

三大因素超预期将助推18年业绩大增

——浙江龙盛（600352）深度报告之二

2018年01月16日

强烈推荐/维持

浙江龙盛 深度报告

报告摘要:

浙江龙盛的中间体、染料和股权投资三板块利润有望全面超预期，预计带动18年业绩的同比增长约50%。

间苯二酚供需格局变动带动间苯二酚价格超预期。

- ◆ 间苯二酚在17年下半年由于国外落后产能的永久退出，价格飙升。目前同比涨幅已经达到50%以上，由于产品供不应求，后期价格继续看涨。
- ◆ 公司将新增2万吨H酸和2万吨对位酯的中间体配套产能，H酸一期有望今年下半年达产。

淡季涨价，染料价格强势程度超预期。

- ◆ 受益于环保持续高压带来的良好的供需格局变化，以及下游的需求回暖，染料市场出现了极为罕见的淡季提价，充分体现出良好的供需格局。
- ◆ 技改后龙盛染料板块的生产效率和环保效果在同行中一骑绝尘，且商品染料的产品品种更为齐全合理。

房地产与股权投资估值上升幅度超预期。

- ◆ 公司16年投资10亿参与股权并购基金，其中部分高成长的热门标的的公允价值涨幅超过50%。
- ◆ 上海大宁广场项目进展顺利，有望在2018年贡献利润。

盈利预测及投资评级。 预计公司17-19年EPS为0.79、1.16和1.26元，对应PE为14、11和10倍，给予公司18年15倍PE估值，对应目标价17.40元，维持公司“强烈推荐”评级。

风险提示。 主营产品价格大幅波动；新产能及房地产施工进度不及预期。

财务指标预测

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	14,842.1	12,355.5	15,430.5	18,124.6	19,766.3
增长率(%)	-2.03%	-16.75%	24.89%	17.46%	9.06%
净利润(百万元)	2,541.33	2,029.01	2,557.77	3,770.20	4,111.24
增长率(%)	0.32%	-20.16%	26.06%	47.40%	9.05%
净资产收益率(%)	18.40%	12.99%	14.59%	18.36%	17.48%
每股收益(元)	0.78	0.62	0.79	1.16	1.26
PE	16	19	16	11	10
PB	2.86	2.53	2.26	1.93	1.68

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

分析师

廖鹏飞

010-66554121

liaopf@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480517090001

刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480516110002

张明烨

010-66554024

zhang_my@dxzq.net.cn

执业证书编号

S1480517120002

研究助理

罗四维

010-66554047

luosw@dxzq.net.cn

邓先河

010-66554063

dengxh@dxzq.net.cn

交易数据

52周股价区间(元)	12.16-9.11
总市值(亿元)	395.61
流通市值(亿元)	372.09
总股本/流通A股(万股)	325333/305993
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	1.13

52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《基础化工公司深度报告之浙江龙盛：染料时局掌控者》2017-11-22
- 2、《浙江龙盛（600352）调研简报：多元化样板，化工地产投资三足鼎立》2017-05-18

目录

1. 中间体板块价格涨幅超预期	5
1.1 间苯二酚 18 年年初价格同比上涨 70%	6
1.2 间苯二胺涨价明显	9
1.3 其他中间体有产能投产	11
2. 染料价格淡季涨价的强势程度超预期	12
2.1 染料价格强势程度超预期	12
2.2 公司对于染料市场具有定价权	12
2.3 10 万吨技改项目将进一步提高生产效率	13
3. 房地产和投资估值增长幅度超预期	13
4. 盈利预测与投资建议	16
5. 风险提示	16

表格目录

表 1 浙江龙盛中间体产能.....	5
表 2 间苯二酚全球主要生产企业及其产能	7
表 3 间苯二酚的主要生产合成工艺.....	7
表 4 间苯二胺全球主要生产企业及其产量	10
表 5 其他中间体产量.....	11
表 6 4 万吨中间体产品方案	12
表 7 10 万吨技改项目亮点及优势.....	13
表 8 上海乐进部分投资信息.....	14
表 9 截至 2016 年末公司主要股权投资企业及基金投资情况	14
表 10 可比公司估值（截止 2018 年 1 月 15 日收盘）	16
表 11 公司盈利预测表	18

插图目录

图 1 浙江龙盛各产品营业利润占比.....	5
图 2 浙江龙盛中间体营业收入及其增速.....	6
图 3 浙江龙盛中间体毛利及毛利率变动情况.....	6
图 4 间苯二酚价格及其增速.....	6
图 5 间苯二酚进口数量及平均单价.....	6
图 6 间苯二酚出口数量及平均单价.....	6
图 7 浙江龙盛间苯二酚毛利率.....	7
图 8 间苯二酚合成工艺路线.....	8
图 9 间苯二酚下游应用.....	8
图 10 我国轮胎产量.....	8
图 11 间苯二酚各地区需求分布.....	9
图 12 浙江龙盛间苯二酚技改项目.....	9
图 13 间苯二胺下游应用.....	10
图 14 浙江安诺芳胺化学品有限公司营收及毛利.....	10
图 15 使用连续催化还原法生产的间苯二胺.....	11
图 16 传统染料价格走势.....	12
图 17 浙江龙盛染料产量占比（总量及细分品种产量）.....	13
图 18 我国染料消费结构（百分比）.....	13
图 19 PE-band.....	16
图 20 PB-band.....	16

1. 中间体板块价格涨幅预期

2016 年中间体对公司国内主营利润的贡献度达到 18%，中间体已成为仅次于染料的公司第二大利润来源，且中间体的毛利率甚至已经超过了染料。目前，公司中间体的产能约为 10 万吨（间苯二酚 3 万吨，间苯二胺 5 万吨，其它品种 2 万吨），2016 年产量为 81197 吨。

表 1 浙江龙盛中间体产能

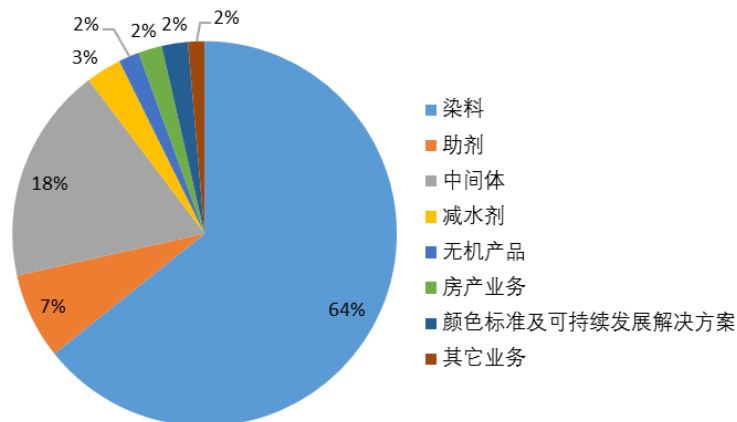
中间体品种	产能 (吨)
间苯二胺	50000
二氯苯胺	3000
间苯二酚	30000
对苯二胺	5000
还原物系列	10000
其他	5000
合计	103000

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

18 年间苯二酚的价格大幅上涨将成为中间体净利润超预期的主要因素，此外，间苯二胺也表现出了很强涨价态势。中间体板块 18 年预计贡献净利润超过 12 亿。

公司已经布局以中间体为出发点，向其他特殊化学品延伸的策略，最终目标是形成产品品类丰富、产业链一体化优势明显的全球化工巨头。

图 1 浙江龙盛各产品营业利润占比

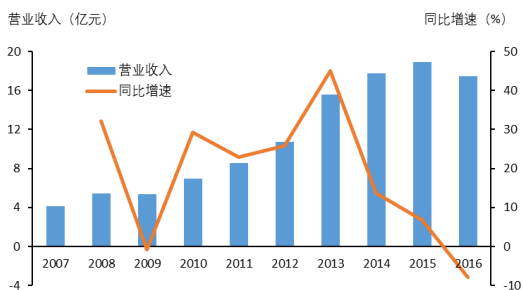


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

1.1 间苯二酚 18 年年初价格同比上涨 70%

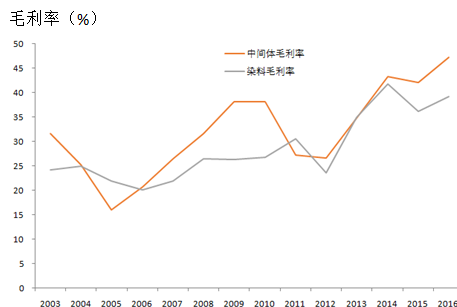
间苯二酚价格在 2017 年迎来了价格的快速上涨，价格由 2017 年年初的 5.4 万元快速攀升到 2018 年年初的 9.1 万元，涨幅接近 70%，而且浙江龙盛是间苯二酚全球两大巨头之一，也是国内唯一的投资标的。

图 2 浙江龙盛中间体营业收入及其增速



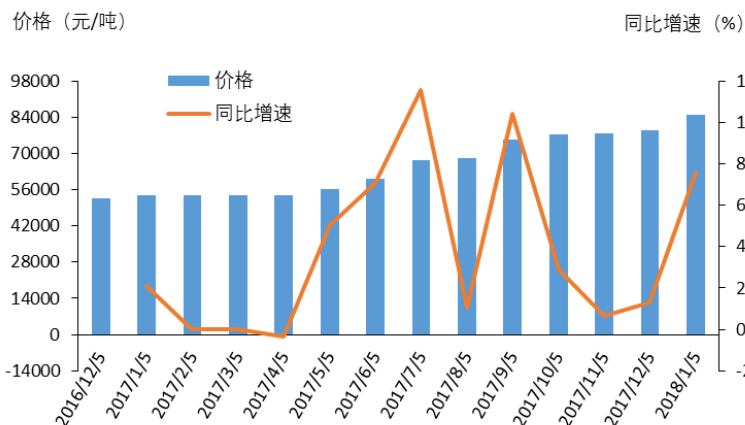
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 3 浙江龙盛中间体毛利及毛利率变动情况



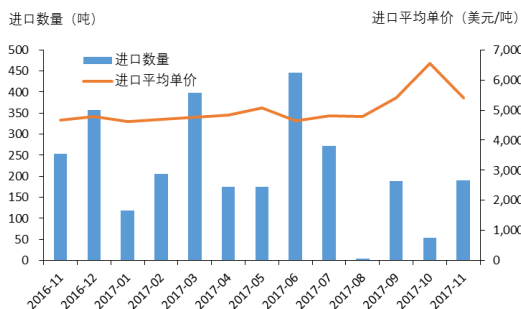
资料来源：公司公告、Wind、东兴证券研究所

图 4 间苯二酚价格及其增速



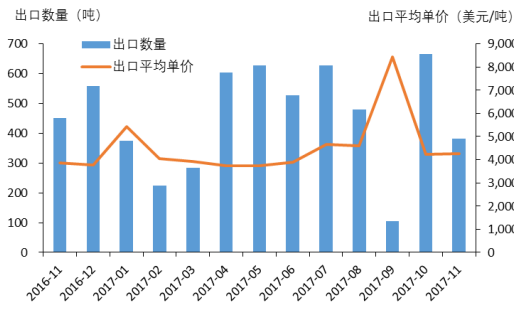
资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 5 间苯二酚进口数量及平均单价



资料来源：Wind、东兴证券研究所

图 6 间苯二酚出口数量及平均单价



资料来源：Wind、东兴证券研究所

● 落后工艺退出，供给端产能收紧

间苯二酚之前在全球范围内主要有三家供应商,浙江龙盛、日本住友、INDSPEC,今年7月底,INDSPEC在被住友收购后正式退出间苯二酚市场,间苯二酚产能收紧。目前全球间苯二酚需求量约为7万吨,产能约为7.4万吨,供需紧平衡,间苯二酚价格后市依然具有较大上涨空间。

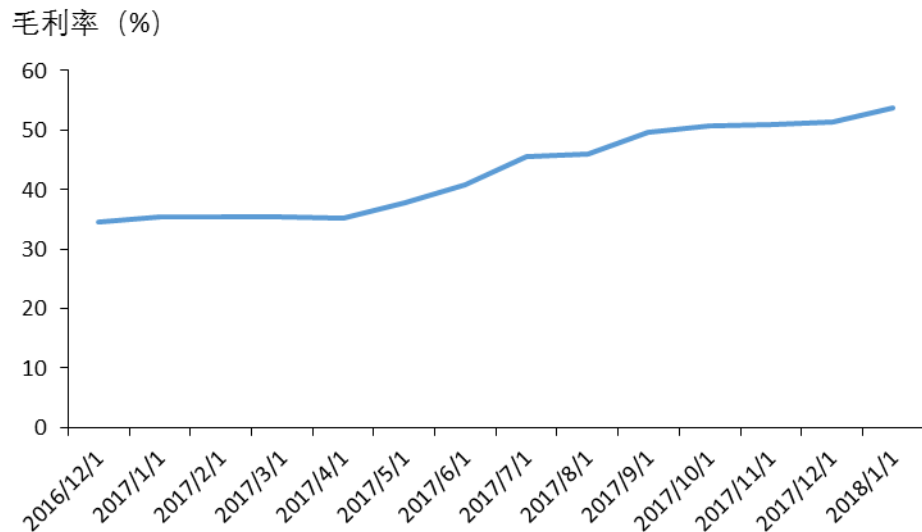
表2 间苯二酚全球主要生产企业及其产能

公司	产能
浙江龙盛	3万吨
日本住友	3万吨
INDSPEC	2.2万吨(17年7月退出)

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

在目前的原材料价格下,公司间苯二酚的生产成本约为2.7万元/吨,毛利率高达70%。公司使用先进的间苯二胺水解法生产工艺是产品能够在高毛利率下仍然具有国际竞争力的根本原因。

图7 浙江龙盛间苯二酚毛利率



资料来源:化工在线、Wind、东兴证券研究所

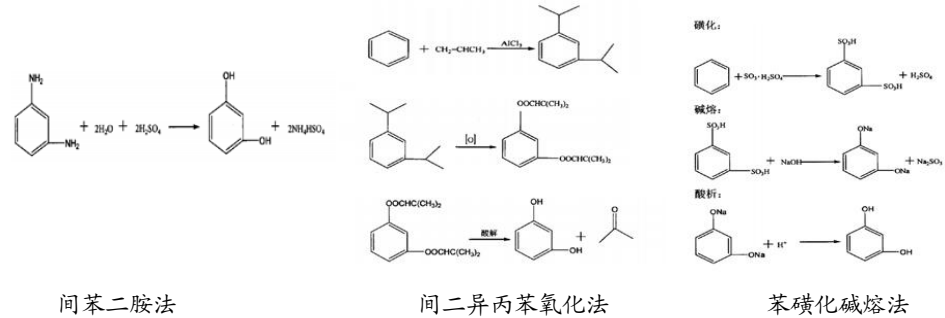
表3 间苯二酚的主要生产合成工艺

工艺名称	优点	缺点
间苯二胺水解法 (最先进)	原料来源广、环境污染低、反应设备简单、操作方便、成本低、纯度高、总收率85%以上	水解反应的高温高压和酸性介质工况对于反应器材质耐腐蚀性要求较高
间二异丙苯氧化法	污染小、材料易得、流程短、便于连续性生产、成本低、总收率可达到70%以上	技术性强,投资较大,对设备有一定要求;副产品丙酮多,受制丙酮价格走势

工艺条件简单, 投资少, 技术成熟
 苯磺化碱熔法
 使用大量强酸强碱, 设备腐蚀严重, 成本高且污染严重; 产生大量无机盐废液, 处理困难, 费用较高; 总收率较低

资料来源: 中国知网、东兴证券研究所

图 8 间苯二酚合成工艺路线



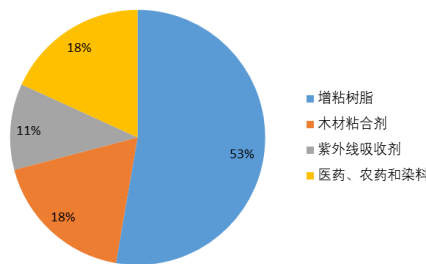
资料来源: 中国知网、东兴证券研究所

● 下游需求稳中有增

间苯二酚主要用于生产橡胶帘子布的浸胶剂、染料、医药、聚烯烃的紫外线稳定剂、木材的特殊防水粘合剂、合成树脂等。其最大用途是合成间-甲胶粘树脂, 主要用于补强橡胶, 在高温和制品加工成型过程中表现出优异的耐久性, 广泛应用于轮胎制备, 全球间苯二酚近 50% 用于橡胶行业。

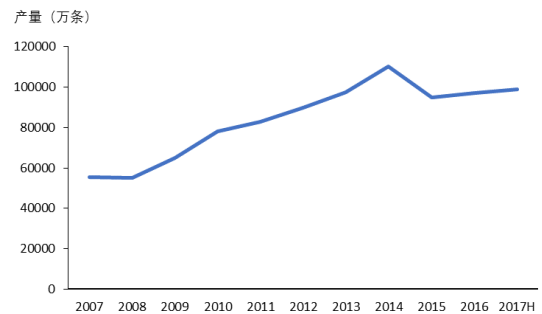
我国橡胶轮胎产量总体趋于平稳。据 Wind 数据库数据显示, 2016 年中国轮胎外胎累计产量为 9.7 亿条, 累计增长 2.1%; 预计 2017 年中国轮胎外胎累计产量近 10 亿条, 累计增长约 1.8%。

图 9 间苯二酚下游应用



资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

图 10 我国轮胎产量

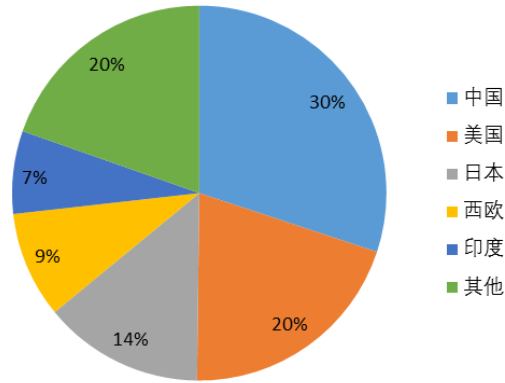


资料来源: Wind、东兴证券研究所

间苯二酚主要应用的国家与地区包括中国、美国、日本与西欧。其中我国 2016 年间苯二酚需求量达 1.8 万吨, 约占全球间苯二酚需求量的四分之一。随着下游橡胶、染

料等领域的发展,我国间二苯酚市场有望进一步扩张。

图 11 间苯二酚各地区需求分布

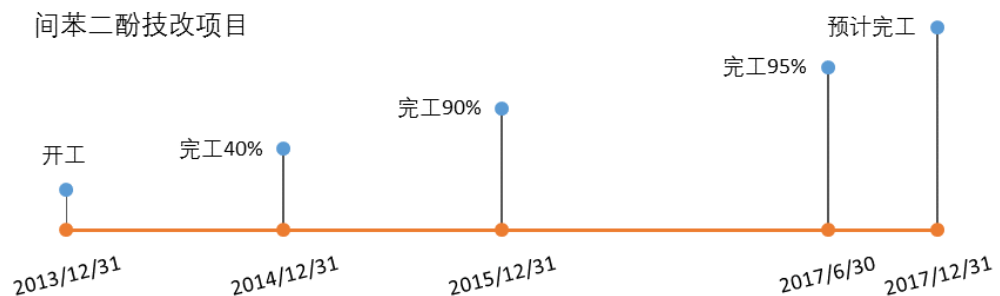


资料来源:公司公告,东兴证券研究所

● 技改进一步提升产能

2016 年公司间苯二酚销量为 2.2 万吨,2017 销量仍将保持稳中有升,预计能够达到在 2.5-2.7 万吨,同比增长 13.6%-22.7%。公司 2013 年开工的间苯二酚技改项目即将完工,预计可进一步提高产能 3000 吨左右。

图 12 浙江龙盛间苯二酚技改项目



资料来源:公司公告,东兴证券研究所

1.2 间苯二胺涨价明显

间苯二胺是公司另一重要中间体产品,年产量在 4.5-5 万吨之间,占国内市场 70%,剩余多是产量在 0.5-1 万吨的小厂,公司规模优势突出。由于国外部分产能的退出以及国内日趋严格的安全环保形势,间苯二胺供应端受到显著影响,市场价格已经从 17 年的 2.4 万元/吨上涨到 3.3 万元/吨。

国际主要竞争对手为美国杜邦，年产量在2.2-2.3万吨，主要是纯度高的聚合级间苯二胺，用于生产芳纶。与杜邦公司相比，我国间苯二胺产品具有明显的成本优势。

规模优势和成本优势让公司不仅成为了国内市场的主导，同时国际市场上的竞争对手杜邦公司也与公司签订长期战略采购协议，成为公司间苯二胺出口的主要客户。

表 4 间苯二胺全球主要生产企业及其产量

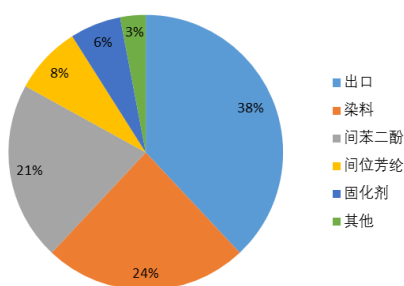
企业	产量
浙江龙盛	4.5-5万吨
美国杜邦	2.2-2.3万吨

资料来源：公司公告、东兴证券研究所

间苯二胺下游应用广泛，除了传统用于染料生产外，以间苯二胺为原料生产间位芳纶、间苯二酚成为其增长最快的应用领域。我国国内间苯二胺的年需求量在10万吨以内，全球约为40万吨。根据市场需求，公司可在未来五年内将间苯二胺产能扩大到10万吨/年。

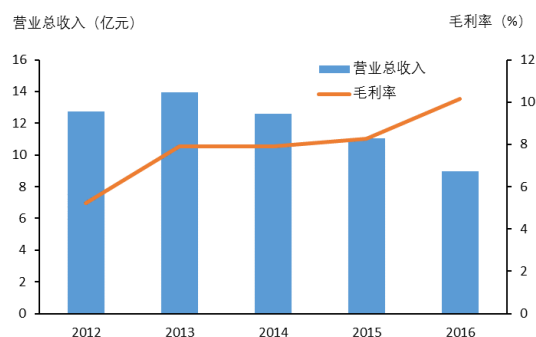
子公司浙江安诺芳胺化学品有限公司专门生产间苯二胺等中间体。公司垄断优势突出，间苯二胺毛利率持续走高，每年为公司贡献可观的利润。同时，间苯二胺作为下游中间体的重要原料，为公司发展其他中间体产品提供支持。

图 13 间苯二胺下游应用



资料来源：公司公告、东兴证券研究所

图 14 浙江安诺芳胺化学品有限公司营收及毛利

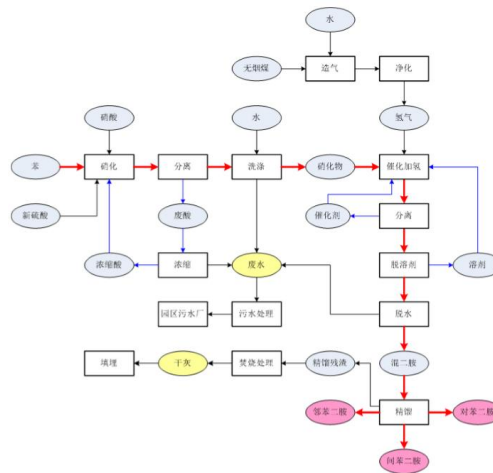


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

环保方面，公司的优势在于间苯二胺、还原物和间苯二酚生产一体化，三者硫酸阶梯使用，减少酸用量的同时实现循环经济。

公司采用先进的连续硝化、连续加氢还原、高效精馏技术生产间苯二胺，同时联产邻苯二胺、对苯二胺，可有效地减少污染排放。连续催化加氢技术是公司中间体板块的独门绝技，相比于传统的铁粉还原法在生产效率、环保清洁方面具有判若云泥的竞争优势。该技术通过专项科技成果鉴定，被认定为具有国际先进水平，具有很高的技术壁垒，可以用于多种关键染料中间体的生产。

图 15 使用连续催化还原法生产的间苯二胺



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

1.3 其他中间体有新产能投产

除间苯二胺、间苯二酚以外, 浙江龙盛还拥有其他中间体产量近 2 万吨。并计划另外建设 2 万吨 H 酸和 2 万吨对位酯的新产能。

全资子公司浙江科永化工已于 2017 年 4 月 30 日取得绍兴市上虞区环境保护局《关于浙江科永化工有限公司年产 2 万吨 H 酸、2 万吨对位酯项目环境影响报告书的审批意见》, 现正在上虞龙盛科技园区内筹建, 预计将于 2019 年投产。项目建成投产后, 浙江龙盛染料业务的产业链优势将更加明显。其中, 1 万吨/年的 H 酸一期项目有望 18 年下半年投产。

H 酸和对位酯是活性染料的核心中间体。16 年公司 H 酸和对位酯的外采量分别为 5945 吨和 4849 吨, 因此该 4 万吨中间体项目投产后不但能够满足公司自身对于活性染料中间体的需求, 更能通过对外出售直接影响染料行业的生产成本, 变“被动”为“主动”。

表 5 其他中间体产量

产品	产量
对苯二胺等	1 万吨
还原物	1 万吨 (自用 0.8 万吨, 外销 0.2 万吨)

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 64 万吨中间体产品方案

产品名称	4万吨中间体产品方案			备注
	一期规模	二期规模	总规模	
对位酯	10000	10000	20000	16年自需仅4849吨
H酸	10000	10000	20000	16年自需仅5945吨
31%盐酸	20500	20500	41000	副产
亚硝基硫酸	18964	18964	37928	副产
TI-酸	6013	6013	12026	副产

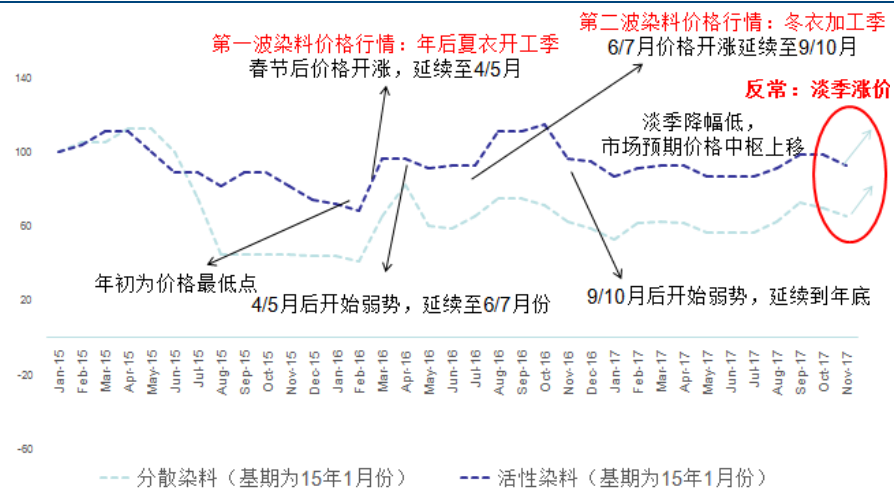
资料来源：公司公告、东兴证券研究所

2. 染料价格淡季涨价的强势程度超预期

2.1 染料价格强势程度超预期

染料价格在12月上调，充分体现出由于下游印染出现拐点带来的需求增加，以及龙头控制力增强而带来的行业双重利好。一般情况下，当年的11月至次年的3月之间为下游印染企业的淡季，染料价格回落至年度最低水平，然而今年染料价格在12月这个传统淡季时间反常地提价，显著背离了传统的染料价格走势，显示了染料市场景气度的大幅提升。预计染料板块（不含德司达）18年贡献净利润将超过14亿。

图 16 传统染料价格走势

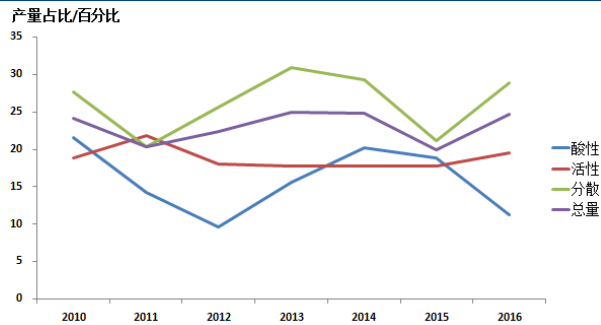


资料来源：公司公告、东兴证券研究所

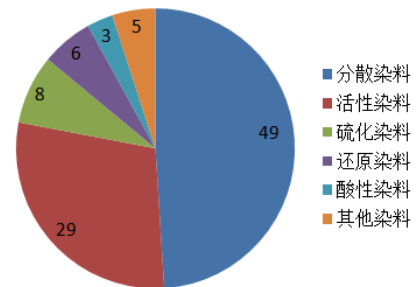
2.2 公司对于染料市场具有定价权

浙江龙盛是染料行业全国、乃至全球最有影响力的公司，尤其在分散染料这一最大细分品种上逐渐掌握了定价权。公司通过产量保障和专利制约对市场形成了较强的直接控制力，“龙盛先动、同行跟进”已经成为了染料市场的常规模式。

近十年来公司的产量始终稳居行业第一，有力地保证了企业的龙头地位。分散染料或活性染料为最重要的染料子类，合计占据近 80% 的消费量。公司 2016 年分散染料产量行业第一，活性染料的产量也位居行业前列。

图 17 浙江龙盛染料产量占比 (总量及细分品种产量)


资料来源: 公司公告、染料工业协会、东兴证券研究所

图 18 我国染料消费结构 (百分比)


资料来源: 染料工业协会、东兴证券研究所

2.3 10 万吨技改项目将进一步提高生产效率

除了在规模和一体化的领先优势外，公司的 10 万吨技改项目更是在技术、设备和环保的先进性上一骑绝尘，更是从源头解决了染料工业目前高耗能、高排放、高污染的“三高”现象。

- ◆ 能耗降低 35.2%: 通过使用 DCS 控制的高效连续重氮偶合反应工艺和装置，精确控制工艺参数，减少副产物，实现能量高效回收。
- ◆ 废水量降低 85.4%: 自动化控制，使用高效隔膜压滤机，回用工艺水。
- ◆ 固废量降低 80% 以上: 使用 MVR 装置代替石灰石法，使用三相焚烧装置。

表 7 10 万吨技改项目亮点及优势

新产线亮点	目前行业现状	竞争优势
可以连续化生产	只能间歇生产	大大提高生产效率和生产稳定性，大幅降低生产废水的产生量
全部自动化控制	只能手动或半自动化控制	显著提高生产装置的安全性好可靠性
废水资源化利用	石灰石中和法等	突破了染料废水的处理难题，减少水耗
使用先进的隔膜压滤机	使用传统的板框压滤器	明显减少废气无组织排放量
废气焚烧法处理	吸附法或者冷凝法	明显减少废气有组织排放量

资料来源: 公司公告、东兴证券研究所

3. 房地产和投资估值增长幅度超预期

公司出资参与投资成立的上海乐进投资合伙企业的利润贡献有望超预期。公司共出资 10 亿元，股权占比 25%。除了浙江龙盛外，上海乐进投资合伙企业还汇集了其他医药、互联网、地产、教育、智能制造等行业优秀民营企业企业家为合伙人。

乐进投资合伙企业投资了多家成长性很高的优质公司，包括北京开心麻花娱乐文化传

媒股份有限公司、八亿时空液晶科技股份有限公司、上海君实生物医药科技股份有限公司、温州康宁医院股份有限公司等优质企业等，估值增长有望超预期。

表 8 上海乐进部分投资信息

公司	投资工具投资金额（万元）	投资工具持股比例	投资时间	龙盛投入资金（万元）
开心麻花	14441.5	2.51%	2016/12/15	3609
八亿时空	6006	5.93%	2017/10/12~2017/10/18	1501
上海君实	9200	28.78%	2017/02/21~2017/02/24	2299
温州康宁	10280.05	4.45%	2016/11/14	2569

资料来源：公司公告，Wind，东兴证券研究所

此外，公司还间接持有滴滴打车等优质标的投资资产，未来具有较广的增值空间。

根据财政部 2017 年 3 月底发布的《企业会计准则第 22 号——金融工具确认和计量》中的要求，公司须在 2019 年 1 月 1 日或者之前将所持有的长期股权投资由成本法变更为公允价值法。相关的估值的提升将在 2019 年 1 月 1 日或者之前兑现为净利润的增加。

房地产方面，公司所持有的大宁广场办公楼项目也已近竣工，有望贡献 3 亿左右的利润。

表 9 截至 2016 年末公司主要股权投资企业及基金投资情况

被投资企业	主业	投资时间	股权比例（%）	投资额（万元）
Air Communications International Holding Company Limited	电信、通讯、宽带无线网络设备	2008.03	3.38	7145
深圳市云海通讯股份有限公司	无线通讯电子设备的开发、生产、销售等	2007.07	3.40	1020
北京中昊碱业有限公司	经营纯碱、相关产品及所需原料、燃料、设备、仪器仪表；技术开发、转让和咨询服务	1993.07	3.63	50
上海同捷科技股份有限公司	汽车整车、零部件、汽车高新技术及机电产品的研究、开发、设计等	2009.03	1.12	1225
中化化肥原料有限公司	化肥原料、焦炭、化工产品、橡胶制品、塑料制品、建筑材料、金属材料；技术开发、转让、咨询服务	1999.08	0.66	10
浙江上虞农村商业银行股份有限公司	吸收公众存款；发放短期、中期和长期贷款等	2013.09	5.93	13160

上海华燕房盟网络科技股份有限公司	房地产经纪，企业营销策划，企业形象策划等	2014.04	7.07	6023
北京东方智科股权投资中心（有限合伙）	实业投资、投资管理、投资信息咨询（除金融、证券、期货等）	2015.06	8.00	8000
浙江领航股权投资基金合伙企业（有限合伙）	实业投资，股权投资，投资管理，投资咨询，商务信息咨询	2015.12	20.00	20000
北京君联新海股权投资合伙企业（有限合伙）	投资管理，资产管理	2015.12	8.83	15000
汇添富—汇添富专户62号资产管理计划	基金投资	2015.04	-	30000
Apollon Sustainable Value Fund Limited	基金投资	2015.02	0.88	2157
Athena Diversified	基金投资	2015.02	2.44	1327
Elite Global Secretaries Limited	滴滴打车借壳计划	2015.05	20.00	20557
杭州锦溪投资合伙企业（有限合伙）	实业投资；服务；投资管理（除证券、期货），投资咨询（除金融、证券、期货等）	2016.04	90.32	70000
珠海君联骏惠股权投资企业（有限合伙）	股权投资及管理；项目投资；投资咨询、企业管理咨询	2016.05	17.70	4000
密尔克卫化工供应链服务股份有限公司	承办海运、公路、航空进出口货物的国际运输代理业务	2016.04	2.99	3000
ADIC DIVERSIFIED INVESTMENT	基金投资	2016.04	1.65	2091
上海乐进投资合伙企业（有限合伙）	投资管理，实业投资，财务咨询	2016.04	21.27	100000
合计				274767

资料来源：公司公告，Wind，东兴证券研究所

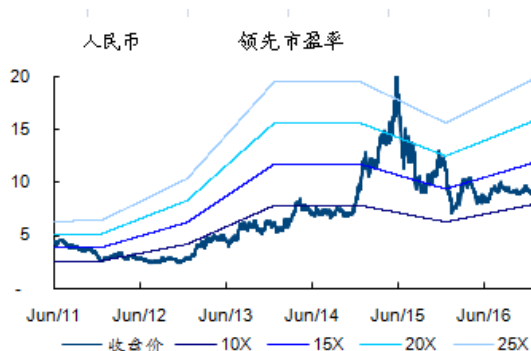
4. 盈利预测与投资建议

预计公司 17-19 年 EPS 为 0.79、1.16、1.26，对应 17-19 年 PE 分别为 16、11、10，综合公司及行业发展情况和估值水平，维持“强烈推荐”评级。

盈利预测关键假设：

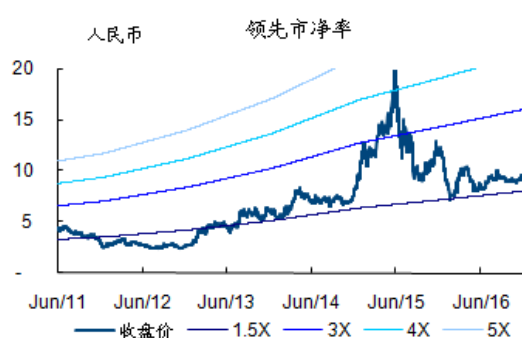
1. 纺织服装行业下行态势在 17 年出现拐点，带动染料行业消费量相应增加。
2. 政府对于染料行业保持较为严格的产能限制，使得染料供需趋紧，染料价格上涨。
3. 中间体在较为严格的环保和安全形势下，价格上涨。
4. 助剂、无机化工等板块营收与利润水平保持稳定增长。
5. 地产建设进度符合公司预期，投资收益保持稳定。
6. 公司股权投资收益符合预期。

图 19PE-band



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 20PB-band



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 10 可比公司估值（截止 2018 年 1 月 15 日收盘）

代码	公司	最新收盘价	EPS			PE		
			17E	18E	19E	17E	18E	19E
002440.SZ	闰土股份	19.52	1.18	1.33	1.45	17	15	13
603980.SH	吉华集团	21.67	1.11	1.6	2.44	20	14	9
300067.SZ	安诺其	6.2	0.23	0.31	0.4	29	19	15
603188.SH	亚邦股份	16.27	1.25	1.52	1.89	13	10	8
600352.SH	浙江龙盛	12.41	0.79	1.16	1.26	16	11	10

资料来源：Wind，东兴证券研究所

5. 风险提示

原材料及主营产品价格大幅波动；新产能释放不及预期。

表 11 公司盈利预测表

资产负债表	单位:百万元					利润表	单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E		2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产合计	15887	25123	32138	37568	42557	营业收入	14842	12356	15431	18125	19766
货币资金	3675	3427	4525	7418	9814	营业成本	9898	7852	9553	10355	11107
应收账款	2175	2177	3171	3724	4062	营业税金及附加	168	79	123	145	158
其他应收款	889	981	1225	1439	1569	营业费用	1047	986	1204	1359	1482
预付款项	175	210	465	503	540	管理费用	1298	1224	1389	1541	1680
存货	6763	16772	20926	22377	24298	财务费用	226	233	408	426	340
其他流动资产	2210	1556	1826	2106	2274	资产减值损失	39.49	277.03	-160.20	10.00	0.00
非流动资产合计	10743	14814	15458	16549	17664	公允价值变动收益	0.00	1004.9	60.00	80.00	100.00
长期股权投资	347	470	770	1270	1670	投资净收益	849.20	319.79	500.00	700.00	600.00
固定资产	4916.65	5177.11	5523.05	6019.77	6565.10	营业利润	3183	3109	3597	5214	5857
无形资产	572	843	864	885	906	营业外收入	201.33	161.26	100.00	150.00	180.00
其他非流动资产	4907	8324	8301	8374	8523	营业外支出	51.84	79.72	25.00	60.00	80.00
资产总计	26631	39936	47596	54117	60221	利润总额	3333	3190	3672	5304	5957
流动负债合计	8544	10450	12623	13445	13865	所得税	455	708	588	849	953
短期借款	3111	3625	7125	7125	7125	净利润	2878	2482	3084	4456	5004
应付账款	1225	1467	1780	1927	2066	少数股东损益	-337	-453	-527	-685	-892
预收款项	303	1003	1252	1471	1604	归属母公司净利润	2541	2029	2558	3770	4111
一年内到期的非	1144	1508	400	400	400	EBITDA	3222	2970	3554	5045	5404
非流动负债合计	2860	11467	14572	16182	17792	EPS (元)	0.78	0.62	0.79	1.16	1.26
长期借款	2607	5715	8815	10415	12015	主要财务比率					
应付债券	0	5489	5494	5504	5514		2015	2016A	2017E	2018E	2019E
负债合计	11559	22569	27795	30626	32856	成长能力					
少数股东权益	1260	1746	2272	2958	3850	营业收入增长	-2.03	-16.75%	24.89%	17.46%	9.06%
实收资本(或股	3253	3253	3253	3253	3253	营业利润增长	-4.34	-2.35%	15.71%	44.97%	12.32%
资本公积	1545	1552	1552	1552	1552	归属于母公司净利润	0.32	-20.16%	26.06%	47.40%	9.05%
未分配利润	9014	10816	12724	15727	18710	获利能力					
归属母公司股东	13812	15622	17529	20533	23515	毛利率(%)	33.31	36.45%	38.09%	42.87%	43.81%
负债和所有者	26631	39936	47596	54117	60221	净利率(%)	19.39	20.09%	19.99%	24.58%	25.31%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润(%)	9.54	5.08%	5.37%	6.97%	6.83%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	20.84	15.89%	17.60%	21.70%	21.28%
经营活动现金	1629	-6075	-2723	2974	3255	偿债能力					
净利润	2541	2029	2558	3770	4111	资产负债率(%)	43%	57%	58%	57%	55%
折旧摊销	578.90	582.87	531.08	598.71	684.96	流动比率	1.86	2.40	2.55	2.79	3.07
财务费用	226	233	408	426	340	速动比率	1.07	0.80	0.89	1.13	1.32
应收账款减少	-347	9897	5943	2516	2583	营运能力					
预收账款增加	-842	1028	-219	820	419	总资产周转率	1.49	0.97	1.02	1.13	1.16
投资活动现金	-181	-2020	-567	-600	-1000	应收账款周转率	6	6	6	5	5
公允价值变动收	0	1005	60	80	100	应付账款周转率	11.03	7.61	8.33	9.08	9.33
长期股权投资减	-516	-413	-1000	-1200	-1400	每股指标(元)					
投资收益	849	320	500	700	600	每股收益(最新摊薄)	0.78	0.62	0.79	1.16	1.26
筹资活动现金	906	7601	4438	418	140	每股净现金流(最新摊)	0.74	-0.11	0.35	0.86	0.74
应付债券增加	2800	6485	5	10	10	每股净资产(最新摊)	4.25	4.80	5.39	6.31	7.23
长期借款增加	-1207	2990	5492	1600	1600	估值比率					
普通股增加	1147	5	0	0	0	P/E	14.24	17.83	14.14	9.59	8.80
资本公积增加	#REF!	8	0	0	0	P/B	2.62	2.32	2.06	1.76	1.54
现金净增加额	2403	-354	1148	2793	2397	EV/EBITDA	15.79	11.50	13.61	8.42	5.41

资料来源:公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015年就职于民生证券，2016年加入东兴证券。

刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA持证人。2013年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016年8月加入东兴证券研究所。

张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2年化工实业经验，2015年10月起从事基础化工行业分析，2017年6月加入东兴证券研究所化工团队，对煤化工、氯碱、氮肥等子行业研究深入细致。

研究助理简介

罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，3年化工实业经验，2017年7月加入东兴证券研究所。

邓先河

北京大学材料化学学士，美国佛罗里达大学化学工程硕士，2015-2017年就职于埃克森美孚（ExxonMobil），2017年8月加入东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主做出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。