

增持

——维持

阳谷华泰 (300121)

证券研究报告/公司研究/公司调研

日期: 2018年06月14日

行业: 基础化工



橡胶助剂持续高景气，开启新材料领域布局

分析师: 邵锐

Tel: 021-53686137

E-mail: shaorui@shzq.com

SAC 证书编号: S0870513050001

研究助理: 洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号: S0870116070007

■ 投资摘要

公司 2017 年实现营业收入 16.38 亿元，同比增长 32.09%；归母净利润 2.04 亿元，同比增长 29.83%。2018 年 Q1 季度公司实现营业收入 5.24 亿元，同比增长 46.95%，实现归母净利润 1.02 万元，同比增长 197.05%。

主营产品量价齐升，

公司是国内橡胶助剂龙头企业，主要产品包括防焦剂 CTP、促进剂 NS/CBS、不溶性硫磺、橡胶防护蜡、胶母粒等。公司为防焦剂 CTP 阳谷新厂区建成后将使公司合计拥有有效产能 2 万吨，产能瓶颈将被打破。防焦剂 CTP 价格较 17 年均价有大幅提升，目前为单吨 3.9 万左右。

促进剂方面，公司年产 3 万吨促进剂（2 万吨 NS 及 1 万吨 CBS）技术先进，NS 及中间产物促进剂 M 生产工艺先进，能降低废水排放及高树脂问题，同时减少了生产成本。2017 年促进剂四强企业（尚舜化工、科迈化工、蔚林新材料、阳谷华泰）促进剂总量达到 19.2 万吨，占促进剂总量的 57.7% 左右，行业集中度提升，紧平衡状态延续。产品价格涨幅较大，NS 产品达到单吨 3.9 万左右，CBS 也接近单吨 3 万。

不溶性硫磺方面，公司原先拥有 9000 吨不溶性硫磺产能，其中 2000 吨连续法，7000 吨为间歇法，目前现已扩产到 2 万吨。阳谷华泰是目前国内唯一能做连续法的厂家，具有进口替代的能力。连续法技术壁垒较高，因此，中短期内公司的优势将非常显著。

核心逻辑

1. 产能增量: 由于 2017 年促进剂和不溶性硫磺扩产处于持续进行期，产能逐步释放，促进剂 NS、CBS、不溶性硫磺将在 18 年实现产能的较大提升。
2. 价格增量: 防焦剂 CTP 产品 2017 年年中约为 3 万，2018 年 3 月为 4.1 万，近期产品价格约为 3.9 万左右。促进剂 NS 产品 2017 年年中约为 3.5 万，2018 年 3 月约为 4.1 万，近期约为 3.95 万元，CBS 产品 2017 年年中约为 2.4 万，2018 年 3 月约为 3.2 万元，近期价格约为 2.95 万元。不溶性硫磺价格 2017 年年中约为 1.2-1.3 万元，近期约为 1.4 万元。
3. 提前布局新材料领域: 持有达诺尔 9.67% 股份涉足湿电子化学品领域，与中科院化学所签订合作协议对先进陶瓷纤维领域新材料布局。体现了公司对未来可能存在的行业天花板进行提前应对，加速布局新材料领域的决心。

基本数据 (截止 2018 年 6 月 13 日)

报告日股价 (元)	14.21
12mth A 股价格区间 (元)	10.58/15.93
总股本 (亿股)	3.75
无限售 A 股/总股本	98.24%
流通市值 (亿元)	52.37
每股净资产 (元)	3.81

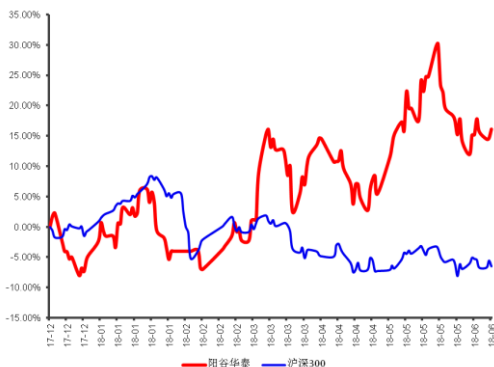
主要股东 (2018Q1)

王传华	39.06%
尹月荣	9.12%

收入结构 (2017A)

加工助剂	40.29%
硫化助剂体系	30.72%
胶母粒	10.49%
橡胶防护蜡	9.62%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX18-YGHT01

首次报告日期: 2017 年 08 月 11 日

相关报告:

2017/08/11 阳谷华泰深度报告: 橡胶助剂龙头受益环保趋严, 产品多点开花助推业绩腾飞

重要提示: 请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责条款。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 21.78 亿、24.75 亿元和 26.46 亿元，增速分别为 33.00%、13.61% 和 6.92%；归属于母公司股东净利润分别为 3.95 亿、4.82 亿和 5.42 亿元，增速分别为 94.11%、22.04% 和 12.38%；全面摊薄每股 EPS 分别为 1.05、1.29 和 1.44 元，对应 PE 为 13.3、10.9 和 9.7 倍，未来六个月内维持“增持”评级。

■ 风险提示

主要产品产能释放不及预期；出现环保及安全问题；下游行业需求不及预期；原材料价格出现大幅波动。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1637.80	2178.21	2474.64	2645.84
年增长率	32.09%	33.00%	13.61%	6.92%
归属于母公司的净利润	203.54	395.09	482.18	541.88
年增长率	29.83%	94.11%	22.04%	12.38%
每股收益 (元)	0.541	1.05	1.29	1.44
PE (X)	25.9	13.3	10.9	9.7

数据来源：wind，上海证券研究所

目 录

一、公司概况	4
1.1 阳谷华泰：橡胶助剂龙头企业.....	4
1.2 基本财务数据：产品价格提升，18 年一季度增速惊人....	4
1.3 主营业务：促进剂、不溶性硫磺业务高速增长.....	5
二、主营产品及运营动态	7
2.1 加工助剂.....	8
2.2 硫化助剂体系.....	9
2.3 不溶性硫磺.....	10
2.4 达诺尔情况.....	11
2.5 近期公告.....	12
三、盈利预测	12
四、风险提示	13
五、附表	14

图 表

图 1 阳谷华泰历年营业收入及增速示意图.....	4
图 2 阳谷华泰历年归母净利润及增速示意图.....	4
图 3 阳谷华泰历年销售毛利率及净利率示意图.....	5
图 4 阳谷华泰历年 ROE 示意图.....	5
图 5 阳谷华泰历年主营拆分示意图.....	5
图 6 阳谷华泰 2017 年营收占比示意图.....	6
图 7 阳谷华泰 2017 年毛利占比示意图.....	6
图 8 阳谷华泰历年拆分业务毛利率示意图.....	6
图 9 阳谷华泰历年产品销量及库存占比示意图.....	6
图 10 历年国内橡胶助剂产量示意图.....	7
图 11 历年我国汽车产量示意图.....	8
图 12 历年我国轮胎产量示意图.....	8
图 13 促进剂历年价格示意图.....	10
图 14 全球不溶性硫磺市场示意图.....	11
图 15 达诺尔历年业绩示意图.....	12
图 16 达诺尔主营产品及毛利率示意图.....	12
表 1 近年我国主要橡胶助剂产品产销情况.....	7
表 2 国内外防焦剂 CTP 主要生产厂商及产能情况.....	9

一、公司概况

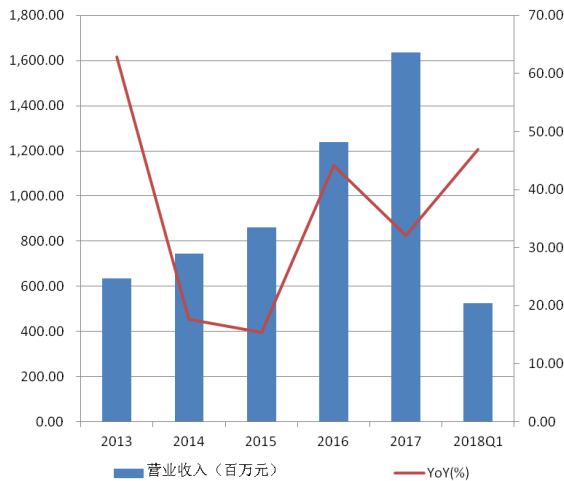
1.1 阳谷华泰：橡胶助剂龙头企业

阳谷华泰是国内橡胶助剂龙头企业之一，主营产品覆盖防焦剂CTP、促进剂CBS/NS、不溶性硫磺、胶母粒、微晶石蜡等。其中，防焦剂产能为全球最大，促进剂、不溶硫、胶母粒均为国内领先。目前公司大股东和实控人是王传华，股份占比39.06%。

1.2 基本财务数据：产品价格提升，18年一季度增速惊人

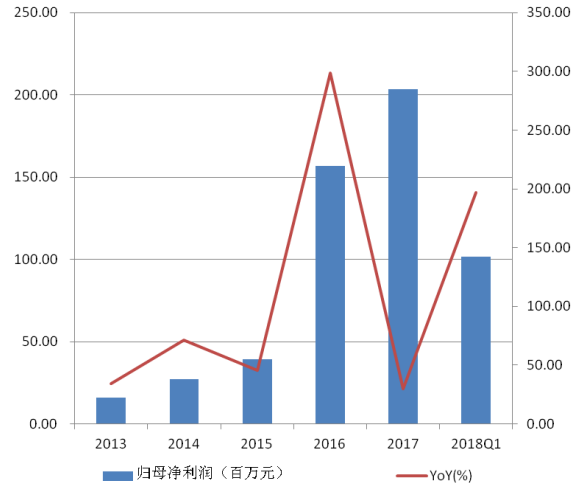
公司2017年实现营业收入16.38亿元，同比增长32.09%；归母净利润2.04亿元，同比增长29.83%。2018年Q1季度公司实现营业收入5.24亿元，同比增长46.95%，实现归母净利润1.02万元，同比增长197.05%。

图1 阳谷华泰历年营业收入及增速示意图



数据来源：wind，上海证券研究所

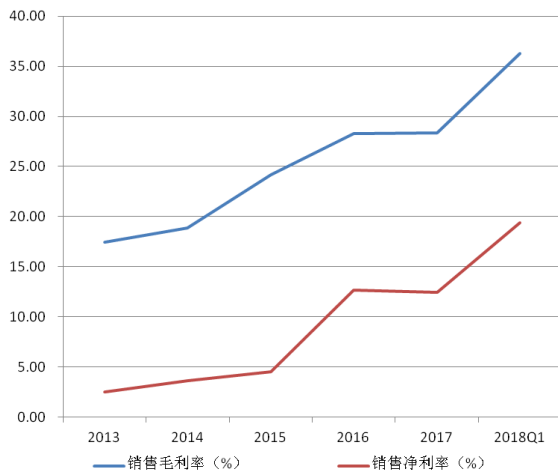
图2 阳谷华泰历年归母净利润及增速示意图



数据来源：wind，上海证券研究所

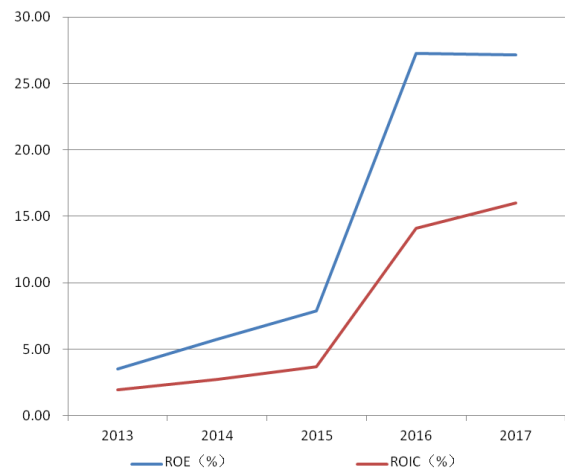
近年来，公司毛利率及净利率呈现大幅上涨趋势，从2013年的17.44%和2.49%提升至2017年的28.35%和12.43%，其主要原因是公司产能逐步释放，并且行业供给受环保趋严影响有所收缩，带动产品价格提升，2018年Q1季度，公司毛利率和净利率分别达到了36.30%和19.38%。同时，公司ROE和ROIC也出现大幅好转。

图 3 阳谷华泰历年销售毛利率及净利率示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

图 4 阳谷华泰历年 ROE 示意图



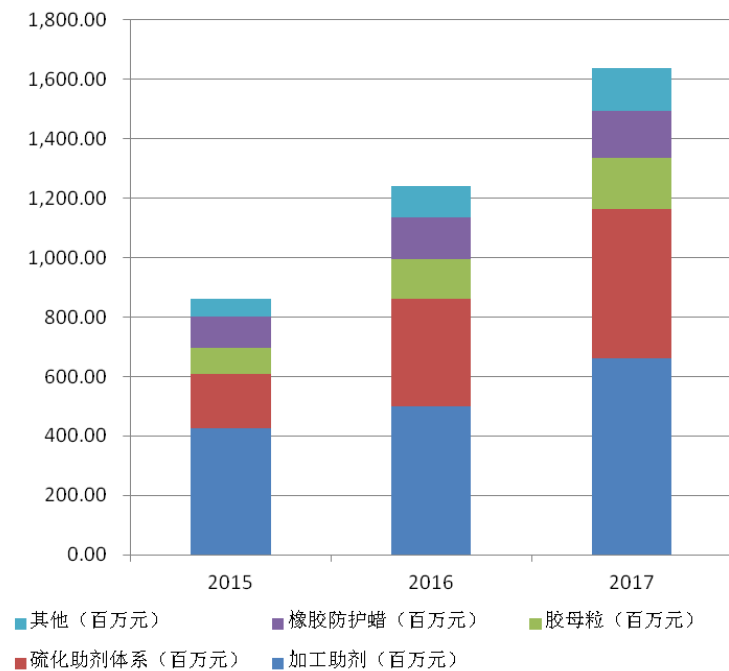
数据来源: wind, 上海证券研究所

1.3 主营业务: 促进剂、不溶性硫磺业务高速增长

➤ 主营拆分: 防焦剂占比较高, 不溶硫、促进剂业务逐年提升

从主营拆分来看, 公司加工助剂(防焦剂)、橡胶防护蜡业务稳步增长, 硫化助剂体系(促进剂)、胶母粒及其他(包含不溶硫)业务增长迅速。近三年, 硫化助剂从 1.81 亿元增长至 5.03 亿元, 胶母粒从 0.89 亿元增长至 1.72 亿元, 其他业务增量大部分来自于不溶性硫磺, 从近 6000 万增长至 1.45 亿。

图 5 阳谷华泰历年主营拆分示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

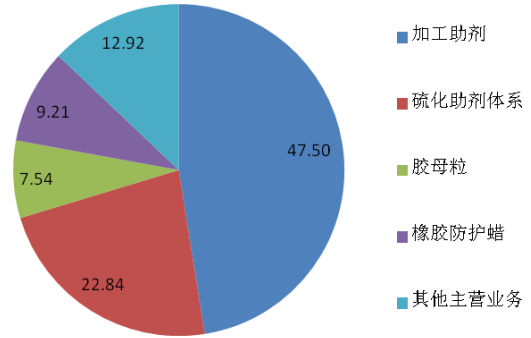
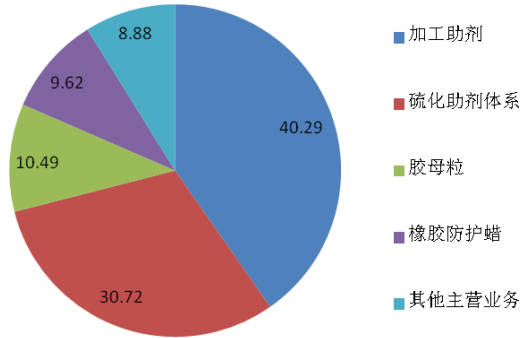
从主营占比来看, 加工助剂贡献了 40.29%, 较 15 年的 49.50% 有所降低, 但仍是贡献度最高的业务板块。硫化助剂及其他业务占

比从 21.06% 和 6.92% 提升至 30.72% 和 8.88%。胶母粒业务占比保持稳定，橡胶防护蜡业务占比略有降低。

从毛利占比来看，2017 年加工助剂业务毛利占比 47.50%，较 15 年的 69.65% 有所下降，主要是其余业务高速增长导致。硫化助剂和其他业务毛利占比从 3.32% 和 6.10% 提升至 22.84% 和 12.92%。

图 6 阳谷华泰 2017 年营收占比示意图

图 7 阳谷华泰 2017 年毛利占比示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

数据来源: wind, 上海证券研究所

➤ 毛利率: 促进剂、其他业务提升明显

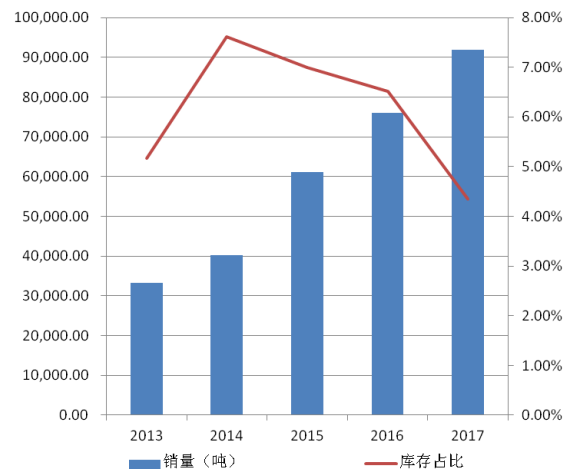
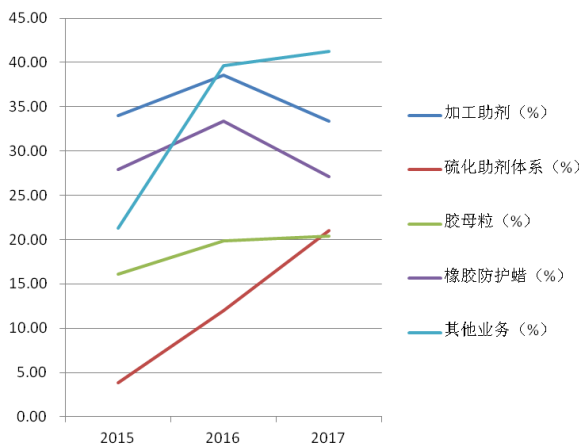
从毛利率数据来看, 硫化助剂体系和其他业务从 15 年的 3.81% 和 21.31% 提升至 21.07% 和 41.24%。加工助剂、橡胶防护蜡和胶母粒毛利率相对稳定。

➤ 销量及库存: 总体销量增速高, 库存占比拐点向下

公司橡胶助剂总销量逐年增加, 从 2013 年的 3.33 万吨增长至 2017 年的 9.18 万吨, 年复合增速高达 28.85%。尽管产能扩张迅速, 公司的库存并没有高企, 库存占比自 2014 年起出现拐点向下, 从 14 年的 7.61% 跌至 17 年的 4.35%, 证明公司产品销售顺畅。

图 8 阳谷华泰历年拆分业务毛利率示意图

图 9 阳谷华泰历年产品销量及库存占比示意图



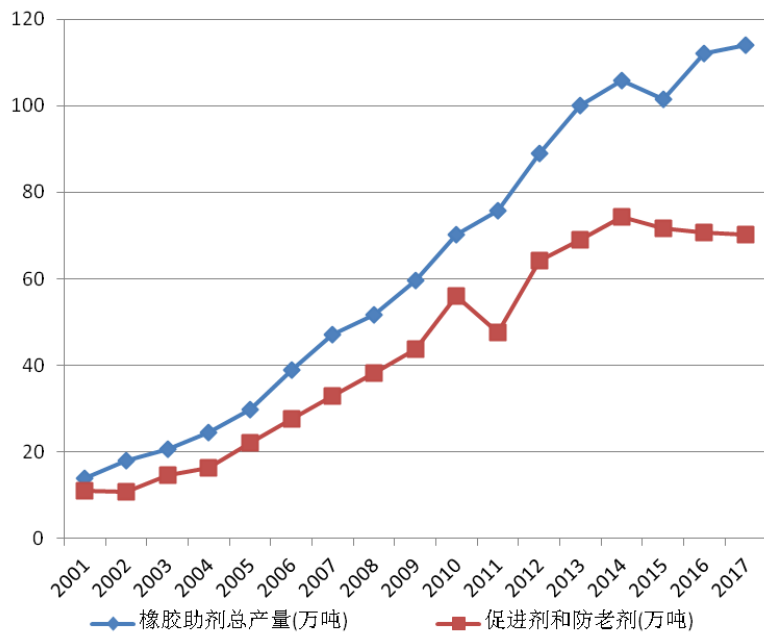
数据来源: wind, 上海证券研究所

数据来源: wind, 上海证券研究所

二、主营产品及运营动态

➤ **橡胶助剂市场：**根据中国橡胶工业协会统计，2017 年我国橡胶助剂总产量约达到 114 万吨，同比增速为 1.69%；销售额 215.7 亿元。同比增速为 14.98%；出口量约为 33.55 万吨，同比增速为 2.29%。其中防老剂、促进剂及加工助剂仍为产量最大的三类产品，分别为 36.9、33.3 和 22.4 万吨，合计占比超过 80%。从产量上看，防老剂、不溶性硫磺有所下降，不溶性硫磺降幅超 10%，加工助剂产量增速达到 13.13%，其余类别产品产量均有小幅提升。防老剂主要生产商为圣奥、科迈、南京化学、尚舜等；促进剂主要生产商为尚舜、科迈、蔚林、阳谷华泰等；加工助剂主要生产商为彤程、阳谷华泰等；不溶性硫磺主要生产商为尚舜、阳谷华泰、蔚林、无锡华盛等；特种功能性助剂主要生产商为南京曙光、江阴三良等；预分散胶母粒主要生产商为亚特曼、宁波艾克姆、阳谷华泰、珠海科茂等。

图 10 历年国内橡胶助剂产量示意图



数据来源：中国橡胶工业协会，上海证券研究所

表 1 近年我国主要橡胶助剂产品产销情况

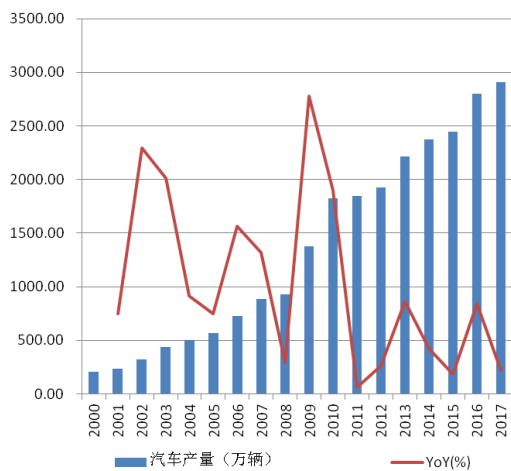
项目	2015	2016	2017
防老剂合计 (万吨)	37.77	37.5	36.9
防老剂 6PPD	19.31	18.95	20.36
防老剂 TMQ	12	11.22	10.28
促进剂合计 (万吨)	33.95	33.1	33.3
促进剂 MBTS	5.17	4.76	4.78

促进剂 CZ	7.32	7.47	7.56
促进剂 NS	6.1	6.98	7.08
不溶性硫磺 (万吨)	7.65	8.3	7.29
加工助剂 (万吨)	14	19.8	22.4
特种功能性助剂(万吨)	8.03	10.8	11
总产量 (万吨)	101.04	112.1	114
出口量 (万吨)	32.29	32.8	33.55
出口额 (亿元)	58.14	56	64.65
工业总产值 (亿元)	182.83	192.1	221.8
总销售额 (亿元)	174.62	187.6	215.7

数据来源：中国橡胶工业协会，上海证券研究所

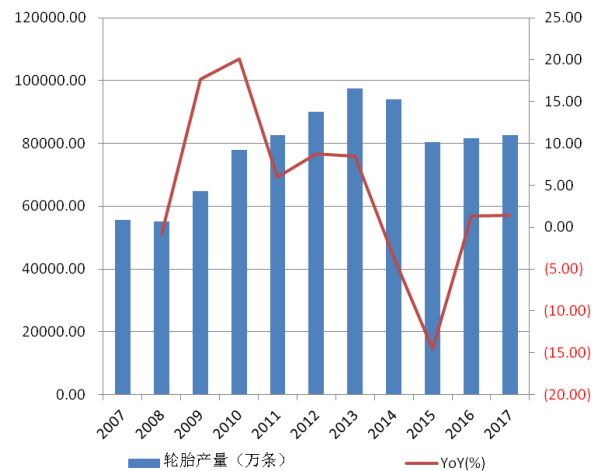
- **下游市场：**橡胶助剂下游最大市场为汽车轮胎，我国汽车市场一直呈现稳步增长趋势，自 2001 年以来，汽车产量每年增速均为正，2017 年汽车产量达到 2907.33 万辆，同比增长 3.80%，近五年复合增速达到 8.57%。国内轮胎产量受双反等政策影响较大，2014 年和 2015 年产量增速均为负，达到 -3.56% 和 -14.55%，近两年才有所回暖。

图 11 历年我国汽车产量示意图



数据来源：wind，上海证券研究所

图 12 历年我国轮胎产量示意图



数据来源：wind，上海证券研究所

2.1 加工助剂

■ 市场格局：

据橡胶工业协会统计，加工助剂产量 2017 年达 22.4 万吨，比 2016 年增加产量 2.6 万吨，增长幅度为 13.1%。彤程新材料、阳谷华泰和武汉泾河是 2 万吨规模以上的生产商，三家产量占加工助剂的 59.5%，其中防焦剂 2017 年产量 2.5 万吨，阳谷华泰是最大生产商，占据国内总产量的 63%，连续多年保持世界第一。公司名义产能约 2 万吨(本部 1 万吨+东营 1 万吨)，在防焦剂市场拥有定价权。

且公司防焦剂 CTP 的原材料均来自公司的生产线，具有较强的成本优势。目前，尚未有防焦剂 CTP 的理想替代品出现，未来几年防焦剂 CTP 依然是最重要的加工助剂之一。

国内主要竞争对手河南汤阴永新实际拥有 5000 吨产能，山东科源与山东博宸各 3000 吨产能。除此之外，印度 NOCIL 公司拥有 3000 吨防焦剂 CTP 的产能，但大多用于本国厂家。但随着国内环保趋严，山东科源与博宸均在 17 年出现过停产整治情况，汤阴永新也在多次受到当地环保部门行政处罚（最近一次为 18 年 3 月初受到当地环保部门处罚，原因是 17 年出现废水及空气检测不达标，责令停产整治，并罚款）。因此，防焦剂 CTP 的税前价格也从 2016 年的 25000 元/吨上下，上涨到 39000 元/吨左右。

表 2 国内外防焦剂 CTP 主要生产厂商及产能情况

公司名称	产能 (吨)	备注
阳谷华泰	20000	
河南汤阴永新	5000	18 年 3 月受处罚短暂关停
山东科源	3000	17 年短暂关停
山东博宸	3000	17 年短暂关停
印度 NOCIL	3000	主要供内销
其他	1000	
合计	35000	

数据来源：公司公告，上海证券研究所整理

■ 动态情况：

公司防焦剂业务名义产能为 2 万吨，实际上阳谷老厂区有效产能约为 6000-7000 吨。阳谷新厂区建成后将拥有有效产能 1 万吨，产能瓶颈暂不存在。防焦剂 CTP 价格较年初有所回落，但目前已经趋稳，年初单吨含税价格在 4 万-4.1 万左右，目前为 3.9 万左右，2018 年上半年产销情况较好。

2.2 硫化助剂体系

■ 市场格局：

从种类上看，国内促进剂 M 相对占比较高，CBS、NS、DM 均是较大品种。目前，国内产能第一的尚舜，产能共计 8 万吨。产能 4.1 万吨的科迈位列第二，阳谷华泰 3 万产能排第三，其中 NS 占 2 万吨，CBS 占 1 万吨。随着环保督查启动，部分落后、排污不达标企业陆续退出，促进剂价格自 2016 年起触底回升，促进剂 NS、CBS 产品价格涨幅均在 50% 左右。

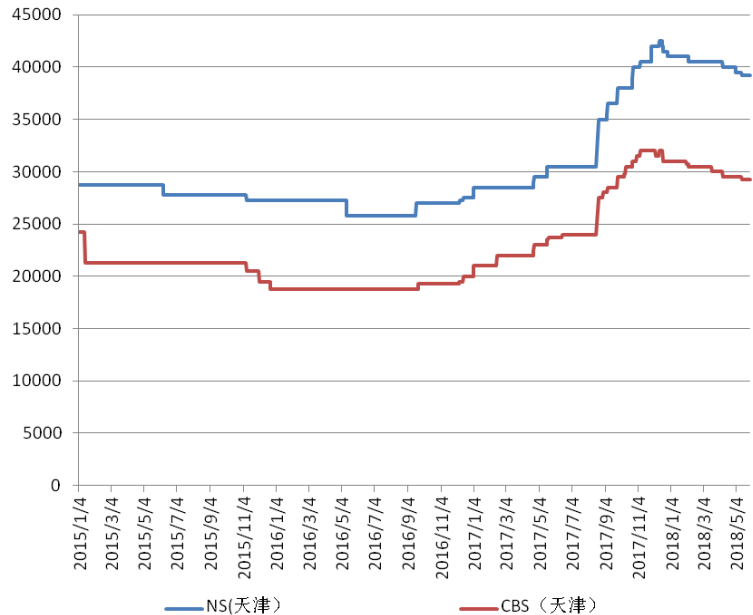
据中国橡胶工业协会统计，促进剂 2017 年产量 33.3 万吨，较 2016 年增长 0.6%。促进剂尽管近年出现扩产较多，但 17 年产量增速较低，主要原因是环保趋严导致，一方面政策环保督查“一刀切”

造成促进剂企业整体开工率下降，中小企业停产及重点区域限产导致了产能释放下降；二是促进剂生产产生的废弃物较多，环保运行的达标排放难度高，新产能及扩产的环评难以通过，并且橡胶助剂原材料的稳定供应等都是制约促进剂增产的门槛。2017年促进剂四强企业（尚舜化工、科迈化工、蔚林新材料、阳谷华泰）促进剂总量达到19.2万吨，占促进剂总量的57.7%左右，集中度尽管低于防焦剂，但仍高于多数精细化工子行业。

■ 动态情况：

公司2018年的促进剂业务的产能存在较大增量，初步预计将在2017年基础上增加6000-7000吨。价格方面，18年一季度价格有所回落，NS和CBS产品从41000元/吨和32000元/吨下调至39500元/吨和29500元/吨，目前价格相对稳定，维持在39250元/吨和29250元/吨。预计下半年均价不会出现大幅下调，仍将维持在高位。

图 13 促进剂历年价格示意图



数据来源：百川资讯 上海证券研究所

2.3 不溶性硫磺

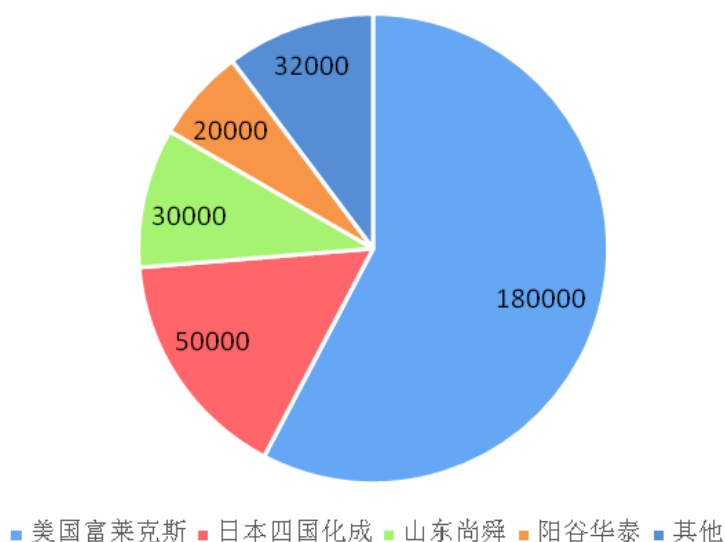
■ 市场格局：

全球不溶性硫磺市场约30万吨，国内现有8-9万吨的市场。生产行业集中度低，且性能参差不齐。目前，不溶性硫磺的主要生产商主要为国外企业。美国富莱克斯拥有18万吨产能，是全球最大的不溶硫生产企业，日本四国化成拥有4-5万吨产能。国内企业主要为山东尚舜、阳谷华泰、无锡华盛、河南开仑等，其中尚舜和阳谷华泰分别拥有3万吨和2万吨产能。除此之外，东北助剂曾有国内最好的9000吨不溶性硫磺产能，但在搬迁至河北后，受到各方

面因素的影响已停产。据中国橡胶工业协会统计，不溶性硫磺 2017 年产量为 7.29 万吨，同比下降了 12.2%，主要原因是环保趋严及无锡华盛产线技改关停。

公司原先拥有 9000 吨不溶性硫磺产能，其中 2000 吨连续法，7000 吨为间歇法，目前现已扩产到 2 万吨。连续法产品性能要好于间歇法，国外产能基本都是连续法产能，阳谷华泰目前是国内唯一能做连续法的厂家，想要实现中高端产品的进口替代只有连续法产品能够做到。连续法技术壁垒较高，因此，中短期内公司的优势将非常显著。

图 14 全球不溶性硫磺市场示意图



数据来源：公司公告，上海证券研究所整理

■ 动态情况：

山东尚舜目前 3 万吨高热稳定性不溶性硫磺产能在 2017 年释放了约 75%。阳谷华泰不溶性硫磺 2 万吨产能也在 2018 年基本释放。公司连续法产品已经给玲珑、中策、韩泰等轮胎企业供货。目前公司的不溶硫产品均价维持在 14000 元左右。

2.4 达诺尔情况

达诺尔公司致力于半导体湿法工艺超高纯微电子化学品的研发、生产和销售，主营产品包括超纯氨水和超纯异丙醇，是国内稀缺标的，其超净高纯氨水品质可达到 10ppt 级。2017 年公司实现营业收入 4198.62 万元，同比增长 30.79%；归属于母公司股东净利润 1235.37 万元，同比减少 10.55%；扣非后归母净利润 1187.01 万元，同比减少 0.84%。

主营业务方面，超纯氨水维持稳定，2017 年实现 2660 万元销售额，同比增长 13.89%，毛利率略有下降，但仍有 62.60%；超纯

异丙醇增速较快，2017 年实现营业收入 1444 万元，同比增长 90.91%，毛利率方面下降较多，从 51.50% 降至 38.10%。

图 15 达诺尔历年业绩示意图

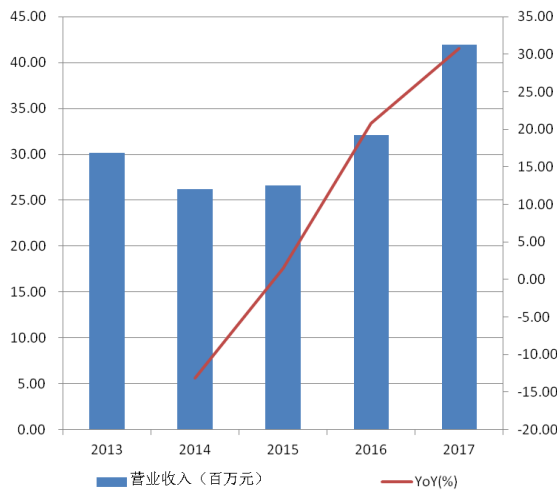
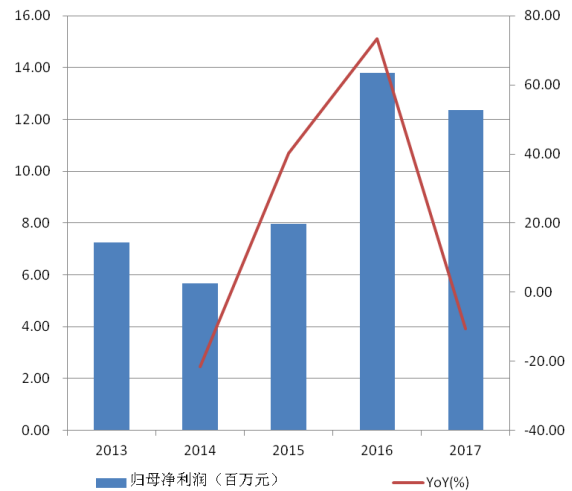


图 16 达诺尔主营产品及毛利率示意图



数据来源：达诺尔公司年报，上海证券研究所

数据来源：达诺尔公司年报，上海证券研究所

超纯化学试剂可广泛适用于半导体集成电路、TFT-LCD、硬盘、硅片抛光清洗、太阳能电池片、光学精密仪器制造和精细化工等工艺中。IC 芯片行业是超纯氨水的主要销售市场之一，市场容量巨大。

公司超纯氨水品质可以完全满足 12 英寸芯片清洗工艺的需要，其质量指标达到国际半导体标准的 PPT 最高级。公司主要客户有 BASF、武汉新芯、苏州晶瑞等，其中第一大客户 BASF 占公司销售额的 33.09%，晶瑞股份占 11.78%，武汉新芯占 9.95%。从客户情况来看，BASF 尽管占比降低，但是销售额还是从 1247 万元增至 1389 万元；晶瑞股份从 228.8 万元增至 494.8 万元，武汉新芯从 365.3 万元增至 417.9 万元。前五大客户占比从 66.92% 提升至 69.63%。

2.5 近期公告

2018 年 5 月公司公告，与中科院化学所在新材料相关技术研发及产业化方面进行研讨，并签署了《科技合作协议》，将对先进陶瓷纤维领域新材料进行共同研究和合作。此举是公司对于未来可能存在的行业天花板进行提前布局，体现出公司的危机意识和加速布局新领域的决心。

三、盈利预测

我们认为公司 2018 年的增量主要来自于促进剂和不溶性硫磺的产能增量及防焦剂、促进剂的价差增量。

产能方面，由于 2017 年促进剂和不溶性硫磺扩产处于持续进行期，产能逐步释放，因此 2018 年将仍有较大的产量增长。促进

剂方面，CBS 和 NS 产品预计将增加 6000-7000 吨，不溶性硫磺方面，预计将增加 7000 吨左右产量。并且后续仍有促进剂和不溶性硫磺的扩产项目，将持续为公司带来增量。

单吨含税价格方面，防焦剂 CTP 产品 2017 年年中约为 3 万，2018 年 3 月为 4.1 万，近期产品价格约为 3.9 万左右。促进剂 NS 产品 2017 年年中约为 3.5 万，2018 年 3 月约为 4.1 万，近期约为 3.95 万元，CBS 产品 2017 年年中约为 2.4 万，2018 年 3 月约为 3.2 万元，近期价格约为 2.95 万元。不溶性硫磺价格 2017 年年中约为 1.2-1.3 万元，近期约为 1.4 万元。

我们预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 21.78 亿、24.75 亿元和 26.46 亿元，增速分别为 33.00%、13.61%和 6.92%；归属于母公司股东净利润分别为 3.95 亿、4.82 亿和 5.42 亿元，增速分别为 94.11%、22.04%和 12.38%；全面摊薄每股 EPS 分别为 1.05、1.29 和 1.44 元，对应 PE 为 13.3、10.9 和 9.7 倍，未来六个月内维持“增持”评级。

四、风险提示

主要产品产能释放不及预期；出现环保及安全问题；下游行业需求不及预期；原材料价格出现大幅波动。

五、附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	73	327	371	397
应收和预付款项	732	996	965	1130
存货	147	196	186	217
其他流动资产	13	163	213	313
长期股权投资	22	22	22	22
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	488	807	776	745
无形资产和开发支出	76	67	58	49
其他非流动资产	22	220	319	419
资产总计	1572	2798	2910	3292
短期借款	210	378	282	146
应付和预收款项	194	387	253	419
长期借款	0	0	0	0
其他负债	313	313	313	313
负债合计	717	1078	848	878
股本	289	375	375	375
资本公积	124	620	620	620
留存收益	443	725	1068	1419
归属母公司股东权益	856	1720	2062	2414
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	856	1720	2062	2414
负债和股东权益合计	1572	2798	2910	3292

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动产生现金流量	52	326	439	552
投资活动产生现金流量	-90	-699	-148	-198
融资活动产生现金流量	-29	626	-246	-329
现金流量净额	-68	254	44	26

利润表 (单位: 百万元)

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	1638	2178	2475	2646
营业成本	1174	1482	1651	1743
营业税金及附加	20	26	30	32
营业费用	58	63	71	74
管理费用	97	120	135	144
财务费用	35	23	23	17
资产减值损失	7	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	250	464	565	635
营业外收支净额		1	2	2
利润总额	250	465	567	638
所得税	46	70	85	96
净利润	204	395	482	542
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司股东净利润	204	395	482	542

财务比率分析

指标	2017A	2018E	2019E	2020E
毛利率	28%	32%	33%	34%
EBIT/销售收入	17%	22%	23%	24%
销售净利率	12%	18%	19%	20%
ROE	24%	23%	23%	22%
资产负债率	46%	39%	29%	27%
流动比率	1.45	1.64	2.18	2.49
速动比率	1.21	1.43	1.93	2.21
总资产周转率	1.04	0.78	0.85	0.80
应收账款周转率	2.48	2.40	2.84	2.57
存货周转率	8.00	7.57	8.90	8.03

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

邵锐、洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。