

氯碱业务景气，业绩持续增长

半年报点评

◆ 事件：

公司上半年实现营业收入 22.89 亿元，YOY+20.26%，归母净利润 3.43 亿元，YOY+27.81%，扣非归母净利润 3.39 亿元，YOY+244.29%，EPS 为 0.35 元。报告期内公司收入和成本分别下滑 20.26% 和 27.96%，主要因为恢复代理出口导致外贸子公司收入及成本下降；扣非归母净利润增长主要系报告期内公司非经常损益降至 429 万元（同期 1.7 亿）。

◆ 氯碱持续景气，助力业绩增长：

受全国安全检查和环保督查影响，氯碱行业迎来持续景气，公司烧碱、PVC 产销两旺盈利改善。公司依托新疆丰富的煤、盐、石灰石等资源成本优势凸显，形成“自备电力→电石→特种 PVC”一体化循环生产，特种 PVC 价格比市场普通 PVC 要高 100-200 元。目前公司拥有 10 万吨特种树脂、10 万吨糊树脂、15 万吨烧碱产能，报告期内子公司天伟化工实现产品销量电石 6.87 万吨、特种树脂 3.68 万吨、糊树脂 4.72 万吨以及片碱 6.07 万吨，实现净利润 3.5 亿元，同比增长 12%。

◆ 乙二醇打开未来成长空间：

2017 年公司与大股东携手共建 60 万吨合成气制乙二醇项目（合资成立新疆天业汇合新材料公司，出资占比 30%）。天业集团已拥有 25 万吨合成气制乙二醇产能，并于 2015 年底打通工艺，乙二醇质量达聚酯级优质。未来煤制乙二醇有望进口替代，打开公司成长空间。

◆ 投资建议：

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.71、0.81 和 0.90 元。当前股价对应 17-19 年 PE 分别为 13、11 和 10 倍。考虑到公司产品受益氯碱行业持续高景气，乙二醇项目打开成长空间，给予“推荐”评级。

◆ 风险提示：PVC、烧碱价格下滑，乙二醇项目进展缓慢

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2275	5,597	4,378	4,614	4,986
增长率(%)	-46.7	146.0	-21.8	5.4	8.1
净利润(百万元)	41.1	489	692	789	879
增长率(%)	5.5	1,090.0	41.5	14.0	11.4
毛利率(%)	8.7	24.1	30.9	31.5	32.1
净利率(%)	1.8	8.7	15.8	17.1	17.6
ROE(%)	1.5	10.3	13.0	12.7	12.2
EPS(摊薄/元)	0.04	0.50	0.71	0.81	0.90
P/E(倍)	217.36	18.3	12.9	11.3	10.2
P/B(倍)	5.65	2.3	2.0	1.7	1.5

资料来源：新时代证券研究所

推荐（首次评级）

分析师

程磊 (执业证书编号：S0280517080001)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

联系人

周峰春

zhoufengchun@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.08.25

收盘价(元)：	9.19
总股本(亿股)：	9.73
总市值(亿元)：	89.37
一年最低/最高(元)：	8.22/15.31
近 3 月换手率：	144.47%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-13.6	-0.07	-18.91
绝对	-11.55	8.82	-4.2

相关研报

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	利润表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	1932	2374	2220	5655	5167	营业收入	2275	5597	4378	4614	4986
现金	199	204	1380	3412	4093	营业成本	2076	4247	3025	3159	3385
应收账款	670	623	389	678	474	营业税金及附加	26	58	48	46	50
其他应收款	43	27	27	30	32	营业费用	79	196	144	152	165
预付账款	47	31	30	34	35	管理费用	134	227	219	188	259
存货	893	888	381	944	475	财务费用	21	180	124	81	48
其他流动资产	79	601	13	556	57	资产减值损失	56	106	79	83	90
非流动资产	1579	6153	4664	3946	3302	公允价值变动收益	-0	0	0	0	0
长期投资	461	7	-406	-820	-1233	投资净收益	149	1	45	45	45
固定资产	839	5540	4430	4060	3749	营业利润	31	584	783	950	1035
无形资产	221	546	599	664	744	营业外收入	17	17	17	17	17
其他非流动资产	59	59	42	41	42	营业外支出	1	1	1	1	1
资产总计	3511	8527	6884	9601	8470	利润总额	47	601	800	965	1051
流动负债	1442	3559	1355	3393	1529	所得税	16	159	168	263	287
短期借款	500	1000	1000	1000	1000	净利润	31	442	631	702	764
应付账款	583	1185	74	1241	168	少数股东损益	-10	-47	-61	-87	-115
其他流动负债	359	1374	280	1152	360	归属母公司净利润	41	489	692	789	879
非流动负债	18	674	674	674	674	EBITDA	177	1004	1342	1462	1523
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.04	0.50	0.71	0.81	0.90
其他非流动负债	18	674	674	674	674						
负债合计	1460	4234	2029	4067	2203	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
少数股东权益	468	425	364	277	162	成长能力					
股本	439	695	973	973	973	营业收入(%)	(46.7)	146.0	-21.8	5.4	8.1
资本公积	248	1607	1329	1329	1329	营业利润(%)	(26.7)	1802.1	34.1	21.2	9.0
留存收益	897	1564	2172	2843	3565	归属于母公司净利润(%)	5.5	1090.0	41.5	14.0	11.4
归属母公司股东权益	1583	3869	4492	5256	6105	获利能力					
负债和股东权益	3511	8527	6884	9601	8470	毛利率(%)	8.7	24.1	30.9	31.5	32.1
						净利率(%)	1.8	8.7	15.8	17.1	17.6
						ROE(%)	1.5	10.3	13.0	12.7	12.2
						ROIC(%)	2.2	8.7	10.7	10.0	9.3
						偿债能力					
						资产负债率(%)	41.6	49.6	29.5	42.4	26.0
						净负债比率(%)	14.7	18.5	(7.8)	(43.6)	-49.4
						流动比率	1.3	0.7	1.6	1.7	3.4
						速动比率	0.7	0.4	1.4	1.4	3.1
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.9	0.6	0.6	0.6
						应收账款周转率	4.0	8.7	8.7	8.7	8.7
						应付账款周转率	3.2	4.8	4.8	4.8	4.8
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.04	0.50	0.71	0.81	0.90
						每股经营现金流(最新摊薄)	-0.13	2.21	0.35	1.94	0.61
						每股净资产(最新摊薄)	1.63	3.98	4.62	5.40	6.28
						估值比率					
						P/E	217.36	18.27	12.91	11.33	10.17
						P/B	5.65	2.31	1.99	1.70	1.46
						EV/EBITDA	54.98	10.8	7.1	5.1	4.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

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、竞争性因素以及新时代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

程磊，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

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。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖销售总监 固话：010-69004649 手机：13811830164 邮箱：Haoying1@xsdzq.cn
上海	李佳璐销售经理 手机：18801966799 邮箱：lijialu@xsdzq.cn
深圳	史月琳销售经理 固话：0755-82291898 手机：13266864425 邮箱：shiyuelin@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广东地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1506室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>