

十年磨一剑，新材料和蛋氨酸迎来收获

——新和成（002001）深度报告

2017年06月22日

强烈推荐/上调

新和成

深度报告

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蛋氨酸、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，聚苯硫醚一期、二期也已经建设完成。公司新业务即将迎来收获期。

- ◆ **维生素业务短期承压，长期优势稳固。**2016 年 10 月以来，VE 和 VA 价格下跌。但公司成本控制能力强，具有完善的产业链配套，在不利的市场情况下，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
- ◆ **PPS、蛋氨酸项目陆续投产，前景广阔。**公司已经建成 PPS 产能 1.5 万吨，并且获得日本专利，开始出口。达产后 PPS 业务收入规模将达到 9 亿元。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，达产后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：预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.81 元，1.04 元和 1.38 元，对应 PE 分别为 22.6 倍，17.6 倍和 13.3 倍，给予公司“强烈推荐”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	5,284	6,237	7,880
增长率(%)	-8.2%	22.9%	12.5%	18.0%	26.3%
净利润(百万元)	389.8	1,225.4	884.4	1,136.8	1,497.4
增长率(%)	-51.8%	214.3%	-27.8%	28.5%	31.7%
净资产收益率(%)	5.7%	14.9%	7.6%	9.1%	11.0%
每股收益(元)	0.37	1.10	0.81	1.04	1.38
PE	49.6	16.7	22.6	17.6	13.3
PB	2.8	2.5	1.7	1.6	1.5

梁博

021-65465597

liangbo@dxzq.net.cn

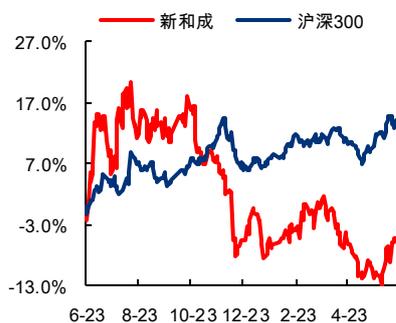
执业证书编号：

S1480512060006

交易数据

52 周股价区间(元)	18.45-19.88
总市值(亿元)	200.91
流通市值(亿元)	197.98
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	0.96

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）调研简报：维生素短期承压，香精香料蛋氨酸带来成长》2017-05-04
- 2、《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
- 3、《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. 依托合成技术，形成营养品、香精香料、新材料 3 大业务.....	4
1.1 技术领先，营养品新材料业务占例高	4
1.2 构建产业链优势，专注细分领域	4
2. 营养品业务：VE 竞争优势稳固，蛋氨酸业务前景广阔.....	6
2.1 VE 市场维持寡头垄断局面	6
2.2 改进 VE 生产工艺，减少污染排放、降低成本	6
2.3 VE 价格波动对公司业绩影响可能小于预期	7
2.4 蛋氨酸项目一期建成投产，未来将继续扩产	9
2.5 十年磨一剑，蛋氨酸一期建成投产	10
3. 香精香料业务：新产品不断投放，产销规模快速增长	11
3.1 香精香料市场空间大，增长稳定	11
3.2 香精香料业务收入规模突破十亿大关	12
4. 新材料业务：聚苯硫醚业务国内领先	13
4.1 聚苯硫醚市场概况	14
4.2 全球 PPS 供应格局：日本占据主导地位，新和成国内领先	16
4.3 新和成 PPS 业务发展历程	17
4.4 PPS 产品获得日本专利授权，获国际认可	18
4.5 新材料业务即将迎来收获期	19
5. 财务分析.....	19
5.1 产品盈利能力强，过去 7 年 ROE 均值为 16.3%。	20
5.2 经营现金流充沛，对外部融资依赖较小	21
5.3 连续 13 年现金分红.....	22
5.4 研发投入持续上升	22
6. 盈利预测及估值.....	23
7. 风险提示.....	24

表格目录

表 1:全球 VE 主要产能统计.....	6
表 2:公司蛋氨酸业务经营业绩预测	10
表 3:2012-2015 世界各国 PPS 需求情况（折纯树脂，单位：千吨）	15
表 4:中国 PPS 消费需求及预测（折纯树脂，单位：千吨）	15
表 5:国内外主要 PPS 生产商及产能情况.....	16
表 6:公司 PPS 业务销量及收入预测	19
表 7:新和成杜邦分析	20
表 8:公司研发人员数量及研发投入持续上升	23

插图目录

图 1: 形成 3 大业务板块均衡发展的格局	4
图 2: 2016 年公司收入构成.....	4
图 3: 公司收入情况.....	5
图 4: 公司各业务板块收入占比变化趋势	5
图 5: 新和成发展历程.....	5
图 6: 维生素 E 工艺流程简图	7
图 7: 国产 VE、VA 市场价格走势	7
图 8: 我国 VE 出口量逐年增长	7
图 9: 新和成、浙江医药毛利率比较.....	8
图 10: 2016 年全球蛋氨酸市场竞争格局	10
图 11: 蛋氨酸价格走势.....	10
图 12: 香精香料业务上下游情况	11
图 13: 全球香精香料市场规模约 250 亿美元.....	12
图 14: 我国香精香料市场规模超 600 亿人民币.....	12
图 15: 公司香精香料业务收入规模持续上升	12
图 16: 公司香精香料业务毛利率逐年上升	13
图 17: 2015 年我国 PPS 消费格局	16
图 18: 公司 PPS 业务发展历程	17
图 19: 公司 PPS 产品在日本获得专利授权	18
图 20: 三项费用率维持在较低水平	21
图 21: 总资产增速快于总收入增速	21
图 22: 经营现金流充沛, 资本支出增加	21
图 23: 公司连续 14 年现金分红.....	22
图 24: 新产品持续放量 2020 年收入有望突破百亿	24

1. 依托合成技术，形成营养品、香精香料、新材料 3 大业务

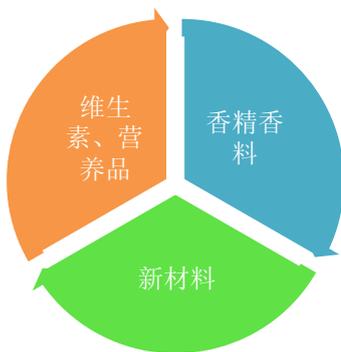
1.1 技术领先，营养品新材料业务占例高

新和成是中小板第一家上市公司，一直以来公司以维生素 E（VE）、维生素 A（VA）为主营业务，此外公司还积极延伸 VE、VA 的产品链，进入香精香料领域和新材料领域。公司在化合物合成方面经过多年的积累具备很强的技术优势。

公司在浙江新昌、浙江上虞、山东潍坊建立了 3 个现代化生产基地，其中新昌主要生产原料药和营养品；上虞主要生产营养品、新材料；山东地区主要生产香精香料、蛋氨酸产品。公司产品覆盖欧洲、南美、北美、国内、亚太、中东等全球 100 多个国家和地区。

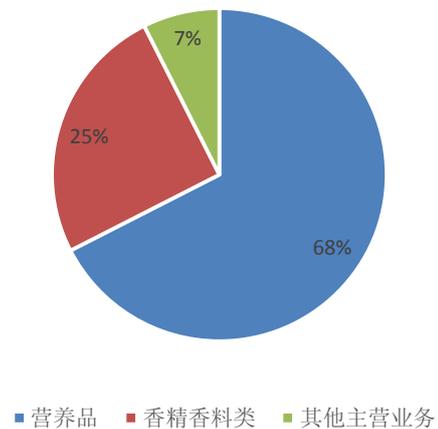
公司正在形成营养品、香精香料、新材料 3 大业务板块均衡发展的格局。2016 年公司营养品业务（主要产品为 VE 和 VA）实现营业收入 31.7 亿元，香精香料业务实现营业收入 11.8 亿元。这两大块业务占营业收入的比例约 93%。近年来公司维生素业务产销规模稳定、香精香料业务快速发展，与此同时公司又战略性的进入新材料领域，第一个项目“5000 吨聚苯硫醚”已经于 2014 年 1 月正式投产，新建 1 万吨聚苯硫醚项目已于今年 3 月建成试车；蛋氨酸一期项目也已经于今年 1 月正式投产。目前公司正处于新项目快速建设投产阶段，未来公司 3 大板块业务的发展将更加均衡。

图 1：形成 3 大业务板块均衡发展的格局



资料来源：公司年报，东兴证券研究所

图 2：2016 年公司收入构成



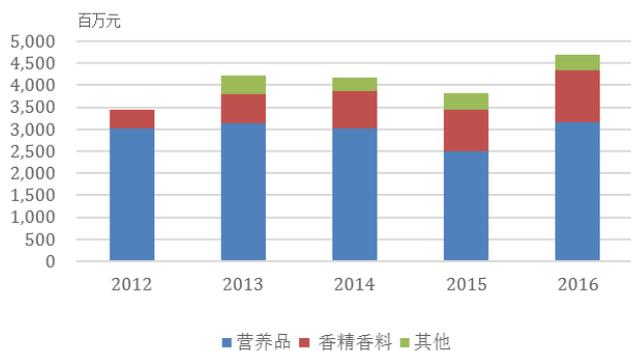
资料来源：公司年报，东兴证券研究所

1.2 构建产业链优势，专注细分领域

公司 3 大业务板块在技术上有共通之处，部分产品在产品链上属于上下游关系，因此 3 大业务板块在发展过程中具有较强的协同效应，能够较好的发挥公司在技术方面的优势。举例而言，芳樟醇不但能用于生产 VE，同时也是全球用量最大的香料。柠檬醛不但是 VA 的原料还能生产紫罗兰酮，也是柠檬、柑橘型香精的主要原料。

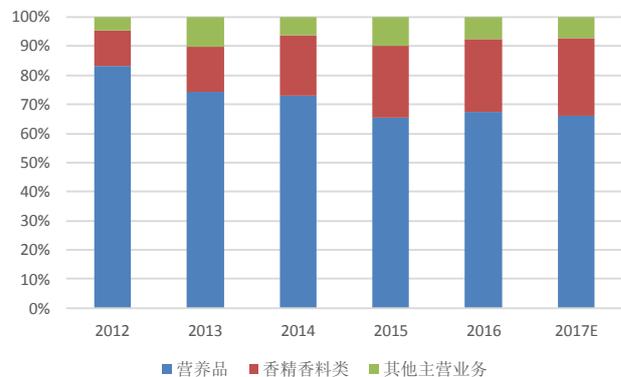
公司战略定位清晰, 专注于技术难度大、行业壁垒高、产品利润空间大的领域。维生素、香精香料和新材料均具有生产流程长、合成工艺复杂、废弃物处理难度大等特点, 因此在居民环保意识不断提升、国家环保政策日益严厉的今天, 上述上游的壁垒相应提高, 技术不过关、环保标准不达标企业将陆续被市场淘汰。随之而来的是具有技术和规模优势的企业市场份额扩大, 产品利润率维持在较高水平。公司 VA、VE 产品毛利率长期稳定在 40%-50% 左右, 香精香料业务毛利率水平也在 20% 以上。我们预计新材料业务的毛利率水平在 30% 左右。虽然公司主要产品的市场规模不如甲醇、烧碱、化纤等基础化学品, 但这些产品市场供应相对集中, 发生恶性价战的可能性较小, 可以保证公司获得良好而稳定的盈利。

图 3: 公司收入情况



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 4: 公司各业务板块收入占比变化趋势



资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

图 5: 新和成发展历程

1999 年公司成立
2002 年生物素研发成功
香叶酯、芳樟醇通过国家火炬计划验收
甜醇被认定为国家级重点新产品

国内第一家、世界第三家柠檬醛生产企业
“青蒿琥酯”、“80 吨/年双环壬烯”、“噻啉啉”国家火炬计划项目通过验收
山东新和成药业有限公司成功试车投产

成立帝斯曼新和成工程塑料有限公司
与浙江国土签署投资合作 PPS 项目
PPS 第一项国际专利在日本获得授权

1999
|
2003
|
2004
|
2005
|
2006
|
2009
|
2011
|
2014
|
2016

2004 年中小板第一家上市企业
绍兴市首家国家级企业技术中心
原料药、兽药生产通过 GMP 认证
“β-紫罗兰酮”国家火炬计划通过验收
国内第一家虾青素生产企业
开发维生素 E 路线

成立浙大一新和成研发中心
PPS 新材料项目成功试产
与中科院上海有机所合作
MET 项目开工, 进入大化工领域
PPA 开始中试调试

资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

2. 营养品业务：VE 竞争优势稳固，蛋氨酸业务前景广阔

2.1 VE 市场维持寡头垄断局面

VE 市场集中度较高，全球产能约 12.75 万吨，全球年消费量在 10 万吨左右。目前 VE 厂商中帝斯曼（简称 DSM）、巴斯夫、新和成、浙江医药具备核心中间体三甲基氢醌的生产能力，具备一体化优势。上述 4 家公司在 VE 市场深耕多年，具备明显的技术、规模、客户优势，在 VE 市场处于第一梯队。能特科技也具备三甲基氢醌的生产能力，该公司新建成了年产 2 万吨的 VE 产能，2017 年起正式对外销售，是 VE 市场的新进入者。能特科技凭借较强的技术实力跻身 VE 市场第二梯队。处于第三梯队的是北大医药和吉林北沙，这两家公司在市场中处于跟随地位。

表 1:全球 VE 主要产能统计

维生素 E 厂商	产能（吨）
新和成	20000
浙江医药	20000
北大医药	7500
吉林北沙	10000
巴斯夫	20000
帝斯曼	30000
能特科技	20000
合计	127500

资料来源：东兴证券研究所

整体而言，VE 市场依然是高度集中的寡头垄断局面，但能特科技 2017 年新增 2 万吨产能开始有产品产出，对市场供应有较大冲击，导致 VE 市场报价从 2017 年以来大幅下跌。

能特科技曾经是吉林北沙、北大医药的重要原料供应商，如今成为直接竞争对手后，我们判断能特科技将侵蚀吉林北沙和北大医药的市场，吉林北沙和北大医药的市场地位将更加不利。而处于第一梯队 4 家公司由于竞争优势明显，仍将在市场中处于领先地位。我们预计全球 VE 市场需要经历一个再平衡的过程，逐渐增长的市场需求将消耗新增供应。未来 VE 行业继续维持寡头垄断的格局。

2.2 改进 VE 生产工艺，减少污染排放、降低成本

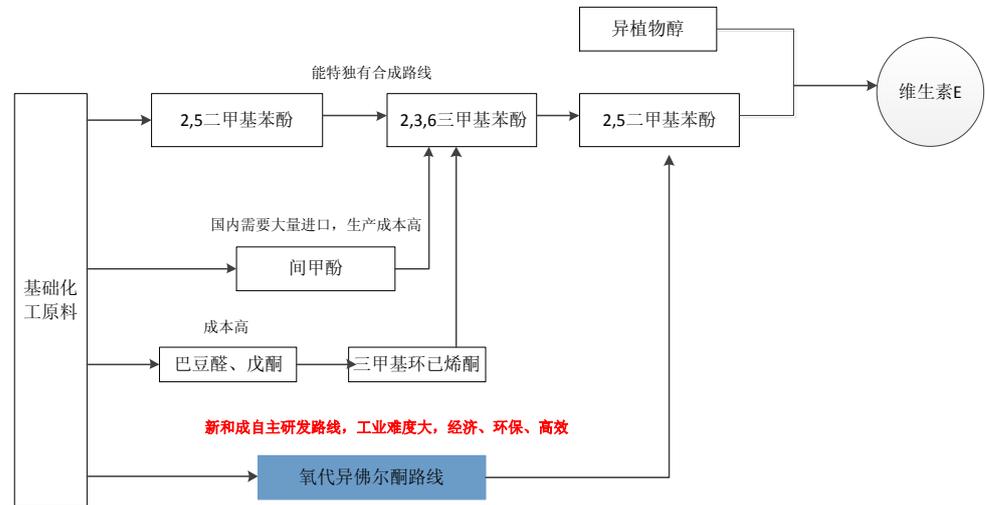
VE 生产流程长，传统工艺在生产过程中产生大量废水和废渣，同时副产物较多，造成大量能源消耗。经过多年的实践经验、不断的技术改进，新和成在原有工艺路线的基础上开发出了新的 VE 合成工艺，即“化学法全合成生产工艺”。该生产工艺可分为 12 个工序，分别为庚烷酮、芳樟醇、香叶基丙酮、橙花叔醇、法尼基丙酮、植物酮、

格氏试剂、异植物醇、 β -异佛尔酮、氧代异佛尔酮、转位酯化、维生素 E 合成, 最终得到纯度为 92% 的 VE 原油。

新和成通过技改减少污染物排放、降低生产成本。公司已经在上虞建成了 12000 吨/年的 VE 原油装置。根据公司的可行性报告的数据, 新工艺与老工艺相比, VE 生产的废水排放量减少了 90% 以上, 废渣排放量减少了 95% 以上, 反应能量消耗下降了 80% 以上, 大大降低了污染末端治理压力。新工艺的采用巩固了公司在 VE 领域的寡头地位。

新和成在 VE 领域的竞争优势还体现在公司对 VE 整个生产流程的控制上。公司具备了 VE 生产过程中各个中间产品的合成能力, 因此对整个生产过程具有较好的工艺控制和成本控制, 形成了独有的竞争优势。

图 6: 维生素 E 工艺流程简图



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2.3 VE 价格波动对公司业绩影响可能小于预期

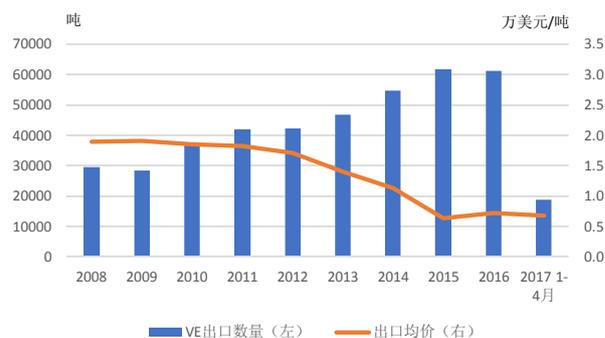
2015 年以来 VE 价格经历了底部盘整、冲高、回落 3 个阶段。2015 年全年, 国内 VE 市场报价在 40-50 元/公斤徘徊。2016 年 1 月至 9 月期间 VE 价格大幅上涨, 从 40 元/公斤上涨至 90 元/公斤。2016 年 10 月开始, VE 价格开始持续回落, 目前国内 VE 市场报价再次跌至 40 元/公斤左右。

图 7: 国产 VE、VA 市场价格走势

图 8: 我国 VE 出口量逐年增长



资料来源：中国饲料工业协会，东兴证券研究所

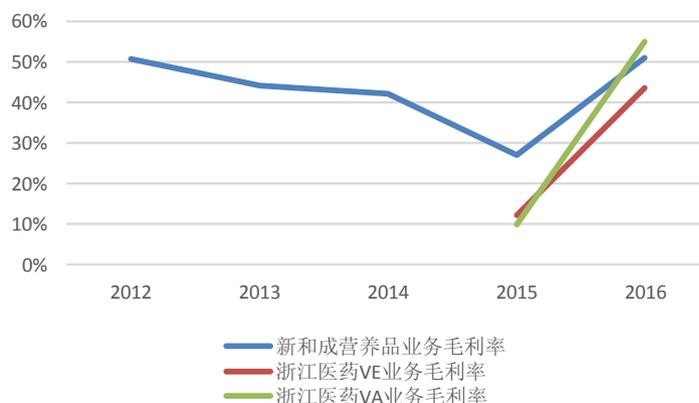


资料来源：海关总署，东兴证券研究所

国内市场 VE 价格波动较大，但出口 VE 价格相对稳定。海关总署的数据显示，2016 年我国出口 VE 共 6.13 万吨，出口货物总金额为 4.42 亿美元，折合销售均价为 0.72 万美元/吨（约 49 元/公斤）。2015 年我国 VE 出口均价为 0.64 万美元/吨（约 43.5 元/公斤）。2016 年 VE 出口均价较 2015 年增长约 12.5%。2017 年 1-4 月数据显示，当期 VE 出口均价约 0.68 万美元/吨（约 46 元/公斤），较 2016 年全年出口均价下跌 5.6%。我国出口 VE 的规模较大，因此 VE 出口价格波动跟相关企业的盈利情况关联度更高，出口均价波动较小，意味着生产商 VE 业务的盈利波动情况不像国内 VE 市场报价显示的那么大。

新和成维生素业务毛利率维持较高水平，成本优势体现竞争力。2012 至 2015 年，VE 价格处于下行周期，新和成营养品业务（主要包括 VE、VA）毛利率水平从 50% 下降至 27.1%。毛利率的下降幅度小于价格下降幅度。公司在面对不利的市场局面时，能够通过调整产品结构、改进生产工艺、节约成本等方式，在一定程度上对冲了产品跌价带来的盈利下滑。

图 9：新和成、浙江医药毛利率比较



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

横向比较, 新和成营养品业务毛利率高于同行浙江医药。2015 年新和成营养品业务毛利率较浙江医药 VE、VA 业务高出 15 个百分点左右。2016 年 VE、VA 价格上升, 毛利率明显上升, 新和成营养品业务毛利率为 51.1%, 浙江医药的 VE 和 VA 业务综合毛利率为 45.6%。维生素业务方面, 新和成较浙江医药高出约 5.6 个百分点。

综合而言, 我们认为新和成在 VE 领域具备规模优势、技术优势, 经过多年的市场积累, 已经成为市场寡头之一。虽然 VE 市场短期内面临新竞争者的进入, 产品价格处于低位, 但新和成将凭借现有的竞争优势继续保持可观的利润, 2017 年公司营养品业务毛利率预计在 30%-35% 左右。

2.4 蛋氨酸项目一期建成投产, 未来将继续扩产

新和成在 VE 和 VA 市场取得了成功, 其下游应用主要是饲料和动物养殖行业。基于公司对下游市场的深刻理解, 公司看到了蛋氨酸产品的巨大市场空间, 以及丰厚的利润。因此公司上马了蛋氨酸项目, 并立志在这个跨国公司以及形成寡头垄断的市场占据一席之地。

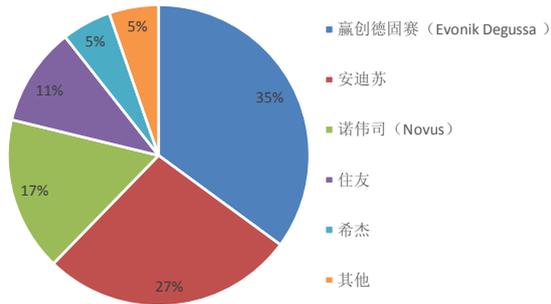
蛋氨酸又名甲硫基丁氨酸, 甲硫氨酸, 分子式为 $(C_5H_{11}NO_2S)$ 。蛋氨酸是构成蛋白质的基本单位之一, 是动物体生长所必需的氨基酸中唯一含硫的氨基酸。蛋氨酸无法在动物体内合成, 必须从食物中摄取。蛋氨酸是蛋白质合成的“骨架”氨基酸, 对动物体的生理代谢具有很强的调节功能, 是最重要的氨基酸之一。蛋氨酸应用领域主要包括饲料添加剂、医药营养品、食品添加剂等。

蛋氨酸是养殖行业的必需品, 全球市场需求强劲。根据相关测算, 在营养成分目标摄入量一致的前提下, 通过在饲料中添加 0.2% 的蛋氨酸较之于完全不添加蛋氨酸, 可降低约 23% 的禽类饲料成本。因此蛋氨酸作为重要的动物饲料添加剂, 对降低动物饲料成本, 提高养殖业经济效益起着重要的作用。

2016 年全球蛋氨酸消费量约 117 万吨, 并保持每年 6% 的增长速度。短期内, 供求偏松, 使得盈利水平仍然面临压力。但市场预计蛋氨酸价格将在 2017 年度逐步趋稳, 行业内主要公司赢创、诺维斯发布提价公告, 赢创提价 7%, 诺维斯提价 8%, 显示了蛋氨酸价格触底企稳信号。

目前全球蛋氨酸市场主要被赢创德固赛、安迪苏、诺伟司和住友 4 家企业占据, 上述 4 家企业占全球蛋氨酸市场约 90% 的市场份额。市场高度集中, 一方面反映出蛋氨酸制造工艺难度大, 项目投资对资金要求高, 行业的进入门槛高; 另一方面, 也保证了蛋氨酸产品能够获得较为可观的利润, 即使当前蛋氨酸价格处于较低水平, 在 20 元/公斤, 赢创、安迪苏等企业依然可以获得 30% 以上的毛利率, 而在 2015、2016 年, 蛋氨酸产品的毛利率水平一度超过 50%, 给相关生产企业带来丰厚的回报。

图 10: 2016 年全球蛋氨酸市场竞争格局



资料来源: Feedinfo, 东兴证券研究所

图 11: 蛋氨酸价格走势



资料来源: 博亚和讯, 东兴证券研究所

2.5 十年磨一剑, 蛋氨酸一期建成投产

新和成对蛋氨酸工业化生产进行了长达 10 年的研究, 经过充分的技术论证和反复的实验检验, 成功掌握了蛋氨酸生产的关键技术, 具备了生产高品质蛋氨酸的技术实力。公司于 2012 年 9 月申请了一项关于蛋氨酸生产技术的专利, 并于 2014 年 2 月获得了该项专利授权(专利号: CN102796033B)。公司于 2013 年上半年成立“山东新和成蛋氨酸有限公司”, 计划建设蛋氨酸产能。

2017 年 1 月, 新和成蛋氨酸一期 5 万吨/年项目完成试车, 顺利投产。这标志着公司蛋氨酸业务取得了实质性的突破。最新获得的信息显示, 公司蛋氨酸装置运行顺利, 装置负荷水平不断提高, 已经达到 70% 左右。国内市场已经有新和成生产的蛋氨酸进行销售。

随着蛋氨酸一期项目的顺利投产, 后续扩产计划也在稳步推进。公司已经发布了非公开发行股票的预案, 计划募集资金不超过 49 亿元, 全部投入年产 25 万吨蛋氨酸项目。年产 25 万吨蛋氨酸项目总投资约 53.7 亿元。

蛋氨酸项目建设周期较长, 预计公司二期项目建设期约 4-5 年, 新增的 25 万吨产能也将在未来逐步释放。

我们预测 2017 至 2020 年, 公司蛋氨酸产品销量将从 2 万吨增长至 10 万吨。假设 2017 年蛋氨酸销售均价为 2 万元/吨, 未来 3 年销售均价为 2.5 万元/吨, 则公司蛋氨酸业务的年营业收入将从 4 亿元逐步增长至 25 亿元。假设蛋氨酸的毛利率从 25% 上升至 35%, 则该业务毛利贡献有望从 2017 年的 1 亿元增长至 2020 年的 8.8 亿元, 成为公司重要的利润增长点。

表 2: 公司蛋氨酸业务经营业绩预测

	2017	2018	2019	2020
蛋氨酸产销量 (万吨)	2.0	4.0	7.0	10.0
蛋氨酸单价 (万元/吨)	2.0	2.5	2.5	2.5

蛋氨酸营业收入 (亿元)	4.0	10.0	17.5	25.0
毛利率	25%	30%	35%	35%
毛利贡献 (亿元)	1.0	3.0	6.1	8.8

资料来源: 东兴证券研究所

从新和成的发展历程看, 公司进入的领域往往技术壁垒较高, 竞争对手较少。而公司往往能凭借技术优势、高效的执行力、灵活的经营机制在竞争中不断扩大市场份额。我们对公司进入蛋氨酸领域并取得良好的收益持乐观态度。

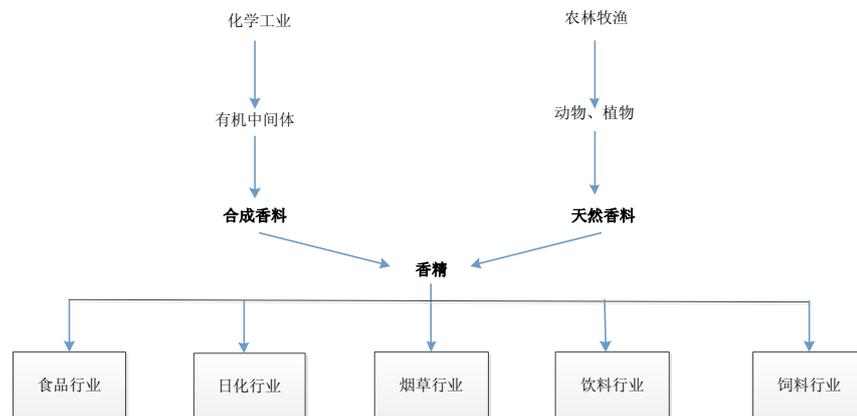
3. 香精香料业务: 新产品不断投放、产销规模快速增长

因为在生产 VE 过程中包含中间产品也是重要的香料生产原料, 公司很自然的就进入了香精香料领域, 而且越做越大。下面我们对新和成香精香料业务进行分析展望。

3.1 香精香料市场空间大, 增长稳定

香精香料行业需求稳定, 市场空间巨大。香精香料工业是为加香产品配套的重要原料工业。香料是调配香精的原料, 香精则是人类社会生活密切相关的特殊产品, 其产品广泛应用于食品行业、日用化工业、制药业、烟业、饲料等各个行业。

图 12: 香精香料业务上下游情况

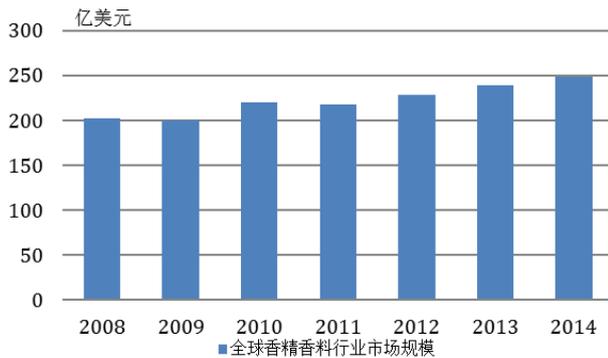


资料来源: 公开资料, 东兴证券研究所

随着人们生活质量的提高, 食品饮料等下游行业的发展, 对于香精香料的需求越来越多。全球香精香料市场规模不断增长, 销售收入从 1990 年 78 亿美元增长到 2013 年 239 亿美元, 复合年均增长率达到 5%。全球香精香料市场中, 传统欧美市场的需求已基本趋于饱和状态, 亚洲、大洋洲和南美洲等第三世界国家和地区成为重点企业的主要竞销地区, 而亚太地区的需求最为强劲, 预计未来几年主要由中国和印度主导的亚太地区是增长最快的地区。根据国际著名市场研究机构 Freedonia 预测, 2016 年全球香精香料市场总额将达 265 亿美元。BCC Research 的研究显示, 2019 年全球

香精香料市场总额预计将达到 355 亿元并以 5.8% 的年增长速率增长，亚太地区将达到 96 亿美元。

图 13：全球香精香料市场规模约 250 亿美元



资料来源：行业协会，东兴证券研究所

图 14：我国香精香料市场规模超 600 亿人民币



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3.2 香精香料业务收入规模突破十亿大关

香精香料营收和毛利持续增长，位居国内第二。公司依托已有的产品和技术，从 2007 年开始开发香精香料，虽然是香精香料行业的新进入者，新和成每年都会推出新的产品，使公司香精香料业务收入规模保持每年 20%-30% 的增速。公司香精香料业务主要产品包括：芳樟醇系列、叶醇系列、柠檬醛系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮等产品，并且这些产品的生产规模均已经做到了全球领先的地位，主要出口齐华顿、芬美意等全球知名企业。

核心产品芳樟醇、柠檬醛系列业务稳定，具备国际竞争力。其中芳樟醇系列，不但能用于生产 VE，同时也是全球用量最大的香料；柠檬醛不但是 VA 的原料还能生产紫罗兰酮，也是柠檬、柑橘型香精的主要原料。

不断丰富产品线，提升公司竞争力。公司香精香料业务主要放在山东潍坊生产基地，该生产基地占地约 1000 亩，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、1600 吨女贞醛、1000 吨苯乐戊醇、100 吨乙酸乙酯生产线各一条，年产 160 吨女贞醛中试装置 1 套。其中年产 100 吨乙酸乙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，扩大生产规模，提升竞争力。

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%。2012 至 2016 短短 5 年时间，公司香精香料业务收入规模增幅 170%，年均增速约 22%。香精香料业务占公司总收入的比重也从 12% 上升至 25.1%。

图 15：公司香精香料业务收入规模持续上升

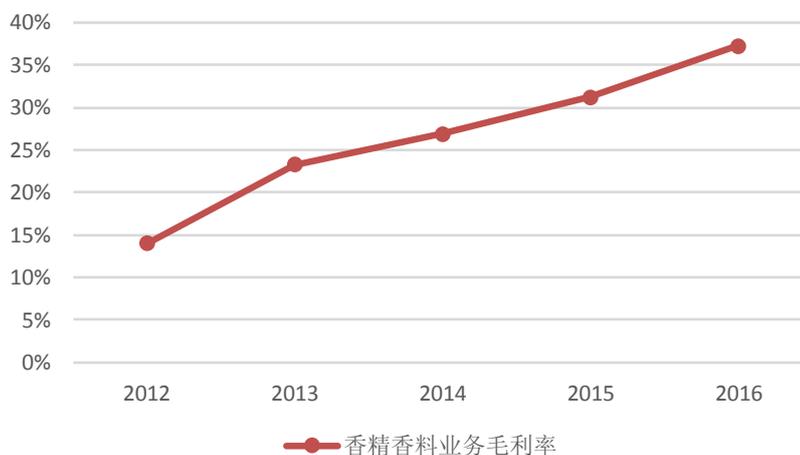


资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

公司香精香料业务销量规模增长, 部分生产工艺优化成本下降, 毛利率呈现稳步上升的良好局面。2012 年毛利率为 14%, 到 2016 年毛利率上升至 37.3%。同期, 香精香料业务的毛利从 6100 万元上升至 4.4 亿元, 已经成为公司重要的利润来源, 成为营养品业务很好的补充。

展望未来, 公司香精香料业务将延续新产品持续投放的良好局面, 预计未来 3-5 年内将保持 20%左右的收入增速, 毛利率有望维持在 30%左右的较高水平。

图 16: 公司香精香料业务毛利率逐年上升



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

4. 新材料业务: 聚苯硫醚业务国内领先

4.1 聚苯硫醚市场概况

聚苯硫醚 (polyphenylene sulfide) 英文简称为 PPS, 是一种新型高性能热塑性树脂。聚苯硫醚分子结构比较简单, 分子主链由苯环和硫原子交替排列, 大量的苯环赋予 PPS 以刚性, 大量的硫醚又提供柔顺性, 使其具有分子结构对称以及高结晶度的特性。因此, PPS 具有机械强度高、耐高温、耐化学药品性、难燃、热稳定性好、电性能优良等优点, 在电子、汽车、机械及化工领域均有广泛应用。

环保产业

聚苯硫醚作为一种不可缺少的化工环保新材料, 其产业用织物可长期的暴露在酸性环境之中, 也可以在高温环境中使用, 过滤效率较高。聚苯硫醚也可用于工业燃煤锅炉的高温烟气袋式除尘成套设备过滤织物, 使用寿命可达 3 年左右。

汽车工业

在汽车工业, 聚苯硫醚常用作汽化器、进化器、汽化泵、连接器、配油器零件等。特别是当前随着汽车轻量化和低成本的发展趋势, 机械性能好、耐高温、耐腐蚀的聚苯硫醚在汽车工业中制作的零件数量越来越多, 应用潜力巨大。

纺织行业

聚苯硫醚纤维具有优良的纺织加工性能, 吸湿率较低, 且熔点高于目前工业化生产的其他熔纺纤维, 其主要用途是这种纤维的针刺非织造布或机织物, 此外还可用作干燥机用帆布、缝纫线、各种防护布、耐热衣料、电绝缘材料、电解隔膜、刹车用摩擦片、耐辐射的宇航用布等。

电子电气工业

聚苯硫醚以其尺寸稳定性好, 也常用于制作各种精密仪器仪表零件, 如照相机、转速表、齿轮、电子手表、光学读取头等零件。聚苯硫醚也是性能良好的电子封装材料和机械密封材料, 在特殊半导体制造过程中取代环氧树脂作为封装材料或用于制作电子工业的特种用纸。

军工国防领域

在船舶、航空航天方面, 聚苯硫醚的用途也非常广泛。军事上还用于制作歼击机和导弹垂直尾翼、导弹燃烧室、航空航天飞行器接插件等诸多部件, 特别是用于制作隐形战斗机和轰炸机主要部件及核潜艇耐核辐射零件。

化工行业

由于聚苯硫醚注塑制品具有良好的耐蠕变性能、黏接性能和耐腐蚀性能, 线膨胀因子低, 尺寸稳定性良好, 极宜用作化工设备的衬里。聚苯硫醚可与聚四氟乙烯、聚醚砜、聚碳酸酯等多种树脂材料共混改性, 拓展了聚苯硫醚在化工行业的应用。

2015 年全球 PPS 消费量约 14.2 万吨 (折纯树脂), 其中中国 PPS 消费量约 10.4 万吨, 占全球的 73% 左右。2012-2015 年间, 全球 PPS 需求年均增长率高达 16.2%, 中国市场年均需求增速为 20.3%, 是 PPS 需求增长最快的市场。而美国、欧洲、日本等国的需求量相对平稳, 年均增速在 4%-10% 之间。

表 3: 2012-2015 世界各国 PPS 需求情况 (折纯树脂, 单位: 千吨)

年份	2012	2013	2014	2015	年均增长
中国	59.7	70.9	92.5	103.9	20.3%
美国	9.5	10.1	12.1	12.6	9.9%
欧洲	8.2	8.6	8.9	9.3	4.3%
日本	11.9	12.8	13.9	15	8.0%
其它	1.08	1.12	1.17	1.22	4.1%
合计	90.4	103.5	128.6	142	16.2%

资料来源: 《聚苯硫醚的生产技术及市场前景》, 东兴证券研究所

国内 PPS 大约 50% 用于生产各类注塑制品; 35% 用于生产纤维 (如工业过滤材料), 以及碳纤维和芳纶复合材料等; 10% 用于涂料生产, 如用于石油输出管防腐等; 5% 用于薄膜生产, 如用于计算机绝缘、高电压运输等。按应用领域分, 2015 年过滤袋行业消耗 PPS 约 3.09 万吨, 占 PPS 国内消费量的 30%。其次是新产品、汽车和电工电子。

2010-2015 年的数据显示, 新产品、航空航天、过滤袋三大领域的 PPS 消费需求增长最快。其中航空航天、过滤袋领域的增速分别为 20% 和 18%。

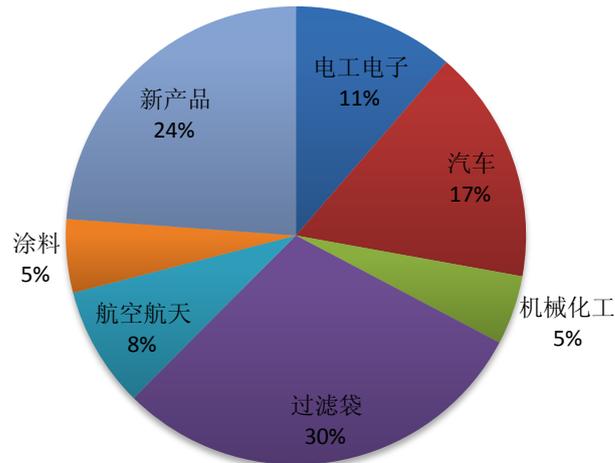
表 4: 中国 PPS 消费需求及预测 (折纯树脂, 单位: 千吨)

年份	2010	2011	2012	2013	2014	2015	年均增速
电工电子	8.02	8.66	9.35	10.1	10.91	11.78	8%
汽车	9.73	10.9	12.21	13.67	15.31	17.15	12%
机械化工	3.45	3.73	4.03	4.35	4.7	5.07	8%
过滤袋	13.33	18.33	20.63	24.58	28.07	30.88	18%
航空航天	3.55	4.26	5.11	6.14	7.37	8.84	20%
涂料	2.79	3.21	3.7	4.25	4.89	5.38	14%
新产品	0.34	1.57	4.7	7.82	21.32	24.77	136%
总计	41.21	50.66	59.73	70.91	92.57	103.9	20.3

资料来源: 《聚苯硫醚的生产技术及市场前景》, 东兴证券研究所

图 17：2015 年我国 PPS 消费格局

2015 年中国各行业 PPS 需求



资料来源：《聚苯硫醚的生产技术及市场前景》，东兴证券研究所

综合而言，国内 PPS 市场发展前景看好。基于其在中国市场的巨大潜力，国内生产总量近年来呈现稳步增长的趋势。预计未来五年 PPS 行业国外产销量增长速率为 10% 左右，国内产销量增长速率为 15%-20% 左右。

4.2 全球 PPS 供应格局：日本占据主导地位，新和成国内领先

目前，世界主要 PPS 生产厂家分布在美国、日本、德国和中国。日本是 PPS 最大生产国，其生产能力占世界总产能的 50% 以上，其中 DIC、东丽和吴羽是全球主要的 PPS 供应商，生产规模大，产品质量好。

我国聚苯硫醚生产企业大都采用引进消化吸收技术为主，但四川得阳化学、昊华鸿鹤两家企业的 PPS 装置运行情况较差，目前处于停产状态。新和成目前建成 PPS 产能 1.5 万吨/年，在国内处于领先地位。

表 5：国内外主要 PPS 生产商及产能情况

企业名称	国际 / 地区	产能 / 万 t	备注
浙江新和成股份有限公司	中国 / 浙江	1.5	一期 0.5 万吨，二期 1 万吨
四川得阳化学有限公司	中国 / 四川	3.4	全面停产状态
昊华鸿鹤化工有限公司	中国高 / 四川	3	全面停产状态
伊腾高科有限责任公司	中国 / 内蒙古	1	处于试生产阶段

西域特种新材股份有限公司	中国 / 甘肃	0.4	
江苏瑞泰科技有限公司	中国 / 江苏	0.5	
Fortron Industries	美国	1.5	
Chevron Phillips	美国	2	已被 Solvay 收购
DIC (株式会社)	日本	3.4	张家港新建 0.6 万吨 / 年装置
KUREHA (吴羽化学)	日本	2.5	
TORAY (东丽株式会社)	日本	1.9	韩国新建 0.86 万吨 / 年装置

资料来源:《聚苯硫醚的生产技术及市场前景》, 东兴证券研究所

4.3 新和成 PPS 业务发展历程

公司 2008 年的年报中第一次出现“聚苯硫醚”, 并开始了研发工作。此后经过小试、中试等阶段, 公司成功掌握了聚苯硫醚的生产工艺, 2012 年 10 月底正式启动“年产 5000 吨复合聚苯硫醚新材料项目”, 同时申请了技术专利, 申请号为 2012105767805。

PPS 一期顺利投产, 二期已建成试车。公司一期 5000 吨 PPS 项目, 在 2016 年基本处于满产的状态。“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、美国等地的认证, 产品已经出口日本、韩国、欧洲和美国等市场, 初步获得了客户认可。

图 18: 公司 PPS 业务发展历程



资料来源: 公司资料, 东兴证券研究所

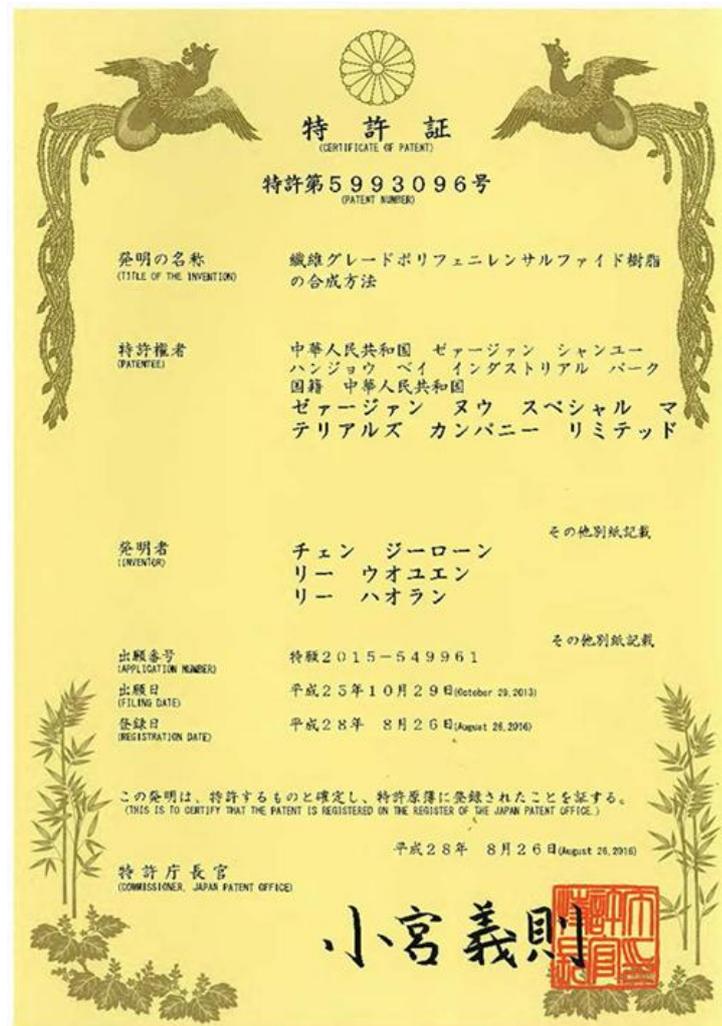
与闰土、帝斯曼合作, 打通上下游。公司对 PPS 业务的规划分为 4 块, 分别为: 原材料配套, 聚合, 改性, 做功能件。原材料配套和浙江闰土合作, 预计 2018 年 10 月原料可实现就近配套。改性方面, 公司与帝斯曼合作。帝斯曼主要负责研发和销售, 新和成负责出人力物力负责生产。研发、销售平台启动全球进行, 生产产地在上虞。另外 PPS 纤维产品处于规划阶段, 未来公司将努力在 PPS 功能件领域取得突破。

4.4 PPS 产品获得日本专利授权, 获国际认可

2017年1月, 公司 PPS 产品的一项国际申请专利 (PCT/CN2013/086096), 在日本获得授权。该专利公开了一种纤维级聚苯硫醚树脂的合成方法, 涉及采用 C5~C6 脂肪酸盐为缩聚助剂进行聚苯硫醚树脂合成的技术。这种新的助剂的使用, 代表着公司 PPS 制备的技术水平有了很大提升。

该专利能在日本获得授权, 证明了新和成的 PPS 的技术获得了国际认可, 也为公司材料领域的后续专利申请提供基础。日本是 PPS 制造与销售大国, 公司 PPS 产品进入日本必将面临自主知识产权的较量, 该专利也为公司进军日本新材料市场提供了有力保障。

图 19: 公司 PPS 产品在日本获得专利授权



资料来源: 浙江大学新和成联合研发中心, 东兴证券研究所

4.5 新材料业务即将迎来收获期

随着 PPS 二期项目于 2017 年 3 月试生产, 公司过去 10 年在新材料领域的投入即将迎来回报。未来, 公司不但能销售 PPS 树脂, 还将具备 PPS 改性能力, 销售附加值更高的 PPS 改性材料。

根据公司年报数据推算, 2016 年公司 PPS 产品的销量在 2000-2500 吨左右。考虑到一期 5000 吨/年产能运行较为平稳, 二期 10000 吨/年产能也将逐步释放, 另外公司与 DSM 的合资公司将加快 PPS 进入下游客户供应体系的速度, 我们预计 PPS 产品销量将在未来 3 年快速增长。预计 2017-2019 年 PPS 销量分别达到 5000 吨、8000 吨和 12000 吨。假设 PPS 单价为 5 万元/吨, 毛利率 25%, 2017-2019 年 PPS 业务将贡献收入分别为 2.5 亿元, 4 亿元和 6 亿元, 贡献毛利分别为 6250 万元, 1 亿元和 1.5 亿元。

表 6: 公司 PPS 业务销量及收入预测

	2017	2018	2019
PPS 产销量 (吨)	5000	8000	12000
PPS 单价 (万元/吨)	5	5	5
PPS 业务营业收入 (万元)	25000	40000	60000
毛利贡献 (万元)	6250	10000	15000

资料来源: 东兴证券研究所 (注: 假设毛利率为 25%)

公司新材料业务除了 PPS 项目之外, 还包括高温尼龙 (PPA) 项目。PPA 树脂在高温下拥有优于普通尼龙树脂的强度和刚度, 耐化学性更加优异。它在潮湿环境中表现也比普通尼龙更好。连续使用温度范围从 120℃到 185℃, 可在汽车的耐高温部件中取代金属应用。

新和成已经建成 1000 吨 PPA 中试装置, 目前正在对装置运行情况、产品质量等进行调整和测试。公司将根据中试装置的运行情况, 适时扩大 PPA 项目的生产规模, 推进 PPA 项目的产业化。

5. 财务分析

通过上文分析, 我们看到在新和成在维生素业务增速放缓之后开拓了香精香料、新材料业务和蛋氨酸 3 大业务, 其中香精香料业务已经具备较大规模, 开始稳定的贡献利润。新材料业务经过多年的投入, 今年也将进入投资回报期。蛋氨酸业务未来空间巨大, 2017 将成为公司蛋氨酸业务投产的元年, 未来几年蛋氨酸业务的收入规模和利润贡献将快速增长。我们看好公司继续以合成技术为核心竞争力, 在上述三个领域中取得良好的投资回报。下面我们将从财务的角度对公司情况进行分析。

5.1 产品盈利能力强, 过去 7 年 ROE 均值为 16.3%。

我们对新和成进行了杜邦分析, 可以看到公司整体呈现“一高两低”的特点: 销售净利率高、资产周转率低、权益乘数低。

销售净利率高。2010 至 2016 年的数据显示, 公司的销售净利率最高为 33.6%, 最低为 10.2%, 均值为 23.5%。销售净利率较高的主要原因是公司核心产品 VE、VA、香精香料等的毛利率较高。同时公司将销售费用率控制在 3%-4%左右, 财务费用率控制在 0%-2%之间, 管理费用率稳定在 10%左右, 较低的三项费用率保证了公司的销售净利率维持在较高水平。未来 PPS、蛋氨酸、香精香料的收入占比将不断提升, 上述 3 大业务的毛利率也有望维持在 30%-50%左右, 公司销售净利率仍有提升空间。

资产周转率低。2010 年以来, 公司资产周转率呈现下降趋势, 从 0.66 降至 0.44。收入方面, 由于 VE、VA 等产品价格较前几年出现下降, 香精香料业务虽然增长较快, 但基数较小, 公司总收入规模在过去几年里增长较慢, 2016 年公司总收入约 47 亿元, 仅比 2010 年增长了 36%。总资产方面, 由于持续盈利, 2010 至 2016 年公司的总资产规模从 61.5 亿元增长至 114.1 亿元, 增加了 52.6 亿元, 增幅 85.5%。收入增速低于总资产规模增速, 导致了公司资产周转率下降。展望未来, 公司蛋氨酸业务已经起步, 未来收入将快速增长, 公司香精香料、新材料业务的收入规模也具备较大提升空间, 预计未来几年公司收入增速将提升, 资产周转率有望加快。

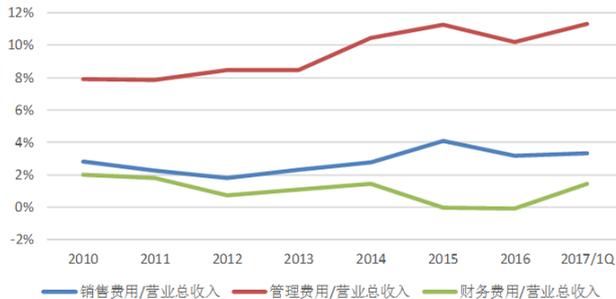
表 7:新和成杜邦分析

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017E
销售净利率	33.6%	30.6%	23.4%	20.8%	19.4%	10.2%	26.1%	18.8%
资产周转率	0.66	0.57	0.48	0.52	0.47	0.41	0.44	0.44
权益乘数	1.36	1.27	1.28	1.30	1.30	1.34	1.40	1.43
ROE	30.2%	22.2%	14.4%	14.1%	11.9%	5.6%	16.1%	11.9%

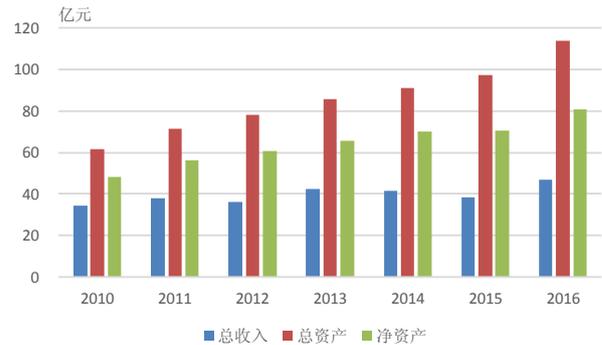
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

权益乘数较低。基于稳健的经营理念, 新和成将负债率控制在 30%左右, 这导致了公司权益乘数维持在 1.25-1.45 这样一个较低的水平。2017 年公司计划非公开发行募集资金约 49 亿元, 用于蛋氨酸项目的建设。如果非公开发行顺利实施, 公司的净资产规模将上升。预计公司未来仍将保持较低的负债率, 权益乘数维持在当前水平。

基于杜邦分析, 我们认为公司经营稳健, 在较低资产周转率和权益乘数的情况下, 依靠产品的高盈利能力, 使 ROE 处于较高水平。未来, 公司销售净利率仍有提升空间, 资产周转率有望加快, 权益乘数维持当前水平, 因此我们判断公司 ROE 水平在未来几年将上升。

图 20: 三项费用率维持在较低水平


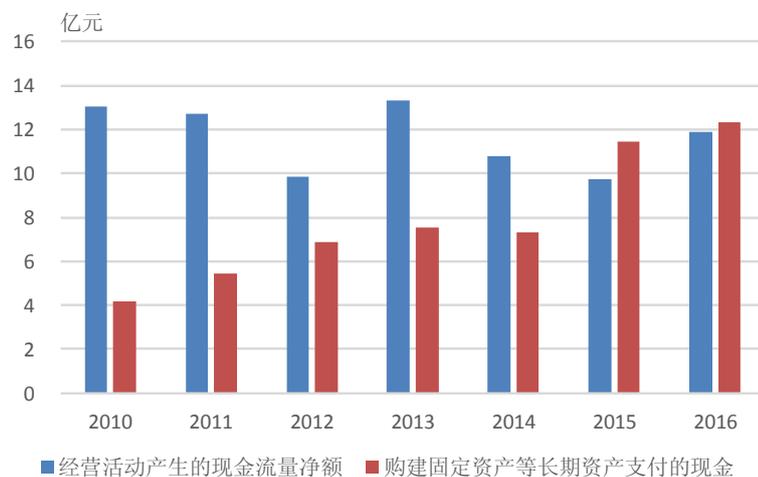
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 21: 总资产增速快于总收入增速


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

5.2 经营现金流充沛, 对外部融资依赖较小

自由现金流测算表明公司长期以来创造价值。由于公司定位于产业链中上游, 客户均是信用较高的生产型企业。同时因为产品本身供应偏紧, 因此公司销售回款较快。2010 年至 2016 年期间, 公司的经营现金流稳定在 10-13 亿元左右, 显示出公司强大的创造现金能力。充足的现金流入使公司负债水平较低, 同时可以依靠自有资金完成新项目的投资, 对外部融资的需求较少, 抗风险能力强。

图 22: 经营现金流充沛, 资本支出增加


资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

以经营现金流净额减去投资现金流净额计算简化的自由现金流, 我们发现 2010 年至 2014 年 5 年间公司创造 28.4 亿元的自由现金流。从 2015 年开始, 公司加快了新项目的投资速度, 2015、2016 连续 2 年公司购建固定资产等的投资支出超过 10 亿元。这是因为蛋氨酸、PPS 等项目技术成熟, 进入建设期。

未来几年公司将重点建设蛋氨酸项目二期, 总投资规模约 53 亿元。公司计划通过非公开发行募集不超过 49 亿元来满足项目的资金需求。即使非公开发行进度晚于预期, 公司每年 10 亿左右的现金流入, 以及当前账面 20 亿元的现金也能够满足新项目的资金需求。

5.3 连续 13 年现金分红

持续盈利, 充裕的现金, 使得公司能够通过现金分红回报投资者。公司 2004 年上市, 之后连续 13 年分红。2008 至 2014 年, 公司每年的分红金额在 3-4 亿元左右。2015 年由于业绩下降, 分红金额降至 2.2 亿元。2016 年随着业绩大幅回升, 当年现金分红达到 6.5 亿元, 创上市以来新高。历史数据显示, 公司分红金额占当期净利润的比例稳定在 30%-40% 区间, 最近 2 年该比例提升到了 50% 以上。以当前公司总市值 200 亿元为分母, 2016 年分红金额对应股息回报率为 3.27%; 过去 10 年年均分红金额 3.6 亿元, 对应股息回报率为 1.8%。我们认为公司管理层非常重视股东回报, 未来随着公司盈利能力的提升, 分红金额将同步提升。

图 23: 公司连续 14 年现金分红



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

5.4 研发投入持续上升

公司注重技术研发, 不断储备新产品。2016 年公司研发投入约 2.5 亿元, 占总收入的比例为 5.4%。2016 年年报显示, 公司研发人员数量为 992 人, 占总员工数量的 16.1%。多年来公司在技术、研发上的投入一直保持较高水平, 并且与中科院、上海有机所、浙江大学等科研机构建立了良好的合作。持续的研发投入使公司的生产工艺得到改进, 同时也储备了一批新产品和新项目。除了技术储备, 公司也非常重视管理体系的建设。已经完成了管理体系的标准化。上述工作虽然短期内无法在利润表上反

映出来, 但相信长期而言这些努力都将转化为竞争优势, 并最终转化为利润。

表 8: 公司研发人员数量及研发投入持续上升

	2015	2016
研发人员数量 (人)	880	992
研发人员数量占比	14.9%	16.1%
研发投入金额 (万元)	20193	25341
研发投入占营业收入占比	5.3%	5.4%

资料来源: 公司年报, 东兴证券研究所

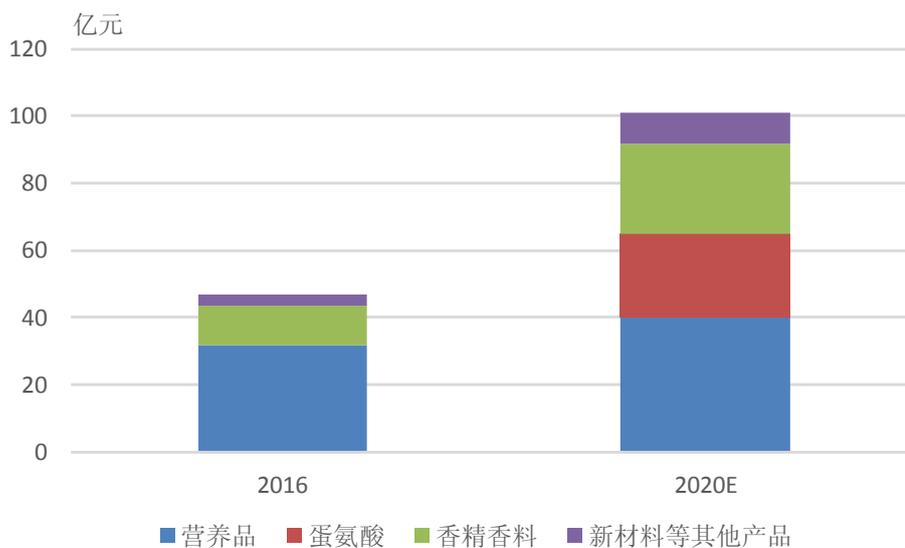
6. 盈利预测及估值

综合上文分析, 我们认为新和成正处于二次发展的关键阶段: 蛋氨酸业务一期项目建成投产, 二期项目稳步推进; 香精香料业务收入规模已经突破十亿元大关, 未来仍将保持每年 20% 左右的收入增速; 新材料业务 PPS 产品已经建成年产 1.5 万吨产能, 产品应用研发、市场推广顺利, 正处于放量阶段, 预计全部达产后 PPS 业务收入规模将达到 10 亿元。

展望 2020 年, 届时公司总收入规模有望达到 100 亿元, 预计其中现有的 VE、VA 等营养品业务收入约 40 亿元, 蛋氨酸业务收入约 25 亿元, 香精香料业务收入约 27 亿元, 新材料业务收入约 9 亿元。

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, 积极参与国际竞争。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 0.81 元, 1.04 元和 1.38 元, 对应 PE 分别为 22.6 倍, 17.6 倍和 13.3 倍, 给予公司“强烈推荐”评级。

图 24: 新产品持续放量 2020 年收入有望突破百亿



资料来源: 公司财报, 东兴证券研究所

7. 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 11: 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
流动资产合计	5073	5737	8089	9229	10647	营业收入	3823	4696	5284	6237	7880	营业成本	2782	2563	3430	3957	4910
货币资金	2228	2007	3761	4372	4860	营业税金及附加	40	75	69	81	102	营业费用	157	149	169	200	252
应收账款	727	882	999	1179	1490	管理费用	430	478	539	636	804	财务费用	-1	-4	45	55	60
其他应收款	75	255	287	339	428	资产减值损失	1.90	25.61	16.00	5.00	5.00	公允价值变动收益	1.51	-1.16	0.00	0.00	0.00
预付款项	14	14	21	29	39	投资净收益	55.50	60.74	75.00	80.00	90.00	营业利润	469	1470	1091	1383	1837
存货	1082	1241	1663	1919	2381	营业外收入	37.20	45.08	16.00	28.00	20.00	营业外支出	25.40	14.76	15.00	8.00	8.00
其他流动资产	804	1170	1170	1170	1170	利润总额	481	1500	1092	1403	1849	所得税	91	275	207	267	351
非流动资产合计	4651	5674	6292	6417	6593	净利润	390	1225	884	1137	1497	少数股东损益	-12	23	0	0	0
长期股权投资	48	101	550	550	550	归属母公司净利润	402	1203	884	1137	1497	EBITDA	1304	2288	1603	2014	2520
固定资产	2691.89	3120.61	3102.04	3475.47	3700.90	BPS (元)	0.37	1.10	0.81	1.04	1.38	主要财务比率					
无形资产	469	490	441	392	343	成长能力					2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		
其他非流动资产	291	23	0	0	0	营业收入增长	-8.2%	22.9%	12.51%	18.04%	26.34%	获利能力					
资产总计	9724	11410	14382	15646	17241	营业利润增长	-52.7%	211.7%	-25.78%	26.82%	32.76%	毛利率 (%)					
流动负债合计	2417	2664	1846	2029	2352	归属于母公司净利	-50.2%	199.1%	-26.46%	28.54%	31.73%	净利率 (%)					
短期借款	1486	1275	0	0	0	获利率能力					总资产净利润 (%)						
应付账款	650	798	1053	1214	1507	成长能力					ROE (%)						
预收款项	11	7	20	35	55	营业收入增长					6%						
一年内到期的非	1	194	194	194	194	营业利润增长					15%						
非流动负债合计	254	657	918	1147	1296	归属于母公司净利					8%						
长期借款	97	501	901	1101	1201	毛利 (%)					9%						
应付债券	0	0	0	0	0	净利率 (%)					11%						
负债合计	2671	3320	2765	3176	3648	总资产净利润 (%)					7%						
少数股东权益	5	28	28	28	28	ROE (%)					6%						
实收资本 (或股	1089	1089	1089	1089	1089	偿债能力					6%						
资本公积	718	718	3618	3618	3618	资产负债率 (%)					27%						
未分配利润	4779	5674	6117	6685	7434	流动比率					29%						
归属母公司股东	7048	8063	11589	12442	13565	速动比率					19%						
负债和所有者权益	9724	11410	14382	15646	17241	营运能力					21%						
现金流量表						单位: 百万元					总资本净利率 (%)						
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE (%)					4%						
经营活动现金流	972	1190	1007	1346	1488	6%					15%						
净利润	390	1225	884	1137	1497	8%					9%						
折旧摊销	835.54	822.78	0.00	575.53	623.53	11%					11%						
财务费用	-1	-4	45	55	60	15%					11%						
应付帐款的变化	0	0	255	162	292	21%					11%						
预收帐款的变化	0	0	13	16	20	21%					11%						
投资活动现金流	-1540	-1590	-1027	-625	-715	21%					11%						
公允价值变动收	2	-1	0	0	0	21%					11%						
长期股权投资减	48	101	550	550	550	21%					11%						
投资收益	55	61	75	80	90	21%					11%						
筹资活动现金流	86	89	1774	-111	-285	21%					11%						
应付债券增加	1486	1275	0	0	0	21%					11%						
长期借款增加	97	501	901	1101	1201	21%					11%						
普通股增加	0	0	0	0	0	21%					11%						
资本公积增加	0	0	2900	0	0	21%					11%						
现金净增加额	-482	-311	1754	610	488	21%					11%						

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，有六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。

张明烨

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。