

粘胶长丝绝对龙头，拥抱国产碳纤维大时代

吉林化纤 (000420)

事件概述

2021 年 11 月，公司发布非公开发行预案，公司拟募资不超过 12 亿元，主要用于 1.2 万吨碳纤维复合材料建设。

分析判断：

► 主业维持稳定，粘胶长丝全球领先

长期以来公司主业为粘胶长丝，目前具有 8 万吨/年产能，占据全球约三分之一，未来扩产 1.5 万吨差别化长丝将持续巩固传统业务优势。同时近年来公司增加了在粘胶短纤方面的布局，目前粘胶短纤实际产能已达 12 万吨/年，弥补了公司在粘胶纤维的缺项，未来有望与粘胶长丝销售形成协同。

► 布局碳纤维，拥抱国产新材料大时代

公司通过凯美克化工（持股 100%），吉林宝旌（持股 49%）进军碳纤维碳丝行业。目前凯美克化工聚焦 1K、3K 小丝束产能，具备 600 吨/年产能，同时另一条新线也在建设过程中；吉林宝旌现有 8000 吨碳纤维产能，计划于十四五期间扩产至 12000 吨/年；此外吉林化纤集团旗下控股公司国兴碳纤维拥有 10000 吨/年碳纤维生产能力，未来计划扩至 15000 吨/年。未来吉林化纤有望携手吉林碳谷、精功科技打造“设备-原丝-碳丝-复材”一体化国产碳纤维大基地。

► 发力碳纤维复材，把握新能源行业 β

公司宣布拟通过非公开发行募集不超过 12 亿元主要用于 1.2 万吨碳纤维拉基板复合材料的建设，碳纤维拉基板复材未来下游主要增长为风电叶片与氢气瓶，随着风电机组大型化以及氢能源汽车的蓬勃发展，民用碳纤维复合材料的需求有望进入高速增长期。

投资建议

我们预计 2021-2023 年公司收入分别为 32.38/37.68/58.95 亿元，归母净利润分别为 0.42/1.46/4.59 亿元，EPS 分别为 0.02/0.07/0.23 元，对应 2021 年 12 月 24 日收盘价 5.29 元，PE 分别为 247/71/23 倍。未来公司粘胶长丝与短纤将维持稳健增长，碳纤维碳丝与碳纤维复材有望于 2022 年起为公司贡献业绩，十四五期间进入高速发展期，我们看好公司未来成长，首次覆盖，给予“增持”评级。

评级及分析师信息

评级：增持
上次评级：首次覆盖
目标价格：
最新收盘价：5.5

股票代码：000420
52 周最高价/最低价：6.55/1.78
总市值(亿)：119.26
自由流通市值(亿)：119.20
自由流通股数(百万)：2,167.22



分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

注：实习生董宇轩对报告基础数据的整理亦有贡献

风险提示

碳纤维投产延迟、粘胶长丝/短纤需求不及预期、风电行业装机以及氢能源发展不及预期的风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	2,691	2,500	3,238	3,768	5,895
YoY (%)	5.0%	-7.1%	29.5%	16.4%	56.4%
归母净利润(百万元)	91	-233	42	146	459
YoY (%)	-31.3%	-356.6%	118.1%	246.4%	213.4%
毛利率 (%)	20.0%	7.3%	15.3%	16.7%	20.2%
每股收益 (元)	0.05	-0.11	0.02	0.07	0.23
ROE	3.0%	-7.5%	1.3%	4.5%	12.2%
市盈率	114.75	-49.16	246.57	71.17	22.71

资料来源：公司公告，华西证券研究所

正文目录

1. 粘胶长丝龙头，布局碳纤维产业链	4
1.1. 粘胶长丝绝对龙头，需求稳定增长	5
1.2. 布局粘胶短纤，收入持续提升	7
2. 布局碳纤维产业链，拥抱国产新材料大时代	8
3. 投资建议与盈利预测	13
3.1. 收入拆分	13
3.2. 投资建议	13
4. 风险提示	14

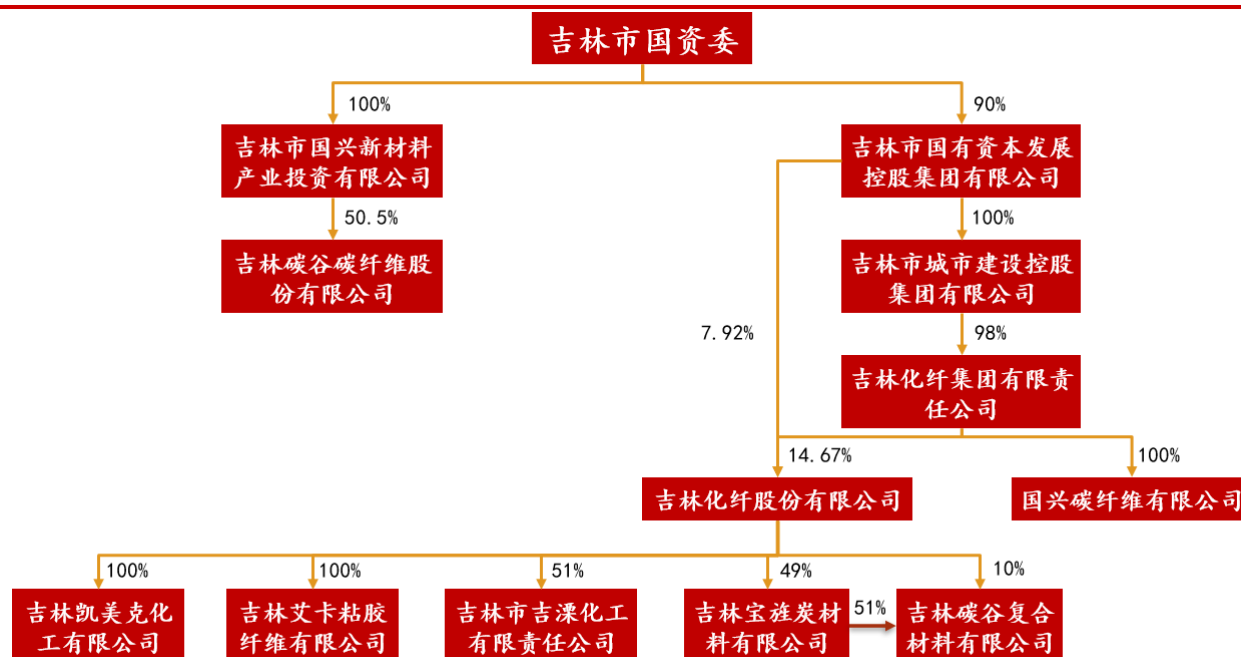
图表目录

图 1 吉林化纤以及相关企业股权结构图	4
图 2 公司收入情况（百万元；%）	5
图 3 公司归母净利润（百万元；%）	5
图 4 公司分产品收入情况（百万元）	5
图 5 公司主要产品毛利率（%）	5
图 6 中国粘胶长丝产能利用率（%）	6
图 7 2020 年国内粘胶长丝产能分布（%）	6
图 8 中国粘胶长丝以出口数据（万吨）	6
图 9 华东市场粘胶长丝日度市场价（元/吨）	6
图 10 相关企业粘胶长丝产量以及毛利率情况（万吨；%）	7
图 11 国内粘胶短纤产能（万吨；%）	7
图 12 国内粘胶短纤消费情况（万吨；%）	7
图 13 粘胶短纤市场价格（元/吨）	8
图 14 单季度利润与产品价格相关性	8
图 15 全球碳纤维需求（千吨）	8
图 16 2020 年碳纤维全球产能区域分布	9
图 17 国内碳纤维产能产量（千吨）	9
图 18 全球碳纤维下游需求占比	9
图 19 中国碳纤维下游需求占比	9
图 20 碳纤维主要应用领域	10
图 21 国内风电装机新增（GWh）	10
图 22 全球风电领域碳纤维需求（千吨）	11
图 23 全球碳碳领域碳纤维需求（千吨）	11

1. 粘胶长丝龙头，布局碳纤维产业链

吉林化纤为吉林化纤集团有限责任公司的控股子公司，主要从事粘胶纤维的生产、研发，产品主要以粘胶长丝为主，同时配套部分粘胶短纤。近年来吉林市国资委着力发展碳纤维产业链，打造碳纤维“原丝-碳丝-复材”一体化产业基地。

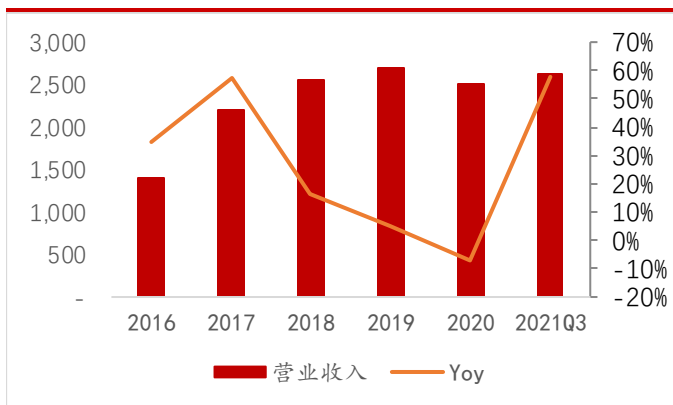
图 1 吉林化纤以及相关企业股权结构图



资料来源：Wind，企查查，吉林化纤公告，吉林碳谷公告，华西证券研究所

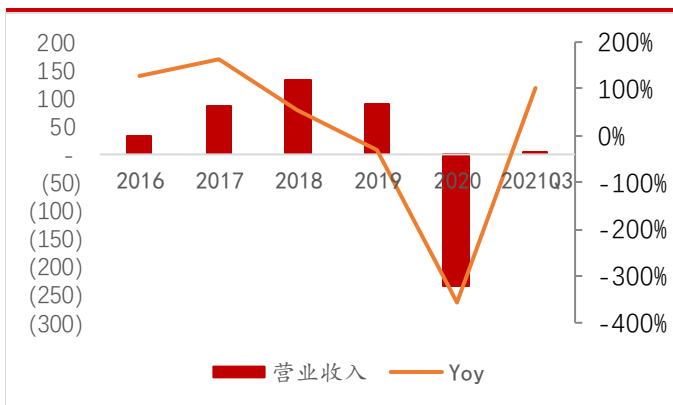
截止 2020 年底，公司主要产品仍为粘胶长丝和粘胶短纤。粘胶长丝主要应用领域为替代天然蚕丝的丝绸、高端西装及夹克的里衬、绣花线、厨房清洁等。粘胶短纤可以应用到服装面料、里料、被面、内衣、装饰和各类工艺制品及高档丝绸用品，能与各类纤维交织。近年来公司粘胶长丝产销维持稳定增长，**公司现有粘胶长丝产能 8 万吨/年，约占全球产能的 1/3；拥有粘胶短纤产能 12 万吨/年**，2020 年以来粘胶短纤持续发力，贡献 30% 以上营业收入，随着粘胶短纤产能持续爬坡，毛利率水平显著提升。

图2 公司收入情况（百万元；%）



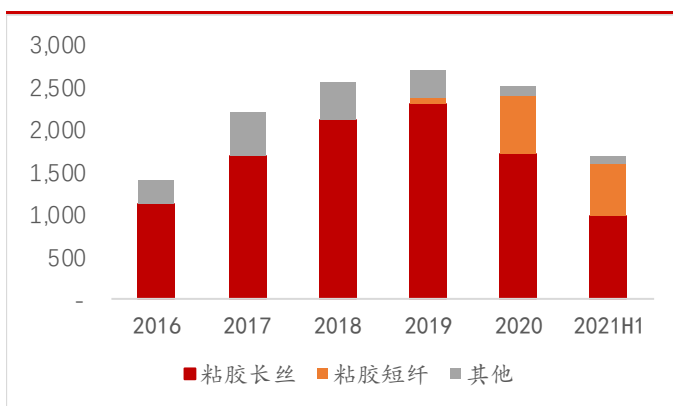
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图3 公司归母净利润（百万元；%）



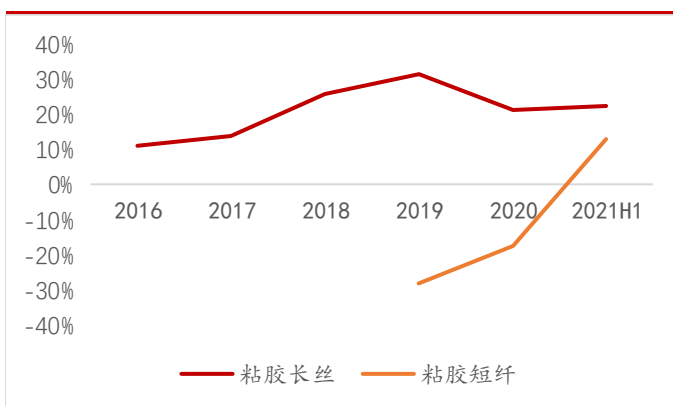
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 公司分产品收入情况（百万元）



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图5 公司主要产品毛利率（%）

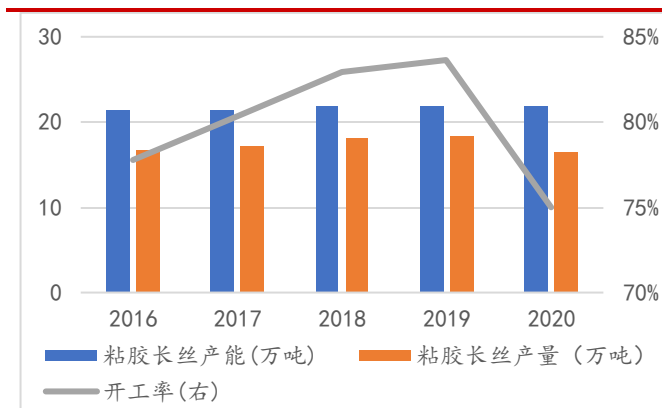


资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.1. 粘胶长丝绝对龙头，需求稳定增长

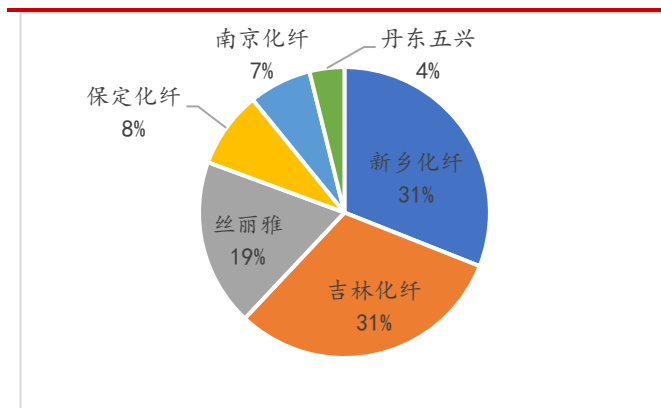
粘胶长丝全球产能集中于中国。粘胶长丝全球产能集中较高，2020年粘胶长丝全球产能约25万吨/年，主要集中于中国和印度，其中国内产能22万吨/年占约88%。2017年工业和信息化部发布了《粘胶纤维行业规范条件（2017版）》，严禁新建粘胶长丝项目，鼓励和支持现有企业通过技术改造淘汰落后产能，国内总产能长期稳定，落后产能逐渐退出，产业集中度逐渐提升。同时，近年来粘胶长丝行业不断洗牌，行业集中度越来越高，国内以吉林化纤、新乡化纤、宜宾丝丽雅等为主的几家企业产能合计约20万吨/年，占据了全球产能的绝大部分。其他化纤企业因产能落后和环保等原因，已陆续退出市场，未来行业也难有新进入者，龙头企业市场控制力将进一步增强。

图6 中国粘胶长丝产能利用率 (%)



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图7 2020年国内粘胶长丝产能分布 (%)

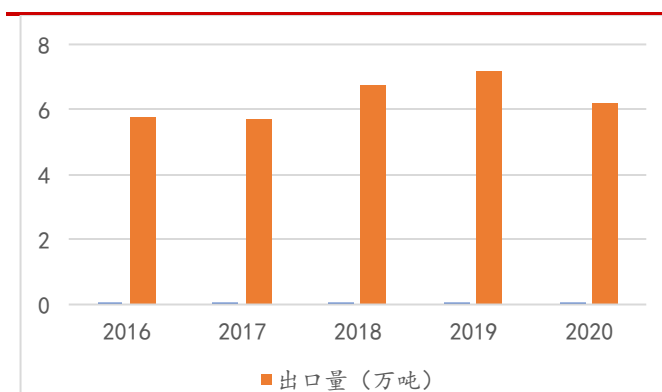


资料来源：公司公告，卓创资讯，华西证券研究所

粘胶长丝行业格局稳定，吉林化纤产能占全球三分之一。近年来行业内只有吉林化纤和新乡化纤两家企业进行产能扩产，吉林化纤抓住机遇扩建产能，抢占了行业内陆续退出企业所空出的市场，使得市场份额逐步增加，根据公司2020年年报数据显示，截止2020年底，公司粘胶长丝产能约8万吨/年，产能利用率高达85%。2021年随着下游纺织行业的回暖，粘胶长丝价格持续回升。

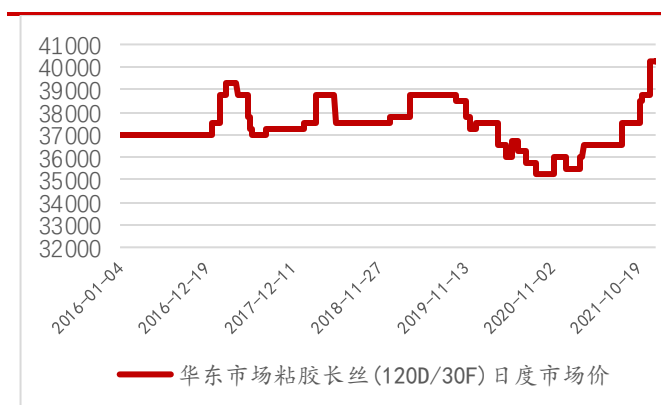
2018年10月公司宣布投入5.53亿元用于1.5万吨/年差别化连续纺长丝二期项目的建设，2020年5月，公司宣布投入8.41亿元用于1.5万吨/年差别化连续纺长丝二期项目的建设。差别化连续纺长丝是高端丝织品、针织品、家纺产品、饰品重要材料，性能、体感明显优于传统粘胶长丝。随着国内消费升级时代的全面到来、国际主要发达经济体经济持续复苏，高端丝织品、针织品、家纺产品、饰品消费量呈现稳步增长势头，对应不同需求的差别化长丝需求旺盛，市场前景、盈利水平良好。

图8 中国粘胶长丝出口数据 (万吨)



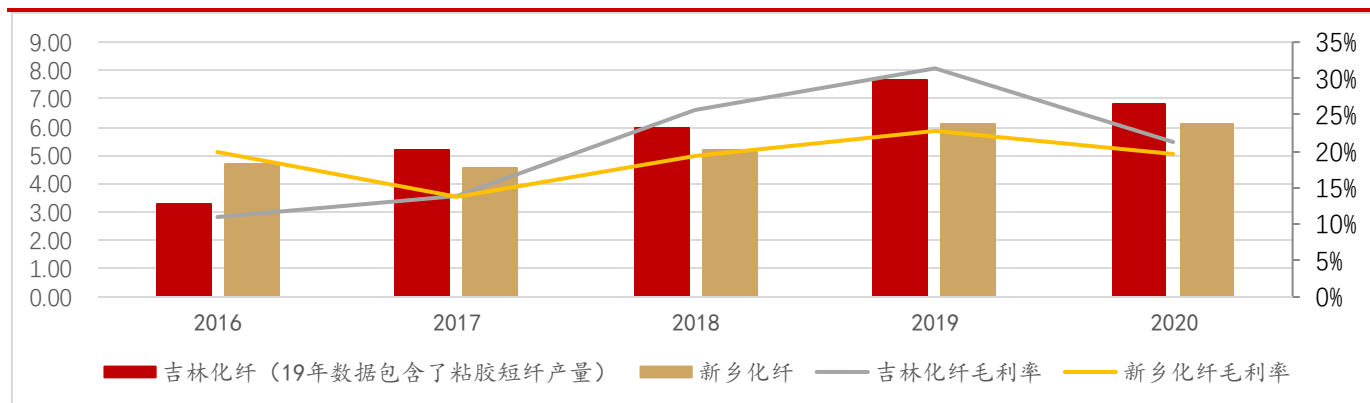
资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图9 华东市场粘胶长丝日度市场价 (元/吨)



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 10 相关企业粘胶长丝产量以及毛利率情况 (万吨; %)



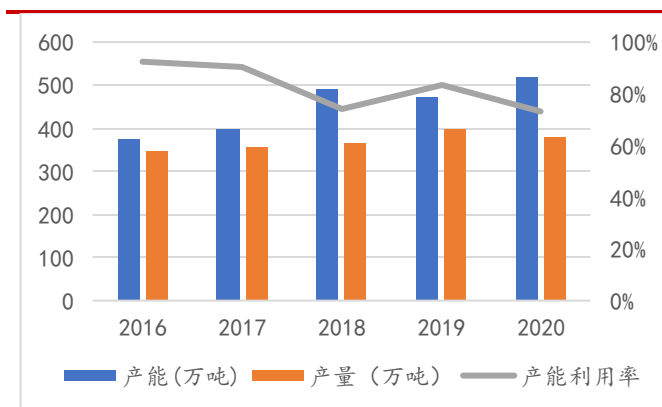
资料来源：公司公告，华西证券研究所

1.2. 布局粘胶短纤，收入持续提升

粘胶短纤又称人造棉，具有“出于棉而优于棉”的特点，其生产原料资源丰富，制造成本低，具有吸湿性好，易于染色，织物穿着舒适的特点，粘胶短纤产品广泛应用于纺织领域，即可纯纺为人棉纱，亦可与棉花、涤纶短纤等混纺，制得混纺纱。

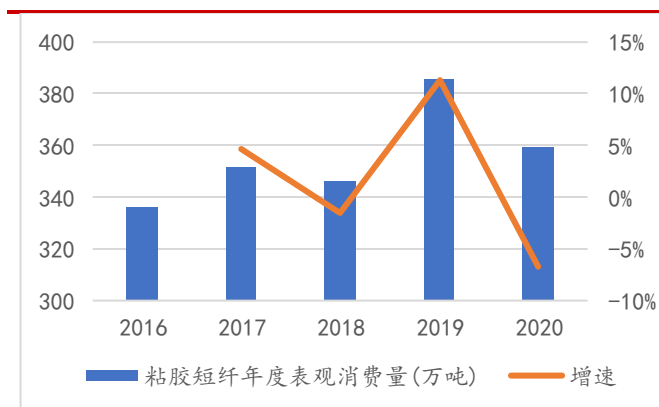
我国粘胶短纤行业随着 2018 年以来下游纺织出口需求下滑，粘胶短纤供需严重失衡，行业处于产能过剩状态，景气度持续下行。2020 年受疫情影响，出口下滑，产量下降，市场较为艰难，至 2020 年四季度市场进入反转期，随着大宗产品上涨势头，粘胶短纤市场也逐步回暖，持续上升动力加大。

图 11 国内粘胶短纤产能 (万吨; %)



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

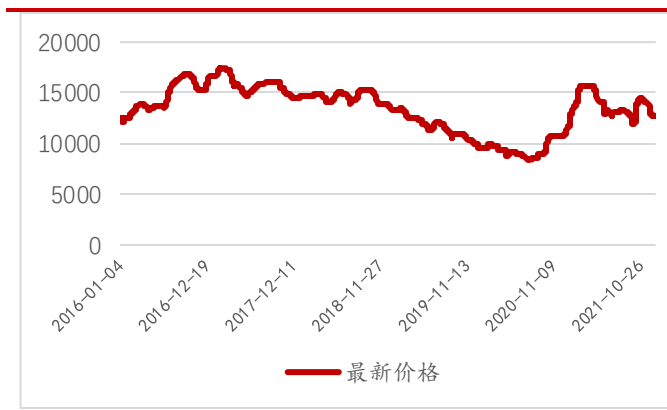
图 12 国内粘胶短纤消费情况 (万吨; %)



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

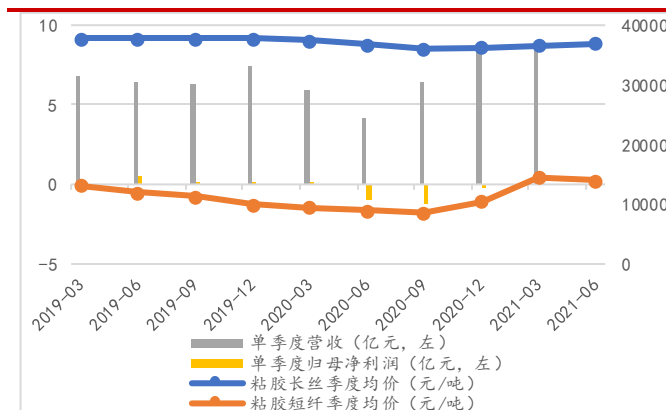
根据公司 2020 年年报，公司粘胶短纤最初设计产能为 10 万吨/年，经过工艺优化和流程改造，实际产能已达到 12 万吨/年。根据卓创资讯统计，2020 年国内粘胶短纤产能达到 521 万吨，2020 年公司粘胶短纤亏损约 1.47 亿元，随着 2021 年粘胶短纤景气度恢复，2021 年公司整体盈利水平得到改善，2021 年前三季度公司实现营业收入 26.19 亿元，同比增长 57.74%，实现归母净利润 133 万元，同比大幅扭亏。

图 13 粘胶短纤市场价格（元/吨）



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 14 单季度利润与产品价格相关性



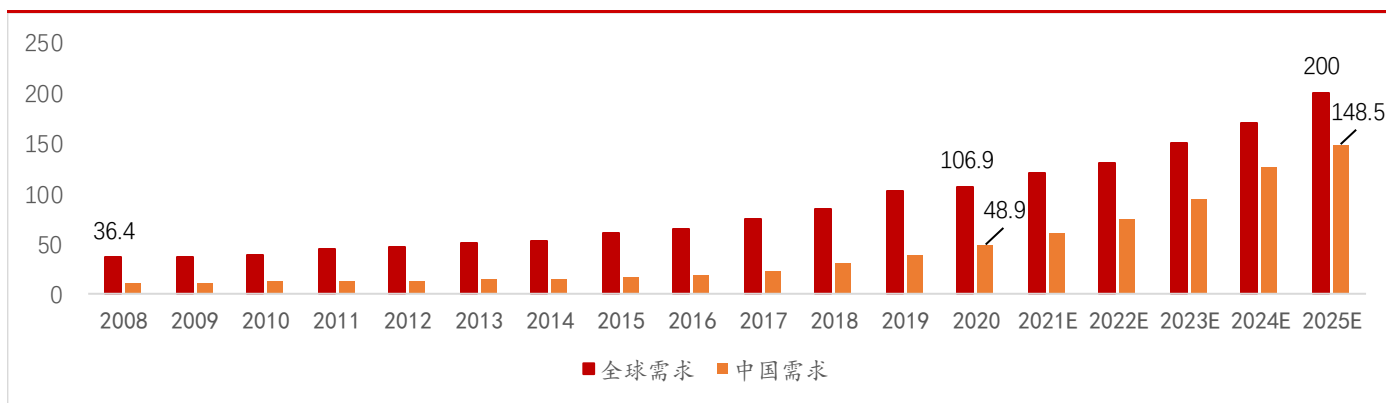
资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 布局碳纤维产业链，拥抱国产新材料大时代

碳纤维是具有低密度、高强度、高模量、耐高温、抗化学腐蚀、耐疲劳、抗蠕变、低电阻、高热导、低热膨胀、耐化学辐射等电学、热力学和力学性能的新材料，具有纤维的柔曲性和可编性等优良特性。主要应用于航天航空、军工、汽车、先进装备制造、大型工程建设、高端休闲产品等领域。目前全球绝大多数碳纤维原丝是聚丙烯腈（PAN）基裂解碳化形成。

根据《2020 年全球碳纤维复合材料市场报告》的数据及预测，2020 年全球碳纤维需求约 10.69 万吨，其中国内需求约 4.89 万吨。根据奥赛碳纤维发布的《2020 全球碳纤维复合材料市场报告》预计，2025 年全球和国内碳纤维需求分别有望达到 20 万吨和 14.85 万吨，CAGR 分别为 13.35% 和 24.88%。

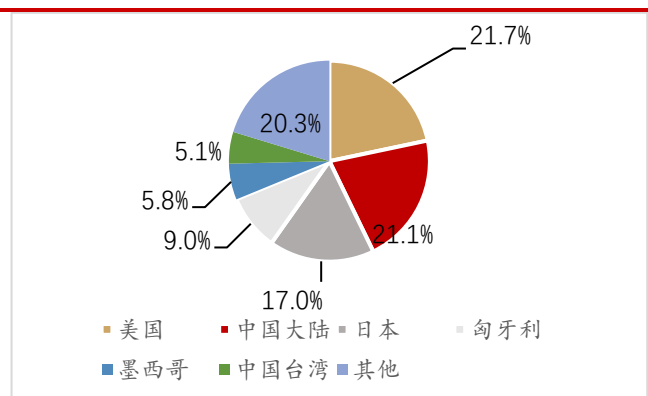
图 15 全球碳纤维需求（千吨）



资料来源：赛奥，华西证券研究所

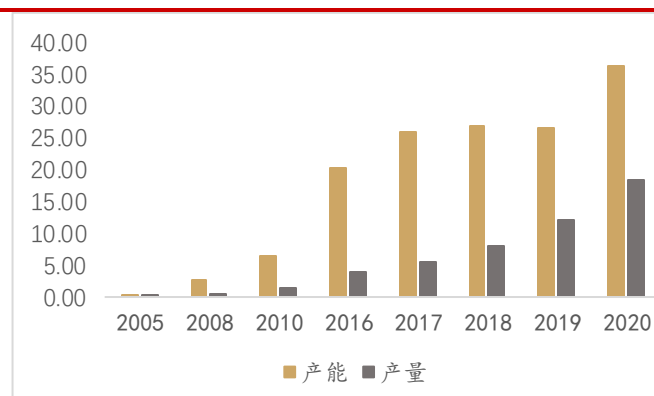
全球碳纤维产能主要集中在美国、欧洲、日本、韩国和中国，根据赛奥统计，2020 年中国大陆碳纤维有效产能为 3.615 万吨，全球产能占比 21%，仅次于美国。从全球来看，碳纤维市场属于国际巨头垄断市场，小丝束产品主要集中在日本企业，大丝束产能则主要在欧美。未来在风电机组大型化以及氢能源汽车的推广下碳纤维需求有望快速提升。

图 16 2020 年碳纤维全球产能区域分布



资料来源：赛奥，华西证券研究所

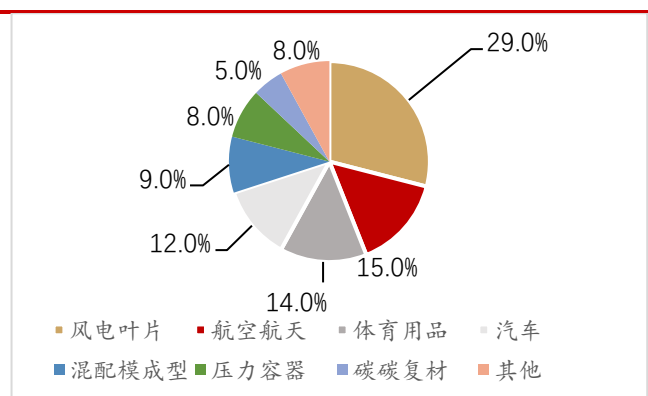
图 17 国内碳纤维产能产量（千吨）



资料来源：赛奥，《我国碳纤维产业现状及发展前景》，华西证券研究所

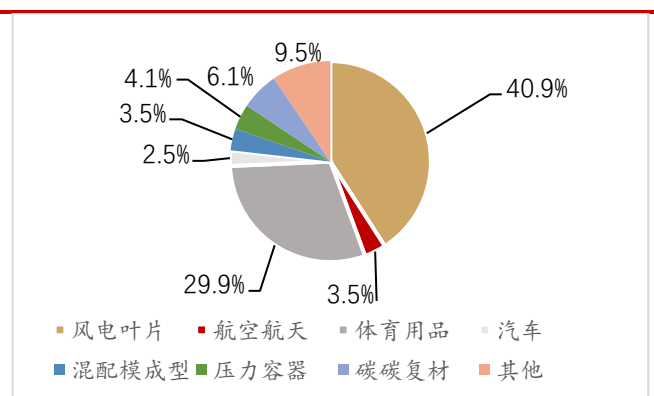
根据赛奥统计，2020 年全球碳纤维运用细分领域中风电叶片、航空航天以及体育休闲领域分别占整体市场需求的 29%、15% 和 14%，占据了 50% 以上的需求。从全球碳纤维应用的分布来看，风电市场应用占据较大优势，同时在未来风电机组大型化后具备极大的替换玻纤材料的潜力。

图 18 全球碳纤维下游需求占比



资料来源：赛奥，华西证券研究所

图 19 中国碳纤维下游需求占比



资料来源：赛奥，华西证券研究所

图 20 碳纤维主要应用领域



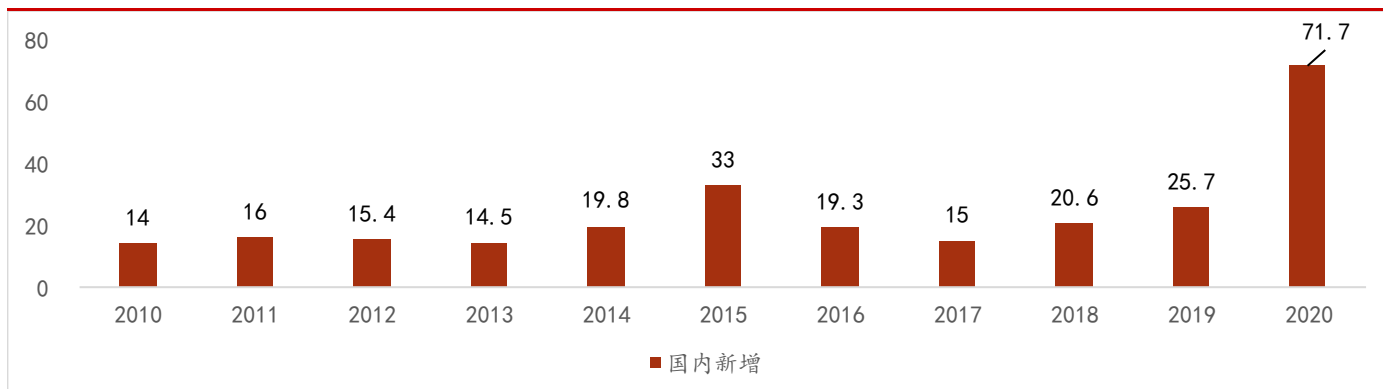
资料来源：网络图片，华西证券研究所

我国十四五期间风电有大幅增长空间，将有效拉动碳纤维需求。中国最高领导人向国际社会做出承诺，中国二氧化碳排放力争于 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和（简称 30·60 目标）。2020 年 10 月，来自全球 400 余家风能企业代表宣布《风能北京宣言》，《宣言》称：为达到与碳中和目标实现起步衔接的目的，需保证年均新增装机 5000 万千瓦以上；2025 年后，中国风电年均新增装机容量应不低于 6000 万千瓦，装机总量到 2030 年至少达到 8 亿千瓦，到 2060 年至少达到 30 亿千瓦。根据全球能源互联网发展合作组织发布的数据显示，“十四五”期间我国规划风电项目投产约 2.9 亿千瓦，2025 年规划风电总装机达 5.36 亿千瓦，年均增加超过 5000 万千瓦。

2020 年，从风电对碳纤维需求来看，主力为掌握拉挤板工艺专利的维斯塔斯，其他企业，如 GE、西门子以及国内的风电主机厂已经分别进行了碳纤维拉挤板材料制造与样机测试。我们预计 2022 年 7 月，维斯塔斯碳纤维拉挤板材料专利到期后，在风机逐步向大兆瓦的趋势中，高性价比碳纤维拉挤板工艺将带动主梁材料从玻纤向碳纤维转型。根据赛奥数据，2020 年风电叶片的碳纤维需求为 3.06 万吨，2025 年风电碳纤维需求将增长至 9.34 万吨。

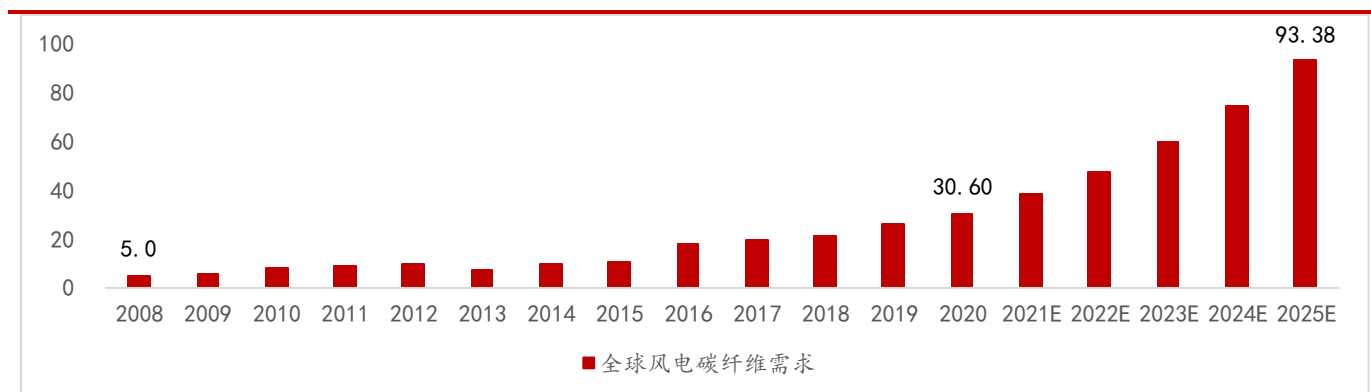
除此之外，2020 年碳纤维在碳碳复材领域应用也实现了翻倍的增长。

图 21 国内风电装机新增（GWh）



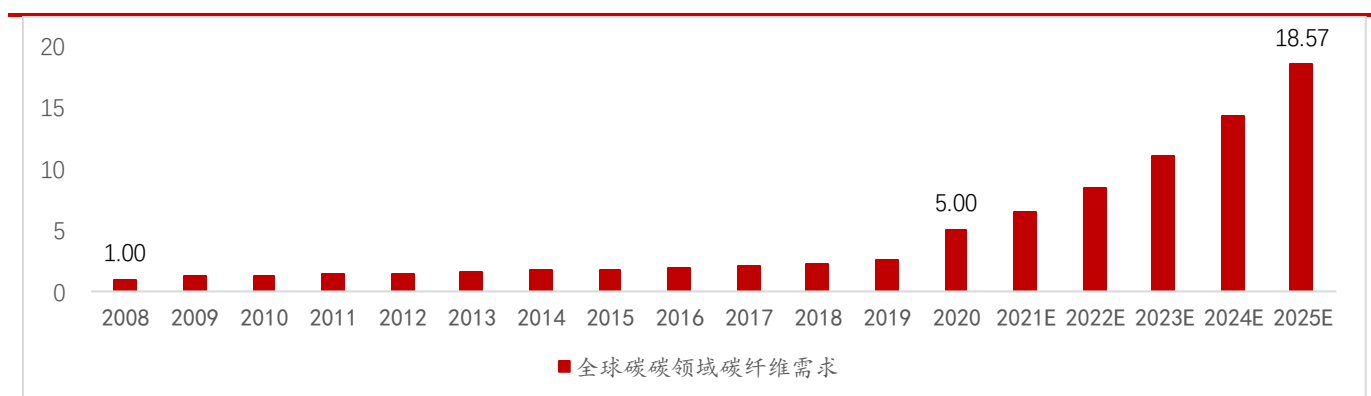
资料来源：国家能源局，华西证券研究所

图 22 全球风电领域碳纤维需求（千吨）



资料来源：赛奥，华西证券研究所

图 23 全球碳碳领域碳纤维需求（千吨）



资料来源：赛奥，华西证券研究所

扩产浪潮接踵而至，大丝束碳纤维迈入国产新时代。

2019 年 2 月，中复神鹰宣布投资 50 亿元，于西宁建设 20,000 吨碳纤维的重大扩建工程；2020 年已经完成了其中 4,000 吨；

2019 年 7 月，光威复材与内蒙古包头九原区政府、丹麦维斯塔斯公司等签署协议，将投资 20 亿元在包头建设“万吨级碳纤维产业化项目”，该项目进展不是很快，但光威自身在威海也在不断地扩产中。

2020 年 3 月，上海石化发布公告，投资 35 亿元，建设 24,000 吨原丝，12,000 吨大丝束碳纤维项目。该项目已经在紧锣密鼓地进行中。

2021 年 1 月，吉林化纤集团宣布，在十四五期间完成：20 万吨原丝，6 万吨碳纤维及 1 万吨复合材料的宏伟计划，实际也在高速的建设中。

2021 年 11 月，吉林化纤宣布拟投入 14.59 亿元，用于 1.2 万吨碳纤维拉挤板材的建设。

表 1 国内主要碳纤维产业链企业产能情况 (t/a)

公司	原丝产 (t/a)		碳丝产 (t/a)		复材产能 (t/a)		备注
	现有产能	在建产能	现有产能	在建产能	现有产能	在建产能	
吉林碳谷	50000	10000	-	-	-	-	145 期间原丝产能扩至 20 万 t/a
吉林化纤	-	-	600	10000	-	12000	145 期间, 吉林化纤集团碳丝产能达到 5 万 t/a 以上, 复材产能 2 万 t/a 以上。
吉林国兴	-	-	10000	5000	-	-	与吉林化纤在同一控制人旗下
吉林宝旌	-	-	8000	-	-	-	吉林化纤持股 49%
上海石化	3750	24000	1500	12000	-	-	具备丙烯腈一体化工艺优势
中复神鹰	7000	20000	3500	10000	-	-	连云港 3500t/a 碳丝满产, 西宁 1 万 t/a 碳丝配套原丝
江苏恒神	13750	-	5000	-	5000	-	
中简科技	1000	-	460	1500	-	-	军用为主
光威复材	12750	-	3855	4000	1020 万米	-	年底包头一期 4000t/a 碳丝土建竣工
新疆隆炬	-	-	-	50000	-	-	

资料来源: 赛奥, 各企业公告, 华西证券研究所

根据公司公告显示, 公司在碳纤维领域布局如下:

目前公司持股 100% 子公司吉林凯美克具备 600 吨/年小丝束碳纤维生产能力;

公司持股 49% 吉林宝旌具备 8000 吨/年 25-50K 碳纤维生产能力;

公司 2021 年 11 月宣布建设 1.2 万吨碳纤维复材项目;

此外, 吉林化纤集团持股 100% 子公司吉林国兴具备 1 万吨/年碳纤维产能, 在建产能 5000 吨/年。

未来公司有望携手吉林碳谷打造国内碳纤维“原丝-碳丝-复材”一体化产业链集群。

3.投资建议与盈利预测

3.1.收入拆分

关键假设：

- 1、粘胶长丝行业未来维持稳定，公司 1.5 万吨差别化长丝持续贡献业绩；
- 2、新建粘胶短纤在经过整合后持续稳定生产，毛利率按 12% 计算；
- 3、扩产碳纤维持续投产，吉林宝旌 49% 股权，计算权益销量；
- 4、1.2 万吨碳纤维拉挤板复材于 2022 年底前投产。

表 2 公司收入拆分

产品	项目	2020A	2021E	2022E	2023E	2024E
粘胶长丝	销售收入 (百万元)	1700	1984	2216	2393	3447
	毛利率 (%)	17.53	18.00	19.00	19.00	19.00
粘胶短纤	销售收入 (百万元)	694	1104	1224	1296	2508
	毛利率 (%)	-21.1	10.00	12.00	12.00	12.00
酸酐	销售收入 (百万元)	4.6	6	7.2	8.64	31.104
	毛利率 (%)	10	15	15	15	15
碳纤维碳丝	销售收入 (百万元)		5	40	860	1260
	毛利率 (%)		15.00	30.00	30.00	30.00
碳纤维复材	销售收入 (百万元)			120	1152	1440
	毛利率 (%)			15.00	25.00	25.00
其他	销售收入 (百万元)	99.82	139.75	160.71	184.82	212.54
	毛利率 (%)	31.71	18.00	18.00	18.00	18.00

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2.投资建议

我们预计 2021-2023 年公司收入分别为 32.38/37.68/58.95 亿元，归母净利润分别为 0.42/1.46/4.59 亿元，EPS 分别为 0.02/0.07/0.23 元对应 2021 年 12 月 24 日收盘价 5.29 元，PE 分别为 247/71/23 倍。未来公司粘胶长丝与短纤将维持稳健增长，碳纤维碳丝与碳纤维复材有望于 2022 年起为公司贡献业绩，十四五期间进入高速发展期，我们看好公司未来成长，首次覆盖，给予“增持”评级。

可比公司估值表

公司名称	总市值/亿元	EPS				PE			
	2021/12/24	2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E
光威复材	419.76	1.24	1.55	1.97	2.48	65.41	52.19	41.10	32.63
中简科技	225.21	0.58	0.77	1.25	1.75	96.93	72.94	45.08	32.09
吉林碳谷	168.24	0.52	0.77	1.11	1.50	-	68.62	47.52	35.22
上海石化	474.08	0.06	0.29	0.35	0.36	75.48	15.25	12.50	12.21
平均						79.27	52.25	36.55	28.04
吉林化纤	119.26	-0.11	0.02	0.07	0.23	-	246.57	71.17	22.71

4. 风险提示

碳纤维投产不及预期：碳纤维以及碳纤维复材正处于国产替代的浪潮中，在设备工艺、技术积累方面较国外企业还有一定差距，行业整体有投产进度不及预期的可能。

粘胶长丝/短纤需求不及预期：粘胶长丝和粘胶短纤下游主要为服装行业，与人们的生活息息相关，倘若疫情反复或将造成需求下降，从而影响粘胶长丝和短纤需求。

风电行业装机以及氢能源发展不及预期：未来碳纤维民用丝下游主要放量方向为风电叶片与氢燃料电池氢气瓶，下游发展不及预期将会导致碳纤维需求增长滞缓。

财务报表和主要财务比率

利润表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	2,500	3,238	3,768	5,895	净利润	-232	43	149	468
YoY (%)	-7.1%	29.5%	16.4%	56.4%	折旧和摊销	332	458	509	555
营业成本	2,317	2,744	3,140	4,704	营运资金变动	-222	-73	113	407
营业税金及附加	27	35	41	64	经营活动现金流	102	595	903	1,557
销售费用	36	49	68	124	资本开支	-113	-604	-903	-703
管理费用	99	120	139	218	投资	-75	0	0	0
财务费用	297	243	243	233	投资活动现金流	-187	-604	-846	-638
研发费用	6	8	19	47	股权募资	326	0	0	0
资产减值损失	7	5	5	5	债务募资	289	427	331	-234
投资收益	0	0	57	65	筹资活动现金流	-115	255	135	-433
营业利润	-277	55	190	589	现金净流量	-204	246	191	486
营业外收支	-3	-4	-3	-3	主要财务指标	2020A	2021E	2022E	2023E
利润总额	-280	51	187	586	成长能力（%）				
所得税	-48	8	37	117	营业收入增长率	-7.1%	29.5%	16.4%	56.4%
净利润	-232	43	149	468	净利润增长率	-356.6%	118.1%	246.4%	213.4%
归属于母公司净利润	-233	42	146	459	盈利能力（%）				
YoY (%)	-356.6%	118.1%	246.4%	213.4%	毛利率	7.3%	15.3%	16.7%	20.2%
每股收益	-0.11	0.02	0.07	0.23	净利润率	-9.3%	1.3%	4.0%	7.9%
资产负债表（百万元）	2020A	2021E	2022E	2023E	总资产收益率 ROA	-2.7%	0.4%	1.4%	3.8%
货币资金	886	1,132	1,323	1,809	净资产收益率 ROE	-7.5%	1.3%	4.5%	12.2%
预付款项	138	165	188	282	偿债能力（%）				
存货	731	832	951	1,423	流动比率	0.48	0.52	0.53	0.64
其他流动资产	616	811	943	1,470	速动比率	0.30	0.34	0.35	0.42
流动资产合计	2,371	2,939	3,405	4,984	现金比率	0.18	0.20	0.20	0.23
长期股权投资	0	0	0	0	资产负债率	64.2%	66.4%	67.8%	68.5%
固定资产	4,535	4,889	5,241	5,473	经营效率（%）				
无形资产	233	222	211	200	总资产周转率	0.29	0.34	0.37	0.49
非流动资产合计	6,317	6,459	6,850	6,996	每股指标（元）				
资产合计	8,688	9,399	10,256	11,980	每股收益	-0.11	0.02	0.07	0.23
短期借款	2,181	2,659	3,039	2,855	每股净资产	1.57	1.60	1.67	1.90
应付账款及票据	1,900	2,240	2,564	3,841	每股经营现金流	0.05	0.30	0.46	0.79
其他流动负债	900	800	854	1,067	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	4,982	5,699	6,457	7,762	估值分析				
长期借款	483	433	383	333	PE	-49.16	246.57	71.17	22.71
其他长期负债	112	112	112	112	PB	1.20	3.32	3.17	2.78
非流动负债合计	594	544	494	444					
负债合计	5,576	6,243	6,951	8,207					
股本	2,168	2,168	2,168	2,168					
少数股东权益	10	11	14	24					
股东权益合计	3,112	3,155	3,305	3,773					
负债和股东权益合计	8,688	9,399	10,256	11,980					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。