

云图控股 (002539.SZ)

业绩大幅增长再创新高，稳步推进磷酸铁项目建设

买入

核心观点

业绩大幅增长创新高，稳步推进建设磷酸铁项目建设。据公司公告，2021年全年，受益于复合肥产品销量和毛利率同比增加、联碱产品与磷化工产品（包括黄磷、三聚磷酸钠等）的价格同比上涨与毛利率同比增加等因素影响，公司经营业绩同比出现了大幅增长：2021年公司实现营业收入148.98亿元，同比增加62.74%；归母净利润12.32亿元，同比增加147.06%，公司业绩继续创新高。同时，公司预计2022年一季度净利润为4.5亿元-4.8亿元，同比增长149.15%-165.76%，业绩将有望超我们预期。新型复合肥市场前景广阔，头部企业迎来发展良机，我们看好公司将筑牢复合肥龙头地位，未来还将继续稳步推进磷酸铁项目建设等。

复合肥业务奠定盈利基础，纯碱-氯化铵及黄磷产品盈利水平良好。公司已建立一体化产业链，拥有除尿素以外的氮肥完整产业链、磷肥完整产业链，在原料普涨的背景下，公司具有较强的成本优势和定价权，保持经营的相对韧性。未来，公司拟在湖北省松滋市和宜城市分别建设年产60、80万吨缓控释复合肥项目，进一步巩固复合肥行业龙头地位。当下化肥行业变革及洗牌的关键时期，我们看好公司将持续推进成本领先发展战略，力争走在行业前列。同时，公司目前具备纯碱、氯化铵60万双吨产能，目前盈利水平较为良好。此外，公司具备6万吨黄磷产能，全部用于对外销售。近期黄磷价格处于高位，盈利能力显著增强。

进军新能源领域打开成长空间，稳步推进磷酸铁项目等建设。2021年9月4日，公司公告将在湖北省松滋市临港工业园区内建设年产35万吨电池级磷酸铁及相关配套项目；2022年1月14日，公司拟定增不超过25亿元（不超过3.03亿股和30%股本）用于投资磷矿资源综合利用生产新能源材料与缓控释复合肥联动生产项目以及补充流动资金。我们看好磷酸铁、复合肥等项目与公司原有产业协同效应显著，且磷酸铁可与公司核心产品复合肥实现联动生产，将有利于夯实公司产业链优势。

风险提示：下游需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格下滑等。

投资建议：维持“买入”评级。未来，公司将继续专注于复合肥的生产和销售，并将依托磷矿资源沿着“磷矿—磷酸—磷酸铁”向下拓展，延伸产业链、进军新能源市场。我们预计公司2022-2024年归母净利润17.16/19.85/21.75亿元，同比增速39.3%/15.7%/9.6%；摊薄EPS=1.70/1.97/2.15元，对应当前股价对应PE=8.6/7.4/6.8X。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	9,154	14,898	18,336	22,111	23,694
(+/-%)	6.1%	62.7%	23.1%	20.6%	7.2%
净利润(百万元)	499	1232	1716	1985	2175
(+/-%)	133.8%	147.1%	39.3%	15.7%	9.6%
每股收益(元)	0.49	1.22	1.70	1.97	2.15
EBIT Margin	9.6%	12.5%	12.5%	12.0%	12.4%
净资产收益率 (ROE)	14.5%	27.5%	33.2%	33.3%	31.8%
市盈率 (PE)	29.6	12.0	8.6	7.4	6.8
EV/EBITDA	14.1	9.4	9.1	8.4	7.8
市净率 (PB)	4.29	3.30	2.86	2.48	2.16

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·农化制品

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

zhangwei@guosen.com.cn

S0980522010001

证券分析师：刘子栋

021-60933133

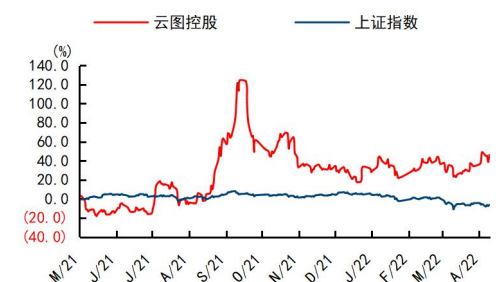
liuzidong@guosen.com.cn

S0980521020002

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	14.63元
总市值/流通市值	14776/9627百万元
52周最高价/最低价	23.50/8.12元
近3个月日均成交额	309.48百万元

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

《云图控股-002539-2021年业绩预告点评：业绩大幅增长将创新高，拟定增推进磷酸铁项目建设》——2022-01-17

《云图控股-002539-2021年前三季度业绩预告点评：三季度业绩将创历史新高，稳步推进建设磷酸铁项目》——2021-10-14

《云图控股-002539-2020年三季报业绩点评：一体化优势显现，高盈利超预期》——2020-10-30

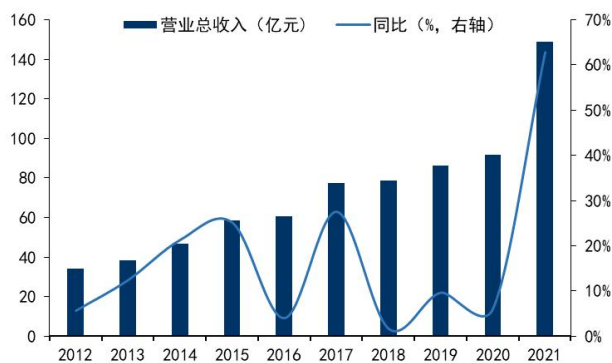
《国信证券-云图控股-002539-2020年半年报业绩点评：降本增效强化营销，业绩超预期》——2020-08-25

《云图控股-002539-2019年年报和2020年一季度点评：厚积薄发一体化优势持续强化》——2020-05-06

业绩大幅增长创新高，稳步推进建设磷酸铁项目，维持“买入”评级

2022年4月14日晚，公司公布了《2021年年度报告》以及《2022年第一季度业绩预告》：2021年全年，受益于复合肥产品销量和毛利率同比增加、联碱产品与磷化工产品（包括黄磷、三聚磷酸钠等）的价格同比上涨与毛利率同比增加等因素影响，公司经营业绩同比出现了大幅增长。2021年，公司实现营业收入约148.98亿元，同比增加62.74%；归母净利润约12.32亿元，同比增加147.06%；基本每股收益1.23元，同比增加148.67%。拟每10股派发现金红利4元（含税）、不送红股、不转增。公司2021年全年业绩处于此前发布的《2021年业绩预告》中位数水平，公司业绩继续创新高。同时，公司预计2022年一季度净利润4.5亿元-4.8亿元，同比增长149.15%-165.76%。一季度业绩略超我们预期。我们看好磷化工景气度有望维持较长一段时间，我们预计公司2022-2024年归母净利润17.16/19.85/21.75亿元，同比增速39.3%/15.7%/9.6%；摊薄EPS=1.70/1.97/2.15元，对应当前股价对应PE=8.6/7.4/6.8X。维持“买入”评级。

图1：云图控股营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图2：云图控股归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

沿复合肥产业链深度开发和市场拓展，巩固复合肥及磷化工行业龙头地位

公司深耕化肥化工行业20多年，目前已建立了从磷矿资源开始的磷肥产业链及以黄磷为主的磷化工产业链，构筑了一体化产业优势，并在磷化工方面积累了丰富的生产管理经验和技術贮备。公司现已形成“复合肥、联碱、磷化工及食用盐”等业务协同发展的产业格局，主要产品包括复合肥、纯碱、氯化铵、磷酸一铵、黄磷、食用盐、工业盐、川菜调味品等。其中，**复合肥业务方面**，公司目前具备520万吨/年复合肥产能；**联碱业务方面**，公司拥有纯碱、氯化铵60万吨，硝酸钠和亚硝酸钠10万吨产能；**磷化工业务方面**，公司拥有黄磷产能6万吨、磷酸盐5万吨、石灰30万吨及炉渣微粉30万吨；**公司食用盐业务**是公司复合肥上游“盐-碱-肥”产业链的延伸和拓展。展望未来，公司将继续专注于复合肥的生产和销售，并沿着复合肥产业链进行深度开发和市场拓展，积极探索稳定发展的新思路。

重大投资项目进军新能源业务领域，促进循环经济产业链绿色转型及产品结构调整升级。公司将依托雷波县牛牛寨北矿区丰富的磷矿资源，沿着“磷矿—磷酸—磷酸铁”向下拓展，进一步延伸产业链、进军新能源市场。**在新能源产业布局方面：**

1、2021年9月4日，公司发布《关于投资设立云图新能源材料(荆州)有限公司并由其建设年产35万吨电池级磷酸铁及相关配套项目的公告》：公司拟在湖北省

松滋市临港工业园区内，建设年产 35 万吨电池级磷酸铁以及配套的 30 万吨湿法磷酸（折纯）、30 万吨精制磷酸、150 万吨磷矿选矿、100 万吨硫磺制酸、60 万吨缓控释复合肥、100 万吨磷石膏综合利用和 20MW 余热发电等项目。此举在于抓住新能源行业的发展机遇，填平补齐公司一体化产业链，并将有利于为公司孵化新的利润增长点，同时有利于扩大公司复合肥及磷化工产业规模，符合公司持续做大做强的长期发展战略。

2、2022 年 1 月 14 日，公司发布《非公开发行股票预案》：公司拟向实际控制人的一致行动人牟嘉云女士在内的不超过 35 名的特定对象非公开发行股票，募集资金总额不超过 25 亿万元，股票数量不超过发行前公司总股本的 30%，发行股票数量不超过 3.03 亿股，拟用于投资磷矿资源综合利用生产新能源材料与缓控释复合肥联动生产项目以及补充流动资金。

3、2022 年 1 月 14 日，公司发布《关于与湖北省宜城市人民政府签署投资建设绿色化工循环产业园项目合同的公告》：公司拟在襄阳精细化工园区投资建设绿色化工循环产业园项目，具体包括年产 10 万吨电池级磷酸铁项目、年产 100 万吨选矿项目、年产 20 万吨湿法磷酸（折 100%P2O5）项目、年产 10 万吨精制磷酸（85%H3PO4）项目、年产 80 万吨硫磺制酸项目、年产 80 万吨缓控释复合肥项目和 100 万吨磷石膏综合利用项目。项目拟由公司全资子公司嘉施利（宜城）化肥有限公司或公司新设的控股子公司负责实施，计划固定资产投资约 21.50 亿元人民币。其中约定公司在宜城市投资建设绿色化工循环产业园项目，并享受当地政府给予的项目政策扶持。

此外，公司于 2021 年 10 月 22 日与拓海投资、藏格投资、沙钢集团、青出于蓝合伙、无锡威孚高科技等公司签署了《江苏藏青新能源产业发展基金合伙企业（有限合伙）合伙协议》，拟使用自有货币资金人民币 5 亿元认购藏青基金的合伙份额，成为合伙企业的有限合伙人。藏青基金主要投资于全球新能源电池原料盐湖锂矿企业，募集规模为 53.10 亿元，公司认缴出资额约占基金总份额的 9.42%。

公司目前拥有丰富的磷矿资源储备，在磷化工行业沉淀多年，积累了丰富的生产管理经验和专业技术储备，能够为磷酸铁项目提供完善的资源配套和生产、管理保障，生产成本和产业协同优势突出。公司规划在湖北松滋、湖北宜城建设 45 万吨/年的磷酸铁及配套项目正在筹建中，目前尚未形成落地产能。

复合肥业务：核心业务奠定公司盈利基础，围绕复合肥产业链深度开发

目前，公司分别在四川眉山、湖北应城、湖北宜城、湖北松滋、河南宁陵、山东平原、新疆昌吉等地设立了复合肥生产基地，是中国复肥行业生产基地最多的供应商之一。截至 2021 年，公司拥有复合肥年产能 520 万吨（新型复合肥 450 万吨+普通复合肥 70 万吨），产品线覆盖水溶肥、液体肥、增效肥料、缓释肥、高塔尿基、高塔硝基、喷浆硫基、喷浆硝硫基、高浓度氨基、高浓度硫基、中低浓度复合肥、有机-无机复混肥等全线产品。

回顾 2021 年复合肥市场走势，2021 年年初开始，在春季备肥和生产旺季的带动下，复合肥开工情况较好，价格迎来了小幅上涨。而到 3 月底，前期下游冬储备货量充足，消耗库存为主，复合肥市场价格表现疲弱。然而夏季肥需求刚性支撑仍在，2021 年 5 月起，在单质肥（包括尿素、磷酸一铵、钾肥等）价格上涨的推动下，复合肥成本逐渐抬高，至 5 月中旬部分厂家率先做出调价举措。在企业夏季肥生产多已结束而部分企业装置停车检修的背景下，6-7 月，复合肥价格迅速调涨。进入 8 月，原料面尿素、液氨、钾肥价格走弱，复合肥成本进入相对偏稳

时期。进入 2021Q4，在淡季背景下，下游企业以消化库存为主，复合肥价格平稳运行；然而随着动力煤、单质肥等原料价格回落，复合肥产品利润得到修复。全年，在原料走势、国家政策、地区限电、环保等因素影响的共同作用下，复合肥价格呈现出“稳步调涨”态势。

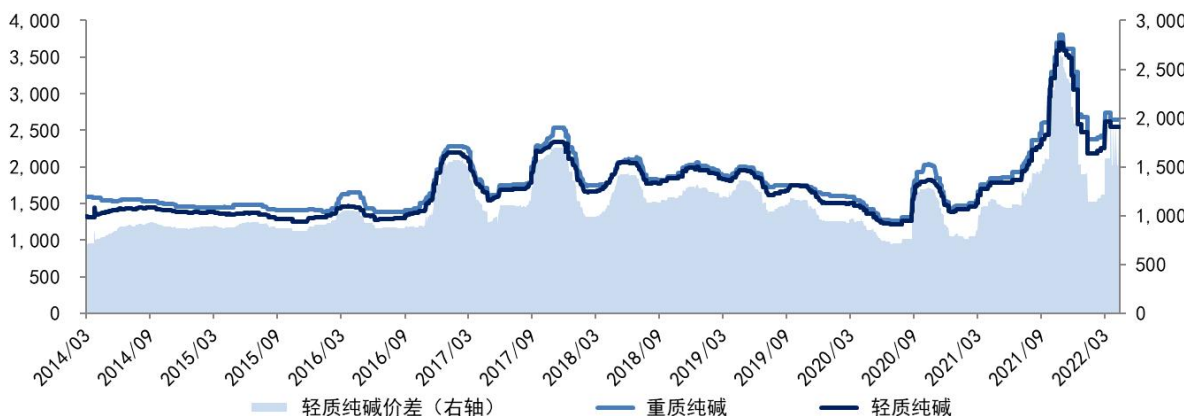
回顾公司复合肥业务的历史表现，受复合肥行业周期性波动，公司归母净利润在 2010~2020 年间出现波动，但从未亏损，经营业绩表现出较强的韧性，这主要得益于公司产业链一体化配套优势。目前，公司已建立一体化产业链，拥有除尿素以外的氮肥完整产业链、磷肥完整产业链，上游原料、包材基本可实现自给，在原料普涨的背景下，公司具有较强的成本优势和定价权。2021 年，公司复合肥产品销量和毛利率同比增加，助力公司经营业绩大幅增长。当下化肥行业变革及洗牌的关键时期，我们看好公司将持续推进成本领先发展战略，力争走在行业前列。

纯碱及氯化铵业务：光伏玻璃需求拉动，看好纯碱 1-2 年景气度，联碱法纯碱装置盈利水平较为可观

我国纯碱供需紧平衡，下游主要生产玻璃。全球纯碱产能约 7000 万吨/年，根据卓创资讯统计，我国产能约 3317 万吨/年，占比近 48%。从工艺上来看，主要为联碱法和氨碱法，其中联碱企业总产能为 1610 万吨，氨碱企业总产能为 1530 万吨，天然碱企业总产能为 180 万吨。2020 年国内纯碱产量约 2760 万吨，同比降低 1.5%，行业实际开工率 83.2%，同比降低 3.1pp。从国内进出口来看，我国是纯碱净出口国，2019 全年出口 137.8 万吨，同比降低 4.0%，进口 35.6 万吨，同比增长 90.6%，全年表观消费量约 2660 万吨，同比降低 0.8%。玻璃在纯碱下游需求中占比约 61%，其次是洗涤剂、无机盐等。

光伏装机需求快速增长，光伏玻璃拉动纯碱需求。一方面 1-2 年内光伏装机量将保持 30%增长，另一方面双玻组件渗透率提高将拉动光伏玻璃需求。光伏组件可分为单玻组件和双玻组件：单玻组件采用正面 3.2mm 光伏玻璃+电池+背面背板（全铝层覆盖）封装，双玻组件正反面均采用 2.5mm（或 2.0mm）光伏玻璃进行封装。由于双玻组件的封装结构可更好地保护光伏电池，因此其在组件中渗透率逐渐提高。根据我们测算，2022 年按照全球光伏装机 220GW 考虑，对于光伏玻璃需求为 1791 万吨，对于纯碱需求分别为 358 万吨，2021 年、2022 年分别新增纯碱需求 79 万吨、87 万吨。行业新增产能有限，我们看好纯碱景气度。

图3：云图控股归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

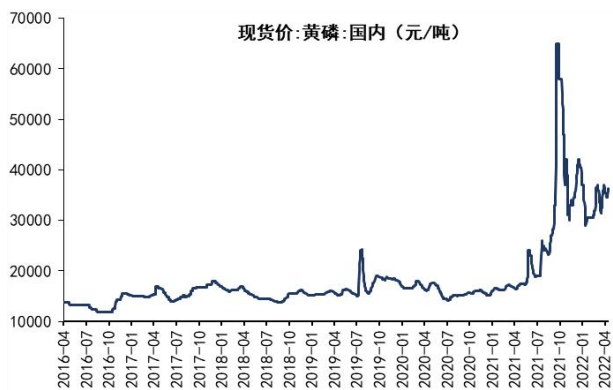
磷化工业务：全国供电紧张，黄磷当前价格处于高位、库存处于低位

黄磷处于磷化工产业链的中游，为磷化工关键材料。我国为全球最大黄磷产国，占全球的约 85%。据百川盈孚统计，2020 年国内黄磷产量约 77.8 万吨，国内产能分布集中于云南、四川、贵州和湖北四省，鄂川黔滇四省黄磷产能占比超过 90%，云南产能占比达 44%。黄磷下游产品主要为热法磷酸（43%）和三氯化磷（37%），其他下游产品包括五氧化二磷、赤磷、五硫化二磷等。黄磷为高能耗产品，电费占成本比重大。生产黄磷需要将电炉加热至 1400-1500℃，生产每吨黄磷大约需要消耗 13,000-15,000 度电，因此电费在黄磷成本中占比较高，通常可以达到营业成本的 50%左右，以 0.55 元/度的电价计算，吨黄磷电费达到 7,150-8,250 元。黄磷作为高耗能产品，生产过程中易造成污染，时常因限电及环保原因停产。

国内黄磷供需格局好转，环保趋严下产能过剩问题得到缓解。受供给侧改革、环保趋严和行业景气度低迷影响，部分黄磷产能逐渐被淘汰。我国黄磷产能从改革开放以来迅速扩张，改开初期全国黄磷产能约 3 万吨，2017 年达到了 154.1 万吨，约为改开初期产能的 51 倍。2017 年后受到供给侧改革、环保趋严以及黄磷景气度低迷等影响，黄磷产能出现下降，在部分产能淘汰后黄磷产能过剩问题得到一定缓解。2021 年，我国黄磷产能约 136.5 万吨。2019、2020 年黄磷产量分别为 64.49 万吨和 77.75 万吨，产能利用率分别仅为 46.75%和 53.37%，2019 年贵州和云南加强对黄磷企业的整治导致了全年产量下降。经过 2017-2019 年的环保检查，现存企业大多已投入资金改进设备提升环保水平。2016 年环保督察常态化运行后，黄磷企业受到了严格监管，部分企业因环保检查而停工甚至永久退出。经过近 3 年的整治，黄磷产能过剩问题已得到缓解，大多不达标产能或是已永久退出，或是已完成改造，改造后通过验收的企业可复产，我们预计后续环保检查再次导致黄磷大规模停产或产能退出的概率较小，而在环保高压下黄磷产能也难以扩张。

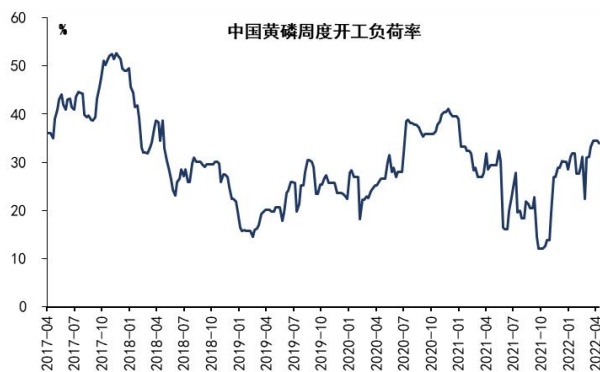
2021 年，政策面、电力供应、原料供给等多方面持续对黄磷生产及开工带来了扰动，四川地区长期环保督查，黄磷企业开工低负荷；贵州地区黄磷开工保持低位；云南地区停炉扰动难以开工，黄磷产品价格曾大幅调涨。据生意社数据，2021 年年初黄磷均价为 16200 元/吨，年末均价为 40666.67 元/吨，年内价格大涨幅度为 151.02%。截至 2022 年 4 月 14 日，云、贵、川地区多数企业净磷出厂主流承兑报价 37500-38500 元/吨，主流承兑成交约 36500 元/吨左右。我们看好短期内黄磷价格偏强运行。

图4：黄磷现货价走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图5：黄磷开工率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

新能源业务规划：拟建设年产 35 万吨电池级磷酸铁及相关配套项目，打开成长空间

据公司 2021 年 9 月 4 日公告，公司拟在湖北省松滋市投资设立云图新能源材料（荆州）有限公司，并由其投资建设年产 35 万吨电池级磷酸铁以及配套的 30 万吨湿法磷酸（折纯）、30 万吨精制磷酸、150 万吨磷矿选矿、100 万吨硫磺制酸、60 万吨缓控释复合肥、100 万吨磷石膏综合利用和 20MW 余热发电等项目。预计项目总投资额为 45.95 亿元，其中固定资产投资 40.95 亿元，配套流动资金 5 亿元。公司拥有雷波县牛牛寨北矿区丰富的磷矿资源（其中已探明资源储量约 1.81 亿吨）及完善配套，同时，公司目前已建立了磷肥完整产业链以及黄磷为主的磷化工产业链，构筑了一体化产业链优势，既能为项目提供稳定可靠的原材料保障，又能有效控制项目产品成本。其中，项目分两期建设：

（1）一期 10 万吨/年磷酸铁，预计于 2023 年 3 月建成投产；

（2）二期 25 万吨磷酸铁及配套 30 万吨湿法磷酸（折纯）、30 万吨精制磷酸、150 万吨磷矿选矿、100 万吨硫磺制酸、60 万吨缓控释复合肥、100 万吨磷石膏综合利用和 20MW 余热发电项目，预计于 2023 年 12 月建成投产。

本项目配套建设了磷酸铁制备所需的磷酸、硫酸项目，同时利用磷酸铁生产过程中的副产品—低品位磷酸生产复合肥、利用余热回收发电，实现了资源的综合利用。同时，本着靠近资源、靠近市场的原则，新项目选址设在湖北省松滋市，除磷矿石、液氨、氯化铵、包装袋等由公司自身供应的部分原料外，其余均可立足项目建设地周边供应，有力保障了项目所需原、辅材料的供应。我们看好，项目建设完成后，将进一步向下延伸公司产业链，形成“磷矿—磷酸—磷酸铁”的完整产业链，同时又能扩大公司复合肥和磷化工产业规模，具备良好的产业协同效应，有利于进一步夯实公司的产业链竞争优势，提高市场竞争力，符合公司持续做大做强的长期发展战略。

投资评级：维持“买入”评级。未来，公司将继续专注于复合肥的生产和销售，并沿着复合肥产业链进行深度开发和市场拓展，积极探索稳定发展的新思路；同时，公司将依托磷矿资源沿着“磷矿—磷酸—磷酸铁”向下拓展，延伸产业链、进军新能源市场。我们看好磷化工景气度有望维持较长一段时间，我们预计公司 2022-2024 年归母净利润 17.16/19.85/21.75 亿元，同比增速 39.3%/15.7%/9.6%；摊薄 EPS=1.70/1.97/2.15 元，对应当前股价对应 PE=8.6/7.4/6.8X。**维持“买入”评级。**

风险提示：下游需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格下滑等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	1194	1766	2500	2500	2500	营业收入	9154	14898	18336	22111	23694
应收款项	516	746	978	1178	1238	营业成本	7525	12135	14534	17509	18692
存货净额	1785	2728	3456	4183	4379	营业税金及附加	54	84	111	130	139
其他流动资产	845	1412	1462	1967	2081	销售费用	239	281	473	522	539
流动资产合计	4340	6653	8396	9829	10198	管理费用	457	543	931	1297	1389
固定资产	4620	5147	5652	7047	8808	财务费用	134	179	235	276	331
无形资产及其他	847	809	794	779	765	投资收益	35	16	0	(0)	(0)
投资性房地产	422	936	936	936	936	资产减值及公允价值变动	8	24	0	0	0
长期股权投资	0	30	30	30	30	其他收入	(139)	(192)	0	0	0
资产总计	10229	13575	15808	18621	20736	营业利润	650	1524	2051	2376	2604
短期借款及交易性金融负债	2965	3316	3809	4224	5175	营业外净收支	(21)	(14)	0	(3)	(3)
应付款项	1571	1923	2806	3352	3387	利润总额	629	1510	2051	2373	2601
其他流动负债	1556	2630	2733	3722	3911	所得税费用	122	273	328	380	416
流动负债合计	6091	7869	9348	11298	12473	少数股东损益	8	5	7	9	9
长期借款及应付债券	366	778	878	978	1078	归属于母公司净利润	499	1232	1716	1985	2175
其他长期负债	253	367	327	287	247						
长期负债合计	619	1144	1205	1265	1325	现金流量表（百万元）					
负债合计	6710	9013	10553	12563	13798	净利润	499	1232	1716	1985	2175
少数股东权益	76	79	87	95	105	资产减值准备	(3)	14	11	10	15
股东权益	3442	4483	5169	5963	6833	折旧摊销	640	688	499	609	740
负债和股东权益总计	10229	13575	15808	18621	20736	公允价值变动损失	(8)	(24)	0	0	0
						财务费用	134	179	235	276	331
关键财务与估值指标						营运资本变动	171	(701)	(53)	74	(171)
每股收益	0.49	1.22	1.70	1.97	2.15	其它	6	(10)	(4)	(2)	(5)
每股红利	0.32	0.39	1.02	1.18	1.29	经营活动现金流	1304	1198	2170	2677	2754
每股净资产	3.41	4.44	5.12	5.90	6.76	资本开支	0	(1227)	(1000)	(2000)	(2500)
ROIC	11%	20%	21%	21%	20%	其它投资现金流	0	(0)	0	0	0
ROE	14%	27%	33%	33%	32%	投资活动现金流	2	(1257)	(1000)	(2000)	(2500)
毛利率	18%	19%	21%	21%	21%	权益性融资	(1)	0	0	0	0
EBIT Margin	10%	12%	12%	12%	12%	负债净变化	(79)	412	100	100	100
EBITDA Margin	17%	17%	15%	15%	16%	支付股利、利息	(328)	(394)	(1029)	(1191)	(1305)
收入增长	6%	63%	23%	21%	7%	其它融资现金流	(890)	596	494	415	951
净利润增长率	134%	147%	39%	16%	10%	融资活动现金流	(1704)	631	(436)	(677)	(254)
资产负债率	66%	67%	67%	68%	67%	现金净变动	(398)	572	734	0	0
息率	2.2%	2.7%	7.0%	8.1%	8.8%	货币资金的期初余额	1592	1194	1766	2500	2500
P/E	29.6	12.0	8.6	7.4	6.8	货币资金的期末余额	1194	1766	2500	2500	2500
P/B	4.3	3.3	2.9	2.5	2.2	企业自由现金流	0	280	1367	911	535
EV/EBITDA	14.1	9.4	9.1	8.4	7.8	权益自由现金流	0	1287	1763	1194	1308

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