



2018年08月26日

买入(维持)

当前价: 12.18 元
目标价: - 元

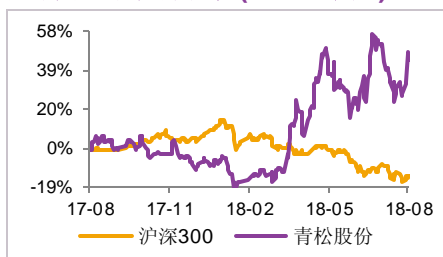
分析师: 于庭泽

执业编号: S0300518070002

电话: 010-66235689

邮箱: yutingze@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2017A	2018E	2019E	2020E
主营收入	811.2	1338.	1940.	2523.
(+/-) %	45.6	65.0	45.0	30.0
归母净利润	94.7	406.8	610.1	764.7
(+/-) %	189.4	329.4	50.0	25.3
EPS(元)	0.25	1.05	1.58	1.98
P/E	49.2	11.6	7.7	6.2

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

《【联讯化工】青松股份(300132)-小行业大龙头, 独享广阔成长空间》2018-08-23

青松股份(300132.SZ)

小行业大龙头, 合成樟脑之王

投资要点

◇ 供给出清, 中小产能陆续退出, 公司龙头地位稳固

合成樟脑行业经历了 2015 和 2016 年的行业低迷, 部分中小企业倒闭或者主动退出, 行业供给大幅收缩, 集中度大幅提升。2017 年以来政府推行的环保风暴, 进一步加剧了环保不合规产能退出, 行业集中度进一步提升, 公司目前是全球最大合成樟脑生产企业。

◇ 合成樟脑价格持续上涨, 价差持续扩大

当前合成樟脑最新报价已经达到 12 万/吨, 由于公司在合成樟脑端市占率较高, 具备较强议价能力, 同期松节油涨幅有限, 价差持续扩大。按照我们测算目前公司合成樟脑价差已经超过 6 万元/吨, 此外冰片价格目前也已经突破 25 万/吨, 价差超 10 万元。

◇ 原材料松节油有望长周期实现支撑

松节油的价格波动的主要因素在于主产品产量, 即松香的产量。当前我国松香产量持续收缩, 出口量大幅减少, 同时劳动力成本提高引致松脂减产, 松节油价格长周期有望支撑升下游产品价格中枢。

◇ 小行业大龙头, 独享广阔成长空间

在环保新常态下, 公司龙头地位愈发稳固, 主要竞争对手陆续出清, 公司目前是国内乃至全球合成樟脑龙头, 国内市占率已经超过 70%, 完全占领中高端市场。根据我们对行业的追踪, 目前市场极度缺货, 供需严重不平衡, 产品涨势确定, 公司有望独享广阔成长空间, 后续 1.5 万吨香料项目以及 5000 吨新增合成樟脑产能陆续投放有望量价齐升进一步增厚公司业绩。

◇ 盈利预测和评级

预计 2018/2019 公司归母净利润将达到 4.1/6.1 亿, eps1.05/1.58 元, 对应 PE11.6/7.7 倍。维持强烈推荐评级。

风险提示: 原材料价格波动, 新建项目进度不达预期



投资要件

盈利预测与投资

预计 2018/2019/2020 年公司归母净利将达到 4.1/6.1/7.6 亿，同比增速 329.4%，50.0%，25.3%，对应 PE11.6/7.7/6.2 倍。

关键假设点

我们考虑了未来合成樟脑价格持续上涨的预期以及产销量的增长，包括其他产品如香料的逐步产能释放，主要假设如下表

	2017	2018	2019	2020
合成樟脑售价（万/吨）	4.22	9.6	12.1	13.4
合成冰片售价（万/吨）	11	20	24	24
合成樟脑收入（亿）	6.33	10.1	15.73	21.44
合成冰片收入（亿）	0.935	1.7	2.04	2.04
其他产品收入（亿）	0.85	1.6	1.6	1.72
总收入（亿）	8.11	13.4	19.4	25.2



目 录

一、樟脑行业龙头，地位稳固.....	5
二、核心原材料松节油量减价升.....	8
（一）我国松香产量萎缩，出口量巨额减少.....	9
（二）劳动力成本提高引致松脂减产.....	9
（三）松节油价格上涨推升下游产品价格中枢.....	10
三、主营产品价格上涨.....	11
（一）合成樟脑的用途和价格走势.....	11
（二）合成冰片的用途和价格走势.....	13
四、投资建议.....	14

图表目录

图 1： 公司股权结构.....	5
图 2： 公司主要产品.....	5
图 3： 公司营收和归母净利（单位：亿元）.....	6
图 4： 公司盈利能力改善.....	6
图 5： 公司利润率水平大幅提升.....	6
图 6： 公司三费率（单位：亿元）.....	7
图 7： 公司偿债能力.....	7
图 8： 公司主营构成.....	7
图 9： 公司分产品毛利率.....	7
图 10： 松脂深加工产业链.....	8
图 11： 我国六大传统采脂区.....	8
图 12： 可采松脂树种.....	9
图 13： 松香（黄埔一级）马尾松市场价（单位：元/吨）.....	10
图 14： 我国松节油进出口数量（单位：吨）.....	11
图 15： 合成樟脑下游应用构成.....	12
图 16： 我国樟脑进出口情况（单位：吨）.....	12
图 17： 合成樟脑价格走势（单位：元/千克）.....	13
图 18： 松节油价格和樟脑松节油价差（单位：元/吨）.....	13
图 19： 冰片价格走势（单位：元/千克）.....	14
表 1： 业绩弹性计算.....	8
表 2： 四种松节油具体制备方法.....	10
表 3： 合成樟脑下游产品应用分布情况.....	11
表 4： 合成樟脑生产企业及产能分布情况.....	12



表 5: 片下游产品应用分布情况	13
表 6: 我国主要合成冰片生产企业及产能分布情况	13
附录: 公司财务预测表 (百万元)	15

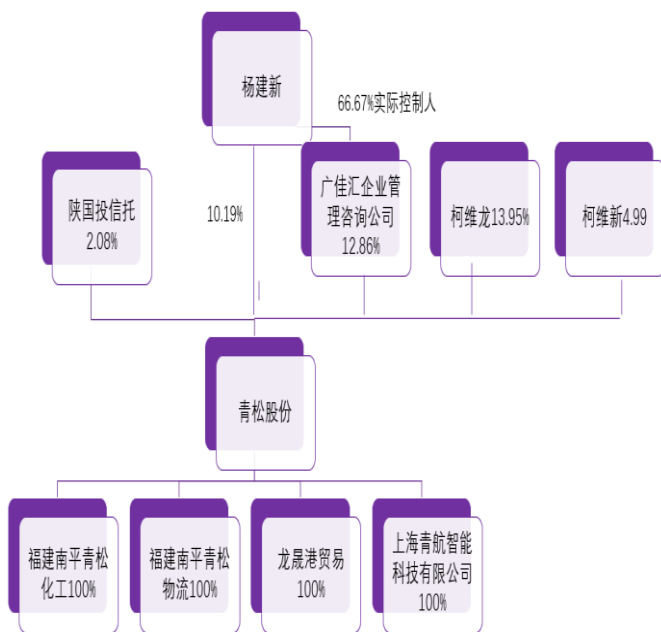


一、樟脑行业龙头，地位稳固

青松股份有限公司是全球最大的合成樟脑生产企业，此外公司出口的产品还有蒎烯、乙酸异龙脑酯、樟脑磺酸、冰片、对伞花烃、双戊烯、醋酸钠、无水醋酸钠等松节油深加工产品，广泛应用于医药、香精香料、化妆品、日化、涂料等行业。

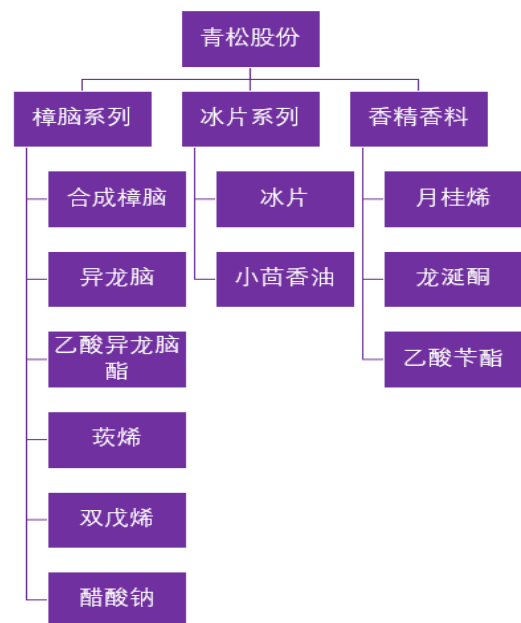
2017 年公司实际控制人发生变更，原实际控制人柯维龙等 6 位持股 5%以上的股东将 2701.3 万股转让给杨建新，转让价格 11.79 元/股，占总股本 7%。转让之前杨建新直接持股和通过其一致行动人广佳汇持股 16.05%。转让后，杨建新及其一致行动人持股 23.05%，并获得委托 6.75%表决权，共有合计表决权 29.8%。

图1： 公司股权结构



资料来源：公司公告、联讯证券

图2： 公司主要产品

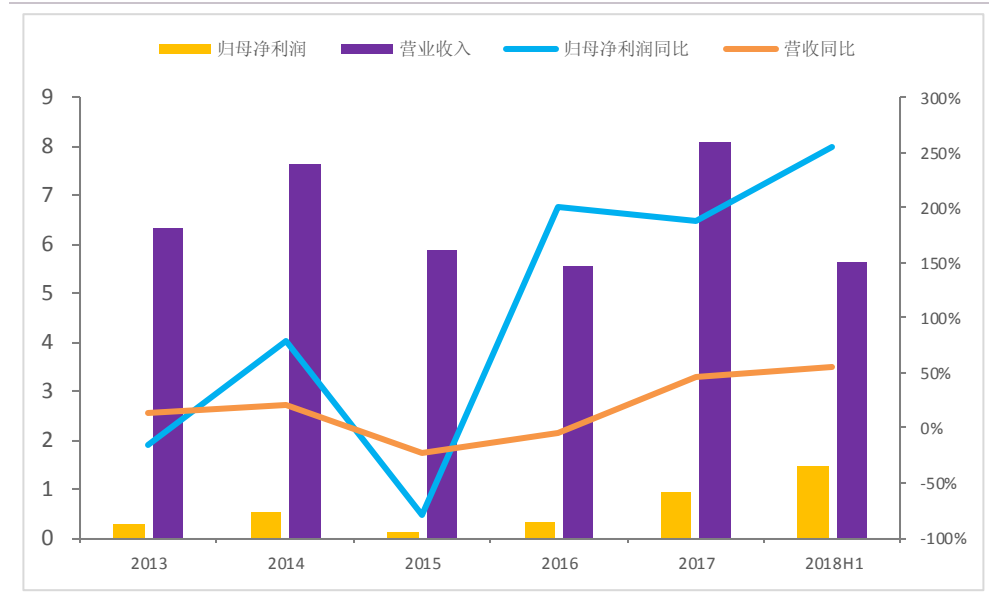


资料来源：公司年报、联讯证券

受益于公司产品价格持续上涨，公司业绩大幅提升。2017 年公司营业收入 8.11 亿元，同比增长 45.56%；营业利润 1.28 亿元，同比增长 210.94%；归母净利润 0.95 亿元，同比增长 189.44%；综合毛利率 28.37%，同比提升 7.71%。2018H1，公司营收 5.63 亿元，同比增长 56%，归母净利 1.46 亿元，同比增长 256%；此外公司预告 2018Q3 归母净利润 1.06-1.27 亿，环比 Q2 增 23%~48%。公司产品的出口比例约 45%，近期人民币持续贬值客观利好公司业绩。



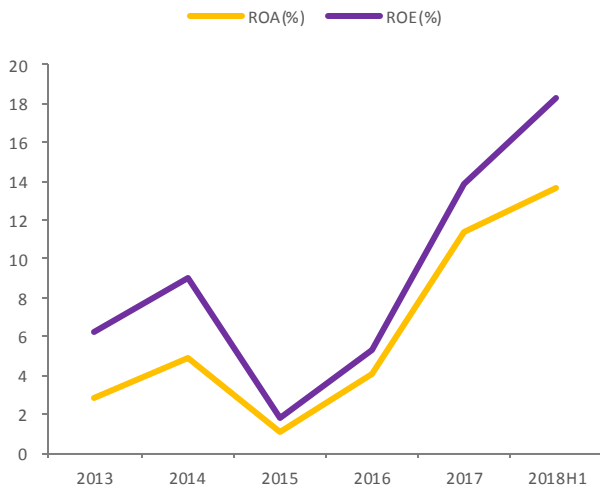
图3： 公司营收和归母净利（单位：亿元）



资料来源：wind、联讯证券

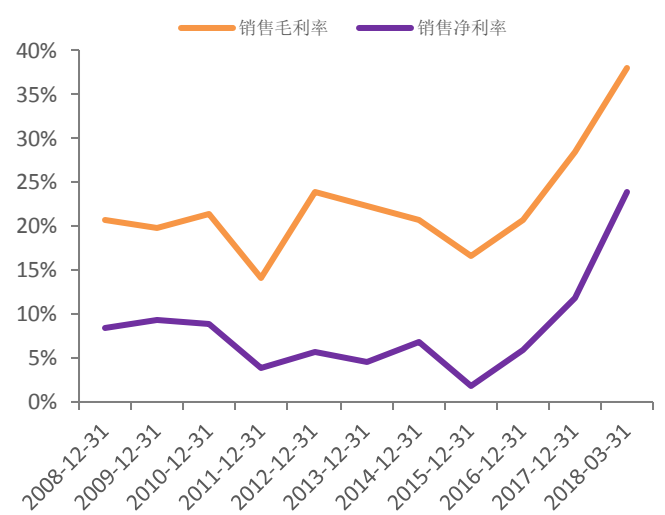
行业中小产能陆续退出，集中度大幅提升。2015-2016 年间为合成樟脑行业底部，主要原材料松节油 15 年开始价格下跌导致樟脑价格下降，小企业陷入亏损中小产能逐步退出，2017 年以来的环保高压政策更让行业集中度进一步提升。目前随着国内合成樟脑持续涨价，公司业绩转好，毛利率净利率大幅提升。

图4： 公司盈利能力改善



资料来源：wind、联讯证券

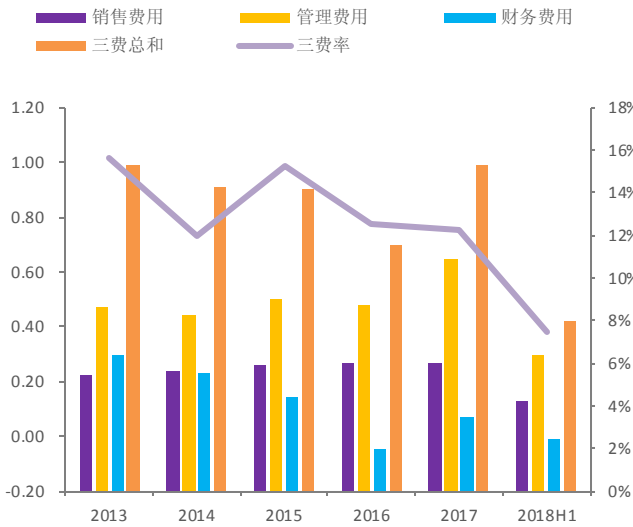
图5： 公司利润率水平大幅提升



资料来源：wind、联讯证券

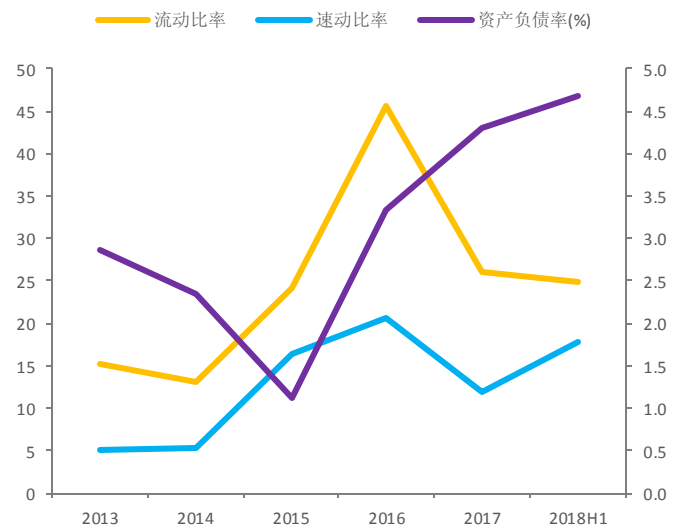


图6： 公司三费率（单位：亿元）



资料来源：wind、联讯证券

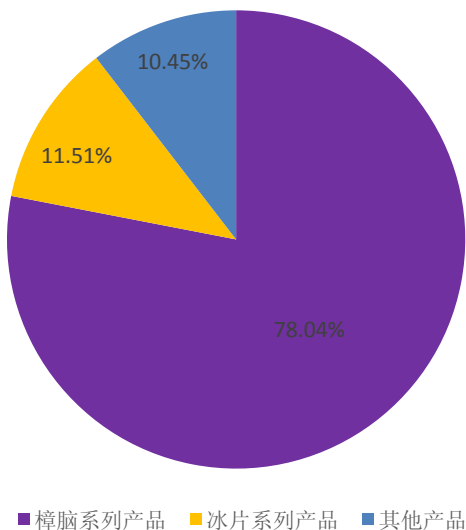
图7： 公司偿债能力



资料来源：wind、联讯证券

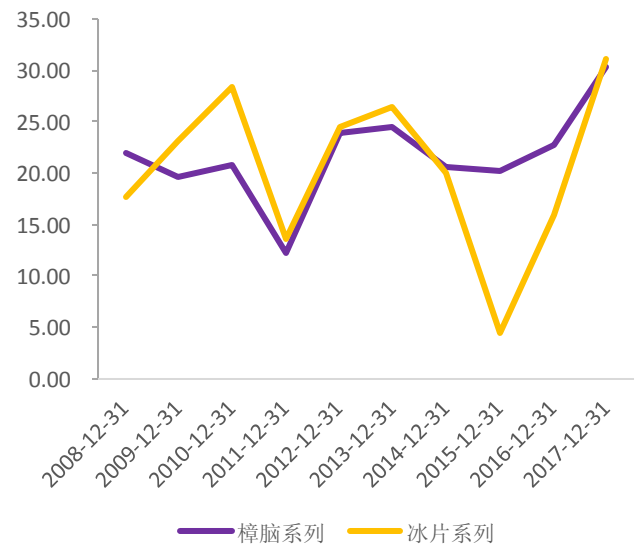
公司是全球最大的合成樟脑供应商。公司的主营构成为合成樟脑系列产品（合成樟脑、异龙脑、乙酸异龙脑酯、茨烯、双戊烯、醋酸钠等）、冰片系列产品（冰片、小茴香油等）和其他产品，目前拥有 1 万吨/年的合成樟脑和 1000 吨/年的冰片产能，新建的 1.5 万吨香料产品项目已经试生产，另外扩建的 5000 吨合成樟脑也将于 2019 年投产。合成樟脑总产量及市场占有率均居于全球首位，合成樟脑的中间产品乙酸异龙脑酯、茨烯的产销量亦位居国内同行业首位。

图8： 公司主营构成



资料来源：公司年报、联讯证券

图9： 公司分产品毛利率



资料来源：wind、联讯证券



公司具备完善的松节油供应链体系。公司在广西和云南都建立了采购基地，拥有自有的危化品铁路专用线、铁路自备罐车以及 2 万吨松节油储存能力，形成了完善的松节油供应链体系，有效保障了公司松节油的供应与降低松节油的运输成本。每年的松脂采集期一般在 5-11 月，所以松节油深加工企业一般从 8 月份就要开始储备次年上半年生产所需的松节油，到年底通常需要保持 3-5 个月左右的松节油储备。

表1： 业绩弹性计算

产品	产能（吨）	现价(万元/吨)	每涨价 1 万元/吨, EPS 增厚（元）
合成樟脑	10000	12	0.19
冰片	1000	26	0.02

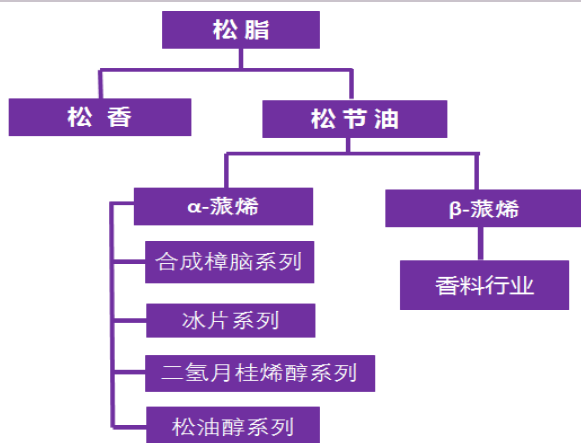
资料来源：联讯证券

公司在松节油深加工产业链继续延伸。公司 1.5 万吨香料已经开始试生产，项目包含乙酸苄酯产品 10000 吨/年，龙涎酮 5000 吨/年。公司现有产品无水醋酸钠是合成乙酸苄酯的主要原料，主要原料的自给自足延伸产业链的同时，也增加了公司产品的附加值。龙涎酮在香精调配方面的应用较为广泛，在古龙水、香皂和洗涤剂等的香精中的用量可达 30%，乙酸苄酯除用于水果香精外，还可以用作硝酸纤维素、染料、油脂等的优良溶剂，市场前景广阔。

二、核心原材料松节油量减价升

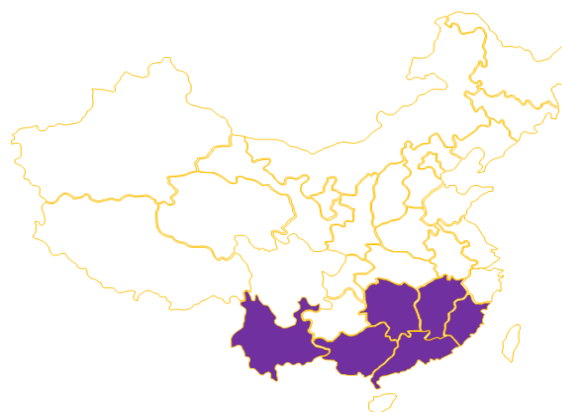
一般而言，1 吨湿地松松脂可生产 0.75 吨脂松香和 0.18 吨松节油，1 吨马尾松松脂可生产 0.78 脂松香和 0.12 吨松节油。松节油的生产成本占整个松脂加工生产成本的 20% 左右。由于松节油是松香生产的伴生产品，所以松节油的产量与松香的产量变化同步，当松香价格高涨生产扩大时松节油的产量也跟着扩大，当松香价格下降产量降低时松节油的供应量也随之减少。松香产量变化波动较大，导致松节油产量大幅变化，但松节油市场需求量变化不大，因此造成松节油的价格波动的主要因素在于主产品产量，即松香的产量。

图10： 松脂深加工产业链



资料来源：松香网，联讯证券

图11： 我国六大传统采脂区



资料来源：公司公告，联讯证券



我国松脂、脂松香、松节油主要生产地区在南方，传统上广西省、云南省、广东省、江西省、福建省、湖南省为六大产区，产量约占全国总产量的 90%左右；其他省份，如贵州省、湖北省、海南省、四川省、重庆市、河南省，也发展了松香产业，但从整体产量上看，中国松香生产顶峰期已过。从长期看今后很可能走逐步萎缩之路。

图12：可采松脂树种



资料来源：松涛网，联讯证券

（一）我国松香产量萎缩，出口量大幅减少

上世纪八十年代我国成为世界第一松香生产大国，2006年产量曾达到 82 万吨左右的历史最高水平，一度占了世界松香产量的一半左右。但之后逐步萎缩，2017 年全国松香产量已减少到 42 万吨左右，比最高年产量减了近 50%。就松香生产大省广东而言，松香最高产量也达到过近 15 万吨，现在减少到不足 5 万吨。

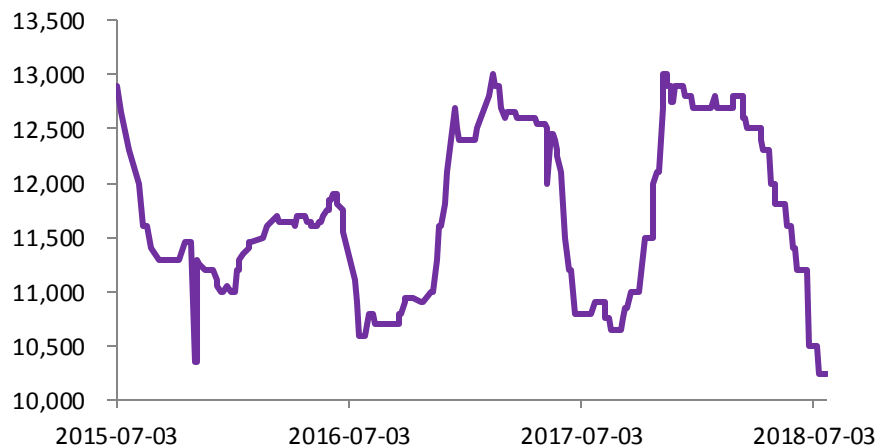
2017 年，我国松香进口 5.53 万吨，比上年的 4.57 万吨增加了 21%，进口单价 1331 美元/吨，比上年的 1410 美元/吨降低 5.60%，比我国松香出口单价低 25%。我国松香进口量首次突破了 5 万吨，已成为世界最大的松香进口国，且进、出口量已较接近，我国松香出口继续呈价跌量减之势，我国正从松香出口大国向松香进口大国转变。

（二）劳动力成本提高引致松脂减产

人工成本占松脂成本的 70%左右。过去劳动力成本低廉，促进了松脂产业的快速发展。从 3 月份开始做采脂前准备工作，到 12 月收尾下山，最多可采 10 个月，以每人年采脂 10000 斤计，目前每斤松脂工 2-3 元计，年采脂收入也只有 2-3 万元。不仅如此，目前松树林可采树株密度低，远离居民点，采脂作业行程远，采脂作业风餐露宿、日晒雨淋、爬山涉水，工作环境和劳动强度都差于和高于在工厂工作，采脂的吸引力越来越低。就目前松香松脂的市场价格还不足以刺激采脂的积极性，加之松香市场价格波动幅度大，不利于采脂人力稳定。



图13: 松香（黄埔一级）马尾松市场价（单位：元/吨）



资料来源: wind, 联讯证券

美国脂松香产量曾为世界第一，后采脂劳动生产率低于其他产业部门，大批劳动力流失，使产量急剧下降。法国、葡萄牙、墨西哥、印度和西班牙这些国家也主要因劳动力缺乏，松脂成本过高，脂松香产量下降。很多由产量大国变为进口大国，我国目前减产的原因也在于此，并且减产因素长期存在。

（三）松节油价格上涨推升下游产品价格中枢

根据制备方法不同，松节油可以分为四种，其中脂松节油与硫酸盐松节油能够应用于的大规模工业化生产。目前我国生产应用的松节油主要是脂松节油，硫酸盐松节油产量很少。欧美地区硫酸盐松节油产量较多，通常作为造纸业的副产品。

松节油是一种优良的有机溶剂，其主要组分以及经济价值为 α -蒎烯与 β -蒎烯，不同树种的松节油所含 α -蒎烯和 β -蒎烯含量有所不同，且 α -蒎烯与 β -蒎烯市场价格也会发生变化从而导致不同蒎烯含量的松节油价格随之波动。

表2: 四种松节油具体制备方法

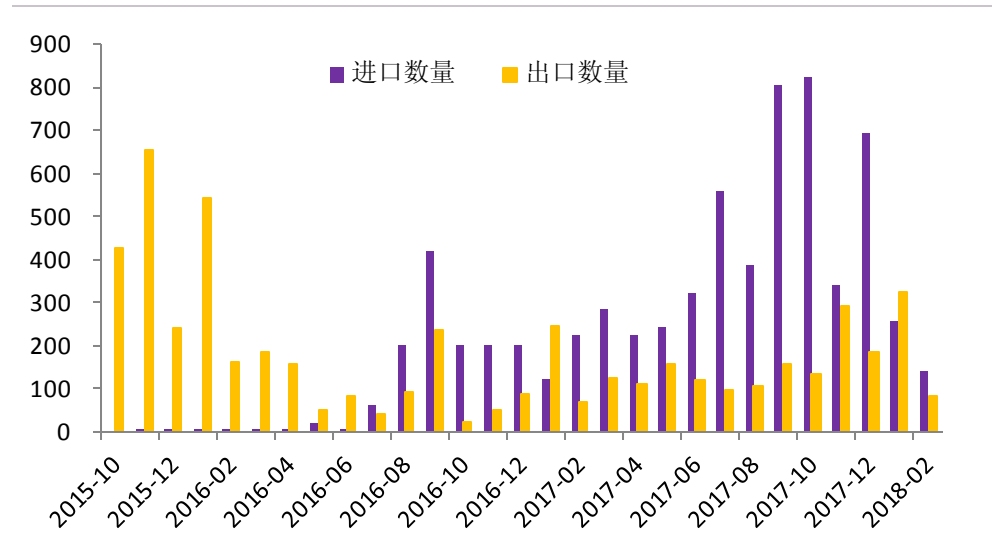
名称	制备方法	特点	应用
脂松节油	通过水蒸气蒸馏带出松脂中的挥发性松节油，经过油水分离即可得到脂松节油	产量受采脂成本等因素影响，是我国松节油的主要来源	用于生产多种精细化产品，产品广泛应用于医药、香精香料、合成材料、农药等诸多领域
硫酸盐松节油	制浆造纸厂将松木片蒸煮过程产生的蒸汽经冷凝和油水分离得到粗硫酸盐松节油，然后经过脱臭和分离等工序制得	产量受造纸工业影响较大，在国外主要用于生产以香精、农药为主的终端产品	国内脱臭除硫技术水平相对落后，成本较高，主要用于生产松油醇、萜烯树脂或汽油添加剂等产品
木松节油	松木明子或松根的溶剂浸提液经过加工而得	由于受明子或松根资源限制，生产量很少	
干馏松节油	从松树或松根干馏焦油中分离而得	干馏松节油的组成与其他方法得到的松节油的组成差别很大	难于直接作为工业原料使用



资料来源: CNKI、联讯证券

松香减产导致松节油被动减产, 根据松香网数据 2017 年国内松节油产量 5.8 万吨, 同比下降 12.1%。虽然松节油减产, 但是下游需求旺盛, 单价提高将影响到合成樟脑等产品下游产品价格提升。

图14: 我国松节油进出口数量(单位: 吨)



资料来源: wind, 联讯证券

三、主营产品价格上涨

合成樟脑和冰片业务是公司主营业务, 2017 年合成樟脑系列和冰片系列销售收入 72645.82 万元, 占公司营业收入的 89.55%。其中合成樟脑系列销售收入 63310.56 万元, 比上年增长 44.60%; 冰片系列销售收入 9335.27 万元, 比上年增长 47.15%。

(一) 合成樟脑的用途和价格走势

合成樟脑是以松节油为原料, 经一系列化学反应而成的大宗产品, 它是一种易燃的萜烯酮类化合物, 用途较广, 在医药、香料、农药等行业等应用领域内发挥着难以替代的作用。随着我国经济实力的不断增强, 我国将成为在医药、日化、香精香料等下游行业中的主要生产国、出口国和消费国, 这必将带动合成樟脑产品的需求。

表3: 合成樟脑下游产品应用分布情况

领域	用途
日用樟脑制品原料	用作衣物、毛料、书籍、文件、档案等的防虫蛀剂
直接用药	可入跌打、活血外用药膏和药用油(水)制剂, 也可入解暑醒脑健胃作用的口服中成药制剂等
药物中间体	用于生产中枢神经兴奋剂的医药中间体樟脑磺酸和苯甘氨酸
工业原料	可用于如赛璐珞、增塑剂、无烟火药、硝化纤维、防腐剂等
香料	应用于日化香精配方和日用化学品和工业品的加香
熏香	宗教礼拜用

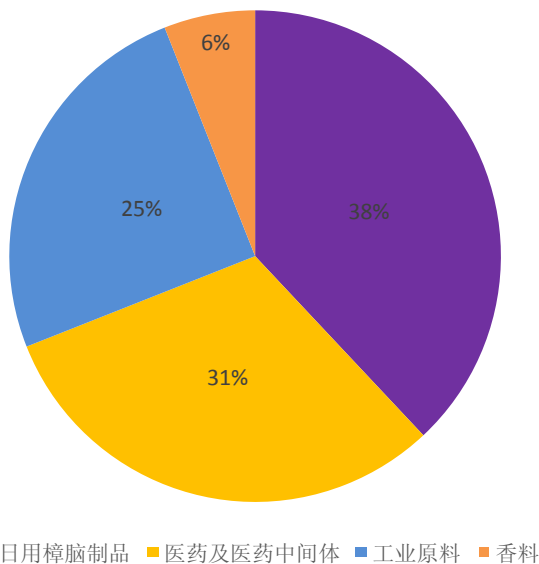
资料来源: CNKI、联讯证券



中国作为第二大合成樟脑消费市场，合成樟脑的国内外销售市场接近 1: 1。在国际市场方面，印度是全球最大的消费市场，其与中国的消费量占合成樟脑市场的 69%，但其产能受原料制约难以继续提高，新增市场需求主要依赖进口来满足；泰国是仅次于印度和中国的第三大合成樟脑的消费市场，由于其没有相应的生产能力，所以中国出口泰国的数量基本相当于泰国的年需求量；近年来随着科技的进步、医疗水平的提高，非洲作为新兴市场，其需求量也在稳定增长。

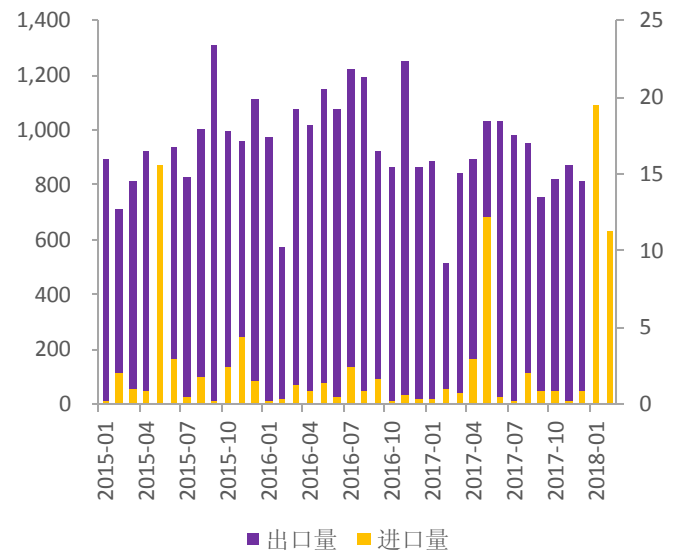
从樟脑行业的发展趋势来看，在下游的防虫蛀剂领域，有害物质“对二氯苯”的市场终会被绿色环保的“合成樟脑”所取代。此外，合成樟脑作为新型复合材料的辅助材料也开始更为广泛地应用。因此，合成樟脑作为可再生资源松节油深加工中较为典型的绿色、环保产品，其仍将具有宽阔的发展空间，其需求始终保持稳定增长，其生产和销售并无明显周期性、季节性。

图15: 合成樟脑下游应用构成



资料来源: 松香网、联讯证券

图16: 我国樟脑进出口情况(单位: 吨)



资料来源: wind、联讯证券

国内原有主要生产企业包括福建青松股份有限公司、苏州合成化工有限公司、上海华谊集团华原化工有限公司、广州黄埔化工有限公司、德庆天利化工有限公司、浙江东平香料有限公司。2016 年以来，受环保趋严影响，国内樟脑行业供给端大幅收缩，目前主要供应商仅福建青松、广西梧州黄埔两家。其中福建青松公司合成樟脑产量，质量和品牌知名度远优于黄埔化工，青松处于高端市场空间。2018 年以及 2019 年公司受益于原材料控制能力与市场定价权力的双重红利。

表4: 合成樟脑生产企业及产能分布情况

企业名称	所属国家	产能 (吨/年)
福建青松股份有限公司	中国	10000
梧州黄埔化工药业有限公司	中国	3000
浙江东平香料有限公司	中国	2000
Camphor & Allied Products Ltd.	印度	5000
Sapthagiri Camphor Ltd.	印度	5000

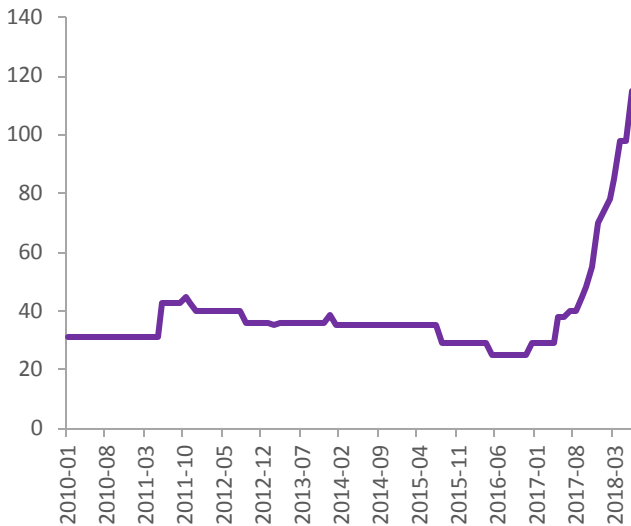


企业名称	所属国家	产能（吨/年）
Dujodwala Resins & Terpenes Ltd.	印度	2500
Kanchi Karpooram Ltd.	印度	2000

资料来源：CNKI、公开资料整理、联讯证券

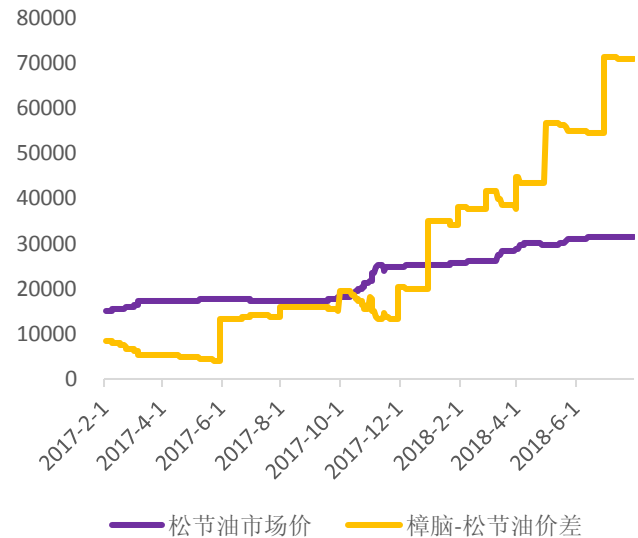
樟脑的主要成本是松节油。从樟脑业务看，樟脑的行业平均水平是生产 1 吨松合成樟脑需要 1.4 吨松节油，而目前价差突破了 6 万元/吨。

图 17： 合成樟脑价格走势（单位：元/千克）



资料来源：wind、联讯证券

图 18： 松节油价格和樟脑松节油价差（单位：元/吨）



资料来源：松涛网、中药材网

（二）合成冰片的用途和价格走势

冰片分为天然冰片和合成冰片，天然冰片是名贵中药材，近年来我国天然冰片原料种植规模虽然有了一定程度扩张，但当前市场还是以合成冰片为主。合成冰片主要通过松节油中 α -蒎烯经酯化、水解得到，为左旋龙脑和右旋龙脑的混合物。合成冰片在国内市场中主要应用于中成药生产，该产业占其产量的 90% 以上，医药工业对冰片的认识随着研究成果的普及逐渐加深，冰片在临床上的用途将逐渐拓宽。

表 5： 冰片下游产品应用分布情况

领域	用途
中药	具有开窍醒神、清热止痛、生肌之效，并有抗炎镇痛、抗菌、抗病毒、保护心脑、双向调节神经系统、提高其他药物生物利用等作用
日化用品	可用于花露水、沐浴露、洗发露及护肤用品方面
香精	广泛用于配制迷迭香、薰衣草型香精
香料	中国古代香料配方中常见的一味

资料来源：CNKI、康美中药网、联讯证券

根据相关报道，目前全国共有合成冰片生产厂 30 多家，产能较为分散。

表 6： 我国主要合成冰片生产企业及产能分布情况

企业名称	所属省区	产能（吨/年）
湖南松本林业科技股份有限公司	湖南	3000

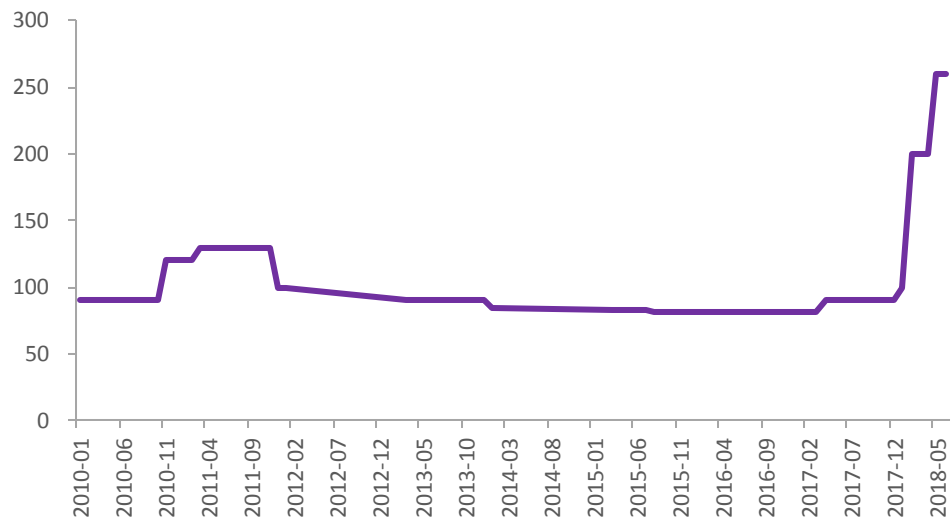


企业名称	所属省区	产能（吨/年）
福建青松股份有限公司	福建	1000
云南林缘生物制药有限公司	云南	1000
梧州黄埔化工药业有限公司	广西	800
浙江正荣香料有限公司	浙江	300

资料来源：公开资料整理、联讯证券

单就冰片业务看，目前冰片市场报价 25 万元/吨，价差超过 10 万元/吨，年化毛利超 1 亿。

图19：冰片价格走势（单位：元/千克）



资料来源：wind、联讯证券

四、投资建议

在环保新常态下，公司龙头地位愈发稳固，主要竞争对手陆续出清，公司目前是国内乃至全球合成樟脑龙头，国内市占率已经超过 70%，完全占领中高端市场。根据我们对行业的追踪，目前市场极度缺货，供需严重不平衡，产品涨势确定，公司有望独享广阔成长空间，后续 1.5 万吨香料项目以及 5000 吨新增合成樟脑产能陆续投放有望量价齐升进一步增厚公司业绩。

根据我们的测算，2018/2019 公司归母净利将达到 4.1/6.1 亿，对应 PE11.6/7.7 倍，维持强烈推荐评级。



附录：公司财务预测表（百万元）

资产负债表					现金流量表				
	2017	2018E	2019E	2020E		2017	2018E	2019E	2020E
流动资产	559.3	818.3	1279.4	1738.3	经营活动现金流	-4.7	497.5	469.7	639.9
现金	114.9	269.9	494.6	704.6	净利润	94.7	406.8	610.1	764.7
应收账款	114.8	164.0	237.8	309.2	折旧摊销	31.7	30.1	36.6	51.6
其它应收款	2.5	4.1	6.0	7.8	财务费用	3.8	2.6	2.9	6.9
预付账款	14.7	17.3	24.5	32.5	投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0
存货	301.6	345.1	490.5	650.5	营运资金变动	-134.0	47.8	-203.5	-211.1
其他	10.9	17.9	26.0	33.8	其它	-1.0	10.2	23.5	27.7
非流动资产	392.1	468.4	643.6	909.6	投资活动现金流	-16.9	-110.0	-220.0	-330.0
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	资本支出	-16.9	-110.0	-220.0	-330.0
固定资产	329.5	398.7	557.5	798.7	长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	28.7	35.8	52.2	77.0	其他	0.0	0.0	0.0	0.0
其他	33.9	33.9	33.9	33.9	筹资活动现金流	86.3	-232.5	-25.0	-99.9
资产总计	951.4	1286.7	1923.0	2647.9	短期借款	87.0	-37.0	0.0	0.0
流动负债	214.9	336.3	394.6	457.7	长期借款	0.0	0.0	100.0	90.0
短期借款	87.0	50.0	50.0	50.0	其他	-0.7	-195.5	-125.0	-189.9
应付账款	66.0	77.5	110.2	146.1	现金净增加额	64.7	155.0	224.7	210.0
其他	61.9	208.8	234.4	261.6					
非流动负债	8.5	8.5	98.5	178.5	主要财务比率	2017	2018E	2019E	2020E
长期借款	0.0	0.0	90.0	170.0	成长能力				
其他	8.5	8.5	8.5	8.5	营业收入	45.6%	65.0%	45.0%	30.0%
负债合计	223.4	344.8	493.1	636.2	营业利润	210.9%	281.8%	47.9%	26.1%
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	189.4%	329.4%	50.0%	25.3%
归属母公司股东权益	728.0	941.9	1429.9	2011.6	获利能力				
负债和股东权益	951.4	1286.7	1923.0	2647.8	毛利率	28.4%	49.0%	50.0%	49.0%
					净利率	11.7%	30.4%	31.4%	30.3%
利润表	2017	2018E	2019E	2020E	ROE	13.0%	43.2%	42.7%	38.0%
营业收入	811.2	1338.5	1940.8	2523.1	ROIC	14.3%	43.0%	39.9%	35.0%
营业成本	581.0	682.6	970.4	1286.8	偿债能力				
营业税金及附加	4.0	6.7	9.7	12.6	资产负债率	23.5%	26.8%	25.6%	24.0%
营业费用	26.5	46.8	67.9	88.3	净负债比率	9.1%	3.9%	7.8%	9.1%
管理费用	65.4	112.4	168.9	219.5	流动比率	2.60	2.43	3.24	3.80
财务费用	7.0	2.6	2.9	6.9	速动比率	1.20	1.41	2.00	2.38
资产减值损失	3.9	0.0	0.0	0.0	营运能力				
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.85	1.04	1.01	0.95
投资净收益	4.4	0.0	0.0	0.0	应收账款周转率	12.12	17.46	18.44	17.61
营业利润	127.7	487.3	721.0	909.0	应付账款周转率	10.80	9.52	10.34	10.04
营业外收入	0.3	0.3	0.3	0.3	每股指标(元)				
营业外支出	19.4	20.0	20.0	20.0	每股收益	0.25	1.05	1.58	1.98
利润总额	108.5	467.6	701.3	889.2	每股经营现金	-0.01	1.29	1.22	1.66
所得税	13.8	60.8	91.2	124.5	每股净资产	1.89	2.44	3.71	5.21
净利润	94.7	406.8	610.1	764.7	估值比率				
少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0	P/E	49.6	11.6	7.7	6.2
归属母公司净利润	94.7	406.8	610.1	764.7	P/B	10.19	7.88	5.19	3.69
EBITDA	165.1	520.0	760.6	967.5	EV/EBITDA	47.79	15.18	10.38	8.16
EPS（元）	0.25	1.05	1.58	1.98					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

于庭泽：清华大学本硕，2018年5月加入联讯证券，现任化工首席分析师，证书编号：S0300518070002。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司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，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层

传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com