

百傲化学(603360)/化工
年报一季报符合预期，工业杀菌剂龙头待发力
评级：增持(首次覆盖)

市场价格：13.85

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email：xienan@r.qlzq.com.cn

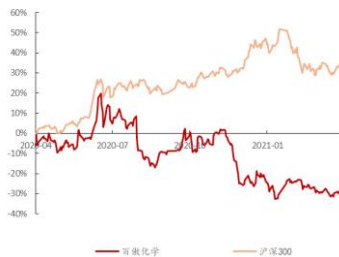
分析师：张波

执业证书编号：S0740520020001

Email：zhangbo@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(亿股)	2.61
流通股本(亿股)	2.61
市价(元)	13.85
市值(亿元)	36
流通市值(亿元)	36

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	872	750	857	958	1,063
增长率 yoy%	65.08%	-14.03%	14.38%	11.68%	11.03%
净利润(百万元)	307	222	249	288	330
增长率 yoy%	111.31%	-27.72%	12.44%	15.44%	14.63%
每股收益(元)	1.17	0.85	0.95	1.10	1.26
净资产收益率	29.69%	22.44%	19.50%	20.01%	20.44%
P/E	11.80	16.32	14.52	12.58	10.97
P/B	3.50	3.66	2.83	2.52	2.24

注：股价取自 2021 年 4 月 27 日收盘价

投资要点

- **事件：公司发布 2020 年业绩公告，2020 年公司实现营业收入 7.50 亿元，同比下滑 14.03%，实现归母净利润 2.22 亿元，同比下滑 27.72%。公司公布 2020 年度利润分配方案为每 10 股派发现金股利 6 元人民币，不送红股，不转增。**
- **事件：公司发布 2021 年一季度报告，实现营收 2.18 亿元，同比增长 9.37%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比下滑 42.38%。公司业绩符合预期。**
- **年报、一季报符合预期。**2020 年，受新冠疫情持续影响，宏观经济遭遇巨大挑战，响水 321 事故影响逐渐消退，市场供求和产品价格回归合理区间。公司毛利率为 55.20%，较去年下降 5.72pct，主要由于会计准则变更和产品价格影响。公司期间费用率为 18.89%，较去年同期增加 0.75pct。公司主要产品工业杀菌剂各品类合计销售 33804 吨，较上年度增长 12.03%。2021 年 Q1，公司营收 2.18 亿元，环比+19.55%，毛利率 45.38%，环比+4.36pct，经营持续向好。
- **异噻唑啉酮类工业杀菌剂龙头企业。**百傲化学深耕异噻唑啉酮类工业杀菌剂行业近 20 年，已发展成为亚洲最大的异噻唑啉酮类工业杀菌剂原药剂生产企业。公司产品具体包括 CIT/MIT、MIT、OIT、DCOIT、BIT 等几大系列产品，目前产能已经超过 3 万吨。此外，公司还配套 BIT 生产化工中间体邻氯苯腈(F腈)。
- **持续扩产助力公司发展。**公司在松木岛分公司投资建设异噻唑啉酮系列产品三期项目，项目占地 5.5 万平方米，总投资 4.83 亿元，计划新增 CIT/MIT12000 吨或 MIT 2000 吨、BIT 2500 吨、OIT 1200 吨或 DCOIT 600 吨，项目预计于 2021 年底前完工，届时公司工业杀菌剂总产能将超过 4 万吨，生产规模优势更加突出。公司持续推进产业链布局，提高公司的经营能力和核心竞争力。
- **发布股权激励，助力公司长远发展。**公司发布 2021 年限制性股票激励计划(草案)，拟向激励对象授予 582 万股限制性股票，其中首次授予 552 万股，预留 30 万股。此次股权激励对象总人数为 64 人，包括公司总经理等核心管理团队在内。股权激励考核目标为：以 2020 年净利润为基数，2021 年-2023 年净利润增长率分别不低于 30%、60%、90%的业绩目标。该激励授予价格为 7.36 元/股。此次股权激励的实施，将充分调动公司员工的积极性，助力公司长远发展。
- **“增持”评级。**预测公司 2021-2023 年营收分别为 8.57、9.58 和 10.63 亿元，归母净利润分别为 2.49、2.88 和 3.30 亿元，对应 EPS 分别为 0.95、1.10 和 1.26 元，PE 分别为 15 倍、13 倍和 11 倍，首次覆盖，给与“增持”评级。
- **风险提示：**原材料价格波动风险、环保与安全风险、项目建设不达预期风险、研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

事件：

公司发布 2020 年业绩公告，2020 年公司实现营业收入 7.50 亿元，同比下滑 14.03%，实现归母净利润 2.22 亿元，同比下滑 27.72%。按最新 2.61 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 0.83 元，每股经营性净现金流 0.81 元。

其中第四季度实现营业收入 1.83 亿元，同比下滑 32.42%，实现归母净利润 4295 万元，同比下滑 40.87%，折合单季度 EPS 为 0.16 元。

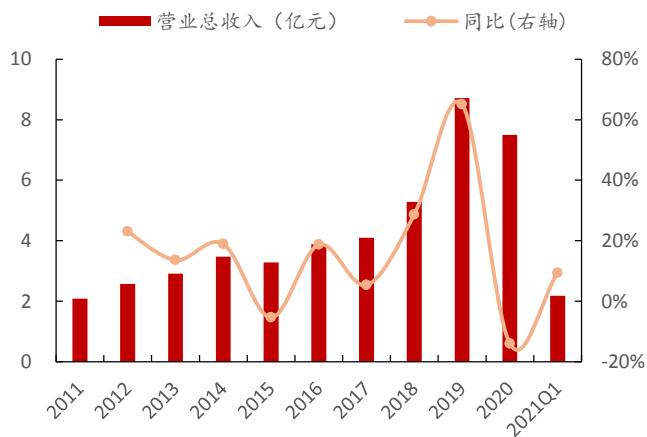
同时公司公布 2020 年度利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金股利 6 元人民币（含税），不送红股，不转增。

公司发布 2021 年一季度报告，实现营收 2.18 亿元，同比增长 9.37%，实现归母净利润 0.52 亿元，同比下滑 42.38%。

点评：

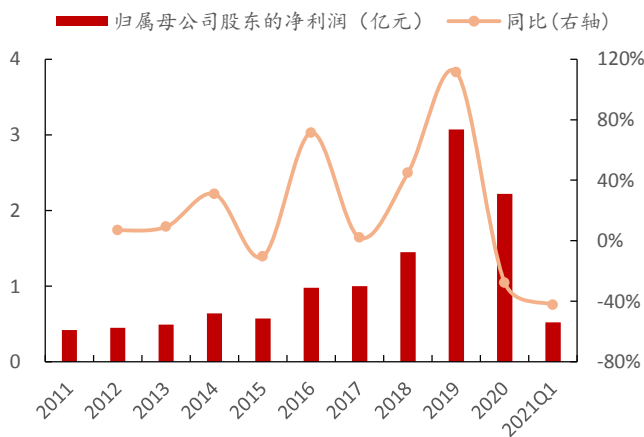
2020 年受疫情影响较大。2011-2020 年，公司营业收入从 2.09 亿元上升到 7.50 亿元，复合年增长率为 15.25%；归母净利润由 2011 年的 0.42 亿元上升至 2020 年的 2.22 亿元。2021 年一季度实现营业收入 2.18 亿元，同比增长 9.37%；归母净利润 5183.13 万元，同比下降 42.38%。2020 年，受新冠疫情的持续影响，整个宏观经济遭遇巨大挑战。响水 321 事故影响逐渐消退，市场供求和产品价格回归合理区间。公司经营遭遇疫情和市场波动的双重压力。2020 年，公司实现营业收入 7.50 亿元，同比下滑 14.03%。

图 1：公司营业收入及增速



资料来源：wind、中泰证券研究所

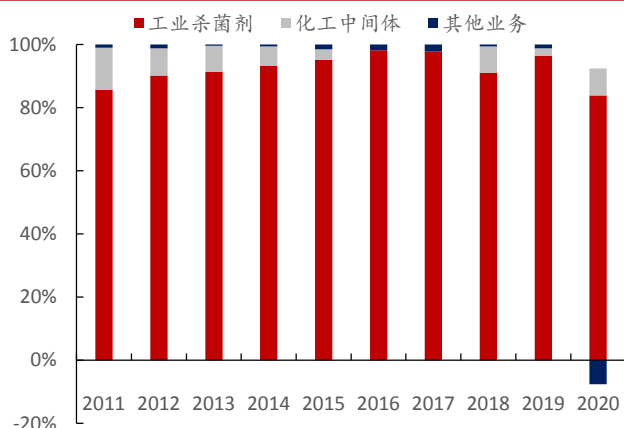
图 2：公司归母净利润及增速



资料来源：wind、中泰证券研究所

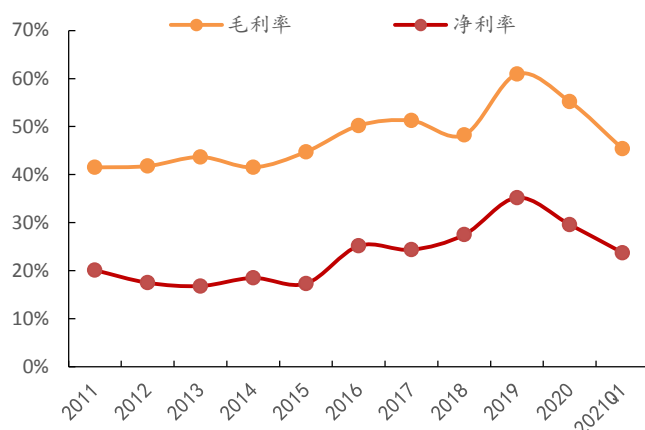
工业杀菌剂业务贡献主要营收，海内外同步发展。分产品来看，工业杀菌剂占公司总营收的比重常年保持在 90% 以上。公司异噻唑啉酮类工业杀菌剂产品由母公司大连百傲生产，2020 年实现营业收入 7.49 亿元，净利润 2.10 亿元。随着响水 321 事故影响逐渐消退，市场供求关系趋于平稳，2019 年度涨幅较大的 BIT 系列产品价格回归合理区间，公司工业杀菌剂业务结束大幅波动，回到平稳增长的轨道。公司子公司沈阳百傲主要生产邻氯苯腈（F 腈），作为工业杀菌剂 BIT 系列产品的产业链配套项目，公司生产 F 腈基本自用，受 BIT 价格下跌的影响，F 腈价格也随之出现波动。

图 3：公司营收结构(按业务)



资料来源：wind、中泰证券研究所

图 4：公司毛利率与净利率稳步增长

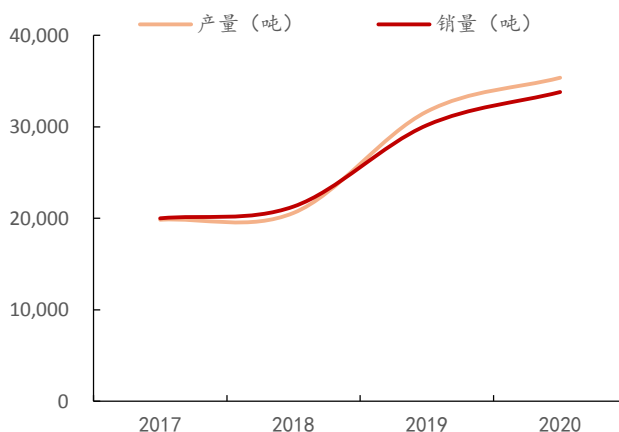


资料来源：wind、中泰证券研究所

公司产量与销量均逐年上升，产销平衡。公司工业杀菌剂产量从 2017 年的 1.98 万吨增加到 2020 年的 3.54 万吨，销量从 2017 年的 2.00 万吨增加到 2020 年的 3.38 万吨。公司产能利用率稳定在 95% 以上，2020 年高达 97%，产销平衡。

毛利率与净利率连年增长后小幅回落。2011-2020 年，公司毛利率持续维持在 40% 以上，2019 年因产品价格上涨，毛利率上升至 60.92%。受会计准则变更和产品价格影响，2020 年公司毛利率为 55.20%，较去年下降 5.72pct。

图 5：公司产量和销量均逐年增加



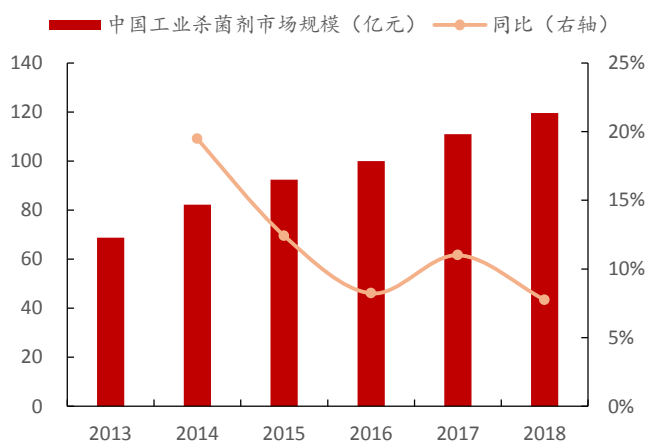
资料来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

工业杀菌剂前景广阔。工业杀菌剂是在工业领域中用以杀灭和（或）抑制微生物生长的制剂，按照作用机理可分为亲电试剂和膜活性试剂。亲电试剂按照杀菌机理又可分为氧化杀菌剂和非氧化性杀菌剂两大类。异噻唑啉酮杀菌防腐剂作为一种新型非氧化性杀菌剂，最早由美国罗门哈斯公司在 1972 年开发研制，2015 年以后引入中国并推广应用。异噻唑啉酮是一种广谱、高效、低毒、非氧化性、环境友好型杀菌剂，主要用以杀灭或抑制微生物生长，广泛运用于油田注水、工业循环水、造纸、日化、涂料、农药、切削油、皮革、油墨、染料、制革、木材制品等领域的杀菌、防腐、防霉。

据中国报告网统计，2017 年全球工业杀菌剂产量约为 145 万吨，市场规模达到了 59 亿美元左右。从市场区域分布来看，目前对工业杀菌剂消费量最大的是欧美等发达国家。我国已经超过西欧成为全球第二大市场，随着我国工业技术水平的不断提高及对安全环保的重视，对工业杀菌剂的市场需求潜力仍然很大。2017 年，我国工业杀菌剂市场规模达到了 111 亿元，同比增长 11%，行业增速远高于全球平均增速，目前是全球工业杀菌剂市场增长最快的国家。2018 年我国工业杀菌剂市场规模达到了 119.6 亿元，同比增长 7.75%。

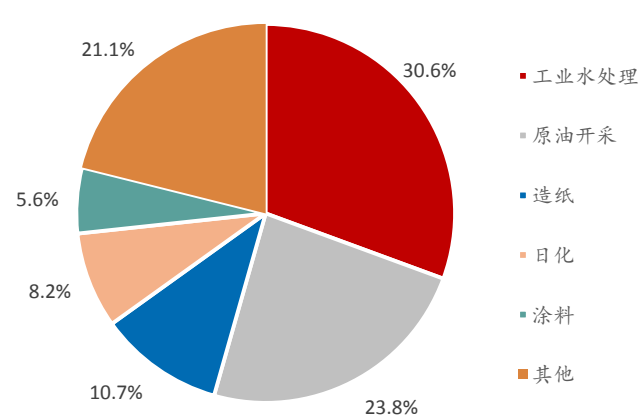
根据新思界产业研究中心发布的《2019-2023 年工业杀菌剂行业深度市场调研及投资策略建议报告》显示，我国工业杀菌剂下游应用领域中，工业水处理领域应用占比最大，达到 30.6%；其次是原油开采领域，需求占比为 23.8%；造纸领域排名第三，需求占比为 10.7%；随后是日化领域和涂料领域，需求占比分别为 8.2%和 5.6%。

图 6：中国工业杀菌剂市场规模及增速



资料来源：中国报告网、中泰证券研究所

图 7：工业杀菌剂下游应用分布



资料来源：新思界产业研究中心、中泰证券研究所

从国际市场来看，世界工业防腐杀菌剂行业处于垄断竞争的态势，陶氏化学、英国索尔、德国朗盛、特洛伊等国际化工巨头，占据了主要市场。但出于环保和成本的原因，大部分国际化工巨头已经将原药剂生产基地向发展中国家转移，或采取只提供配方和技术服务，从外部采购原药剂的经营模式。从国内市场来看，全球工业防腐杀菌剂的 300 多个品种里，我国真正应用的只有几十种。由于工业防腐杀菌剂涉及的领域分属各行各业，产品跨度大而企业规模小，因而缺乏统一技术管理标准，产品质量也参差不齐。随着工业防腐、杀菌产品和技术在我国应用领域的迅速扩大，国内市场仍具有相当大的发展潜力。

公司为异噻唑啉酮类工业杀菌剂龙头企业。大连百傲化学股份有限公司成立于 2003 年 09 月 22 日，2017 年 2 月 6 日在上交所上市。公司深耕异噻唑啉酮类工业杀菌剂行业近 20 年，已发展成为亚洲最大的异噻唑啉酮类工业杀菌剂原药剂生产企业。公司产品具体包括 CIT/MIT、MIT、OIT、DCOIT、BIT 等几大系列产品，目前产能已经超过 3 万吨。此外，公司还生产化工中间体邻氯苯腈（F 腈），作为 BIT 系列产品的产业链配套项目，公司生产的 F 腈基本自用。公司客户结构优良，国际销售遍布全球，主要集中在欧洲和北美等地区，与陶氏化学、美国龙沙、德国朗盛等从事水处理服务的国际化工巨头保持长期稳定合作关系。

图 8：全球杀菌剂主要厂家

公司	介绍
美国陶氏化学公司	陶氏化学公司是一家多元化的化学公司，以其领先的特种化学、高新材料、农业科学和塑料等业务，为全球 180 个国家和地区的客户 提供种类繁多的产品及服务，应用于电子产品、水处理、能源、涂料和农业等高速发展的市场。2015 年，陶氏年销售额为 490 亿美元，在全球拥有 49,500 名员工，在 35 个国家运营 179 家工厂，产品达 6000 多种。2008 年陶氏化学收购了异噻唑啉酮的创始企业罗门哈斯，将涂料、杀菌剂和个人护理等业务进行整合。目前该公司生产全系列异噻唑啉酮产品，业务范围涵盖全球，是公司国际市场主要竞争对手之一。
英国索尔化学公司	英国索尔化学公司是世界著名的特殊化学品供应商，总部位于英国，目前该公司主要生产杀菌剂和阻燃剂等，产品应用于诸多工业领域，从油漆到睡衣，从鞋到洗发水，从家具织物到时装杂志等，在德国、英国、法国等国家设有研发中心，生产基地分布在德国、英国、法国、西班牙、巴西、墨西哥、马来西亚等国家。异噻唑啉酮类产品包括 CIT/MIT、OIT、MIT 等，是公司国际市场主要竞争对手之一。
大连星原化学有限公司	大连星原化学有限公司，成立于 2008 年 8 月 5 日，注册资本 1,200 万元，住所：辽宁省大连普湾新区松木岛化工园区。根据大连星原化学有限公司网站，其占地面积 38,000 平方米，主要产品异噻唑啉酮杀菌防腐剂及中间体，生产能力近万吨。
西安恒盛诺德化工有限公司	西安恒盛诺德化工有限公司，成立于 2004 年 2 月 16 日，注册资本 100 万元，住所：西安市高新区科技路 48 号创业广场 B0709。根据西安恒盛诺德化工有限公司网站简介，其是一家专业从事精细化工产品的引进、吸收、研制、生产及推广应用公司。西安恒盛诺德化工有限公司拥有异噻唑啉酮生产装置 2 套，生产能力达 8000 吨/年。
潍坊天赐新材料科技有限公司	潍坊天赐新材料科技有限公司，成立于 2010 年 11 月 2 日，注册资本 2,900 万元，住所：昌邑市沿海经济发展区。根据潍坊天赐新材料科技有限公司网站简介，潍坊天赐新材料科技有限公司是以液晶电子材料、医药和农药中间体等精细化工产品的研发、生产、销售为一体的大型民营企业，拥有年产 5,000 吨工业杀菌防腐剂异噻唑啉酮产能。

资料来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

公司技术优势显著。公司自 2011 年 10 月起连续被认定为高新技术企业，拥有成熟完善的技术研发体系，经过多年对生产工艺的优化和经验积累，在提高产品收率、缩短反应时间、减少原材料消耗等方面取得了显著成果，目前拥有发明专利 16 项，实用新型 8 项。生产工艺的先进性以及技术创新能力为公司控制生产成本、保证产品质量提供了有力保障，是公司重要的核心竞争力之一。公司掌握了控制产品色度、稳定性等关键技术指标的核心技术，参与了水处理剂异噻唑啉酮衍生物的国家标准制定，能够根据客户需求进行定制生产，产品质量可以满足国内外客户的高标准要求。公司按照 ISO9001 标准建立了质量管理体系及各项质量管理制度，通过 ISO9001 国际标准质量管理体系认证。

图 9：公司工业杀菌剂系列产品及应用领域

系列产品	应用领域
CIT/MIT 系列产品	主要应用于水处理，如石油化工、电工、中央空调、工业循环冷却水中的杀菌、灭藻，以及涂料、高分子合成乳液、日化产品等。
MIT 系列产品	主要用于乳液、矿物泥浆、分散的颜料、胶粘剂、增粘剂、金属加工液及化妆品等水性体系防腐。
OIT 系列产品	新一代的油漆、涂料干膜防腐杀菌剂，适用于工业油品、塑料、建材、皮革、油漆涂料、纺织印染等领域的防腐，也广泛应用于内外墙乳胶漆、木材制品和文物保护等领域。
DCOIT 系列产品	油漆、涂料干膜防腐剂，广泛适用于海洋油漆、PVC 塑料中的防腐、防腐和防藻。
BIT 系列产品	新一代的防腐剂，广泛应用在皮革、油漆涂料、纺织、印染等水性体系中。

资料来源：公司招股说明书、中泰证券研究所

公司持续扩产助力公司发展。公司在松木岛分公司投资建设异噻唑啉酮系列产品三期项目，项目占地 5.5 万平方米，总投资 4.83 亿元，计划新增 CIT/MIT12000 吨或 MIT 2000 吨、BIT 2500 吨、OIT 1200 吨或 DCOIT 600 吨，项目预计于 2021 年底前完工，届时公司工业杀菌剂总产能将超过 4 万吨，生产规模优势更加突出。此外，公司积极推进“年产 10000t 邻氯苯甲腈中间体改扩建项目”和“2000t/a 2-氰基-4-硝基苯胺改建项目”，公司持续完善产业链布局，提高公司经营能力和核心竞争力。

图 10：公司松木岛三期项目

项目	生产规模
CIT/MIT	12000 吨/年（或 MIT2000 吨/年）
OIT	1200 吨/年（或 DCOIT600 吨/年）
BIT	2500 吨/年

资料来源：公司公告、中泰证券研究所

发布股权激励，助力公司长远发展。公司发布 2021 年限制性股票激励计划(草案)，拟向激励对象授予 582 万股限制性股票，其中首次授予 552 万股，预留 30 万股。该激励计划首次授予的激励对象总人数为 64 人，包括公司总经理等核心管理团队在内。股权激励考核目标为：以 2020 年净利润为基数，2021 年-2023 年净利润增长率分别不低于 30%、60%、90%的业绩目标。该激励计划首次授予限制性股票的授予价格为 7.36 元/股。此次股权激励的实施，将进一步建立、健全公司长效激励机制，吸引和留住优秀人才，充分调动公司员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和核心团队个人利益结合在一起，使各方更紧密地合力推进公司的长远发展。

假设：

- (1) 假设疫情后，公司产品价格毛利环比持续提升。
- (2) 假设公司“松木岛三期项目”于 2021 年底顺利投产并持续放量。
- (3) 假设公司“年产 10000t 邻氯苯甲腈中间体改扩建项目”和“2000t/a 2-氰基-4-硝基苯胺改扩建项目”顺利推进并陆续投产。

图 11：盈利预测业务拆分

产品	项目	2020A	2021E	2022E	2023E
工业杀菌剂	销售收入(百万元)	742	845	945	1044
	yoy		14%	12%	11%
	生产成本(百万元)	366	412	459	507
化工中间体	销售收入(百万元)	75	83	88	99
	yoy		11%	7%	13%
	生产成本(百万元)	47	52	55	61
其他	销售收入(百万元)	-67	-70	-75	-80
	yoy		4%	7%	7%
	生产成本(百万元)	-76	-80	-86	-91

资料来源：Wind、中泰证券研究所

盈利预测：预测公司 2021-2023 年营收分别为 8.57、9.58 和 10.63 亿元，归母净利润分别为 2.49、2.88 和 3.30 亿元，对应 EPS 分别为 0.96、1.10 和 1.26 元，PE 分别为 15 倍、13 倍和 11 倍。

我们选取三家化工龙头公司进行估值对比，2021 年平均估值 PE 为 19 倍（对应 2021 年 4 月 26 日股价），百傲化学 2021 年 PE 为 15 倍。我们认为公司作为工业杀菌剂龙头企业，叠加产能持续投放，未来有望迎来快速发展，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

图 12：可比公司估值

股票代码	简称	市值(亿元)	股价				EPS				PE			
			(2021-4-27)	20A	21E	22E	23E	20A	21E	22E	23E			
002250.SZ	联化科技	212.07	22.97	0.12	0.72	0.93	1.21	191	32	25	19			
600486.SH	扬农化工	345.20	111.39	3.90	5.00	6.00	6.97	29	22	19	16			
002258.SZ	利尔化学	119.25	22.73	1.17	1.43	1.66	1.92	19	16	14	12			
平均								24	19	16	14			
603360.SH	百傲化学	36.20	13.85	0.85	0.95	1.10	1.26	16	15	13	11			

资料来源：Wind、中泰证券研究所 注：可比公司盈利预测来自 Wind 一致预期

风险提示

原材料价格波动风险。原油价格波动，会影响公司原材料价格，侵蚀公司毛利率。

环保与安全风险。随着国内安全环保标准趋于严格，安全、健康、环保的压力增加，公司面临更大的环境生态保护压力。

项目建设不达预期风险。公司在建项目较多，一旦无法按时投产，对于公司经营造成较大影响。

研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时的风险。

图 13: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	750	857	958	1,063
增长率	-14.0%	14.4%	11.7%	11.0%
营业成本	-336	-384	-428	-477
%销售收入	44.8%	44.7%	44.7%	44.9%
毛利	414	474	529	586
%销售收入	55.2%	55.3%	55.3%	55.1%
营业税金及附加	-9	-11	-12	-13
%销售收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-10	-12	-13	-15
%销售收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
管理费用	-101	-137	-144	-149
%销售收入	13.4%	16.0%	15.0%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	293	314	360	409
%销售收入	39.1%	36.6%	37.6%	38.5%
财务费用	-2	0	1	0
%销售收入	0.3%	0.0%	-0.1%	0.0%
资产减值损失	-13	-2	-4	-5
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资收益	0	2	2	2
%税前利润	0.0%	0.8%	0.6%	0.5%
营业利润	279	314	359	406
营业利润率	37.2%	36.6%	37.5%	38.2%
营业外收支	0	0	0	0
税前利润	279	314	359	406
利润率	37.2%	36.6%	37.5%	38.2%
所得税	-39	-47	-54	-62
所得税率	13.8%	15.0%	15.1%	15.2%
净利润	222	271	313	355
少数股东损益	0	22	25	25
归属于母公司的净利润	222	249	288	330
净利率	29.6%	29.1%	30.1%	31.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	222	271	313	355
加:折旧和摊销	43	47	50	52
资产减值准备	13	0	0	0
公允价值变动损失	-1	0	0	0
财务费用	13	0	-1	0
投资收益	0	-2	-2	-2
少数股东损益	0	22	25	25
营运资金的变动	-124	-112	69	-131
经营活动现金净流	211	203	428	274
固定资本投资	-117	-80	-80	-80
投资活动现金净流	-117	-78	-78	-78
股利分配	-112	-114	-127	-154
其他	-43	36	-178	6
筹资活动现金净流	-155	-78	-305	-149
现金净流量	-61	48	45	47

资产负债表 (人民币百万元)

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	333	381	425	472
应收款项	125	202	163	243
存货	106	124	133	153
其他流动资产	48	49	51	52
流动资产	612	756	772	920
%总资产	42.8%	47.0%	46.7%	50.3%
长期投资	1	1	1	2
固定资产	361	347	329	310
%总资产	25.3%	21.6%	19.9%	16.9%
无形资产	93	91	89	86
非流动资产	818	851	881	909
%总资产	57.2%	53.0%	53.3%	49.7%
资产总计	1,430	1,607	1,653	1,830
短期借款	300	182	3	9
应付款项	66	49	89	60
其他流动负债	30	30	30	30
流动负债	396	261	122	98
长期贷款	0	0	0	0
其他长期负债	45	45	45	45
负债	441	307	168	144
普通股股东权益	988	1,278	1,439	1,614
少数股东权益	0	22	47	72
负债股东权益合计	1,430	1,607	1,653	1,830

比率分析

	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标				
每股收益(元)	0.85	0.95	1.10	1.26
每股净资产(元)	3.78	4.89	5.51	6.18
每股经营现金净流(元)	0.81	0.78	1.64	1.05
每股股利(元)	0.43	0.44	0.49	0.59
回报率				
净资产收益率	22.44%	19.50%	20.01%	20.44%
总资产收益率	15.51%	16.87%	18.92%	19.39%
投入资本收益率	33.14%	35.58%	34.38%	40.74%
增长率				
营业总收入增长率	-14.03%	14.38%	11.68%	11.03%
EBIT增长率	-21.86%	3.52%	15.09%	13.59%
净利润增长率	-27.72%	12.44%	15.44%	14.63%
总资产增长率	20.21%	12.37%	2.91%	10.67%
资产管理能力				
应收账款周转天数	68.2	68.2	68.2	68.2
存货周转天数	48.4	48.3	48.3	48.4
应付账款周转天数	59.1	50.8	55.0	52.9
固定资产周转天数	184.4	148.7	127.1	108.2
偿债能力				
净负债/股东权益	-8.19%	-18.75%	-31.60%	-27.50%
EBIT利息保障倍数	157.9	2,381.8	-437.9	-3,170.8
资产负债率	30.87%	19.08%	10.15%	7.86%

资料来源: 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的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。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。