

# 维生素短期承压，香精香料蛋氨酸带来成长

## ——新和成（002001）调研简报

### 报告摘要：

新和成是我国维生素 E 和维生素 A 龙头企业，公司近年来大力发展动物营养品、香精香料和新材料等业务，其中蛋氨酸一期项目已经顺利建成投产，聚酰亚胺一期、二期也已经建设完成。

- ◆ **维生素业务短期承压，一季度利润仍可观。** 2016 年 10 月以来，VE 和 VA 价格下跌，供应增加及禽流感等影响是 VE 和 VA 价格回落的主要原因。但公司成本控制能力强，一季度仍实现净利润 2.3 亿元。看好公司在 VE 和 VA 市场保持竞争优势，并持续盈利。
- ◆ **香精香料业务稳定增长。** 2016 年公司香精香料业务收入 11.8 亿元，同比增长 24.6%，毛利率 37.2%。公司香精香料业务已经做到了国内第二。芳樟醇系列，柠檬醛系列产品具备了国际竞争力。公司的香精香料业务在未来 3-5 年内依然有保持年均 20% 左右的收入增长的潜力
- ◆ **蛋氨酸项目一期投产，二期拟再建 25 万吨产能。** 蛋氨酸市场前景广阔，但进入壁垒较高。新和成蛋氨酸项目一期于 2017 年 1 月顺利投产，预计 2017 年底可达到正常负荷，公司计划募集资金再建 25 万吨产能。届时公司将成为全球第三大蛋氨酸供应商，蛋氨酸业务年营收贡献有望达到 60 亿元。
- ◆ **资产负债表稳健，现金流充沛。** 2008 年以来公司经营现金流净流入维持在 10-14 亿元之间，公司创造现金能力强。公司连续 13 年保持现金分红，累计现金分红额 30.2 亿元，保证了投资者获得持续的回报。

**盈利预测及估值：**持续的产品研发，完善的产业链布局，以及优秀的生产管理，将保证公司在激烈的市场竞争中占据领先地位。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.73 元，1.26 元和 1.32 元，对应 PE 分别为 25 倍，15 倍和 14 倍，给予公司“推荐”评级。

**风险提示：**公司主营业务中 VE 和 VA 占比较高，如果 VE 和 VA 价格持续下跌，可能导致公司业绩低于预期。

### 财务指标预测

| 指标        | 2015A  | 2016A   | 2017E  | 2018E   | 2019E   |
|-----------|--------|---------|--------|---------|---------|
| 营业收入(百万元) | 3,823  | 4,696   | 4,870  | 6,417   | 7,685   |
| 增长率(%)    | -8.2%  | 22.9%   | 3.7%   | 31.8%   | 19.8%   |
| 净利润(百万元)  | 389.8  | 1,225.4 | 791.9  | 1,375.3 | 1,435.4 |
| 增长率(%)    | -51.8% | 214.3%  | -35.4% | 73.7%   | 4.4%    |
| 净资产收益率(%) | 5.7%   | 14.9%   | 9.4%   | 15.1%   | 14.6%   |
| 每股收益(元)   | 0.37   | 1.10    | 0.73   | 1.26    | 1.32    |
| PE        | 49.7   | 16.7    | 25.3   | 14.6    | 14.0    |
| PB        | 2.8    | 2.5     | 2.4    | 2.2     | 2.0     |

2017 年 05 月 04 日

推荐/维持

新和成

调研简报

### 梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480512060006

### 杨若木

010-66554032

yangrm@dxzq.net.cn

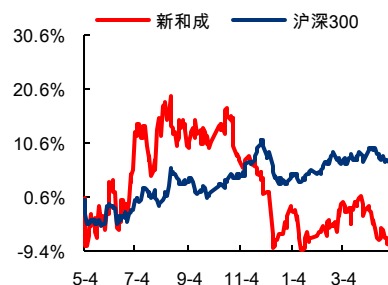
执业证书编号：

S1480510120014

### 交易数据

|                |               |
|----------------|---------------|
| 52 周股价区间(元)    | 18.37-20.61   |
| 总市值(亿元)        | 200.03        |
| 流通市值(亿元)       | 197.13        |
| 总股本/流通 A 股(万股) | 108892/107309 |
| 流通 B 股/H 股(万股) | /             |
| 52 周日均换手率      | 1.16          |

### 52 周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1、《新和成（002001）事件点评：大幅提价，维生素 E 进入涨价通道》2016-04-07
- 2、《新和成（002010）调研快报：PPS 和蛋氨酸项目顺利推进，新和成重回成长轨道》2014-10-22

## 目 录

|                                      |   |
|--------------------------------------|---|
| 1. 维生素业务短期承压，一季度利润仍可观 .....          | 3 |
| 2. 香精香料业务稳健增长 .....                  | 4 |
| 3. 蛋氨酸一期项目顺利投产，二期拟再建 25 万吨/年产能 ..... | 5 |
| 4. 新材料业务仍处于培育期，PPS 二期已建成试车 .....     | 6 |
| 5. 资产负债表稳健，现金流充沛 .....               | 7 |
| 6. 重视研发，研发投入持续加码 .....               | 7 |
| 7. 盈利预测及估值 .....                     | 8 |
| 8. 风险提示 .....                        | 8 |

## 表格目录

|                          |   |
|--------------------------|---|
| 表 1:公司拟定增建设蛋氨酸二期项目 ..... | 6 |
| 表 2:公司盈利预测表 .....        | 9 |

## 插图目录

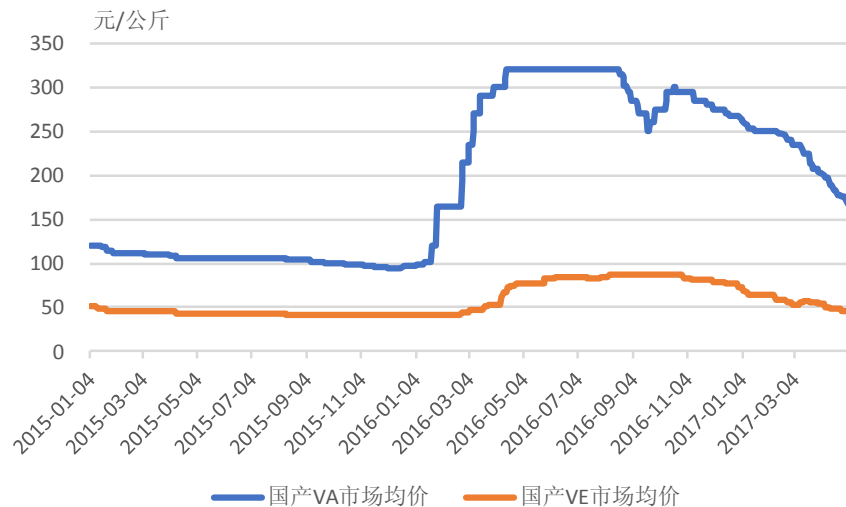
|                          |   |
|--------------------------|---|
| 图 1: 维生素价格走势 .....       | 3 |
| 图 2:主营业务收入情况 .....       | 4 |
| 图 3:各业务毛利率走势 .....       | 4 |
| 图 4:香精香料业务收入及毛利率双升 ..... | 4 |
| 图 5:蛋氨酸价格走势 .....        | 5 |
| 图 6:公司经营现金流充沛 .....      | 7 |
| 图 7:公司连续 13 年持续分红 .....  | 7 |
| 图 8:研发投入增长 .....         | 8 |

## 1. 维生素业务短期承压, 一季度利润仍可观

公司维生素产品主要包括VE和VA, 2016年贡献营业收入31.7亿元, 毛利率为51%。2016年公司维生素业务产销量较2015年有所下降, 主要受G20期间停产检修影响, 但VE和VA价格2016年上半年大幅上涨, 到4季度开始回落, 全年均价高于2015年, 使得公司维生素业务毛利率同比上升24个百分点, 是公司业绩大幅增长的最主要原因。

2016年4季度以来VE和VA价格回落, 对公司业绩产生负面影响。2016年10月以来, VE, VA价格下跌, 目前VE报价约48元/公斤, VA报价178元/公斤。对于VE和VA产品的跌价, 公司认为近期禽流感疫情影响了维生素产品的需求, 近期国外市场也偏弱。另外冠福股份(002102)公告称2万吨/年VE项目投产, 2017年3月开始正式对外销售VE产品, 新供应的增加对VE市场产生影响, 导致产品价格走低。

图 1: 维生素价格走势

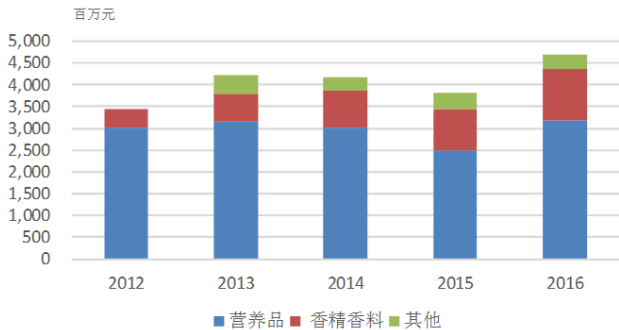


资料来源: 东兴证券研究所

由于VE和VA所代表的营养品业务占公司主营收入的比重约67%, 因此VE和VA价格下跌对公司短期业绩产生负面影响。但公司成本控制能力强, 即使在2015年VE和VA价格最低迷的时期, 公司营养品业务毛利率仍有27%, 保持了盈利。

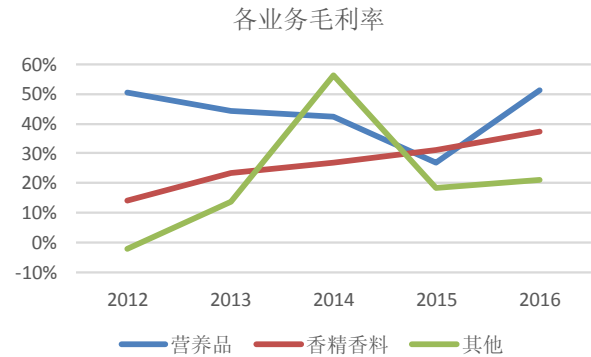
我们判断当前VE价格已经接近底部, 未来下跌空间有限。另外, 香精香料、新材料业务的增长将在一定程度上弥补营养品业务的下滑。从今年1季报的情况看, 公司营业收入12.3亿元, 净利润2.3亿元。经营数据环比下滑, 但仍保持了较高的盈利, 表明公司能从容面对不利的市场局面。

图 2: 主营业务收入情况



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 3: 各业务毛利率走势



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

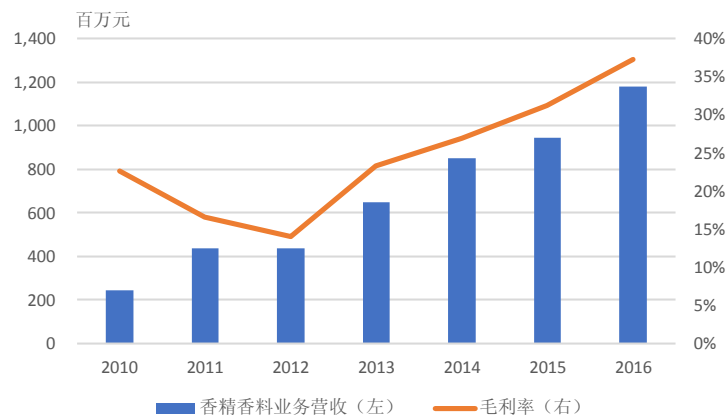
## 2. 香精香料业务稳健增长

2016 年公司香精香料业务收入 11.8 亿元, 同比增长 24.6%, 毛利率 37.2%。公司香精香料业务已经做到了国内第二。香精香料业务持续发展, 主要依靠产品数量的不断丰富, 因为单个产品市场容量有限, 只有不断涌现新产品, 才能把整体规模做大。公司的香精香料业务中, 芳樟醇系列, 柠檬醛系列产品销售较好, 具备国际竞争力。

公司计划在山东基地新建部分香精香料项目, 包括年产 6000 吨乙基麦芽酚、3000 吨甲基麦芽酚、3000 吨戊基桂醛、5000 吨己基桂醛、1600 吨女贞醛、1000 吨苯乐戊醇、100 吨乙酸己酯生产线各 1 条, 年产 160 吨女贞醛中试装置 1 套。其中年产 100 吨乙酸己酯生产线性质为技改。上述项目的建设将保证公司不断丰富产品线, 提升竞争力。

我们认为香精香料行业市场需求持续增长, 前景向好。新和成经过多年的努力, 凭借完善的供应链体系, 持续优化的工艺流程, 做到了产品品质稳定, 生产成本低, 在行业内极具竞争优势。随着新产品的不断投产, 公司香精香料业务在未来 3-5 年内依然有保持年均 20% 左右的收入增长的潜力。

图 4: 香精香料业务收入及毛利率双升



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

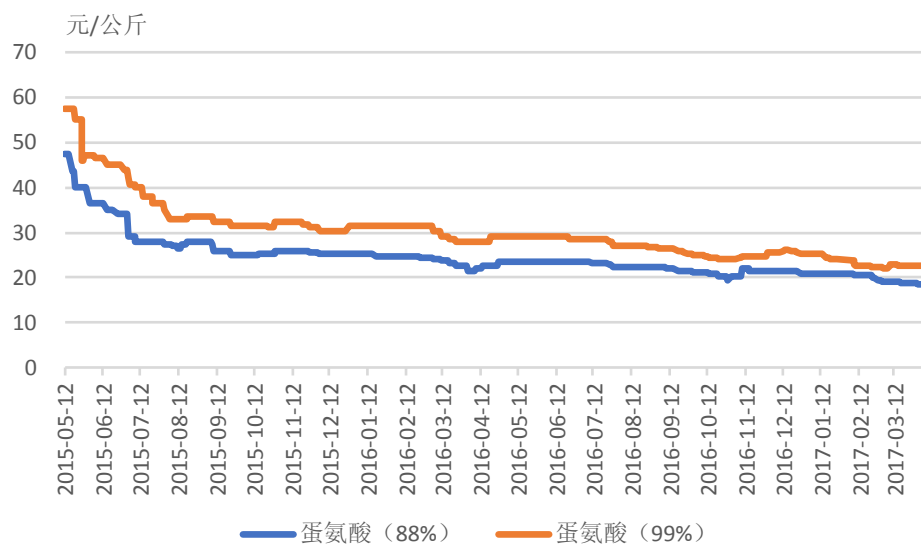
### 3. 蛋氨酸一期项目顺利投产, 二期拟再建 25 万吨/年产能

蛋氨酸又名甲硫基丁氨酸, 甲硫氨酸, 分子式为 (C<sub>5</sub>H<sub>11</sub>NO<sub>2</sub>S)。蛋氨酸是构成蛋白质的基本单位之一, 是动物体生长所必需的氨基酸中唯一含硫的氨基酸。蛋氨酸能有效促进畜禽发育, 同时降低养殖行业的成本。将蛋氨酸加入饲料中, 可以促进禽畜生长、增加瘦肉量和缩短饲养周期。

养殖业的发展带动了蛋氨酸需求的持续增长。咨询机构 Feedinfo 的数据显示 2016 年全球蛋氨酸消费量约 117 万吨, 同比增长 5.1%。预计未来 3 年全球蛋氨酸消费量将保持年均 5%-6% 的增速, 每年新增需求量在 6-7 万吨左右。蛋氨酸市场巨大的空间吸引了众多厂家的目光, 但蛋氨酸生产工艺复杂, 项目投资门槛高, 也导致蛋氨酸行业形成了目前寡头垄断的局面。

新和成通过持续的技术攻关掌握了蛋氨酸的生产技术。2015 年下半年公司启动了“蛋氨酸一期 5 万吨/年项目”, 投资金额约 17.9 亿元。该项目于 2016 年中期建成试车, 并于 2017 年 1 月顺利结束试车, 产出合格产品。据了解, 目前公司蛋氨酸装置生产情况良好, 生产负荷稳步提高, 蛋氨酸产品已经正式开始销售。公司计划到 2017 年 4 季度, 蛋氨酸一期项目达到正常负荷水平, 争取届时蛋氨酸产品能够实现出口, 覆盖全球主要市场。

图 5: 蛋氨酸价格走势



资料来源: 博亚和讯, 东兴证券研究所

公司蛋氨酸一期项目完全达产后每年可实现蛋氨酸产销量约 4 万吨 (按 80% 开工率测算), 当前蛋氨酸 (固体) 市场价格约 2.25 万元/吨, 对应收入约 9 亿元。假设毛利

率 20%，可贡献毛利约 1.8 亿元。

当前蛋氨酸市场处于低位盘整期，蛋氨酸价格也处于近 5 年来的低点。我们判断，随着养殖业的发展，蛋氨酸价格有望稳步走高，蛋氨酸产品的盈利能力还有上升空间。

虽然蛋氨酸市场集中度较高，公司作为新进入者并不惧怕竞争。公司将通过提升生产效率，降低成本，在蛋氨酸市场站稳脚跟，并不断扩大市场份额。而且全球蛋氨酸需求在持续增长，公司有信心在蛋氨酸市场占据一席之地。

基于对蛋氨酸市场前景的看好，新和成公告了非公开发行的预案，拟募集资金不超过 49 亿元，建设蛋氨酸二期项目，计划新增蛋氨酸产能 25 万吨/年。二期项目计划建设期 4 年，预计未来公司几年内蛋氨酸产能将逐步增长，最终达到 30 万吨/年规模。届时公司将成为全球第三大蛋氨酸生产商，蛋氨酸业务年收入规模有望突破 60 亿元。

**表 1:公司拟定增建设蛋氨酸二期项目**

| 项目    | 基本情况                        |
|-------|-----------------------------|
| 发行规模  | 不超过 2.69 亿股，募集资金总额不超过 49 亿元 |
| 发行价   | 不低于 18.19 元/股               |
| 募投项目  | 年产 25 万吨蛋氨酸项目               |
| 项目建设期 | 4 年                         |

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

#### 4. 新材料业务仍处于培育期，PPS 二期已建成试车

新材料是公司重点发展的业务之一，主要产品为聚苯硫醚（PPS）。公司 PPS 业务第一套装置 5000 吨/年，在 2016 年基本处于满产的状态。2016 年公司 PPS 业务收入超过 2 亿元，但仍未贡献利润。“PPS 二期 1 万吨/年项目”已经于 2017 年 3 月底建成试生产，从试生产情况看，二期项目运行正常，产出产品达到设计要求。公司 PPS 工艺通过了日本、美国等地认证，产品已经出口日本、韩国、欧洲和美国等市场，初步获得了客户的认可。PPS 产品约一半在国内销售，一半出口。

公司对 PPS 业务的规划分为 4 个块，分别为：原材料配套，聚合，改性，做功能件。原材料配套和闰土股份合作，预计 2018 年 10 月原料可实现就近配套。聚合则依托现有 2 套装置，目前生产状况良好。改性方面，公司与 DSM 合作成立了合资公司（新和成占 40% 股权），依托 DSM 在工程塑料领域的技术和客户优势，主攻汽车、电子市场，另外 PPS 纤维产品处于规划阶段。未来，公司将努力在 PPS 功能件领域取得突破。

公司 PPS 业务将不断扩大生产规模，丰富产品规格，拓展应用领域，通过不断提升产品性价比来扩大市场。我们看好公司以 PPS 为代表的新材料业务未来几年内保持 30% 左右的收入增速，并从 2018 年开始贡献利润。

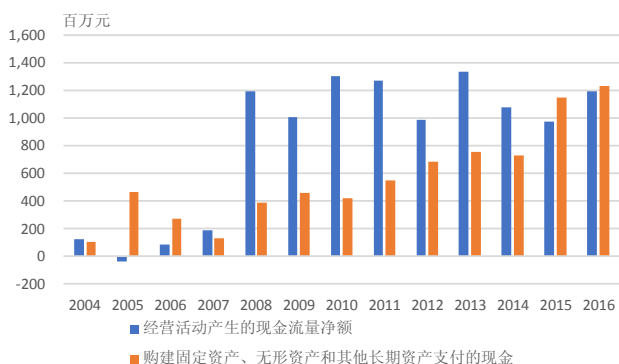
## 5. 资产负债表稳健, 现金流充沛

依托在维生素市场的竞争优势, 新和成 2004 年上市以来已经连续 13 年保持盈利。截至 2017 年 1 季度末, 公司总资产 119 亿元, 净资产约 83 亿元, 资产负债率仅为 30%。公司账面现金 22.7 亿元, 另有约 9.3 亿元银行理财产品。公司现金充裕, 资产负债表非常稳健。

从现金流角度看, 2008 年以来公司经营现金流净流入规模维持在 10-14 亿元之间, 公司创造现金能力强。持续的现金流入是公司保持财务稳健, 以及持续发展的基础。近年来由于 PPS 项目、蛋氨酸项目的建设, 公司投资支出有所增长, 2016 年构建固定资产等支付现金达到 12.3 亿元, 这表明公司再次进入发展期, 新建项目增加, 这些都是未来公司收入增长、利润增加的保障。

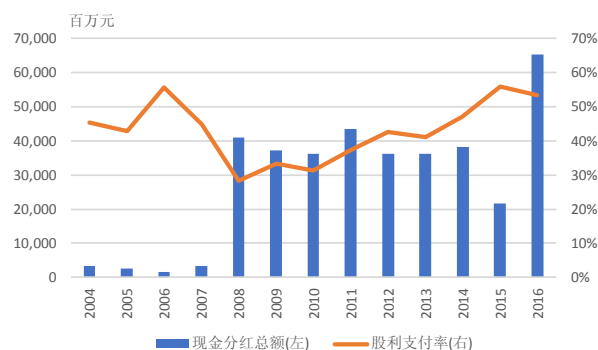
基于持续的盈利能力, 公司连续 13 年保持现金分红, 累计现金分红额 30.2 亿元, 保证了投资者获得持续的回报。过去 13 年中, 公司累计股利支付率为 31.7%, 近 5 年该比例稳定在 40% 以上。

图 6: 公司经营现金流充沛



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

图 7: 公司连续 13 年持续分红



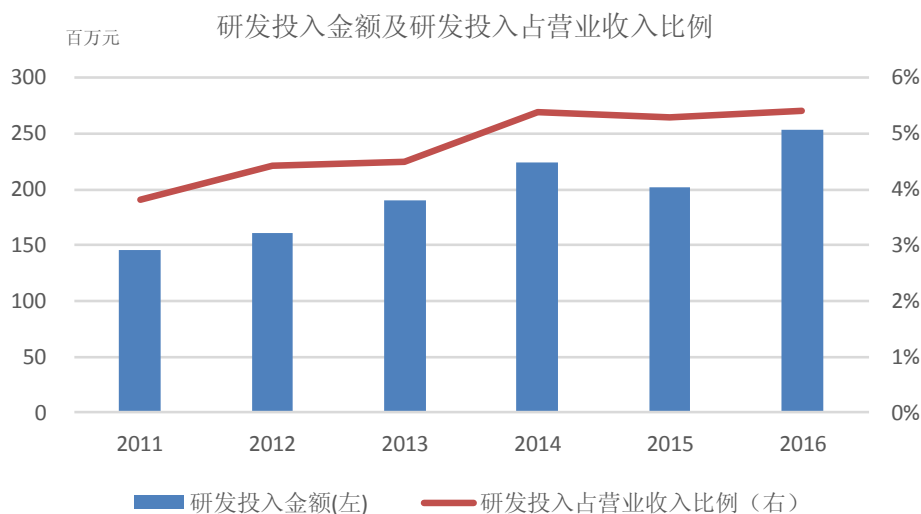
资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 6. 重视研发, 研发投入持续加码

新和成自成立以来就非常重视研发投入。公司与浙江大学、北京化工大学、中科院上海有机所等研究高校保持密切合作, 目前公司已经建成超临界反应实验室、国家级企业技术中心、国家级博士后工作站等。

2016 年公司研发人员 992 人, 研发投入约 2.5 亿元, 均保持同比增长。研发投入占营业收入比重保持在 5% 以上。公司将持续保持较高的研发投入, 保证新产品的研发和工艺的持续改进。

图 8:研发投入增长



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

## 7. 盈利预测及估值

新和成管理层战略清晰, 技术储备丰富, 管理良好, 是一家优秀的公司。公司一直以国际巨头为榜样, 努力参与国际竞争。短期来看, VE 和 VA 价格下跌对公司业绩产生负面影响。但从中长期看, 公司在新材料、动物营养品等领域的投入也逐渐产生回报, 香精香料业务稳步增长, 聚苯硫醚 (PPS) 材料将放量, 蛋氨酸一期 5 万吨/年项目已经建成投产, 蛋氨酸二期 25 万吨/年项目也正在稳步推进中。持续的产品研发, 完善的产业链布局, 以及优秀的生产管理, 将保证公司在激烈的市场竞争中占据领先地位。预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.73 元, 1.26 元和 1.32 元, 对应 PE 分别为 25 倍, 15 倍和 14 倍, 给予公司“推荐”评级。

## 8. 风险提示

公司主营业务中 VE 和 VA 占比较高, 如果 VE 和 VA 价格持续下跌, 可能导致公司业绩低于预期。



**表 2: 公司盈利预测表**

| 资产负债表          |         | 单位: 百万元 |         |         |         |                   | 利润表    |        | 单位: 百万元 |        |        |  |       |       |       |       |       |
|----------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------------|--------|--------|---------|--------|--------|--|-------|-------|-------|-------|-------|
|                | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   |                   | 2015A  | 2016A  | 2017E   | 2018E  | 2019E  |  | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| <b>流动资产合计</b>  | 5073    | 5737    | 7238    | 9097    | 10931   | <b>营业收入</b>       | 3823   | 4696   | 4870    | 6417   | 7685   |  |       |       |       |       |       |
| 货币资金           | 2228    | 2007    | 2922    | 3850    | 4611    | <b>营业成本</b>       | 2782   | 2563   | 3281    | 3937   | 4952   |  |       |       |       |       |       |
| 应收账款           | 727     | 882     | 974     | 1283    | 1537    | 营业税金及附加           | 40     | 75     | 49      | 64     | 77     |  |       |       |       |       |       |
| 其他应收款          | 75      | 255     | 265     | 349     | 417     | 营业费用              | 157    | 149    | 122     | 160    | 192    |  |       |       |       |       |       |
| 预付款项           | 14      | 14      | 157     | 328     | 543     | 管理费用              | 430    | 478    | 487     | 642    | 768    |  |       |       |       |       |       |
| 存货             | 1082    | 1241    | 1618    | 1942    | 2442    | 财务费用              | -1     | -4     | 4       | 10     | 20     |  |       |       |       |       |       |
| 其他流动资产         | 804     | 1170    | 1170    | 1170    | 1170    | 资产减值损失            | 1.90   | 25.61  | 26.00   | 5.00   | 5.00   |  |       |       |       |       |       |
| <b>非流动资产合计</b> | 4651    | 5674    | 6292    | 6417    | 6123    | 公允价值变动收益          | 1.51   | -1.16  | 0.00    | 0.00   | 0.00   |  |       |       |       |       |       |
| 长期股权投资         | 48      | 101     | 550     | 550     | 550     | 投资净收益             | 55.50  | 60.74  | 75.00   | 80.00  | 90.00  |  |       |       |       |       |       |
| 固定资产           | 2691.89 | 3120.61 | 3102.04 | 3475.47 | 3230.90 | <b>营业利润</b>       | 469    | 1470   | 977     | 1678   | 1760   |  |       |       |       |       |       |
| 无形资产           | 469     | 490     | 441     | 392     | 343     | 营业外收入             | 37.20  | 45.08  | 16.00   | 28.00  | 20.00  |  |       |       |       |       |       |
| 其他非流动资产        | 291     | 23      | 0       | 0       | 0       | 营业外支出             | 25.40  | 14.76  | 15.00   | 8.00   | 8.00   |  |       |       |       |       |       |
| <b>资产总计</b>    | 9724    | 11410   | 13530   | 15514   | 17054   | <b>利润总额</b>       | 481    | 1500   | 978     | 1698   | 1772   |  |       |       |       |       |       |
| <b>流动负债合计</b>  | 2417    | 2664    | 4175    | 5224    | 5909    | 所得税               | 91     | 275    | 186     | 323    | 337    |  |       |       |       |       |       |
| 短期借款           | 1486    | 1275    | 2646    | 3525    | 3952    | <b>净利润</b>        | 390    | 1225   | 792     | 1375   | 1435   |  |       |       |       |       |       |
| 应付账款           | 650     | 798     | 629     | 755     | 950     | 少数股东损益            | -12    | 23     | 0       | 0      | 0      |  |       |       |       |       |       |
| 预收款项           | 11      | 7       | 19      | 35      | 54      | 归属母公司净利润          | 402    | 1203   | 792     | 1375   | 1435   |  |       |       |       |       |       |
| 一年内到期的非        | 1       | 194     | 194     | 194     | 194     | EBITDA            | 1304   | 2288   | 1448    | 2263   | 2374   |  |       |       |       |       |       |
| <b>非流动负债合计</b> | 254     | 657     | 906     | 1152    | 1291    | <b>BPS (元)</b>    | 0.37   | 1.10   | 0.73    | 1.26   | 1.32   |  |       |       |       |       |       |
| 长期借款           | 97      | 501     | 901     | 1101    | 1201    | <b>主要财务比率</b>     |        |        |         |        |        |  |       |       |       |       |       |
| 应付债券           | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       |                   | 2015A  | 2016A  | 2017E   | 2018E  | 2019E  |  |       |       |       |       |       |
| <b>负债合计</b>    | 2671    | 3320    | 5081    | 6377    | 7200    | <b>成长能力</b>       |        |        |         |        |        |  |       |       |       |       |       |
| 少数股东权益         | 5       | 28      | 28      | 28      | 28      | 营业收入增长            | -18.6% | 22.9%  | 3.69%   | 31.77% | 19.77% |  |       |       |       |       |       |
| 实收资本 (或股       | 1089    | 1089    | 1089    | 1089    | 1089    | 营业利润增长            | -67.9% | 385.7% | -33.55% | 71.80% | 4.90%  |  |       |       |       |       |       |
| 资本公积           | 718     | 718     | 718     | 718     | 718     | 归属于母公司净利润         | -34.2% | 244.7% | -34.16% | 73.67% | 4.37%  |  |       |       |       |       |       |
| 未分配利润          | 4779    | 5674    | 5674    | 5674    | 5674    | <b>获利能力</b>       |        |        |         |        |        |  |       |       |       |       |       |
| 归属母公司股东        | 7048    | 8063    | 8422    | 9109    | 9827    | 毛利率 (%)           | 27%    | 45%    | 33%     | 39%    | 36%    |  |       |       |       |       |       |
| <b>负债和所有者权</b> | 9724    | 11410   | 13530   | 15514   | 17054   | 净利率 (%)           | 10%    | 26%    | 16%     | 21%    | 19%    |  |       |       |       |       |       |
| <b>现金流量表</b>   | 单位: 百万元 |         |         |         |         | <b>总资产净利润 (%)</b> | 3.82%  | 4%     | 11%     | 6%     | 9%     |  |       |       |       |       |       |
|                | 2015A   | 2016A   | 2017E   | 2018E   | 2019E   | <b>ROE (%)</b>    | 6%     | 15%    | 9%      | 15%    | 15%    |  |       |       |       |       |       |
| <b>经营活动现金流</b> | 972     | 1190    | 578     | 1126    | 1149    | <b>偿债能力</b>       |        |        |         |        |        |  |       |       |       |       |       |
| 净利润            | 390     | 1225    | 792     | 1375    | 1435    | 资产负债率 (%)         | 27%    | 29%    | 38%     | 41%    | 42%    |  |       |       |       |       |       |
| 折旧摊销           | 835.54  | 822.78  | 0.00    | 575.53  | 593.53  | 流动比率              | 2.10   | 2.15   | 1.73    | 1.74   | 1.85   |  |       |       |       |       |       |
| 财务费用           | -1      | -4      | 4       | 10      | 20      | 速动比率              | 1.65   | 1.69   | 1.35    | 1.37   | 1.44   |  |       |       |       |       |       |
| 应收账款减少         | 0       | 0       | -169    | 126     | 195     | <b>营运能力</b>       |        |        |         |        |        |  |       |       |       |       |       |
| 预收账款增加         | 0       | 0       | 12      | 16      | 19      | 总资产周转率            | 0.41   | 0.44   | 0.39    | 0.44   | 0.47   |  |       |       |       |       |       |
| <b>投资活动现金流</b> | -1540   | -1590   | -1037   | -625    | -215    | 应收账款周转率           | 5      | 6      | 5       | 6      | 5      |  |       |       |       |       |       |
| 公允价值变动收        | 2       | -1      | 0       | 0       | 0       | 应付账款周转率           | 6.71   | 6.49   | 6.82    | 9.27   | 9.02   |  |       |       |       |       |       |
| 长期股权投资减        | 48      | 101     | 550     | 550     | 550     | <b>每股指标 (元)</b>   |        |        |         |        |        |  |       |       |       |       |       |
| 投资收益           | 55      | 61      | 75      | 80      | 90      | 每股收益 (最新摊薄)       | 0.37   | 1.10   | 0.73    | 1.26   | 1.32   |  |       |       |       |       |       |
| <b>筹资活动现金流</b> | 86      | 89      | 1374    | 428     | -173    | 每股净现金流 (最新        | -0.44  | -0.29  | 0.84    | 0.85   | 0.70   |  |       |       |       |       |       |
| 应付债券增加         | 1486    | 1275    | 2646    | 3525    | 3952    | 每股净资产 (最新摊        | 6.47   | 7.40   | 7.73    | 8.37   | 9.02   |  |       |       |       |       |       |
| 长期借款增加         | 97      | 501     | 901     | 1101    | 1201    | <b>估值比率</b>       |        |        |         |        |        |  |       |       |       |       |       |
| 普通股增加          | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | P/E               | 49.73  | 16.73  | 25.30   | 14.57  | 13.96  |  |       |       |       |       |       |
| 资本公积增加         | 0       | 0       | 0       | 0       | 0       | P/B               | 2.84   | 2.49   | 2.38    | 2.20   | 2.04   |  |       |       |       |       |       |
| <b>现金净增加额</b>  | -482    | -311    | 915     | 928     | 761     | EV/EBITDA         | 14.87  | 8.74   | 14.40   | 9.28   | 8.75   |  |       |       |       |       |       |

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 梁博

2007 年获得工学硕士学位，两年化工工程设计经验，2010 年起任中山证券化工行业研究员，2011 年加盟东兴证券研究所，有五年石油化工研究经验。

### 杨若木

基础化工行业小组组长，9 年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士，CFA 持证人，2013 年起就职于中金公司，2016 年加入东兴证券。

## 联系人简介

### 廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。