

芳纶龙头快速成长，隔膜涂覆打开空间 ——泰和新材（002254）深度报告

评级:	买入
上次评级:	增持
目标价格:	30.00
最新收盘价:	20.89

分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

► 芳纶盈利稳步提升，进入扩产周期

全球芳纶需求将由2021年的11.74万吨提升至2026年的16.90万吨，CAGR约7.6%，市场规模将由2021年的39亿美元增长至2026年的63亿美元，CAGR约为9.7%，未来芳纶主要新增需求来自军用防护、民用防护等领域。目前公司拥有对位、间位芳纶产能分别为0.6、1.1万吨/年，公司拟募集30亿元用于对位、间位芳纶的扩产，2022年8月公司非公开发行已获得证监会核准批复，未来随着公司芳纶的持续建设扩产，预计在2025年公司对位、间位芳纶产能均将超过2万吨。公司芳纶进入新一轮投资周期，且毛利率水平较为稳定，未来有望持续为公司带来稳定的 α 。

► 氨纶周期见底，静待行业回暖

氨纶行业经过2021年一轮大幅上涨后，由于行业持续扩产叠加下游需求受疫情影响，氨纶价格持续走跌，2022年8月氨纶价差跌至负值，开工率跌至50%左右的历史低点，此后氨纶价差逐步回暖，开工率逐步恢复，我们预计未来随着全球经济的持续回暖，氨纶行业盈利能力有望走出底部区间。公司目前拥有氨纶产能8万吨/年，未来还将持续扩产，我们判断2022年Q3是公司氨纶业务的至暗时刻，未来静待曙光。

► 布局芳纶涂覆，打开成长新曲线

根据公司公告显示，公司3000万 m^2 /年芳纶涂覆中试产线预计于2022年底建成，2023年将陆续进入投产、送样阶段，我们预计到2025年芳纶涂覆市场渗透率有望达到10%左右，若按照单 m^2 价格3元、盈利1元计算，芳纶涂覆市场、利润空间分别有望达到90、30亿元。公司作为芳纶龙头企业，进行产业链布局延伸，具有极大的优势，未来公司有望在芳纶涂覆领域占有重要地位。

投资建议

- 由于本轮氨纶幅度下跌超预期，而目前氨纶在触底回升阶段，我们调整之间的盈利预测，预计2022-2024年营业收入分别为35.67/42.74/65.60亿元（此前分别47.76/61.57/77.34亿元），同比-19.0%/19.8%/53.5%；归母净利润分别为4.61/6.85/10.32亿元（此前为5.90/9.22/13.24亿元），同比-52.3%/48.7%/50.6%；EPS分别为0.67/1.00/1.51元（此前分别为0.86/1.35/1.94元），对应2022年11月22日收盘价20.89元，PE分别为31/21/14倍，我们看好公司在氨纶行业景气度触底，同时芳纶稳定的α以及未来公司在芳纶涂覆领域将形成的0-1的重大突破，公司未来将进入高速发展阶段，对比化工新材料公司，给予目标价30.00元，对应2023年30倍PE，上调至“买入”评级。

风险提示

- 氨纶持续下行、芳纶投产进度不及预期、芳纶涂覆进展不及预期、非公开发行不确定性等风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	2,441	4,404	3,567	4,274	6,560
YoY (%)	-3.7%	80.4%	-19.0%	19.8%	53.5%
归母净利润（百万元）	261	966	461	685	1,032
YoY (%)	10.9%	270.4%	-52.3%	48.7%	50.6%
毛利率 (%)	23.2%	37.2%	26.2%	30.0%	29.1%
每股收益（元）	0.41	1.41	0.67	1.00	1.51
ROE	7.5%	24.4%	10.7%	13.7%	17.1%
市盈率	50.95	14.82	31.04	20.87	13.86

泰和新材

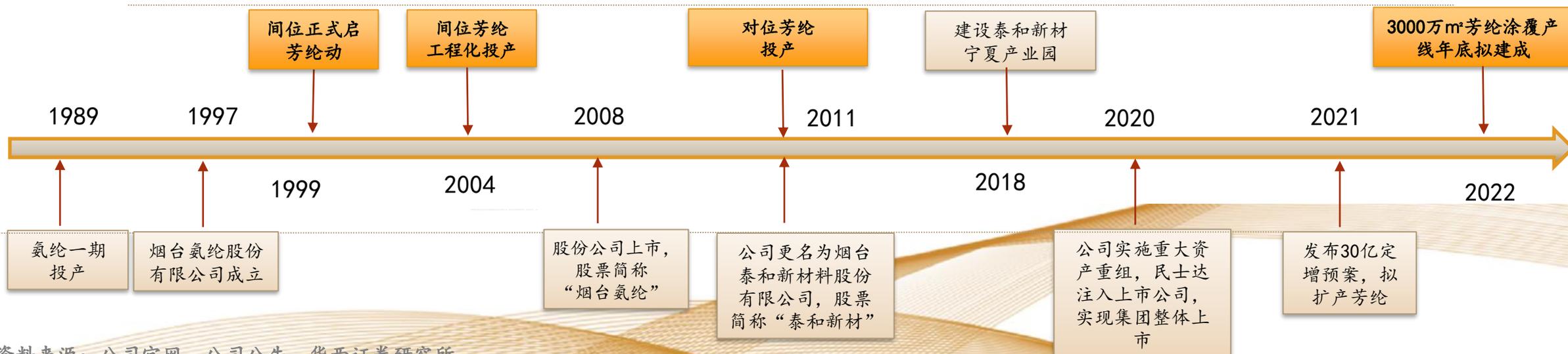
contents

- 01 芳纶龙头，未来步入高速发展期
- 02 芳纶防护市场需求高增，芳纶涂覆打开空间
- 03 氨纶周期触底，静待消费回暖
- 04 盈利预测&风险提示

1.1 冉冉升起的芳纶龙头，持续推行高端材料国产化

- 氨纶&芳纶行业深耕者，持续突破新技术：公司是全国首家氨纶纤维生产企业，也是目前国内氨纶行业龙头企业和最大的芳纶纤维制造企业，公司从事氨纶&芳纶行业时间超过20年，具有深厚的技术积累。
- 1999年，公司突破间位芳纶技术，逐步形成工程化投产；
- 2011年突破对位芳纶技术，开启国产化替代进程；
- 3000万m²芳纶涂覆隔膜中试产线预计将于2022年底建成，未来有望成为隔膜行业变革的领军者。

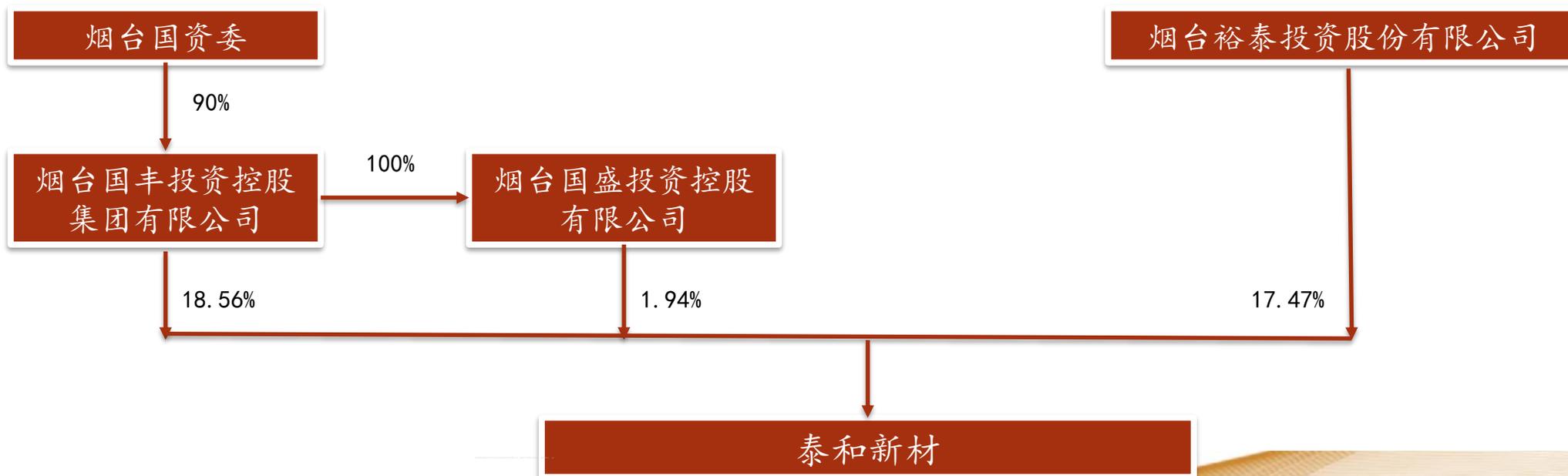
图 公司发展历程



1.2 山东省国资企业，员工持股共享成长

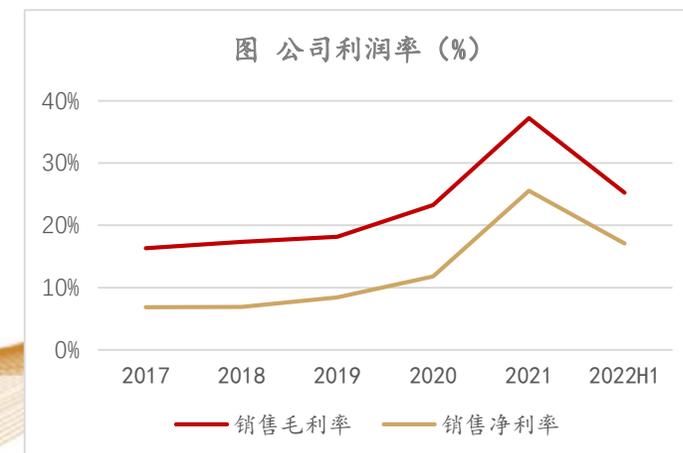
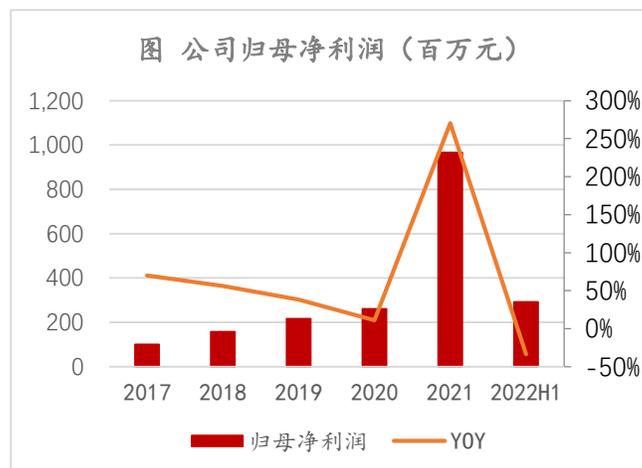
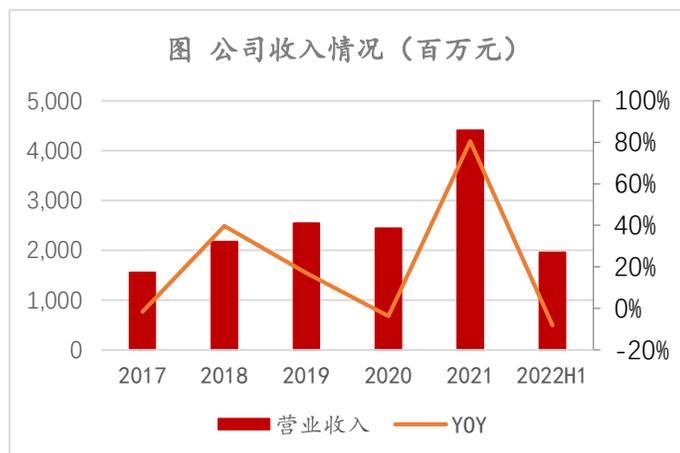
- 山东省国资企业，员工持股共享成长：山东省烟台市国资委合计持有公司20.50%的股权，为公司的实际控制人。2020年公司进行重大资产重组，实现集团整体上市，公司高管通过烟台裕泰投资股份有限公司持有上市公司17.47%股权，为公司的第二大股东。

图 公司股权结构



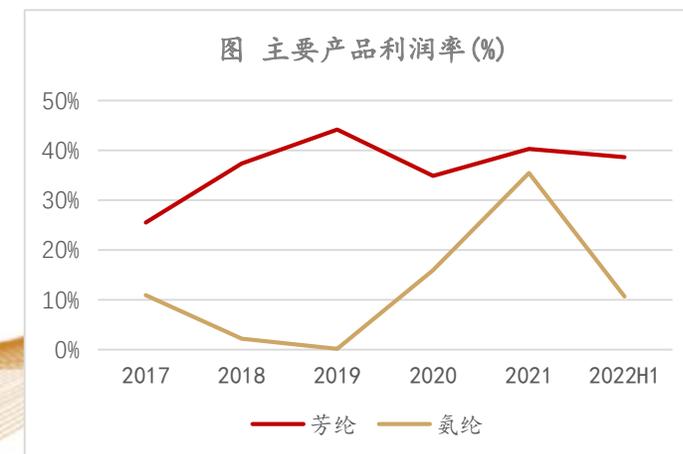
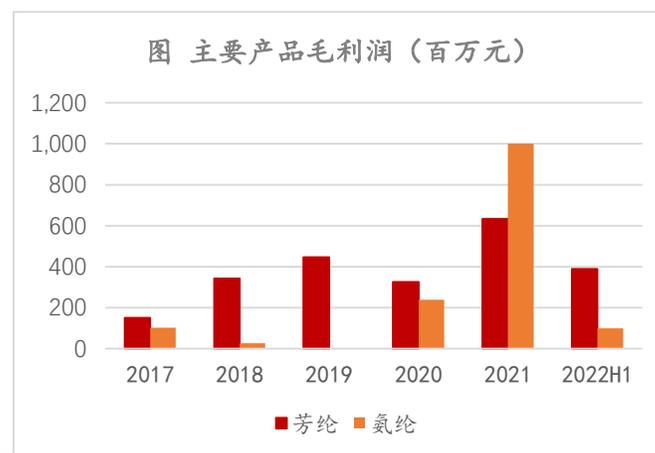
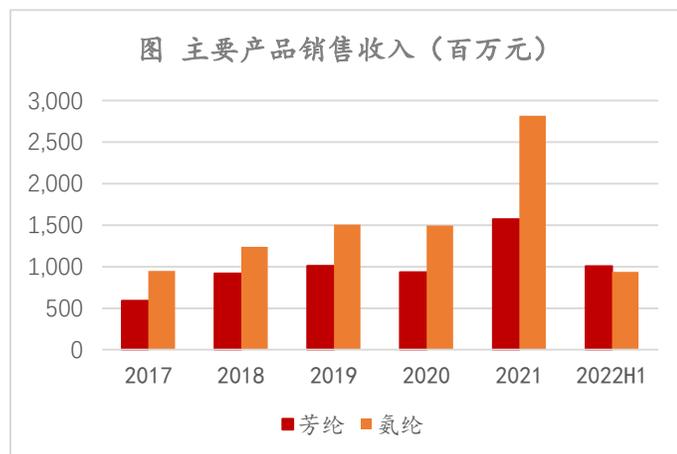
1.3 盈利能力持续攀升，资本开支进入加速期

- **收入利润持续攀升，利润率稳步增长：**公司在2017-2021年五年期间，营业收入由15.55亿元增长至44.04亿元，CAGR为29.73%，归母净利润由1.00亿元增长至9.66亿元，毛利率/净利率分别由16.32%/6.87%增长至37.23%/25.56%。其中，2021年由于主要产品之一氨纶价格大幅上行，公司营业收入同比增长80.41%，归母净利润增长270.45%；2022年上半年，随着氨纶行业景气度进入下行阶段，叠加去年高基数，公司2022年H1实现营业收入19.52亿元，同比下滑8.19%，实现归母净利润2.91亿元，同比下滑33.83%。



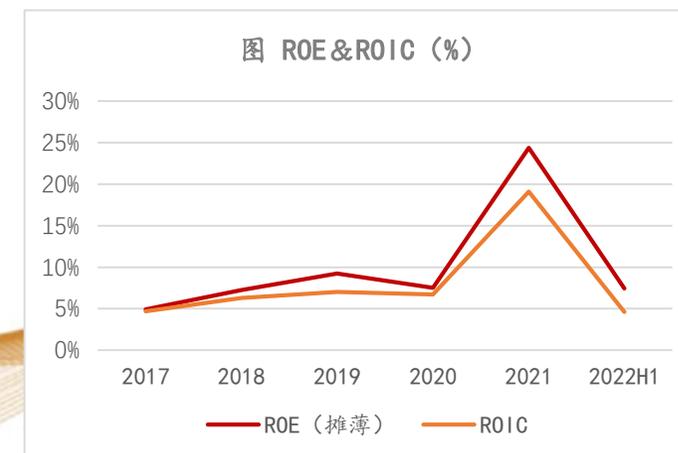
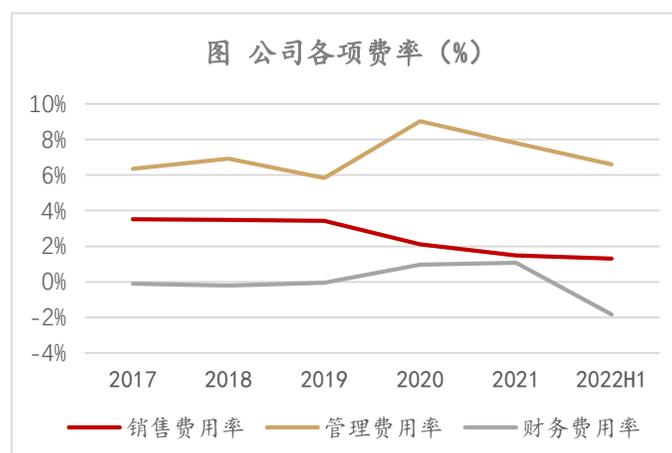
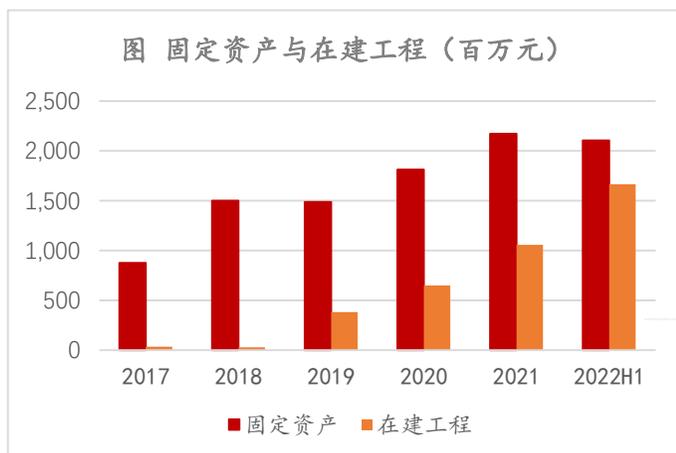
1.3 盈利能力持续攀升，资本开支进入加速期

- 氨纶周期波动，芳纶稳定成长：**公司氨纶盈利具有一定周期性，2021年氨纶迎来近5年的周期景气高峰，公司氨纶毛利润超过10亿元，毛利率飙升至35.50%；而芳纶盈利能力较为稳定，近五年产品毛利率维持在35%-40%左右，近年来公司芳纶持续扩产，2021年芳纶毛利润为6.34亿元，创历史新高。



1.3 盈利能力持续攀升，资本开支进入加速期

- **在建工程持续攀升，公司进入扩张阶段：**2019年起公司进入快速扩张阶段，在2019-2022年期间，公司在建工程由2019年的3.82亿元增长至2022年H1的16.67亿元，增幅高达336.39%。与此同时，公司各项费率稳中有降，体现出公司团队的优秀管理能力。



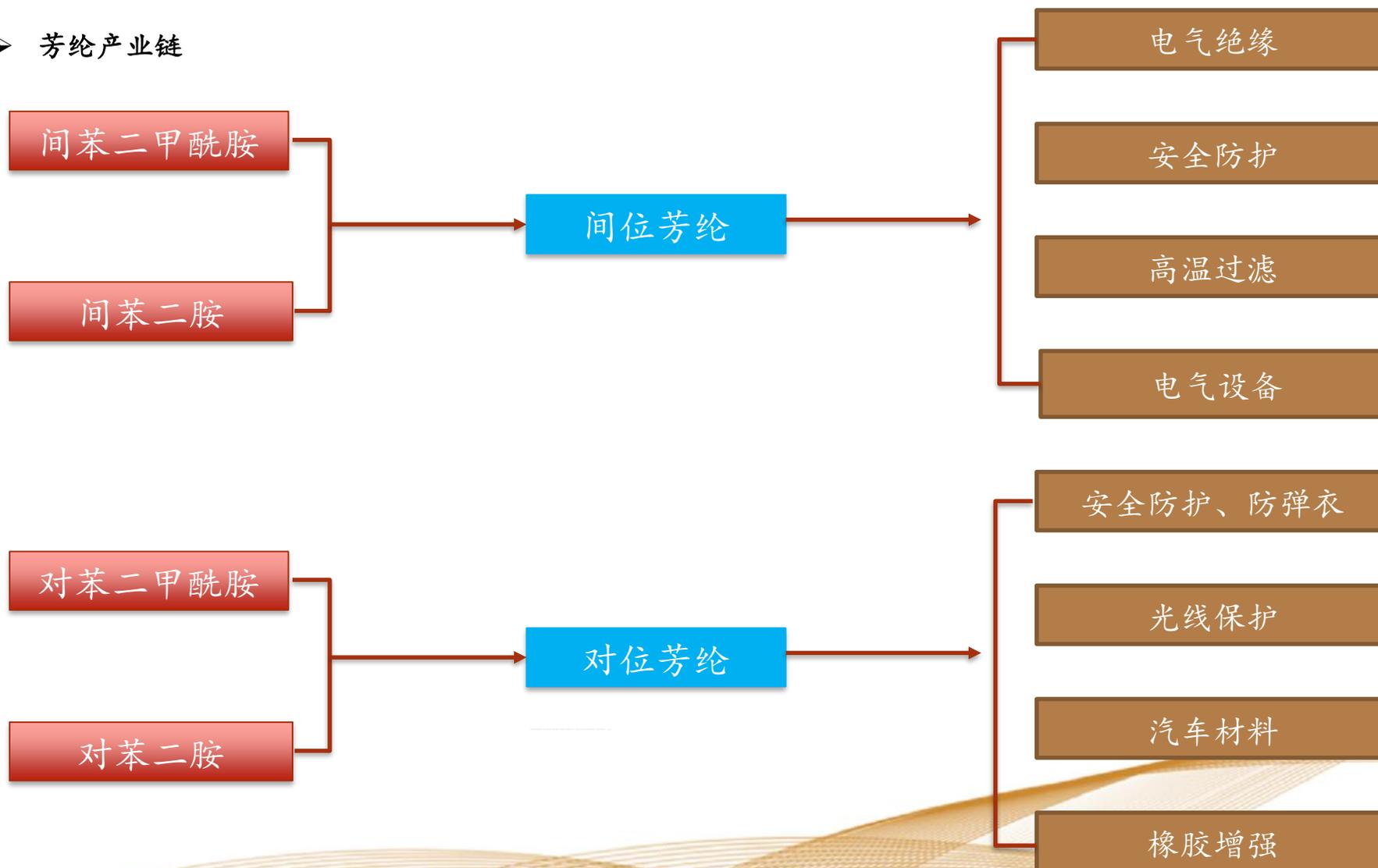
泰和新材

contents

- 01 芳纶龙头，未来步入高速发展期
- 02 芳纶防护市场需求高增，芳纶涂覆打开空间**
- 03 氨纶周期触底，静待消费回暖
- 04 盈利预测&风险提示

2.1 芳纶-防护市场需求高增，持续扩产夯实龙头地位

➤ 芳纶产业链



2.1 芳纶-防护市场需求高增，持续扩产夯实龙头地位

➤ 芳纶下游分布

对位芳纶：全球对位芳纶主要应用于车用摩擦材料（30%）、安全防护与防弹衣（30%），国内主要应用于光纤保护增强（40%）、安全防护与防弹衣（30%）。根据marketsandmarkets 预测，2021-2026年军事类安全防护市场是芳纶最大的应用市场。

间位芳纶：全球间位芳纶主要应用于电气绝缘（34%）、安全防护（29%）以及高温过滤材料（20%）；国内主要应用于高温过滤材料（63%）与安全防护（26%）。未来在民用类安全防护领域有较大提升空间。

图 全球对位芳纶下游应用分布

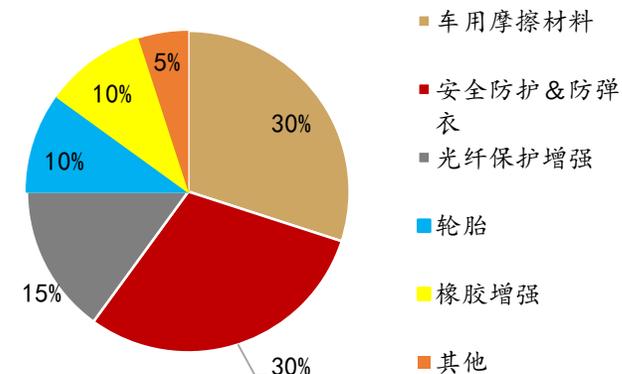


图 全球间位芳纶下游应用分布

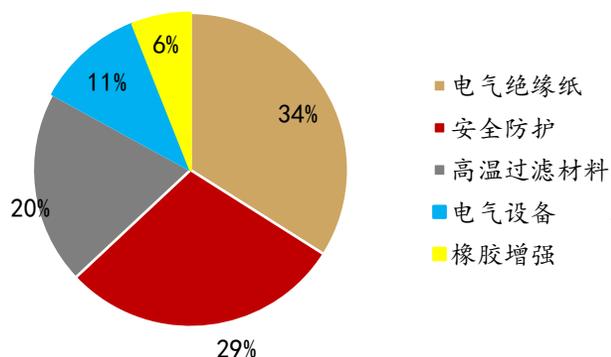


图 国内间位芳纶下游应用分布

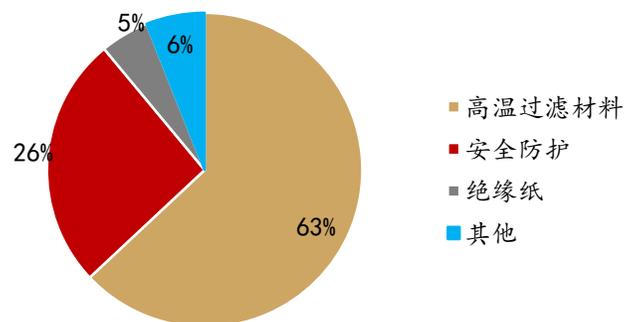
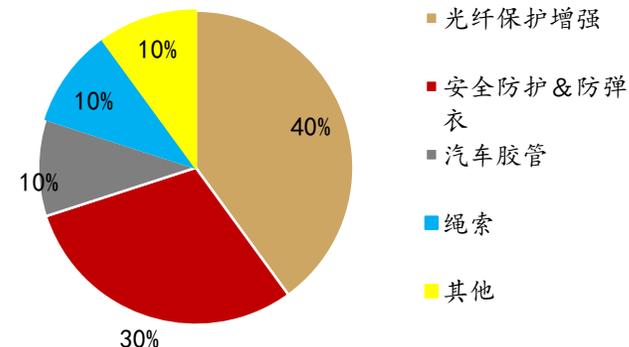


图 国内对位芳纶下游应用分布



2.1 芳纶-防护市场需求高增，持续扩产夯实龙头地位

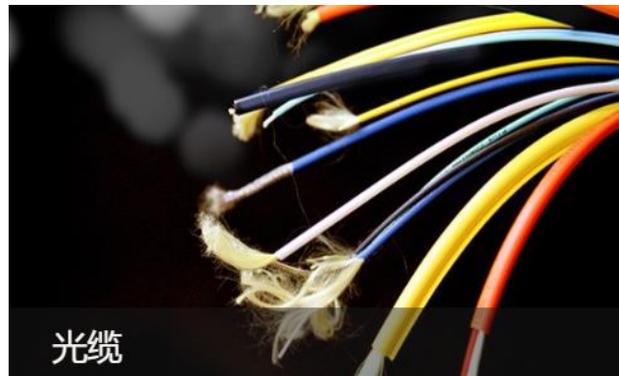
➤ 对位芳纶性能比较：

表：对位芳纶与其他高强度纤维性能比较

性能	对位芳纶	PA66	聚酯纤维	人造丝	高强碳纤维	高模碳纤维	玻璃纤维
密度 (g/cm ³)	1.44	1.14	1.38	1.53	1.78	1.83	2.58
强度 (cN/tex)	210	83	84	52	191	123	78
起始模量	60	5	10	12	134	256	28
断裂拉伸率 (%)	3.6	20	13.5	130	1.4	1.5	2
熔融温度 (°C)	500	255	260	200	3700	3700	825
耐热性 (%)	90	45	55	20	100	100	95
收缩率 (%)	0.7	4	5.5	0.2	0	0	0
回潮率 (%)	6.5	4	0	12	0	0	0.3

2.1 芳纶-防护市场需求高增，持续扩产夯实龙头地位

➤ 芳纶产品以及部分下游应用案例图：



2.1 芳纶-防护市场需求高增，持续扩产夯实龙头地位

- **芳纶供需:**截止2021年，全球对位、间位芳纶主流头部企业产能分别为8.05、4.3万吨/年，主要产能集中于美国杜邦、日本帝人、泰和新材等头部企业。
- 根据marketsandmarkets预测，全球芳纶需求将由2021年的11.74万吨提升至2026年的16.90万吨，CAGR约7.6%，而市场规模将由2021年的39亿美元增长至2026年的63亿美元，CAGR 约为9.7%。

表 全球对位芳纶产能（吨/年）

企业	产能（吨/年）	产地
美国杜邦	32000	美国
日本帝人	32000	日本
韩国可隆	5000	韩国
韩国晓星	1500	韩国
泰和新材	6000	山东
中芳特纤	1000	山东
蓝星新材	1000	四川
仪征化纤	1000	江苏
瑞盛新材	1000	江苏
合计	80500	

表 全球间位芳纶产能（吨/年）

企业	产能（吨/年）	产地
美国杜邦	22000	美国
日本帝人	4500	日本
东丽熊津	1500	日本，产地韩国
汇维仕	1000	韩国
泰和新材	11000	山东
超美斯	3000	江苏
合计	43000	

2.1 芳纶-防护市场需求高增，持续扩产夯实龙头地位

- **募投项目：**根据公司2022年4月20日发布的非公开发行预案信息显示，公司拟募集不超过30亿元，用于芳纶项目的扩产，大股东烟台国丰控股将以现金的方式参与本次非公开发行，拟认购金额不低于6亿元。根据公司公告显示，到2025年公司对位、间位芳纶产能分别将超过2万吨/年，届时公司芳纶总产能将超过4万吨，我们预计未来公司芳纶新产能建设完成后在全球占比预计将超过25%，仅次于美国杜邦，跃居全球第二。

表：泰和新材募投项目

基地	产能 (万吨/年)	产品	投资额 (亿元)	1万吨投资额 (亿元)	建设周期 (月)	备注
宁夏	1.2	对位芳纶	12.9	10.75	36	第一阶段预计 24 个月，至 2023 年 12 月，新增纺丝产能 6,000 吨/年； 第二阶段至 2024 年 12 月，新增纺丝产能 6,000 吨/年
烟台	0.5	对位芳纶	6.2	12.40	24	第一阶段预计 18 个月，至 2023 年 6 月，新建 3,500吨/年产能； 第二阶段至 2023 年 12 月，采用利旧设备，建设 1,500 吨/年产能。
烟台	0.7	间位芳纶	3.25	4.64	18	项目达产后，将形成高端间位芳纶差异化产品的 7,000 吨/年的产能，在项目实施的过程中对现有的烟台经济技术开发区峨眉山路 1 号厂区的 7,000 吨/年产能逐步关停，对部分生产线设备将 搬迁改造 。
烟台	0.9	间位芳纶	4.5	5.00	24	

2.2 芳纶涂覆优势渐显，从零到一打开空间

➤ 芳纶涂覆隔膜: 芳纶涂覆具有抗穿刺性能强、耐高温、润湿性好等优点，目前芳纶涂覆在特斯拉圆柱电池上使用。

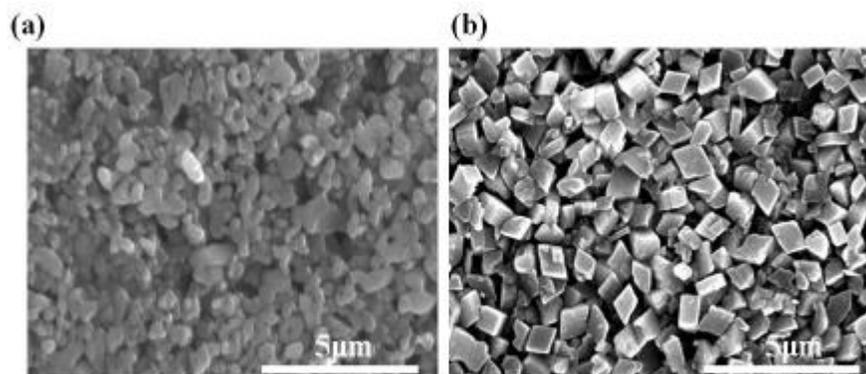
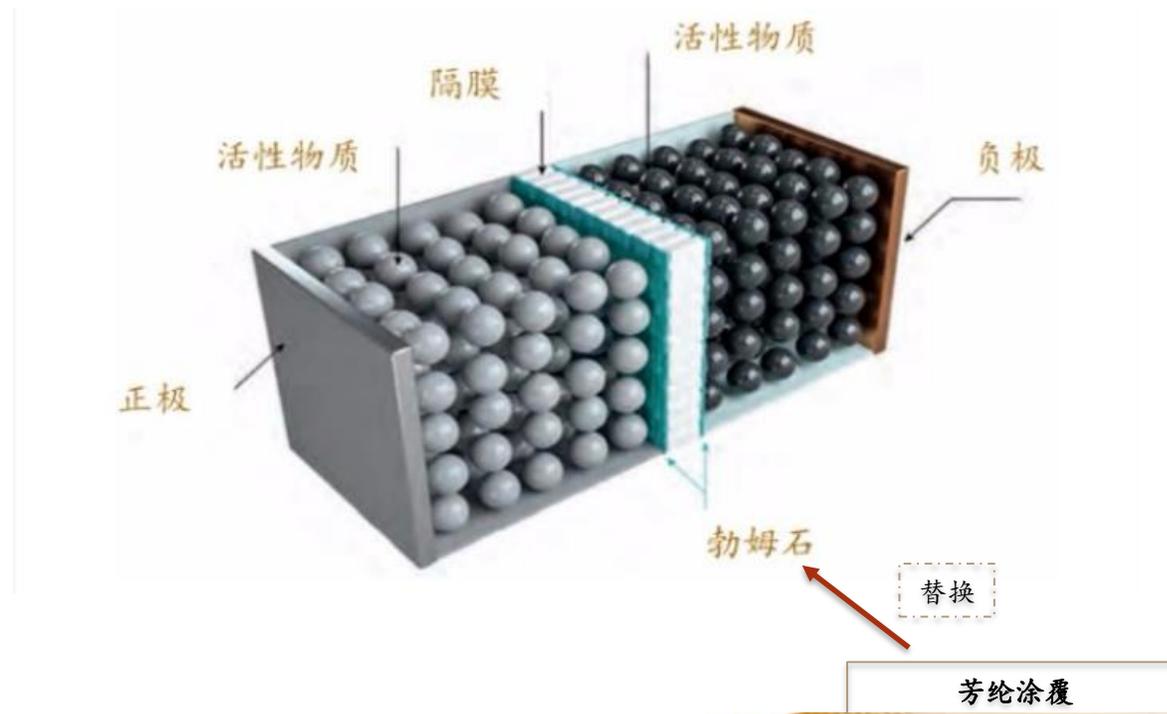


图 5.1 (a) 陶瓷 PE 隔膜; (b) 勃姆石隔膜的 SEM 图



2.2 芳纶涂覆优势渐显，从零到一打开空间（-1）

- **单车价值:**2025年按照单车带电65度电计算，单车隔膜需求约1000m²，PVDF+勃姆石涂覆隔膜单车价值约1700-2200元，芳纶涂覆隔膜单车价值约3000元。（根据公司公告显示，外采基膜约1.2元/m²，涂覆成本约0.6元/m²，我们预计公司生产的芳纶涂覆成本在1.8-2.0元/m²，假设1m²产品盈利1元，市场售价约3元/m²）

表 芳纶液价值计算

涂覆情况	单耗 (g/m ²)	单车隔膜需求 (m ² /辆)	单车芳纶液需求 (g/辆)	芳纶液单价 (元/g)	单车芳纶液价值量 (元/辆)	单平材料成本 (元/m ²)
芳纶消耗（单面）	2	1000	2000	0.15	300	0.3
芳纶消耗（双面）	4	1000	4000	0.15	600	0.6

2.2 芳纶涂覆优势渐显，从零到一打开空间

- **市场空间：**根据GGII预测，2025年全球隔膜需求约462亿m²，若涂覆比例按照70%渗透率计算，涂覆需求超过300亿m²，2025年芳纶涂覆渗透率按照10%计算，将有超过30亿m²的需求，单价/净利润若分别按照3、1元/m²计算，市场/净利润空间分别将超过90、30亿元。

表 2025年芳纶涂覆隔膜市场空间预测

全球隔膜需求 (亿m ²)	芳纶涂覆隔膜渗透率 (%)	芳纶涂覆需求 (亿m ²)	芳纶涂覆隔膜单价 (元/m ²)	芳纶涂覆隔膜市场空间 (亿元)
300	5%	15	3	45
300	8%	24	3	72
300	10%	30	3	90
300	13%	39	3	117
300	15%	45	3	135
300	30%	90	3	270

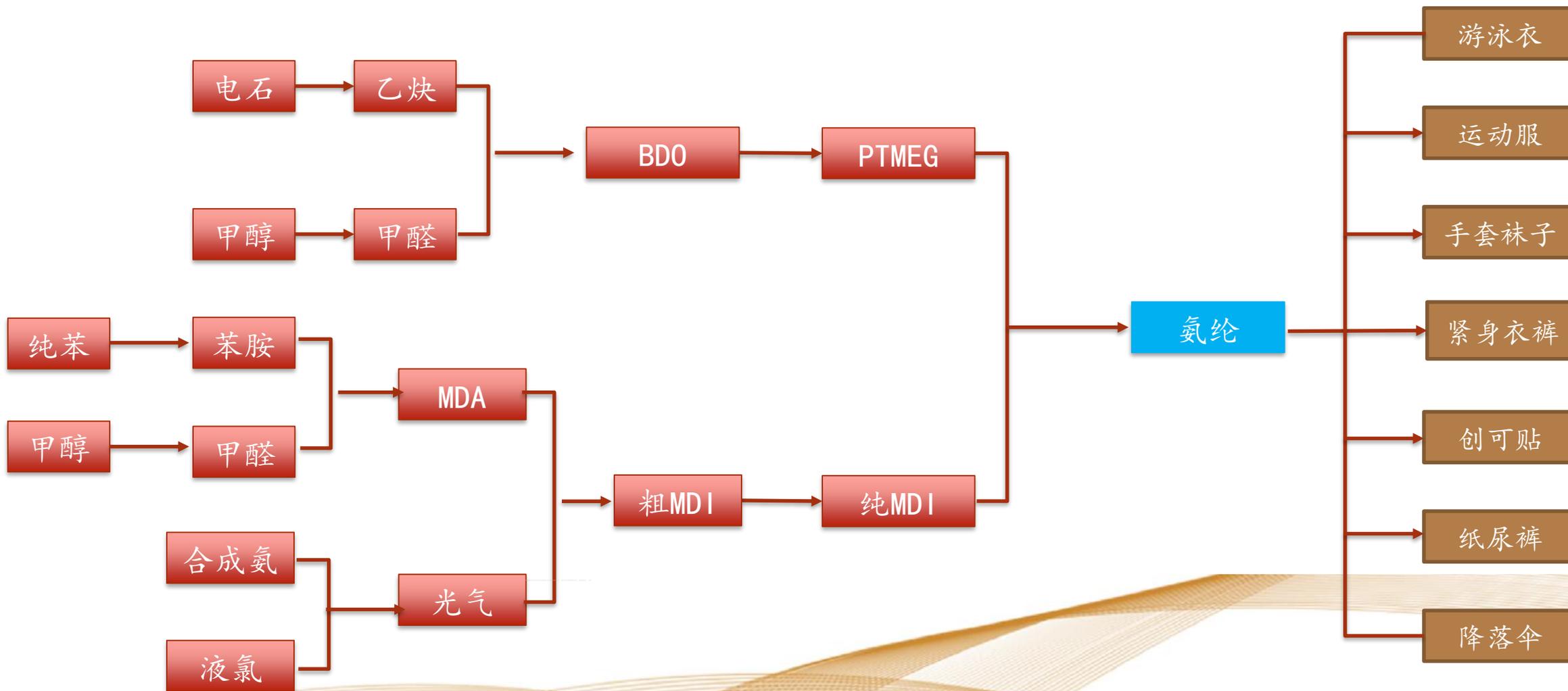
泰和新材

contents

- 01 芳纶龙头，未来步入高速发展期
- 02 芳纶防护市场需求高增，芳纶涂覆打开空间
- 03 氨纶周期触底，静待消费回暖**
- 04 盈利预测&风险提示

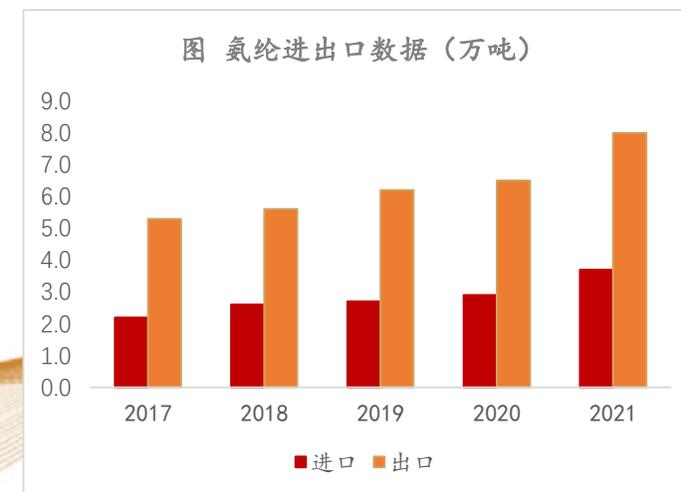
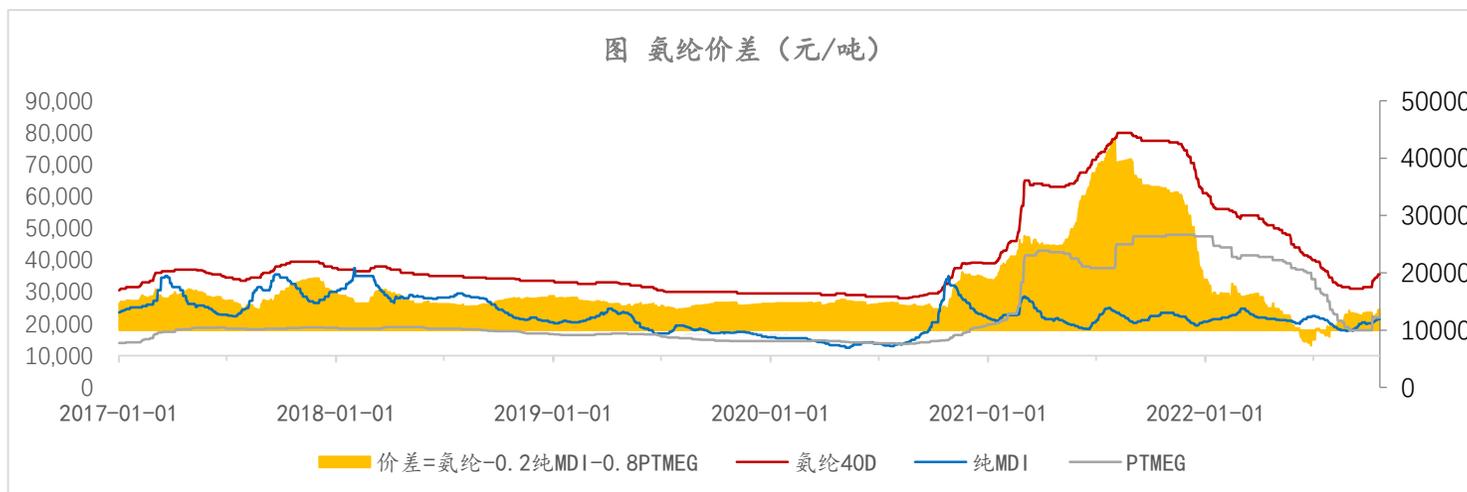
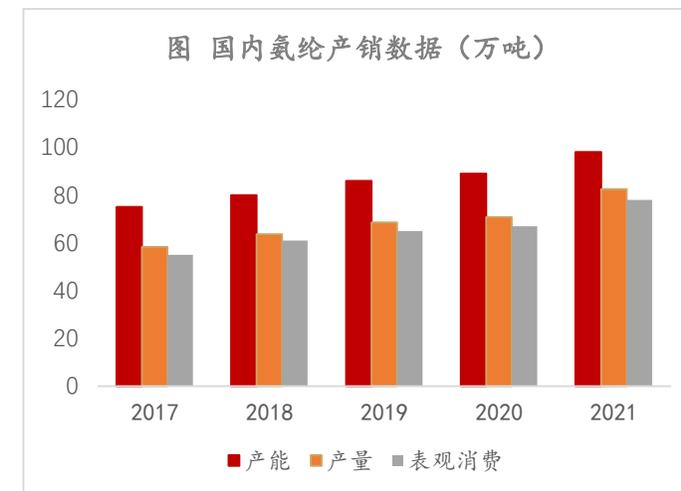
2.2 氨纶周期触底，静待消费回暖

氨纶产业链



2.2 氨纶周期触底，静待消费回暖

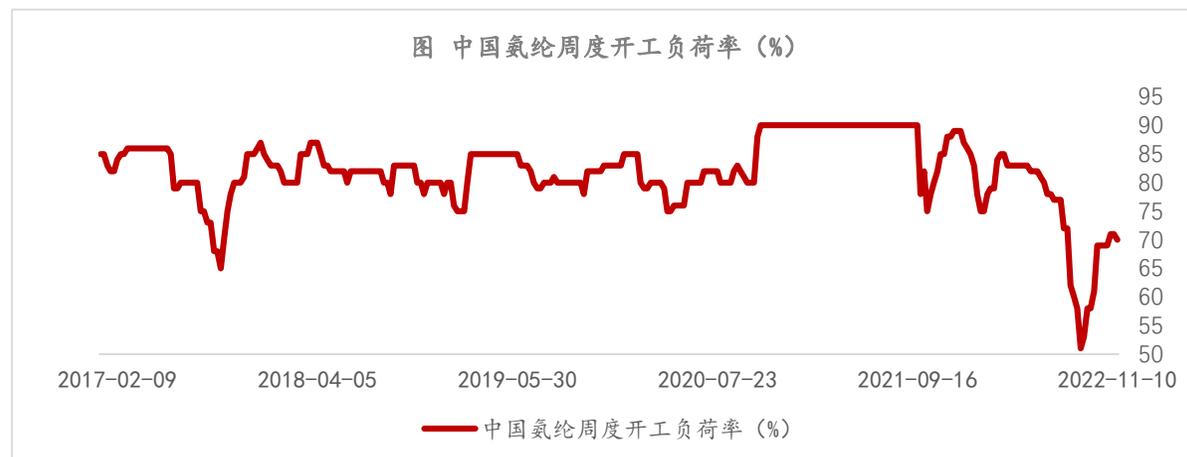
- **氨纶跌至底部区域，产品价差回暖：**我国氨纶主要以自产自销为主，2017-2021年国内氨纶产量由58万吨提升至83万吨，CAGR 9.37%，表观消费量由55万吨提升至78万吨，CAGR 9.13%。2020-2021年受下游需求暴增影响，氨纶价差持续扩大，顶峰时期氨纶价差超过40000元/吨；2022年，消费逐步疲软，产品价格进入下行通道，2022年5月产品价差跌至8000元/吨以下；2022年10月以来，随着全球疫情影响的逐步恢复，以及行业利润收窄，行业开工率由传统的80%左右骤降至50%，产品价差逐步回暖至12000元/吨以上。



2.2 氨纶周期触底，静待消费回暖

- **CR5超过70%，扩产主要集中在头部企业：**截止2021年底，国内氨纶产能合计约98万吨，近年来行业开工率维持在80%左右。“十四五”期间，行业新增产能依然主要集中于前五大生产企业，具体包括：华峰化学 30 万吨/年、晓星氨纶 36 万吨/年、新乡化纤 10 万吨/年、华海氨纶5 万吨/年、泰和新材4.7万吨/年，累计涉及产能85.7万吨/年。

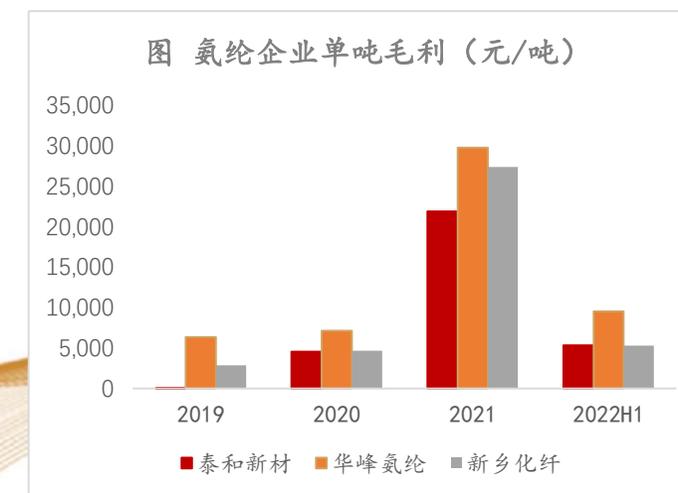
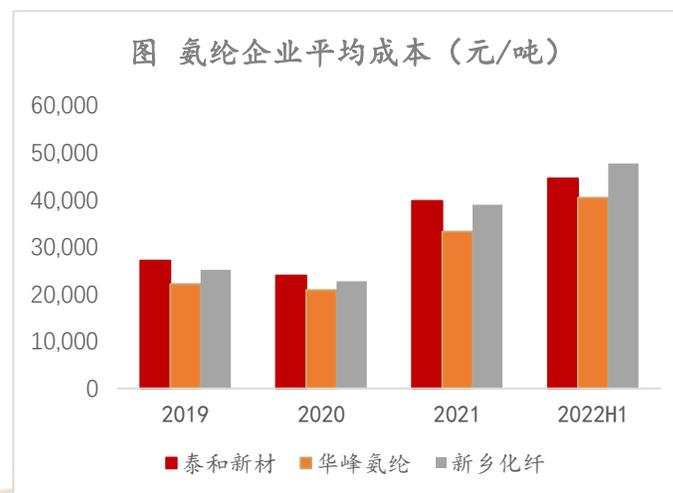
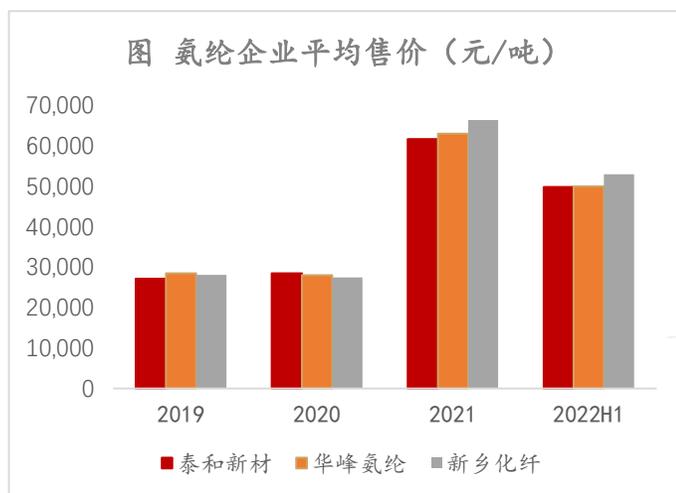
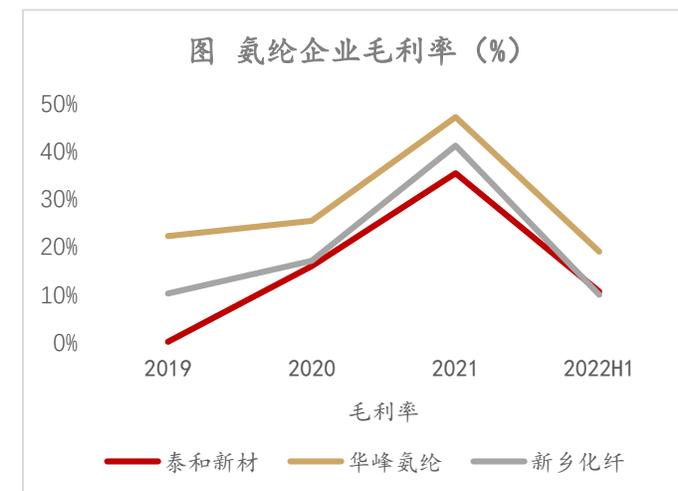
企业	子公司	产能 (万吨/年)
华峰化学	重庆华峰	16.6
	浙江华峰	6
	小计	22.5
晓星氨纶	晓星衢州	6
	晓星广东	5
	晓星宁夏	3.8
	晓星珠海	3
	晓星嘉兴	2.5
	小计	20.3
新乡化纤	小计	15
诸暨华海	小计	8
泰和新材	泰和宁夏	3.5
	泰和烟台	4.5
	小计	8
前五大合计		73.8
其他企业		27.3
合计		101.1



生产商	设计产能	项目地址	备注
华峰化学	30	重庆	其中：第一期为5万吨/年，建设期预计24个月，第二期为15万吨/年，建设期预计24个月，第三期为10万吨/年，建设期预计24个月
晓星氨纶	36	宁夏	按照一次规划、分期实施的原则分5期建设，一期项目2021年12月份投产
新乡化纤	10	河南	一期工程总投资为104,800.30万元，建设工期从2020年9月至2022年3月，共计18个月
华海氨纶	5	内蒙古	分三期建设，年产72万吨1,4-丁二醇(BDO)、24万吨聚四亚甲基醚二醇(PTEG)、5万吨氨纶及配套固废综合项目
泰和新材	4.7	宁夏	分两期建设，一期3万吨，二期1.7万吨

2.2 氨纶周期触底，静待消费回暖

- **行业横向比较：**对比氨纶行业龙头企业，公司产品成本与单吨毛利润处于行业第一梯队，毛利率水平较行业龙头华峰氨纶有提升改善空间。



泰和新材

contents

- 01 芳纶龙头，未来步入高速发展期
- 02 芳纶防护市场需求高增，芳纶涂覆打开空间
- 03 氨纶周期触底，静待消费回暖
- 04 盈利预测&风险提示**

5. 盈利预测

- **基本假设：**预计2022-2024年公司的氨纶销量分别为3.3/4/5.5万吨，均价分别为40000/30000/30000元/吨；芳纶销量分别为1.5/2/3万吨，均价分别为140000/135000/130000元/吨；芳纶涂覆隔膜销量分别为0/1000/15000万m²，均价分别为5/4/3.5元/m²。

产品	项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
氨纶	收入 (百万元)	1,508	1,496	2,820	1,315	1,200	1,650
	成本 (百万元)	1,505	1,257	1,819	1,215	1,080	1,485
	毛利率 (%)	0.2%	16.0%	35.5%	7.6%	10.0%	10.0%
芳纶	收入 (百万元)	1,010	935	1,573	2,128	2,714	3,900
	成本 (百万元)	563	609	939	1,315	1,668	2,490
	毛利率 (%)	44.2%	34.9%	40.3%	38.2%	38.5%	36.2%
芳纶涂覆隔膜	收入 (百万元)					50	600
	成本 (百万元)					28	390
	毛利率 (%)					44.0%	35.0%
其他	收入 (百万元)	24	10	12	123	311	410
	成本 (百万元)	12	8	7	101	215	285
	毛利率 (%)	51.0%	20.7%	41.7%	18%	31%	30%

5. 盈利预测

► 盈利预测:

由于本轮氨纶幅度下跌超预期，而目前氨纶在触底回升阶段，我们调整之间的盈利预测，预计2022-2024年营业收入分别为35.67/42.74/65.60亿元（此前分别47.76/61.57/77.34亿元），同比-19.0%/19.8%/53.5%；归母净利润分别为4.61/6.85/10.32亿元（此前为5.90/9.22/13.24亿元），同比-52.3%/48.7%/50.6%；EPS分别为0.67/1.00/1.51元（此前分别为0.86/1.35/1.94元），对应2022年11月23日收盘价PE分别为31/21/14倍，我们看好公司在氨纶行业景气度触底，同时芳纶稳定的 α 以及未来公司在芳纶涂覆领域将形成的0-1的重大突破，公司未来将进入高速发展阶段，对比化工新材料公司，给予目标价30.00元，对应2023年30倍PE，上调至“买入”评级。

表 可比公司估值

公司简称	总市值 (亿元)		EPS				PE				PB
	2022/11/23	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E		
利安隆	134	2.04	2.60	3.37	4.13	32.05	22.40	17.32	14.12	3.59	
万润股份	154	0.69	0.95	1.18	1.45	24.57	17.48	13.98	11.45	2.47	
国瓷材料	285	0.79	0.65	0.93	1.21	35.85	43.71	30.38	23.44	4.90	
中触媒	75	1.01	1.02	1.65	2.28	56.25	41.65	25.88	18.72	2.93	
华峰化学	359	1.71	0.69	0.87	1.07	4.52	10.46	8.29	6.73	1.58	
黑猫股份	106	0.59	0.23	0.71	0.99	24.54	61.76	20.04	14.29	3.20	
平均											
泰和新材	140	1.41	0.67	1.00	1.51	14.82	31.04	20.87	13.86	3.31	

6. 风险提示

➤ **氨纶持续下行的风险：**

氨纶下游主要是纺织服装与日常生活息息相关，若经济恢复不及预期，氨纶仍有持续下行的风险。

➤ **芳纶投产进度不及预期的风险：**

目前公司芳纶处于持续扩张阶段，未来下游增量主要是军工、民用防护类用品，若未来下游需求不及预期，产品面临价格下行的风险。

➤ **芳纶涂覆进展不及预期的风险：**

目前公司芳纶涂覆中试产线仍在建设过程中，未来还有送样、验证、扩产等阶段，若下游接受程度不及预期，公司新产品推广将面临比较大的压力，扩产进度有可能会不及预期。

➤ **非公开发行不确定性的风险：**公司非公开发行虽然已经获得证监会核准，但是仍然存在发行不确定性的风险。

财务报表和主要财务比率

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	4,404	3,567	4,274	6,560	净利润	1,126	527	788	1,185
YoY (%)	80.4%	-19.0%	19.8%	53.5%	折旧和摊销	267	240	233	234
营业成本	2,764	2,631	2,991	4,650	营运资金变动	-591	-220	349	-609
营业税金及附加	20	19	21	33	经营活动现金流	845	560	1,373	781
销售费用	65	60	69	108	资本开支	-595	-393	-296	-294
管理费用	150	132	154	238	投资	-546	25	15	18
财务费用	47	79	85	92	投资活动现金流	-1,134	-352	-266	-251
研发费用	193	161	191	294	股权募资	71	0	0	0
资产减值损失	-15	6	7	7	债务募资	729	188	192	166
投资收益	8	16	15	25	筹资活动现金流	213	9	107	75
营业利润	1,285	600	899	1,351	现金净流量	-81	217	1,214	604
营业外收支	2	0	0	0	主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
利润总额	1,286	600	899	1,351	成长能力 (%)				
所得税	161	73	110	165	营业收入增长率	80.4%	-19.0%	19.8%	53.5%
净利润	1,126	527	788	1,185	净利润增长率	270.4%	-52.3%	48.7%	50.6%
归属于母公司净利润	966	461	685	1,032	盈利能力 (%)				
YoY (%)	270.4%	-52.3%	48.7%	50.6%	毛利率	37.2%	26.2%	30.0%	29.1%
每股收益	1.41	0.67	1.00	1.51	净利率	21.9%	12.9%	16.0%	15.7%
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	总资产收益率ROA	11.9%	5.5%	6.9%	8.6%
货币资金	2,452	2,669	3,882	4,487	净资产收益率ROE	24.4%	10.7%	13.7%	17.1%
预付款项	45	30	36	58	偿债能力 (%)				
存货	740	437	890	1,167	流动比率	2.31	2.53	2.39	2.34
其他流动资产	1,246	1,474	1,149	2,154	速动比率	1.87	2.24	1.99	1.96
流动资产合计	4,483	4,609	5,958	7,865	现金比率	1.26	1.47	1.55	1.34
长期股权投资	65	39	26	8	资产负债率	44.0%	40.9%	41.7%	41.8%
固定资产	2,172	2,003	1,745	1,518	经营效率 (%)				
无形资产	187	195	201	207	总资产周转率	0.61	0.43	0.47	0.60
非流动资产合计	3,649	3,827	3,943	4,081	每股指标 (元)				
资产合计	8,132	8,437	9,901	11,946	每股收益	1.41	0.67	1.00	1.51
短期借款	541	729	921	1,087	每股净资产	5.79	6.32	7.32	8.82
应付账款及票据	980	702	1,156	1,740	每股经营现金流	1.23	0.82	2.01	1.14
其他流动负债	422	390	420	530	每股股利	0.50	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1,943	1,821	2,497	3,357	估值分析				
长期借款	1,466	1,466	1,466	1,466	PE	14.82	31.04	20.87	13.86
其他长期负债	166	166	166	166	PB	3.39	3.31	2.86	2.37
非流动负债合计	1,632	1,632	1,632	1,632					
负债合计	3,575	3,453	4,129	4,988					
股本	684	684	684	684					
少数股东权益	596	662	765	919					
股东权益合计	4,557	4,984	5,773	6,958					
负债和股东权益合计	8,132	8,437	9,901	11,946					

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。

重要提示:

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施。通过本订阅号发布的观点和信息仅面向华西证券的专业投资机构客户。若您并非华西证券客户中的专业投资机构客户，为控制投资风险，请取消订阅、接收或使用本订阅号中的任何信息。因本订阅号受限于访问权限设置，若给您造成不便，敬请谅解。市场有风险，投资需谨慎。

法律声明:

本订阅号为华西证券食品饮料团队设立及运营。本订阅号不是华西证券研究报告的发布平台。本订阅号所载的信息仅面向华西证券的专业投资机构客户，仅供在新媒体背景下研究观点的及时交流。本订阅号所载的信息均摘编自华西证券研究所已经发布的研究报告或者是对已发布报告的后续解读，若因对报告的摘编而产生歧义，应以报告发布当日的完整内容为准。

在任何情况下，本订阅号所推送信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。华西证券及华西证券研究所也不对任何人因为使用本订阅号信息所引致的任何损失负任何责任。

本订阅号及其推送内容的版权归华西证券所有，华西证券对本订阅号及推送内容保留一切法律权利。未经华西证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。