产能 6 万吨左右，2017 年仅有 2 万吨新增产能，预计 2018 年工业丝产能为 208 万吨左右。相比于去年同期，工业丝价格改善近 10 个百分点。由于未来 2 年行业新增产能较少，下游需求增速稳定，预计行业景气度有望持续提升。

### 3、员工持股计划完成，有力彰显公司信心

公司 9 月 4 日发布公告，宣布已委托陕西省国际信托股份有限公司成立“陕国投·恒力股份第二期员工持股集合资金信托计划”。截至 2018 年 9 月 3 日，已通过二级市场买入方式累计购入本公司股票 19,048,881 股，占公司总股本的 0.377%，成交金额为 313,897,109.70 元，成交均价 16.4785 元/股。

该计划的完成，充分彰显公司高管和员工对公司未来发展的信心，将为公司的长期发展提供保障。

### 4、炼化项目进展顺利，装置开车正式进入倒计时

恒力股份“2000 万吨/年炼化一体化项目”方面，截至 2018 年上半年，款项已经落实，公司账面上拥有货币资金 232.44 亿元，在建工程 210.69 亿元、工程物资 11.00 亿元、长期借款 305.65 亿元。目前，该项目已处于安装建设高峰期的尾声和最后冲刺期，整个项目的工作重心正逐步由工程建设、设备安装向工厂调试、投料生产阶段转变，项目预计于今年四季度投料生产，是几家民营大炼化企业中进展最快的。目前，PX 正处于景气周期高点，随着美国对伊朗制裁日期的临近，伊朗原油出口量将进一步下降，有望步入中高油价时代，这将支撑 PX 的价格维持在高位。公司炼化项目的如期投产，将进一步增厚今年四季度及明年的业绩。

恒力炼化项目达产后，公司将形成“芳烃—PTA—聚酯—民用丝及工业丝”的完整产业链，公司抵抗市场风险波动的能力、行业引导能力都将大大提升，形成公司上下游业务的战略协同、资源共享的新局面。项目每年实现年产芳烃 450 万吨以及汽柴油和航空煤油等产品，其中芳烃可供恒力石化生产 PTA、进而可供恒力化纤生产聚酯、涤纶丝等产品；其余产品可供下游其他行业生产和消费，主要为纺织行业、汽车行业等在内的众多行业。

### 5、投资建议

基于公司各项业务发展顺利，PTA 行业景气度有望提升，炼化项目投产在即，我们维持前期的盈利预测，预计 2018-2020 年的净利润为

41.80/115.50/137.15 亿元，EPS 为 0.83/2.29/2.71 元，维持目标价 22.86 元，维持“买入”评级。

## 6、风险因素

### 人民币汇率波动风险

如果人民币持续大幅波动，将对公司汇兑损益、外币计价出口产品价格、原料价格等经营性因素产生较大不确定性影响。依赖于进口的原材料 PX 的价格收到汇率波动影响较大，人民币持续贬值会缩小利润空间。

### 原材料价格波动的风险

公司的生产经营受上游原料特别是原油和煤炭的价格变化的影响较大，如果公司的库存和采购管理、下游产品市场的价格调整不能有效降低或消化原材料价格波动的影响，将可能对公司的经营生产及业绩产生不利影响。

### 炼化项目进展不及预期

公司炼化项目目前已完成基建，进入安装调试阶段，但能否顺利投产并保持稳定的开工率将直接影响公司炼油板块的营业收入，并牵制整个产业链的协同作用。

### 行业周期性波动风险

聚酯纤维行业的发展受上游 PTA、MEG、PX 供给、下游纺织行业需求及自身发展状况的影响，而呈现一定的周期性特征。我国国民经济、出口政策等宏观环境的变化也会给该行业带来周期性波动的风险。在调整周期中，行业会出现产品价格下降、开工率不足、盈利能力下滑等现象。

### 环保和安全风险

随着环保意识的增强及政府环保要求趋严，尽管公司积极采取环保措施，加大环保投入；严格按照相关法律法规、生产规范进行日常管理，建立了严格的标准操作规范，但仍无法完全排除因人为操作失误或意外原因导致的环保事故或安全生产事故，从而影响公司的正常经营活动。因此，存在一定的环保和安全生产风险。

利润表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	19,240	22,288	48,365	136,147	149,762
营业成本	16,650	18,662	40,449	113,864	122,056
折旧和摊销	1,067	1,006	1,486	2,426	3,241
营业税费	125	119	181	508	559
销售费用	193	206	484	1,361	1,498
管理费用	525	1,041	1,320	3,717	4,088
财务费用	488	383	944	1,728	1,711
资产减值损失	-3	-1	-3	0	0
公允价值变动损益	0	-9	0	0	0
投资收益	0	6	6	6	6
营业利润	1,262	2,035	4,996	14,975	19,856
利润总额	1,398	2,037	5,096	15,065	19,949
少数股东损益	-34	25	50	50	50
归属母公司净利润	1,180	1,719	4,180	11,550	13,715

资产负债表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
总资产	19,699	19,684	73,355	101,127	116,231
流动资产	8,692	8,876	21,115	37,854	54,097
货币资金	2,564	2,417	11,238	15,983	30,510
交易型金融资产	19	0	0	0	0
应收账款	66	44	96	269	296
应收票据	3,657	3,322	3,386	4,084	4,493
其他应收款	6	8	17	48	53
存货	1,819	2,314	5,016	14,119	15,135
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	9,959	9,425	19,052	41,434	44,527
无形资产	720	989	1,915	2,794	3,630
总负债	13,664	12,329	43,063	59,234	60,573
无息负债	6,842	4,065	7,296	18,467	19,806
有息负债	6,822	8,264	35,767	40,767	40,767
股东权益	6,035	7,355	30,293	41,893	55,657
股本	2,826	2,826	5,053	5,053	5,053
公积金	1,159	1,310	18,209	19,364	19,914
未分配利润	1,875	3,019	6,781	17,176	30,340
少数股东权益	175	200	250	300	350

现金流量表 (百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	730	156	6,505	14,925	18,334
净利润	1,180	1,719	4,180	11,550	13,715
折旧摊销	1,067	1,006	1,486	2,426	3,241
净营运资金增加	2,359	3,394	2,757	9,600	1,738
其他	-3,875	-5,963	-1,919	-8,650	-360
投资活动产生现金流	-315	-827	-42,950	-13,452	-2,095
净资本支出	375	611	41,000	7,000	1,100
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-690	-1,438	-83,950	-20,452	-3,195
融资活动现金流	-1,523	1,019	45,267	3,272	-1,711
股本变化	2,158	0	2,227	0	0
债务净变化	5,777	1,442	27,503	5,000	0
无息负债变化	5,481	-2,777	3,230	11,172	1,339
净现金流	-1,141	355	8,821	4,745	14,527

资料来源：光大证券研究所、上市公司

关键指标	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	2188.56%	15.84%	117.00%	181.50%	10.00%
净利润增长率	-585.33%	45.73%	143.10%	176.32%	18.75%
EBITDA/EBITDA 增长率	-1301.61%	23.86%	127.11%	157.71%	29.70%
EBIT/EBIT 增长率	-560.39%	48.87%	162.39%	181.38%	29.13%
<b>估值指标</b>					
PE	63	43	18	6	5
PB	13	10	2	2	1
EV/EBITDA	17	15	14	6	4
EV/EBIT	28	22	18	7	5
EV/NOPLAT	34	26	21	9	7
EV/Sales	3	2	2	1	1
EV/IC	4	3	2	1	1
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	13.46%	16.27%	16.37%	16.37%	18.50%
EBITDA 率	12.10%	12.94%	15.34%	14.05%	16.56%
EBIT 率	6.56%	8.43%	12.27%	12.26%	14.40%
税前净利润率	7.27%	9.14%	10.54%	11.06%	13.32%
税后净利润率 (归属母公司)	6.13%	7.71%	8.64%	8.48%	9.16%
ROA	5.81%	8.86%	5.77%	11.47%	11.84%
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.13%	24.03%	13.91%	27.77%	24.80%
经营性 ROIC	11.84%	12.52%	8.26%	16.01%	18.39%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.74	0.83	3.27	2.15	2.85
速动比率	0.58	0.61	2.50	1.35	2.05
归属母公司权益/有息债务	0.86	0.87	0.84	1.02	1.36
有形资产/有息债务	2.78	2.26	2.00	2.41	2.76
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.23	0.34	0.83	2.29	2.71
每股红利	0.08	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.14	0.03	1.29	2.95	3.63
每股自由现金流(FCFF)	-0.05	-0.21	-7.39	-0.26	3.02
每股净资产	1.16	1.42	5.95	8.23	10.95
每股销售收入	3.81	4.41	9.57	26.94	29.64

资料来源：光大证券、上市公司

## 行业及公司评级体系

评级	说明
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。

**基准指数说明：**A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，光大证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议做出任何形式的保证和承诺。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅向特定客户传送，未经本公司书面授权，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络本公司并获得许可，并需注明出处为光大证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。



## 光大证券股份有限公司

上海市新闸路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编 200040  
总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

机构业务总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	徐硕		13817283600	shuoxu@ebscn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebscn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebscn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebscn.com
	丁点	021-22169458	18221129383	dingdian@ebscn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebscn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebscn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebscn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebscn.com
	李晓琳	021-22169087	13918461216	lixiaolin@ebscn.com
	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebscn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebscn.com
北京	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebscn.com
	高菲	010-58452023	18611138411	gaofei@ebscn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebscn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebscn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebscn.com
	张彦斌	010-58452026	15135130865	zhangyanbin@ebscn.com
	庞舒然	010-58452040	18810659385	pangsr@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	陈婕	0755-25310400	13823320604	szchenjie@ebscn.com
国际业务	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	梁超		15158266108	liangc@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com
	王佳	021-22169095	13761696184	wangjia1@ebscn.com
	郑锐	021-22169080	18616663030	zh Rui@ebscn.com
	凌贺鹏	021-22169093	13003155285	linghp@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebscn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebscn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebscn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebscn.com
私募业务部	赵纪青	021-22167052	18818210886	zhaojq@ebscn.com
	谭锦	021-22169259	15601695005	tanjin@ebscn.com
	曲奇瑶	021-22167073	18516529958	quqy@ebscn.com
	王舒	021-22169134	15869111599	wangshu@ebscn.com
	安玲娴	021-22169479	15821276905	anlx@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
	吕程	021-22169482	18616981623	lvch@ebscn.com
	李经夏	021-22167371	15221010698	lijxia@ebscn.com
	高霆	021-22169148	15821648575	gaoting@ebscn.com
	左贺元	021-22169345	18616732618	zuohy@ebscn.com
	任真	021-22167470	15955114285	renzhen@ebscn.com
	俞灵杰	021-22169373	18717705991	yulingjie@ebscn.com