

## 粘胶短纤景气回暖 公司业绩大幅改善

- **事件:** 公司发布 2015 年三季度报, 前三季度实现营业收入 27.95 亿元, 同比增加 23.2%, 归母净利润 9094.9 万元, 实现扭亏为盈, 前三季度 EPS 0.13 元。公司预计 2015 年全年净利润为 1.2 亿元~1.5 亿元。
- **粘胶短纤供需格局改善, 价格持续上涨, 公司业绩同比大幅增加。** 从单季度情况看, 公司第三季度实现营业收入 16.5 亿元, 同比增长 106.3%, 实现净利润 6702 万元, 同比扭亏。公司收入和净利润大幅增长一方面是由于澳洋建投并表, 另一方面是由于粘胶短纤景气底部回升, 价格持续上涨。2014 年起, 粘胶短纤行业产能增速明显放缓, 在经历了几年的去库存后, 粘胶短纤价格自 2015 年 3 月起开始底部回升, 从 3 月初的 11280 元/吨上升至目前的 14600 元/吨, 涨幅近 30%。公司前三季度的毛利率同比提升了 5 个百分点至 12.8%。目前粘胶短纤供给端因环保限制, 约 13% 的产能停产技改, 现在粘胶短纤市场货源偏紧, 企业基本无库存, 而多家粘胶短纤行业龙头企业在 21 日召开的行业会议上, 达成价格联盟保持市场稳定。预计粘胶短纤仍将维持供不应求, 价格仍有上涨空间, 公司盈利有望继续好转。
- **收购澳洋建投, 大幅提升公司业绩。** 上半年公司完成了对澳洋建投 100% 股权的收购, 进入到市场前景广阔、盈利能力较强的医疗健康服务行业, 向粘胶短纤和医疗健康服务双主业转型。澳洋建投是一家集医疗服务、医药流通于一体的医疗健康服务公司, 具有较强的区位优势。澳洋建投旗下的澳洋医院是二级甲等医院, 是张家港市最大的民营医院, 并已通过 JCI 国际认证, 体现了澳洋医院较高的整体条件和服务水平。澳洋医院注重与公立医院的差异化发展, 在肿瘤、心血管、骨科等领域具有较强的优势。澳洋建投承诺 2015-2017 年扣非净利润分别不低于 5000 万元、6000 万元、7200 万元, 将大幅提升公司业绩。
- **成立股权投资基金, 扩大在医疗服务领域的布局。** 公司拟以不超过 5000 万元自有资金与澳洋集团、兴业资本等共同设立兴证澳洋产业发展股权投资基金 (兴澳基金)。兴澳基金总规模为 5 亿元, 将投资医疗健康、新能源和环保行业具有良好增长潜力及战略价值的目标企业, 通过并购、重组等方式推动公司的转型升级, 未来公司有望继续通过外延扩张等方式扩大在医疗服务领域的布局。
- **盈利预测及评级:** 我们上调公司 2015-2017 年 EPS 至 0.19 元、0.24 元、0.27 元, 对应动态 PE 分别为 54 倍、42 倍、37 倍, 公司传统主业粘胶短纤底部回暖, 收购澳洋建投进入发展更快的医疗健康服务产业, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 粘胶短纤价格波动的风险; 澳洋建投盈利低于预期的风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	2931.16	4514.88	5369.80	5889.55
增长率	-10.57%	54.03%	18.94%	9.68%
归属母公司净利润 (百万元)	-104.27	130.16	167.36	190.33
增长率	-598.59%	224.84%	28.57%	13.73%
每股收益 EPS (元)	-0.15	0.19	0.24	0.27
净资产收益率 ROE	-20.15%	20.10%	20.53%	18.93%
PE	-67.58	54.13	42.10	37.02
PB	13.61	10.88	8.64	7.01

数据来源: Wind, 西南证券

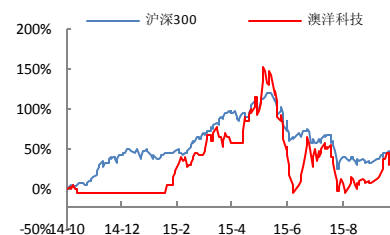
### 西南证券研究发展中心

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

分析师: 李晓迪  
 执业证号: S1250514120001  
 电话: 010-57631196  
 邮箱: lxd@swsc.com.cn

联系人: 张汪强  
 电话: 021-68415687  
 邮箱: zwq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

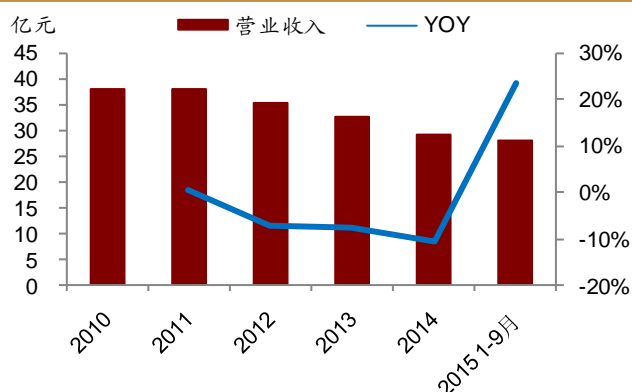
### 基础数据

总股本(亿股)	6.95
流通 A 股(亿股)	5.53
52 周内股价区间(元)	6.4-18.6
总市值(亿元)	70.46
总资产(亿元)	26.79
每股净资产(元)	1.33

### 相关研究

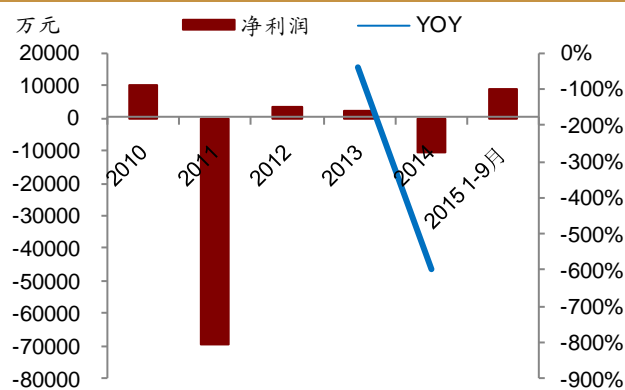
1. 澳洋科技 (002172): 粘胶短纤底部回暖, 中报业绩超预期 (2015-08-26)

图 1：公司收入及增速



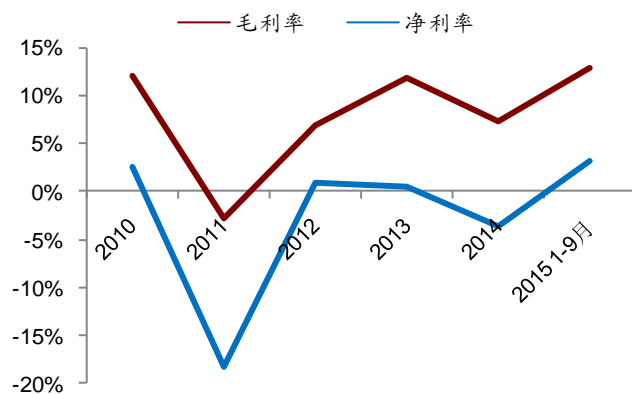
数据来源: Wind, 西南证券

图 2：公司净利润及增速



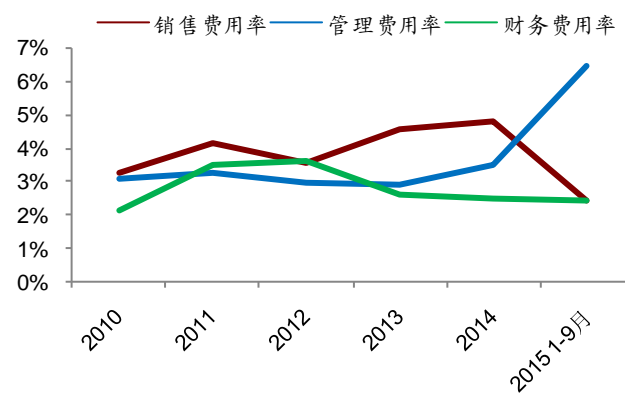
数据来源: Wind, 西南证券

图 3：公司毛利率和净利率



数据来源: Wind, 西南证券

图 4：公司三项费用率



数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2931.16	4514.88	5369.80	5889.55	净利润	-131.69	134.19	172.53	196.22
营业成本	2717.06	3935.36	4666.40	5117.92	折旧与摊销	202.12	222.39	241.47	260.26
营业税金及附加	7.31	11.25	13.38	14.68	财务费用	72.42	84.27	86.72	88.05
销售费用	140.36	144.48	171.83	188.47	资产减值损失	28.14	30.00	32.00	35.00
管理费用	103.13	180.60	209.42	223.80	经营营运资本变动	311.90	126.73	-45.23	-80.02
财务费用	72.42	84.27	86.72	88.05	其他	12.03	-47.66	-41.45	-49.80
资产减值损失	30.18	30.00	32.00	35.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>494.92</b>	<b>549.92</b>	<b>446.04</b>	<b>449.70</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-176.42	-660.00	-310.00	-310.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-5.50	37.50	30.00	30.00
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>-181.92</b>	<b>-622.50</b>	<b>-280.00</b>	<b>-280.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>-139.29</b>	<b>128.92</b>	<b>190.05</b>	<b>221.62</b>	短期借款	-235.49	427.00	-50.00	-50.00
其他非经营损益	7.60	50.00	40.00	40.00	长期借款	0.00	90.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-131.69</b>	<b>178.92</b>	<b>230.05</b>	<b>261.62</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.00	44.73	57.51	65.41	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润	-131.69	134.19	172.53	196.22	其他	-88.99	-58.27	-66.72	-63.05
少数股东损益	-27.43	4.03	5.18	5.89	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-324.49</b>	<b>458.73</b>	<b>-116.72</b>	<b>-113.05</b>
归属母公司股东净利润	-104.27	130.16	167.36	190.33	<b>现金流量净额</b>	<b>-11.48</b>	<b>386.14</b>	<b>49.32</b>	<b>56.65</b>
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	221.91	608.05	657.37	714.03	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	208.36	587.83	711.20	895.92	销售收入增长率	-10.57%	54.03%	18.94%	9.68%
存货	230.72	425.17	508.11	629.21	营业利润增长率	5155.47%	-192.55%	47.41%	16.62%
其他流动资产	21.49	21.49	21.49	21.49	净利润增长率	-683.94%	201.90%	28.57%	13.73%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-53.84%	223.06%	17.11%	8.68%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1608.59	1919.98	1954.62	1967.51	毛利率	7.30%	12.84%	13.10%	13.10%
无形资产和开发支出	100.19	196.71	198.89	200.74	三费率	10.78%	9.07%	8.71%	8.50%
其他非流动资产	0.58	0.29	0.00	0.00	净利率	-4.49%	2.97%	3.21%	3.33%
<b>资产总计</b>	<b>2391.84</b>	<b>3759.53</b>	<b>4051.68</b>	<b>4428.90</b>	ROE	-20.15%	20.10%	20.53%	18.93%
短期借款	984.41	1411.41	1361.41	1311.41	ROA	-2.50%	6.31%	7.32%	7.33%
应付和预收款项	672.54	1389.04	1558.65	1789.66	ROIC	-4.60%	9.54%	10.99%	11.64%
长期借款	0.00	90.00	90.00	90.00	EBITDA/销售收入	4.85%	10.18%	10.02%	9.93%
其他负债	55.75	55.75	55.75	55.75	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1712.71</b>	<b>2946.2</b>	<b>3065.81</b>	<b>3246.82</b>	总资产周转率	1.23	1.20	1.33	1.33
股本	559.35	694.88	694.88	694.88	固定资产周转率	1.94	2.35	2.75	2.99
资本公积	458.35	322.82	322.82	322.82	应收账款周转率	16.60	8.36	8.22	7.19
留存收益	-500.13	-369.96	-202.60	-12.27	存货周转率	11.78	9.26	9.18	8.13
归属母公司股东权益	517.57	647.74	815.10	1005.43	销售商品/提供劳务收到的现金/营业收入	0.40	—	—	—
少数股东权益	161.56	165.59	170.77	176.65	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>679.14</b>	<b>813.33</b>	<b>985.86</b>	<b>1182.08</b>	资产负债率	71.42%	78.25%	75.56%	73.21%
负债和股东权益合计	2391.84	3759.53	4051.68	4428.90	带息债务/总负债	57.63%	51.04%	47.41%	43.22%
					流动比率	0.41	0.59	0.65	0.73
					速动比率	0.26	0.43	0.47	0.52
					股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	142.26	459.58	538.23	584.94	每股收益	-0.15	0.19	0.24	0.27
PE	-67.58	54.13	42.10	37.02	每股净资产	0.74	0.93	1.17	1.45
PB	13.61	10.88	8.64	7.01	每股经营现金	0.71	0.79	0.64	0.65
PS	2.40	1.56	1.31	1.20	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	46.57	17.73	14.98	13.62					
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%					

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 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

### 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

### 上海地区

蒋诗峰（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn