



**东兴证券**  
DONGXING SECURITIES

# 具有全球影响力的钛白粉行业巨头 ——龙蟠佰利（002601）深度报告

2018年08月14日

强烈推荐/首次

龙蟠佰利 深度报告

## 报告摘要：

龙蟠佰利是我国钛白粉行业的领军企业，并具有全球影响力。公司的技术先进、竞争力强，在毛利率、产品均价、产业链话语权方面具有明显优势。

**公司年底试车的20万吨氯化法是重要看点。**

- ◆ 公司是上市公司中唯一具有氯化法产能的钛白粉企业，先发优势明显。
- ◆ 氯化法的环保优势极为明显，已经成为钛白粉生产工艺的大势所趋。
- ◆ 公司未来继续规划新建30万吨氯化法产能，有望进一步提升竞争力。

**公司钛白粉主业集中且竞争力强。**

- ◆ 公司产品广受国际客户喜爱，出口占比较高、产品单价较高、毛利率较高，品牌效应及渠道效应明显。
- ◆ 公司的一体化程度较强，在产业链中的话语权较强。公司前五名供应商和前五名客户的业务占比显著低于同行，对上下游具有较强的议价能力。

**预计钛白粉行业将持续高景气，公司受益显著。**

- ◆ 海外需求，特别是对发展中国家的出口是拉动我国钛白粉行业需求增加的主要动力，此因素预计仍将持续。
- ◆ 由于环保的影响，目前钛白粉产能基本出清，未来新增产能主要集中在技术难度较高的氯化法，供需紧平衡将持续较长时间。
- ◆ 受益于行业集中度提升等有利因素，钛白粉行业的价差有望继续维持在高位水平甚至进一步扩大。

**盈利预测及投资评级。**预计公司18-20年EPS为1.43、1.66和2.1元，对应PE为10、9和7倍，结合行业及公司现状和前景，首次给予公司“强烈推荐”评级。

**风险提示：**主营产品及原材料价格大幅波动；行业景气度低于预期。

## 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,183.88	10,353.1	13,016.2	14,524.0	17,168.3
增长率（%）	57.30%	147.45%	25.72%	11.58%	18.21%
净利润（百万元）	459.31	2,588.87	3,004.76	3,487.36	4,407.60
增长率（%）	286.11%	463.64%	16.06%	16.06%	26.39%
净资产收益率（%）	3.58%	19.42%	18.84%	18.96%	20.52%
每股收益（元）	0.43	1.25	1.43	1.66	2.10
PE	31.67	10.90	9.53	8.21	6.50
PB	2.24	2.15	1.79	1.56	1.33

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

## 分析师

刘宇卓

010-66554030

执业证书编号：

[liuyuzhuo@dxzq.net.cn](mailto:liuyuzhuo@dxzq.net.cn)

S1480516110002

张明烨

010-66554024

执业证书编号

[zhang\\_my@dxzq.net.cn](mailto:zhang_my@dxzq.net.cn)

S1480517120002

研究助理

罗四维

010-66554047

洪翀

010-66554012

[luosw@dxzq.net.cn](mailto:luosw@dxzq.net.cn)

[hongchong@dxzq.net.cn](mailto:hongchong@dxzq.net.cn)

## 交易数据

52周股价区间（元）	13.3-17.99
总市值（亿元）	270.26
流通市值（亿元）	93.39
总股本/流通A股（万股）	203202/70221
流通B股/H股（万股）	/
52周日均换手率	2.06

## 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、《周期品研究之钛白粉：有涂有料有真相》

2017-09-18

2、《龙蟠佰利（002601）调研简报：钛白粉价格有支撑，规模及一体化优势明显》2017-05-12

3、《龙蟠佰利（002601）点评报告：收购上游矿产资源，构筑竞争优势》2017-03-21

## 目 录

1. 龙蟠佰利是我国钛白粉行业的领军企业 .....	4
2. 公司主业集中，涨价对业绩提升弹性大 .....	5
2.1 公司钛白粉的竞争优势明显 .....	6
2.2 公司在产业链中的话语权较强 .....	8
3. 氯化法是大势所趋，公司先发优势明显 .....	9
3.1 公司氯化法工艺在国内处于领先地位 .....	10
3.2 氯化法环保优势显著，但技术门槛较高 .....	11
4. 钛白粉行业预计维持高景气 .....	12
4.1 对发展中国家的出口依然是钛白粉需求的主要拉动力 .....	12
4.2 内需预计保持平稳 .....	15
4.3 预计钛白粉价差将维持高位 .....	16
5. 盈利预测与估值 .....	17
6. 风险提示 .....	17

## 表格目录

表 1 硫酸法和氯化法优缺点对比 .....	10
表 2 10 万 t/年钛白粉生产企业环保成本测算（元/吨） .....	11
表 3 我国氯化法工艺技术瓶颈 .....	12
表 4 可比公司估值（截止 2018 年 08 月 07 日收盘） .....	17
表 5 公司盈利预测表 .....	19

## 插图目录

图 1 全球钛白粉产能分布（2017 年） .....	4
图 2 龙蟠佰利历年营收、利润（亿元）及同比增速 .....	4
图 3 龙蟠佰利发展历程 .....	5
图 4 公司营业收入构成（2017 年） .....	6
图 5 公司毛利构成（2017 年） .....	6
图 6 钛白粉国内外价格对比 .....	6
图 7 钛白粉上市企业外销占比 .....	6
图 8 钛白粉行业毛利率变化情况 .....	7
图 9 钛白粉上市企业单价对比 .....	7
图 10 钛白粉上市企业开工率对比 .....	7
图 11 钛白粉上市企业海外收入占比 .....	7
图 12 钛白粉上市企业前五名供应商占比对比 .....	8
图 13 钛白粉上市企业前五名客户占比对比 .....	8
图 14 钛白粉行业发展简史 .....	9

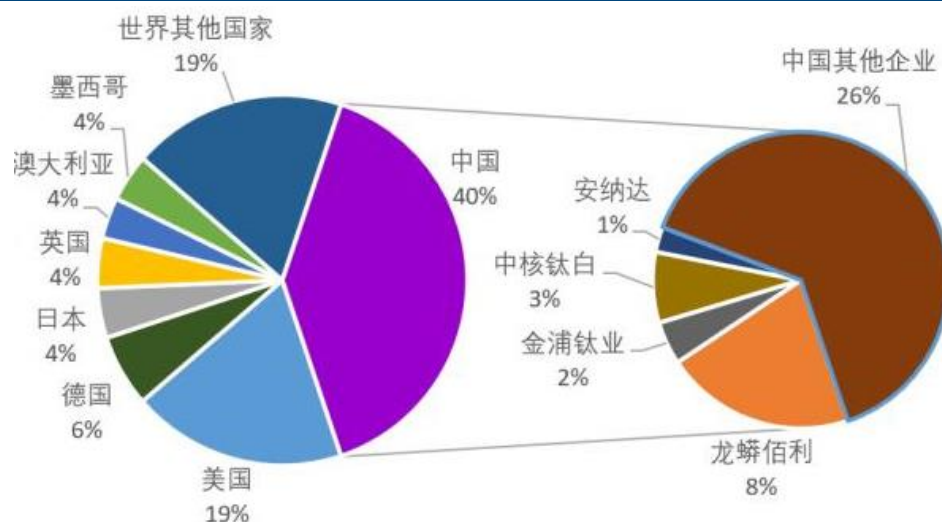
图 15 硫酸法工艺流程及产污环节 .....	10
图 16 氯化法工艺流程及产污环节 .....	10
图 17 公司氯化法发展历程 .....	10
图 18 我国钛白粉进出口历史变化 .....	12
图 19 我国钛白粉出口占产量百分比 .....	13
图 20 我国钛白粉对亚洲六国出口量 .....	13
图 21 我国钛白粉主要出口国家占比（2010 年） .....	14
图 22 我国钛白粉主要出口国家占比（2017 年） .....	14
图 23 部分国家 GDP 实际同比增速 .....	14
图 24 我国钛白粉下游占比 .....	15
图 25 我国钛白粉表观消费量与房屋销售面积同比增速 .....	15
图 26 我国钛白粉库存 .....	16
图 27 钛白粉价格与价差（元/吨） .....	17

## 1. 龙蟒佰利是我国钛白粉行业的领军企业

龙蟒佰利是我国钛白粉行业的领军企业，2017 年产能达 60 万吨（硫酸法 54 万吨，氯化法 6 万吨），位居亚洲第一、全球第四，是我国钛白粉企业逐渐由大到强，参与全球竞争与规则制定的领军企业。

中国钛白粉产能占据全球产能的 40%。2017 年龙蟒佰利钛白粉产量为 59.7 万吨，占据全国总产量的 21%。全年共销售钛白粉 58.45 万吨，其中出口钛白粉 30.73 万吨，出口量占据全国总出口量的 37%，远销亚非拉美欧的一百多个国家和地区，拥有较强的市场话语权。

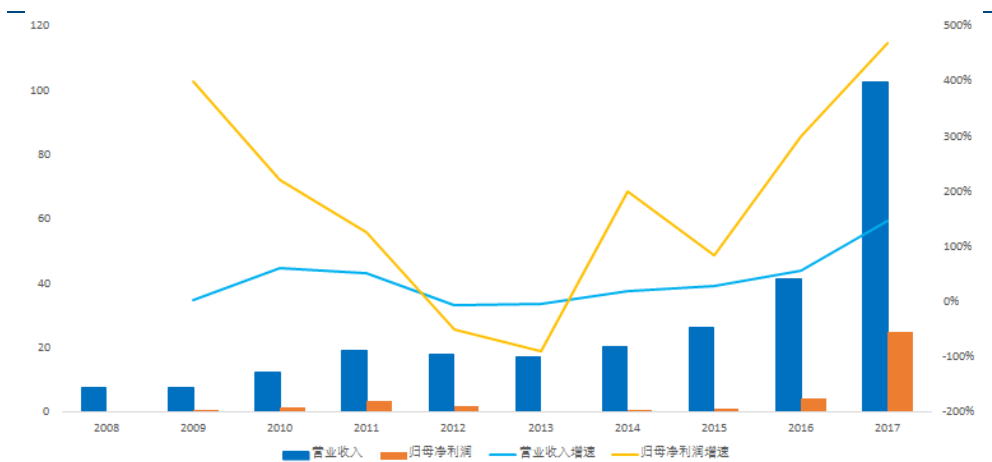
图 1 全球钛白粉产能分布（2017 年）



资料来源：Wind、公司公告、东兴证券研究所

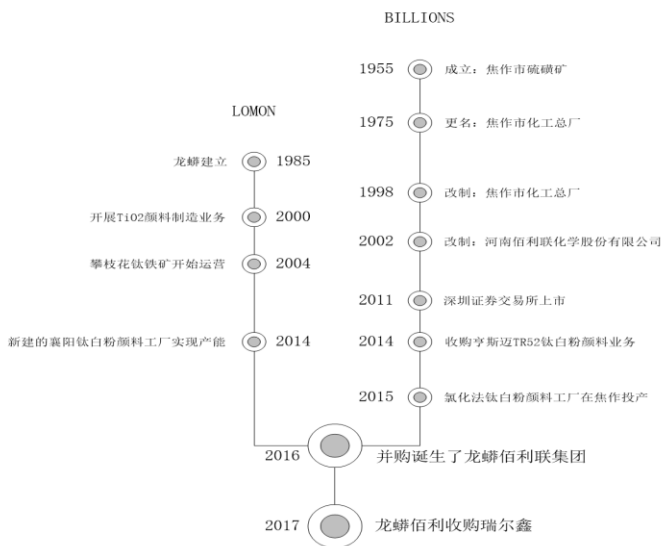
2016 年佰利联与龙蟒钛业合并，不仅形成了我国最大的钛白粉企业龙蟒佰利，也很好地优化了我国钛白粉的行业格局，大大强化了龙头企业对于行业的控制力。公司是国内唯一一家同时具备硫酸法和氯化法双工艺规模化生产的钛白粉企业，且技术水平均处于国内领先地位。公司在建的 20 万吨/年新增产能计划于 2018 年年底试车，如果能够顺利投产，将标志着我国钛白粉行业在大型氯化法生产工艺获得实质性突破，意义重大。

图 2 龙蟒佰利历年营收、利润（亿元）及同比增速



资料来源: Wind、东兴证券研究所

图 3 龙蟠佰利发展历程



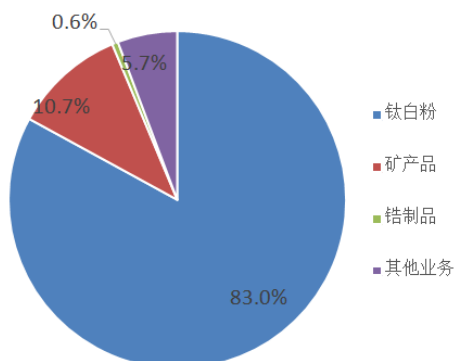
资料来源: Wind、东兴证券研究所

## 2. 公司主业集中, 涨价对业绩提升弹性大

公司主业集中于钛白粉的生产和销售, 2017 年钛白粉对于公司营业收入的贡献度为 83%, 对于营业利润的贡献度为 82%。硫酸法(氯化法)钛白粉价格每上涨 1000 元, 预计公司利润将增加 3.86 (0.43) 亿元。

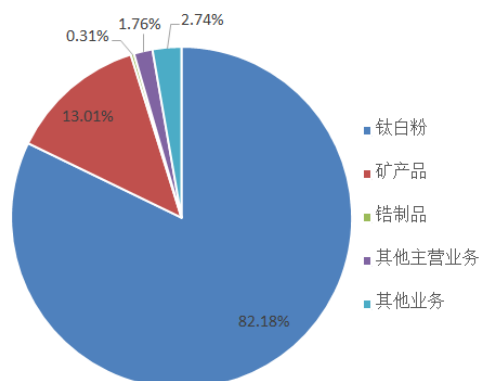
钛白粉具有高折射率, 理想的粒度分布, 良好的遮盖力和着色力, 是性能优异的白色颜料, 广泛应用于涂料、橡胶、塑料、造纸、印刷油墨、日用化工、电子工业、微机电和环保工业。

图 4 公司营业收入构成（2017 年）



资料来源：公开资料、中国知网、东兴证券研究所

图 5 公司毛利构成（2017 年）

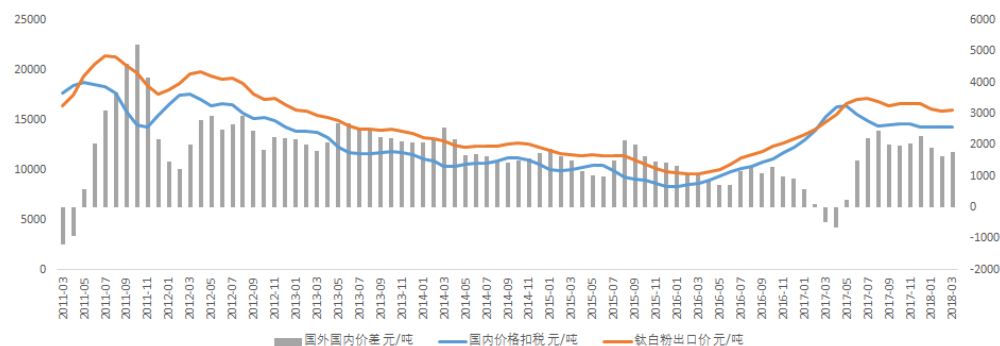


资料来源：公开资料、中国知网、东兴证券研究所

## 2.1 公司钛白粉的竞争优势明显

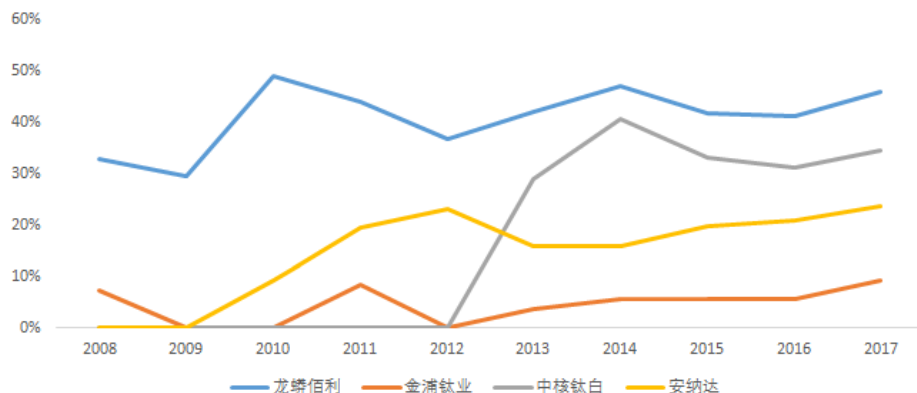
公司的钛白粉产品无论在产品单价、毛利率还是开工率方面，均在行业内处于优势地位。公司具有竞争优势的根本原因在于较强的规模效应和较高的产品质量，直接表现为更强的市场控制力、更高的开工率以及更高的出口占比。由于公司的产品在国际市场认可度较高，且国际市场钛白粉的价格一般高于国内，因此在一定程度上提升了公司的盈利能力。

图 6 钛白粉国内外价格对比



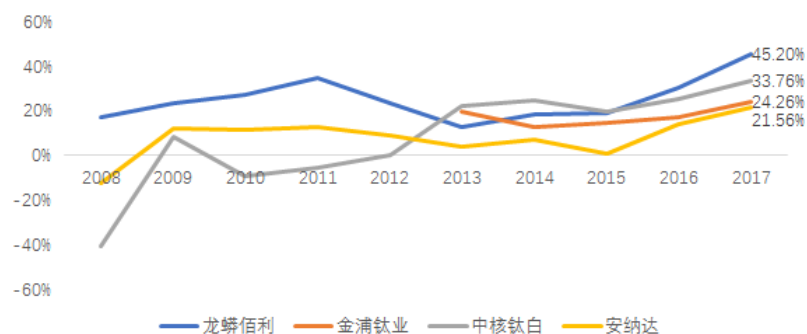
资料来源：Wind、公司公告、东兴证券研究所

图 7 钛白粉上市企业外销占比



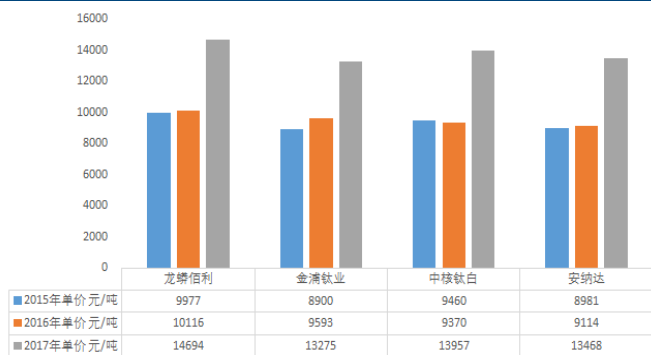
资料来源: Wind、公司公告、东兴证券研究所

图 8 钛白粉行业毛利率变化情况



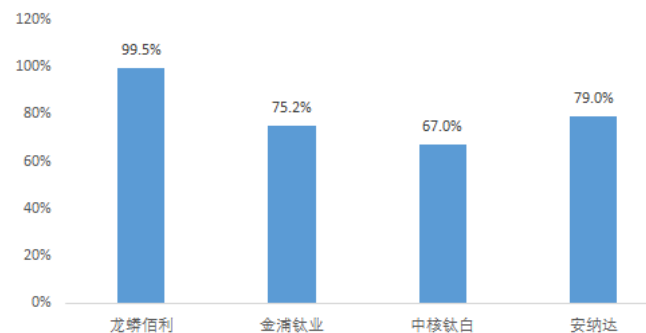
资料来源: Wind、公司公告、东兴证券研究所

图 9 钛白粉上市企业单价对比



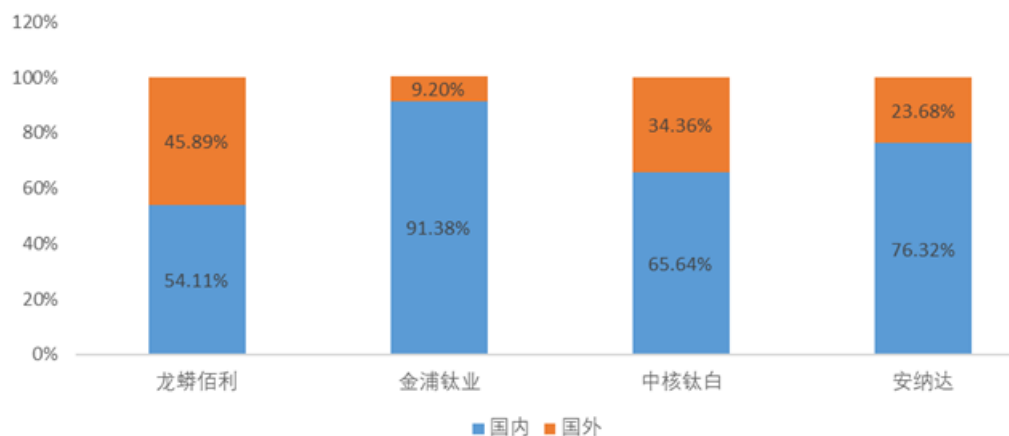
资料来源: Wind、公司公告、东兴证券研究所

图 10 钛白粉上市企业开工率对比



资料来源: Wind、公司公告、东兴证券研究所

图 11 钛白粉上市企业海外收入占比



资料来源：Wind、公司公告、东兴证券研究所

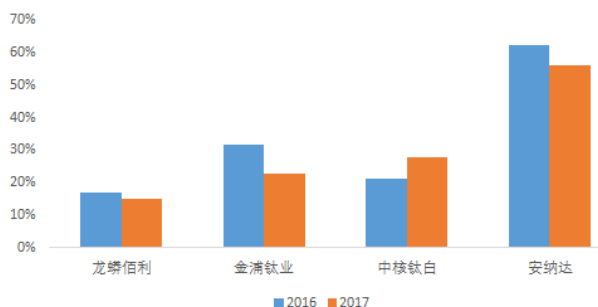
## 2.2 公司在产业链中的话语权较强

除了公司在钛白粉行业内的高产能占比外，从对供应商和下游客户的集中度对比也可以明显看出，无论是前五名供应商还是前五名客户，在龙蟠佰利的采购总额和销售总额中的占比较低，侧面说明了在公司对于大供应商和大客户的依赖度较低，在产业链上具有较强的话语权。

由于原材料对于钛白粉的盈利能力影响较大，因此一体化程度对于企业的盈利能力有着较大的影响。公司拥有国内较大规模的钒钛磁铁矿资源，借助其资源优势，有效改善了公司的产业链结构，稳定原材料供应和提升产品毛利率。

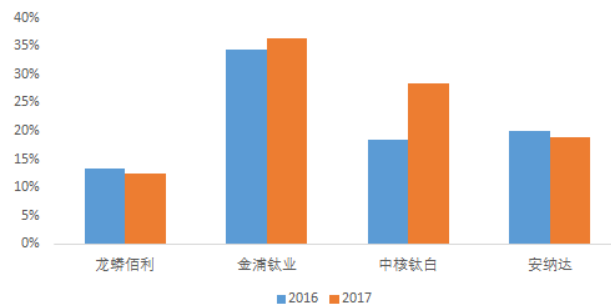
2017 年公司前五名供应商采购总额占年度采购总额的 15.04%，最大供应商采购额仅占年度采购总额的 3.42%，显著低于同行水平。除了积极在国内扩大原料供应地外，公司具有积极着眼全球钛矿市场，从加拿大、南非、印度、莫桑比克、塞内加尔等多个国家和地区采购原材料，有效的保证了公司原材料的充足供应。

图 12 钛白粉上市企业前五名供应商占比对比



资料来源：公开资料、公司公告、东兴证券研究所

图 13 钛白粉上市企业前五名客户占比对比



资料来源：公开资料、公司公告、东兴证券研究所

同时，公司的下游客户分布也较为广泛。2017 年公司前五大客户的销售总额占年度销售总额的 15.04%，最大客户的销售额仅占年度销售总额的 4.38%，也显著低于同行，

说明公司对单个客户的依赖度较低，市场话语权较强。

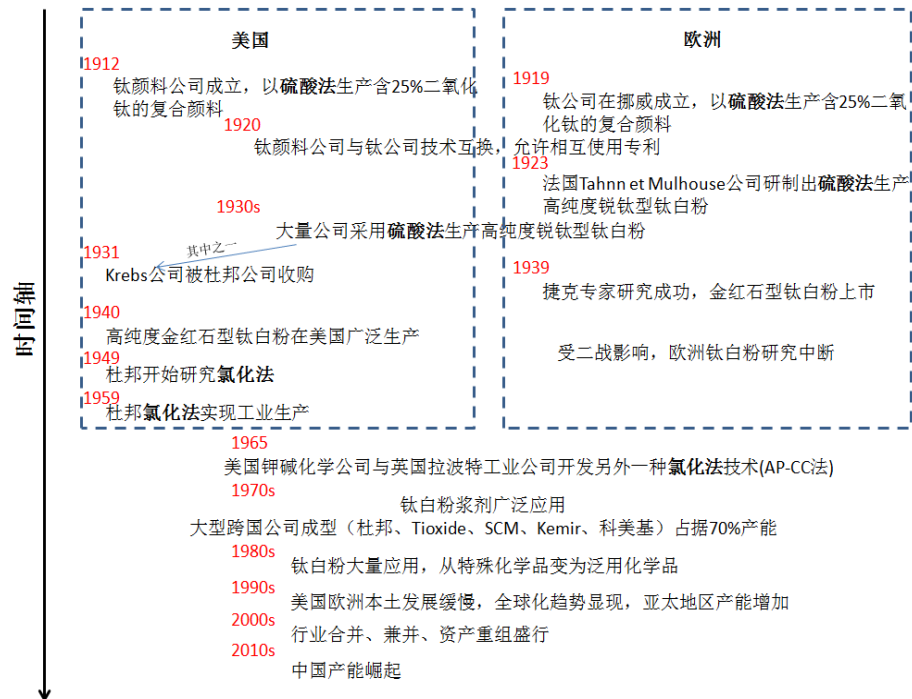
此外，公司一体化较高的特点还带来了在循环经济方面的优势，公司各个产品，包括钛白粉、锆制品、硫酸和富钛料之间具有一定的协同效应，可形成了较为完善的内外部循环经济运行模式，从而达到资源的综合利用，提升盈利水平。

### 3. 氯化法是大势所趋，公司先发优势明显

由于氯化法显著领先的环保优势，其已经成为未来钛白粉生产工艺的大势所趋。公司2012 年就开始引进国外氯化法技术，并不断试错改进，具有明显的先发优势，积累了宝贵经验。

钛白粉生产分为硫酸法和氯化法两种主流工艺。硫酸法诞生于 20 世纪初，简单但是污染严重，氯化法诞生于 20 世纪中期，环境影响小但是技术含量较高。目前钛白粉行业的国际巨头均早已从硫酸法过渡到氯化法，比如，世界第一和第二大钛白粉企业特诺+科斯特、科幕，都完全采用氯化法工艺进行生产。但我国受制于技术发展水平，目前大部分产能仍为硫酸法工艺。

图 14 钛白粉行业发展简史



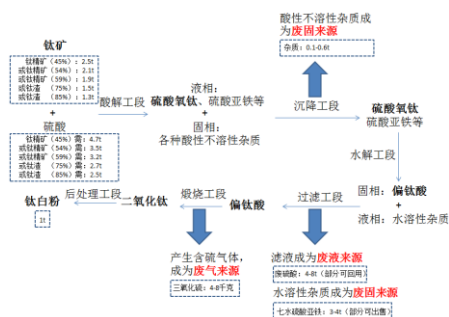
资料来源：钛白粉行业协会、钛白粉交易平台、《中国知网》、东兴证券研究所

表 1 硫酸法和氯化法优缺点对比

		硫酸法	氯化法
硫酸法占优	原料要求	较低	较高
	工艺历史	悠久	较新
	设备要求	低	高
	投资成本	低	高
氯化法占优	产品品质	较低	较高
	工艺流程	长	短
	连续操作	难	易
	环保代价	高	低
中性	技术壁垒	低	高

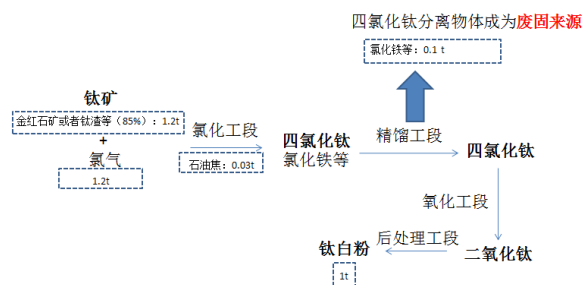
资料来源：钛白粉行业协会，东兴证券研究所

图 15 硫酸法工艺流程及产污环节



资料来源：《中国知网》、百川资讯、无机盐协会、东兴证券研究所

图 16 氯化法工艺流程及产污环节



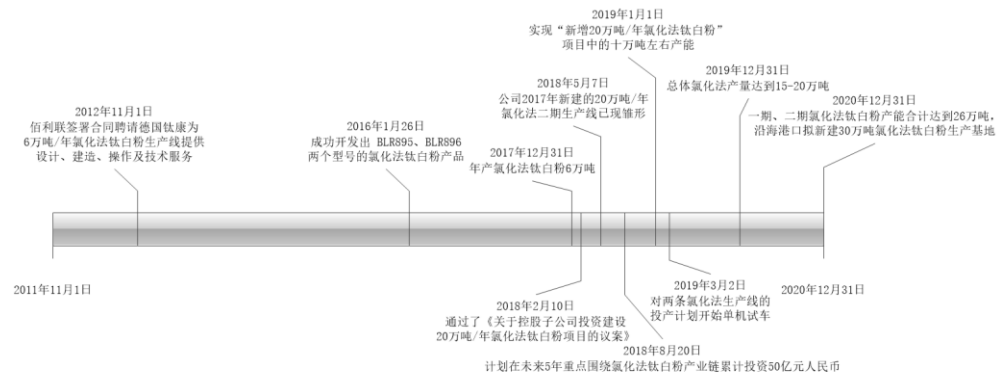
资料来源：《中国知网》、百川资讯、无机盐协会、东兴证券研究所

### 3.1 公司氯化法工艺在国内处于领先地位

公司是国内唯一一家具有氯化法钛白粉产能的上市企业。氯化法钛白粉装置在国内处于领先地位，在连续化运行以及产品质量上具有较大优势，并解决了包括氯化、氧化、后处理等工段在内的工程化甚至国产化问题，具有较好的放大前景。

公司在 2019 实现 20 万吨/年氯化法新增产能的正式达产，全年生产氯化法 15 万吨以上，并在沿海港口进一步筹建合计 30 万吨的新建氯化法产能，进一步大幅提升公司的市占率和行业控制力。

图 17 公司氯化法发展历程



资料来源：Wind、公司公告、东兴证券研究所

2017 年公司 6 万吨氯化法钛白粉初步实现了规模化产销，建立了上游的原料采购途径，并初步实现了对于重要客户氯化法产品的稳定供货。公司氯化法钛白粉已经成功进入 PPG、阿克苏（AkzoNobel）、宣伟（Sherwin-Williams）、立邦（Nippon Paint）等一系列战略性客户的供应链之中，并得到了客户的高度认可。目前 20 万吨氯化法钛白粉预计将在 2018 年年底试生产，如果能够顺利投产，将为公司打开广阔的发展空间。

### 3.2 氯化法环保优势显著且技术门槛较高

在发改委发布的《产业结构调整指导目录》中，明确将硫酸法钛白粉生产工艺列入限制发展的项目中。事实上，自 2015 年以来，硫酸法的新建产能已经几乎不可能得到批准。产能的增加主要来自于在建工程的完工。

值得注意的是，由于环保因素的影响，不断有硫酸法产能被迫退出市场。这主要是由于其高污染高能耗的特性决定的。硫酸法在生产钛白粉的各个工序中，均有大量的污染物产生。每生产一吨钛白粉，硫酸法工艺会产生

- ◆ 废气：大量的二氧化硫、酸雾及含二氧化钛粉尘尾气
- ◆ 废液：8-10 吨废硫酸，数吨含硫酸亚铁、偏钛酸废水等
- ◆ 废渣：200kg-300kg 残渣

近年来，政府环保部门加大了对钛白粉生产企业的污染执法处罚力度，一批污染严重且环保措施缺乏的中小型钛白粉生产企业被迫退出生产，而大型钛白粉生产企业也被要求增加环保设备或者提升环保处理水平。随着排污要求的提高以及排污费用的增加，其环境成本将越来越高。

表 2 10 万 t/年钛白粉生产企业环保成本测算（元/吨）

	2010		2015		2020（预计）	
	氯化法	硫酸法	氯化法	硫酸法	氯化法	硫酸法
废固处理	180	240	280	450	420	630
废液处理	15	660	25	1600	30	2800
废气处理	5	10	10	100	15	160
合计	200	910	335	2150	465	3590

资料来源：《中国知网》、百川资讯、中国环境保护产业协会、东兴证券研究所

发展氯化法是我国钛白粉行业未来的必然趋势，但氯化法钛白粉生产技术在我国起步较晚，目前，我国仅有龙蟠佰利、漯河兴茂、锦州钛业和云南新立四家钛白粉生产企业具有氯化法钛白粉生产技术，且氯化法产能均较小，若想实现大规模的稳定生产上需要进一步的技术突破，比如大型氯化炉的材质、设计和操作方面仍需大幅提高。目前氯化法大规模应用的障碍在于：

- ◆ 生产技术需部分或全部依赖国外，独立开发能力有限
- ◆ 行业巨头对于技术封锁严密
- ◆ 前期均需要经历较长时间的试错与改进过程

表 3 我国氯化法工艺技术瓶颈

瓶颈	与国外巨头差距
难以长周期运行	氧化反应器运行周期仅能为国外巨头的一半
控制水平较低	难以完美地控制产品力度和晶型
产品性能略差	白度、消色力、遮盖力、耐候性指标略差
关键设备质量差	氯化炉等关键设备国外封锁出口，国产设备质量较差

资料来源：中国知网，东兴证券研究所

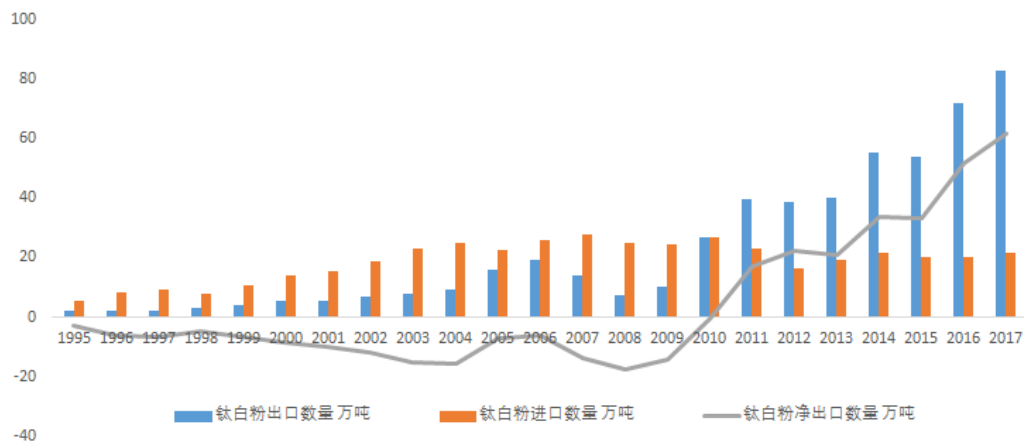
## 4. 钛白粉行业预计维持高景气

### 4.1 对发展中国家的出口依然是钛白粉需求的主要拉动力

2016 年以来，出口、特别是对发展中国家的出口成为拉动钛白粉需求的主要动力。我国钛白粉出口量自 2008 年以来快速增长，2010 年进出口量基本持平，此后我国从钛白粉净进口国变为净出口国。

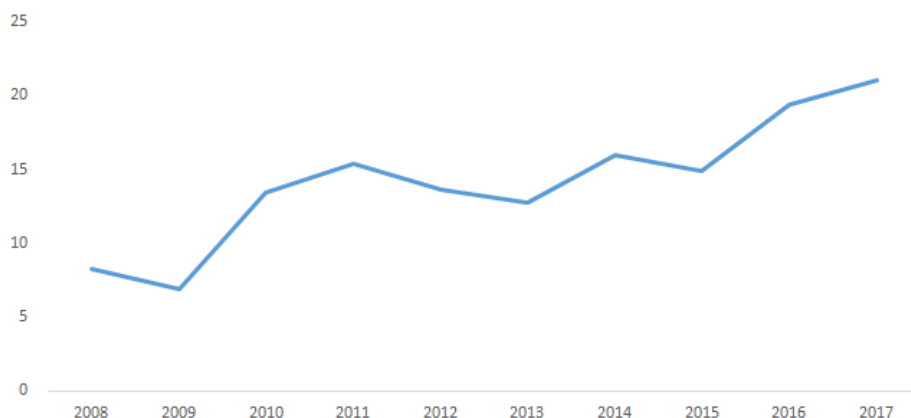
对比2017年和2009年，钛白粉出口量增长7倍，从10万吨/年发展到82万吨/年，出口占比从不足10%发展到25%。

图 18 我国钛白粉进出口历史变化



资料来源：Wind，卓创资讯，东兴证券研究所

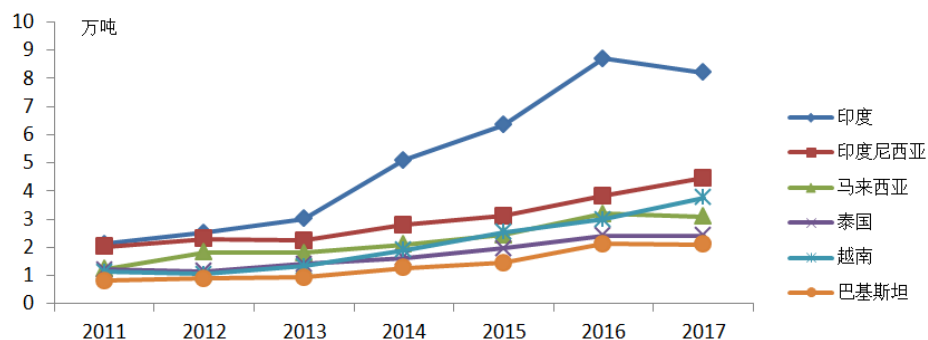
图 19 我国钛白粉出口占产量百分比



资料来源：Wind，卓创资讯，东兴证券研究所

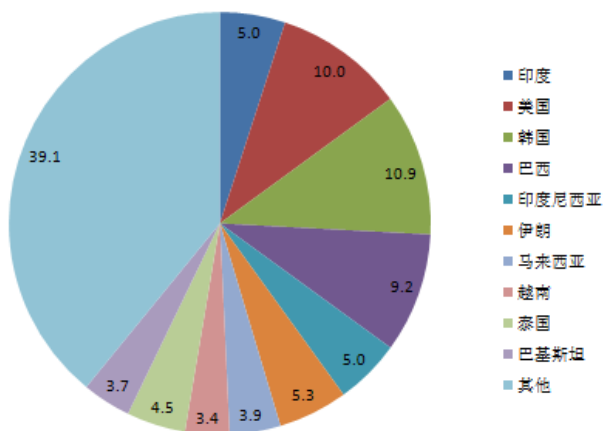
近年来印度、印度尼西亚、马来西亚、越南、泰国和巴基斯坦在内的亚洲六国，成为了我国钛白粉出口量增长最快的地区。我国对其出口量从2011年的8.6万吨增长到了2017年的24万吨，其在我国出口中的占比，也已经由2010年的25.6%提升到2017年的28.92%，成为我国钛白粉最重要的出口目的地之一。

图 20 我国钛白粉对亚洲六国出口量



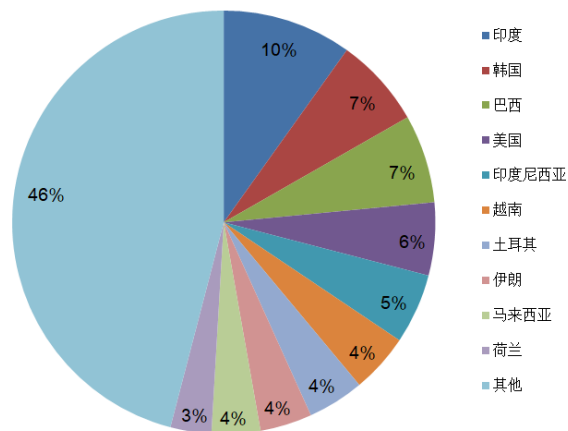
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 21 我国钛白粉主要出口国家占比（2010 年）



资料来源：卓创资讯, Wind, 东兴证券研究所

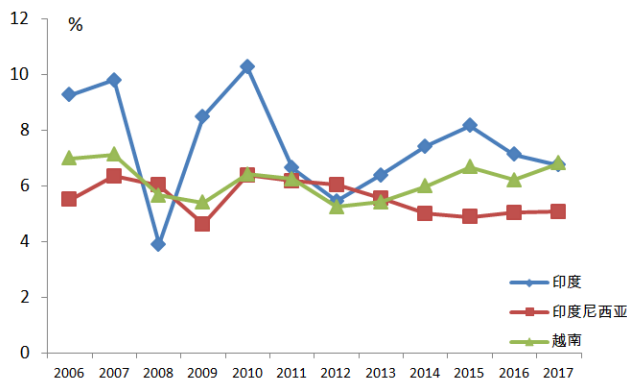
图 22 我国钛白粉主要出口国家占比（2017 年）



资料来源：卓创资讯，Wind, 东兴证券研究所

以上亚洲六国近年来实现了较快的经济增长，但其自身只有十分有限的钛白粉产能，且受制于其落后的工业体系，钛白粉产能扩张的能力十分有限。在可预见的未来，亚洲地区发展中国家仍将保持对我国钛白粉的旺盛增长需求。

图 23 部分国家 GDP 实际同比增速

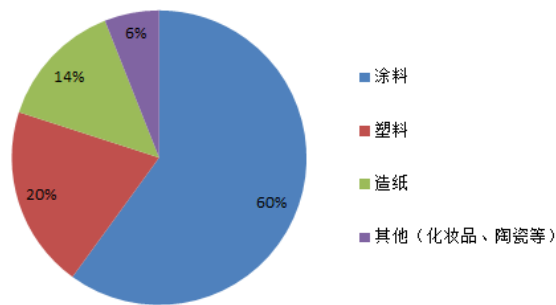


资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 4.2 内需预计保持平稳

钛白粉约六成用于涂料行业，且主要为建筑用涂料，钛白粉国内的需求量与房地产行业高度相关，是典型的地产后周期行业。房屋销售面积是预测钛白粉需求的重要参考指标。结合房屋销售面积增速和对于涂料消费的滞后时间，可以大体预判出钛白粉需求的将保持平稳。

图 24 我国钛白粉下游占比

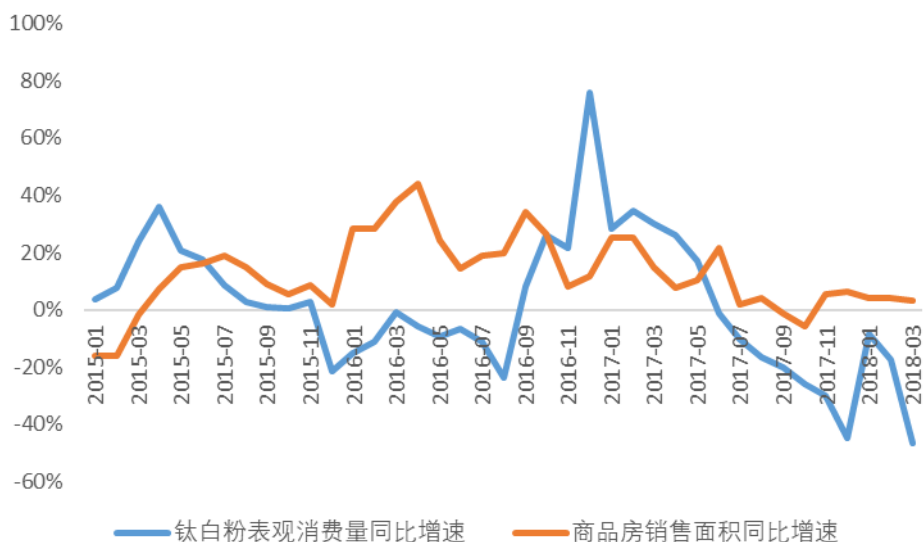


资料来源：百川资讯，东兴证券研究所

建筑涂料对于钛白粉的需求主要体现在墙体处理（包括外墙和内墙）以及家装环节。钛白粉是建筑用涂料中白色颜料的主要品种。由于建筑涂料在钛白粉下游应用中占据主要地位，因此，钛白粉消费量与房屋销售面积相关度极高。

将房屋销售面积递延 6 月，我们可以看到处理后的销售面积增速和钛白粉的增速呈现出高度的一致性。据此处理，可见 16 年及 17 年上半年房地产回暖带来的惯性因素将使得钛白粉需求保持大体平稳。

图 25 我国钛白粉表观消费量与房屋销售面积同比增速

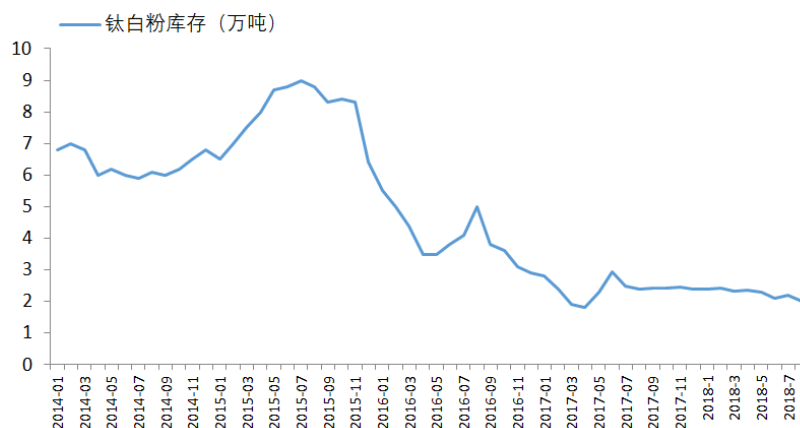


资料来源：Wind，国家化工行业生产力促进中心钛白分中心，卓创资讯，百川资讯，东兴证券研究所

#### 4.3 预计钛白粉价差将维持高位

钛白粉库存在自 2016 年中旬以来，大体上呈现出下降的趋势。目前钛白粉库存处于历史低位水平，体现出了偏紧的供需格局，考虑到供给端由于产能出清、环保压力和技术瓶颈而导致的新增产能受限，我们认为钛白粉价格将保持在较为强势的 18000-20000 元/吨的价格区间。

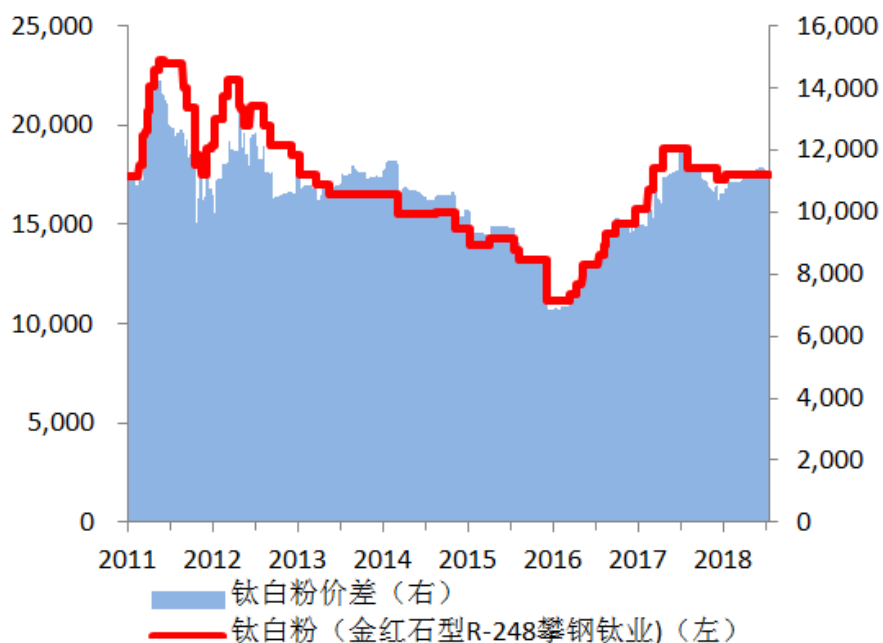
图 26 我国钛白粉库存



资料来源：卓创资讯，东兴证券研究所

原材料在钛白粉的生产成本中占有较大的比重，其中又以钛矿的成本占比最大。因此，钛精矿的价格变动会对钛白粉企业的成本产生一定影响，不过由于钛白粉行业集中度的提升带来了产业链地位的提高，钛白粉生产企业可以较好地将钛精矿的价格上升传递到产品价格。

图 27 钛白粉价格与价差（元/吨）



资料来源：Wind，百川资讯，东兴证券研究所

## 5. 盈利预测与估值

预计公司 18-20 年 EPS 为 1.43、1.66 和 2.1 元，对应 PE 为 10、9 和 7 倍，首次给予公司“强烈推荐”评级。

盈利预测关键假设：

1. 原材料钛精矿的供应稳定且价格不出现大幅波动
2. 氯化法的投产进度及经济效益符合预期。
3. 公司硫酸法不会出现长时间停产限产。
4. 钛白粉价格维持强势水平。
5. 海外需求高速增长趋势维持且出口环境不会显著恶化。

表 4 可比公司估值（截止 2018 年 08 月 13 日收盘）

代码	公司	最新收盘价	EPS			PE		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
002440.SZ	金浦钛业	-	-	-	-	-	-	-
603980.SH	安纳达	10.22	-	-	-	-	-	-
300067.SZ	中核钛白	3.96	0.40	0.52	0.61	10	8	6
<b>600352.SH</b>	<b>龙蟠佰利</b>	<b>14.19</b>	<b>1.43</b>	<b>1.66</b>	<b>2.1</b>	<b>10</b>	<b>9</b>	<b>7</b>

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 6. 风险提示

主营产品及原材料价格大幅波动；行业景气度低于预期。

表 5 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		
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	4582	7082	8857	10220	12036	营业收入	4184	10353	13016	14524	17168
货币资金	1303	2354	2605	2906	3435	营业成本	2913	5629	7471	8301	9625
应收账款	818	1205	1712	2228	2634	营业税金及附加	45	150	98	109	129
其他应收款	31	17	21	24	28	营业费用	180	327	411	436	489
预付款项	152	202	52	58	67	管理费用	367	1000	1258	1333	1497
存货	1281	1563	2149	2456	2901	财务费用	96	159	199	196	192
其他流动资产	167	63	89	104	131	资产减值损失	32.36	93.39	50.00	50.00	50.00
非流动资产合	13467	13765	15676	15701	15697	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	41	17	20	25	30	投资净收益	2.14	15.40	15.00	15.00	15.00
固定资产	6266	6029	6654	6859	6928	营业利润	550	3054	3545	4114	5201
无形资产	1420	1313	1222	1109	1009	营业外收入	17.46	12.19	10.00	8.00	6.00
其他非流动资产	46	74	80	80	80	营业外支出	26.61	10.70	9.00	6.00	5.00
资产总计	18049	20846	24533	25921	27734	利润总额	541	3055	3546	4116	5202
流动负债合计	3917	6244	5892	6205	6683	所得税	81	467	542	629	794
短期借款	1928	3441	3417	3402	3392	净利润	459	2589	3005	3487	4408
应付账款	916	986	1290	1434	1662	少数股东损益	17	86	100	116	147
预收款项	239	128	258	403	575	归属母公司净利润	442	2502	2904	3371	4260
一年内到期的非	30	379	30	30	30	EBITDA	1063	4089	4300	4897	5986
非流动负债合	1390	1268	924	985	1046	EPS (元)	0.43	1.25	1.43	1.66	2.10
长期借款	732	665	715	775	835	主要财务比率	2016	2017A	2018E	2019E	2020E
应付债券	0	0	0	0	0						
负债合计	5307	7512	6816	7190	7729	成长能力					
少数股东权益	402	448	548	664	812	营业收入增长	-16.7%	22.2%	18.3%	6.7%	27.7%
实收资本 (或股	2032	2032	2032	2032	2032	营业利润增长	-2.3%	7.6%	56.0%	5.1%	27.9%
资本公积	9580	9641	9641	9641	9641	归属于母公司净利润	-20.1%	18.9%	70.1%	8.5%	25.5%
未分配利润	510	1410	2862	4885	7441	获利能力					
归属母公司股东	12340	12887	15420	17780	20762	毛利率(%)	36.4%	36.1%	42.2%	41.9%	40.0%
负债和所有者	18049	20846	24533	25921	27734	净利率(%)	20.1%	18.1%	24.0%	24.5%	23.9%
现金流量表	单位:百万元					总资产净利润 (%)	9.5%	9.5%	5.1%	5.3%	8.1%
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE(%)	15.9%	16.1%	25.1%	22.9%	23.7%
经营活动现金	432	2368	2308	3623	4480	偿债能力					
净利润	459	2589	3005	3487	4408	资产负债率(%)	57%	59%	62%	60%	58%
折旧摊销	418	877	425	465	481	流动比率	2.4	2.4	2.6	2.8	3.0
财务费用	96	159	199	196	192	速动比率	0.8	0.8	0.9	1.1	2.2
应收账款减少	-474	-387	-507	-517	-406	营运能力					
预收帐款增加	68	50	130	145	172	总资产周转率	0.97	1.01	1.12	1.11	1.38
投资活动现金	-8787	-956	-2807	-700	-675	应收账款周转率	6	6	6	5	5
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	7.24	7.80	8.95	7.96	17.88
长期股权投资减	0	0	-5	-10	-10	每股指标 (元)					
投资收益	2	15	15	15	15	每股收益(最新摊薄)	0.62	0.74	1.26	1.37	1.72
筹资活动现金	8940	-265	749	-2624	-3277	每股净现金流(最新摊	-0.11	0.28	-0.13	0.64	5.59
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.80	5.21	5.27	6.26	7.57
长期借款增加	0	0	50	60	60	估值比率					
普通股增加	1828	0	0	0	0	P/E	33.00	11.35	9.93	8.55	6.77
资本公积增加	8176	61	0	0	0	P/B	2.34	2.24	1.87	1.62	1.39
现金净增加额	585	1147	250	300	528	EV/EBITDA	28.42	7.57	7.07	6.15	4.95

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 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。

## 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，CFA 持证人，3 年化工行业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

### 洪翀

北京理工大学化学工程学士，美国塔尔萨大学化学工程硕士，4 年海外化工实业经验，2018 年 5 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。