

2017年09月25日

正丹股份 (300641.SZ)

## 精于 C9 芳烃综合利用，环保驱动偏苯类材料增长

■核心技术领先的精细化工企业，C9 芳烃综合布局基本成型：公司通过延伸上下游发展 C9 全产业链。原料端从采购偏三甲苯逐步变成采购重整 C9，精馏后可生产中间产品偏三甲苯、甲乙苯异构体、高沸点芳烃，产品端自主研发高端环保型增塑剂 TOTM、乙烯基甲苯单体和高沸点芳烃溶剂。目前 TMA 和 TOTM 为公司主要盈利产品，毛利分别占比 70%和 11%，乙烯基甲苯处导入期，利润贡献较少但增长潜力大。

■TMA 和 TOTM 协同发展，高端环保替代是主要方向：国内重整 C9 芳烃精细化利用率仅 25-30%，下游以掺混和抽提为主。公司依托 TMA 和 TOTM 产品优势，原料逐步以 C9 为主。下游需求方面，预计 2020 年世界偏酞消费量将达 23 万吨，国内消费量将达 12.9 万吨；TOTM 消费量将达 15.3 万吨。无毒 TOTM 在食品药品、电线电缆和强消费领域优势明显，未来替代邻苯类增塑剂实现增塑剂消费转型潜力巨大。乙烯基甲苯为仅美国戴科和公司具备规模生产技术，未来开展高端领域苯乙烯替代有望打开成长空间。

■募投项目巩固行业地位，环保监管促下游转型：TMA 国内主要集中在四家企业，公司实际产量约 5 万吨，占比 50%，本次募投 4 万吨/年偏苯三酸酐项目将进一步巩固行业地位。剔除自用产量，公司主要产能利用率持续超过 100%，募投项目前景看好。此外，国家环保法律法规驱动，公司偏苯类环保产品直接受益。预计中国 2020 年增塑剂的消费总量达 365 万吨，偏苯类（约 10 万吨）市场占有率将继续扩大。

■投资建议：预计公司 2017-2019 年的 EPS 分别为 0.54 元、0.70 元、0.86 元；首次给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 20.0 元，对应 2017-2019 年 PE 37 倍、29 倍和 23 倍。

■风险提示：竞争对手持续价格战等

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	1,101.2	988.6	1,136.9	1,370.0	1,780.9
净利润	138.0	134.4	154.3	200.2	246.7
每股收益(元)	0.48	0.47	0.54	0.70	0.86
每股净资产(元)	1.42	1.88	2.61	3.21	3.90

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	38.9	39.9	34.8	26.8	21.8
市净率(倍)	13.1	9.9	7.1	5.8	4.8
净利润率	12.5%	13.6%	13.6%	14.6%	13.9%
净资产收益率	33.8%	24.8%	20.5%	21.7%	22.0%
股息收益率	0.0%	0.8%	0.3%	0.5%	0.9%
ROIC	31.9%	29.4%	28.7%	45.4%	44.9%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

## 公司分析

证券研究报告

其他化学制品

投资评级 增持-A

首次评级

6 个月目标价： 20 元  
 股价 (2017-09-22) 18.64 元

### 交易数据

总市值(百万元)	5,368.32
流通市值(百万元)	1,342.08
总股本(百万股)	288.00
流通股本(百万股)	72.00
12 个月价格区间	15.45/29.20 元

### 股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.67	-7.04	13.45
绝对收益	5.61	-3.77	

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040004  
 yuansc1@essence.com.cn  
 021-35082778

### 相关报告

## 内容目录

1. 核心技术领先的精细化工企业，加速布局 C9 芳烃综合利用.....	3
2. TMA 和 TOTM 协同发展，高端应用前景广阔 .....	5
3. 募投项目巩固行业地位，环保监管促下游转型.....	7
4. 盈利预测及投资建议.....	9

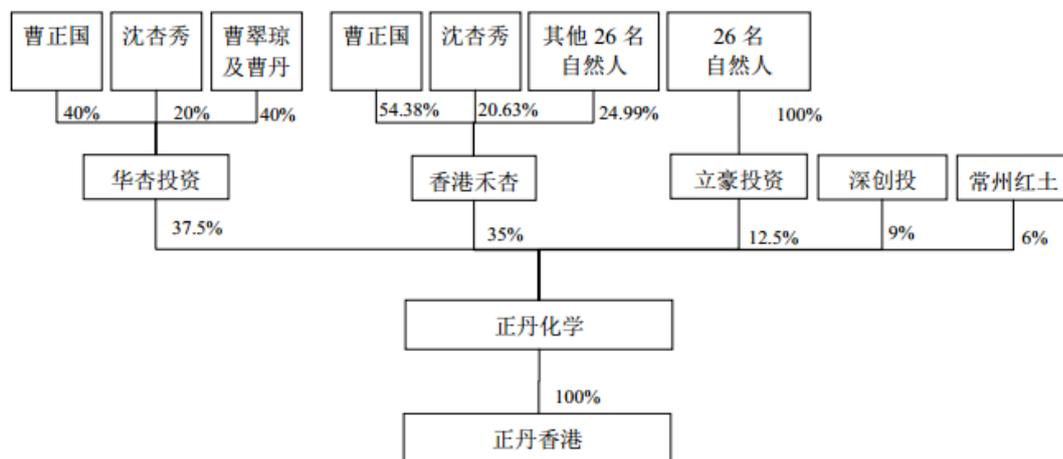
## 图表目录

图 1: 公司股权结构 .....	3
图 2: 全产业链布局逐步成型.....	3
图 3: 偏苯三酸酐毛利占比较大 .....	3
图 4: 偏苯三酸三辛酯与原油价格对比 .....	4
图 5: 公司 C9 芳烃综合利用产业链布局成型 .....	5
图 6: 上下游产业链 .....	5
图 7: 全球 TMA 消费结构.....	6
图 8: 国内 TMA 消费比例 .....	6
图 9: 2010-2020 年国内 TMA 消费量及预测.....	7
图 10: 2010-2020 年国内 TOTM 消费量及预测 .....	7
图 11: PE-Band.....	9
图 12: PB-Band.....	9
表 1: 公司主要产品的需求领域.....	7
表 2: 主要产品的产能、产量、销量.....	7
表 3: 公司细分产品行业和下游行业主要法律、法规和政策 .....	8

## 1. 核心技术领先的精细化工企业，加速布局 C9 芳烃综合利用

公司成立于 2007 年（成立时名称为“镇江正丹化学工业有限公司”），实际控制人为曹正国、沈杏秀夫妇，曹正国和沈杏秀夫妇从事精细化工产业 30 余年，实践和管理经验丰富。公司的另 26 名核心成员通过香港合杏和立豪投资持有公司股份。为优化股东结构以实现上市，公司于 2011 年引进了股权投资机构深创投和常州红土。

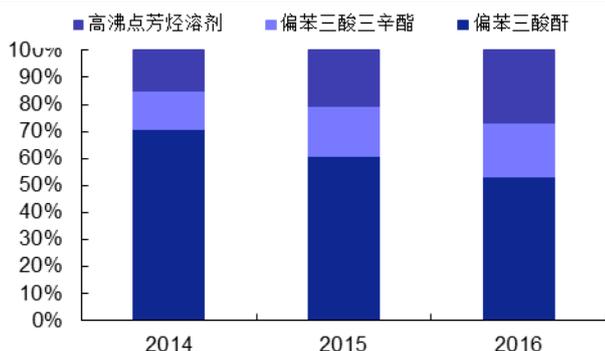
图 1：公司股权结构



资料来源：招股书，安信证券研究中心

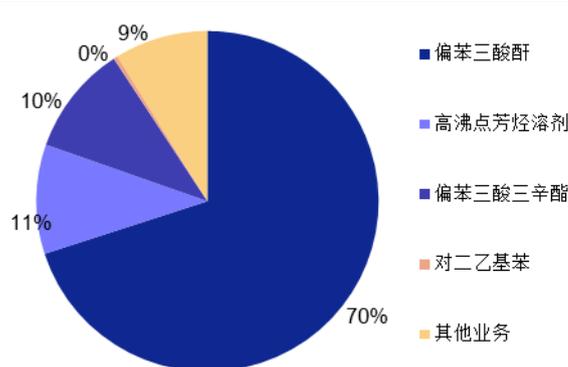
成立之初主要从事对二乙基苯系列产品的生产和销售，随着公司从传统化学原料和制品转向新型环保增塑剂和高端环保新材料的生产、销售。2015 年公司退出全球技术非常成熟的二乙基苯领域，着重发展公司具技术优势的偏苯三酸酐（TMA），通过延伸上下游发展 C9 全产业链。原料端从采购偏三甲苯逐步变成采购重整 C9，精馏后可生产中间产品偏三甲苯、甲苯异构体、高沸点芳烃，产品端自主研发高端环保型增塑剂偏苯三酸三辛酯（TOTM）、乙烯基甲苯单体和高沸点芳烃溶剂。

图 2：全产业链布局逐步成型



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：偏苯三酸酐毛利占比较大



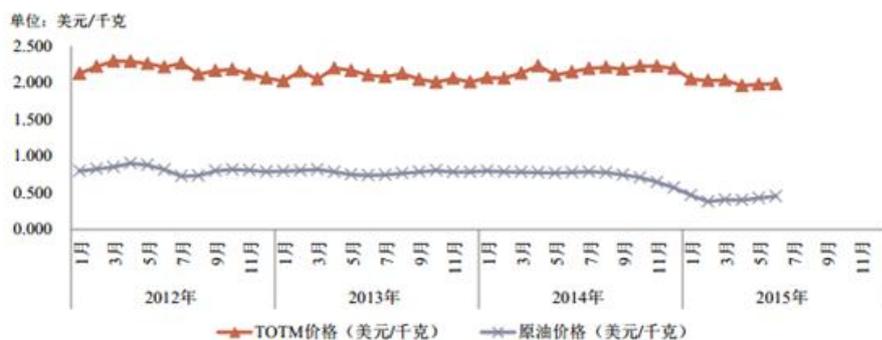
资料来源：wind，安信证券研究中心

**偏苯三酸酐：**公司目前最主要产品，公司是少数掌握用连续法氧化工艺生产偏苯三酸酐的企业之一，该生产方法获得“中国专利优秀奖”和“第五届江苏省专利奖”。凭借该方法公司偏苯三酸酐的生产效率和产品质量都要高于同行业。依托多年的经营和出众的产品质量，公司在偏苯三酸酐领域建立起良好的品牌形象和较高的知名度，成为国内甚至是全球偏苯三酸酐的领导企业之一。

**偏苯三酸三辛酯：**2014 年公司进入偏苯三酸酐的下游产品偏苯三酸三辛酯，依靠在偏苯三酸酐生产领域的领导地位，偏苯三酸三辛酯业务得到了迅速发展，营收占比从 2014 年的 14.04% 上升到 2016 年的 19.88%。从重整 C9 到最终产品一体化经营，偏苯三酸三辛酯具备更强的原料成本优势，偏苯三酸酐和偏苯三酸三辛酯协同作战是未来公司业绩增长的主要

动力。偏苯三酸三辛酯作为环保型高端新材料，行业自身发展稳健，在近年来原油价格下跌、多数石化产品价格走低的背景下，仍然维持较为稳定的价格，为公司的营收稳定的一个重要保障。

图 4：偏苯三酸三辛酯与原油价格对比



资料来源：公开资料整理

**乙烯基甲苯：**2016 年新产品乙烯基甲苯正式生产销售，乙烯基甲苯属导入期单体材料，全球目前仅美国戴科和正丹股份能够实现工业化批量生产。2016 由于乙烯基甲苯装置量产，下游仍以试用为主，暂未贡献业绩。作为传统苯乙烯产品的替代品，乙烯基甲苯性能优异、附加值很高，有望在高端树脂领域逐步打开市场，为公司业绩增长提供巨大的想象空间。

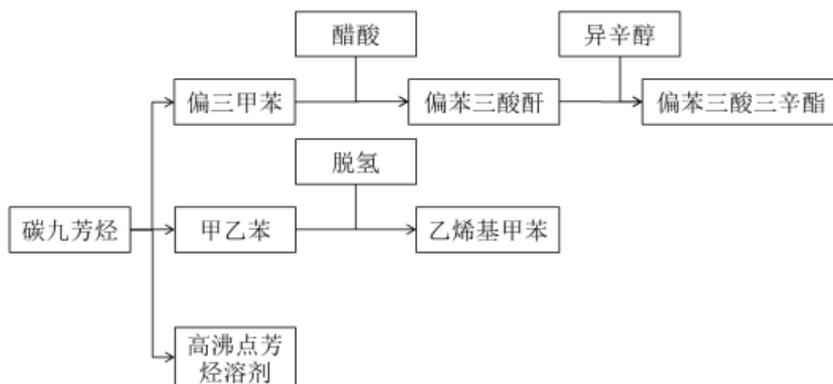
**高沸点芳烃溶剂：**公司分离萃取 C9 芳烃过程中产生的副产品，其中还含有大量的均三甲苯等重要的精细化工原料，目前高沸点芳烃以打包销售为主，随着公司 C9 加工规模扩大，高沸点芳烃溶剂的销售收入也呈现增长。公司长期对副产品开展深度分离和应用研究，持续性研发投入也是加速公司资本化发展的重要因素之一。

偏苯三酸酐的最主要原材料为重整 C9 芳烃或偏三甲苯，二者占原材料采购总额的约 70%，其中偏三甲苯主要来源于炼油厂对重整 C9 芳烃的精馏。偏苯三酸三辛酯的主要原材料为偏苯三酸酐，因此偏苯三甲和重整 C9 价格的变化也会传导并影响偏苯三酸三辛酯的成本。新产品乙烯基甲苯的主要原材料为甲乙苯和芳烃混合物，甲乙苯主要也由重整 C9 芳烃分离取得。过去公司主要从国内各石化企业处采购原材料，为了加强成本控制、保持成本优势、减少原材料价格波动对公司盈利能力的营销，同时增加原材料供给为产能扩张提供基础，公司积极向上游拓展，开发重整 C9 芳烃高效萃取分馏技术，直接获得偏三甲苯、甲乙苯等重要原材料后进行全行业深加工。

公司原主要产品为偏苯三酸酐，产品种类较为单一。2014-2016 年，公司逐步进入下游产品偏苯三酸三辛酯的生产销售。依靠偏苯三酸酐生产领域的领导地位，充分发挥产业链优势，偏苯三酸三辛酯的产能利用率高、品质优、收入增长势头迅猛。

新产品乙烯基甲苯是更深入的 C9 芳烃综合利用产业链研发项目。乙烯基甲苯来自对偏三甲苯和甲乙苯等已有原材料进行进一步的深加工，其附加值极高，能增强公司的产品盈利能力。同时，开发新的高技术含量的产品能够增强公司在行业内的竞争能力、拓宽公司的业务领域，提升公司可持续发展能力。

图 5：公司 C9 芳烃综合利用产业链布局成型



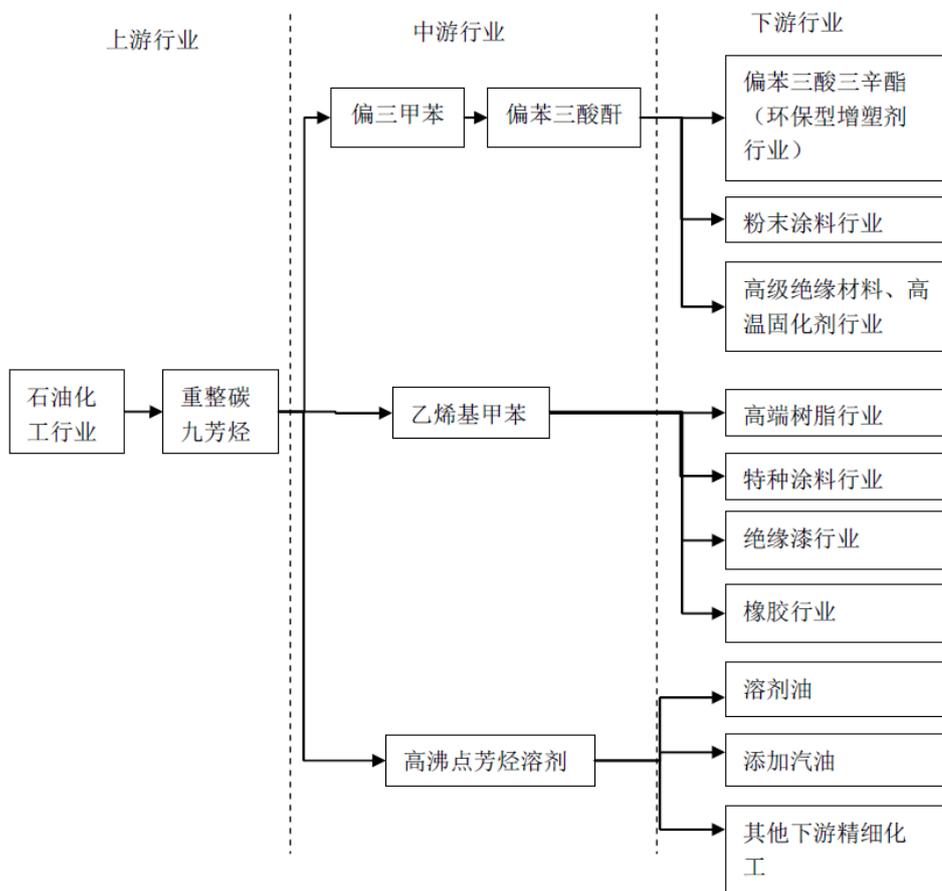
资料来源：招股书，安信证券研究中心

## 2. TMA 和 TOTM 协同发展，高端应用前景广阔

上游主要为石化行业，偏苯三酸酐和偏苯三酸三辛酯的核心原料均指向偏三甲苯，乙烯基甲苯核心原料为甲乙苯。由于石化重整 C9 芳烃含大量的偏三甲苯、甲乙苯、均三甲苯和连三甲苯等，通过 C9 芳烃精馏可以覆盖公司的主要化工原料。

目前，国内重整 C9 芳烃的精细化利用程度不高，下游应用仍以掺混和抽提为主，如生产溶剂油、燃料油、芳烃甲醛树脂及生产苯、甲苯和二甲苯等。精细化利用率约 25-30%，主要是深度分离提取偏三甲苯和甲乙苯等异构体并分别用于生产树脂、抗氧化剂、增塑剂等精细化工产品。公司以目前的主要的盈利产品偏苯三酸酐为核心，积极拓展上游石化企业偏苯原料供应渠道，同时开发重整 C9 精馏技术，直接采购 C9 芳烃并分离出偏三甲苯、甲乙苯等重要化工原料。

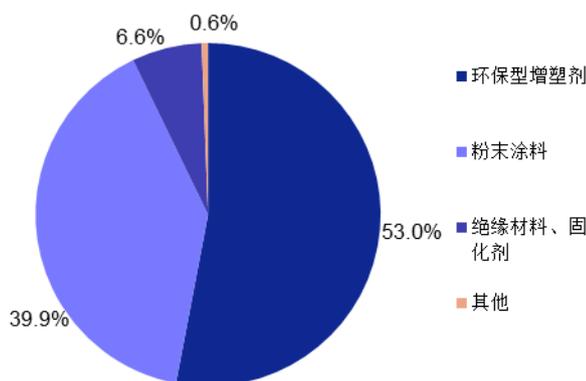
图 6：上下游产业链



资料来源：招股书，安信证券研究中心

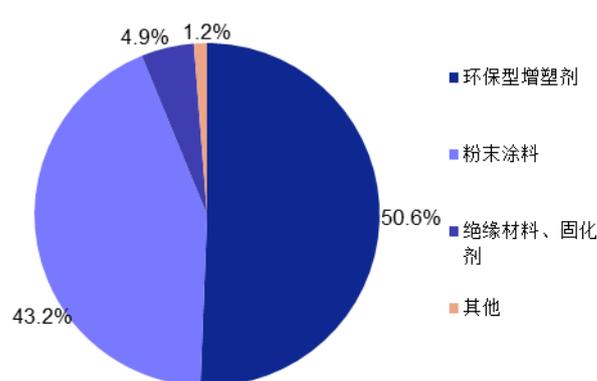
需求方面，偏苯三酸酐应用于环保型增塑剂、粉末涂料、高端绝缘漆、高温固化剂等行业。其中环保增塑剂和粉末涂料领域合计占比超 90%。受国内增塑剂、粉末涂料、高级绝缘材料及高温固化剂等工业快速发展的拉动，偏酐消费需求快速增长。中国产业网数据，2010 年至 2015 年，全球偏酐消费量从 13.7 万吨增长至 16.8 万吨；国内偏酐消费量从 4.1 万吨增长至 8.1 万吨。预计到 2020 年，世界偏酐消费量将增长到 23 万吨，国内消费量将达到 12.9 万吨。

图 7：全球 TMA 消费结构



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

图 8：国内 TMA 消费比例



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

偏苯三酸三辛酯是偏苯三酸酐下游主要产品，作为无毒环保型增塑剂已得到行业充分肯定，挥发性低、迁移性小、耐抽出、耐热性和绝缘性较好。用于粉末涂料时，具有高质量的表面效果，不用进行底涂就能与金属零件形成很强的结合力，同时还具有很优良的防腐、耐热、耐冲击和耐磨性，在部分产品中已取代传统溶剂型涂料，已用于中高端电冰箱、洗衣机等家电行业以及宝马、通用汽车等中高端汽车品牌中。在高端绝缘漆、高温固化剂行业，可用于制造 F 级、H 级高端电机绝缘材料，高端 PVC 电缆料的生产。其中，PVC 电缆料中增塑剂含量一般在 50-60PHR。随着高端 PVC 电线电缆和下游环保替代对偏苯三酸三辛酯需求的拉动，2010 年至 2014 年偏苯三酸三辛酯的消费量从 5.2 万吨增长到 8.3 万吨，复合增长率达 12.4%，预计到 2020 年消费量将达 15.3 万吨。

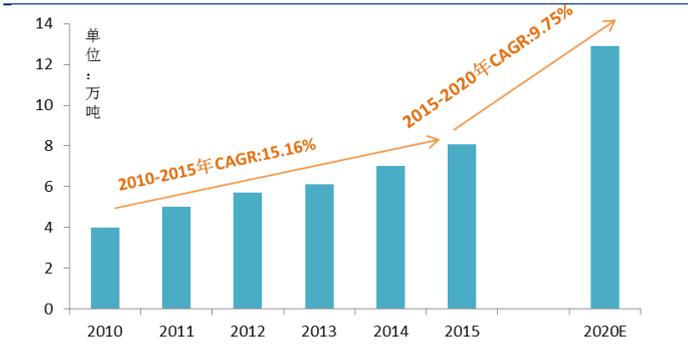
目前国内增塑剂市场格局仍以传统邻苯类为主，约占总消费量的 80%以上，其中 DOP 消耗量约占增塑剂总量的 70%左右，环保型增塑剂占比不足 20%。相比之下，欧盟和美国近年的邻苯类增塑剂的用量占比分别下降到 35%和 60%左右，国内环保替代潜力较大。公司挖掘偏苯三酸三辛酯在某些领域的“刚性需求”值得期待，看好偏苯三酸三辛酯在以下三个领域的增长潜力：

**食品药品：**近年“台湾塑化剂”、“内地白酒塑化剂”、“毒玩具风波”等安全环保事件的影响，传统 DOP 等邻苯增塑剂安全性受到考验，国内检测标准、检测手段开始有所提高，在关系健康的食药领域有望取得突破。

**耐温电线电缆：**ISO 标准将电讯行业的电缆耐温等级都将提高到 105℃。105℃PVC 护套级电缆料配方中需要偏苯三酸三辛酯含量在 60PHR 左右，因此未来耐温 PVC 电线电缆将会继续拉动偏苯三酸三辛酯的需求快速增长。

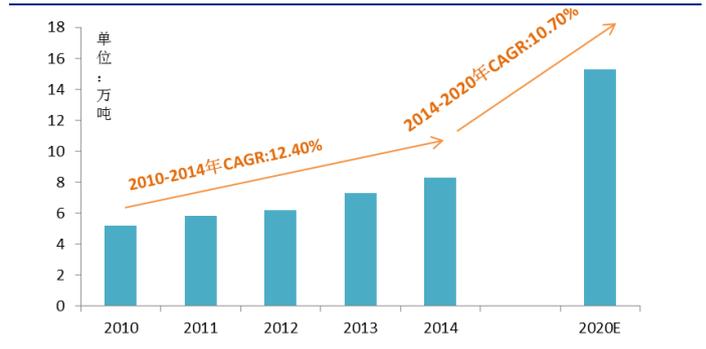
**强消费领域：**汽车、家电是消费两大支柱，消费升级速度较快，对增塑剂的环保要求逐渐提高，偏苯三酸三辛酯将会逐步取代有毒性的邻苯类。公司目前已成功开发相关领域客户，依托核心客户横向扩张有望实现偏苯三酸三辛酯的全面覆盖。

图 9：2010-2020 年国内 TMA 消费量及预测



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

图 10：2010-2020 年国内 TOTM 消费量及预测



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

乙烯基甲苯是高端树脂、塑料、橡胶和涂料的改性剂，替代传统苯乙烯产品，性能优异，同时具有低毒低挥发性，可以提高树脂的各项性能，附加值很高；其工业化制备难度大，技术水平高，多年来全球范围内基本只有美国戴科一家能够大规模工业化生产，属于际垄断产品。公司成功研发并与 2016 年上半年实现生产、销售，成为继戴科之后首批能够规模生产乙烯基甲苯的企业，技术优势明显。

总的来说，公司下游领域多数为环保和高端应用，伴随环保增塑剂、粉末涂料、高级绝缘材料、高温固化剂、高端树脂、高端塑料、高端橡胶等精细化工工业的快速发展，以及高端 PVC 电线电缆、家电、汽车、医药等行业不断的更新升级，公司可以获得快速成长的机会。

表 1：公司主要产品的需求领域

产品名称	用途	下游市场	需求类型
偏苯三酸酐	用于生产环保型增塑剂偏苯三酸三辛酯	汽车、医药、食品包装、日用品、玩具等行业； 要求增塑剂环保、低毒、无毒	环保替代需求
	粉末涂料	中高端家电（如电冰箱、洗衣机等）以及中高端汽车； 要求粉末涂料具有很优良的防腐、耐热、耐冲击和耐磨性等特性	刚性需求
	高端绝缘漆（如 F 级、H 级高端电机绝缘材料）、高温固化剂	电机行业； 需要使用可耐高温的高级绝缘漆材料以提高电机防爆性能	刚性需求
偏苯三酸三辛酯	高端环保增塑剂	PVC 电线电缆； 需要使用有耐高温、抗老化、耐腐蚀、耐迁移、绝缘性能优良等特性的新型高端增塑剂以满足电缆耐温等级提高的需求	刚性需求
		汽车、医药、食品包装、日用品、玩具等行业； 要求增塑剂环保、无毒	环保替代需求
乙烯基甲苯	高端树脂、塑料、橡胶和涂料的改性剂	汽车、涂料、家电等行业； 要求树脂、塑料、橡胶和涂料具有环保、低毒和低挥发性	环保替代需求

资料来源：公开信息整理，安信证券研究中心

### 3. 募投项目巩固行业地位，环保监管促下游转型

偏苯三酸酐目前生产主要集中在四家企业，正丹股份 4.5 万吨、百川股份 4 万吨、泰达新材 1.5 万吨和波林常州 1 万吨。其中，正丹股份实际产量约 5 万吨，占国内产量约 50%，具有绝对的行业领导地位。7 月底泰达新材申请登陆创业板被否，拟募投 1 万吨偏苯三酸酐项目可能搁浅，公司本次募投 4 万吨/年偏苯三酸酐项目将进一步巩固行业地位。

在偏苯三酸三辛酯的生产上，国内装置主要集中于波林化工、河南庆安、联成化学、爱敬化工、山东蓝帆、正丹化学、百川股份等厂商。鉴于公司在上游偏苯三酸酐的领导地位，公司在偏苯三酸三辛酯领域的市场份额有望提升。

表 2：主要产品的产能、产量、销量

产品	项目	2016 年	2015 年	2014 年
偏苯三酸酐	年产能 (万吨)	4.5	4.5	4.5
	产量 (万吨)	5.04	4.91	4.32
	销量 (万吨)	4.1	4.24	3.89

	产能利用率	112.04%	109.15%	95.89%
	产销率	81.34%	86.41%	90.17%
偏苯三酸三辛酯	年产能 (万吨)	1.80	1.8	1.1
	产量 (万吨)	2.16	1.87	1.11
	销量 (万吨)	2.15	1.86	0.95
	产能利用率	119.98%	104.06%	100.50%
	产销率	99.76%	99.13%	85.59%
乙烯基甲苯	年产能 (吨)	3000	-	-
	产量 (吨)	659.33	-	-
	销量 (吨)	485.77	-	-
	产能利用率	21.98%	-	-
	产销率	73.68%	-	-

资料来源：招股书，安信证券研究中心

公司本次募投项目主要包括 4 套核心装置：10 万吨/年 C9 芳烃分离可生产偏三甲苯 3.45 万吨和甲乙苯 2.3 万吨自用，高沸点芳烃 4.2 万吨外销；4 万吨/年偏苯三酸酐项目中 3 万吨外销，1 万吨自用；3 万吨偏苯三酸三辛酯原料为 1.07 万吨偏苯三酸酐和 2.18 万吨辛醇，产品全部外销；2 万吨/年乙烯基甲苯原料为 2.3 万吨甲乙苯和 3.45 万吨水蒸气，产品 2 万吨乙烯基甲苯和 0.26 万吨高沸点芳烃全部外销。

剔除自用产量，公司主要产能利用率和产销率均接近 100%，可见下游市场对公司产品的需求持续旺盛，总体呈现供不应求的状态。“4 万吨/年偏苯三酸酐项目”、“3 万吨/年偏苯三酸三辛酯项目”落地并满产后，预计新增收入分别近 4 亿和 2.6 亿元。新产品乙烯基甲苯由于目前尚未完全实现规模化生产，且出于市场开发阶段，因此“2 万吨/年乙烯基甲苯项目”在 1-2 年内不会达到满产，但随下游试用客户逐步进入常态化使用，预计产销率逐步上升。

偏苯三酸酐和偏苯三酸三辛酯除受行业发展和需求升级的拉动外，作为从事新型环保增塑剂和高端环保新材料的企业，也受益于国家环保政策的驱动。近年来，国家和行业主管部门重视新型精细化工产品和专用化工产品的发展，特别是在化工产品和新材料的环保性、安全性和节能型方面，更是出台了一系列的产业政策。这些政策将会使下游汽车、家电、PVC 电线电缆、医药、塑料产品、塑胶产品等行业从目前低端、有毒、环境不友好的原材料消费结构转向高端、无毒、环保的消费结构，从而拉动公司所在行业的发展。国家出台一系列产业政策扶持环保型增塑剂的生产应用、并限制邻苯类增塑剂的消费。《国家鼓励的有毒有害原料替代品目录（2016 版）》也将邻苯增塑剂列为应用类替代品种。智研咨询预计中国 2020 年增塑剂的消费总量达 365 万吨，消费结构的转变将为整个环保型增塑打开巨大的成长空间。

**表 3：公司细分产品行业和下游行业主要法律、法规和政策**

法律/法规/政策名称	发文机构/颁布时间	主要内容
<b>增塑剂行业</b>		
《石化和化学工业“十二五”发展规划》	工业和信息化部 2011 年 12 月	要加快发展高端石化化工产品，围绕培育壮大战略性新兴产业、改造提升传统产业，重点发展国民经济建设急需的化工新材料及中间体、新型专用化学品等高端石化化工产品。注重发展电子化学品、食品添加剂、饲料添加剂、水处理化学品、环保型塑料添加剂等高性能、环境友好、本质安全的新型专用化学品。
《高新技术企业认定管理办法》	科学技术部、财政部、国家税务总局 2016 年 1 月	重点支持的八大高新技术领域中包括新材料领域的新型橡胶助剂技术。
<b>涂料行业</b>		
《外商投资产业指导目录（2015 年修订）》	国家发展和改革委员会、商务部 2015 年 3 月	将高性能涂料列入鼓励外商投资产业目录，包括高固体份、无溶剂涂料，水性工业涂料及配套水性树脂生产。
《产业结构调整指导目录（2011 年本）（2013 年修正）》	国家发展和改革委员会 2013 年 5 月	将水性木器、工业、船舶涂料，高固体份、无溶剂、辐射固化、功能性外墙外保温涂料等环境友好、资源节约型涂料生产列为国家鼓励类产业
《当前优先发展的高技术产业化重点领域指南（2011 年度）》	国家发展改革委、科技部、工业和信息化部、商务部、知识产权局 2011 年 6 月	将环保型防腐涂料，环保型高性能工业涂料，高温陶瓷涂敷材料，高档汽车用金属颜料，水性重防腐涂料，耐高温抗强碱涂料，防火阻燃涂料等表面涂、镀层材料列

**绝缘材料行业**

《外商投资产业指导目录（2015年修订）》 国家发展和改革委员会、商务部  
2015年3月  
《产业关键共性技术发展指南（2015年）》 工业和信息化部  
2015年11月

为优先发展的高技术产业化重点领域。

将耐高温绝缘材料（绝缘等级为 F、H 级）及绝缘成型件制造列入鼓励外商投资产业目录。

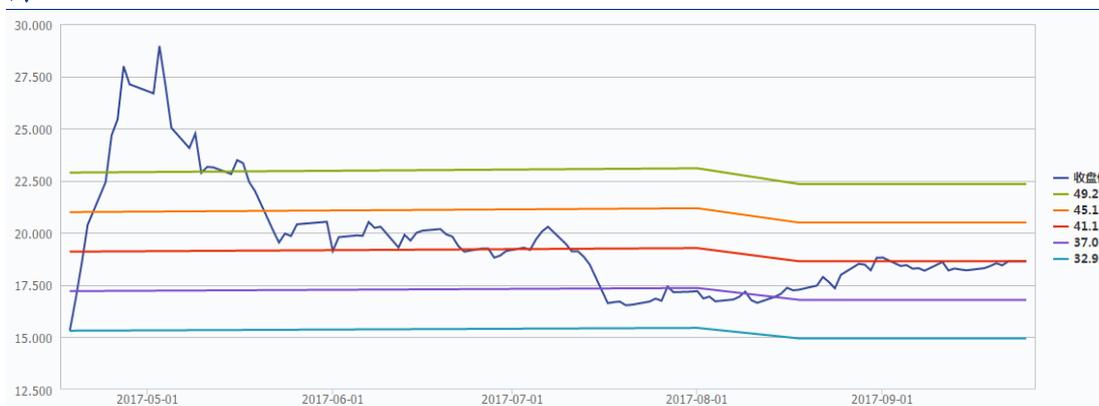
将电工电器用电气绝缘材料与系统关键技术列入开展产业关键共性技术开发研究的领域。

资料来源：招股书，安信证券研究中心

**4. 盈利预测及投资建议**

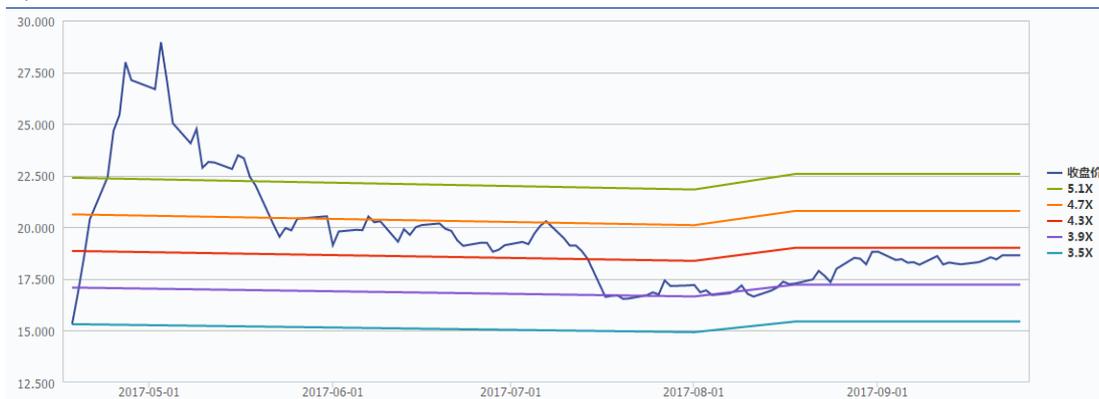
公司的核心优势是连续法 TMA，成本较间歇法优势明显，产品质量可控性强，充分保障了下游 TOTM 产品在环保和高端领域持续开拓市场。目前 TMA 和 TOTM 产能超负荷运行，满产满销。预计 2017-2019 年归母净利润 1.54 亿、2.0 亿和 2.47 亿，EPS 分别为 0.54 元、0.70 元、0.86 元；未来两年公司依托 TMA 产品逐步投放新产能，市占率稳步提升，乙烯基甲苯客户认证成熟，我们认为公司具备稳定增长的基因。首次给予增持-A 的投资评级，6 个月目标价为 20.0 元，对应 2017-2019 年 PE 37 倍、29 倍和 23 倍。

图 11: PE-Band



资料来源：安信证券研究中心

图 12: PB-Band



资料来源：安信证券研究中心

## 财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1,101.2	988.6	1,136.9	1,370.0	1,780.9	<b>成长性</b>					
减:营业成本	828.3	739.9	852.7	1,013.8	1,335.7	营业收入增长率	30.2%	-10.2%	15.0%	20.5%	30.0%
营业税费	5.9	6.4	6.1	7.9	10.5	营业利润增长率	171.7%	-3.5%	14.8%	29.8%	23.0%
销售费用	19.5	23.8	23.9	28.7	39.2	净利润增长率	164.6%	-2.6%	14.7%	29.8%	23.2%
管理费用	70.1	56.7	65.2	81.4	103.4	EBITDA 增长率	87.4%	-7.5%	13.4%	22.2%	19.9%
财务费用	9.8	0.3	3.7	-1.4	-1.8	EBIT 增长率	125.7%	-8.7%	16.9%	26.5%	23.0%
资产减值损失	3.1	2.8	3.0	3.0	2.9	NOPLAT 增长率	123.3%	-8.5%	16.8%	26.5%	23.0%
加:公允价值变动收益	-	0.1	-0.1	0.0	0.0	投资资本增长率	-1.0%	19.6%	-19.8%	24.3%	9.1%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	19.7%	32.9%	38.6%	22.8%	21.6%
<b>营业利润</b>	164.5	158.8	182.3	236.6	291.1	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	-1.9	-0.7	-0.8	-1.1	-0.9	毛利率	24.8%	25.2%	25.0%	26.0%	25.0%
<b>利润总额</b>	162.7	158.1	181.5	235.5	290.2	营业利润率	14.9%	16.1%	16.0%	17.3%	16.3%
减:所得税	24.6	23.7	27.2	35.3	43.5	净利润率	12.5%	13.6%	13.6%	14.6%	13.9%
<b>净利润</b>	138.0	134.4	154.3	200.2	246.7	EBITDA/营业收入	19.3%	19.9%	19.6%	19.9%	18.3%
						EBIT/营业收入	15.8%	16.1%	16.4%	17.2%	16.2%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	固定资产周转天数	67	71	58	39	23
货币资金	196.1	205.1	309.9	374.6	524.5	流动营业资本周转天数	67	92	84	80	84
交易性金融资产	-	0.1	0.0	0.1	0.1	流动资产周转天数	157	208	215	214	220
应收账款	105.9	120.4	99.7	174.0	195.5	应收账款周转天数	32	41	35	36	37
应收票据	122.7	106.7	170.7	147.1	273.2	存货周转天数	32	30	36	32	33
预付账款	36.8	83.1	38.4	67.9	91.0	总资产周转天数	242	300	288	265	251
存货	76.5	87.2	138.1	106.9	216.9	投资资本周转天数	151	184	157	130	116
其他流动资产	0.7	0.0	0.2	0.3	0.2	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	33.8%	24.8%	20.5%	21.7%	22.0%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	17.3%	15.8%	15.9%	19.1%	17.1%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	31.9%	29.4%	28.7%	45.4%	44.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	<b>费用率</b>					
固定资产	189.8	198.7	164.8	130.8	96.8	销售费用率	1.8%	2.4%	2.1%	2.1%	2.2%
在建工程	34.0	6.7	6.5	6.5	6.5	管理费用率	6.4%	5.7%	5.7%	5.9%	5.8%
无形资产	31.8	41.5	38.7	36.0	33.2	财务费用率	0.9%	0.0%	0.3%	-0.1%	-0.1%
其他非流动资产	1.5	1.4	1.6	1.4	1.3	三费/营业收入	9.0%	8.2%	8.2%	7.9%	7.9%
<b>资产总额</b>	795.8	850.9	968.7	1,045.5	1,439.2	<b>偿债能力</b>					
短期债务	249.0	213.5	-	-	-	资产负债率	48.7%	36.2%	22.3%	11.6%	21.9%
应付账款	53.7	47.2	112.8	58.1	161.2	负债权益比	94.9%	56.8%	28.8%	13.2%	28.1%
应付票据	69.7	33.2	90.7	49.0	139.0	流动比率	1.39	1.96	3.50	7.17	4.12
其他流动负债	14.9	14.3	12.8	14.4	15.3	速动比率	1.19	1.67	2.86	6.29	3.44
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	17.75	575.96	50.72	-173.20	-162.14
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	387.4	308.1	216.3	121.5	315.5	DPS(元)	-	0.15	0.06	0.10	0.16
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红比率	0.0%	32.1%	10.7%	14.3%	19.0%
股本	216.0	216.0	288.0	288.0	288.0	股息收益率	0.0%	0.8%	0.3%	0.5%	0.9%
留存收益	192.2	326.6	464.4	636.0	835.7						
<b>股东权益</b>	408.4	542.8	752.4	924.0	1,123.7						
						<b>业绩和估值指标</b>					
	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	EPS(元)	0.48	0.47	0.54	0.70	0.86
<b>现金流量表</b>						BVPS(元)	1.42	1.88	2.61	3.21	3.90
净利润	138.0	134.4	154.3	200.2	246.7	PE(X)	38.9	39.9	34.8	26.8	21.8
加:折旧和摊销	38.9	37.3	36.8	36.8	36.8	PB(X)	13.1	9.9	7.1	5.8	4.8
资产减值准备	3.1	2.8	-	-	-	P/FCF	28.6	596.5	108.2	57.7	27.3
公允价值变动损失	-	-0.1	-0.1	0.0	0.0	P/S	4.9	5.4	4.7	3.9	3.0
财务费用	8.8	0.2	3.7	-1.4	-1.8	EV/EBITDA	-	-	22.7	18.4	14.8
投资损失	-	-	-	-	-	CAGR(%)	13.2%	22.4%	43.5%	13.2%	22.4%
少数股东损益	-	-	-	-	-	PEG	2.9	1.8	0.8	2.0	1.0
营运资金的变动	-4.0	-72.4	71.9	-143.7	-86.5	ROIC/WACC					
<b>经营活动产生现金流量</b>	180.7	103.9	266.5	92.0	195.2	REP					
<b>投资活动产生现金流量</b>	-34.5	-30.6	0.2	-0.0	-0.0						
<b>融资活动产生现金流量</b>	-37.3	-45.7	-161.9	-27.2	-45.2						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 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沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

袁善宸声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
李倩		010-83321355	liqian1@essence.com.cn	
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034