



## 肥化并举,结构性优化带来高增长

评级: 买入

### 报告摘要

目标价格: 5.1 港元

**2017 年净利润 4 亿, 同比提升近 12 倍, 远超预期:** 2017 年公司收入达 75.6 亿, 同比增长 32%, 净母利润约 4 亿, 同比巨幅提升 1221%。毛利率为 21%, 提升 3 个百分点, 净利率 5.3%, 提升 4.7 个百分点。每股盈利为 0.33 元, 派发全年股息每股人民币 8.49 分。全年业绩超过我们预期, 主要因为尿素、甲醇、三聚氰胺和糠醇等价格复苏, 以及复合肥及三聚氰胺销量上升。

期限: 12 个月

现价 (2018 年 3 月 20 日): 3.41 港元

报告日期: 2018-3-21

**已形成以肥为主, 肥化并举的产业格局:** 2017 年公司产品结构更加均衡, 尿素占比持续下降, 收入结构为: 尿素占比 38%、复合肥占 30%、甲醇占 9%、糠醇占 6%、三聚氰胺占 5%、液氨占 6%、二甲醚占 4%、其他占比 2%。公司已经形成化肥+化工的柔性化生产模式, 各大产品可以灵活切换, 使得利益最大化。减少产品周期性波动对公司的影响, 提升盈利能力和抗风险能力。

总市值(百万港元)	3,395.07
流通股市值(百万港元)	3,395.07
总股本(百万股)	995.62
流通股股本(百万股)	995.62
12 个月低/高(港元)	1.89/3.98
平均成交(百万港元)	8.88

### 股东结构

管理层持股	36.2%
员工持股	27.5%

### 股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-4.54	-3.47	8.31
绝对收益	-3.18	5.02	37.86

数据来源: 彭博、港交所、公司

**未来三年业绩增长动力十足:** 一、核心产品价格稳中有升, 2018 年尿素供应关系持续改善, 国内环保压力会继续存在, 行业开工率仍将维持低位; 同时随着国内玉米价格企稳, 尿素农业需求量进一步下滑的可能性低, 工业尿素需求旺盛, 对价格起到支撑作用。二、产能持续提升, 2017 年 9 月公司新投产 30 万吨甲醇和 20 万吨二甲醚, 在 2018 年产生全年业绩贡献。18 年二季度 6 万吨的三聚氰胺投产, 三季度有 30 万吨甲醇和 20 万吨二甲醚投产。三、生产成本进一步改善, 新疆煤矿将在 4 月底投产, 预计 18 年产量 40 万吨以上, 保守估计每吨煤炭可以节省成本 100 元。四、大力拓展华南市场, 18 年九江基地二期工程开始建设, 19 年陆续投产。

**目标价 5.1 港元, 买入评级:** 我们认为此次心连心转型十分成功, 已经形成化肥+化工的柔性化生产模式, 保障了公司未来业绩的稳定增长。我们给予公司目标价 5.1 港元, 较现价 50% 上升空间, 相当于 2018 年 8.1 倍 PE, 买入评级。

王强

行业分析师

+852 2213 1422

jimmywang@eif.com.hk

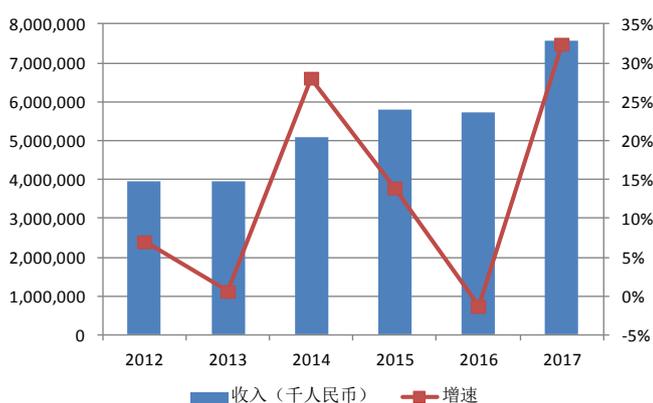
**风险提示:** 1. 尿素价格大幅下跌; 2. 公司扩张过快导致资金压力大

(31/12 年结; RMB 百万)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,711	7,562	8,858	10,984	13,181
增长率(%)	-1.3%	32.4%	17.1%	24.0%	20.0%
净利润	30	398	512	660	825
增长率(%)	-92.6%	1220.6%	28.7%	28.9%	25.0%
毛利率(%)	17.9%	21.0%	20.9%	20.7%	20.5%
净利率(%)	0.5%	5.3%	5.8%	6.0%	6.3%
每股收益(元)	0.03	0.33	0.51	0.66	0.83
每股净资产(元)	2.58	2.86	3.85	4.44	5.19
市盈率	109.2	8.3	5.4	4.2	3.4
市净率	1.1	1.0	0.7	0.6	0.5
净资产收益率(%)	1.0%	11.8%	13.4%	14.9%	16.0%
股息收益率(%)	1.2%	2.3%	3.5%	4.6%	5.7%

## 1. 2017年业绩概况

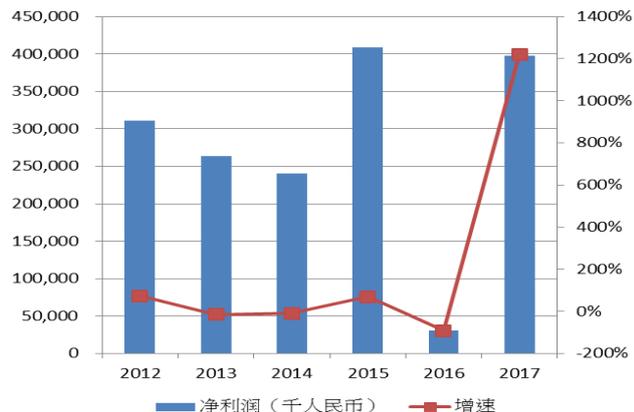
2017年公司收入达75.6亿，同比增长32%，净母利润约4亿，同比大幅提升1221%。毛利率为21%，提升3个百分点，净利率5.3%，提升4.7个百分点。每股盈利为0.33元，派发全年股息每股人民币8.49分。全年业绩超过我们预期，主要因为尿素、甲醇、三聚氰胺和糠醇等价格复苏，以及复合肥及三聚氰胺销量上升。

图1：收入及增速



资料来源：公司资料、安信国际整理

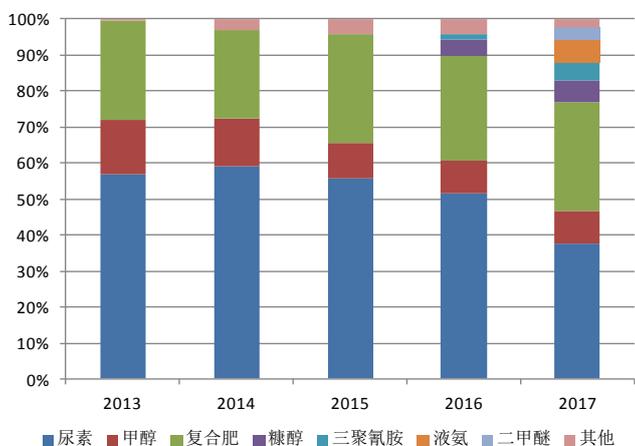
图2：净利润与增速



资料来源：公司资料、安信国际整理

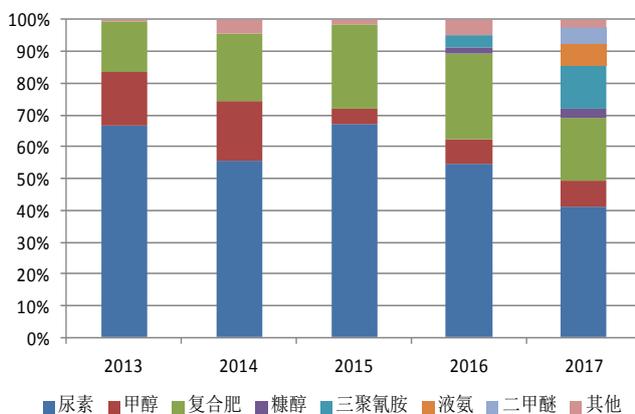
从2012年至2017年公司的发展情况来看，近三年心连心的业绩波动大。2015年公司的收入提升主要因为新疆工厂投产，进一步扩充尿素产能。并受益于煤炭价格下降后尿素的盈利能力显著提升，毛利率与净利润达到历史最高点。2016年收入与净利润大幅减少是因为尿素、复合肥、甲醛的售价下降，利润率跌入谷底。新产品如三聚氰胺、液氨、二甲醚等投产时间晚，业绩贡献少。2017年公司业绩增长归功于转型成功，实现化肥+化工的柔性化生产模式，尿素、液氨、甲醇、二甲醚和三聚氰胺的产品灵活切换，使得利益最大化。减少产品周期性波动对公司的影响，提升盈利能力和抗风险能力。

图3：收入结构变化



资料来源：公司资料、安信国际整理

图4：毛利润结构变化

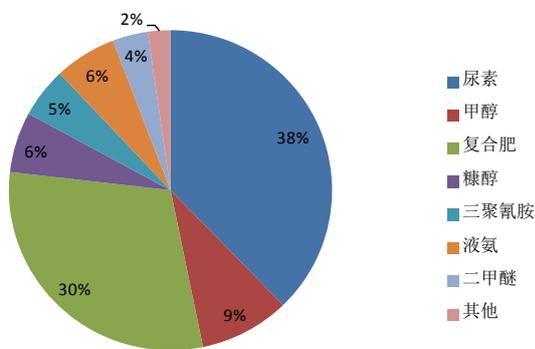


资料来源：公司资料、安信国际整理

2017年公司产品结构更加均衡，尿素占比持续下降，收入结构为：尿素占比38%、复合肥占30%、甲醇占9%、糠醇占6%、三聚氰胺占5%、液氨占6%、二甲醚占4%、其他占比2%。

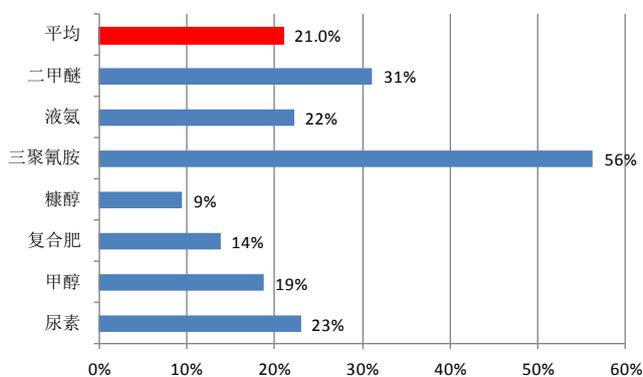
公司已拥有产能尿素260万吨，复合肥215万吨，甲醇60万吨，二甲醚20万吨，糠醇5万吨，三聚氰胺6万吨。

图5：2017年收入构成



资料来源：公司资料、安信国际整理

图6：产品毛利率对比

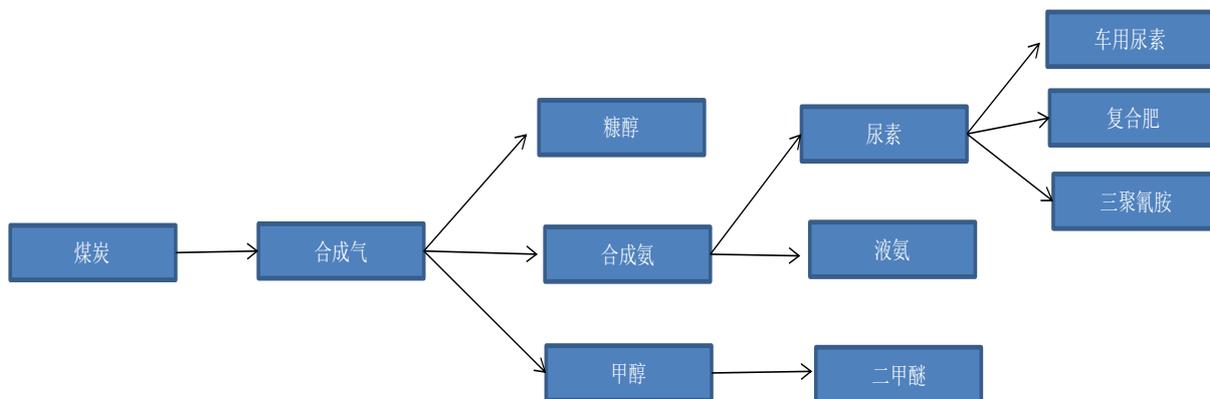


资料来源：公司资料、安信国际整理

## 2. 化肥+化工的柔性化生产模式

一头多尾的柔性化生产模式是公司的发展核心，心连心已经拥有灵活的生产调节能力和销售策略，可以产品灵活切换生产，实现利益最大化。

图7：一头多尾的生产模式



资料来源：公司资料、安信国际整理

### 煤炭对盈利能力的影响最大

心连心主要采用原料煤进行深加工，生产一系列化肥、化工产品，资源属性强。公司的新疆生产基地，拥有煤矿资源，预计将在今年4月底投产，有利于生产成本下降。心连心只使用两种煤炭：白煤及烟煤。白煤用作生产尿素、甲醇等原材料，烟煤用于生产过程的电力及气化过程的蒸汽。心连心重视生产技术的提升，四厂和五厂采用全球最先进的粉煤技术，大幅降低生产成本，行业中仅33%的产能采用相似的非烟煤生产技术。

图8：动力煤坑口价

图9：粉煤技术和普通技术能耗对比



原料	烟煤（心连心四厂五厂）	非烟煤（行业平均）
价格（人民币/吨）	710	1057
耗电量（千瓦时/吨）	343	770
转化率	99%以上	90%

资料来源：wind、安信国际整理

资料来源：公司资料、安信国际整理

### 尿素深耕多年，高端化趋势明显

尿素是一种白色晶状固体有机化合物，农业中尿素可用于玉米、甘蔗及棉

花等作物，于工业上，尿素及其衍生物为生产粘合剂、涂层、塑料及化妆品等产品不可或缺的原材料。此外，尿素于环境保护方面亦有广泛用途，可用于生产环保汽车尿素(用于催化转化器时可减低汽车引擎所排放的氮氧化物水平)。

心连心是中国单体规模最大的尿素生产商，拥有产能 260 万吨。生产基地位于河南新乡及新疆玛纳斯。2017 年公司尿素收入 28.5 亿，同比下降 3%，尿素毛利率为 23%，上升 4 个百分点，平均售价约为 1400 元/吨，增长 25%。

图 10：尿素价格

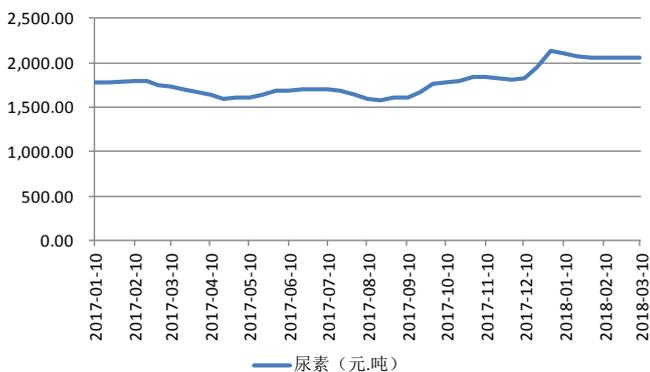


图 11：心连心尿素收入及增速



资料来源：wind、安信国际整理

资料来源：公司资料、安信国际整理

我们认为未来两年心连心的尿素产品高端化趋势将愈发明显，利润率会持续提升。通过不同尿素产品对比可看出，普通尿素和高效尿素的利润率差距大。我国农业也处于由追求数量向品质转变，对肥料需求呈现减肥、增效、提质三大特征。

在高效肥方面公司已经形成了控失、腐植酸和聚能网三大高效肥系列。通过公司的大田实验对比，玉米种植施用控失尿素和腐植酸尿素比普通尿素要增产大约 10%，证明公司的高效肥可以提高农民的种粮收入。2017 年，公司高效肥销售收入占化肥销售收入的 33%，而高效肥利润占化肥利润的 89%。说明在化肥市场整体低迷的情况下，公司高效肥的推广和销售使其盈利能力更加稳定。未来公司会继续扩充销售网络，2015 年心连心与阿里巴巴合作农村淘宝，进行线上销售，线下建设配肥服务中心。2017 年公司完成近百个配肥站，2018 年目标完成 200 个。我们预计未来两年高效肥销售对整体化肥收入占比将提高至 80%，利润率会持续提升。

图 12：化肥收入结构

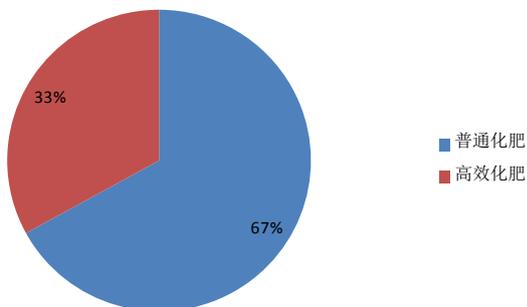
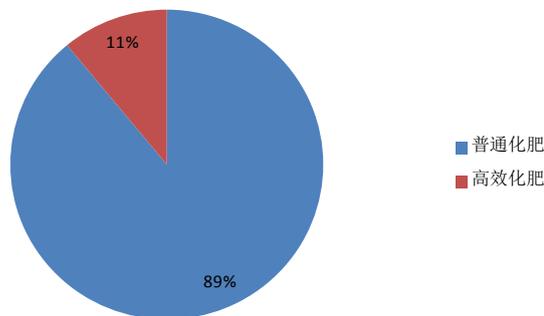


图 13：化肥利润结构

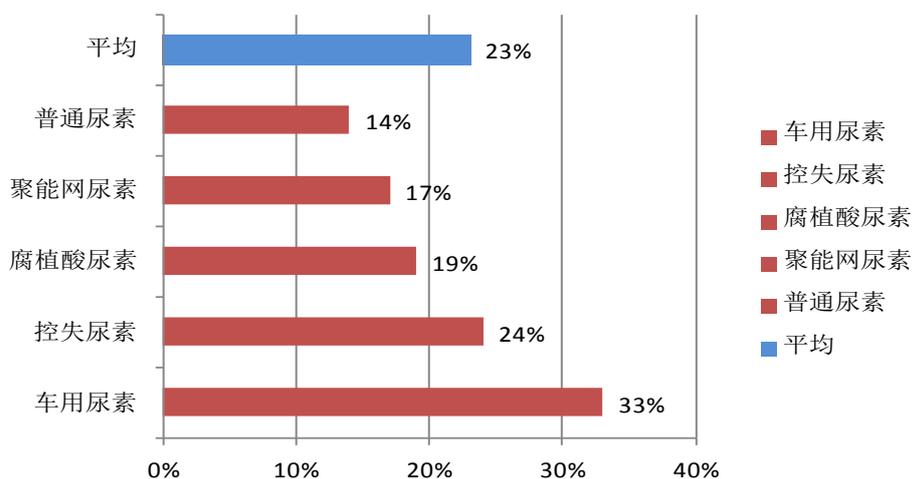


资料来源：公司资料、安信国际整理

资料来源：公司资料、安信国际整理

另外在车用尿素方面，公司拥有全国最大的车用尿素原料生产基地，产能超过百万吨，是行业唯一一家质量检测培训基地，目前公司正在牵头起草制定车用尿素原料行业标准。车用尿素主要用于净化柴油重卡以及柴油轮船尾气，2017年中国车用尿素销量约60万吨，心连心市占率30%，客户覆盖率60%。我们认为随着国四国五柴油排放标准实施和普及后，车用尿素将成为重卡的必须添加剂，未来几年处于井喷式增长，在2020年需求量将超过200万吨。

图 14：尿素产品毛利率对比



资料来源：公司资料、安信国际整理

### 复合肥是支柱性产品

复合肥包括通过化学方法生产的化成复合肥和物理掺混生产的混成复合肥，原料为氮肥、磷肥、钾肥。2016年以来由于三大基础化肥原料价格集体走弱，以及经济下行压力、农产品价格低迷等因素，复合肥价格下降。

但随着成本与季节因素,2017年复合肥价格有所上升。

我国复合肥渗透率低,与单一肥料相比,复合肥有更高的使用效率,同时随着种植业向规模化、集约化、专业化发展,复合肥经济效益更好,近20年来,中国复合肥行业的CAGR为7%左右,远高于单质肥的行业增速。并且我国化肥复合化率逐年提升,由2000年的22.1%提升至2017年的40%以上,相比较全球平均的50%、发达国家80%的水平,复合化率还有较大的提升空间。

心连心利用自有尿素为原料以液态尿素(尿素喷浆造粒前)直接用管道输入复合肥生产线,可以最大程度的节省运输、包装和熔融的成本,因此公司复合肥产品的综合毛利率一直维持在15%左右。公司现有215万吨复合肥产能,2017年公司复合肥收入22.7亿,同比增长37%,毛利率为14%。随着公司对销售渠道的不断拓展和差异化产品,我们预计2018年复合肥销量可以实现30%以上的增长,达150万吨以上。

图 15：复合肥收入及增速

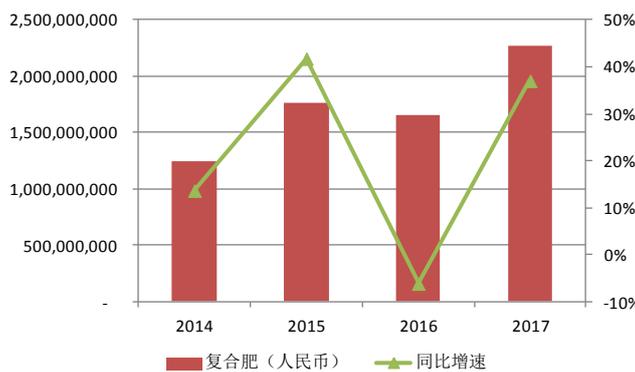
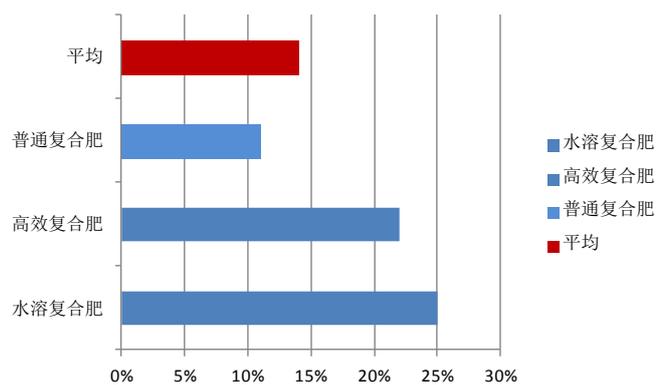


图 16：复合肥产品毛利率对比



资料来源：公司资料、安信国际整理

资料来源：公司资料、安信国际整理

### 甲醇与二甲醚产量提升，收入占比增大

甲醇是尿素的副产品,尿素生产商于生产尿素的过程中,会同时生产甲醇。甲醇用途广泛,主要包括为精细化工及塑料行业生产甲醛、醋酸、氯甲烷、甲胺、硫酸二甲酯等多种有机产品,也是农业及医药行业的重要原料之一。甲醇在加工后可作为燃料,与汽油混合燃烧。甲醇是易于运送的清洁燃料,可以单独或与汽油混合作为汽车燃料。二甲醚作为甲醇的下游,主要用于制药、燃料、农药等化学工业。

中国甲醇产能过剩问题严重,2016年甲醇产能达到7860多万吨,行业开工率为55%。2013年政府开始严格限制新增产能,年产能低于1百万吨的煤制甲醇厂房及天然气制甲醇生产厂房不允许兴建或扩建。

2017年心连心甲醇收入6.8亿,同比增长29%。毛利率为19%。拥有产能甲醇60万吨,二甲醚20万吨。我们认为未来甲醇发展空间巨大,新兴领域需求不断提升,如甲醇汽车作为新能源汽车的一种,将有望替代汽

油车。

图 17：甲醇收入及增速

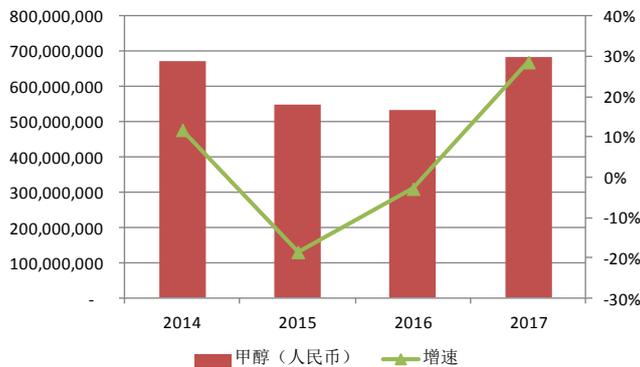
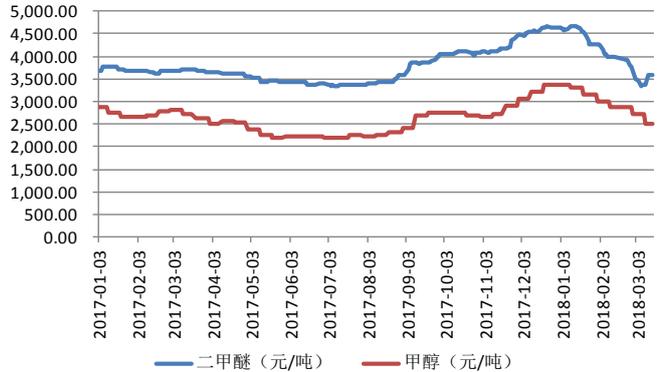


图 18：甲醇及二甲醚价格



资料来源：公司资料、安信国际整理

资料来源：wind、安信国际整理

### 三聚氰胺是公司利润率最高的产品

三聚氰胺与甲醛缩合聚合可制得三聚氰胺树脂，用于塑料及涂料工业，也可作纺织物防折、防缩处理剂。其改性树脂可做色泽鲜艳、耐久、硬度好的金属涂料。添加无机填料后课制成模塑制品，色彩丰富，大多用于装饰板、餐具、日用品。

三聚氰胺行业经过多年产能过剩造成的低迷市场环境，不少落后产能已经被淘汰。根据 2015 年底中国氮肥工业协会制定的《三聚氰胺行业“十三五”发展思路》，目前国内有效年产能 190 万吨。“十三五”时期，国内三聚氰胺消费量年均增速预计 5%~8%。2016 年全国只有湖北宜化（8 万吨）与河南心连心（6 万吨）两套装置投产。2017 年行业开工率仅为 45%，在行业有效产能大幅降低情况下，下游板材等需求好转，加上出口拉动，2017 年三聚氰胺出现供不应求，货紧价扬的局面。

心连心的尿素与三聚氰胺生产线一体化运营，可以实现将三聚氰胺的生产过程中产生的伴生氨气回收用于生产尿素，每吨三聚氰胺实际消耗约 1.5 吨尿素，而中国内地的独立三聚氰胺装置每吨消耗约 3 吨尿素。2017 年公司三聚氰胺收入达到 3.8 亿，毛利率高达 56%。我们认为三聚氰胺价格上涨的是因为行业开工率低，低效产品不断淘汰，供需改善的结果，2018 年三聚氰胺价格有望维持在高位。

### 液氨起到调节作用

液氨产品是尿素生产的前段原料，在液氨产品市场价格好于尿素产品时公司会选择直接销售液氨。液氨主要应用于锅炉烟气的脱硫脱硝，以及磷酸一铵和磷酸二铵的生产。而随着国家加大环保力度，液氨产品需求在不断

提升。

图 19：三聚氰胺价格

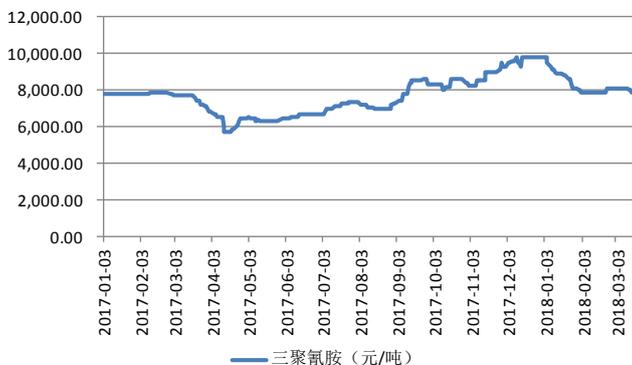


图 20：液氨价格



资料来源：wind、安信国际整理

资料来源：wind、安信国际整理

### 3. 行业情况-尿素行业供需关系不断改善，价格企稳回升

2017年中国尿素销量为5915万吨，同比下降10%，其中农业需求量3750万吨，下降6%。工业需求量1700多万吨，增长3%。出口量465万吨，下降48%。尿素主要应用于农业化肥领域，工业需求相对稳定。

世界主要农产品价格从2012年开始呈现单边下跌趋势，其中消耗尿素最多的是玉米，价格从333美元/吨下跌到17年的150多美元/吨，价格已经跌到10年来最低。另外2016年《全国农业现代化规划

(2016-2020年)》表示，“十三五”期间，全国将推进以玉米为重点的种植业结构调整，适当减少玉米种植面积，恢复和增加大豆种植面积，国内调减的3000万亩玉米种植面积主要用于种植大豆、土豆、杂粮等。我们认为短期内玉米价格下降和种植面积的减少对尿素需求带来利空，玉米价格已经跌入十年最低，再度下跌可能性低，玉米价格从2017年下半年开始企稳出现恢复性增长。

长期看尿素需求取决于人口增速及食品消费结构。2016年我国人口达到13.9亿，人口的增长势必增加粮食的需求量，在人均耕地面积逐年下降的背景下，需要提高现有耕地的单位粮食产量，加大化肥的使用。另外，随着居民生活水平的提高，膳食结构在不断改善。对蔬菜、瓜果、谷物、豆类的需求增多，我们认为未来农业尿素需求稳定增长。在工业方面2017年中国房地产去库存结束，新开工面积逐渐增多，可以推断合成板需求将保持以往的增长。预计2018年尿素需求量在6000万吨左右。

图 21：化肥下游占比

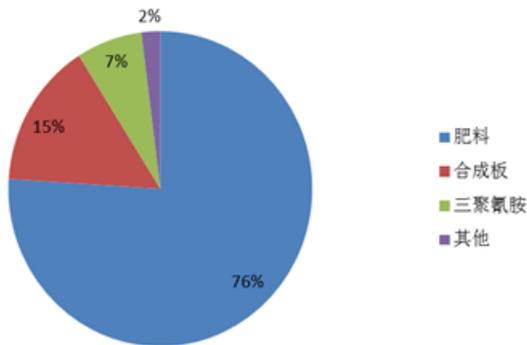
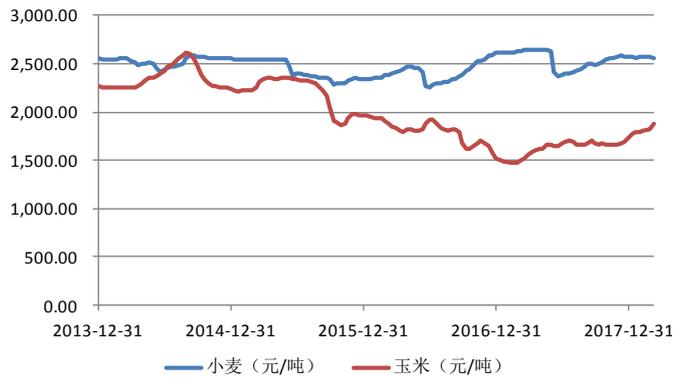


图 22：小麦及玉米价格



资料来源：中国氮肥协会料、安信国际整理

资料来源：wind、安信国际整理

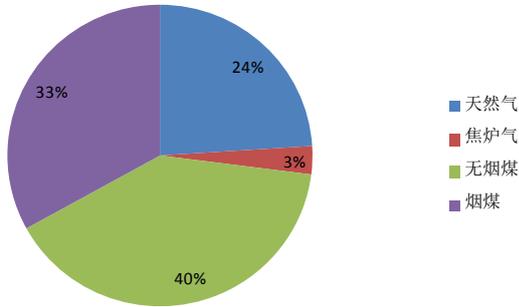
尿素的主要上游资源是煤炭和天然气，2017年我国尿素有效产能为7377万吨，其中气头尿素企业产能占比24%，气头尿素企业主要分布在四川和云贵一带，基本围绕天然气资源建造。煤头尿素企业产能占比76%，无烟煤占总产能的40%，烟煤占总量33%。2017年10月天然气短缺由北向南产生连锁影响，并向下游多个行业蔓延，其中以天然气为原料的尿素受到了巨大的影响。如四川美丰、中原大化、四川泸天化、云天化等尿素装置停车时间2-3个月。煤头和气头尿素存在一定的相互替代关系，近年来由于生产成本的变化，优惠天然气价格的取消使得煤头尿素生产成本较优，无烟煤的普及也减轻了环保压力，煤头尿素逐步占据主导地位。预计未来气头尿素占比会逐渐缩小，煤头尿素占比提升。

在新增产能方面，中国各省市严格控制尿素新增产能，禁止新增天然气和落后技术的尿素产能，只允许先进生产技术尿素生产线或旧产能改造项目。根据智研咨询统计，2015-2017年共新增产能925万吨。

去产能方面，中国氮肥工业协会目标“十三五”期间关停尿素产能1300万吨，严格淘汰开工率低、连年亏损、半停产及负债率大于100%的企业。主要通过国家政策、环保因素、市场淘汰、设备转产等方式进行。2017年有333万吨尿素退出。预计2018约400万吨长期停产产能将永久退出。尿素企业停产有特殊之处，一旦生产线停产超过半年，中小型企业复产可能性很低，主要因为企业需要资金去检修机器，通过环保评测，寻找煤炭或天然气供应商，以及下游经销商。

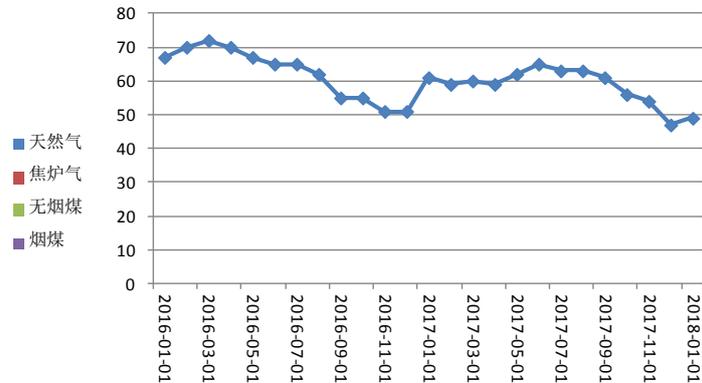
2017年中国尿素行业供需出现紧平衡状态，整个行业产能利用率在不断下降，从2016、2017年尿素开工率走势对比图来看，2017年的开工率远低于2016年。2017年尿素市场平均开工在58%，较2016年的62%下滑近4个百分点。下降主要因为煤炭价格提升，尿素行业全面亏损，加上环保政策的压制。

图 23：尿素产能结构



资料来源：中国氮肥协会、安信国际整理

图 24：尿素开工率



资料来源：中国氮肥协会、安信国际整理

#### 4. 同行对比

我们对港股和 A 股的化肥上市公司进行统计对比，由于发布业绩时间不统一，信息仅供参考。其中港股上市的心连心发布 2017 年完整业绩、中海石油化肥和东光化工为 2017 上半年业绩，A 股的湖北宜化、四川美丰、华鲁恒升、鲁西化工、金正大、云图控股为 2017 年前 3 季度业绩。

图 25：尿素及复合肥企业盈利能力对比

单位/亿元	公司	代码	收入	净利润	销售管理费用率	毛利率	净利率
	心连心化肥	1866 HK	75.6	4.5	11.9%	21.0%	5.9%
	中海石油化学	3983 HK	51.4	2.9	7.5%	16.4%	6.4%
	东光化工	1702 HK	9.2	0.3	4.1%	12.4%	3.7%
	湖北宜化	000422 CH	91.8	-12.3	14.0%	12.9%	-13.6%
	四川美丰	000731 CH	20.3	1.4	11.7%	21.5%	6.0%
	华鲁恒升	600426 CH	72.3	8.5	3.4%	19.4%	11.7%
	鲁西化工	000830 CH	110.6	10.7	6.6%	22.8%	9.7%
	金正大	002470 CH	189.2	9.1	9.1%	15.5%	5.5%
	云图控股	002539 CH	56.5	0.8	10.0%	15.8%	1.5%
	平均				8.7%	17.5%	4.1%

资料来源：wind、安信国际整理

图 26：尿素及复合肥企业规模对比

单位亿元					
公司	总资产	总负债	资产负债率	产能	非化肥业务占比
心连心化肥	119.06	82.56	69%	260万吨尿素、215万吨复合肥	32%
中海石油化学	196.46	52.34	27%	236万吨尿素、100万吨磷肥+复合肥	43%
东光化工	18.65	10.94	59%	109万吨尿素	12%
湖北宜化	381.71	326.69	86%	125万吨尿素、140万吨磷肥	70%
四川美丰	44.13	17.28	39%	50万吨尿素、38万吨复合肥	32%
华鲁恒升	153.22	64.35	42%	180尿素	75%
鲁西化工	263.50	166.85	63%	90万吨尿素、170万吨复合肥	78%
金正大	205.31	85.52	42%	720万吨复合肥	0
云图控股	93.96	62.46	66%	500万吨复合肥	48%
平均			55%		43%

资料来源：公司资料、安信国际整理

通过对比可以发现 1.在盈利能力方面，心连心的毛利率远高于同行，与华鲁恒升、鲁西化工相近，都是拥有先进生产技术的优质公司，生产成本低于同行。但是在净利润率方面，心连心不如华鲁恒升和鲁西化工，原因是心连心销售费用、管理费用和财务费用过高。近几年心连心在不断扩张销售网络，新增加九江与新疆基地，在西北和华南市场大力推广复合肥和高效肥导致三项费用增加。我们认为未来三年心连心会持续扩张网络渠道，预计三项费用率会保持在高位。

2.产能方面，心连心是中国单体规模最大的尿素生产商，产能远高于其他公司，并且复合肥产能属于第一梯队。复合肥产能最大的是金正大。

3.收入结构方面，大部分化肥公司都选择转型化工或其他行业，在非化肥业务占比中最大为鲁西化工，最低为金正大。心连心的非化肥业务刚起步，目前占比较小。

## 5. 盈利预测与估值

我们预计 2018-2020 年公司净利润将达到 5.1 亿、6.6 亿和 8.2 亿，同比增长 29%、26%和 25%。

未来三年业绩增长动力十足：一、核心产品价格稳中有升，2018 年尿素供应关系持续改善，国内环保压力会继续存在，行业开工率仍将维持低位；同时随着国内玉米价格企稳，尿素农业需求量进一步下滑的可能性低，工业尿素需求旺盛，对价格起到支撑作用。二、产能持续提升，2017 年 9 月公司新投产 30 万吨甲醇和 20 万吨二甲醚，在 2018 年产生全年业绩贡献。18 年二季度 6 万吨的三聚氰胺投产，三季度有 30 万吨甲醇和 20 万吨二甲醚投产。三、生产成本进一步改善，新疆煤矿将在 4 月底投产，预计 18 年产量 40 万吨以上，保守估计每吨煤炭可以节省成本 100 元。四、大力拓展华南市场，18 年九江基地二期工程开始建设，19 年陆续投

产。

在估值方面，港股和 A 股化肥行业估值差距较大。2018 年和 2019 年预测市盈率中，心连心的估值最低，最高为华鲁恒升、金正大。我们认为心连心业绩低谷期已经过去，公司已经形成化肥为主，化工为辅的产业新格局，减少产品周期性波动对公司的影响，提升盈利能力和抗风险能力。我们给予公司目标价 5.1 港元，较现价 50% 上升空间，相当于 2018 年 8.1 倍 PE，买入评级。

图 27：估值表

公司	代码	股价（港元及人民币）	市值（亿港元及人民币）	18PE	19PE	18PB	19PB
心连心化肥	1866 HK Equity	3.41	33.1	5.4	4.2	0.8	0.7
中海石油化学	3983 HK Equity	2.17	100.1	9.4	8.9	0.6	0.5
华鲁恒升	600426 CH Equity	17.25	280.1	13.6	11.2	2.1	1.8
鲁西化工	000830 CH Equity	17.86	262.9	7.3	6.1	1.7	1.4
金正大	002470 CH Equity	8.52	267.5	15.2	11.8	2.0	1.7
平均				10.2	8.5	1.4	1.2

资料来源：彭博、安信国际整理

## 财务预测

### 损益表

人民币百万元 财务年度截至12月31日	16年 实际	17年 实际	18年 预测	19年 预测	20年 预测
<b>收入</b>	5,710.7	7,561.5	8,858.0	10,983.9	13,180.7
毛利	1,023.6	1,587.0	1,851.3	2,273.7	2,702.0
其他收入	70.0	87.6	61.4	66.9	73.5
销售及管理费用	(753.9)	(898.4)	(1,036.4)	(1,279.6)	(1,515.8)
其他开支	(33.2)	(5.6)	(5.9)	(6.2)	(6.5)
<b>营业利润</b>	306.5	770.6	870.5	1,054.7	1,253.3
财务费用	(266.4)	(285.9)	(264.1)	(276.6)	(290.4)
<b>税前盈利</b>	40.1	484.7	606.4	778.1	962.9
所得税	(11.1)	(61.2)	(76.5)	(98.2)	(120.4)
少数股东应占利润	(1.1)	25.8	18.0	20.0	18.0
<b>净利润</b>	30.1	397.8	511.8	659.9	824.6
折旧及摊销	522.1	454.6	481.0	494.9	0.0
<b>EBITDA</b>	828.6	1,225.1	1,351.5	1,549.6	1,253.3
<b>增长</b>					
总收入 (%)	-1.3%	32.4%	17.1%	24.0%	20.0%
EBITDA (%)	-24.1%	47.9%	10.3%	14.7%	-19.1%
每股收益 (%)	-92.6%	1220.6%	52.0%	28.9%	25.0%

### 资产负债表

人民币百万元 财务年度截至12月31日	16年 实际	17年 实际	18年 预测	19年 预测	20年 预测
现金	512.8	341.3	454.5	771.8	821.7
应收账款	75.1	127.8	134.2	140.9	147.9
存货	449.5	715.0	729.3	743.9	758.8
其他流动资产	1,029.2	1,432.4	1,606.7	1,786.3	2,011.6
<b>总流动资产</b>	2,066.7	2,616.4	2,924.7	3,442.9	3,740.0
<b>固定资产</b>	8,201.5	8,607.6	9,057.6	9,557.6	10,107.6
矿权	95.1	90.7	90.7	90.7	90.7
其他固定资产	556.7	591.1	591.1	591.1	591.1
<b>总资产</b>	10,920.0	11,905.8	12,664.0	13,682.3	14,529.4
<b>短期负债</b>					
应付帐款	185.6	246.7	252.4	368.1	378.4
短期银行贷款	756.2	1,646.1	1,728.4	1,814.8	1,905.6
其他短期负债	2,086.3	2,605.6	2,647.9	2,694.6	2,745.9
<b>总短期负债</b>	3,028.1	4,498.4	4,628.8	4,877.5	5,029.8
长期银行贷款	3,601.4	2,965.0	3,113.3	3,268.9	3,203.6
其他负债	1,007.6	792.4	792.4	792.4	792.4
<b>总负债</b>	7,637.0	8,255.8	8,534.4	8,938.8	9,025.8
少数股东权益	247.2	283.3	301.3	321.3	339.3
<b>股东权益</b>	3,035.8	3,366.7	3,828.3	4,422.2	5,164.3
每股账面值(元)	2.58	2.86	3.85	4.44	5.19
营运资金	(961.4)	(1,882.0)	(1,704.1)	(1,434.5)	(1,289.8)



<b>财务分析</b>					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	16年 实际	17年 实际	18年 预测	19年 预测	20年 预测
<b>盈利能力</b>					
毛利率 (%)	17.9%	21.0%	20.9%	20.7%	20.5%
EBITDA 利率 (%)	14.5%	16.2%	15.3%	14.1%	9.5%
净利率 (%)	0.5%	5.3%	5.8%	6.0%	6.3%
ROE (%)	1.0%	11.8%	13.4%	14.9%	16.0%
<b>营运表现</b>					
SG&A/收入 (%)	13.2%	11.9%	11.7%	11.7%	11.5%
实际税率 (%)	27.6%	12.6%	12.6%	12.6%	12.5%
库存周转	35.0	43.7	38.0	31.2	26.4
应付账款天数	14.5	15.1	13.1	15.4	13.2
应收账款天数	4.8	6.2	5.5	4.7	4.1
<b>财务状况</b>					
净负债/股本	2.5	2.5	2.2	2.0	1.7
收入/总资产	0.52	0.64	0.70	0.80	0.91
总资产/股本	3.60	3.54	3.31	3.09	2.81
盈利对利息倍数	1.2	2.7	3.3	3.8	4.3
<b>现金流量表</b>					
人民币百万元 财务年度截至12月31日	16年 实际	17年 预测	18年 预测	19年 预测	20年 预测
<b>经营活动</b>					
营运资金变动前	823.2	1,264.8	1,287.6	1,502.3	1,687.6
营运资金变化	(447.3)	(680.4)	(258.8)	(158.6)	(280.7)
所得税	(11.1)	(61.2)	(76.5)	(98.2)	(120.4)
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>营运现金流</b>	<b>364.8</b>	<b>523.2</b>	<b>952.3</b>	<b>1245.5</b>	<b>1286.5</b>
<b>投资活动</b>					
资本开支	(855.9)	(860.6)	(931.0)	(994.9)	(1,044.9)
其他投资活动	171.5	45.3	(36.2)	(43.5)	(52.2)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(684.4)</b>	<b>(815.4)</b>	<b>(967.2)</b>	<b>(1,038.3)</b>	<b>(1,097.0)</b>
<b>融资活动</b>					
负债变化	682.6	553.6	230.6	242.1	25.4
股本变化	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
股息	(83.0)	(79.6)	(102.4)	(132.0)	(164.9)
其他融资活动	(348.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>融资活动现金流</b>	<b>251.0</b>	<b>474.0</b>	<b>128.2</b>	<b>110.1</b>	<b>(139.6)</b>
<b>现金变化</b>	<b>(68.5)</b>	<b>181.8</b>	<b>113.2</b>	<b>317.3</b>	<b>49.9</b>
期初持有现金	581.4	512.8	341.3	454.5	771.8
期末持有现金	512.8	694.6	454.5	771.8	821.7

公司资料、安信国际预测

### 免责声明

此报告只提供给阁下作参考用途，并非作为或被视为出售或购买或认购证券的邀请或向任何特定人士作出邀请。此报告内所提到的证券可能在某些地区不能出售。此报告所载的资料由安信国际证券(香港)有限公司(安信国际)编写。此报告所载资料的来源皆被安信国际认为可靠。此报告所载的见解，分析，预测，推断和期望都是以这些可靠数据为基础，只是代表观点的表达。安信国际，其母公司和/或附属公司或任何个人不能担保其准确性或完整性。此报告所载的资料、意见及推测反映安信国际于最初发此报告日期当日的判断，可随时更改而毋须另行通知。安信国际，其母公司或任何其附属公司不会对因使用此报告内之材料而引致任何人士的直接、间接或相关之损失负上任何责任。

此报告内所提到的任何投资都可能涉及相当大的风险，若干投资可能不易变卖，而且也可能不适合所有的投资者。此报告中所提到的投资价值或从中获得的收入可能会受汇率影响而波动。过去的表现不能代表未来的业绩。此报告没有把任何投资者的投资目标，财务状况或特殊需求考虑进去。投资者不应仅依靠此报告，而应按照自己的判断作出投资决定。投资者依据此报告的建议而作出任何投资行动前，应咨询专业意见。

安信国际及其高级职员、董事、员工，可能不时地，在相关的法律、规则或规定的许可下 (1)持有或买卖此报告中所提到的公司的证券，(2)进行与此报告内容相异的仓盘买卖，(3)与此报告所提到的任何公司存在顾问，投资银行，或其他金融服务业务关系，(4)又或可能已经向此报告所提到的公司提供了大量的建议或投资服务。投资银行或资产管理可能作出与此报告相反投资决定或持有与此报告不同或相反意见。此报告的意见亦可能与销售人员、交易员或其他集团成员专业人员的意见不同或相反。安信国际，其母公司和/或附属公司的一位或多位董事，高级职员和/或员工可能是此报告提到的证券发行人的董事或高级人员 (5)可能涉及此报告所提到的公司的证券进行自营或庄家活动。此报告对于收件人来说是完全机密的文件。此报告的全部或任何部分均严禁以任何方式再分发予任何人士，尤其(但不限于)此报告及其任何副本均不可被带往或传送至日本、加拿大或美国，或直接或间接分发至美国或任何美国人士(根据1933年美国证券法S规则的解读)，安信国际也没有任何意图派发此报告给那些居住在法律或政策不允许派发或发布此报告的地方的人。

收件人应注意安信国际可能会与本报告所提及的股票发行人进行业务往来或不时自行及/或代表其客户持有该等股票的权益。因此，投资者应注意安信国际可能存在影响本报告客观性的利益冲突，而安信国际将不会因此而负上任何责任。

此报告受到版权和资料全面保护。除非获得安信国际的授权，任何人不得以任何目的复制，派发或出版此报告。安信国际保留一切权利。

### 规范性披露

- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未担任此报告提到的上市公司的董事或高级职员。
- 本研究报告的分析员或其有联系者(参照证监会持牌人守则中的定义)并未拥有此报告提到的上市公司有关的任何财务权益。
- 安信国际拥有此报告提到的上市公司的财务权益少于1%或完全不拥有该上市公司的财务权益。

### 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 预期未来6个月的投资收益率为15%以上；
- 增持 — 预期未来6个月的投资收益率为5%至15%；
- 中性 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至5%；
- 减持 — 预期未来6个月的投资收益率为-5%至-15%；
- 卖出 — 预期未来6个月的投资收益率为-15%以下。

### 安信国际证券(香港)有限公司

地址：香港中环交易广场第一座三十九楼

电话：+852-2213 1000

传真：+852-2213 1010