



## 华鲁恒升 (600426.SH)

### 推荐

所属行业： 化工  
行业评级： 推荐

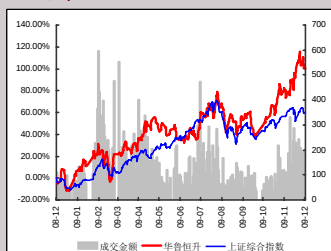
#### 股价数据

|            |            |
|------------|------------|
| 12 个月区间(元) | 9.70-24.97 |
| 最新收盘价(元)   | 22.95      |

#### 股本结构

|            |        |
|------------|--------|
| 总市值(亿元)    | 113.77 |
| 流通市值(亿元)   | 113.77 |
| 总股本(亿股)    | 4.96   |
| 流通 A 股(亿股) | 4.96   |
| 流通 B 股(亿股) | 0      |

#### 股价表现图



齐鲁证券研究所  
行业公司部

分析师  
孙建新  
联系人  
刘艳平

Tel: (86531) 81776331  
Fax: (86531) 81283791  
Email: liuyup@qlzq.com.cn

## 煤化工产业链完整，成本优势明显

### ——华鲁恒升(600426)深度研究报告

#### 投资要点:

- ◇ 公司是国内尿素、DMF 行业的龙头企业。目前尿素年产 110 万吨，明年 2 月预计新增产量 40 万吨；年产 DMF 23 万吨；醋酸设计产能 23 万吨，实际年产 35 万吨，通过增发项目，2012 年公司醋酸产能将达 80 万吨。
- ◇ 公司技术实力雄厚，通过洁净煤气化以及“一头三线”的产业链，取得了突出的成本优势、多联产优势，在煤头尿素企业中成本最低。
- ◇ 公司前三季度营业收入为 28.86 亿，比上年同期增加 11.17%，前三季度基本每股收益为 0.67 元。三季度净利润同比减少 7.45%，环比增长 141.6%，公司业绩继续保持较快增长速度。
- ◇ 目前，石油价格稳定在 70~80 美元/桶，煤化工具有比较优势；国内天然气价格面临上涨压力；明年春耕期间新增产能投入生产，这都将使明年尿素业绩有保证。
- ◇ DMF 下游纺织、鞋类产业景气度回升，而上游甲醇长期受国外同类低价产品制约，价格低迷，DMF 毛利率有望进一步提升。国内醋酸主要应用于涤纶产品，由于在成本上具有相对优势，下游纺织行业的景气回升有利公司业绩增长。
- ◇ 2010 年预计公司 09~11 年 EPS0.84 元，1.10 元，1.36 元，给予“推荐”的投资评级。

| 财务数据摘要      | 2008    | 2009E   | 2010E   | 2011E   |
|-------------|---------|---------|---------|---------|
| 主营业务收入(百万元) | 3443.66 | 4106.95 | 4675.82 | 5140.38 |
| 主营业务收入增长率   | 20.08%  | 19.26%  | 13.85%  | 9.94%   |
| 净利润(百万元)    | 376.90  | 414.02  | 546.87  | 673.13  |
| 净利润增长率      | 17.68%  | 9.85%   | 32.09%  | 23.09%  |
| 每股收益(元)     | 0.76    | 0.84    | 1.10    | 1.36    |
| P/E         | 30.19   | 27.48   | 20.80   | 16.90   |



## 正文目录

|                           |        |
|---------------------------|--------|
| 一、公司简介 .....              | - 4 -  |
| 1、煤头尿素龙头，DMF行业国内领先 .....  | - 4 -  |
| 2、产业链完整，技术水平高 .....       | - 4 -  |
| 二、行业复苏，公司产销好转 .....       | - 5 -  |
| 2、化工产品，主要下游化纤行业产销好转 ..... | - 5 -  |
| 3、09 年情况好转，环比回升 .....     | - 6 -  |
| 三、主营产品竞争优势明显 .....        | - 6 -  |
| 1、尿素产品分析 .....            | - 6 -  |
| 2、DMF 产品分析 .....          | - 8 -  |
| 3、醋酸产品分析 .....            | - 10 - |
| 四、新项目进一步提高公司赢利水平 .....    | - 10 - |
| 醋酸酐 .....                 | - 10 - |
| 五、风险提示 .....              | - 11 - |



## 图 目 录

|                                |        |
|--------------------------------|--------|
| 图 1: 2009 年上半年主营业务收入所占比重 ..... | - 4 -  |
| 图 2: 公司产品产业链示意图 .....          | - 4 -  |
| 图 3: 近年化学纤维制造业累计销售收入 .....     | - 5 -  |
| 图 4: 2008 年尿素厂家毛利率比较 .....     | - 6 -  |
| 图 5: 长三角地区尿素价格走势 .....         | - 7 -  |
| 图 6: 天然气价格走势 .....             | - 7 -  |
| 图 7: DMF 价格走势 .....            | - 8 -  |
| 图 8: 长三角地区甲醇价格走势 .....         | - 9 -  |
| 图 9: 氨纶价格走势 .....              | - 9 -  |
| 图 10: 醋酸价格走势 .....             | - 10 - |

## 表 目 录

|                                 |        |
|---------------------------------|--------|
| 表 1: 公司单季度财务指标对比 (单位: 亿元) ..... | - 6 -  |
| 附表 1: 华鲁恒升报表预测 (单位: 百万元) .....  | - 12 - |
| 附表 2: 华鲁恒升财务分析和估值指标汇总 .....     | - 13 - |

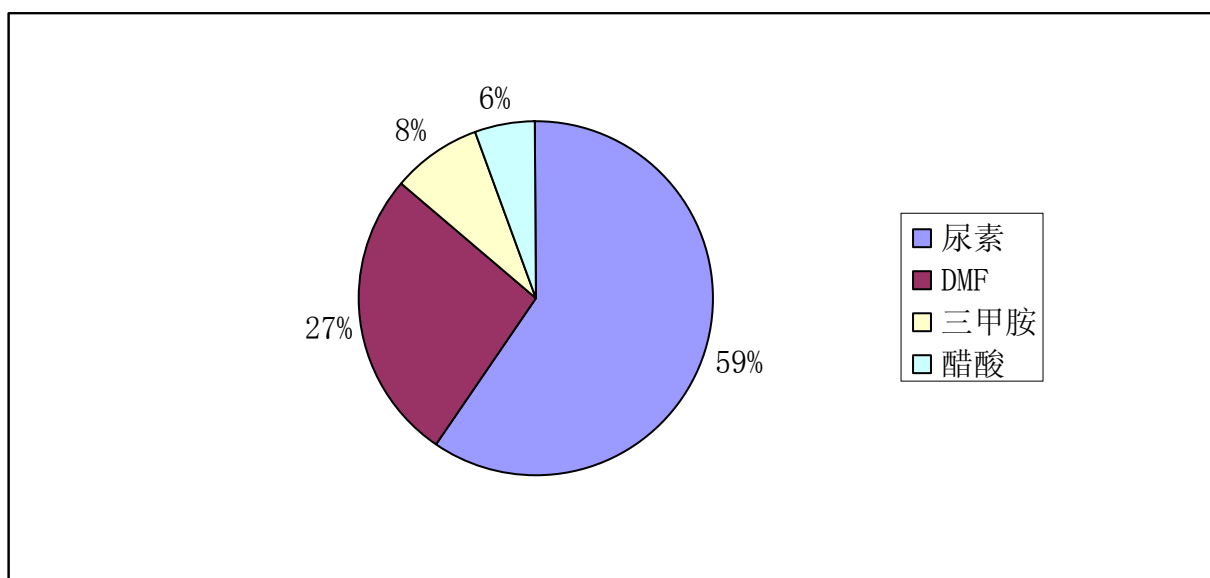


## 一、公司简介

### 1、煤头尿素龙头，DMF 行业国内领先

公司现已形成化肥、化工“双轮驱动”的煤化工产业格局，通过煤气化技术生产合成氨和甲醇，并以合成氨和甲醇为原料生产尿素、DMF（二甲基甲酰胺）以及其他下游产品。公司是国内尿素、DMF 行业的龙头企业。目前尿素年产 110 万吨，明年 2 月预计新增产量 40 万吨；年产 DMF 23 万吨；醋酸设计产能 23 万吨，实际年产 35 万吨，通过增发项目，2012 年公司醋酸产能将达 80 万吨。

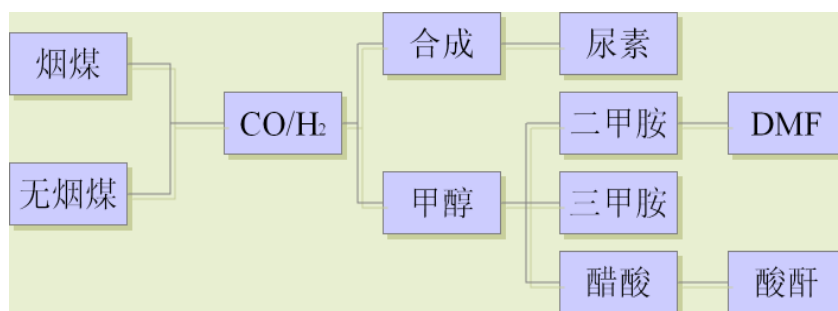
图1：2009年上半年主营业务收入所占比重



数据来源：公司公告，齐鲁证券研究所

### 2、产业链完整，技术水平高

图2：公司产品产业链示意图



数据来源：齐鲁证券研究所

公司拥有具有国内自主知识产权的洁净煤气化技术。以洁净煤气化



技术为依托，公司实现了“一头三尾”产业链，化肥、化工、气体多联产，除煤炭外，几乎不用购买大宗原料，几大产品的原料基本自给，资源综合利用率高，居于行业领先地位。

与传统气化炉只使用无烟煤相比，公司采用水煤浆气化技术，可使用烟煤、褐煤，节约了生产成本。公司已经形成了比较完整的从上游甲醇、合成氨到下游尿素、DMF 以及醋酸的产业链。公司可以根据每种产品的价格变化灵活调整产品结构，规避某种产品价格波动带来的风险，实现利润最大化。

随着原油价格上涨，工业用气价格面临调整压力，公司以煤为原料的成本优势更加明显。

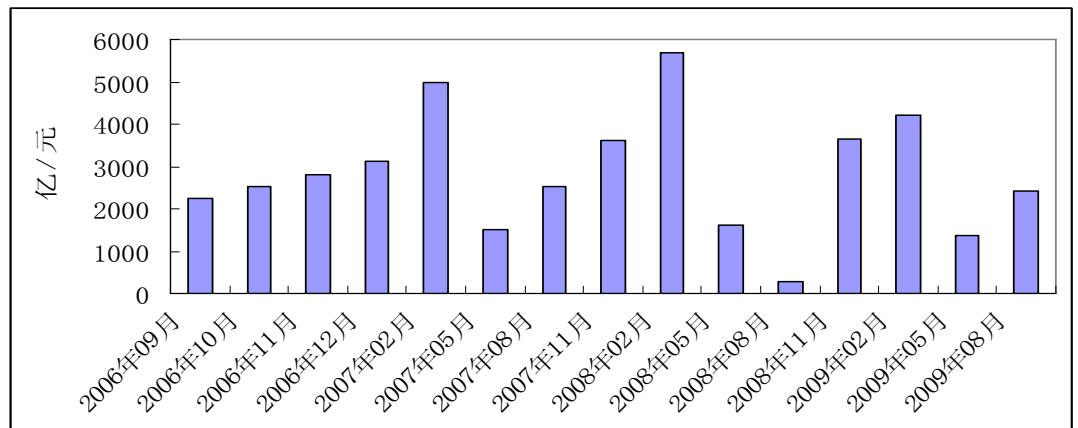
## 二、行业复苏，公司产销好转

### 1、尿素行业

目前，化肥市场供需基本平衡。化肥价格继续受国家支农政策调控，尿素产品出口仍然受到高关税限制，原料煤价格也在稳步上升，而各企业产能的扩张，将使市场竞争进一步加剧。公司将充分发挥洁净煤气化技术优势和成本优势，依靠规模，提高企业竞争实力。

### 2、化工产品，主要下游化纤行业产销好转

图3：近年化学纤维制造业累计销售收入



数据来源：WIND，齐鲁证券研究所

从图上可以看到，尽管仍没有摆脱经济危机的影响，但是化纤制造行业在 2009 年 2 月份实现销售收入 4000 多亿元，尽管 5 月份市场低迷，需求不旺，但随着三季度化纤制造销售收入的增加，对比往年 8 月到次年 2 月份的销售收入，今年化纤销售收入有望实现较大幅度增长。



### 3、09 年情况好转，环比回升

表 1: 公司单季度财务指标对比 (单位: 亿元)

|        | 2008Q3 | 2008Q4 | 2009Q1 | 2009Q2 | 2009Q3 |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营收入   | 8.57   | 13.82  | 1.54   | 7.03   | 10.74  |
| 净利润    | 1.45   | 2.12   | 0.29   | 1.11   | 1.73   |
| 摊薄每股收益 | 0.60   | 0.84   | 0.05   | 0.41   | 0.57   |
| 毛利率(%) | 16.88  | 15.32  | 19     | 15.78  | 16.1   |

数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

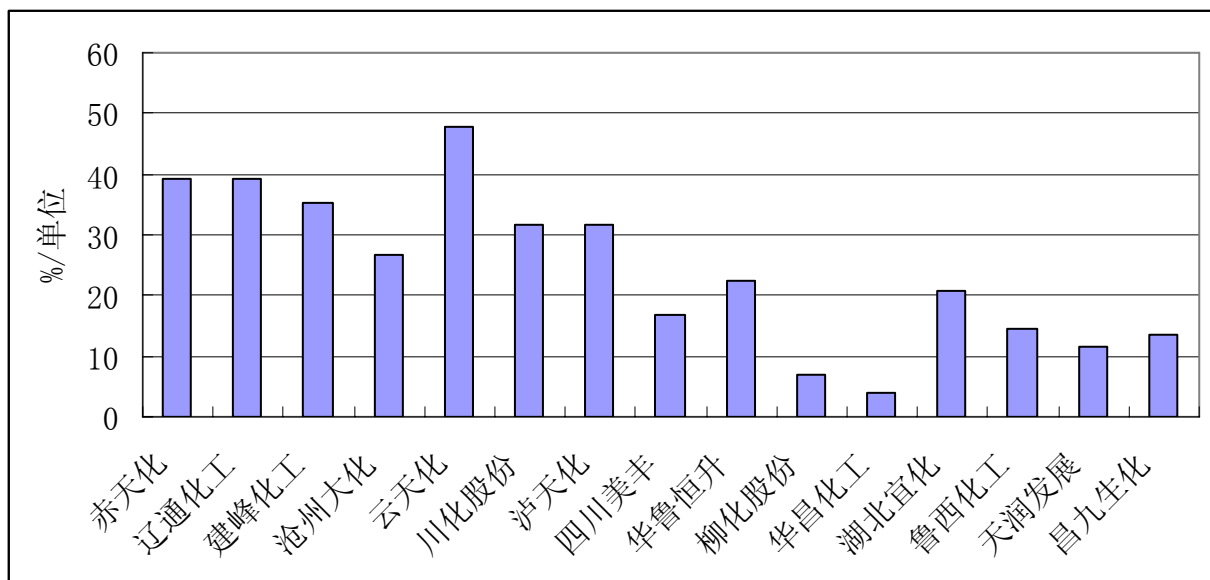
受经济危机影响, 公司 2009 年收入下降, 但公司毛利率保持稳定, 前三季度主营收入和净利润环比不断增长。

### 三、主营产品竞争优势明显

#### 1、尿素产品分析

据氮肥工业协会预计, 今年年底国内尿素产能将突破 6300 万吨, 而市场有效需求仅为 5100 万吨。在国内有 10 几家尿素的上市公司, 煤头尿素和气头尿素各半, 气头尿素产能占总产能的 30%, 供应的市场以南方为主。

图 4: 2008 年尿素厂家毛利率比较

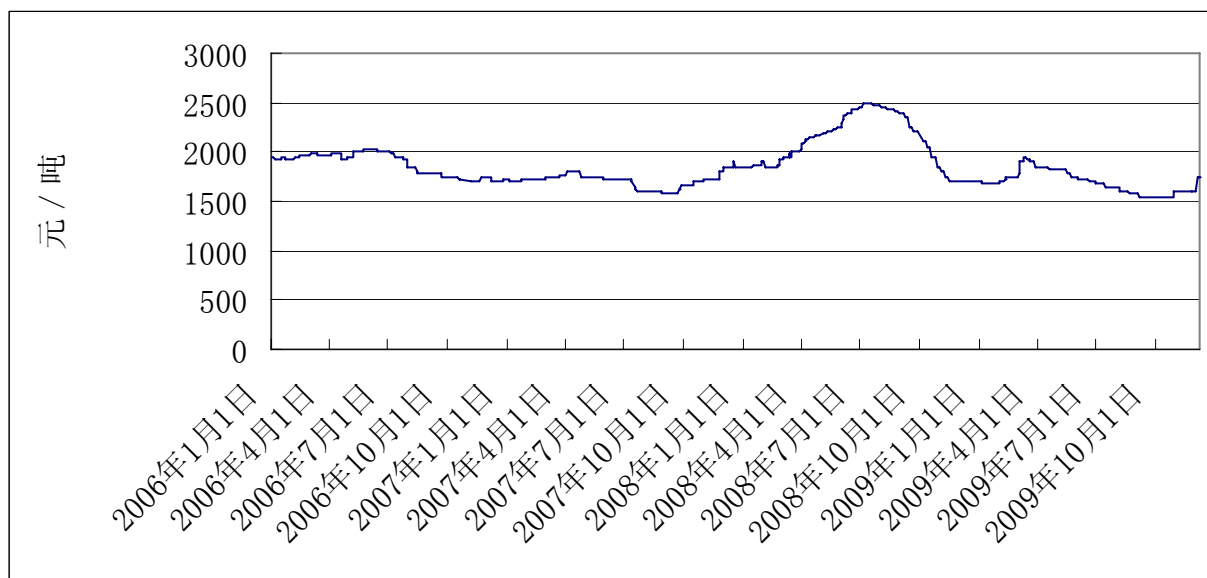


数据来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

目前, 气头尿素的成本在 1200 ~ 1400 元/吨, 煤头尿素的成本 1400 ~ 1500 元/吨, 由于采用较为先进的煤气化技术, 华鲁恒升出产得尿素成本一直在煤头尿素公司里是最低的, 并且毛利率接近气头尿素厂家毛利率。



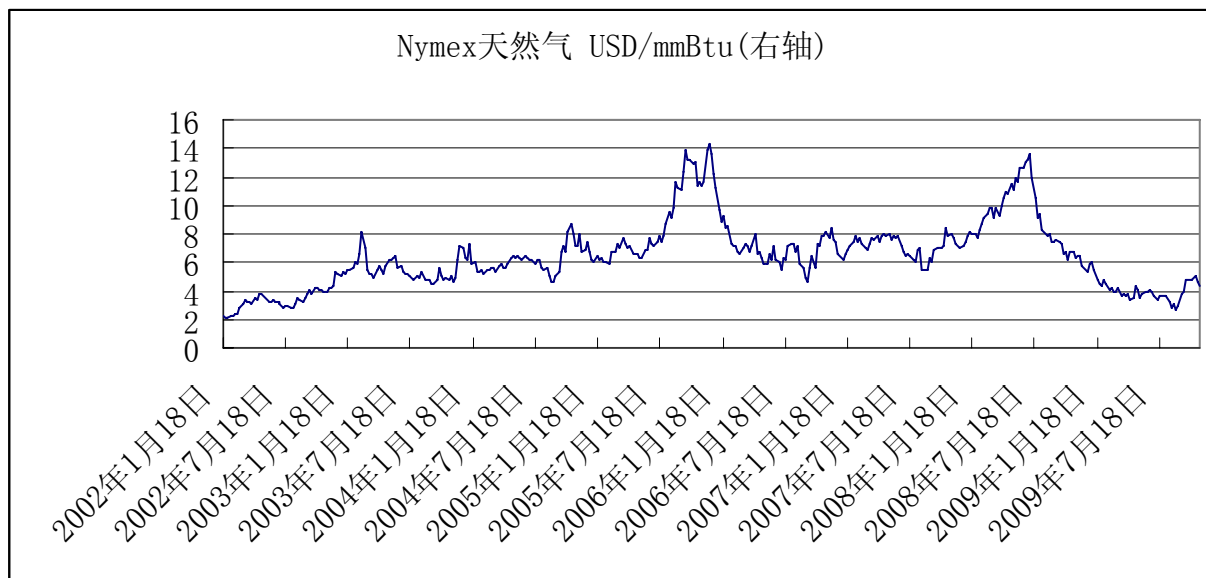
图5: 长三角地区尿素价格走势



数据来源: 化工在线, 齐鲁证券研究所

目前, 国内尿素市场已进入淡储阶段, 根据规划, 今年淡储总量将控制在 1600 万吨, 其中尿素占到 800 万吨左右, 其余以磷肥为主, 时间确定为 10 月到明年 3 月。

图6: 天然气价格走势



数据来源: 化工在线, 齐鲁证券研究所

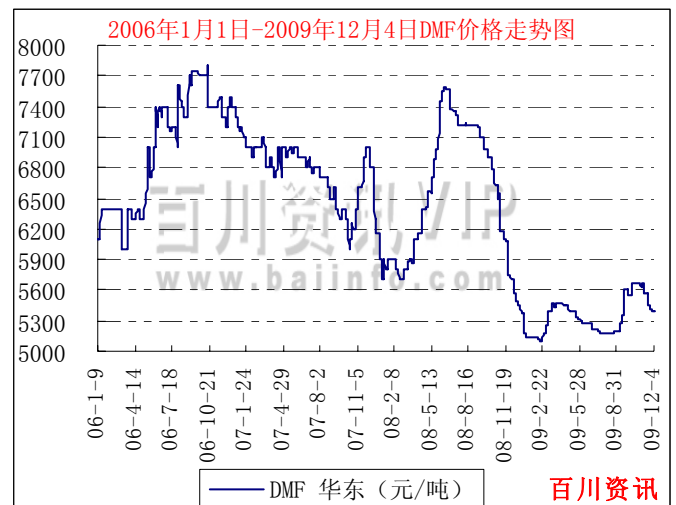
未来天然气提价对于气头尿素企业形成不利影响。国内煤炭价格已经实现市场化, 但天然气价格仍受到管制, 国内气头尿素企业毛利率明显高于煤头企业。未来化肥用天然气价格上调, 气头尿素企业的利润空间将会被压缩。



## 2、DMF 产品分析

DMF 既是一种用途极广的化工原料，也是一种用途很广的优良溶剂。可用于聚丙烯腈纤维等合成纤维的湿法纺丝、聚氨酯的合成；用于塑料制膜；也可作去除油漆的脱漆剂；还能溶解某些低溶解度的颜料，使颜料带有染料的特点。在石油化学工业中，可用作气体吸收剂，用来分离和精制气体。在有机反应中，是有机合成的重要中间体，可用于农药工业，医药工业中。

图7：DMF价格走势

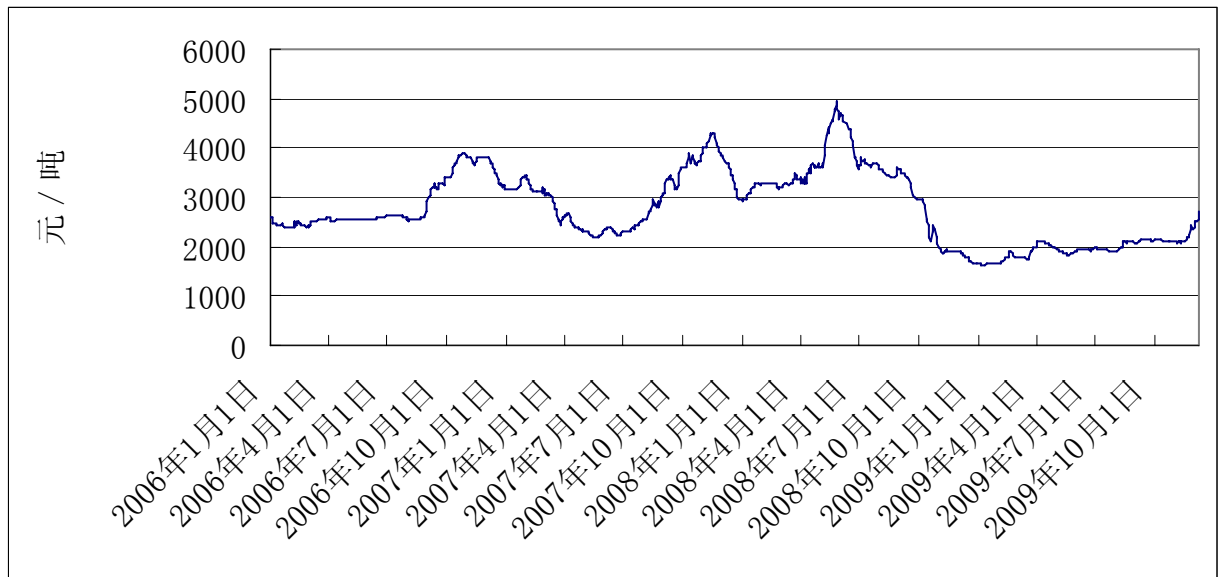


数据来源：百川资讯，齐鲁证券研究所

我国是全球最大的 DMF 生产地，2008 年国内产能 84.5 万吨，占全球产能 61.5%。2008 年国内 DMF 产能 50 万吨，开工率不足 60%。在国内企业中，华鲁恒升产能 23 万吨，江山化工产能 18 万吨，而国内 DMF 产能仍在继续扩张：江山化工 2010 年 10 万吨 DMF 有望投产，还有后续 30 万吨 DMF 的框架性协议；鲁西化工 10 万吨 DMF 项目正在建设。预计 2012 年国内产能将达到 145 万吨。



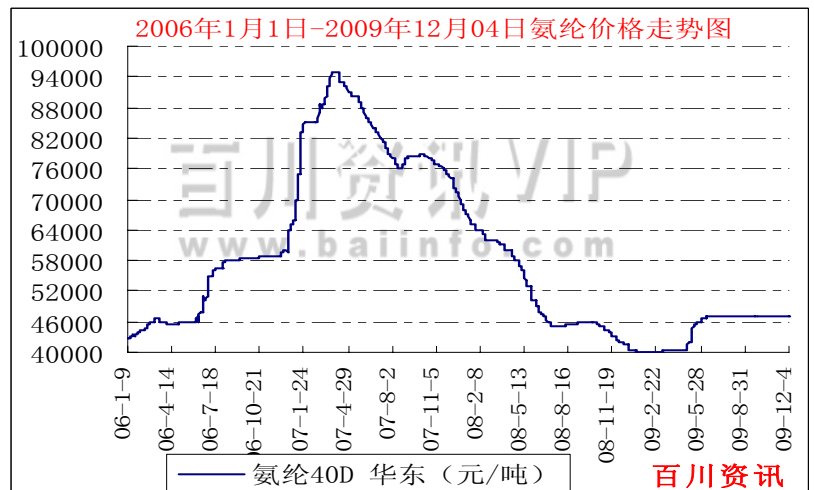
图8: 长三角地区甲醇价格走势



数据来源: 化工在线, 齐鲁证券研究所

甲醇成本占 DMF 成本一半左右, 2008 年甲醇价格上涨给江山化工生产带来巨大压力, 而华鲁恒升配套生产 34 万吨甲醇, 可以完全实现自己供给, 不受甲醇价格波动带来的影响。2008 年甲醇价格达到接近 5000 元/吨时公司毛利率也一直保持稳定。目前甲醇价格低迷, 公司采取灵活生产, 从外面购买部分甲醇。

图9: 氨纶价格走势



数据来源: 百川资讯, 齐鲁证券研究所

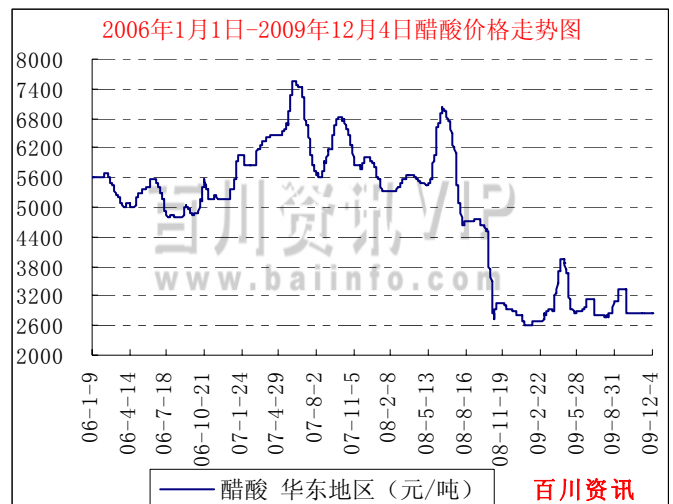
DMF 主要应用在浆料, 氨纶, 华鲁恒升 60% 的产品应用在氨纶。纺织行业目前景气度高, 氨纶价格保持上涨趋势, 目前, 氨纶价格在 48000 元/吨。



### 3. 醋酸产品分析

醋酸被用来制造电影胶片所需要的醋酸纤维素和木材用胶粘剂中的聚乙酸乙烯酯，以及很多合成纤维和织物。在家庭中，乙酸稀溶液常被用作除垢剂。食品工业方面，在食品添加剂列表 E260 中，乙酸是规定的一种酸度调节剂。

图10：醋酸价格走势



数据来源：百川资讯，齐鲁证券研究所

2008 年我国醋酸产能约 410 万吨，产量为 171.8 万吨，产能利用率 41.9%，而在 2012 年醋酸新建产能将达 450 万吨，比现有产能还多。国内醋酸主要用于生产 PTA，而 PTA 的主要下游是涤纶。醋酸和纺织，房地产，医药相关度比较大。

公司拟非公开发行股票数量不超过 14000 万股，扣除发行费用后全部用于投资公司醋酸装置节能新工艺改造项目。该项目建设期三年，预计 2012 年建成投产，项目建成后将为公司增加醋酸产能 60 万吨。

项目建成后公司醋酸产能为 80 万吨。公司洁净煤气化技术优势将得到进一步巩固，煤气化平台进步扩展，为向下游多线延伸创造条件，使公司更有能力进入高技术含量、高附加值的其他化工领域，从而进一步丰富产业链，提高产品附加值，大幅提高公司竞争力。

### 四、新项目进一步提高公司赢利水平

#### 醋酸酐

醋酸酐主要生产醋酸纤维素，此外，醋酸酐还用于生产用作乙酰化试剂，以及用于药物、染料、制引发剂、漂白剂等。国内醋酸酐生产企业有 20 多家，产能 60 万吨左右，由于下游需求相对低迷，市场竞争比较激烈。公司醋酸酐项目分为三期，由于设备问题，一期 2.8 万吨醋酸



酞项目预计 2020 年 2 季度开车。由于产能较小，仅能消化部分醋酸的产量。主要还是利用上游煤气化技术的成本优势，延伸产业链，实现柔性生产，达到利润最大化的目的。

## 五、风险提示

- 1，宏观经济形势发生波动；
- 2，国际原油价格发生较大幅度波动。


**附表 1: 华鲁恒升报表预测 (单位: 百万元)**

| 利润表              | 2006A          | 2007A          | 2008A          | 2009E          | 2010E          | 2011E          |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 营业收入             | 1814.90        | 2867.84        | 3443.66        | 4106.91        | 4675.72        | 5140.49        |
| 减: 营业成本          | 1432.47        | 2260.42        | 2682.39        | 3345.49        | 3756.47        | 4075.38        |
| 营业税金及附加          | 7.87           | 11.95          | 12.39          | 14.78          | 16.82          | 18.49          |
| 营业费用             | 30.16          | 93.42          | 94.51          | 112.71         | 128.32         | 141.07         |
| 管理费用             | 35.64          | 42.40          | 56.60          | 67.50          | 76.85          | 84.49          |
| 财务费用             | 14.00          | 42.69          | 124.60         | 79.43          | 53.76          | 28.94          |
| 资产减值损失           | 0.01           | 2.89           | 27.41          | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 加: 投资收益          | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 公允价值变动损益         | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 其他经营损益           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>营业利润</b>      | <b>294.73</b>  | <b>414.06</b>  | <b>445.76</b>  | <b>487.00</b>  | <b>643.49</b>  | <b>792.11</b>  |
| 加: 其他非经营损益       | -0.22          | 0.44           | 4.69           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>利润总额</b>      | <b>294.51</b>  | <b>414.50</b>  | <b>450.45</b>  | <b>487.00</b>  | <b>643.49</b>  | <b>792.11</b>  |
| 减: 所得税           | 60.16          | 94.21          | 73.55          | 73.05          | 96.52          | 118.82         |
| <b>净利润</b>       | <b>234.36</b>  | <b>320.29</b>  | <b>376.90</b>  | <b>413.95</b>  | <b>546.97</b>  | <b>673.30</b>  |
| 减: 少数股东损益        | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>归属母公司股东净利</b> |                |                |                |                |                |                |
| <b>润</b>         | <b>234.36</b>  | <b>320.29</b>  | <b>376.90</b>  | <b>413.95</b>  | <b>546.97</b>  | <b>673.30</b>  |
| 资产负债表            | 2006A          | 2007A          | 2008A          | 2009E          | 2010E          | 2011E          |
| 货币资金             | 762.86         | 454.59         | 565.89         | 1760.22        | 2368.49        | 3966.89        |
| 应收和预付款项          | 74.94          | 270.74         | 298.60         | 152.15         | 355.91         | 197.32         |
| 存货               | 167.62         | 202.97         | 341.91         | 300.70         | 420.85         | 361.96         |
| 其他流动资产           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 长期股权投资           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 投资性房地产           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 固定资产和在建工程        | 2900.27        | 3014.62        | 3745.30        | 3256.94        | 2768.58        | 2280.21        |
| 无形资产和开发支出        | 103.77         | 124.13         | 173.34         | 154.87         | 136.41         | 117.94         |
| 其他非流动资产          | 0.00           | 0.00           | 70.00          | 35.00          | 0.00           | 0.00           |
| <b>资产总计</b>      | <b>4009.45</b> | <b>4067.06</b> | <b>5195.05</b> | <b>5659.89</b> | <b>6050.23</b> | <b>6924.33</b> |
| 短期借款             | 110.20         | 74.00          | 203.00         | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| 应付和预收款项          | 404.27         | 455.82         | 509.96         | 792.84         | 674.51         | 922.46         |
| 长期借款             | 1722.53        | 1402.53        | 1739.73        | 1739.73        | 1739.73        | 1739.73        |
| 其他负债             | 58.36          | 133.38         | 358.92         | 358.92         | 358.92         | 358.92         |
| <b>负债合计</b>      | <b>2295.36</b> | <b>2065.73</b> | <b>2811.61</b> | <b>2891.49</b> | <b>2773.16</b> | <b>3021.11</b> |
| 股本               | 330.50         | 495.75         | 495.75         | 495.75         | 495.75         | 495.75         |
| 资本公积             | 801.35         | 636.10         | 636.10         | 636.10         | 636.10         | 636.10         |
| 留存收益             | 582.25         | 869.48         | 1251.59        | 1636.56        | 2145.22        | 2771.37        |
| <b>归属母公司股东权益</b> | <b>1714.09</b> | <b>2001.33</b> | <b>2383.44</b> | <b>2768.40</b> | <b>3277.07</b> | <b>3903.22</b> |
| 少数股东权益           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           | 0.00           |
| <b>股东权益合计</b>    | <b>1714.09</b> | <b>2001.33</b> | <b>2383.44</b> | <b>2768.40</b> | <b>3277.07</b> | <b>3903.22</b> |
| <b>负债和股东权益合计</b> | <b>4009.45</b> | <b>4067.06</b> | <b>5195.05</b> | <b>5659.89</b> | <b>6050.23</b> | <b>6924.33</b> |
| 现金流量表            | 2006A          | 2007A          | 2008A          | 2009E          | 2010E          | 2011E          |
| 经营性现金净流量         | 221.14         | 408.30         | 617.08         | 1505.74        | 700.33         | 1674.49        |



|          |         |         |          |         |        |         |
|----------|---------|---------|----------|---------|--------|---------|
| 投资性现金净流量 | -734.64 | -343.34 | -1063.48 | 0.00    | 0.00   | 0.00    |
| 筹资性现金净流量 | 945.75  | -362.85 | 531.04   | -311.42 | -92.06 | -76.08  |
| 现金流量净额   | 432.24  | -297.89 | 84.65    | 1194.33 | 608.27 | 1598.40 |

**附表 2：华鲁恒升财务分析和估值指标汇总**

|                | 2006A    | 2007A  | 2008A    | 2009E    | 2010E   | 2011E    |
|----------------|----------|--------|----------|----------|---------|----------|
| <b>收益率</b>     |          |        |          |          |         |          |
| 毛利率            | 21.07%   | 21.18% | 22.11%   | 18.54%   | 19.66%  | 20.72%   |
| 三费/销售收入        | 4.40%    | 6.22%  | 8.01%    | 6.32%    | 5.54%   | 4.95%    |
| EBIT/销售收入      | 16.97%   | 15.86% | 16.66%   | 13.79%   | 14.91%  | 15.97%   |
| EBITDA/销售收入    | 25.94%   | 23.62% | 23.98%   | 26.99%   | 26.50%  | 25.83%   |
| 销售净利率          | 12.91%   | 11.17% | 10.94%   | 10.08%   | 11.70%  | 13.10%   |
| <b>资产获利率</b>   |          |        |          |          |         |          |
| ROE            | 13.67%   | 16.00% | 15.81%   | 14.95%   | 16.69%  | 17.25%   |
| ROA            | 7.68%    | 11.18% | 11.04%   | 10.01%   | 11.52%  | 11.86%   |
| ROIC           | 36.70%   | 32.20% | 29.44%   | 23.43%   | 21.25%  | 25.90%   |
| <b>增长率</b>     |          |        |          |          |         |          |
| 销售收入增长率        | 34.22%   | 58.02% | 20.08%   | 19.26%   | 13.85%  | 9.94%    |
| EBIT 增长率       | 37.15%   | 47.69% | 26.11%   | -1.25%   | 23.10%  | 17.75%   |
| EBITDA 增长率     | 26.91%   | 43.84% | 21.94%   | 34.19%   | 11.80%  | 7.17%    |
| 净利润增长率         | 33.50%   | 36.67% | 17.68%   | 9.83%    | 32.13%  | 23.10%   |
| 总资产增长率         | 45.73%   | 1.44%  | 27.73%   | 8.95%    | 6.90%   | 14.45%   |
| 股东权益增长率        | 85.58%   | 16.76% | 19.09%   | 16.15%   | 18.37%  | 19.11%   |
| 经营营运资本增长率      | -242.82% | 46.07% | -150.47% | -239.21% | 68.09%  | -219.51% |
| <b>资本结构</b>    |          |        |          |          |         |          |
| 资产负债率          | 57.25%   | 50.79% | 54.12%   | 51.09%   | 45.84%  | 43.63%   |
| 投资资本/总资产       | 26.93%   | 40.56% | 39.56%   | 49.28%   | 44.54%  | 24.95%   |
| 带息债务/总负债       | 4.80%    | 3.58%  | 7.22%    | 60.17%   | 62.73%  | 57.59%   |
| 流动比率           | 1.95     | 1.42   | 1.13     | 1.92     | 3.04    | 3.53     |
| 速动比率           | 1.63     | 1.11   | 0.81     | 1.66     | 2.64    | 3.25     |
| 股利支付率          | 10.69%   | 10.32% | 0.00%    | 7.00%    | 7.00%   | 7.00%    |
| 收益留存率          | 89.31%   | 89.68% | 100.00%  | 93.00%   | 93.00%  | 93.00%   |
| <b>资产管理效率</b>  |          |        |          |          |         |          |
| 总资产周转率         | 0.45     | 0.71   | 0.66     | 0.73     | 0.77    | 0.74     |
| 固定资产周转率        | 1.05     | 0.98   | 1.26     | 1.26     | 1.69    | 2.25     |
| 应收账款周转率        | 56.26    | 35.98  | 470.19   | 35.73    | 192.76  | 39.92    |
| 存货周转率          | 8.55     | 11.14  | 7.85     | 11.13    | 8.93    | 11.26    |
| <b>业绩和估值指标</b> | 2006A    | 2007A  | 2008A    | 2009E    | 2010E   | 2011E    |
| EBIT           | 307.99   | 454.86 | 573.62   | 566.43   | 697.25  | 821.05   |
| EBITDA         | 470.86   | 677.29 | 825.89   | 1108.26  | 1239.08 | 1327.88  |
| NOPLAT         | 243.53   | 347.04 | 477.61   | 481.47   | 592.66  | 697.89   |
| 净利润            | 234.36   | 320.29 | 376.90   | 413.95   | 546.97  | 673.30   |
| EPS            | 0.473    | 0.646  | 0.760    | 0.835    | 1.103   | 1.358    |
| BPS            | 3.458    | 4.037  | 4.808    | 5.584    | 6.610   | 7.873    |
| PE             | 48.55    | 35.52  | 30.19    | 27.48    | 20.80   | 16.90    |



|           |        |        |        |        |        |        |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| PEG       | 2.32   | 1.82   | 1.41   | N/A    | N/A    | N/A    |
| PB        | 6.64   | 5.68   | 4.77   | 4.11   | 3.47   | 2.91   |
| PS        | 6.27   | 3.97   | 3.30   | 2.77   | 2.43   | 2.21   |
| PCF       | 51.45  | 27.87  | 18.44  | 7.56   | 16.25  | 6.79   |
| EV/EBIT   | 22.57  | 24.24  | 19.26  | 20.12  | 15.48  | 11.21  |
| EV/EBITDA | 14.76  | 16.28  | 13.38  | 10.28  | 8.71   | 6.93   |
| EV/NOPLAT | 28.54  | 31.77  | 23.13  | 23.67  | 18.22  | 13.19  |
| EV/IC     | 6.44   | 6.68   | 5.38   | 4.09   | 4.01   | 5.33   |
| ROIC-WACC | 36.70% | 32.20% | 29.44% | 19.84% | 17.53% | 20.09% |
| 股息率       | 0.002  | 0.003  | 0.000  | 0.003  | 0.003  | 0.004  |


**投资评级说明**

| 类别 | 级别   | 定义                                    |
|----|------|---------------------------------------|
| 股票 | 推荐   | 预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上      |
|    | 谨慎推荐 | 预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%    |
|    | 中性   | 预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10% |
|    | 回避   | 预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上     |
| 行业 | 推荐   | 预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数         |
|    | 中性   | 预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平        |
|    | 回避   | 预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数         |

**重要声明**

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

**齐鲁证券有限公司研究所**

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791