

业绩同比大增、盈利恢复，关注外延和中化集团国改

公司简报

上半年业绩同比大增，盈利恢复。

中化国际发布2017年中报业绩预增公告，2017年实现归母净利润相比上年同期（未经重溯）增加105%-125%，相比上年同期（重溯后）增加145%-165%，即2017年上半年实现归母净利润3.44-3.74亿，对应2017年二季度实现净利润1.1-1.4亿（2017Q1实现2.34亿）。上半年业绩符合我们的预测，当前股价对应25倍PE。

◆天胶、化工中间体和农药对业绩增长都有贡献。

上半年天胶价格大幅下跌，公司天胶业务围绕新平台合盛，整合有序推进，业绩大幅增长；化工中间体发挥耗氯产业链协同优势，环氧氯丙烷、烧碱业务实现盈利大幅增长；农药业务新品销量大幅超预期。

◆中化集团精细化工平台初具规模。

中化集团精细化工平台初具规模。公司致力于打造国内领先的精细化工企业，目前形成了精细化工（包括农化、化工中间体和橡胶化学品）、天然橡胶、化工物流、贸易六大业务板块。1) 精细化工持续整合增效：农化板块已逐渐实现中化集团旗下农药业务的整合；化工中间体方面，扬农集团产业链完整潜力大；圣奥化学作为全球领先的橡胶防老剂供应商，未来在品类拓展上仍有看点；2) 天然橡胶业务以合盛公司为平台进行资产整理和优化，套期保值业务规范化。

◆现有资产整合有效推进，关注外延和中化集团国改。

1) 天胶板块整合最痛苦的时期已经过去，未来盈利能力提高；2) 圣奥和农化板块ROE提升明显，逐渐勾画出公司精细化工板块的雏形，管理层以提升ROE为导向；3) 海外并购是公司历史上的优势，后续预计继续通过关键性并购来拓展精细化工品上的增量业务；4) 能源板块和精细化工业务是中化集团的两大引擎，公司作为中化集团下的精细化工平台，有望在自上而下的国企改革和国有化工资产整合中受益。

◆首次覆盖给予“买入”评级，目标价14元

我们预计公司2017-2019年EPS为0.39/0.47/0.59元，对应25/21/16倍PE，按照2018年30倍PE对应目标价14元，给予“买入”评级。

◆风险提示：

橡胶板块下行，化工业务走弱；外延和中化集团国企改革不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	43,746	40,657	44,512	48,867	53,797
营业收入增长率	13.32%	-7.06%	9.48%	9.78%	10.09%
净利润(百万元)	480	57	809	973	1,234
净利润增长率	-43.22%	-88.09%	1312.46%	20.29%	26.82%
EPS(元)	0.23	0.03	0.39	0.47	0.59
ROE(归属母公司)(摊薄)	4.25%	0.51%	6.86%	7.86%	9.37%
P/E	42	351	25	21	16

买入(首次)

当前价/目标价：9.66/14.00元

目标期限：6个月

分析师

裴孝锋 (执业证书编号：S0930517050001)
021-22167262

qiuxf@ebsec.com

傅锴铭 (执业证书编号：S0930517070001)
22169108

fukm@ebsec.com

联系人

市场数据

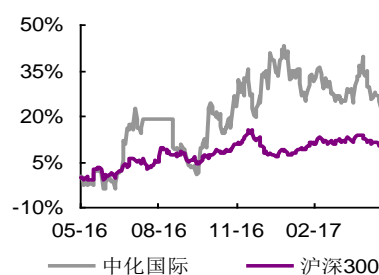
总股本(亿股)：20.83

总市值(亿元)：201.22

一年最低/最高(元)：8.75/12.99

近3月换手率：46.35%

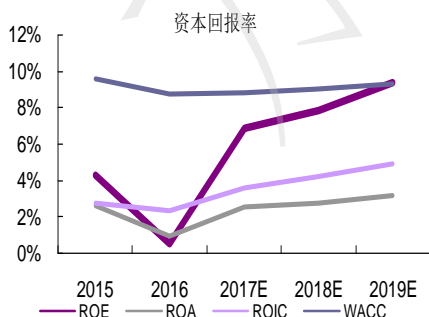
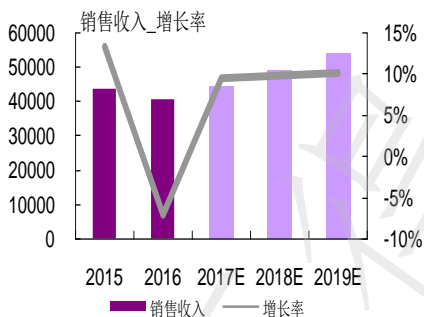
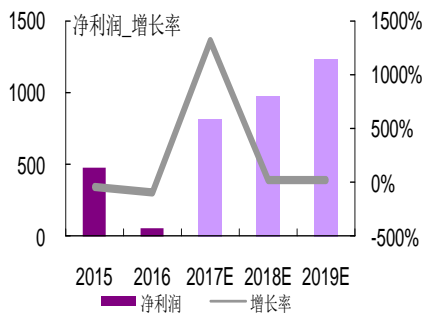
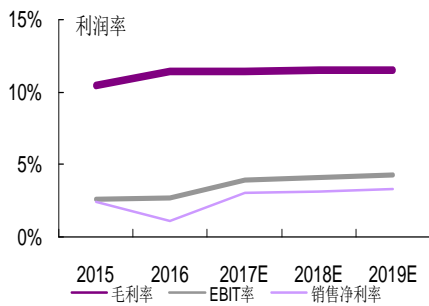
股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.25	-15.45	-13.55
绝对	9.71	-6.69	1.83

相关研报



利润表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	43,746	40,657	44,512	48,867	53,797
营业成本	39,203	36,043	39,446	43,287	47,636
折旧和摊销	1,070	1,154	1,382	1,500	1,615
营业税费	105	114	125	137	151
销售费用	1,007	993	1,064	1,144	1,233
管理费用	1,617	1,941	2,103	2,284	2,488
财务费用	540	424	516	476	401
公允价值变动损益	16	-120	0	0	0
投资收益	707	-103	400	300	300
营业利润	1,302	436	1,608	1,828	2,178
利润总额	1,386	592	1,758	1,978	2,328
少数股东损益	550	384	500	500	500
归属母公司净利润	480.50	57.25	808.58	972.68	1,233.57

资产负债表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
总资产	40,338	50,011	52,243	53,591	54,936
流动资产	16,302	22,059	22,768	23,617	24,578
货币资金	4,763	7,320	8,014	8,798	9,685
交易型金融资产	1	7	7	7	7
应收帐款	3,038	4,491	4,917	5,398	5,943
应收票据	1,718	1,780	1,948	2,139	2,355
其他应收款	1,115	834	913	1,002	1,104
存货	3,945	4,932	5,370	5,912	6,526
可供出售投资	276	1,367	1,367	1,367	1,367
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3,378	3,238	3,238	3,238	3,238
固定资产	9,399	10,339	11,284	12,041	12,629
无形资产	3,006	3,633	3,452	3,279	3,115
总负债	20,712	29,952	31,063	31,331	31,384
无息负债	9,062	9,751	11,443	13,420	15,520
有息负债	11,649	20,201	19,620	17,911	15,865
股东权益	19,626	20,059	21,180	22,260	23,552
股本	2,083	2,083	2,083	2,083	2,083
公积金	5,129	5,151	5,232	5,329	5,453
未分配利润	4,567	4,385	4,926	5,408	6,077
少数股东权益	8,321	8,887	9,387	9,887	10,387

现金流量表 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2,352	1,919	4,599	5,193	5,625
净利润	480	57	809	973	1,234
折旧摊销	1,070	1,154	1,382	1,500	1,615
净营运资金增加	406	2,170	-1,098	-1,259	-1,287
其他	395	-1,462	3,507	3,980	4,063
投资活动产生现金流	-2,192	-2,380	-2,504	-1,700	-1,700
净资本支出	-2,287	-2,278	-2,000	-2,000	-2,000
长期投资变化	3,378	3,238	0	0	0
其他资产变化	-3,283	-3,339	-504	300	300
融资活动现金流	-818	3,083	-1,401	-2,709	-3,037
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	1,271	8,552	-581	-1,709	-2,046
无息负债变化	3,724	689	1,692	1,977	2,099
净现金流	-540	2,563	694	784	888

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	13.32%	-7.06%	9.48%	9.78%	10.09%
净利润增长率	-43.22%	-88.09%	1312.46%	20.29%	26.82%
EBITDA/EBITDA 增长率	208.78%	2.24%	38.79%	12.82%	11.13%
EBIT/EBIT 增长率	475.90%	-3.15%	59.10%	16.27%	13.71%
估值指标					
PE	42	351	25	21	16
PB	2	2	2	2	2
EV/EBITDA	22	24	17	15	13
EV/EBIT	43	49	31	26	23
EV/NOPLAT	58	66	42	35	31
EV/Sales	1	1	1	1	1
EV/IC	2	2	1	1	2
盈利能力 (%)					
毛利率	10.38%	11.35%	11.38%	11.42%	11.45%
EBITDA 率	5.00%	5.50%	6.98%	7.17%	7.24%
EBIT 率	2.56%	2.66%	3.87%	4.10%	4.24%
税前净利润率	3.17%	1.46%	3.95%	4.05%	4.33%
税后净利润率 (归属母公司)	1.10%	0.14%	1.82%	1.99%	2.29%
ROA	2.55%	0.88%	2.50%	2.75%	3.16%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.25%	0.51%	6.86%	7.86%	9.37%
经营性 ROIC	2.71%	2.28%	3.57%	4.22%	4.91%
偿债能力					
流动比率	1.14	1.11	1.10	1.14	1.20
速动比率	0.86	0.86	0.84	0.86	0.88
归属母公司权益/有息债务	0.97	0.55	0.60	0.69	0.83
有形资产/有息债务	2.94	2.04	2.22	2.52	2.94
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.23	0.03	0.39	0.47	0.59
每股红利	0.11	0.09	0.19	0.21	0.25
每股经营现金流	1.13	0.92	2.21	2.49	2.70
每股自由现金流(FCFF)	-0.05	-0.96	0.87	1.09	1.25
每股净资产	5.43	5.36	5.66	5.94	6.32
每股销售收入	21.00	19.52	21.37	23.46	25.83

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

裘孝锋，复旦大学理学学士、管理学硕士、管理学博士在读。11年证券从业经验，2007-2016年连续10年获得新财富石油化工行业前两名。经历了10余年行业的周期波动，在原油、石化和化工行业的研究上面积累了丰富的经验，总结了周期行业波动的规律，创立了针对原油价格和周期性行业波动的框架体系。研究具有系统性、前瞻性和开创性。

傅锴铭，石化化工行业分析师，北京大学汇丰商学院/香港大学金融学双硕士，从业经验3年，曾就职于国泰君安证券，2017年5月加入光大证券，擅长涤纶PTA、炼化、原油等化工周期性行业的分析。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；

卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深300指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闸路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	陈蓉	021-22169086	13801605631	chenrong@ebsecn.com
	濮维娜	021-62158036	13611990668	puwn@ebsecn.com
	胡超	021-22167056	13761102952	huchao6@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	王昕宇	021-22167233	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22169150	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	周洁瑾	021-22169098	13651606678	zhouji@ebsecn.com
	丁梅	021-22169416	13381965696	dingmei@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	王通	021-22169501	15821042881	wangtong@ebsecn.com
	陈樑	021-22169483	18621664486	chenliang3@ebsecn.com
	吕凌	010-58452035	15811398181	lvling@ebsecn.com
	北京	郝辉	010-58452028	13511017986
梁晨		010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
关明雨		010-58452037	18516227399	guanmy@ebsecn.com
郭晓远		010-58452029	15120072716	guoxiaoyuan@ebsecn.com
王曦		010-58452036	18610717900	wangxi@ebsecn.com
张彦斌		010-58452040	18614260865	zhangyanbin@ebsecn.com
深圳	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com

	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebscn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebscn.com
	张靖雯	0755-83553249	18589058561	zhangjingwen@ebscn.com
	牟俊宇	0755-83552459	13827421872	moujy@ebscn.com
	吴冕		18682306302	wumian@ebscn.com
国际业务	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22167111	18101889111	qidw@ebscn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebscn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebscn.com