

## 业绩符合预期，成长动力充足



## 核心观点

- **业绩符合预期：**公司近期发布三季报，19年前三季度实现营收 29.94 亿，同比下滑 10.48%，归母净利润 6.11 亿，同比下滑 18.98%。其中 Q3 实现 10.16 亿，同比下滑 6.66%，环比下滑 4.96%；归母净利润 2.10 亿，同比下滑 0.73%，环比下滑 4.98%。同时，公司预计今年全年归母净利润 8 至 8.5 亿，同比下滑 0.73 至 12.24%，符合预期。公司业绩同比下滑主要是甲乙基麦芽酚和三氯蔗糖同比下滑较大，以及基础化工大宗品量价齐降。
- **长期成长动力充足：**目前定远一期年产 1 万吨糠醛及年产 4 万吨氯化亚砷装置经过调试后，已正式进入试生产阶段，达产后将增强上下游协同的产业链优势；30MW 生物质发电也于 7 月正式运行。三氯蔗糖 5000 吨扩产和糠醛下游呋喃项目已环评公示。随着未来公司三氯蔗糖产能进一步放大，规模优势将进一步增强，成本也有望继续得到优化，使公司在未来潜在的行业洗牌中争取更大市场份额。呋喃项目包括 600 吨呋喃酮、3000 吨佳乐麝香、2000 吨 2-甲基呋喃、3000 吨 2-甲基四氢呋喃、1000 吨呋喃铵盐，主要应用于医药等领域，推动公司从食品添加剂龙头成长为产品序列更加全面的精细化工企业，打开更大的发展空间。

## 财务预测与投资建议

- 由于产品价格下跌，我们预测公司 19-21 年每股盈利 EPS 分别为 1.46、1.78、2.08（原 19-20 年预测为 2.48、3.04），按照可比公司 19 年 16 倍市盈率，给予目标价为 23.36 元并维持买入评级。

## 风险提示

- 产品景气不及预期，原材料价格波动风险。

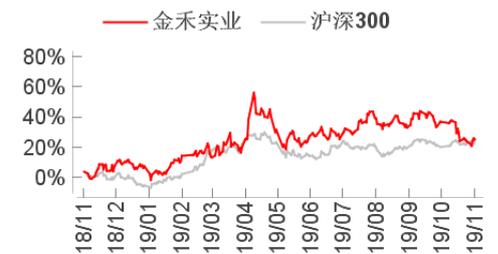
公司主要财务信息					
	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	4,480	4,133	3,965	4,506	4,758
同比增长(%)	19.3%	-7.7%	-4.1%	13.7%	5.6%
营业利润(百万元)	1,207	1,063	961	1,177	1,370
同比增长(%)	122.3%	-11.9%	-9.6%	22.5%	16.4%
归属母公司净利润(百万元)	1,022	912	815	997	1,161
同比增长(%)	85.4%	-10.8%	-10.6%	22.3%	16.5%
每股收益(元)	1.83	1.63	1.46	1.78	2.08
毛利率(%)	33.8%	33.0%	32.8%	34.7%	37.3%
净利率(%)	22.8%	22.1%	20.6%	22.1%	24.4%
净资产收益率(%)	34.6%	24.7%	19.6%	20.8%	20.5%
市盈率	9.9	11.1	12.4	10.1	8.7
市净率	2.9	2.6	2.3	1.9	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，

## 投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价(2019年11月01日)	18.2元
目标价格	23.36元
52周最高价/最低价	23.06/14.56元
总股本/流通A股(万股)	55,877/55,285
A股市值(百万元)	10,170
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2019年11月01日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现	1.28	-8.54	-9.9	22.97
相对表现	0.15	12.15	13.82	1.43
沪深300	1.43	3.61	3.92	24.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 万里扬  
021-63325888-2504  
wanliyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519090003

联系人 杨奇  
021-63325888-7540  
yangqi@orientsec.com.cn

## 相关报告

三氯蔗糖扩建环评获批，成长性确定： 2018-11-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

由于主营产品价格同比下跌，下调公司盈利预测，具体如下：

**表 1：核心假设变动分析表**

关键参数	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
甲乙基麦芽酚销量（万吨）	0.67	0.97		0.51	0.51	0.51
变动幅度				<b>-24.4%</b>	<b>-47.4%</b>	
三氯蔗糖销量（万吨）	0.26	0.34		0.32	0.64	0.80
变动幅度				<b>21%</b>	<b>86%</b>	
甲基麦芽酚价格（元/吨）	146552	142241		114035	110619	110619
变动幅度				<b>-22.2%</b>	<b>-22.2%</b>	
乙基麦芽酚价格（元/吨）	146552	142241		92105	88496	88496
变动幅度				<b>-37.2%</b>	<b>-37.8%</b>	
三氯蔗糖价格（元/吨）	224138	224138		192982	185841	176991
变动幅度				<b>-13.9%</b>	<b>-17.1%</b>	
安赛蜜价格（元/吨）	43103	43103		54386	53982	53097
变动幅度				<b>26.2%</b>	<b>25.2%</b>	
双氧水价格（元/吨）	1207	1293		1053	973	973
变动幅度				<b>-12.8%</b>	<b>-24.7%</b>	
新戊二醇价格（元/吨）	11638	11638		8333	7965	7965
变动幅度				<b>-28.4%</b>	<b>-31.6%</b>	
季戊四醇价格（元/吨）	10776	10776		9649	8850	8850
变动幅度				<b>-10.5%</b>	<b>-17.9%</b>	
三聚氰胺价格（元/吨）	7328	7328		5088	5310	5310
变动幅度				<b>-31%</b>	<b>-28%</b>	
营业所得税率	14%	14%		15%	15%	15%
变动幅度				<b>1%</b>	<b>1%</b>	

资料来源：东方证券研究所

**表 2：分产品盈利预测变动分析表（人民币百万元，标注除外）**

主营业务	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
<b>基础化工产品</b>						
销售收入	2,596	2,652		1,896	1,882	1,898
变动幅度				<b>-27.0%</b>	<b>-29.0%</b>	
毛利率	33.49%	35.04%		21.16%	22.77%	24.34%
变动幅度				<b>-12.3%</b>	<b>-12.3%</b>	
<b>精细化工品</b>						
销售收入	2,092	2,666		1,795	2,342	2,568
变动幅度				<b>-14.2%</b>	<b>-12.2%</b>	

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

毛利率	52.83%	54.20%	47.6%	46.4%	48.9%
变动幅度			-5.3%	-7.8%	
<b>其他</b>					
销售收入	711	719	273	282	292
变动幅度			-61.6%	-60.8%	
毛利率	12.78%	13.50%	16.06%	17.62%	19.36%
变动幅度			3.3%	4.1%	
销售收入合计	5,399	6,037	3,965	4,506	4,758
变动幅度			-26.6%	-25.4%	
综合毛利率	38.26%	40.94%	32.78%	34.73%	37.30%
变动幅度			-5.5%	-6.2%	

\*在假设的调整之外还修改了产品合并口径

资料来源：东方证券研究所

**表 3：主要财务数据变动分析表（人民币百万元，标注除外）**

财务指标	调整前			调整后		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
营业收入	5,399	6,037		3,965	4,506	4,758
变动幅度				-26.6%	-25.4%	
营业利润	1,638	2,013		961	1,177	1,370
变动幅度				-41.3%	-41.6%	
归属母公司净利润	1,381	1,694		815	997	1,161
变动幅度				-41.0%	-41.2%	
每股收益（元）	2.48	3.04		1.46	1.78	2.08
变动幅度				-41.1%	-41.2%	
毛利率(%)	38.26%	40.94%		32.78%	34.73%	37.30%
变动幅度				-5.5%	-6.2%	
净利率(%)	25.58%	28.06%		20.55%	22.12%	24.41%
变动幅度				-5.0%	-5.9%	

资料来源：东方证券研究所

**表 4：可比公司估值（截至 2019/11/1）**

可比公司	每股收益（元）				市盈率			
	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
醋化股份	0.98	1.32	1.47	1.59	15.45	11.50	10.33	9.55
兄弟科技	0.02	0.17	0.18	0.19	210.33	30.41	27.83	26.16
华鲁恒升	1.86	1.55	1.70	1.92	8.47	10.16	9.23	8.19
安迪苏	0.35	0.42	0.48	0.57	30.09	24.96	21.53	18.30
新和成	1.43	1.13	1.48	1.73	14.53	18.40	14.07	12.05
浙江龙盛	1.26	1.60	1.75	1.91	11.04	8.74	7.99	7.29
调整后平均						16.25	13.79	12.02

资料来源：Wind，东方证券研究所

**附表：财务报表预测与比率分析**

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1,404	1,976	2,407	3,346	4,406	营业收入	4,480	4,133	3,965	4,506	4,758
应收票据及应收账款	898	821	791	897	948	营业成本	2,966	2,767	2,665	2,941	2,984
预付账款	91	77	77	86	92	营业税金及附加	32	38	32	39	40
存货	312	311	290	325	327	营业费用	175	130	123	140	148
其他	1,287	656	971	814	893	管理费用及研发费用	149	166	230	257	270
<b>流动资产合计</b>	<b>3,991</b>	<b>3,840</b>	<b>4,536</b>	<b>5,468</b>	<b>6,666</b>	财务费用	55	35	6	16	5
长期股权投资	2	3	3	3	3	资产减值损失	5	17	5	5	1
固定资产	1,333	1,315	1,354	1,239	998	公允价值变动收益	(12)	9	8	8	8
在建工程	43	227	196	190	241	投资净收益	107	58	30	30	30
无形资产	59	91	88	85	81	其他	14	14	20	30	20
其他	245	218	152	134	136	<b>营业利润</b>	<b>1,207</b>	<b>1,063</b>	<b>961</b>	<b>1,177</b>	<b>1,370</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,682</b>	<b>1,854</b>	<b>1,792</b>	<b>1,651</b>	<b>1,459</b>	营业外收入	5	1	3	2	3
<b>资产总计</b>	<b>5,673</b>	<b>5,695</b>	<b>6,328</b>	<b>7,119</b>	<b>8,125</b>	营业外支出	4	7	6	6	6
短期借款	388	180	284	232	258	<b>利润总额</b>	<b>1,208</b>	<b>1,058</b>	<b>959</b>	<b>1,173</b>	<b>1,366</b>
应付票据及应付账款	970	779	811	861	891	所得税	164	146	144	176	205
其他	406	327	364	349	361	<b>净利润</b>	<b>1,044</b>	<b>912</b>	<b>815</b>	<b>997</b>	<b>1,161</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>1,764</b>	<b>1,287</b>	<b>1,459</b>	<b>1,443</b>	<b>1,510</b>	少数股东损益	22	0	0	0	0
长期借款	2	1	1	1	1	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>1,022</b>	<b>912</b>	<b>815</b>	<b>997</b>	<b>1,161</b>
应付债券	440	468	489	480	480	每股收益(元)	1.83	1.63	1.46	1.78	2.08
其他	19	19	0	0	0						
<b>非流动负债合计</b>	<b>461</b>	<b>488</b>	<b>490</b>	<b>481</b>	<b>481</b>	主要财务比率					
<b>负债合计</b>	<b>2,225</b>	<b>1,775</b>	<b>1,949</b>	<b>1,924</b>	<b>1,991</b>		2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
少数股东权益	0	0	0	0	0	成长能力					
股本	564	559	559	559	559	营业收入	19.3%	-7.7%	-4.1%	13.7%	5.6%
资本公积	505	411	411	411	411	营业利润	122.3%	-11.9%	-9.6%	22.5%	16.4%
留存收益	2,180	2,753	3,367	4,182	5,122	归属于母公司净利润	85.4%	-10.8%	-10.6%	22.3%	16.5%
其他	199	197	42	42	42	获利能力					
<b>股东权益合计</b>	<b>3,449</b>	<b>3,920</b>	<b>4,379</b>	<b>5,194</b>	<b>6,134</b>	毛利率	33.8%	33.0%	32.8%	34.7%	37.3%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5,673</b>	<b>5,695</b>	<b>6,328</b>	<b>7,119</b>	<b>8,125</b>	净利率	22.8%	22.1%	20.6%	22.1%	24.4%
						ROE	34.6%	24.7%	19.6%	20.8%	20.5%
						ROIC	29.2%	21.4%	16.9%	18.3%	18.3%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E	资产负债率	39.2%	31.2%	30.8%	27.0%	24.5%
净利润	1,044	912	815	997	1,161	净负债率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
折旧摊销	(348)	199	390	489	576	流动比率	2.26	2.98	3.11	3.79	4.42
财务费用	55	35	6	16	5	速动比率	2.09	2.73	2.90	3.55	4.18
投资损失	(107)	(58)	(30)	(30)	(30)	营运能力					
营运资金变动	(459)	420	(187)	33	(96)	应收账款周转率	30.2	26.0	25.4	28.1	26.9
其它	917	(543)	(89)	(3)	(7)	存货周转率	8.7	8.7	8.5	9.0	8.6
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,103</b>	<b>963</b>	<b>905</b>	<b>1,501</b>	<b>1,609</b>	总资产周转率	0.9	0.7	0.7	0.7	0.6
资本支出	515	(392)	(395)	(360)	(378)	每股指标(元)					
长期投资	(41)	50	(25)	13	(6)	每股收益	1.83	1.63	1.46	1.78	2.08
其他	(1,018)	(61)	28	43	35	每股经营现金流	1.96	1.72	1.62	2.69	2.88
<b>投资活动现金流</b>	<b>(544)</b>	<b>(402)</b>	<b>(392)</b>	<b>(305)</b>	<b>(348)</b>	每股净资产	6.17	7.02	7.84	9.30	10.98
债权融资	165	26	21	(9)	0	估值比率					
股权融资	31	(100)	0	0	0	市盈率	9.9	11.1	12.4	10.1	8.7
其他	121	(532)	(103)	(249)	(200)	市净率	2.9	2.6	2.3	1.9	1.6
<b>筹资活动现金流</b>	<b>317</b>	<b>(605)</b>	<b>(82)</b>	<b>(258)</b>	<b>(200)</b>	EV/EBITDA	9.3	6.5	6.2	5.0	4.3
汇率变动影响	(23)	(12)	-0	-0	-0	EV/EBIT	6.7	7.7	8.8	7.1	6.2
<b>现金净增加额</b>	<b>854</b>	<b>(57)</b>	<b>431</b>	<b>938</b>	<b>1,060</b>						

资料来源：东方证券研究所

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级——由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级——根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

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在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

