

## 炭黑价格维持高位，上半年业绩大增

公司动态

◆ **上半年炭黑行业景气度高企，公司业绩大幅上涨。**受国家供给侧改革、金融去杠杆及环保监管高压执法等宏观调控政策的影响，京津冀周边炭黑产能多数无法保持高负荷、连续开工，炭黑产能供给收缩显著，市场进一步向优质、规模和环保的大型炭黑企业集中。加之炭黑行业下游市场需求稳定，炭黑行业供需格局得到进一步改善，行业景气度高企，今年上半年产品价格一直处于高位，N330上半年平均价格为6541元/吨，较去年上半年平均价格4215元/吨上涨了55%。

报告期内公司累计生产炭黑49.4万吨，销售49.8万吨，实现产销率100.68%；公司实现营业收入30.69亿元，较上年同期上升57.39%；实现归属于上市公司股东的净利润2.15亿元，较上年同期上升477.04%。

◆ **公司是炭黑行业龙头企业，基地遍布全国，循环经济效益好。**公司是我国最大的炭黑生产企业，生产基地遍布全国，目前产能已达106万吨，全国第一、世界第四。公司自创的循环经济效益良好，成本控制出色，并充分发挥产能规模优势，在行业最差时依然实现了盈利。

◆ **行业规划、环保趋严，产业集中度提高，行业壁垒日益升高。**面对炭黑行业产能过剩的现状，国家先后制定了一系列相关政策，旨在限制中小产能并扶持大型企业。同时，环保政策趋于严苛，中小企业因生产设施不符合要求或无法承担相应成本纷纷退出市场，产能集中度有望在未来五年内大幅提升，规模效应带来相应的行业壁垒升高。

◆ **下游轮胎市场复苏，炭黑需求稳定增长。**我国汽车保有量不断增长，已在2010年赶超日本，并且由于人均汽车保有量相比美国、日本仍然偏低，因此汽车保有量的增长趋势预计还会长期持续下去，对轮胎的需求将会稳定增长。另外今年二月美国对中国卡车轮胎的双反税率取消，出口数量大幅回升。轮胎市场的复苏将带来炭黑需求的稳定增长。

### ◆ 估值与评级

下半年炭黑供应偏紧状况难解，价格或将维持在高位运行，我们预计17-19年EPS分别为0.64、0.75、0.90元，目标价为11.83元，给予“增持”评级。

### ◆ 风险提示：

下游市场增速不及预期；环保政策趋严；海外实施反倾销的风险。

### 业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4,775	4,381	5,991	6,357	6,696
营业收入增长率	-22.59%	-8.24%	36.74%	6.12%	5.32%
净利润(百万元)	17	94	467	543	655
净利润增长率	-82.47%	455.80%	395.69%	16.45%	20.51%
EPS(元)	0.02	0.13	0.64	0.75	0.90
ROE(归属母公司)(摊薄)	0.87%	4.62%	14.79%	15.14%	16.00%
P/E	442	80	16	14	11

## 增持(首次)

当前价/目标价：10.30/11.83元

目标期限：6个月

### 分析师

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)  
021-22167262

[giuxf@ebsec.com](mailto:giuxf@ebsec.com)

陈冠雄 (执业证书编号：S0930517080003)  
021-22169127

[chenguanxiong@ebsec.com](mailto:chenguanxiong@ebsec.com)

### 市场数据

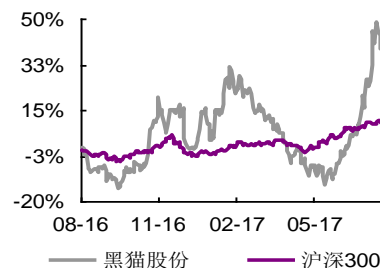
总股本(亿股)：7.27

总市值(亿元)：74.89

一年最低/最高(元)：6.58/12.39

近3月换手率：227.65%

### 股价表现(一年)



### 收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	3.89	34.76	28.19
绝对	4.05	43.83	39.94

### 相关研报

## 目 录

1、 上半年炭黑行业景气高企，公司业绩大幅增长.....	4
2、 公司是炭黑行业龙头企业，基地遍布全国，循环经济效益好 .....	5
2.1、 公司是地方国有企业，生产基地遍布全国.....	5
2.2、 公司产能世界领先，循环经济效益好 .....	6
3、 行业集中度逐渐提高，进入壁垒提高 .....	7
3.1、 行业集中度逐渐提高.....	7
3.2、 行业进入壁垒提高 .....	9
4、 下游轮胎市场复苏，炭黑需求稳定增长 .....	10
5、 盈利预测与投资建议 .....	11
6、 风险提示.....	13

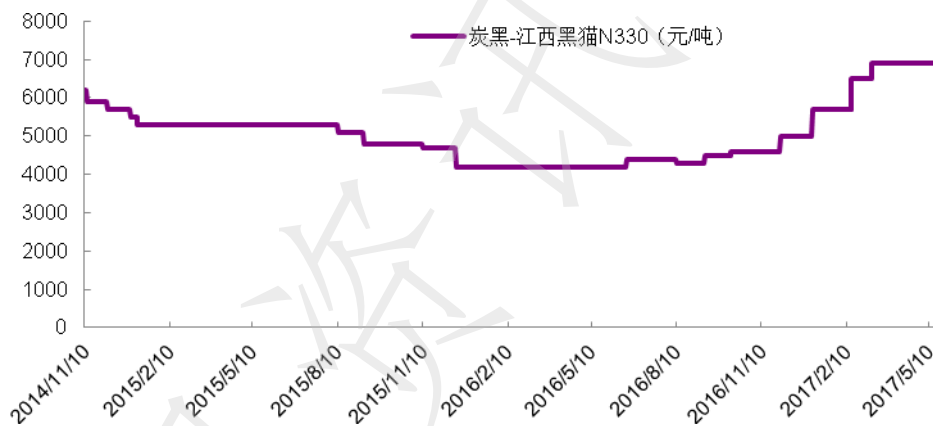
## 图表目录

图 1：炭黑价格走势.....	4
图 2：炭黑行业开工率变化.....	5
图 3：全国炭黑生产厂商分布（个）.....	6
图 4：公司主营构成.....	6
图 5：炭黑生产-焦油精制-尾气发电的循环经济链.....	7
图 6：国内炭黑产能及增速.....	8
图 7：国内炭黑产能以中小型为主.....	9
图 8：我国汽车保有量不断增长.....	10
图 9：我国出口轮胎四分之一销往美国.....	10
图 10：今年二月受胜诉影响轮胎出口美国触底反弹.....	11
表 1：营收拆分以及营收增速预测.....	12

## 1、上半年炭黑行业景气高企，公司业绩大幅增长

今年上半年公司累计生产炭黑 49.4 万吨，销售 49.8 万吨，实现产销率 100.68%；实现营业收入 30.69 亿元，较上年同期上升 57.39%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.15 亿元，较上年同期上升 477.04%；同时预计 2017 年 1-9 月归属于上市公司股东的净利润变动区间 3.15~3.35 亿元。这主要是因为受国家供给侧改革、金融去杠杆及环保监管高压执法等宏观调控政策的影响，京津冀周边炭黑产能多数无法保持高负荷、连续开工，炭黑产能供给收缩显著，市场进一步向优质、规模和环保的大型炭黑企业集中。加之炭黑行业下游市场需求稳定，炭黑行业供需格局得到进一步改善，行业景气度高企，今年上半年产品价格一直处于高位，N330 上半年平均价格为 6541 元/吨，较去年上半年平均价格 4215 元/吨上涨了 55%。

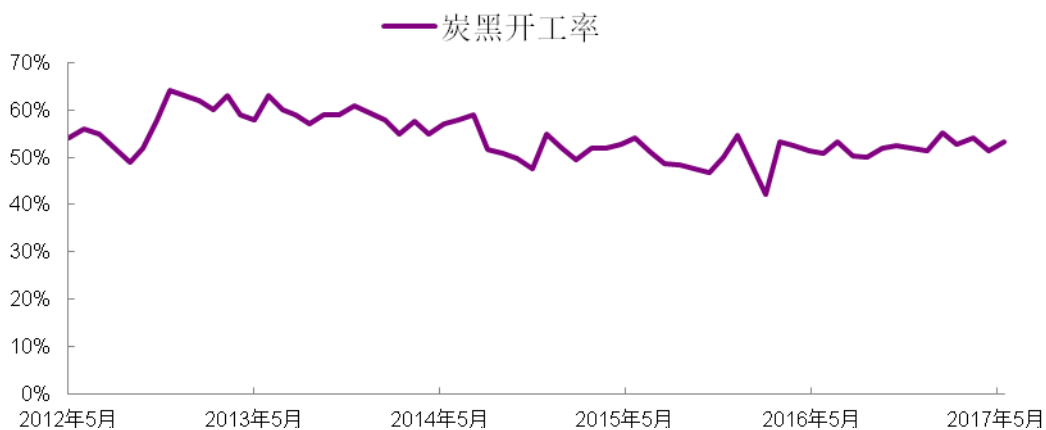
图 1：炭黑价格走势



资料来源：百川资讯，光大证券研究所整理

今年京津冀周边环保呈现高压态势，根据环保部等 3 月底印发的《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》，包括北京、天津和河南、河北、山东、山西在内六省市的大气污染传输通道将被实施最为严格的污染防治措施，重点指明了将加大化解钢铁产能力度，实现煤炭消费总量负增长。大量钢铁企业被停产限产，所有燃煤锅炉都被给予实时监控，部分公路也不再允许煤炭运输，将大幅限制当地炭黑厂商的开工率。据统计京津冀区域炭黑产能较集中，山西、山东、河北合计占到全国 57% 的炭黑产能，环保督查压力下，开工率有所下滑，目前维持在 50% 左右，下半年炭黑供应可能将一直保持较紧张的态势，价格或将维持在高位。

图 2：炭黑行业开工率变化



资料来源：百川资讯，光大证券研究所

## 2、公司是炭黑行业龙头企业，基地遍布全国，循环经济效益好

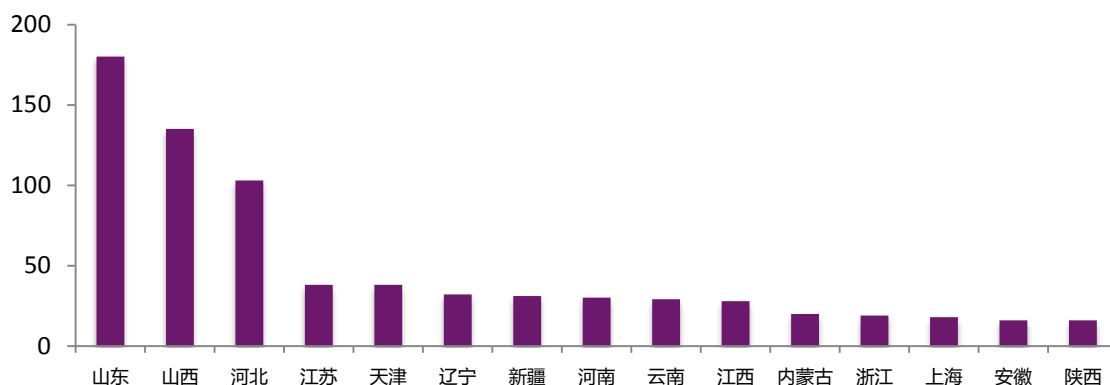
### 2.1、公司是地方国有企业，生产基地遍布全国

江西黑猫炭黑股份有限公司成立于 2001 年 7 月，前身为景德镇市焦化煤气总厂炭黑分厂，2006 年 9 月在深交所上市，景德镇市焦化工业集团是黑猫股份的第一大股东。因此，黑猫股份是一家地方国有企业，实际控制人为景德镇市国资委。

自成立以来，黑猫一直致力于优化产业基地布局，至今旗下已有八个大型炭黑生产基地，分别位于江西景德镇、辽宁朝阳、陕西韩城、内蒙古乌海、河北邯郸和唐山、山西太原和山东济宁，同时还在青岛与内蒙古设立了两大技术研发公司，并于 2014 年开拓海外市场于新加坡设立了子公司。

在生产基地的布局上，公司综合考虑了上游原料供给与下游需求竞争的因素，在同行业中率先完成了科学合理的市场布局，保障了生产的优势。一方面，河北、辽宁、山东、山西是我国钢铁主产能分布地，而山西、山东、陕西、内蒙则有着充足的煤炭资源。煤焦油对钢铁与煤炭行业依赖程度大，地处这些省份大幅降低了运输成本，也保障了原料油的充足供应。另一方面，我国炭黑企业大幅集中在山东、山西、河北三省，遍布全国的厂址分布从一定程度上降低了恶性竞争的压力，不仅提高了黑猫对下游的议价能力，还便于其根据订单情况就近生产销售，大幅降低了公司的运输成本。

图 3：全国炭黑生产厂商分布（个）



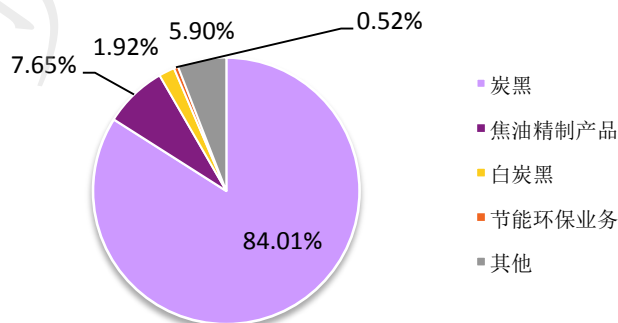
资料来源：中国产业信息网

## 2.2、公司产能国内领先，循环经济效益好

根据 2016 年炭黑行业协会数据，会员单位炭黑总产量 411 万吨，同比增加 5.03%，而黑猫股份生产炭黑就达 102.73 万吨，占比 25%。截至 2016 年底，公司产能规模已达 106 万，凭借成熟的生产工艺与庞大的生产规模稳居全国炭黑企业龙头。

公司主要产品包括炭黑、焦油精制产品、白炭黑等，，致力于将炭黑生产、废气利用和焦油精制有机结合，属于资源综合利用企业。

图 4：公司主营构成



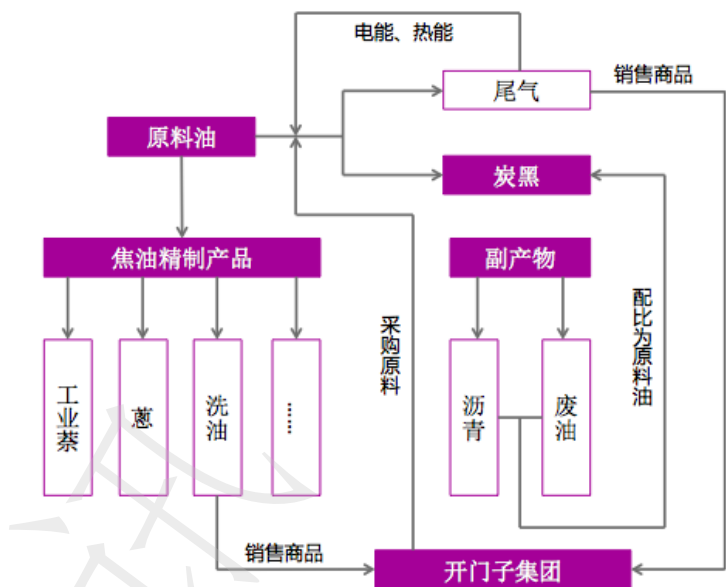
资料来源：公司公告

炭黑生产与焦油精制形成的循环经济效益良好。焦油精制产品主要包括工业萘及蒽等精细化工产品，在生产这些产品的同时会产生副产物沥青和废油，而若将副产物按一定比例配比，则可以生产炭黑所需的原料油，形成循环经济的良好共生关系。两项业务的有机结合不仅为炭黑的产出与质量提供了稳定的保障，还能通过对主产品的深加工生产其他具有更高附加值的产品，优化了企业的产品结构，既增加了利润来源又降低了公司产业链单一的风险，充分提高了煤焦油资源的利用价值。

同时，公司还通过设立尾气发电等项目有效利用了炭黑生产过程中产生的尾气，将本来会造成环境污染的炭黑尾气加以回收，用作发电或热能利用

并用其反哺生产用电和蒸汽等，不仅大幅降低了尾气排放量，减轻空气污染问题，还提升了经济效益，有效增加了公司的综合盈利水平。

图 5：炭黑生产-焦油精制-尾气发电的循环经济链



资料来源：公司公告

与开门子集团间的长期合作保障了公司的稳定生产。煤焦油是生产炭黑的三大原料油之一，在成本中占比最重，而由于上游企业近年来产能过剩问题严重，开工率普遍偏低，煤焦油供应与价格均不稳定，常常供不应求，而公司的控股股东焦化总厂控股的另一企业开门子集团目前年产的煤焦油达 4 万吨左右。公司与开门子集团等有着长期而稳定的合作关系，每年均会向其采购包括煤焦油在内的一系列生产原料，大幅降低了从外地购买的运输成本，并同时保障了煤焦油的数量与质量，为产品炭黑的质量也提供了保证。

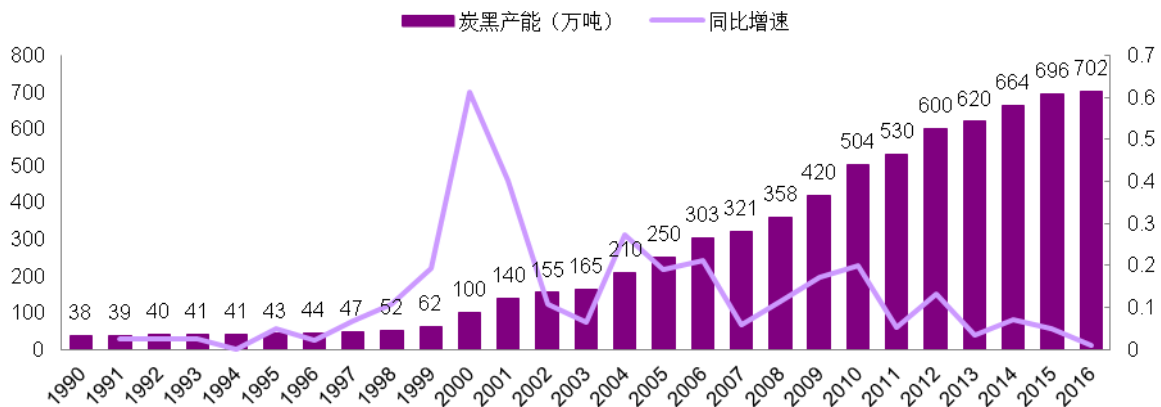
与此同时，与子公司利用尾气自循环加热不同，公司本部的炭黑尾气被全部销售给了开门子集团用于为焦炉加热，实现了尾气的 100% 利用。由于正常的关联关系，公司得以节省大量交易成本，并保证了原料供给与交易效率，减少了原料市场的不确定性，实现了公司集团利益的最大化。相对的，公司则从开门子集团采购焦炉煤气用作燃料，焦炉煤气的吨耗仅 250 元，而一般企业使用的燃料煤焦油则需 450 元/吨，两者差额巨大。

### 3、行业集中度逐渐提高，进入壁垒提高

#### 3.1、行业集中度逐渐提高

我国炭黑工业起步较早，但在前期产能较低且增速缓慢，一直维持在 50 万吨左右的水平。直到 2000 年后，我国汽车行业蓬勃发展，其中轮胎市场对炭黑的大量需求拉高炭黑价格，并推动了一大批炭黑厂商的投产；另一方面，钢铁行业也处于高速发展期，大量廉价而质优的原料油为炭黑的发展奠定了稳定的基础。炭黑产能在过去十五年内高速扩张，总产能已达 700 万吨，世界排名第一，但近年来随着国家供给侧改革、金融去杠杆等措施的实施，炭黑产能增速已经明显放缓。

图 6：国内炭黑产能及增速



资料来源：中国产业信息网

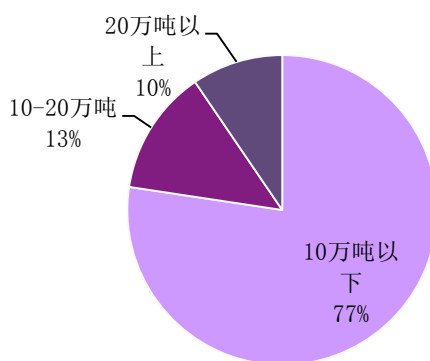
经过 20 年的快速扩张，我国炭黑产业的发展已逐渐趋于稳定，落后产能出清是行业的拐点。随着轮胎行业的增速放缓以及钢铁行业的去产能进程，产业链单一、高度依赖上下游产业的炭黑行业已开始出现产能过剩的情况。自 2010 年起，原本一直保持平稳的供需关系陡然被打破，产能过剩已达 70 万吨，炭黑企业开工率也一再降低，目前行业平均开工率在 50% 左右，中小型炭黑厂商仅有 30%-50% 的开工率。然而据橡胶协会炭黑分会的统计，生产规模排在前十的炭黑企业平均利用率高于 90%，黑猫股份更是将近满产，可见两极分化严重，呈现出明显的马太效应。

一方面上游钢铁行业去产能成果较为明显，供给紧缩导致原油价格上涨，中小型炭黑厂商对上下游企业议价能力均低，既无法采购足够的生产原料，又受限于产品质量因素无法及时对下游轮胎企业调价，缺少规模效应的中小产能面临巨大的成本与销售压力。另一方面，随着我国炭黑与轮胎行业的持续发展，市场竞争加剧，产业不断升级，发展重点已从产能扩张转移到了产品研发，低端炭黑市场低迷不振，而高性能或特种炭黑等高附加值产品则供不应求，部分甚至依赖进口，依仗低端市场的中小企业全无发展空间。

我国与发达国家相比炭黑生产集中度偏低，有望在未来五年内大幅提升。作为世界上最早工业化生产炭黑的国家，美国在经历了最初的高速发展后炭黑生产趋于平稳，主要产能基本由五家主生产企业控制，且产能规模基本上都维持在 10 万吨以上，占全国产能 98%，而日本也仅有八家生产企业控制全国大部分产能。相比之下，我国前五家产能仅占 31%，明显低于世界炭黑主要生产国水平，产能集中度尚存较大发展空间。



图 7：国内炭黑产能以中小型为主



资料来源：卓创资讯

根据中国橡胶协会炭黑分会的统计前十名炭黑企业的产量已从 2009 年的占全国 55% 上升到了 2013 年的 58%，2013 年后由于原料油价格的上涨与严苛的环境政策上升幅度进一步增大，我国炭黑行业正向集中化不断发展。据百川资讯数据，2015-2016 年炭黑行业落后产能停产约 70 万吨，行业集中度不断提高。

### 3.2、行业进入壁垒提高

规模经济的优势凸显，炭黑行业对新进入者的资金要求将越来越高。炭黑行业发展逐渐趋于稳定，利润日益走低。据中国橡胶工业协会炭黑分会统计，2015 年 N330 橡胶用炭黑每吨仅售 3800 元，而生产一吨炭黑仅原料油成本就超过每吨 3200 元，再加上至少每吨 300 元的运费和各种水电气及人工花销，炭黑每吨利润较低，若不能凭借规模经济控制成本并薄利多销，新进入企业连盈利都难以保证，更不用说覆盖最初的固定资产投资了。

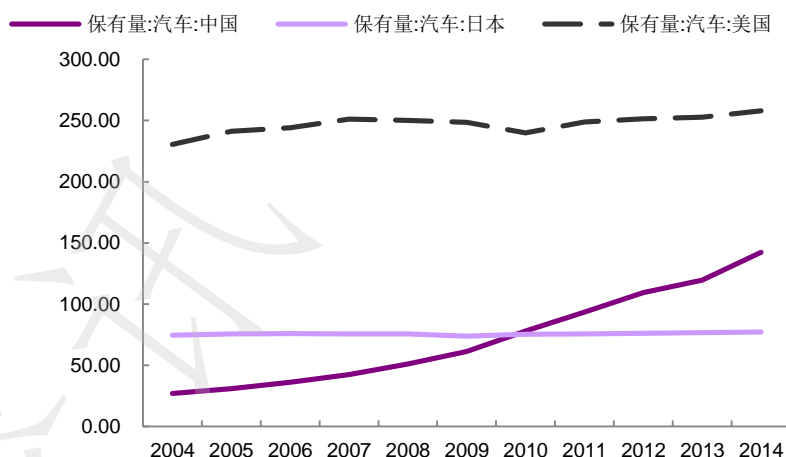
此外现存的大型炭黑企业与销售方的稳定联系，也给新进入者增加了难度。随着轮胎行业的进一步整合，其对原料炭黑的要求也越来越严苛。与炭黑行业相似，轮胎行业集中度也在近年来不断提升，而大幅提升的企业规模集中度更有利于黑猫等大型炭黑企业的整体营销策略，不具备品牌优势的新企业将生存困难。

另外，由于现存的较为严重的产能过剩现状，我国政策逐渐以淘汰落后、发展先进企业为重点，先后发布了一系列有关政策，有利于炭黑产能集中度提高，增加了新企业进入的壁垒。国家发改委公布的《产业结构调整指导目录(2011 年本)》修订版将 1.5 万吨/年及以下的干法造粒炭黑(特种炭黑和半补强炭黑除外)列为淘汰类项目；工信部发布的《轮胎产业政策》鼓励发展环专用炭黑等高技术水平产品；《橡胶行业“十二五”发展规划指导纲要》则明确指出不再新建 5 万吨以下炭黑厂、不再建设产 2 万吨以下的炭黑生产装置，立即淘汰年产能在 1.5 万吨以下的干法造粒炭黑生产装置、限期淘汰总年产能在 5 万吨以下的落后企业，同时培育 5-7 个可与跨国炭黑公司抗衡的炭黑集团。在众多条件的共同作用下，可以预见未来炭黑市场将趋于稳定，仍将由现有炭黑企业争夺出清的落后产能所空出的市场份额。

## 4、下游轮胎市场复苏，炭黑需求稳定增长

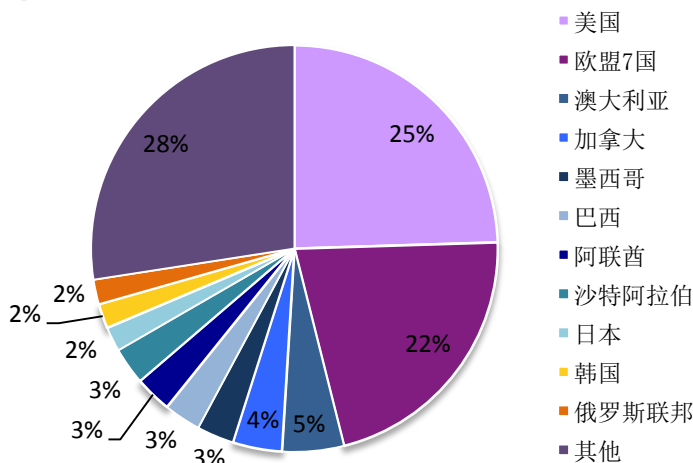
我国汽车保有量不断增长，已在 2010 年赶超日本，并且这一增长趋势预计还会长期持续下去。并且国内人均汽车保有量相比全球仍然偏低，据 2015 年数据，我国人均汽车保有量仅有每千人 125 辆，不仅相比日本和美国的每千人 800 辆差距明显，与全球约每千人 180 辆的平均水平也有一定差距。未来随着国内汽车保有量的持续增长，轮胎行业需求有望持续稳健增长。

图 8：我国汽车保有量不断增长（百万辆）



资料来源：Wind

图 9：我国出口轮胎四分之一销往美国



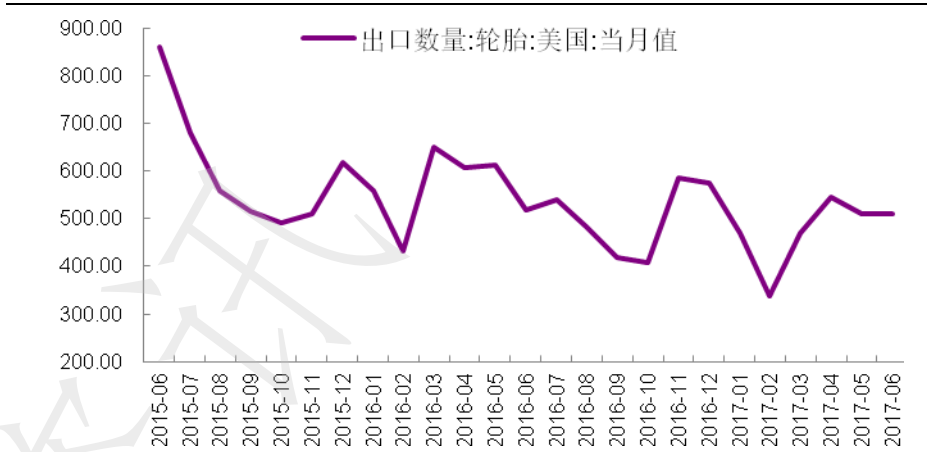
资料来源：wind

而在出口方面，作为轮胎出口大国，我国 40% 以上轮胎产量都被用于出口，而其中四分之一轮胎销往美国。作为我国轮胎的主要出口国，美国市场对我国轮胎销量尤为重要。2014 年中，美国商务部开始对中国进口轮胎发起反倾销和反补贴调查，我国轮胎出口数量大跌。2015 年我国轮胎出口数量同比下降 6.6%，出口金额同比下降了 15.8%，轮胎出口量价齐跌。而由于我国汽车与轮胎市场自身已经相对饱和，无法再消化突然增加原本销往

美国的轮胎，整体市场供过于求。轮胎厂商急于售出大量库存的轮胎而停止生产以减少利益损失，对炭黑的需求也因此一减再减。

今年二月，美国国际贸易委员会裁定，中国卡车轮胎“没有对美国国内产业造成实质损害或实质损害威胁”，双反税率都被取消。这是输美卡客车轮胎“双反”案的首次胜利，意味着中国未来输美的卡客车轮胎不再被征收反倾销和反补贴税，出口数量与轮胎产量大幅回升。经过之前“双反”政策带来的国内轮胎行业的积极产品研发与新市场开拓，下游轮胎行业复兴可能性较大，对炭黑的需求也有望大幅增加。

图 10：今年二月受胜诉影响轮胎出口美国触底反弹（万条）



资料来源：Wind

## 5、盈利预测与投资建议

关键假设：

1. 我们预计 2017 下半年 2+26 城市环保督查会一直持续下去，炭黑行业平均开工率将维持在目前的水平或有所下滑，整体保持在 50% 左右，行业供应紧张程度难解，炭黑价格仍将维持在高位（平均价格维持在 6500 元/吨左右），全年毛利率将在去年的水平上提升 35% 左右，接近 25%；
2. 公司循环经济效益突出，作为龙头企业，上半年开工率远远超过行业平均水平达到 93%，我们预计下半年公司开工率仍然将维持在 90% 以上的高水平；

表 1：营收拆分以及营收增速预测

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入增速	-8.24%	36.74%	6.12%	5.32%
炭黑	-9.98%	50.00%	6.00%	5.00%
焦油精制产品	-5.95%	0.00%	0.00%	0.00%
白炭黑	28.70%	30.00%	30.00%	30.00%
节能环保业务		10.00%	10.00%	10.00%
营业收入(万元)	438109.7	599085.5	635745.7	669550.8
炭黑	368072.7	552109.0	585235.6	614497.4
焦油精制产品	33516.6	33516.6	33516.6	33516.6
白炭黑	8414.2	10938.4	14220.0	18486.0
节能环保业务	2292.0	2521.2	2773.3	3050.7
毛利率	18.18%	24.56%	26%	26%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

基于上述假设，我们预计 2017-2018 年公司净利润分别为 4.66、5.43、6.55 亿元，EPS 分别为 0.64、0.75、0.90 元。

根据绝对估值 DCF 法 (FCFF) 测算，公司股价为 11.83 元：

假设	数值
第二阶段年数	8
长期增长率	2.00%
无风险利率 Rf	3.43%
$\beta$ (levered)	0.99
Rm-Rf	7.43%
Ke(levered)	10.75%
税率	32.79%
Kd	4.44%
Ve	7015.69
Vd	2871.55696
目标资本结构	29.04%
WACC	8.92%

资料来源：光大证券研究所

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	2171.08	18.53%
第二阶段	4126.96	35.21%
第三阶段 (终值)	5421.58	46.26%
企业价值 AEV	11719.62	100.00%
加: 非经营性净资产价值	78.16	0.67%
减: 少数股东权益 (市值)	323.62	-2.76%
减: 债务价值	2871.56	-24.50%
总股本价值	8602.60	73.40%
股本 (百万股)	727.06	
每股价值 (元)	11.83	
PE (隐含)	18.44	
PE (动态)	16.05	

资料来源: 光大证券研究所

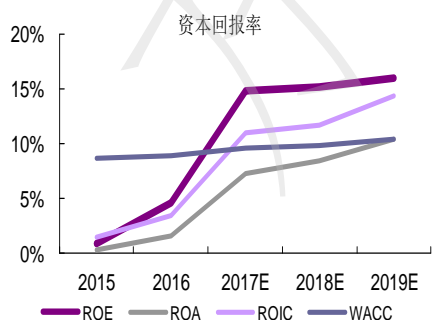
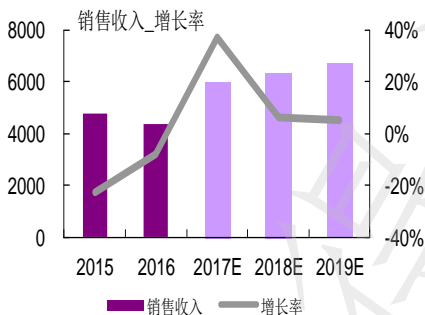
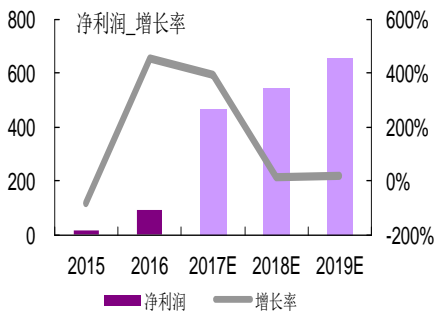
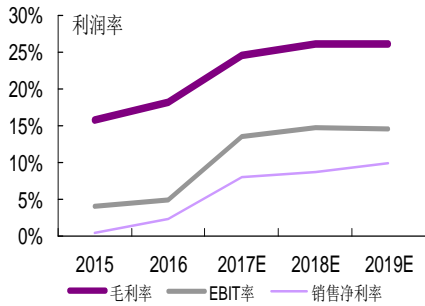
综上所述, 我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.64、0.75、0.90 元, 目标股价为 11.83 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

## 6、风险提示

下游市场销量不及预期。炭黑行业受到下游汽车和轮胎行业的影响巨大, 汽车销量和轮胎销量不及预期会对炭黑的需求造成巨大影响;

环保力度不及预期。公司是行业内龙头, 开工率始终维持在高位, 这部分归因于在环保的影响下, 众多小企业开工不佳, 如果环保力度有所松动, 中小企业开工率上升, 会对公司造成影响;

轮胎行业容易受到国外反倾销政策的影响。



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	<b>4,775</b>	<b>4,381</b>	<b>5,991</b>	<b>6,357</b>	<b>6,696</b>
营业成本	4,023	3,585	4,519	4,704	4,955
折旧和摊销	262	270	398	401	404
营业税费	20	30	28	33	37
销售费用	332	315	411	445	470
管理费用	174	185	210	241	257
财务费用	163	125	130	89	51
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-5	-1	-4	-3	-3
<b>营业利润</b>	<b>19</b>	<b>89</b>	<b>677</b>	<b>838</b>	<b>913</b>
<b>利润总额</b>	<b>48</b>	<b>128</b>	<b>703</b>	<b>872</b>	<b>945</b>
少数股东损益	3	8	6	6	6
<b>归属母公司净利润</b>	<b>16.94</b>	<b>94.13</b>	<b>466.62</b>	<b>543.36</b>	<b>654.82</b>

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>总资产</b>	<b>6,320</b>	<b>6,179</b>	<b>6,475</b>	<b>6,483</b>	<b>6,322</b>
流动资产	2,973	2,866	3,531	3,891	4,105
货币资金	510	461	650	690	727
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	789	916	1,113	1,191	1,303
应收票据	1,048	780	973	1,187	1,176
其他应收款	8	9	12	12	13
存货	517	586	668	694	757
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	11	10	9	9	9
固定资产	2,910	2,896	2,584	2,261	1,914
无形资产	176	234	222	211	200
<b>总负债</b>	<b>4,246</b>	<b>3,987</b>	<b>3,160</b>	<b>2,728</b>	<b>2,058</b>
无息负债	1,101	1,230	1,510	1,476	1,611
有息负债	3,146	2,757	1,650	1,252	447
<b>股东权益</b>	<b>2,074</b>	<b>2,192</b>	<b>3,315</b>	<b>3,755</b>	<b>4,264</b>
股本	607	607	727	727	727
公积金	910	914	1,521	1,576	1,641
未分配利润	436	515	905	1,285	1,723
少数股东权益	120	155	160	166	172

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	<b>-308</b>	<b>490</b>	<b>830</b>	<b>689</b>	<b>1,077</b>
净利润	17	94	467	543	655
折旧摊销	262	270	398	401	404
净营运资金增加	585	-220	371	394	79
其他	-1,172	346	-406	-649	-60
<b>投资活动产生现金流</b>	<b>-94</b>	<b>-75</b>	<b>-54</b>	<b>-53</b>	<b>-33</b>
净资本支出	-107	-93	-50	-50	-30
长期投资变化	11	10	0	0	0
其他资产变化	2	8	-4	-3	-3
<b>融资活动现金流</b>	<b>211</b>	<b>-494</b>	<b>-587</b>	<b>-596</b>	<b>-1,008</b>
股本变化	127	0	120	0	0
债务净变化	-154	-389	-1,107	-398	-805
无息负债变化	-888	130	279	-34	135
<b>净现金流</b>	<b>-197</b>	<b>-67</b>	<b>189</b>	<b>40</b>	<b>37</b>

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力 (%YoY)</b>					
收入增长率	-22.59%	-8.24%	36.74%	6.12%	5.32%
净利润增长率	-82.47%	455.80%	395.69%	16.45%	20.51%
EBITDA/EBITDA 增长率	-21.06%	7.94%	149.18%	10.27%	2.89%
EBITEBIT 增长率	-43.40%	14.93%	277.04%	14.86%	3.84%
<b>估值指标</b>					
PE	442	80	16	14	11
PB	4	4	2	2	2
EV/EBITDA	21	19	8	7	6
EV/EBIT	52	43	12	10	9
EV/NOPLAT	123	54	17	15	12
EV/Sales	2	2	2	1	1
EV/IC	2	2	2	2	2
<b>盈利能力 (%)</b>					
毛利率	15.75%	18.18%	24.56%	26.00%	26.00%
EBITDA 率	9.41%	11.07%	20.17%	20.96%	20.48%
EBIT 率	3.92%	4.91%	13.53%	14.65%	14.44%
税前净利润率	1.01%	2.93%	11.73%	13.72%	14.12%
税后净利润率 (归属母公司)	0.35%	2.15%	7.79%	8.55%	9.78%
ROA	0.32%	1.66%	7.29%	8.47%	10.46%
ROE (归属母公司) (摊薄)	0.87%	4.62%	14.79%	15.14%	16.00%
经营性 ROIC	1.50%	3.46%	11.00%	11.73%	14.38%
<b>偿债能力</b>					
流动比率	0.77	0.75	1.19	1.53	2.19
速动比率	0.64	0.60	0.96	1.26	1.79
归属母公司权益/有息债务	0.62	0.74	1.91	2.87	9.15
有形资产/有息债务	1.95	2.15	3.79	5.01	13.69
<b>每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)</b>					
EPS	0.02	0.13	0.64	0.75	0.90
每股红利	0.01	0.04	0.15	0.21	0.24
每股经营现金流	-0.42	0.67	1.14	0.95	1.48
每股自由现金流(FCFF)	-0.43	0.85	0.73	0.75	1.35
每股净资产	2.69	2.80	4.34	4.94	5.63
每股销售收入	6.57	6.03	8.24	8.74	9.21

资料来源：光大证券、上市公司

### 分析师声明

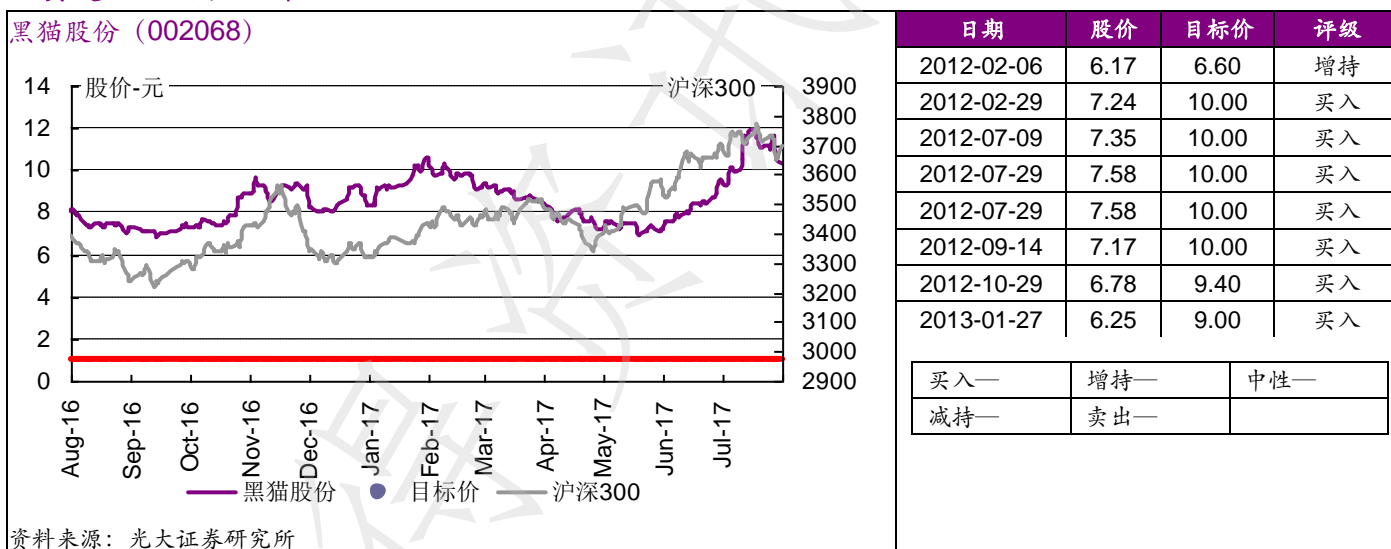
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 分析师介绍

裘孝锋，复旦大学理学学士、管理学硕士、管理学博士在读。11年证券从业经验，2007-2016年连续10年获得新财富石油化工行业前两名。经历了10余年行业的周期波动，在原油、石化和化工行业的研究上面积累了丰富的经验，总结了周期行业波动的规律，创立了针对原油价格和周期性行业波动的框架体系。研究具有系统性、前瞻性和开创性。

陈冠雄，中国科技大学材料系博士，实业（贝特瑞纳米科技有限公司，负责石墨烯的研发）和券商（石化化工行业研究）累计4年的工作经验，2017年加盟光大证券，从事石化化工行业研究。

### 投资建议历史表现图



### 行业及公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
  - 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
  - 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
  - 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
  - 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
  - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深300指数。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。



## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

## 光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhoujj@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
北京	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	关明雨	010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
	郭晓远	010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
	王曦	010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
	张彦斌	010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lixxy1@ebsecn.com
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com

	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com