

## 业绩略低于预期, 看好公司未来发展

### 投资要点

- **事件:** 公司发布 2017 年半年报和对外投资公告。
- **上半年业绩同比大幅增长, 但二季度业绩和粘胶短纤盈利能力低于预期。** 公司今年上半年实现营业收入 18.69 亿元, 同比增长 11.64%, 归母净利润 4887.77 万元, 同比增长 44.65%, 扣非后归母净利润 4655.49 万元, 同比增长 63.50%, EPS 0.04 元。公司今年上半年生产粘胶 6.26 万吨, 其中粘胶长丝 2.26 万吨, 粘胶短纤 4.00 万吨, 另外, 生产氨纶 2.65 万吨。从单季度来看, 今年二季度公司归母净利润仅 286.04 万元, 低于预期, 其中, 由于产品价格下滑导致资产减值损失计提 2107.33 万元, 粘胶短纤今年上半年毛利率仅 5.17%, 低于我们预期, 我们认为可能和公司今年上半年进行的 3 项技改有关。
- **继续增加在化纤上的固定资产投资。** 除了今年年初投产的 2 万吨氨纶产能, 公司继续在化纤上加码。今年 2 月, 公司董事会审议通过实施年产 3\*2 万吨超细旦氨纶纤维项目一期工程的议案, 项目总投资 10 亿元, 计划建设期为 2017 年 2 月至 2018 年 6 月。今年, 公司董事会审议通过实施年产 1 万吨新型纤维素长丝项目的议案, 项目建设地点位于新乡经济技术开发区, 项目总投资 88731 万元, 计划建设期为 2017 年 5 月至 2018 年 5 月。
- **对外投资, 推进光致变色材料在中国的产业化。** 公司董事会 8 月 9 日通过议案, 决定与天津孚信科技有限公司、天津孚信达光电科技有限公司、天津神封科技发展有限公司共同投资联合组建“天津孚信阳光科技有限公司”, 公司以现金出资 4350 万元, 占合资公司 31.73% 的股份。天津孚信科技有限公司及其子公司天津孚信达光电科技有限公司, 多年来致力于光致变色材料的研发, 拥有光致变色材料全部自主知识产权, 其技术实力处于世界领先地位, 目前是中国光致变色材料唯一的生产商。合资新公司成立后, 天津孚信、天津孚信达将与光致变色材料相关的所有专利权、专有技术等相关知识产权、无形资产全部注入新公司, 并承诺不对外从事与新公司形成同业竞争的一切商业行为。新公司成立后, 将专注光致变色技术的研发和应用技术的解决方案, 通过对光致变色技术的研发投入来带动国内相关产业的产品创新升级。新公司成立将极大的推动光致变色材料在国内产业化进程, 填补光致变色材料国内规模生产空白, 使中国拥有光致变色材料自主生产能力, 有重大的现实意义。
- **光致变色材料用途广泛, 前景好。** 光致变色是指化合物 A 在受到波长为  $\lambda$  的光照时可通过特定的化学反应生成结构和光谱性能不同的产物 B, 而在波长为  $\lambda'$  的光照或热的作用下, B 又可逆地生成化合物 A 的现象。光致变色材料分为温度导致的 T 型和光辐射导致的 P 型。光致变色材料可以应用于: 1) 信息存储元件; 2) 装饰和防护包装材料; 3) 自显影全息记录照相; 4) 国防上的用途。
- **盈利预测与投资建议。** 我们暂不考虑光致变色材料对公司未来业绩的影响, 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.15 元、0.19 元、0.25 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** 原材料、产品价格或大幅波动的风险; 对外投资的标的属于技术创新项目, 存在一定市场风险和经营风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3678.37	3710.18	3940.69	4391.46
增长率	19.96%	0.86%	6.21%	11.44%
归属母公司净利润(百万元)	115.02	182.67	243.03	310.16
增长率	-16.84%	58.82%	33.04%	27.62%
每股收益 EPS(元)	0.09	0.15	0.19	0.25
净资产收益率 ROE	3.21%	4.89%	6.16%	7.38%
PE	58	36	27	21
PB	1.86	1.78	1.68	1.58

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

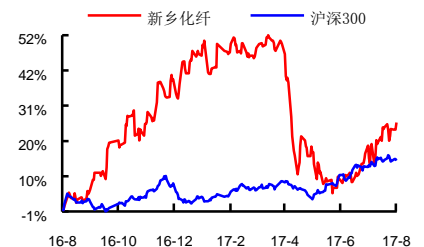
分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文  
执业证号: S1250517070002  
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩  
电话: 010-57631196  
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇  
电话: 0755-23605349  
邮箱: lihay@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

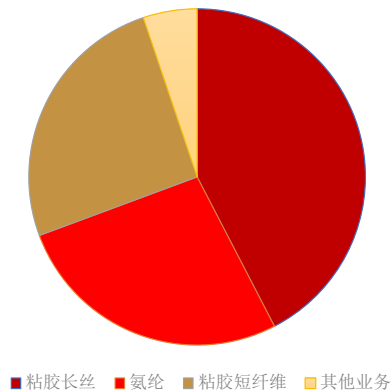
总股本(亿股)	12.58
流通 A 股(亿股)	10.27
52 周内股价区间(元)	4.2-6.41
总市值(亿元)	66.28
总资产(亿元)	63.47
每股净资产(元)	2.85

### 相关研究

## 1 公司是化纤企业，粘胶长丝产能全国第一

公司目前化学纤维年生产能力已达到 20 万吨，其中粘胶长丝 6 万吨，粘胶短纤维 10 万吨，氨纶纤维 6 万吨。粘胶长丝和粘胶短纤维国内市场占有率分别达 24% 和 2.5%，粘胶长丝生产能力在全国乃至全球同行业中居第一位。

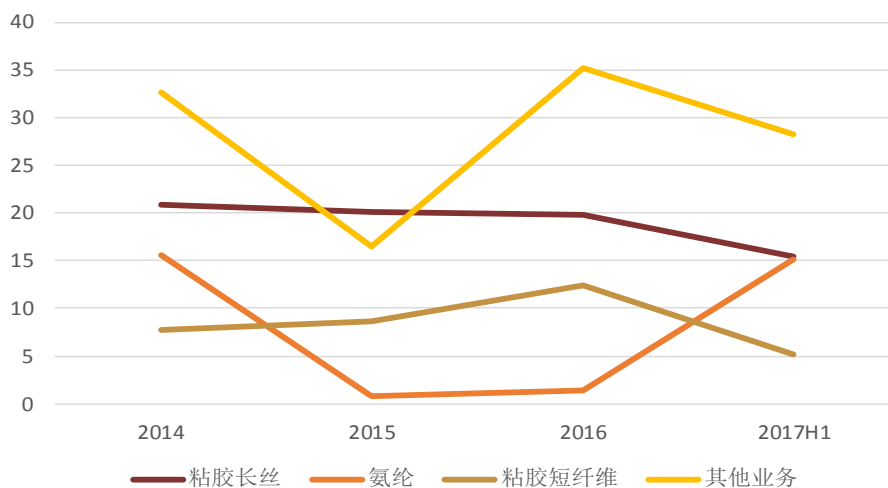
图 1：公司 2017 年上半年的收入构成



数据来源：Wind，西南证券整理

公司业务收入水平受到宏观影响较大，毛利率的波动也比较大。

图 2：公司各业务毛利率变动情况（单位：%）



数据来源：Wind，西南证券整理

## 2 盈利预测

### 关键假设：

假设 1：2017-2019 年公司粘胶长丝销量均为 4.5 万吨，售价均为 3.5 万元/吨，毛利率 15%、17%、17%；粘胶短纤销量均为 8 万吨，售价均为 1.2 万元/吨，毛利率均为 8%；氨纶销量为 5 万吨、6 万吨、8 万吨，售价 1.9 万元/吨、1.93 万元/吨、1.98 万元/吨，毛利率 15%、17%、19%；

假设 2：暂不考虑一万吨新型纤维素长丝项目、光致变色材料项目的实施和投产。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	3678.4	3710.2	3940.7	4391.5
	增速	20.0%	0.9%	6.2%	11.4%
	成本	3179.4	3214.1	3354.7	3696.9
	毛利率	13.6%	13.4%	14.9%	15.8%
粘胶长丝	收入	1663.43	1575.00	1575.00	1575.00
	增速	9.9%	-5.3%	0.0%	0.0%
	成本	1332.97	1338.75	1307.25	1307.25
	毛利率	19.9%	15.0%	17.0%	17.0%
粘胶短纤	收入	964.24	960.00	960.00	960.00
	增速	34.9%	-0.4%	0.0%	0.0%
	成本	844.20	883.20	883.20	883.20
	毛利率	12.4%	8.0%	8.0%	8.0%
氨纶	收入	846.00	950.00	1158.00	1584.00
	增速	26.6%	12.3%	21.9%	36.8%
	成本	834.24	807.50	961.14	1283.04
	毛利率	1.4%	15.0%	17.0%	19.0%
其他业务	收入	204.70	225.18	247.69	272.46
	增速	20.5%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	168.00	184.64	203.11	223.42
	毛利率	17.9%	18.0%	18.0%	18.0%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3678.37	3710.18	3940.69	4391.46	净利润	114.86	182.41	242.69	309.72
营业成本	3179.41	3214.09	3354.70	3696.91	折旧与摊销	295.39	322.03	354.01	372.49
营业税金及附加	31.76	26.84	28.60	30.30	财务费用	63.06	-33.39	-35.47	-39.52
销售费用	61.84	74.20	78.81	87.83	资产减值损失	11.40	15.00	15.00	15.00
管理费用	189.34	186.40	200.61	223.41	经营营运资本变动	74.59	21.96	-48.37	-100.52
财务费用	63.06	-33.39	-35.47	-39.52	其他	53.76	-9.58	-24.19	-11.31
资产减值损失	11.40	15.00	15.00	15.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>613.05</b>	<b>498.44</b>	<b>503.68</b>	<b>545.86</b>
投资收益	-2.33	0.00	0.00	0.00	资本支出	-438.74	-350.00	-350.00	-350.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-427.12	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-865.86</b>	<b>-350.00</b>	<b>-350.00</b>	<b>-350.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>139.23</b>	<b>227.03</b>	<b>298.44</b>	<b>377.54</b>	短期借款	-159.73	-167.75	-129.56	-141.70
其他非经营损益	-5.56	-13.83	-15.40	-15.93	长期借款	-568.80	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>133.67</b>	<b>213.20</b>	<b>283.05</b>	<b>361.60</b>	股权融资	972.50	0.00	0.00	0.00
所得税	18.81	30.78	40.35	51.88	支付股利	-30.82	-23.00	-36.53	-48.61
净利润	114.86	182.41	242.69	309.72	其他	193.01	-366.61	35.47	39.52
少数股东损益	-0.16	-0.25	-0.34	-0.43	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>406.17</b>	<b>-557.36</b>	<b>-130.63</b>	<b>-150.78</b>
归属母公司股东净利润	115.02	182.67	243.03	310.16	<b>现金流量净额</b>	<b>163.55</b>	<b>-408.92</b>	<b>23.05</b>	<b>45.08</b>
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	779.94	371.02	394.07	439.15	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	508.89	479.15	518.49	575.75	销售收入增长率	19.96%	0.86%	6.21%	11.44%
存货	653.13	654.90	693.23	760.46	营业利润增长率	-1.33%	63.07%	31.45%	26.50%
其他流动资产	210.38	212.20	225.38	251.16	净利润增长率	-16.89%	58.82%	33.04%	27.62%
长期股权投资	138.52	138.52	138.52	138.52	EBITDA 增长率	-3.54%	3.62%	19.65%	15.16%
投资性房地产	3.08	3.08	3.08	3.08	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3228.96	3258.76	3256.59	3235.94	毛利率	13.56%	13.37%	14.87%	15.82%
无形资产和开发支出	68.60	66.76	64.92	63.08	三费率	8.54%	6.12%	6.19%	6.19%
其他非流动资产	105.67	105.67	105.67	105.67	净利率	3.12%	4.92%	6.16%	7.05%
<b>资产总计</b>	<b>5697.17</b>	<b>5290.06</b>	<b>5399.95</b>	<b>5572.81</b>	ROE	3.21%	4.89%	6.16%	7.38%
短期借款	590.20	422.46	292.89	151.20	ROA	2.02%	3.45%	4.49%	5.56%
应付和预收款项	501.83	502.91	535.58	587.53	ROIC	4.30%	3.84%	5.18%	6.50%
长期借款	409.00	409.00	409.00	409.00	EBITDA/销售收入	13.53%	13.90%	15.66%	16.18%
其他负债	623.26	223.41	224.03	225.52	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2124.30</b>	<b>1557.78</b>	<b>1461.50</b>	<b>1373.25</b>	总资产周转率	0.69	0.68	0.74	0.80
股本	1257.66	1257.66	1257.66	1257.66	固定资产周转率	1.37	1.24	1.21	1.35
资本公积	1692.23	1692.23	1692.23	1692.23	应收账款周转率	17.59	16.56	16.96	17.30
留存收益	617.50	777.17	983.67	1245.22	存货周转率	4.12	4.85	4.93	5.06
归属母公司股东权益	3567.39	3727.06	3933.56	4195.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	92.10%	—	—	—
少数股东权益	5.48	5.22	4.88	4.45	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3572.87</b>	<b>3732.28</b>	<b>3938.44</b>	<b>4199.56</b>	资产负债率	37.29%	29.45%	27.07%	24.64%
负债和股东权益合计	5697.17	5290.06	5399.95	5572.81	带息债务/总负债	47.04%	53.37%	48.03%	40.79%
					流动比率	1.43	1.83	2.17	2.68
					速动比率	1.00	1.13	1.35	1.68
					股利支付率	26.79%	12.59%	15.03%	15.67%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.09	0.15	0.19	0.25
					每股净资产	2.84	2.96	3.13	3.34
					每股经营现金	0.49	0.40	0.40	0.43
					每股股利	0.02	0.02	0.03	0.04
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	497.67	515.67	616.99	710.50					
PE	57.63	36.28	27.27	21.37					
PB	1.86	1.78	1.68	1.58					
PS	1.80	1.79	1.68	1.51					
EV/EBITDA	14.33	13.52	11.05	9.34					
股息率	0.46%	0.35%	0.55%	0.73%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	地区销售副总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn