

# 江苏化工产业整治政策落地，公司将迎来业绩拐点

## ——公司三季度报点评

## 公司点评

程磊(分析师)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080001

李啸(联系人)

lixiao@xsdzq.cn

证书编号: S0280118070022

### ● 事件:

公司公布2019年三季度报,前三季度实现营业收入33.01亿,同比增长26.65%,净利润2.93亿,同比扭亏为盈。第三季度公司实现净利润5461万,扣非后净利润9704万,主要由于处置报废设备带来部分非经营性损失,整体业绩符合预期。

### ● 江苏化工产业整治政策落地,公司农药业务有望触底反弹

公司重要子公司江苏联化与盐城联化所处响水化工园区被取消,政府针对相关企业实施“一企一策”,同时政策鼓励发展管理规范、安全和环保风险可控的优质化工企业,允许其作为化工重点监测点继续生产。

江苏联化与盐城联化自身三废处理设施完善,安全生产水平较高,同时公司另一子公司德州联化也获批山东重点监控企业,我们认为其具有较高的复产可能性,作为公司农药业务的重要生产基地,江苏联化复产后将使公司业绩大幅提升。

### ● 稳步推进大客户战略,医药业务步入高速发展期

医药CDMO客户认证周期长,但通过认证后客户粘性高,公司始终坚持大客户战略,已与众多国际领先的医药企业建立合作关系。截止2018年底,公司已有7个处于商业化阶段的医药CDMO产品,单个产品销售额超4000万,在产品数量以及单个产品销售额方面均实现了高速增长。

公司江口工厂通过了美国及欧盟认证,未来有望不断推出高级中间体及API产品,同时依托浙江临海充足的土地储备,公司继续扩大生产,已取得14个产品的环评批复,医药业务步入高速发展期。

### ● 黑天鹅事件不减公司核心竞争力,维持“强烈推荐”评级

公司重要子公司因响水事故停产,但凭借多年积累客户口碑以及优秀的工艺技术水平,客户粘性较强,同时在“一企一策”的政策,作为规模以上优质企业,公司有能力获得政府及业内专家认可。公司医药业务经多年发展,已经步入高速发展期,我们预计公司2019-2021年分别实现净利润3.81、5.41、6.77亿,当前股价对应PE分别为32、22、18倍,公司业绩将迎来拐点,维持“强烈推荐”评级。

### ● 风险提示:重要子公司复产不及预期,重大安全环保事故,客户流失

### 财务摘要和估值指标

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,107	4,114	4,803	5,780	6,708
增长率(%)	32.5	0.2	16.7	20.3	16.1
净利润(百万元)	201	38	381	541	677
增长率(%)	-23.7	-81.4	915.7	41.9	25.2
毛利率(%)	31.3	27.6	32.4	31.5	31.6
净利率(%)	4.9	0.9	7.9	9.4	10.1
ROE(%)	3.7	0.8	6.4	8.5	9.7
EPS(摊薄/元)	0.22	0.04	0.41	0.59	0.73
P/E(倍)	60.1	322.5	31.7	22.4	17.9
P/B(倍)	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7

数据来源:新时代证券研究所

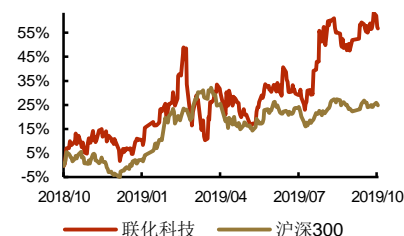
## 强烈推荐(维持评级)

市场数据

时间 2019.10.30

收盘价(元):	13.3
一年最低/最高(元):	8.33/13.94
总股本(亿股):	9.24
总市值(亿元):	122.88
流通股本(亿股):	8.97
流通市值(亿元):	119.25
近3月换手率:	52.56%

### 股价一年走势



### 收益涨幅(%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	3.13	19.8	30.82
绝对	4.62	21.25	57.9

### 相关报告

《停产影响半年业绩,长期关注公司核心竞争力》2019-08-29

《农药恢复医药爆发,公司迎来经营拐点》2019-03-20

## 目 录

1、 江苏化工产业整治政策落地，公司农药业务有望触底反弹.....	3
1.1、 政策目标明确，盐城当地正处于全面整改时期.....	3
1.2、 公司有望作为重点监控点复产.....	5
2、 稳步推进大客户战略，医药业务步入高速发展期.....	7
2.1、 医药业务将逐步进入产品扩张期.....	7
2.2、 公司在建及储备项目充足，未来可期.....	8
3、 盈利预测及评级.....	9
4、 风险提示.....	9
附： 财务预测摘要.....	10

## 图表目录

图 1: 2019 年江苏省化工产业安全环保整治提升目标任务汇总.....	4
图 2: 江苏联化营业收入变化.....	6
图 3: 盐城联化营业收入变化.....	6
图 4: 凯莱英商业化项目收入及增速变化（万元）.....	8
图 5: 凯莱英商业化项目收入变化（万元）.....	8
图 6: 联化科技商业化项目收入（万元）.....	8
图 7: 凯莱英与联化科技临床项目数量对比.....	9
表 1: 江苏省化工产业重要政策.....	3
表 2: 盐城市化工产业安全环保整治提升时间表.....	4
表 3: 山东重点监测企业政策.....	5
表 4: 南通重点监测企业政策.....	5
表 5: 江苏联化、盐城联化主要产品（产能单位：吨/年）.....	6

# 1、江苏化工产业整治政策落地，公司农药业务有望触底反弹

## 1.1、政策目标明确，盐城当地正处于全面整改时期

自响水事故以来，江苏省对省内化工园区安全环保整治力度全面提升，制定了江苏省化工产业安全环保整治提升方案，并成立江苏省化工产业安全环保整治提升领导小组。9月20日，江苏省化工产业安全环保整治提升领导小组下发了《关于下达2019年全省化工产业安全环保整治提升工作目标任务的通知》（以下简称“通知”），相关政策逐步落地。

**表1：江苏省化工产业重要政策**

文件名	文件号	发布日期	主要内容
全省沿海化工园区（集中区）整治工作方案的通知	苏政办发〔2018〕46号	2018年6月16日	1.整治范围：沿海地区南通、连云港、盐城三市辖区内所有化工园区及园区内所有化工生产企业 2.明确整治标准，对化工园区按照工信部《关于促进化工园区规范发展的指导意见》，对化工企业采取“四个一批”专项行动 3.整治步骤：部署和排查阶段（2018年7月底前完成）；制定整治方案阶段（2018年8月底前完成）；实施全面整治阶段（2018年9月至2019年8月）；验收总结阶段（2019年9月）
江苏省化工产业安全环保整治提升方案	苏办〔2019〕96号	2019年4月27日	1.总目标：本质安全根本提升；区域布局明显优化；低端产能大幅减少 2.优化提升化工产业布局 3.全力推动化工园区（集中区）整治提升等
关于下达2019年全省化工产业安全环保整治提升工作目标任务的	苏化治〔2019〕3号	2019年9月20日	1.明确目标：全省共排查出列入整治范围的化工生产企业4022家，计划关闭退出1431家，停产整改267家、限期整改1302家、异地迁建77家、整治提升945家。2019年全省计划关闭退出579家，计划关闭和取消化工定位的化工园区（集中区）9个 2.加大关闭退出力度，确保年度目标全面完成 3.采用“一园一策”，“一企一策”，周密做好关闭或取消化工定位园区的后续处置工作

资料来源：江苏省人民政府，新时代证券研究所

按照《通知》中任务目标，在全省50个化工园区（集中区）中，将计划关闭9个，江苏联化及盐城联化所处“响水生态化工园区”确定关闭，但《通知》中也明确对于少量管理规范、技术先进、产品档次高、安全和环保风险可控的化工企业，可由各设区市政府列为化工重点监测点。

图1: 2019年江苏省化工产业安全环保整治提升目标任务汇总

## 2019年全省化工产业安全环保整治提升目标任务汇总表

地区	化工生产企业总数	2019年计划完成关闭退出企业数	化工园区(集中区)总数	2019年计划关闭和取消化工定位的化工园区集中区	
				数量	名称
全省	4022	579	50	9	
南京	200	8	1		
无锡	828	80	6	1	江阴高新区化工集中区
徐州	167	32	4		
常州	412	61	3		
苏州	617	72	10	1	昆山张浦东部工业园化工集中点
南通	472	93	6	2	海门市灵甸化工园区
					启东市滨江精细化工园区
连云港	193	50	4		
淮安	186	35	3	1	洪泽经济开发区化工集中区
盐城	273	48	4	2	响水生态化工园区
					阜宁高新技术产业开发区化工集中区
扬州	306	79	1		
镇江	103	2	3	1	镇江丹徒区高资化工园区
泰州	182	12	3		
宿迁	83	7	2	1	沭阳循环经济产业园

资料来源: 关于下达2019年全省化工产业安全环保整治提升工作目标任务的通知, 新时代证券研究所

各地区依据相关政策出台了各地化工产业安全环保整治提升实施方案, 明确了各地整治时间表, 根据盐城市化工产业安全环保整治提升实施方案(征求意见稿), 目前排查评估和编制整治方案阶段基本完成, 正处于整改的全面实施阶段。

表2: 盐城市化工产业安全环保整治提升时间表

步骤	时间	主要内容
排查评估	2019年8月25日前	对照省、市标准要求, 由各县级人民政府进行具体部署, 组织辖区内所有化工生产企业, 逐条逐项进行排查评估, 形成评估意见, 经企业自查及法人代表签字, 县级人民政府现场核查确认后, 列出整治提升、关闭退出企业名单
编制整治方案	2019年9月30日前	根据前期排查评估结果, 由各县级人民政府组织辖区内化工企业, 制定“一企一策”整治提升或关闭退出方案, 明确整治内容、时间进度、责任单位和具体责任人
全面实施	2019年10月至2020年11月	对各地经市政府备案确认的“一企一策”整治提升或关闭退出方案, 由各县级人民政府具体负责组织实施, 各化工生产企业要严

步骤	时间	主要内容
验收总结	2020年12月底前	格落实主体责任，确保按时序进度完成整治提升或关闭退出任务对完成整治提升和关闭退出任务化工生产企业，各县级人民政府及时组织验收，形成验收意见，每季度末汇总一次阶段性验收情况

资料来源：盐城市化工产业安全环保整治提升实施方案（征求意见稿），新时代证券研究所

## 1.2、公司有望作为重点监控点复产

响水化工园区被关闭后，盐城市化工产业安全环保整治提升实施方案（征求意见稿）规定：“对确实不能退出或实施搬迁的化工生产企业，由属地县级人民政府逐企全面严格审查评估，在确认安全风险、环境风险达标可控的基础上，制定“一企一策”改造提升方案，详实说明不能退出或搬迁理由或可列为化工重点监测点的原因，形成书面申请报告，“一企一文”报市政府批准同意后执行”。

化工重点监测点是针对化工园区外，安全、环保到位部分优质企业，允许其继续生产以及改扩建、新建项目等事项的认证。各地认证及具体实施细则略有不同，总体而言，认证完成后，企业可以进行正常生产，并在一定条件下可以进行改扩建，部分地区允许企业继续新建项目。

**表3：山东重点监测企业政策**

项目	主要内容
认证标准	<p>(一)符合所在市、县(市、区)规划(主体功能区规划、城乡规划、土地利用规划、生态环境保护规划等)，满足生态保护红线、环境质量底线、资源利用上线和环境准入负面清单、山东省渤海和黄海海洋生态红线等相关要求；</p> <p>(二)符合国家现行的《产业结构调整指导目录》《外商投资产业指导目录》和省、市有关产业政策；</p> <p>(三)生产、储存装置与学校、医院、居民集中区等敏感点的距离符合安全、卫生防护等有关要求；</p> <p>(四)当年度没有受环保限批、挂牌督办，不存在限期整改未完成事项；</p> <p>(五)厂区须连接成片；</p> <p>(六)上年度税收贡献在1亿元以上，并且主营业务收入石化企业在50亿元以上(炼油企业须有使用进口原油资质)、煤化工企业在30亿元以上、其他企业在10亿元以上；或主营业务收入5亿元以上、税收贡献在5000万元以上，具有自主知识产权、技术填补国内空白、工艺装备水平国内领先、主导产品市场占有率国内第一的企业；</p> <p>(七)拥有较为成熟的延伸产业链规划项目，具有能够满足发展需要的建设空间；</p> <p>(八)新一轮评级评价安全、环保单项评级均在85分以上，并且总评为“优</p>
企业权益	重点监控点今后新建、扩建化工项目，原则上只能在公布地址的生产厂区进行，其他生产厂区不得实施新建、扩建项目。被认定为重点监控点的企业，在项目审批、建设和管理等方面完全参照化工园区执行

资料来源：山东省化工重点监控点认定管理办法，新时代证券研究所

**表4：南通重点监测企业政策**

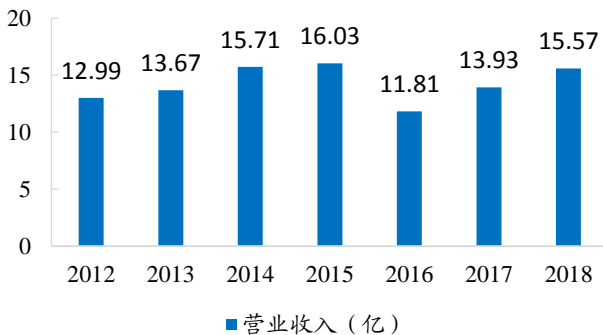
项目	主要内容
认证标准	(一). 符合产业政策。企业的主导产品、工艺技术装备和生产规模必须符合国家现行的《产业结构调整指导目录》（2011年本）和《外商投资产业指导目录》

项目	主要内容
	(2011年修订)及省、市有关产业政策。
	(二). 具有较大生产规模。上一年度销售额在2亿元人民币以上, 主要产品在国际、国内具有较高的市场占有率。
	(三). 企业具有完善的环保、安全生产设施, 废水、废气达标排放, 固体废物得到规范的无害化处置。近三年来, 没有发生生产亡人事故、较大环境污染事故; 无违反安全生产、环境保护等法律法规的行为; 已开展环境风险评估, 无群众举报。主要产品的生产工艺和装备水平处于国内先进水平。
	(四). 企业厂区不在城市主城区、居民集中区、饮用水水源地、市区景观带及主干道周边地区等重点区域, 符合城市总体规划, 与未来发展无矛盾, 企业周边卫生防护距离达到规定要求
企业权益	化工重点监测点企业, 允许改、扩建项目, 但原则上不得新增化工生产项目, 不得增加排污总量

资料来源: 山东省化工重点监控点认定管理办法, 新时代证券研究所

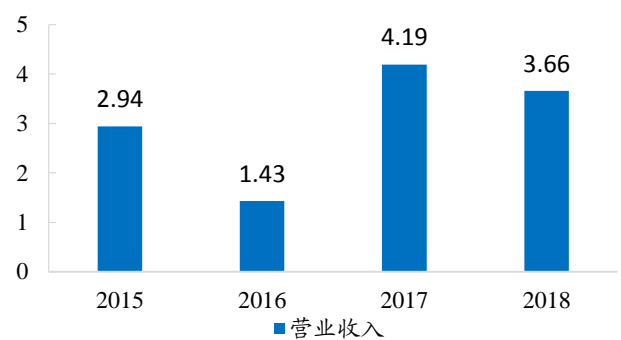
盐城当地认证标准暂无公开可查询资料, 我们选取山东及江苏南通为例: 山东省作为我国化工大省, 2018年以来对全省化工企业进行排查整治, 先后认证了多批化工重点监测企业; 南通作为省内企业也具有较高参考价值。

图2: 江苏联化营业收入变化



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

图3: 盐城联化营业收入变化



资料来源: 公司公告, 新时代证券研究所

我们认为江苏联化及盐城联化有望作为化工重点监测点复产, 主要原因如下:

1. 江苏联化及盐城联化均具有较大生产规模, 其中盐城联化近几年年销售额均在10亿元以上, 盐城联化近一年销售额也在3亿元以上
2. 公司安全环保标准较高, 江苏及盐城联化作为跨国公司CDMO生产企业, 其安全环保管理到位, 同时在2018年经过环保整治后, 公司进一步加强相关管理, 并由行业专家验收通过, 也是2018年响水化工园区首批复产企业之一
3. 公司管理层对申请化工重点监测点等事项具有经验。2019年公司子公司德州联化成功通过山东省重点验证, 江苏及盐城联化将借鉴其成功经验

表5: 江苏联化、盐城联化主要产品 (产能单位: 吨/年)

江苏联化	产能	环评批号	盐城联化	产能	环评批号
广灭灵	1500	盐环管【2004】7号 盐环管【2008】30号	A-NBE	300	盐环审【2015】5号
2-氨基-4-硝基苯胺	1500	盐环管【2006】3号	PBA	150	盐环审【2015】5号
2-氨基-5-硝基苯	600	盐环管【2006】3号	E9260	300	盐环审【2015】52号

江苏联化	产能	环评批号	盐城联化	产能	环评批号
酚					
索酚磺酰胺	2500	盐环管【2006】3号 盐环审【2012】54号	JG303	500	盐环审【2015】56号
氟磺胺草醚	200	盐环管【2006】3号	OCBA 邻氯 苯甲醛	5000	盐环审【2015】60号
CMOH	3100	盐环管【2007】44号	PCBN 对氯 苯甲腈	1500	盐环审【2015】60号
邻氯苯甲腈	10000	盐环审【2012】54号 盐环审【2015】6号	DCBN2,6 二 氯苯甲腈	1000	盐环审【2015】60号
TACSIFUN	200	盐环管【2008】107号	J290	未建成	盐环审【2015】52号
唑草酮	300	盐环管【2010】41号	联苯醇	未建成	盐环审【2015】52号
联苯菌胺	500	盐环管【2010】61号	DFEE	未建成	盐环审【2015】52号
甲虫胺	300	盐环管【2010】61号	LH-1	未建成	盐环审【2015】57号
XDE	600	盐环管【2007】44号	联苯菊酯	未建成	盐环审【2016】19号
FM	50	盐环管【2012】71号			
SF105	150	盐环管【2013】12号			
ATA	200	盐环管【2013】13号			
MAT28	300	盐环管【2013】13号			
MAT26	250	盐环管【2015】6号			
LT350	1300	盐环管【2015】51号			
FL222	500	盐环管【2015】51号			
联苯菊酯	1500	盐环管【2015】51号			
DBEDA	150	盐环管【2015】58号			
CLDMBA	650	盐环管【2015】58号			
MTF	200	盐环管【2016】9号			

资料来源：苏联化复产整治及评估报告，联化科技（盐城）复产整治及评估报告，新时代证券研究所

目前江苏联化主要生产设施均全部建成，盐城联化一共 12 个环评批复项目，尚有 5 个未建成，也是近几年盐城联化未实现盈利的主要原因，未来建设情况还有待持续跟踪。

## 2、稳步推进大客户战略，医药业务步入高速发展期

### 2.1、医药业务将逐步进入产品扩张期

医药 CDMO 可分为商业化阶段项目及临床阶段项目，商业化阶段项目营业收入规模较大，我们通过分析国内医药 CDMO 领军企业凯莱英的发展历程，从财务的角度看，医药 CDMO 企业发展将经历三个阶段：

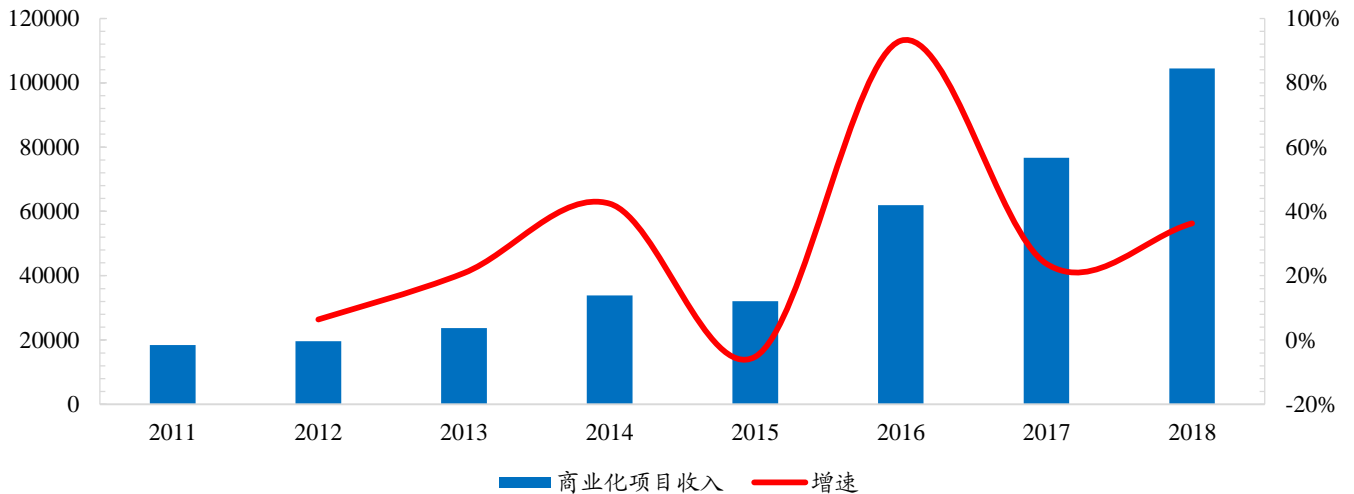
**起步阶段：**公司与跨国企业开展合作，期初商业化产品合作的数目及规模均较小，初期的几个产品逐步发展，单项目规模扩大（对应凯莱英 2011 年以前）。通过初始项目的合作可以使公司与跨国企业建立良好的合作关系。

**产品扩张阶段：**通过主要跨国企业认证及合作关系牢固后，合作项目开始迅速增加（对应凯莱英 2011-2015 年），由于有部分刚刚起步的商业化项目，单个项目的规模较原有成熟项目较小，公司单个项目的平均收入将会减少，但产品数量快速

增长，此阶段营收年复合增速约 30%

规模快速增长阶段：随着商业化产品逐步成熟，项目平均收入快速提升（对应凯莱英 2016 至今），此阶段营收年复合增速超 50%，由于商业化项目众多，受单个产品影响较小，业务发展稳定性更高

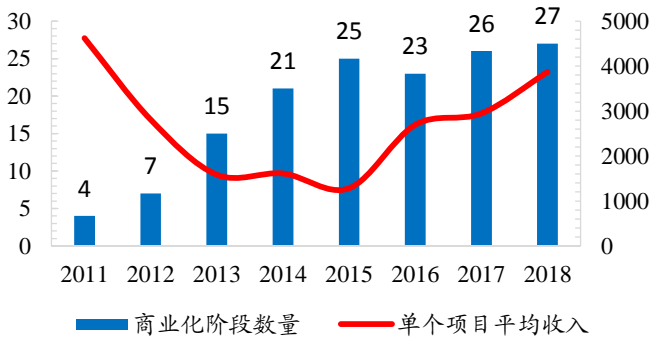
图4：凯莱英商业化项目收入及增速变化（万元）



资料来源：凯莱英公告，新时代证券研究所

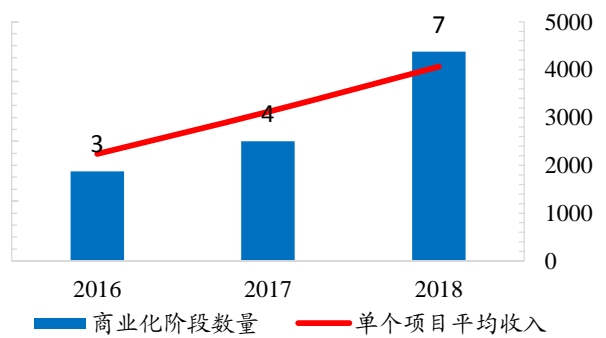
截止 2018 年，公司已有 7 个商业化项目，单个项目平均收入超 4000 万，最高项目收入超 5000 万，与凯莱英 2011 年情况相似，我们认为公司已与主要跨国企业建立良好的互信合作关系，将进入产品扩张期，步入高速发展期

图5：凯莱英商业化项目收入变化（万元）



资料来源：公司公告，新时代证券研究所

图6：联化科技商业化项目收入（万元）



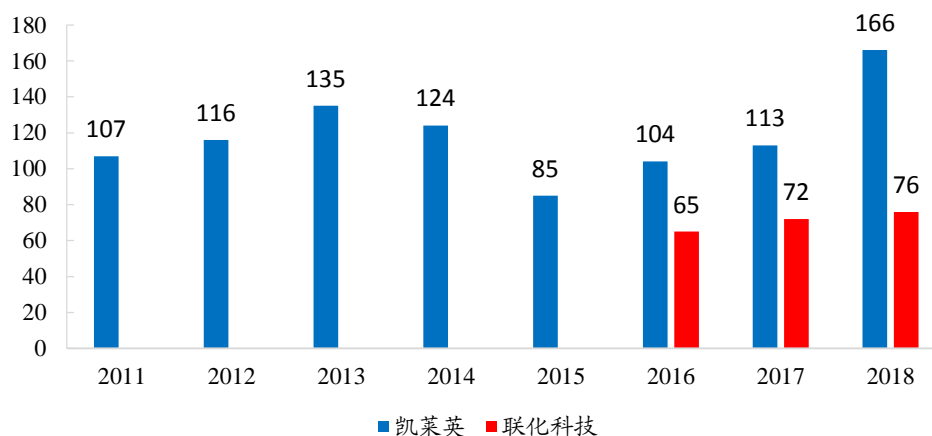
资料来源：公司公告，新时代证券研究所

## 2.2、公司在建及储备项目充足，未来可期

临床阶段项目的储备将为公司带来更多商业化产品，一方面介入临床项目将提升工艺开发成功率，有助于新药顺利上市，而通常在临床产品成功上市后，跨国企业会沿用临床阶段的供应商，另一方面通过长时间的高技术附加值服务将提升公司行业信誉和客户满意度，有助于直接获得已上市药物的商业化订单。

尽管联化科技在临床产品数量上仍与凯莱英有一定差距，但截止 2018 年底，公司已有 31 个临床三期项目，同期凯莱英为 24 个，未来潜力巨大。同时，公司在临海基地正新建 14 个医药项目，在建及储备项目充足，未来可期。



**图7： 凯莱英与联化科技临床项目数量对比**

资料来源：公司公告，新时代证券研究所

### 3、 盈利预测及评级

公司重要子公司因响水事故停产，但凭借多年积累客户口碑以及优秀的工艺技术水平，客户粘性较强，同时在“一企一策”的政策，作为规模以上优质企业，公司有能力获得政府及业内专家认可。公司医药业务经多年发展，已经步入高速发展期，我们预计公司 2019-2021 年分别实现净利润 3.81、5.41、6.77 亿，当前股价对应 PE 分别为 32、22、18 倍，公司业绩将迎来拐点，维持“强烈推荐”评级。

### 4、 风险提示

重要子公司复产不及预期，重大安全环保事故，客户流失

## 附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	<b>3302</b>	<b>3623</b>	<b>3205</b>	<b>4061</b>	<b>4499</b>	<b>营业收入</b>	<b>4107</b>	<b>4114</b>	<b>4803</b>	<b>5780</b>	<b>6708</b>
现金	1147	1114	961	1156	1342	营业成本	2822	2977	3247	3961	4590
应收票据及应收账款合计	937	1075	1053	1324	1540	营业税金及附加	41	37	43	52	60
其他应收款	43	62	31	85	58	营业费用	45	55	48	58	67
预付账款	68	76	93	102	130	管理费用	902	602	817	809	872
存货	1005	1195	970	1294	1329	研发费用	0	176	206	248	288
其他流动资产	102	101	99	101	100	财务费用	3	-23	-12	4	18
<b>非流动资产</b>	<b>5351</b>	<b>5001</b>	<b>5286</b>	<b>6008</b>	<b>6314</b>	资产减值损失	16	116	0	0	0
长期投资	50	51	56	60	64	公允价值变动收益	-1	5	1	1	2
固定资产	3250	3357	3710	4260	4706	其他收益	8	21	0	0	0
无形资产	312	279	270	242	209	投资净收益	-13	-75	4	4	3
其他非流动资产	1739	1314	1249	1446	1336	<b>营业利润</b>	<b>272</b>	<b>133</b>	<b>462</b>	<b>656</b>	<b>821</b>
<b>资产总计</b>	<b>8653</b>	<b>8624</b>	<b>8491</b>	<b>10069</b>	<b>10813</b>	营业外收入	21	7	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1379</b>	<b>2824</b>	<b>2292</b>	<b>3303</b>	<b>3415</b>	营业外支出	36	48	0	0	0
短期借款	19	1040	891	1621	1494	<b>利润总额</b>	<b>256</b>	<b>92</b>	<b>462</b>	<b>656</b>	<b>821</b>
应付票据及应付账款合计	753	707	751	1042	1083	所得税	48	45	69	98	123
其他流动负债	607	1077	650	640	838	<b>净利润</b>	<b>208</b>	<b>47</b>	<b>393</b>	<b>558</b>	<b>698</b>
<b>非流动负债</b>	<b>1636</b>	<b>74</b>	<b>99</b>	<b>187</b>	<b>192</b>	少数股东损益	6	9	12	17	21
长期借款	1560	0	36	116	123	<b>归属母公司净利润</b>	<b>201</b>	<b>38</b>	<b>381</b>	<b>541</b>	<b>677</b>
其他非流动负债	75	74	63	71	70	EBITDA	699	533	817	1098	1356
<b>负债合计</b>	<b>3015</b>	<b>2899</b>	<b>2391</b>	<b>3490</b>	<b>3607</b>	EPS(元)	0.22	0.04	0.41	0.59	0.73
少数股东权益	28	34	46	63	84						
股本	926	926	926	926	926	<b>主要财务比率</b>	<b>2017A</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
资本公积	2153	2209	2209	2209	2209	<b>成长能力</b>					
留存收益	2737	2704	2957	3287	3686	营业收入(%)	32.5	0.2	16.7	20.3	16.1
归属母公司股东权益	5610	5691	6054	6516	7123	营业利润(%)	7.8	-51.0	247.7	41.9	25.2
<b>负债和股东权益</b>	<b>8653</b>	<b>8624</b>	<b>8491</b>	<b>10069</b>	<b>10813</b>	归属于母公司净利润(%)	-23.7	-81.4	915.7	41.9	25.2
						<b>获利能力</b>					
						毛利率(%)	31.3	27.6	32.4	31.5	31.6
						净利率(%)	4.9	0.9	7.9	9.4	10.1
						ROE(%)	3.7	0.8	6.4	8.5	9.7
						ROIC(%)	4.8	1.0	7.2	8.7	10.4
						<b>偿债能力</b>					
						资产负债率(%)	34.8	33.6	28.2	34.7	33.4
						净负债比率(%)	9.1	11.0	0.6	10.3	5.3
						流动比率	2.4	1.3	1.4	1.2	1.3
						速动比率	1.5	0.8	0.9	0.8	0.9
						<b>营运能力</b>					
						总资产周转率	0.6	0.5	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	5.1	4.1	4.5	5.0	5.0
						应付账款周转率	4.7	4.1	4.4	4.4	4.3
						<b>每股指标(元)</b>					
						每股收益(最新摊薄)	0.22	0.04	0.41	0.59	0.73
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	-0.05	1.30	0.59	1.26
						每股净资产(最新摊薄)	6.07	6.16	6.55	7.05	7.71
						<b>估值比率</b>					
						P/E	60.1	322.5	31.7	22.4	17.9
						P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	1.7
						EV/EBITDA	18.1	24.0	15.0	11.7	9.3

现金流量表(百万元)					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	<b>589</b>	<b>537</b>	<b>1205</b>	<b>543</b>	<b>1161</b>
净利润	208	47	393	558	698
折旧摊销	373	411	326	395	474
财务费用	3	-23	-12	4	18
投资损失	13	75	-4	-4	-3
营运资金变动	-120	-192	502	-402	-23
其他经营现金流	111	219	-0	-7	-4
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1886</b>	<b>-299</b>	<b>-608</b>	<b>-1107</b>	<b>-773</b>
资本支出	506	684	178	654	379
长期投资	-59	1	-5	-4	-4
其他投资现金流	-1439	386	-436	-456	-398
<b>筹资活动现金流</b>	<b>2028</b>	<b>-419</b>	<b>-1245</b>	<b>116</b>	<b>81</b>
短期借款	-111	1021	-643	89	155
长期借款	934	-1560	36	80	6
普通股增加	91	0	0	0	0
资本公积增加	1232	56	0	0	0
其他筹资现金流	-117	64	-637	-52	-81
<b>现金净增加额</b>	<b>718</b>	<b>-197</b>	<b>-648</b>	<b>-447</b>	<b>468</b>

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 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、竞争性因素以及新时代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具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 分析师介绍

**程磊**，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

## 投资评级说明

### 新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

### 新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

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。

## 免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

## 机构销售通讯录

北京	<b>郝颖 销售总监</b>
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	<b>吕筱琪 销售总监</b>
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	<b>吴林蔓 销售总监</b>
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

## 联系我们

### 新时代证券股份有限公司 研究所

北京：北京市海淀区北三环西路99号院西海国际中心15楼

邮编：100086

上海：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>