

# 地产施工高增拉动纯碱景气，双甘磷技改、蛋氨酸新项目有望带来业绩增量

## ——和邦生物（603077）深度报告

2019年04月04日

推荐/首次

和邦生物 深度报告

### 报告摘要：

地产施工高增速拉动下游需求、行业几无新增产能叠加库存去化，看好纯碱高景气持续，公司充分受益。纯碱行业未来2年新增产能极少，2018年地产竣工与新开工严重背离，2019年前2月施工同比高增、印证地产竣工回暖逻辑；同时江苏园区环保事故、安全大检查及“江苏化工行业整治提升方案”扭转了市场对于环保放松、供给边际宽松的预期。

**双甘磷龙头，技改扩产及产能释放贡献增量。**公司具备15万吨双甘磷名义产能、5万吨草甘磷名义产能。前期环保高压开工受限拖累产销，公司通过增加集中环保投入、技改配套扩能，开工及产销持续提升：公司18年前三季度双甘磷名义开工率达到109%，实际有效产能接近17万吨，草甘磷名义开工率也达109%；投资3.5亿元的在建项目双甘磷项目工艺优化有望使产能进一步释放，巩固龙头地位。

**未来蛋氨酸项目的投产将带来新的利润增长点。**公司将切入蛋氨酸业务，在原材料天然气的供应、成本和部分较关键工艺环节上具备一定优势：四川省管道气价格低于其他东部化工大省价格，同时公司的IDA法双甘磷工艺在天然气-氯化物产业链技术上已有积累。蛋氨酸国内进口替代空间大，当前价格处于历史底部；公司蛋氨酸项目有望于19年底或20年初投产带来业绩增量。

**公司盈利预测及投资评级。**公司近两年集中、高额的环保投入使未来安全稳定生产无忧，阵痛期已过；地产竣工高增长有望拉动纯碱景气；蛋氨酸新项目及双甘磷技改扩能的未来投产将带来利润增量。预计公司2018~2020年EPS分别为0.064、0.081和0.097元/股，首次覆盖给予“推荐”评级。

**风险提示：**双甘磷、蛋氨酸项目进度不及预期；联碱、双甘磷、蛋氨酸景气不及预期；STK盈利持续不及预期的商誉减值风险。

### 财务指标预测

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,462.55	4,737.65	6,073.08	6,592.26	7,897.45
增长率(%)	20.96%	36.83%	28.19%	8.55%	19.80%
净利润(百万元)	317.81	517.54	561.11	713.00	859.78
增长率(%)	32.50%	62.85%	8.42%	27.07%	20.59%
净资产收益率(%)	3.04%	4.71%	4.89%	5.88%	6.66%
每股收益(元)	0.090	0.060	0.064	0.081	0.097
PE	64.67	34.13	32.26	25.39	21.06
PB	1.97	1.61	1.58	1.49	1.40

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

### 张明烨

0755-82832017

zhang\_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

### 交易数据

52周股价区间(元)	2.05-2.07
总市值(亿元)	181.04
流通市值(亿元)	181.04
总股本/流通A股(万股)	883125/883125
流通B股/H股(万股)	/
52周日均换手率	0.43

### 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、《和邦股份（603077）调研报告：积极谋求产业转型升级，新项目值得期待》  
2015-03-23

## 目 录

1. 利用资源优势，打造一体化产业链 .....	4
2. 具备成本优势、受益景气持续的纯碱-玻璃产业链区域性龙头 .....	5
2.1 公司是西南地区纯碱龙头，产能弹性较大 .....	5
2.2 公司上游资源禀赋较好，具备一定成本优势 .....	7
2.3 低供给增速、竣工需求回暖叠加行业库存去化，景气有望持续 .....	8
2.4 分享产业链下游玻璃环节利润 .....	10
3. 双甘磷-草甘磷产品链通过产能释放及技改扩能贡献增量 .....	11
3.1 公司持续完善双甘磷-草甘磷产品链 .....	11
3.2 产能不断释放，持续的工艺优化和原料配套带来利润增量 .....	11
3.3 双甘磷-草甘磷价格有支撑 .....	13
3.4 近两年集中、高额的环保投入，以应对安全环保压力 .....	13
4. 蛋氨酸项目有望带来新的利润增长点 .....	15
4.1 预计蛋氨酸全球需求稳定增长，国内进口替代空间较大 .....	15
4.2 蛋氨酸工艺以化学合成法为主，技术壁垒较高 .....	17
4.3 当前蛋氨酸价格处于近 10 年底部 .....	18
4.4 公司蛋氨酸项目有望明年初投产，带来新的利润增长点 .....	19
5. 盈利预测及估值 .....	20
6. 风险提示 .....	21

## 表格目录

表 1: 截至 2018 年 9 月 30 日公司前十大股东明细 .....	4
表 2: 截至 2018 年 6 月 30 日公司主要参控股公司情况 .....	4
表 3: 2018 年前三季度，公司主营产品量价齐升 .....	5
表 4: 公司联碱产品历年产能产销变动情况汇总 .....	6
表 5: 公司是西南地区纯碱区域性龙头 .....	6
表 6: 2009-2017 年纯碱行业上市公司产品毛利率比较 .....	7
表 7: 未来 2 年纯碱新增产能较少 .....	9
表 8: 二季度纯碱企业检修计划统计 .....	9
表 9: 随着生产能力逐步扩大，规模效应显现，玻璃业务盈利能力持续提升 .....	10
表 10: 公司双甘磷-草甘磷历年产能产销情况 .....	12
表 11: 公司双甘磷-草甘磷产品链产能投产及历次技改配套、环保配套情况 .....	12
表 12: 全国草甘磷企业产能情况汇总 .....	15
表 13: 公司蛋氨酸项目相关资本开支及投资进度 .....	20
表 14: 公司业绩预测 .....	21
表 15: 公司盈利预测表 .....	22

## 插图目录

图 1: 公司目前主要产品产业链.....	5
图 2: 纯碱消费量正相关于房地产竣工, 偶尔背离对应产业链某些环节库存波动.....	8
图 3: 2019 年春节前后库存水平为季节性高点, 但低于前两年同期水平, 当前处于季节性去库存.....	8
图 4: 预计 2019-2020 年纯碱产能复合增速低于需求增速.....	9
图 5: 预计行业开工率未来 2 年企稳回升.....	9
图 6: 纯碱价格中枢维持高位, 短期上涨.....	9
图 7: 公司双甘磷生产流程.....	11
图 8: 国内草甘磷 (95%) 现货价格变动情况.....	13
图 9: 全球转基因作物种植面积及增速.....	13
图 10: 改造后和邦农科含磷废水处理工艺流程图.....	14
图 11: 饲料添加蛋氨酸能有效提高家禽生产行业利润率.....	16
图 12: 目前国内每年蛋氨酸净进口在 14 万吨左右.....	16
图 13: 海因法工艺生产蛋氨酸流程图.....	17
图 14: 氰醇法工艺生产蛋氨酸流程图.....	17
图 15: 天然气、甲醇、液氨和液硫是蛋氨酸主要的原材料.....	18
图 16: 固体蛋氨酸和液体蛋氨酸价格变化.....	18
图 17: 不同省份天然气管道气价格比较.....	19
图 18: 公司历史 PE-band.....	21
图 19: 公司历史 PB-band.....	21

## 1. 利用资源优势, 打造一体化产业链

公司 2012 年 7 月在上交所 IPO 上市。公司传统主营业务为化工制造及盐矿、磷矿的开发, 2012 年拟定转型战略, 开始往高附加值、高端产业转型, 目前已转型为平台型公司, 形成化工、农业、消费类电子商务及消费类盐产品以及新材料四大业务板块。公司实际控制人为贺正刚先生。截至 2018 年 9 月 30 日, 贺正刚持股 99% 的四川和邦投资集团有限公司持有上市公司 33.25% 股权, 同时直接持有公司 4.67% 股权。

表 1: 截至 2018 年 9 月 30 日公司前十大股东明细

股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)	股东性质
四川和邦投资集团有限公司	2,936,806,603	33.2500	境内非国有法人
四川省盐业总公司	733,226,010	8.3000	
西部利得基金-兴业银行-华鑫国际信托-华鑫信托·慧智投资 77 号集合资金信托计划	440,675,712	4.9900	境内自然人
贺正刚	412,632,000	4.6700	
西部利得基金-兴业银行-华鑫国际信托-华鑫信托·慧智投资 78 号集合资金信托计划	412,500,000	4.6700	
建信基金-兴业银行-华鑫国际信托-华鑫信托·慧智投资 75 号集合资金信托计划	283,532,861	3.2100	
北信瑞丰基金-宁波银行-华鑫国际信托-华鑫信托·慧智投资 76 号集合资金信托计划	250,473,927	2.8400	
红塔红土基金-浙商银行-渤海国际信托-和邦生物平层投资单一资金信托	142,346,166	1.6100	
何昌珍	65,464,589	0.7400	
上海方圆达创投资合伙企业(有限合伙)-方圆-东方 2 号私募投资基金	47,458,980	0.5400	
合计	5,725,116,848	64.8200	

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 2: 截至 2018 年 6 月 30 日公司主要参控股公司情况

被参控股公司	参控关系	直接持股比例	营业收入 18H1	净利润 18H1	主营业务	成立时间
乐山和邦农业科技有限公司	子公司	100.00	11.33	1.42	双甘磷	2013-11-27
四川武骏特种玻璃制品有限公司	子公司	100.00	4.50	0.78	玻璃制造	2010-07-20
四川顺城盐品股份有限公司	联营企业	49.00	0.94	0.03	食用盐	
四川和邦盐矿有限公司	子公司	100.00	0.52	0.16	采盐	2010-10-27
S. T. K. Stockton Group Ltd.	子公司	51.00	1.72	-0.55	生物农药	
四川和邦磷矿有限公司	子公司	100.00			磷矿	
四川桥联商贸有限责任公司	子公司	100.00			贸易	
乐山和邦新材料科技有限公司	子公司	100.00			新材料研发制造	
四川和邦电子商务有限公司	子公司	100.00			电子商务	
和邦生物(香港)投资有限公司	子公司	100.00			投资	
四川和邦生物视高有限公司	子公司	100.00			生物药品研发制造	
四川和邦新材料有限公司	子公司	100.00			新材料研发制造	

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

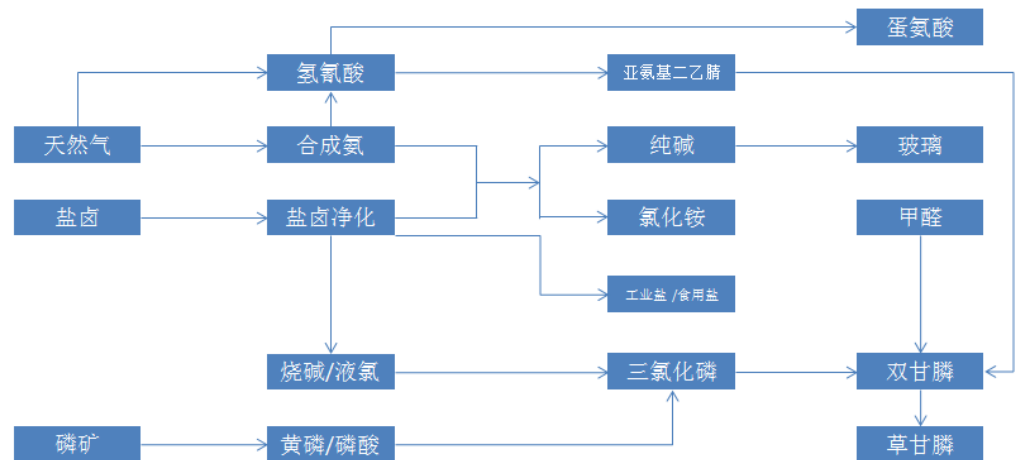
公司依托于自身拥有的盐矿、磷矿及石英砂矿资源, 形成 110 万双吨/年联碱产能, 210 万吨/年卤水产能, 并向下游智能玻璃、特种玻璃、双甘磷、草甘磷、饲料添加剂等业务领域拓展, 产业链较为完善, 成本优势较为明显。2018 年前三季度纯碱行

业、草甘膦行业供需格局持续改善、景气持续, 公司纯碱、双甘膦、草甘膦产品与上年同期相比量价齐升; 玻璃业务亦有所增长, 2018 年上半年武骏玻璃实现营收 4.5 亿、同比+14.8%, 净利润 0.78 亿、同比+14.70%。综合来看, 2018 年前三季度公司主营业务收入达 45.6 亿元, 同比增长 37.88%。公司根据市场情况以及国内互联网产业现状决定终止电商业务, 该业务 2018 年起不再产生收入。

**表 3: 2018 年前三季度, 公司主营产品量价齐升**

2018 年前三季度	产量 (吨)	产量同比	销量 (吨)	销量同比	营业收入 (万元)	税后单价	单价同比
双甘膦	122,142	31%	118,371	28%	149,474	12628	19%
草甘膦原粉	41,605	65%	49,190	116%	117,088	23803	18%
碳酸钠	814,197	12%	818,028	12%	126,061	1541	3%
氯化铵	838,661	13%	961,405	39%	49,729	517	17%

截至目前, 公司已形成碳酸钠、氯化铵双 110 万吨/年, 双甘膦产 15 万吨/年、草甘膦 5 万吨/年, 智能玻璃、特种玻璃产品 46 万吨/年、卤水 210 万吨/年产能, 食用盐 60 万吨/年。其中, 联碱产品、双甘膦产品以及玻璃产品是公司目前主要收入来源, 2016 年上半年在营收中占比达到 87%, 食用盐产品利润达 3092 万元 (按 49% 权益核算)。

**图 1: 公司目前主要产品产业链**


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2. 具备成本优势、受益景气持续的纯碱-玻璃产业链区域性龙头

### 2.1 公司是西南地区纯碱龙头, 产能弹性较大

公司通过联碱法生产纯碱, 联产氯化铵, 氯化铵与纯碱产量大约为 1: 1。公司原只有 20 万吨/年联碱装置, 为突破产能限制级发挥规模经济效应, 公司于 2008 年开始兴建 60 万吨/年联碱装置, 2010 年 7 月该装置正式投产使公司纯碱和氯化铵的产能

提升至 80 万吨/年。2017 年 6 改 9 项目（公司 60 万吨/年碳酸钠装置技术改造为 90 万吨/年碳酸钠装置项目）正式投产，公司联碱产品产能达到 110 万吨/年。此外，公司 2010 年 12 月收购盐矿资源及相关资产（全资子公司和邦盐矿收购和邦集团的盐矿采矿权及相关经营性资产）后，新增卤水开采能力 2200 万标方/年，折盐 210 万吨/年，其生产的卤水部分供应公司 60 万吨/年联碱装置所需，部分外销。

表 4：公司联碱产品历年产能产销变动情况汇总

联碱产品	单位	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
纯碱	产能（万吨/年）	67.3	80	80	80	80	80	80	110
	产量（万吨）	73.98	78.68	86.37	88.89	84.74	78.72	82.3	95
	开工率	110%	98%	108%	111%	106%	98%	103%	86%
	销量（万吨）	70.52	67.87	71	102.68	96.3	64.44	73.73	100.1
	产销率	95%	86%	82%	116%	114%	82%	90%	105%
氯化铵	产能（万吨/年）	67.3	80	80	80	80	80	80	110
	产量（万吨）	75.87	81.57	90.1	91.41	86.98	79.43	83.97	98.09
	开工率	113%	102%	113%	114%	109%	99%	105%	89%
	销量（万吨）	60.7	90.35	80.41	48.85	33.04	108.44	109.15	98.25
	产销率	80%	111%	89%	53%	38%	137%	130%	100%
盐卤	产能（万标方/年）	0	2200	2200	2200	2200	2200	2200	2200
	产量（万标方）	0	1899.24	1675.35					
	开工率	-	86%	76%					

资料来源：公司公告，公司债券评级报告，东兴证券研究所；注：纯碱销售数量包含公司内销数量及直接用于销售的外购数量。

表 5：公司是西南地区纯碱区域性龙头

省份	企业名称	产能	有效产能	省份	企业名称	产能	有效产能
山东	山东海化	300	300	江苏	井神股份	60	60
河北	三友化工	230	230	广东	南方碱业	60	60
河南	河南金山	200	200	青海	青海盐湖	120	60
山东	山东海天	140	140	江苏	江苏德邦	55	55
青海	青海昆仑	140	140	福建	福州耀龙	40	40
江苏	连云港碱业	130	130	浙江	杭州龙山	40	40
河南	远兴能源	130	130	江西	江西晶昊	36	36
青海	青海发投	120	120	内蒙	中盐吉兰泰	33	33
四川	和邦生物	110	110	安徽	安徽红四方	30	30
湖北	三环科技	110	110	湖南	湘潭碱业	30	30
青海	青海五彩	110	110	陕西	陕西兴化	30	30
江苏	实联化工	100	100	宁夏	宁夏日盛	30	30
天津	天津渤化	80	80	重庆	重庆碱氨	30	30
重庆	重庆宜化	80	80	河南	桐柏海晶	30	30
江苏	中海华邦	70	70	甘肃	金昌化学	25	25
江苏	华昌化工	70	70	四川	广宇化工	25	25
辽宁	辽宁大化	60	60	云南	云维化工	20	20

江苏	徐州丰城	60	60	内蒙	苏尼特碱业	20	20
江苏	中盐昆山	60	60	湖南	冷水江碱业	16	16
湖北	应城新都	60	60	四川	富源化工	10	10
河南	昊华骏化	60	60	广西	柳州化工	5	5

资料来源: 百川资讯, 东兴证券研究所;

## 2.2 公司上游资源禀赋较好, 具备一定成本优势

公司盈利能力强, 在行业内具备一定的成本优势。与同行业上市公司相比, 公司产品销售价格无明显差异, 但一拖拥有的资源和地理优势, 公司产品的生产成本较低, 使公司盈利能力表现较强, 在行业内位于前列。

- ◆ **卤水替代工业盐、产业链一体化。**公司 2010 年 60 万吨联碱装置投产, 通过卤水净化处理装置, 直接采用卤水替代工业盐作为生产工艺, 相比传统生产工艺, 生产成本进一步降低; 同年公司收购了和邦集团马踏盐矿和罗城盐矿的采矿权, 两座盐矿总储量达 2 亿吨, 采盐能力 210 万吨/年 (寿命约 90 年), 同时向四川和邦盐化收购了采盐相关经营性资产, 至此公司 60 万吨/年联碱装置生产所需卤水全部自给, 毛利率进一步提升。
- ◆ **工业盐采购的价格优势进一步降低成本。**公司工业盐全部向顺城化工采购, 公司紧邻顺城化工, 向其采购工业盐通过传送带输送, 无需包装, 因此公司工业盐采购价格也具备一定优势。
- ◆ **2013 年之前, 公司以天然气作为原材料的联碱法工艺具备明显的成本优势。**四川省为天然气富产区, 管道输送距离短, 公司取得天然气的价格低于非产区的价格; 公司作为化肥生产企业, 公司根据每年氯化铵的生产量获得部分化肥用气指标, 按国家发改委规定、化肥用气价格当时低于普通工业用气价格, 因此公司天然气采购价格较低, 2013 年之前公司纯碱毛利率居于上市公司最高。
- ◆ **随着 2012 年 12 月, 四川省发改委公布《关于我省实行天然气综合价格的通知》, 天然气价格改革落实, 调整了化肥生产用气价格, 公司的成本优势自 2013 年开始发生逆转; 后期随着 2015 年化肥用电、化肥运输等优惠政策的全面取消, 联碱法相对于氨碱法的优势进一步缩小。但即使公司气头联碱法工艺遭受行业政策导致的阵痛, 比较 2017 年毛利率可见其盈利能力在上市公司中居于前列、仅次于规模最大的三友化工。**

表 6: 2009-2017 年纯碱行业上市公司产品毛利率比较

毛利率	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	备注
三友化工	15.19%	22.38%	30.11%	15.52%	15.83%	25.53%	27.16%	34.48%	39.25%	氨碱法
和邦生物	23.48%	31.97%	41.43%	36.62%	17.46%	15.32%	15.55%	16.00%	26.72%	“气头”联碱法
山东海化	-	14.21%	20.12%	-	3.88%	13.40%	13.74%	16.32%	24.99%	天然碱法
华昌化工	-	7.99%	8.65%	-	-	19.24%	25.18%	23.31%	25.54%	“煤头”联碱法
新都化工	15.76%	21.62%	23.94%	14.67%	12.50%	8.10%	17.11%	20.42%	21.57%	“煤头”联碱法
ST 双环	17.24%	19.04%	23.82%	14.19%	-	14.46%	14.27%	5.02%	-	“煤头”联碱法

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

### 2.3 低供给增速、竣工需求回暖叠加行业库存去化, 景气有望持续

纯碱行业未来 2 年新增产能极少, 2018 年地产竣工与新开工严重背离、2019 年至今地产施工显著改善带动后周期玻璃-纯碱需求, 叠加 2018 年全年库存去化、预计正步入被动去库-主动补库的阶段, 纯碱价格自 2016 年以来价格中枢逐步抬高、波动逐年减小, 行业高景气度有望持续。

- ◆ 2018 年纯碱库存去化: 根据百川资讯, 当前我国纯碱名义产能 3175 万吨, 实际有效产能 3115 万吨, 2018 年全国总产量 2583 万吨, 平均年开工率 83.55%; 纯碱下游主要应用领域为玻璃, 为房地产后周期行业, 2018 年全国纯碱表观消费量 2471 万吨, 同比-4.15%, 但考虑到 2018 年全年纯碱库存明显去化, 据百川资讯、约影响了 42 万吨的消费量, 因此 2018 年全国纯碱实际消费约 2513 万吨, 同比-2.52%, 实际消费降幅不大。
- ◆ 2019 年竣工回暖逻辑将逐步验证: 截止 2019 年 2 月, 房屋施工面积累计同比增速扩大至 6.8%, 为 2015 年 3 月以来新高, 验证了关于 2018 年竣工与新开工背离严重、2019 年竣工增速有望维持向上修复从而支撑产业链后周期需求的逻辑; 纯碱下游的玻璃作为房地产末期建材, 其需求与房屋竣工息息相关; 当前宏观环境正在改善过程中, 政策利好频出, 信用宽松改善需求, 地产投资可能于年内触底回暖、从而支撑未来几年需求增长。
- ◆ 纯碱未来两年新增产能较少: 2019 年金山化工装置已于 1 月份投产落实、河南骏化尚不具备确定性, 2020 年仅江苏德邦和江苏井神合计 120 万吨的搬迁投产为等量替换, 因此 2019-2020 年新增产能合计 70-90 万吨/年, 产能复合增速仅为 1.1-1.4%。
- ◆ 短期检修较多叠加安全大检查, 厂家报价普遍有上调: 据百川资讯, 截止目前, 纯碱厂家报价普遍有上调 100 元/吨, 河北轻质纯碱出厂价 1925 元/吨, 重质纯碱送到价 1925 元/吨。二季度红四方、山东海化老线、中源化学、实联化工和三友化工仍有检修计划; 此外, 江苏响水园区事故引发全国性安全大检查, 预计相关企业停产导致产业链整体供应收紧; 近 2 月纯碱库存去化、向下游转移, 价格有望强势。

图 2: 纯碱消费量正相关于房地产竣工, 偶尔背离对应产业链某些环节库存波动

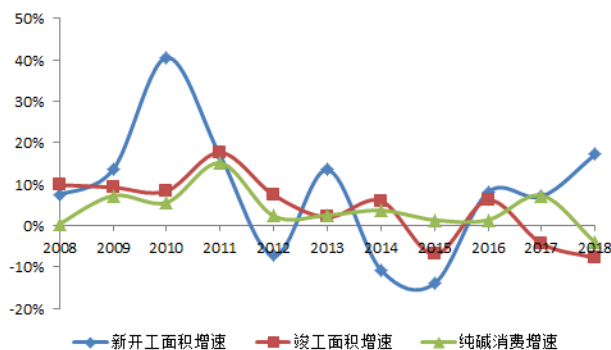
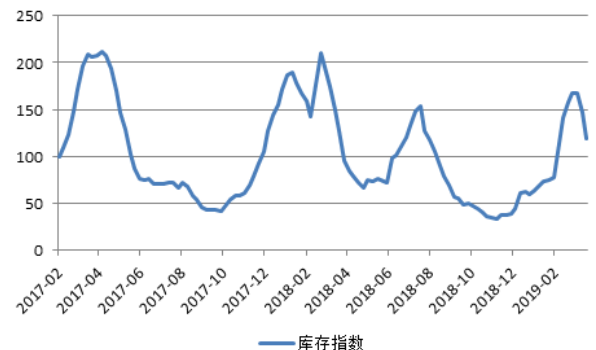
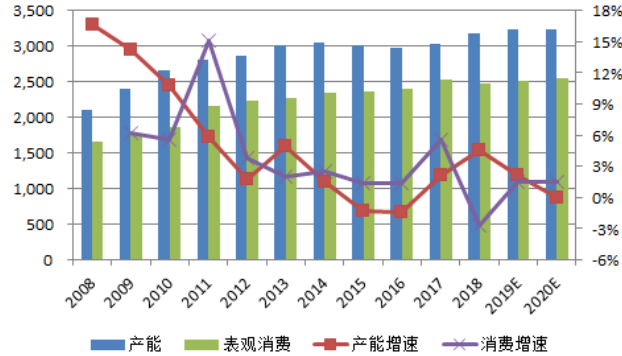


图 3: 2019 年春节前后库存水平为季节性高点, 但低于前两年同期水平, 当前处于季节性去库存



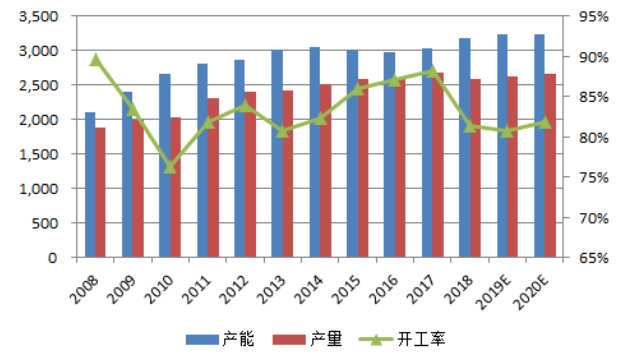


资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

**图 4: 预计 2019-2020 年纯碱产能复合增速低于需求增速**


资料来源: 百川资讯, 东兴证券研究所

资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

**图 5: 预计行业开工率未来 2 年企稳回升**


资料来源: 百川资讯, 东兴证券研究所

**表 7: 未来 2 年纯碱新增产能较少**

新增产能	规模/万吨	预计投产时间	备注
江苏德邦兴华	60	2020.05	搬迁, 等量替换
江苏井神盐化	60	2020	搬迁, 等量替换
河南金山化工	70	2019.01	扩能, 已投产
青海昆仑碱业/青海发投	20	2018	扩能, 已投产
河南骏化	20	2019.12	新增, 预计确定性较低

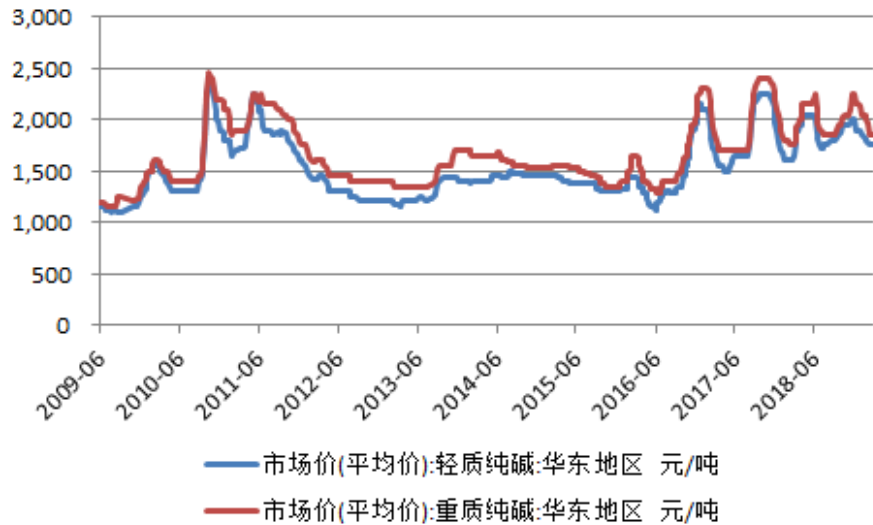
资料来源: 百川资讯, 卓创资讯, 东兴证券研究所

**表 8: 二季度纯碱企业检修计划统计**

业主名称	产能	生产工艺	检修情况
红四方	30	联碱法	4 月下旬计划检修一周
海化老线	120	氨碱法	6 月份有检修计划
中源化学	130	天然碱法	4 月份有检修计划
实联化工	120	联碱法	5 月初计划检修 20 天
三友化工	230	氨碱法	一台重灰炉计划 4 月 20 日开始检, 为期两个月时间, 每天减量 800 吨左右

资料来源: 卓创资讯, 东兴证券研究所

**图 6: 纯碱价格中枢维持高位, 短期上涨**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

## 2.4 分享产业链下游玻璃环节利润

2014年, 公司新增玻璃业务。公司玻璃产品主要为智能玻璃、特种玻璃, 其用途包括广告行业、会展行业、高端物业、汽车行业、基础建材行业。由于玻璃销售半径约300公里, 在公司玻璃销售半径内规模较大的厂商较少, 区位优势明显, 且产品质量较好, 公司玻璃产品区域竞争力较强。

公司玻璃业务主要分布于全资子公司武骏玻璃, 武骏玻璃拥有两条浮法玻璃生产线, 1号线产能550吨/日, 2号线产能700吨/日, 其中1号线于2014年11月正式投产; 2号生产线于2015年7月开始投产, 2016年产能完全释放, 实际投产产能增长至46.50万吨/年; 受益于玻璃下游需求增长, 2017年公司原片玻璃实际投产产能达54.75万吨/年。玻璃业务的切入进一步深化了公司纯碱的一体化产业链, 每吨玻璃消耗纯碱0.2吨, 公司每年有望内部消化纯碱约11万吨。

表 9: 随着生产能力逐步扩大, 规模效应显现, 玻璃业务盈利能力持续提升

产品	项目	单位	2014	2015	2016	2017
玻璃原片	当年实际投产产能	万吨/年	3.36	32.96	46.5	54.75
	产量	万吨	3.65	36.97	51.7	53.62
	开工率		108.6%	112.2%	111.2%	97.9%
	销量	万吨	3.52	35.07	48.72	50.37
	产销率		96.4%	94.9%	94.2%	93.9%
玻璃制品	产量	万平方米		39.09	121.61	118.5
	销量	万平方米		58.34	178.05	279.46
	剔除外购成品并直接销售部分的销量	万平方米		38.29	119.7	105.74
	产销率			98.0%	98.4%	89.2%
玻璃板块合计	营收	亿元	0.43	4.23	6.89	8.35
	毛利	亿元	0.08	0.64	1.38	1.92

毛利率		18.2%	15.2%	20.1%	23.0%
净利	亿元	未披露	0.79/0.26	0.91	1.39
净利率		未披露	18.7%/6.2%	13.2%	16.7%

资料来源: 公司公告, 公司债券评级报告, 东兴证券研究所;

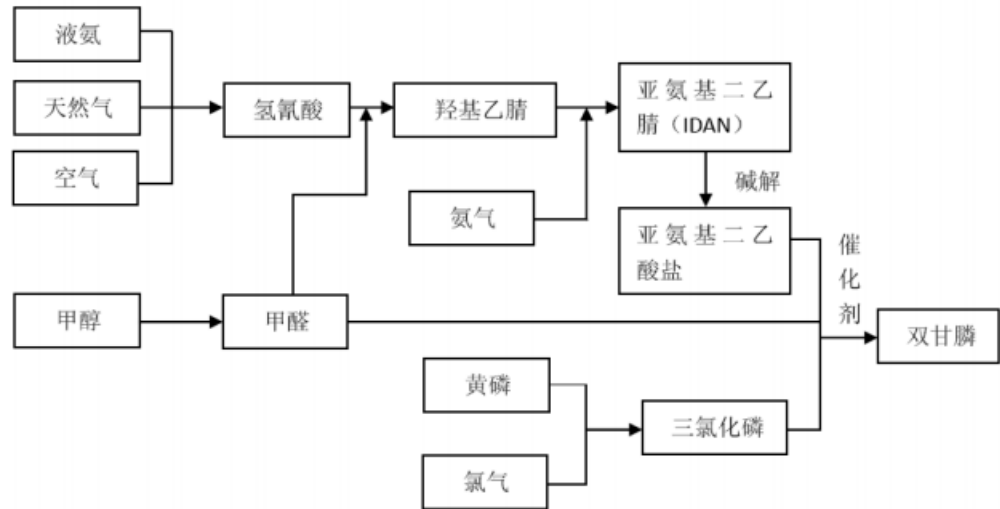
注: 泸州市市级财政国库支付中心拨付武陵玻璃税收优惠补助6200万, 扣除该部分, 净利润=0.79-0.62\*85%=0.26亿, 净利率=6.2%.

### 3. 双甘膦-草甘膦产品链通过产能释放及技改扩能贡献增量

#### 3.1 公司持续完善双甘膦-草甘膦产品链

公司于 2014 年收购和邦农科 51% 股权后, 和邦农科成为公司全资子公司, 公司新增双甘膦业务, 该业务成为公司第二大主要利润来源。公司目前拥有双甘膦名义产能 15 万吨/年 (两条生产线组成, 每条产能 7.5 万吨), 两天生产线分别于 2014 年 1 月及 2014 年 10 月正式投产。2016 年 7 月, 公司本部新增 5 万吨/年草甘膦产能, 草甘膦为双甘膦下游产品, 公司产业链进一步延伸。总体来看, 随着公司“双甘膦-草甘膦”产业链的完善, 双甘膦的产销量均有所提升, 未来随着产业链的进一步深化, 公司该业务板块收入及利润规模有望进一步提升。

图 7: 公司双甘膦生产流程



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

生产工艺方面, 和邦农科采用清洁能源天然气为源头, 以 IDA 工艺生产双甘膦, 原材料主要包括亚氨基二乙腈、黄磷、液碱、液氯等, 其中亚氨基二乙腈由公司自产, 黄磷及其他原材料主要外购; 采用纯氧氧化双甘膦的方式生产草甘膦, 每生产 1 吨草甘膦约需消耗 1.47 吨双甘膦, 公司草甘膦产能 5 万吨, 对应消耗双甘膦 7.35 万吨, 约占现有双甘膦产能的 49%, 剩余的双甘膦用于对外销售, 公司双甘膦内销能在一定程度上提升其产能利用情况。

#### 3.2 产能不断释放, 持续的工艺优化和原料配套带来利润增量

公司双甘磷-草甘磷装置分别稳定运行 4 年和 2 年, 积累了多项有利于节约成本、增产增效的工艺技术优化方案。

- ◆ 公司通过进一步的产能挖掘, 将 13.5 万吨双甘磷产能扩至 15 万吨;
- ◆ 增加环保投入、配套环保设置, 装置有效开工负荷持续提升: 根据 2018 年前三季度经营数据公告, 公司前三季度共生产 12.21 万吨双甘磷, 相当于年化 16.3 万吨产量, 相对于 15 万吨的名义产能、其开工率达到 109%, 换句话说其实际有效产能接近 17 万吨; 2018 年前三季度 5 万吨草甘磷开工率也达 109%;
- ◆ 公司不断技改配套上游原材料, 增加产业链利润环节: 此前公司先后技改配套了 10 万吨烧碱、16 万吨甲醛以及 2×130t/h 热电联产, 后续公司的“双甘磷项目工艺优化”(根据公司公告, 该项目总投资 3.5 亿元, 预计 2020 年 1 月竣工投产, 投产后预计增厚利润 8000 万元/年) 将就双甘磷项目进行进一步工艺提升, 实现亚氨基二乙腈完全自给, 使双甘磷产能进一步释放, 公司各装置协同效应提升;
- ◆ 公司当前草甘磷产品的双甘磷单耗大约 1.47, 全球最先进的孟山都工艺可以做到接近 1.3, 公司消耗下降空间还很大; 公司持续推进工艺优化, 预计未来有望降至 1.4 以下, 草甘磷盈利能力有望提升。

表 10: 公司双甘磷-草甘磷历年产能产销情况

产品	项目	单位	2014	2015	2016	2017	2018 前 Q3	备注
双甘磷	当年实际投产产能	万吨/年	8.4375	13.5	13.5	13.5	15	2014 年按投产 7.5 个月计算
	产量	万吨	8.23	9.88	12.6	13.48	12.21	和邦农科
	开工率		97.5%	73.2%	93.3%	99.9%	108.5%	
	销量	万吨	7.27	9.05	13.51	13.58	11.84	包含内销
	产销率		88.3%	91.6%	107.2%	100.7%	97.0%	
	毛利率		27.5%	30.58%	21.71%	15.45%		
	均价		12963.27	10713.7	9478.66	11422.41	12627.54	不含增值税
草甘磷	当年实际投产产能	万吨/年			2.5	5	5	公司本部
	产量	万吨			2.32	4.49	4.16	
	开工率				92.8%	89.8%	109.3%	
	销量	万吨			1.45	3.89	4.92	
	产销率				62.5%	86.6%	118.3%	
	毛利率				3.19%	3.25%		
	均价				17830.8	21769.2	23803.34	不含增值税

资料来源: 公司公告, 公司债券评级报告, 东兴证券研究所;

注: 草甘磷原粉除对外直接销售外, 少量用于生产草甘磷水剂

表 11: 公司双甘磷-草甘磷产品链产能投产及历次技改配套、环保配套情况

项目	总投资	环保投资	环评批复	竣工验收
15 万吨/年双甘磷项目 (亚氨基二乙腈 7 万吨, 三氯化磷 12 万吨, 双甘磷 15 万吨)	9.86 亿元	2970 万元	2008 年	2014 年
双甘磷工程配套 10 万吨/年烧碱技改项目	7975 万元	865 万元	2014 年	2016 年

双甘磷工程配套 16 万吨/年甲醛技改项目	2476 万元	529 万元	2014 年	2016 年
2×130t/h 热电联产项目			2014 年	2016 年
5 万吨/年草甘磷项目	5.01 亿元		2014 年	2016 年
含磷废水高效处理技改项目	6912 万元	176 万元	2016 年	
双甘磷项目工艺优化	3.5 亿元			预计 2020 年

资料来源: 公司公告, 乐山市环保局网站, 东兴证券研究所

### 3.3 双甘磷-草甘磷价格有支撑

我们判断 2019 年草甘磷价格区间预计在 2.4-3.0 万元/吨, 均价可能不低于去年 2.7 万的水平; 公司双甘磷产品的定价主要参考草甘磷市场价格。

- ◆ 美国本土第二个关于草甘磷致癌的案情宣判, 法庭将判决拜耳 (孟山都) 产品造成的损失及赔偿数额; 近日欧盟委员会提议法国、匈牙利、荷兰和瑞典作为评估国, 开展草甘磷的再评审工作; 越南禁止使用草甘磷。市场因此担忧草甘磷长期需求, 我们认为考虑到美国是判例法体系, 未来或将仍有类似诉讼, 结果或将相同; 越南草甘磷消费量约 2000 吨, 不会对全球整体需求造成很大影响; 由于抗草甘磷种子依旧是转基因种子的主流产品之一, 草甘磷产品的销售出现“断崖式”下滑的概率极低。从长远看, 我们判断大概率折中的解决方案可能是草甘磷市场或将在施用方面, 比如专业人员操作机械喷施, 在产品商标上做出标识。
- ◆ 江苏园区事故导致安全环保监查压力可能只增不减, 叠加 2019 年的长江沿岸“三磷”专项整治排查, 且双甘磷-草甘磷行业几无新增产能, 我们认为全年草甘磷均价低于去年平均水平的概率较低。

图 8: 国内草甘磷 (95%) 现货价格变动情况



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 9: 全球转基因作物种植面积及增速



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

### 3.4 近两年集中、高额的环保投入, 以应对安全环保压力

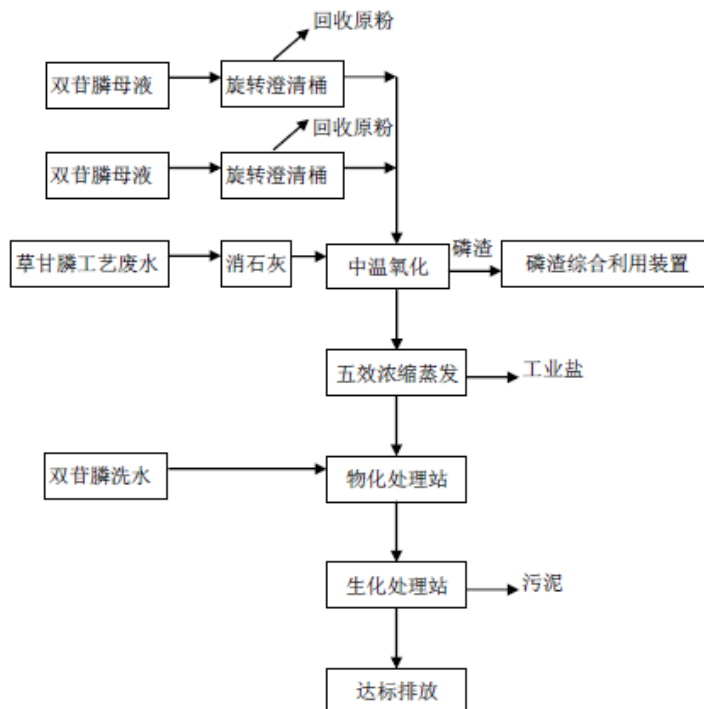
自 2017 年以来, 公司致力于废水、尾气治理, 综合投入共计 10 亿多元。公司本轮环保相关投入集中完成后, 环保处理能力将提升为: 废水总磷回收率>95%, 氯化钠回收率>95%, COD 降解率>90%。废气排放标准将达到烟尘 $\leq 6-8\text{mg}/\text{m}^3$ ,  $\text{SO}_2 \leq 10-20\text{mg}/\text{m}^3$ ,  $\text{NO}_x \leq 25-35\text{mg}/\text{m}^3$ , 低于欧盟、美国标准。

- ◆ 在废水治理方面, 企业针对生产过程中产生的废水, 在原有处理方式出水达到国家

排放标准的基础上, 投资建设“环保资源循环回收利用”项目, 通过深度氧化和膜净化处理后回收循环使用, 以实现零固废和逐步实现零排放, 提前达到岷江、沱江流域水污染物排放标准。项目设计废水处理能力超过 3948 吨/天, 年工作时间达 7200 小时, 整体投资近 8 亿元, 项目已于 2018 年 12 月 20 日投料试运行。

- ◆ 在大气治理方面, 公司厂区内, 共有燃煤锅炉 13 台。公司先后投资 2 亿多元, 采用 DSC-M 烟气干式超净技术, 对 13 台锅炉在原有烟气治理基础上, 实施烟气治理升级提标技术改造。2018 年 6 月, 13 台锅炉超低排放改造工作全面完成投运, 目前运行状态良好, 已达到超低排放标准。烟气排放均全面安装在线监控系统, 并与四川省信息监控平台联网, 实时数据上传。锅炉烟气脱硫经 DSC-M 干法脱硫工艺, 脱硫去除效率由技改前炉内石灰石脱硫的 75% 提升至为 98% 以上; 脱硝经 SNCR+COA 法脱硝工艺, 效率在原低氮燃烧基础上, 提高至 85% 以上; 除尘经静电除尘+布袋除尘工艺, 除尘效率提高至 99.9% 以上。均达到超低排放要求。
- ◆ 在扬尘治理方面, 公司购置环保雾炮机 2 台, 炮雾车 1 台, 定期在厂界和厂内主干道进行喷雾作业, 扬尘情况得到了改善。

**图 10: 改造后和邦农科含磷废水处理工艺流程图**



资料来源: 乐山市环保局, 《含磷废水高效处理项目环境影响报告表》, 东兴证券研究所

公司环保方面的集中资本开支, 将解决公司安全环保方面的后顾之忧, 保障未来化工装置的安全稳定生产, 并使公司在安全环保持续收紧、同行落后企业关停压力较大的背景下持续受益。

- ◆ 江苏响水园区事故导致安全环保边际放松的预期彻底扭转。国内工业企业的安全环保压力将持续, 特别是近期江苏响水陈家港化工园区某化工厂爆炸事件, 虽然对农

药原药直接影响打击面并不大, 但生产企业安全检查问题再次引起了业者的重视, 全国各省市共计 53 个地区已开展安全大检查, 此前安全环保边际放松的预期彻底扭转, 所处地区的原药生产企业开工受限概率较大;

- ◆总磷超标已经上升为长江干流首要污染物, 生态环境部 2019 年 2 月颁布长江“三磷”专项排查整治行动方案。长江“三磷”专项排查整治行动工作方案要求, 以湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆、江苏等 7 省市为重点, 对“三磷”(即磷矿、磷化工企业、磷石膏库)企业达标排放治理、初期雨水收集处理、物料遗撒和跑冒滴漏管理、渗滤液拦蓄设施和地下水监测井建设情况等开展排查整治。草甘膦主要环保危害为含磷废水, 生产一吨草甘膦会产生 5~6 吨母液; 同时可能出现上游黄磷出现供应问题导致企业开工受限的情况。
- ◆双甘磷-草甘膦行业本身为高污染行业, 环保压力有利于行业中缺乏资金、工艺能力、无力配套环保设施的小企业出清。举例来说, 一套 1.8 万吨/年甘氨酸法草甘膦配套母液资源化利用装置投资, 仅设备投资就要 2850 万元, 再加上电气仪表、土建、安装费用等, 总计要 4000~5000 万元; 算上与环保相关的膜处理设备、生化处理装置、环保创新设施投入和运行费用, 万吨以上的草甘膦生产装备环保投入保守估计也要上亿。公司本次集中增加环保投入顺应国内环保高压趋势, 将有效解决公司现有存量装置、后续增量装置长周期稳定运行的担忧。

表 12: 全国草甘膦企业产能情况汇总

甘氨酸法生产企业	产能 (万吨)	甘氨酸法开工状况	IDA 法生产企业	产能 (万吨)	IDA 法开工状况
泰盛化工 (兴发子公司)	13		华兴化工	1.5	停产
湖北兴发收购内蒙古腾龙	5		好收成韦恩	7	
许昌东方	3		银燕化工	2	停产
广信化工	3		江山股份	7	
新安化工	8		扬农集团	4	
福华化工	12		捷马化工	1	停产
金帆达	2.5		和邦农科	5	
江山股份	3		沙隆达	2	停产
安一化工	5	2016 年 5 月起停产	广安诚信	3	停产
有效产能		49.5			20
合计				72.5	

资料来源: 百川资讯, 中国知网, 东兴证券研究所

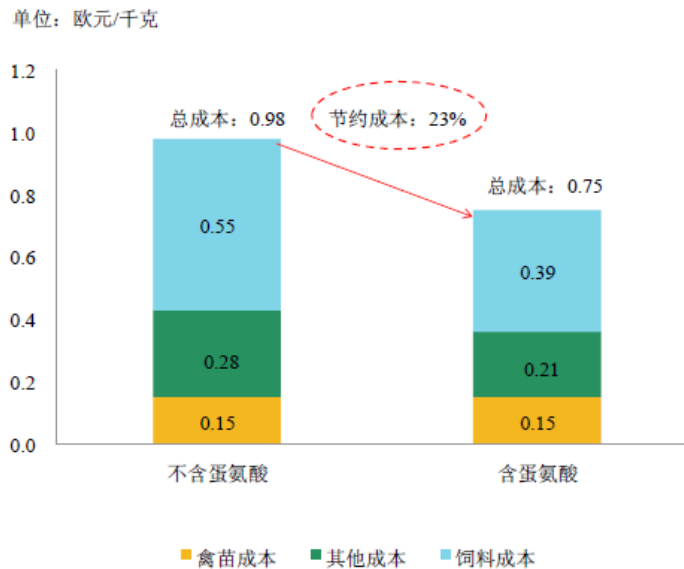
## 4. 蛋氨酸项目有望带来新的利润增长点

### 4.1 预计蛋氨酸全球需求稳定增长, 国内进口替代空间较大

蛋氨酸是动物“必需氨基酸”之一, 同时也是家禽生产第一“限制性氨基酸”。家禽无法自然合成蛋氨酸, 必须通过采食摄取。在饲料中添加蛋氨酸, 可以按照动物生理对氨基酸需求, 均衡饲料配给, 进而减少饲料成本, 具有较高经济价值。在营养成分摄取量一致的前提下, 假设每单位重量饲料中添加 0.20%蛋氨酸, 每生产 1 千克成品

鸡肉可节约生产成本约 0.23 欧元, 占总生产成本约 23%, 能有效提高家禽生产行业利润率。目前国内外市场销售的蛋氨酸包括四个品种: 固体蛋氨酸、液态羟基蛋氨酸 (MHA)、液体蛋氨酸钠盐和固体羟基蛋氨酸钙盐, 其中用量最大的是固体蛋氨酸和 MHA。

图 11: 饲料添加蛋氨酸能有效提高家禽生产行业利润率



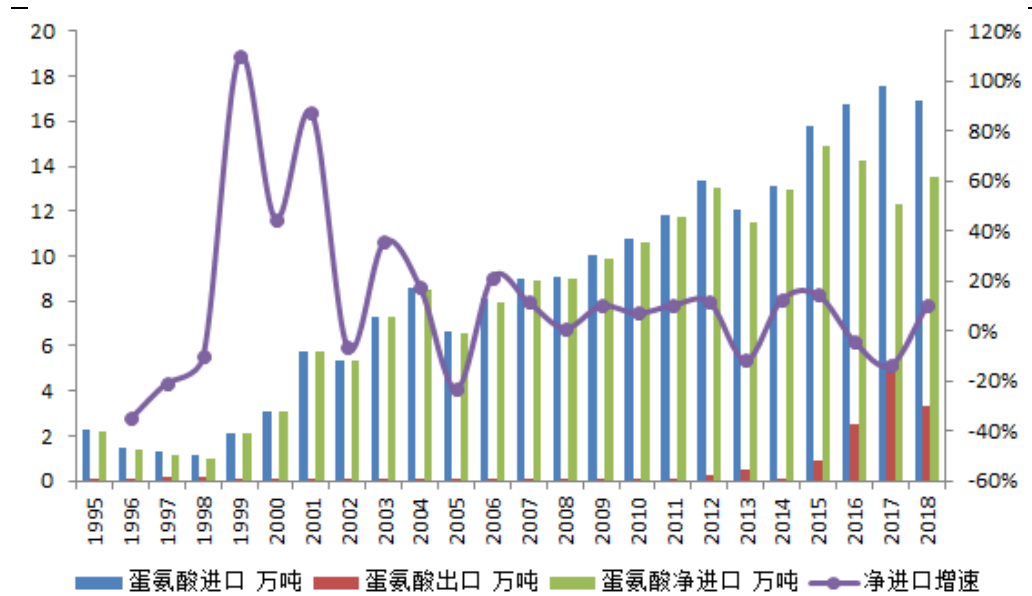
资料来源: Wind, 公司公告, 安迪苏, 东兴证券研究所

预计未来蛋氨酸需求增速约 6%。蛋氨酸主要作为鸡饲料添加剂使用, 2018 年全球鸡肉产量 9247 万吨, 近 10 年复合增长率 2.4%; 在动物饲料中添加 1kg 蛋氨酸, 相当于 50kg 鱼粉的营养价值, 一般添加量为 0.05%~0.2%, 其性价比将助推渗透率的提高, 蛋氨酸的需求增速将超过鸡肉产量增速; 据安迪苏和日本住友预测, 未来几年全球蛋氨酸市场将保持 6% 的增长速度; 根据 Feedinfo 统计, 2017 年全球蛋氨酸需求量约为 126.50 万吨、同比增长 6.3%, 对应每年新增 7~8 万吨市场需求。

国内蛋氨酸的消费潜力极大, 每年需从国外大量进口, 目前每年净进口量在 14 万吨左右。从国内市场来看, 国内蛋氨酸的市场潜力主要在于进口替代, 我国养殖业发展迅速, 猪肉、禽蛋、畜产品产量规模居世界第一位, 并持续保持高速发展, 国内对蛋氨酸的需求也保持着快速增长态势。

图 12: 目前国内每年蛋氨酸净进口在 14 万吨左右





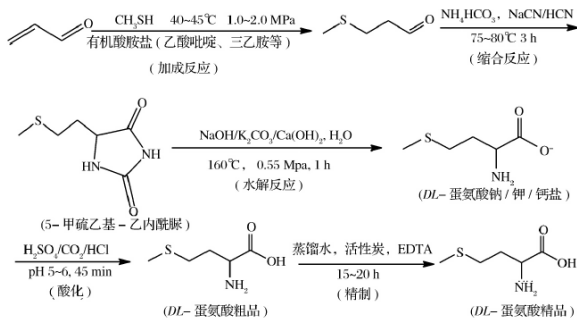
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

供应方面, 全球产能集中度高、属寡头垄断格局: 赢创 58 万吨, 安迪苏 41 万吨, 诺伟司 32 万吨, 住友 15 万吨, 希杰 8 万吨, 重庆紫光 10 万吨, 沃尔斯基 2.5 万吨, 新和成 5 万吨, 总计 171.5 万吨。根据 2017 年产能与需求情况, 全球蛋氨酸产能利用率在 75~80% 之间, 但产能集中度非常高: 集中在 8 家生产商的 15 家工厂, 其中 CR4 占比达到 85%, 除俄罗斯沃尔斯基工厂产能为 2.5 万吨/年, 其余工厂产能在 5 万吨/年以上, 任意 1 家大厂出问题, 很容易引发供需失衡和价格的暴涨暴跌。

#### 4.2 蛋氨酸工艺以化学合成法为主, 技术壁垒较高

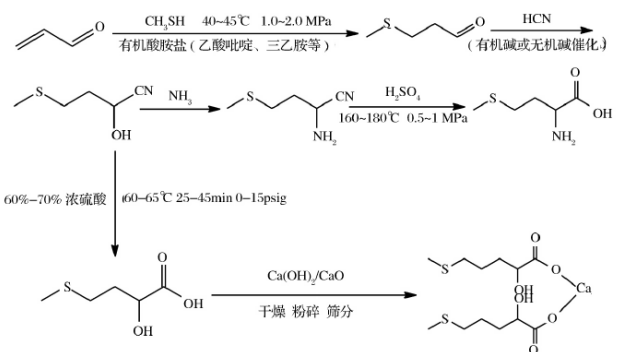
蛋氨酸的合成主要有生物酶拆分法、微生物发酵法和化学合成法。生物酶拆分法生产的经济指标低, 排污大; 发酵法生产工艺收率低, 欠缺工业化生产价值。因此目前全球蛋氨酸生产主要采用化学法。化学法合成蛋氨酸, 工艺生产中以丙烯醛为原料, 依据中间路径的不同, 具体可分为海因法、氰醇法。两种方法均需要先通过基础化学品合成中间体-甲硫基丙醛, 再进行下一步的合成反应。

图 13: 海因法工艺生产蛋氨酸流程图



资料来源: CNKI, 东兴证券研究所

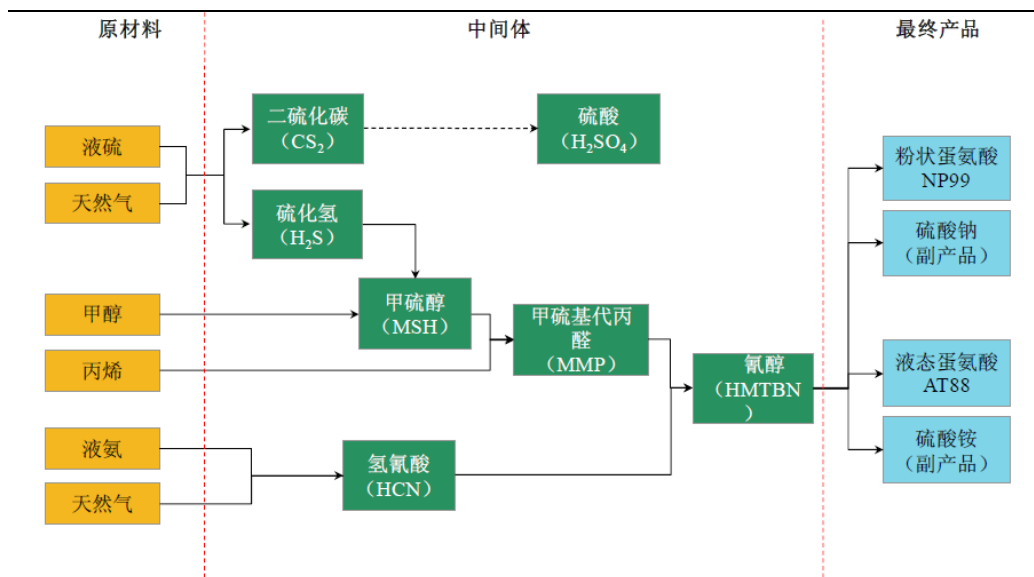
图 14: 氰醇法工艺生产蛋氨酸流程图



资料来源: CNKI, 东兴证券研究所

蛋氨酸工艺壁垒高。由于化学合成蛋氨酸生产工艺复杂, 需要大量专业知识与前期资本投入, 整个生产流程受到环境保护及安全生产方面的严格监管, 因此在全球范围内仅有少数几个厂商有能力安全、稳定地规模化生产蛋氨酸。

图 15: 天然气、甲醇、液氨和液硫是蛋氨酸主要的原材料

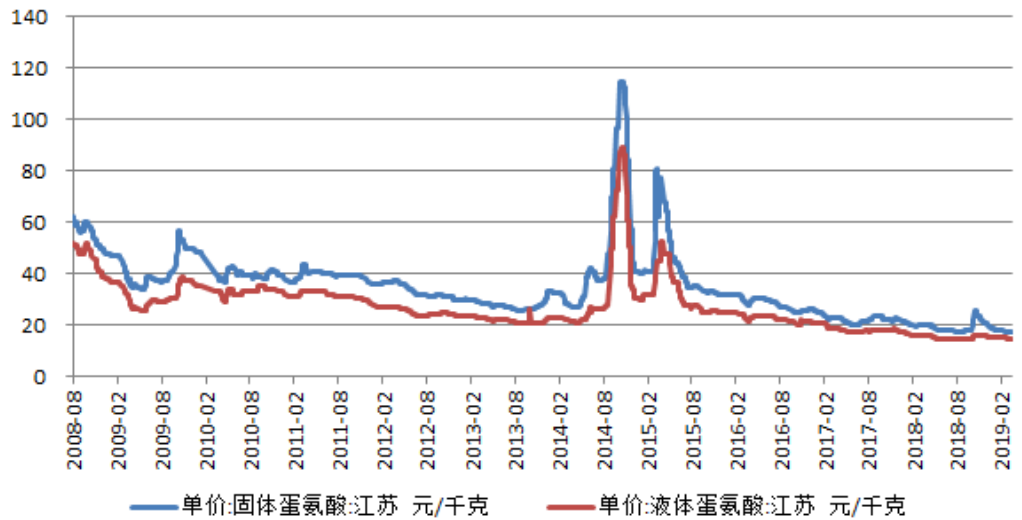


资料来源: 公司公告, 安迪苏, 东兴证券研究所

### 4.3 当前蛋氨酸价格处于近 10 年底部

蛋氨酸市场在 2014 和 2015 年经历了两轮行情: 2014 年紫光因环保问题停产, 叠加赢创美国基地供应出现问题, 价格快速上涨, 供应恢复后价格回落; 2015 年, 经销商及下游厂商为规避风险去库存, 进口量也同时下降, 导致国内供应阶段性不足, 引发第二轮上涨。此后, 受新增产能陆续投放影响, 蛋氨酸价格从 2015 年 3 月的 8 万元/吨, 一路下滑至 2 万元/吨, 跌幅高达 75%, 产品价格基本筑底; 截止目前, 江苏固体蛋氨酸价格 17.45 元/kg, 已处于 11 年来的历史低位水平。未来全球蛋氨酸市场的新增产能以行业内厂商扩产为主, 新增产能主要位于亚洲, 投产时间集中在 2019-2021 年; 但较低的价格水平同时抑制投资热情, 重庆化医的蛋氨酸注入渝三峡受阻。此外, 国外很多传统装置运行较旧, 装置老旧、安全隐患问题时有发生, 开工难保持长期平稳。蛋氨酸下游需求增长稳定, 未来蛋氨酸供求格局或有所改善。

图 16: 固体蛋氨酸和液体蛋氨酸价格变化



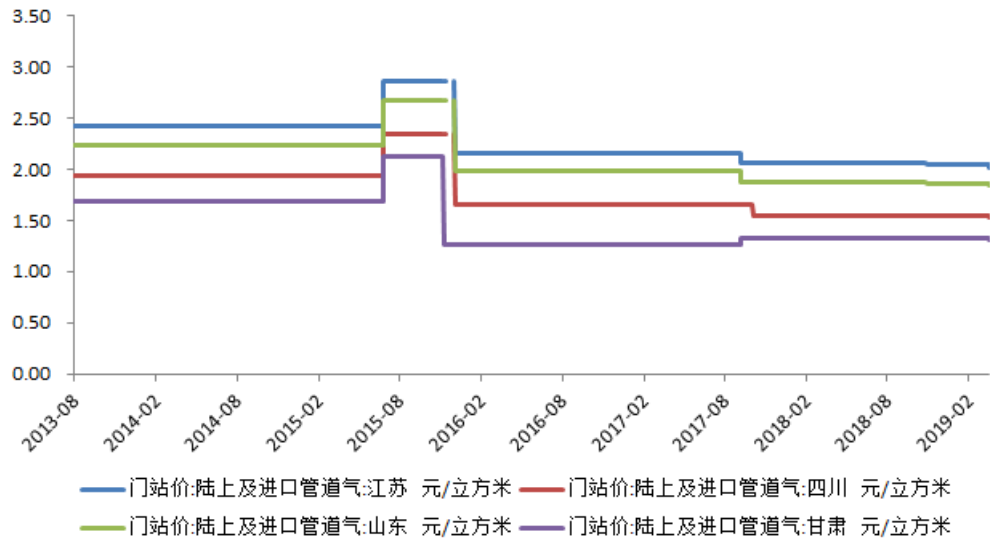
资料来源: Wind, 东兴证券研究所

#### 4.4 公司蛋氨酸项目有望明年初投产, 带来新的利润增长点

公司在蛋氨酸的原材料供应上具有成本上的优势, 同时在部分关键工艺环节上具备一定的技术积累和储备, 看好公司蛋氨酸项目在今明两年能够顺利达产、并为公司贡献新的利润增长点。

- ◆ 蛋氨酸工艺的主要原材料包括天然气、丙烯、硫、甲醇及液氨, 公司相较于东部地区, 在天然气原材料成本上具备优势。根据金联创数据统计, 截止 2019 年 3 月, 四川陆上及进口管道气门站价为 1.53 元/标准立方米, 较江苏低 0.49 元/标准立方米, 较浙江低 0.5 元/标准立方米, 较山东低 0.33 元/标准立方米; 我们估算 1 吨蛋氨酸大约消耗 1200 标准立方米天然气, 则在上述管道气价格下, 公司原材料中天然气成本分别较江苏、浙江和山东低 590 元/吨、600 元/吨和 400 元/吨。
- ◆ 公司具备天然气-氰化物产业链核心技术积累。氢氰酸是天然气-氰化物产业链的基础, 主要由丙烯腈副产法制得, 国内主要用来生产丙酮氰醇和氰化钠。天然气-氰化物产业链产品的技术难度大, 且存在安全、环保、资源等一系列问题。公司此前在双甘膦产品中已成功积累氢氰酸技术工艺, 以天然气法氢氰酸制取亚氨基二乙腈, 采用亚氨基二乙腈法 (IDA 法) 再加三氯化磷生产双甘膦, 成熟的氢氰酸技术储备将为蛋氨酸项目的顺利投产打下基础。

图 17: 不同省份天然气管道气价格比较



资料来源: 公司公告, 安迪苏, 东兴证券研究所

2015年6月25日, 根据项目的工程准备情况, 公司5万吨/年蛋氨酸项目正式开工建设, 项目计划总投资为129,570万元, 其中建设投资为12.1亿元, 流动资金为0.87亿元; 公司“蛋氨酸项目工艺提升”预计投资8.2亿元, 截止2019年1月项目已投资0.99亿元。公司预计合计蛋氨酸产能7.5万吨/年有望于2019年底或者2020年初投产, 届时将为公司带来新的利润增长点。

表 13: 公司蛋氨酸项目相关资本开支及投资进度

项目	预计总投资金额	项目已投金额	未投金额	数据统计来源
蛋氨酸项目	129,570.00	101,421.34	28148.66	2018年中期报告, 工程进度93.11%
蛋氨酸项目工艺提升	82,342.00	9,920.22	72,421.78	2019年1月25日公告

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

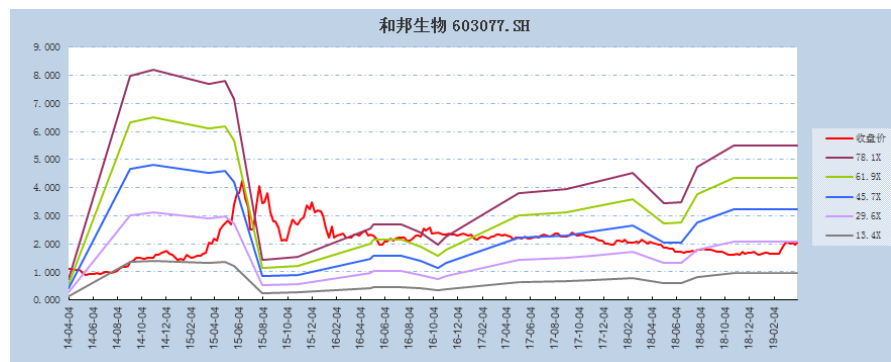
## 5. 盈利预测及估值

- ◆ 宏观经济政策刺激下, 货币及信用预期改善, 地产竣工数据创2015年3月以来新高印证2019年竣工好转逻辑、拉动地产产业链后周期需求, 叠加安全大检查彻底扭转环保边际放松下的供给释放预期, 预计未来纯碱、双甘膦等产品保持高景气, 公司作为双甘膦龙头、纯碱区域型龙头充分受益;
- ◆ 新上马蛋氨酸项目技术壁垒高、进口替代空间大、附加值高, 将成为公司2020~2021年新的利润增长点; 双甘膦技改扩能贡献利润增量;
- ◆ 公司是国内传统化工企业转型升级的代表之一, 近两年集中的高环保投入使未来安全稳定生产无后顾之忧, 转型阵痛期已过;
- ◆ 预计公司2018~2020年EPS分别为0.064、0.081和0.097元/股, 首次覆盖给予“推荐”评级。

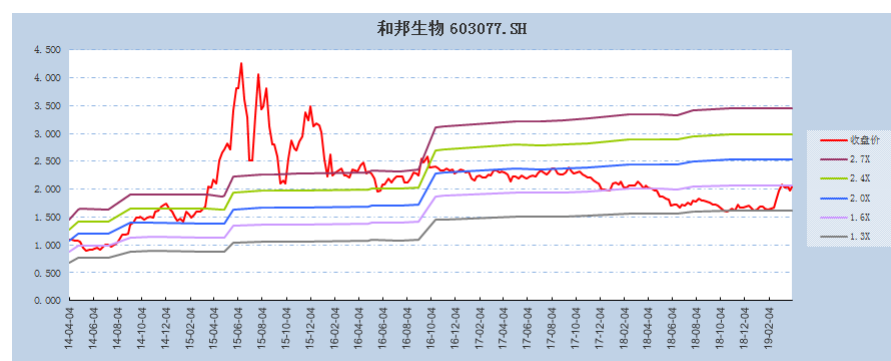
**表 14: 公司业绩预测**

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	3,462.55	4,737.65	6,073.08	6,592.26	7,897.45
增长率 (%)	20.96%	36.83%	28.19%	8.55%	19.80%
归母净利润 (百万元)	317.81	517.54	561.11	713.00	859.78
增长率 (%)	32.50%	62.85%	8.42%	27.07%	20.59%
净资产收益率 (%)	3.04%	4.71%	4.89%	5.88%	6.66%
每股收益 (元)	0.090	0.060	0.064	0.081	0.097
PE	64.67	34.13	32.26	25.39	21.06
PB	1.97	1.61	1.58	1.49	1.40

资料来源: 东兴证券研究所

**图 18: 公司历史 PE-band**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

**图 19: 公司历史 PB-band**


资料来源: Wind, 东兴证券研究所

## 6. 风险提示

双甘膦、蛋氨酸项目进度不及预期; 联碱、双甘膦、蛋氨酸景气不及预期; STK 盈利持续不及预期的商誉减值风险。

表 15: 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
<b>流动资产合计</b>	3609	3579	5285	4796	5747	<b>营业收入</b>	3463	4738	6073	6592	7897
货币资金	309	831	1742	989	1185	<b>营业成本</b>	2636	3535	4621	4901	5898
应收账款	636	700	897	974	1167	营业税金及附加	37	44	56	61	73
其他应收款	2	2	2	2	2	营业费用	245	259	332	360	431
预付款项	77	67	88	93	112	管理费用	191	266	341	370	443
存货	864	1064	1391	1475	1775	财务费用	97	57	68	69	51
其他流动资产	1467	29	29	29	29	资产减值损失	-41	29	29	29	29
<b>非流动资产合计</b>	9319	9530	9986	10359	10655	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期股权投资	209	203	220	236	253	投资净收益	41	37	27	27	28
固定资产	4166	4779	5229	5602	5898	<b>营业利润</b>	339	596	653	829	1000
无形资产	1026	1074	1051	1028	1005	营业外收入	32	1	1	1	1
其他非流动资产	980	600	611	618	624	营业外支出	1	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	12928	13109	15270	15154	16402	<b>利润总额</b>	370	596	653	830	1000
<b>流动负债合计</b>	1331	1318	2985	2229	2709	所得税	48	91	95	121	146
短期借款	442	420	1851	1030	1292	<b>净利润</b>	321	505	558	709	855
应付账款	671	697	912	967	1163	少数股东损益	4	-12	-3	-4	-5
预收款项	104	79	101	110	132	归属母公司净利润	318	518	561	713	860
一年内到期的非	1	1	1	1	1	EBITDA	370	596	1225	1480	1710
<b>非流动负债合计</b>	821	516	516	517	517	<b>EPS (元)</b>	0.090	0.060	0.064	0.081	0.097
长期借款	0	0	0	0	0	<b>主要财务比率</b>					
应付债券	796	494	494	494	494		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>负债合计</b>	2152	1834	3502	2746	3227	<b>成长能力</b>					
少数股东权益	319	287	284	280	275	营业收入增长	21.0%	36.8%	28.2%	8.5%	19.8%
实收资本(或股	4014	8831	8831	8831	8831	营业利润增长	55.0%	75.7%	9.5%	27.1%	20.6%
资本公积	4227	213	213	213	213	归属于母公司净利润	32.5%	62.8%	8.4%	27.1%	20.6%
未分配利润	2047	1702	2175	2788	3523	<b>获利能力</b>					
归属母公司股东	10457	10988	11485	12129	12901	毛利率(%)	23.9%	25.4%	23.9%	25.7%	25.3%
<b>负债和所有者权</b>	12928	13109	15270	15154	16402	净利率(%)	9.3%	10.7%	9.2%	10.8%	10.8%
<b>现金流量表</b>						<b>总资产净利润(%)</b>					
						ROE(%)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	2.5%	3.9%	3.7%	4.7%	4.7%	
<b>经营活动现金流</b>	0	-37	584	1185	1056	<b>偿债能力</b>					
净利润	0	0	558	709	855	资产负债率(%)	17%	14%	23%	18%	20%
折旧摊销	0	0	500	577	654	流动比率	2.71	2.72	1.77	2.16	2.12
财务费用	0	0	82	97	83	速动比率	2.06	1.91	1.31	1.49	1.47
应收账款减少	-8	-64	-197	-77	-193	<b>营运能力</b>					
预收帐款增加	1	-25	22	9	22	总资产周转率	0.29	0.36	0.43	0.43	0.50
<b>投资活动现金流</b>	0	0	-958	-951	-951	应收账款周转率	2.74	3.55	3.80	3.52	3.69
公允价值变动收	0	0	0	0	0	应付账款周转率	1.81	2.58	2.87	2.61	2.77
长期股权投资减	-30	6	-16	-16	-16	<b>每股指标(元)</b>					
投资收益	41	37	27	27	28	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.06	0.06	0.08	0.10
<b>筹资活动现金流</b>	0	0	1285	-987	91	每股净现金流(最新	0.00	0.00	0.10	-0.09	0.02
应付债券增加	2	-302	0	0	0	每股净资产(最新摊	2.60	1.24	1.30	1.37	1.46
长期借款增加	-220	0	0	0	0	<b>估值比率</b>					
普通股增加	702	4817	0	0	0	P/E	64.67	34.13	32.26	25.39	21.06
资本公积增加	3169	-4014	0	0	0	P/B	1.97	1.61	1.58	1.49	1.40
<b>现金净增加额</b>	0	0	911	-753	196	EV/EBITDA	58.13	29.77	15.27	12.60	10.94

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

## 分析师简介

### 张明烨

清华大学化学工程学士、工业催化与反应工程硕士, 3年化工实业经验, 2015年起从事化工行业研究工作, 2017年加入东兴证券研究所。

## 研究助理简介

## 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。投资者应自主作出投资决策, 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。