

中期业绩大增，未来左手建筑，右手化工

投资要点

- **事件：**公司发布2017年半年报。
- **中期业绩大幅增长。**公司今年上半年实现营业收入22.21亿元，同比增长34.39%，归母净利润1.95亿元，同比增长1121.64%，经营活动产生的现金流量净额为3.60亿元，同比增长20.23%，加权平均净资产收益率8.94%。
- **上半年原材料与产品剪刀差扩大，公司受益。**公司主要从事化工产品的开发、生产和销售，主要产品有DMF、DMAC、顺酐、PC等。DMF是一种优良的有机溶剂和重要的化工原料，DMAC能溶解多种化合物，能与水、醚、酮、酯等完全互溶，顺酐是目前世界上仅次于苯酐和醋酐的第三大酸酐，主要用于生产不饱和聚酯树脂(UPR)、醇酸树脂，聚碳酸酯(PC)是一种综合性能优良的热塑性工程塑料，是五大工程塑料中唯一具有良好透明性的产品。公司现有DMF产能16万吨、DMAC产能4万吨、顺酐及衍生物产能10万吨、PC产能10万吨。今年上半年，化工行业整体延续上一年度末复苏趋势，公司主要产品DMF、DMAC、顺酐、PC等产品价格有所回升，原材料价格涨幅与产品售价剪刀差扩大，公司上半年经营业绩同比大幅增长。
- **浙铁大风和浙铁江宁运营情况逐步好转。**今年上半年，浙铁大风PC装置持续平稳满负荷运行，PC正牌率稳步提高，产品实现满产满销。经过PC产品多元化技术改造后，产品被更高端的应用领域所接受，销售价格较前期有所提高。浙铁江宁顺酐产品价格持续回暖且保持平稳趋势，公司正丁烷法顺酐的成本优势逐步显现，产品市场竞争力逐步提升，另外浙铁江宁副产蒸汽销售量同比大幅提高，增加了公司的收入，浙铁江宁实现盈利。
- **拟注入建筑资产，成长性明显。**目前公司正在进行重大资产重组，6月27日，证监会受理了公司发行股份购买资产并募集配套资金的申请。根据浙江省国资委的批复，浙江交通集团将对公司控股股东浙铁集团进行吸收合并，目前浙铁集团是浙江交通集团全资子公司。公司将以8.14元/股的价格向包括浙江交通集团在内的五个对手方发行6.44亿股股票收购浙江交工股权99.99%股权，全资子公司浙铁新材料以现金方式购买0.01%股权，同时公司将向不超过10名特定投资者募集不超过13.34亿元配套资金。五大交易对手方给予的浙江交工利润承诺为标的资产交割完毕日其三个会计年度（2017、2018、2019、2020（若2017年底前未完成资产交割））的扣非后归母净利润分别达到51970万元、65000万元、75342万元、82393万元（如涉及）。浙江交工主要从事道路、桥梁、隧道等交通工程施工，是浙江省内规模最大实力最强的交通工程施工企业。2015年浙江交工完成战略投资者引进以及管理团队入股后，充分利用竞争优势，不断扩大市场，2016年开始新增订单大幅增长，2015年、2016年、2017年1-4月订单总额分别为116.14亿元、274.74亿元、65.33亿元，订单同比增长率为25.45%、151.31%、219.04%，未来成长性明显。
- **盈利预测与投资建议。**暂不考虑本次重大资产重组的影响，预计2017-2019年EPS分别为0.61元、0.64元、0.69元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**重大资产重组失败的风险，产品价格大幅波动的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	3646.30	4386.10	4684.58	4940.25
增长率	47.03%	20.29%	6.81%	5.46%
归属母公司净利润（百万元）	66.28	404.26	420.31	454.11
增长率	136.15%	509.93%	3.97%	8.04%
每股收益EPS（元）	0.10	0.61	0.64	0.69
净资产收益率ROE	4.12%	20.21%	17.96%	16.76%
PE	122	20	19	18
PB	5.02	4.04	3.45	2.98

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：hjjw@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：lihaiy@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)	6.62
流通A股(亿股)	4.53
52周内股价区间(元)	7.14-12.37
总市值(亿元)	81.85
总资产(亿元)	50.03
每股净资产(元)	4.16

相关研究

关键假设：

假设 1：不考虑本次重大资产重组的影响，仅考虑公司化工业务；

假设 2：2017-2019 年各个品种的毛利率参考 2017 年上半年的盈利情况，假设 2017-2019 年公司毛利率保持稳定，不再发生变化。

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 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	3646.3	4386.1	4684.6	4940.2
	增速	47.0%	20.3%	6.8%	5.5%
	成本	3054.9	3528.8	3775.5	3984.7
	毛利率	16.2%	19.5%	19.4%	19.3%
PC	收入	1,573.66	2014.29	2175.43	2284.20
	增速		28.0%	8.0%	5.0%
	成本	1,366.52	1611.43	1740.34	1827.36
	毛利率	13.2%	20.0%	20.0%	20.0%
DMF	收入	622.96	747.55	784.93	824.17
	增速	-7.6%	20.0%	5.0%	5.0%
	成本	518.84	605.52	639.72	671.70
	毛利率	16.7%	19.0%	18.5%	18.5%
DMAC	收入	327.21	341.94	348.78	355.75
	增速	-5.3%	4.5%	2.0%	2.0%
	成本	211.24	270.13	275.53	281.04
	毛利率	35.4%	21.0%	21.0%	21.0%
顺酐及其衍生物	收入	595.17	702.30	737.41	774.29
	增速	-25.9%	18.0%	5.0%	5.0%
	成本	478.70	519.70	545.69	572.97
	毛利率	19.6%	26.0%	26.0%	26.0%
其他	收入	527.30	580.03	638.03	701.83
	增速	-19.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	成本	479.64	522.03	574.23	631.65
	毛利率	9.0%	10.0%	10.0%	10.0%

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	3646.30	4386.10	4684.58	4940.25	净利润	66.28	404.26	420.31	454.11
营业成本	3054.94	3528.80	3775.51	3984.73	折旧与摊销	336.49	306.76	310.36	313.53
营业税金及附加	14.68	14.80	16.32	34.09	财务费用	120.20	0.00	0.00	0.00
销售费用	90.20	89.92	84.32	83.98	资产减值损失	41.76	20.00	20.00	20.00
管理费用	250.00	280.71	281.07	291.47	经营营运资本变动	390.59	-130.24	41.48	28.96
财务费用	120.20	0.00	0.00	0.00	其他	-262.99	-16.01	-22.73	-19.59
资产减值损失	41.76	20.00	20.00	20.00	经营活动现金流净额	692.31	584.76	769.43	797.01
投资收益	0.01	0.00	0.00	0.00	资本支出	-1638.88	-50.00	-50.00	-50.00
公允价值变动损益	0.29	0.15	0.17	0.18	其他	1532.66	0.15	0.17	0.18
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-106.22	-49.85	-49.83	-49.82
营业利润	74.83	452.02	507.52	526.15	短期借款	397.00	-354.64	-608.90	-102.97
其他非经营损益	10.74	-8.92	-9.20	-8.89	长期借款	634.90	0.00	0.00	0.00
利润总额	85.57	443.09	498.32	517.26	股权融资	754.92	0.00	0.00	0.00
所得税	19.29	38.83	78.01	63.15	支付股利	0.00	-13.26	-80.85	-84.06
净利润	66.28	404.26	420.31	454.11	其他	-2223.75	-107.50	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-436.93	-475.39	-689.75	-187.03
归属母公司股东净利润	66.28	404.26	420.31	454.11	现金流量净额	155.93	59.52	29.85	560.17
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	379.09	438.61	468.46	1028.62	成长能力				
应收和预付款项	340.27	456.72	479.42	500.38	销售收入增长率	47.03%	20.29%	6.81%	5.46%
存货	145.28	163.75	178.08	187.46	营业利润增长率	144.83%	504.06%	12.28%	3.67%
其他流动资产	145.36	174.80	186.67	196.84	净利润增长率	136.15%	509.93%	3.97%	8.04%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	1105.75%	42.76%	7.79%	2.67%
投资性房地产	2.68	2.68	2.68	2.68	获利能力				
固定资产和在建工程	3164.05	2937.52	2707.39	2474.09	毛利率	16.22%	19.55%	19.41%	19.34%
无形资产和开发支出	513.99	483.76	453.53	423.30	三费率	12.63%	8.45%	7.80%	7.60%
其他非流动资产	4.72	4.72	4.72	4.72	净利率	1.82%	9.22%	8.97%	9.19%
资产总计	4695.45	4662.55	4480.94	4818.10	ROE	4.12%	20.21%	17.96%	16.76%
短期借款	1066.50	711.86	102.97	0.00	ROA	1.41%	8.67%	9.38%	9.43%
应付和预收款项	779.41	792.17	866.73	925.56	ROIC	5.23%	11.34%	12.32%	14.41%
长期借款	905.00	905.00	905.00	905.00	EBITDA/销售收入	14.58%	17.30%	17.46%	17.00%
其他负债	335.38	253.36	266.62	277.87	营运能力				
负债合计	3086.29	2662.39	2141.32	2108.43	总资产周转率	1.01	0.94	1.02	1.06
股本	555.52	661.69	661.69	661.69	固定资产周转率	1.56	1.44	1.66	1.91
资本公积	1201.61	1095.44	1095.44	1095.44	应收账款周转率	42.71	43.73	35.28	36.93
留存收益	-147.97	243.04	582.49	952.54	存货周转率	26.11	22.48	21.67	21.53
归属母公司股东权益	1609.16	2000.16	2339.62	2709.67	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	78.68%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	1609.16	2000.16	2339.62	2709.67	资产负债率	65.73%	57.10%	47.79%	43.76%
负债和股东权益合计	4695.45	4662.55	4480.94	4818.10	带息债务/总负债	63.88%	60.73%	47.07%	42.92%
					流动比率	0.48	0.73	1.12	1.68
					速动比率	0.41	0.63	0.97	1.51
					股利支付率	0.00%	3.28%	19.24%	18.51%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	531.51	758.78	817.89	839.69	每股收益	0.10	0.61	0.64	0.69
PE	121.80	19.97	19.21	17.78	每股净资产	2.43	3.02	3.54	4.10
PB	5.02	4.04	3.45	2.98	每股经营现金	1.05	0.88	1.16	1.20
PS	2.21	1.84	1.72	1.63	每股股利	0.00	0.02	0.12	0.13
EV/EBITDA	15.92	12.17	10.51	9.45					
股息率	0.00%	0.16%	1.00%	1.04%					

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 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	机构销售	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