

评级：增持 维持评级

公司点评

市场价格(人民币): 9.02元

业绩符合预期 各类产品维持高景气度

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	832.40
总市值(百万元)	8,772.15
年内股价最高最低(元)	14.94/8.17
沪深300指数	3959.40
上证指数	3388.25
人民币(元)	成交金额(百万元)



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.094	0.704	0.717	0.745	0.798
每股净资产(元)	3.61	5.57	4.80	5.56	6.38
每股经营性现金流(元)	-0.18	1.11	0.03	1.71	1.90
市盈率(倍)	114.24	17.66	12.58	12.11	11.30
行业优化市盈率(倍)	99.76	89.02	79.92	79.92	79.92
净利润增长率(%)	5.51%	1089.96%	42.56%	3.84%	7.14%
净资产收益率(%)	2.60%	12.65%	15.29%	13.70%	12.80%
总股本(百万股)	438.59	694.66	972.52	972.52	972.52

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 公司发布2017年三季报。2017年1-9月，公司实现营收34.77亿元，同比下降13.92%；实现归属于母公司所有者的净利润5.1亿元，同比增长27.84%；对应EPS0.53；其中三季度单季实现营收11.9亿元，同比增长2.06%；净利润1.67亿元，同比增长27.89%，环比下滑10.21%。

经营分析

- **2017年3季度公司产品景气度仍维持高位：**除自身耗用外，天伟化工外销电11.63亿度、蒸汽133.08万吉焦、电石9.16万吨、特种树脂7.72万吨、糊树脂7.26万吨、片碱9.58万吨。根据我们测算，公司三季度主要产品糊树脂以及特种树脂产品均价与二季度基本持平，销售情况良好，虽然新疆地区受到环保督查等的影响，但公司总体运行平稳；但天伟化工一个发电机组的例行检修对公司的营收和利润带来了影响。
- **2017年3季度公司毛利率保持平稳：**在三季度煤炭价格不断上行的背景下，公司一体化优势体现明显，毛利率环比维持平稳，同比提升4.3%，同时三费年内保持平稳，同比呈下降趋势，公司盈利能力显著增强。
- **2017年4季度公司仍将维持较强盈利能力：**进入10月份以来虽然普通PVC树脂价格出现明显回调，但公司特种树脂价格波动相对较小，明显体现出一定的抗周期性；同时片碱行业受益于下游需求显著提升以及氯碱不平衡的加剧，景气度维持高位，价格仍处上行通道。从PVC特种树脂和烧碱的双吨利润来看并未出现显著下滑，因此我们判断公司各类产品四季度仍将维持较强的盈利能力。

投资建议

- 我们继续看好公司一体化优势下生产经营的持续性给公司带来的稳定增长。鉴于公司各类产品四季度有望维持高景气度，上调对公司的盈利预测，我们预计公司2017~2019年的EPS分别为0.72元、0.75元、0.8元，对当前股价的PE分别为13倍、12倍以及11倍，维持对公司的增持评级。

风险提示

- 宏观经济下滑风险

蒲强

分析师SAC执业编号：S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

郭一凡

分析师SAC执业编号：S1130517050005
(8621)60230247
guoyf@gjzq.com.cn

霍堃

联系人
huokun@gjzq.com.cn

陈铖

联系人
chencheng@gjzq.com.cn

何雄

联系人
hexiong@gjzq.com.cn

图表 1：财务数据与盈利预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,270	2,275	5,597	7,140	7,630	8,160
增长率	-46.7%	146.0%	27.6%	6.9%	6.9%	
主营业务成本	-3,906	-2,076	-4,247	-5,403	-5,796	-6,207
% 销售收入	91.5%	91.3%	75.9%	75.7%	76.0%	76.1%
毛利	364	199	1,351	1,737	1,834	1,953
% 销售收入	8.5%	8.7%	24.1%	24.3%	24.0%	23.9%
营业税金及附加	-45	-26	-58	-71	-76	-82
% 销售收入	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-229	-79	-196	-250	-267	-286
% 销售收入	5.4%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
管理费用	-120	-134	-227	-321	-343	-367
% 销售收入	2.8%	5.9%	4.1%	4.5%	4.5%	4.5%
息税前利润 (EBIT)	-29	-40	869	1,094	1,147	1,219
% 销售收入	n.a	n.a	15.5%	15.3%	15.0%	14.9%
财务费用	-44	-21	-180	-195	-202	-203
% 销售收入	1.0%	0.9%	3.2%	2.7%	2.7%	2.5%
资产减值损失	-12	-56	-106	-26	-29	-31
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	127	149	1	2	2	2
% 税前利润	227.5%	317.8%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
营业利润	42	31	584	875	917	986
营业利润率	1.0%	1.4%	10.4%	12.3%	12.0%	12.1%
营业外收支	14	16	16	15	15	15
税前利润	56	47	601	890	932	1,001
利润率	1.3%	2.1%	10.7%	12.5%	12.2%	12.3%
所得税	-16	-16	-159	-223	-233	-250
所得税率	27.9%	33.7%	26.4%	25.0%	25.0%	25.0%
净利润	40	31	442	668	699	751
少数股东损益	1	-10	-47	-30	-25	-25
归属于母公司的净利润	39	41	489	698	724	776
净利率	0.9%	1.8%	8.7%	9.8%	9.5%	9.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	40	31	442	668	699	751
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	170	162	455	781	824	976
非经营收益	-86	-132	178	191	190	191
营运资金变动	591	-139	-303	-1,616	-86	-114
经营活动现金净流	716	-78	772	24	1,628	1,805
资本开支	-19	-29	-728	-3,775	2,996	-6,005
投资	-305	-3	-649	-1	0	0
其他	230	6	11	2	2	2
投资活动现金净流	-93	-26	-1,367	-3,774	2,998	-6,003
股权募资	0	0	1,768	0	0	0
债权募资	-610	90	-1,969	3,982	-4,399	4,426
其他	-47	-22	-181	-206	-207	-208
筹资活动现金净流	-657	68	-382	3,776	-4,606	4,218
现金净流量	-35	-36	-977	26	20	20

来源：Wind，国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	286	199	204	230	250	270
应收账款	587	784	1,238	1,199	1,253	1,250
存货	1,251	893	888	1,850	1,985	2,126
其他流动资产	36	55	44	56	60	64
流动资产	2,160	1,932	2,374	3,335	3,548	3,710
% 总资产	58.9%	55.0%	27.8%	26.7%	39.6%	26.1%
长期投资	346	486	32	33	32	32
固定资产	932	861	5,560	8,599	4,824	9,900
% 总资产	25.4%	24.5%	65.2%	68.7%	53.9%	69.8%
无形资产	227	222	551	545	544	543
非流动资产	1,509	1,579	6,153	9,179	5,403	10,478
% 总资产	41.1%	45.0%	72.2%	73.3%	60.4%	73.9%
资产总计	3,668	3,511	8,527	12,514	8,951	14,188
短期借款	410	500	1,000	5,656	1,257	5,682
应付款项	1,159	872	2,404	1,704	1,827	1,871
其他流动负债	59	70	155	197	211	225
流动负债	1,628	1,442	3,559	7,557	3,295	7,779
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	20	18	674	0	0	0
负债	1,648	1,460	4,234	7,557	3,295	7,780
普通股股东权益	1,542	1,583	3,869	4,562	5,287	6,063
少数股东权益	478	468	425	395	370	345
负债股东权益合计	3,668	3,511	8,527	12,514	8,951	14,188

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.089	0.094	0.704	0.717	0.745	0.798
每股净资产	3.515	3.609	5.569	4.799	5.561	6.377
每股经营现金净流	1.632	-0.178	1.112	0.025	1.713	1.898
每股股利	0.000	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.53%	2.60%	12.65%	15.29%	13.70%	12.80%
总资产收益率	1.06%	1.17%	5.74%	5.57%	8.09%	5.47%
投入资本收益率	-0.87%	-1.05%	12.08%	7.73%	12.45%	7.56%
增长率						
主营业务收入增长率	8.35%	-46.72%	146.04%	27.56%	6.86%	6.95%
EBIT增长率	-58.89%	37.40%	-2262.69%	25.90%	4.86%	6.22%
净利润增长率	N/A	5.51%	1089.96%	42.56%	3.84%	7.14%
总资产增长率	-18.53%	-4.29%	142.87%	46.75%	-28.47%	58.50%
资产管理能力						
应收账款周转天数	34.9	91.4	42.2	44.0	44.0	43.0
存货周转天数	128.8	188.4	76.6	125.0	125.0	125.0
应付账款周转天数	61.1	112.7	76.0	65.0	65.0	60.0
固定资产周转天数	78.9	134.6	361.3	439.5	230.2	441.9
偿债能力						
净负债/股东权益	6.12%	14.65%	18.54%	109.45%	17.80%	84.48%
EBIT利息保障倍数	-0.7	-1.9	4.8	5.6	5.7	6.0
资产负债率	44.94%	41.59%	49.65%	60.39%	36.81%	54.83%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	3	5	6
增持	0	0	3	6	8
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.50	1.55	1.57

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-07-29	增持	12.76	14.00~18.00
2	2016-08-26	增持	13.24	16.00~18.00
3	2016-08-30	增持	13.37	18.00~20.00
4	2016-10-28	增持	12.91	14.00~14.50
5	2017-01-26	增持	12.16	N/A
6	2017-06-26	增持	8.37	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可靠的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员认对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请。

证券研究报告是用于服务专业投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中的专业投资者使用；非国金证券客户中的专业投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号
紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号
时代金融中心 7GH