

业绩略超预期，氯碱景气助力业绩增长

季报点评

◆ **事件：**公司公告三季报实现归属于上市公司股东的净利润 8.56 亿元，同比增长 64.18%，折合 EPS 为 0.35 元，预计全年业绩 11-12 亿，同比增长 34.51%-47.63%。

◆ **氯碱量价齐升，业绩稳步提高：**业绩略超预期，主要受益氯碱景气，公司 PVC、烧碱量价齐升。1-9 月华东 PVC（电石法）均价 6499 元/吨，同比增长 20%，烧碱均价 1080 元/吨，增长 58%，1-9 月营业收入 48.21 亿元，同比增长 34.12%，毛利率 37.41%，同期比较增加 6 个百分点。华东 PVC（电石法）Q1-Q3 单季度均价分别为 6416、5881、7077 元/吨，烧碱 Q1-Q3 单季度均价分别 1036、1092、1094 元/吨，公司单季度业绩分别为 3.04、2.01 和 3.52 亿。进入 4 季度 PVC 价格调整，烧碱价格保持强势向上，预计 Q4 单季业绩 2.44-3.44 亿。

◆ **受益环保督查，氯碱景气延续：**烧碱方面，环保督查供给不足，副产液氯难处理压制开工，同时冬季采暖限产，下游氧化铝采购积极，整体供需偏紧支撑价格走强；PVC 供给紧张缓解，价格调整，但供给整体向好趋势不变。我们判断环保趋严氯碱行业维持供需紧平衡，价格中枢稳中有升。公司 PVC、烧碱产能各 70 万吨，依托西北丰富的资源、能源优势打造“煤、电-电石-PVC、烧碱-土壤调理”氯碱一体化产业链，受益氯碱景气盈利稳步提升。

◆ **土壤修复市场空间大，PPP 项目值得期待：**公司土壤调理剂产能 50 万吨，拥有“土壤调理剂-土壤改良-综合开发利用”一体化土壤修复产业链。17 年 2 月签约 PPP 项目，对科尔沁左翼中旗 100 万亩盐碱地进行土壤改良和综合开发，项目预计投入 25 亿元，未来随着项目落地，业绩将逐步显现。

◆ **定增完成，加码土壤修复、PVC 产业链延伸：**公司完成定增 12.15 亿元，用于土壤修复项目、PVC 生态屋及环保材料项目以及偿还银行贷款，公司土壤修复循环经济进一步完善、PVC 产业链延伸，项目预计贡献收入 30 亿元，净利润 5.1 亿元，未来贡献盈利可观。

◆ **盈利预测和投资评级：**预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.46、0.55 和 0.58 元。考虑到氯碱供需改善、行业景气向上，公司氯碱盈利稳步上升，同时土壤修复业务市场空间大，未来业绩逐步显现值得期待，给予“推荐”评级。

◆ **风险提示：**PVC 价格持续下滑；烧碱价格大幅回落

业绩预测和估值指标

| 指标 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 3810 | 6,158 | 6,989 | 7,902 | 8,691 |
| 增长率(%) | 14.8 | 61.6 | 13.5 | 13.1 | 10.0 |
| 净利润(百万元) | 519.1 | 818 | 1,186 | 1,414 | 1,493 |
| 增长率(%) | 49.6 | 57.5 | 45.0 | 19.2 | 5.6 |
| 毛利率(%) | 30.6 | 30.8 | 36.0 | 36.5 | 35.3 |
| 净利率(%) | 13.6 | 13.3 | 17.0 | 17.9 | 17.2 |
| ROE(%) | 12.1 | 21.3 | 24.0 | 23.1 | 20.3 |
| EPS(摊薄/元) | 0.20 | 0.32 | 0.46 | 0.55 | 0.58 |
| P/E(倍) | 38.99 | 24.7 | 17.1 | 14.3 | 13.6 |
| P/B(倍) | 4.60 | 5.3 | 4.1 | 3.3 | 2.8 |

资料来源：公司公告、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

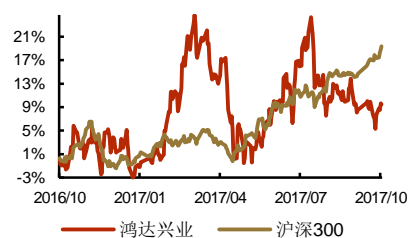
zhoufengchun@xsdzq.cn

市场数据

时间 2017.10.26

| | |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元)： | 7.82 |
| 总股本(亿股)： | 25.85 |
| 总市值(亿元)： | 202.11 |
| 一年最低/最高(元)： | 6.59/9.09 |
| 近 3 月换手率： | 63.51% |

股价表现(一年)



收益表现

| % | 一个月 | 三个月 | 十二个月 |
|----|-------|--------|------|
| 相对 | -6.42 | -13.15 | -7.4 |
| 绝对 | -2.25 | -6.23 | 10.7 |

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 | 3716 | 3930 | 4838 | 5458 | 5932 | 营业收入 | 3810 | 6158 | 6989 | 7902 | 8691 |
| 现金 | 1393 | 1188 | 1747 | 1976 | 2173 | 营业成本 | 2643 | 4264 | 4474 | 5018 | 5623 |
| 应收账款 | 889 | 1177 | 1364 | 1510 | 1651 | 营业税金及附加 | 28 | 49 | 55 | 63 | 69 |
| 其他应收款 | 280 | 320 | 361 | 409 | 438 | 营业费用 | 117 | 238 | 308 | 348 | 382 |
| 预付账款 | 260 | 513 | 364 | 628 | 463 | 管理费用 | 176 | 266 | 302 | 341 | 375 |
| 存货 | 407 | 525 | 453 | 644 | 585 | 财务费用 | 180 | 283 | 339 | 360 | 367 |
| 其他流动资产 | 488 | 206 | 548 | 292 | 622 | 资产减值损失 | 30 | 39 | 26 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 8434 | 8808 | 9415 | 10558 | 11376 | 公允价值变动收益 | -0 | -0 | -0 | -0 | -0 |
| 长期投资 | 306 | 301 | 297 | 292 | 287 | 投资净收益 | 18 | -5 | -6 | -6 | -6 |
| 固定资产 | 3985 | 7374 | 7824 | 8556 | 9176 | 营业利润 | 653 | 1014 | 1479 | 1768 | 1869 |
| 无形资产 | 275 | 273 | 311 | 358 | 391 | 营业外收入 | 18 | 25 | 25 | 25 | 25 |
| 其他非流动资产 | 3868 | 860 | 983 | 1352 | 1522 | 营业外支出 | 5 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 资产总计 | 12150 | 12738 | 14252 | 16015 | 17308 | 利润总额 | 665 | 1036 | 1502 | 1791 | 1891 |
| 流动负债 | 5595 | 6833 | 7197 | 7927 | 8221 | 所得税 | 125 | 213 | 308 | 367 | 388 |
| 短期借款 | 2271 | 2456 | 3512 | 3045 | 3617 | 净利润 | 540 | 823 | 1194 | 1423 | 1503 |
| 应付账款 | 983 | 891 | 1075 | 1130 | 1341 | 少数股东损益 | 21 | 6 | 8 | 10 | 10 |
| 其他流动负债 | 2341 | 3486 | 2610 | 3752 | 3263 | 归属母公司净利润 | 519 | 818 | 1186 | 1414 | 1493 |
| 非流动负债 | 2112 | 2037 | 2072 | 1941 | 1695 | EBITDA | 1108 | 1605 | 2099 | 2442 | 2593 |
| 长期借款 | 1950 | 1590 | 1365 | 1234 | 988 | EPS (元) | 0.20 | 0.32 | 0.46 | 0.55 | 0.58 |
| 其他非流动负债 | 162 | 447 | 707 | 707 | 707 | | | | | | |
| 负债合计 | 7707 | 8870 | 9270 | 9868 | 9916 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 39 | 45 | 53 | 63 | 73 | 主要财务比率 | 2015A | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 股本 | 972 | 2421 | 2585 | 2585 | 2585 | 成长能力 | | | | | |
| 资本公积 | 2153 | 38 | 38 | 38 | 38 | 营业收入(%) | 14.8 | 61.6 | 13.5 | 13.1 | 10.0 |
| 留存收益 | 1310 | 1380 | 2221 | 3223 | 4281 | 营业利润(%) | 58.4 | 55.3 | 46.0 | 19.5 | 5.7 |
| 归属母公司股东权益 | 4404 | 3823 | 4930 | 6085 | 7320 | 归属于母公司净利润(%) | 49.6 | 57.5 | 45.0 | 19.2 | 5.6 |
| 负债和股东权益 | 12150 | 12738 | 14252 | 16015 | 17308 | 获利能力 | | | | | |
| | | | | | | 毛利率(%) | 30.6 | 30.8 | 36.0 | 36.5 | 35.3 |
| | | | | | | 净利率(%) | 13.6 | 13.3 | 17.0 | 17.9 | 17.2 |
| | | | | | | ROE(%) | 12.1 | 21.3 | 24.0 | 23.1 | 20.3 |
| | | | | | | ROIC(%) | 7.9 | 11.2 | 12.4 | 13.7 | 12.6 |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率(%) | 63.4 | 69.6 | 65.0 | 61.6 | 57.3 |
| | | | | | | 净负债比率(%) | 71.6 | 90.3 | 69.7 | 43.9 | 38.7 |
| | | | | | | 流动比率 | 0.7 | 0.6 | 0.7 | 0.7 | 0.7 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.6 | 0.5 | 0.6 | 0.6 | 0.7 |
| | | | | | | 营运能力 | | | | | |
| | | | | | | 总资产周转率 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| | | | | | | 应收账款周转率 | 5.6 | 6.0 | 5.5 | 5.5 | 5.5 |
| | | | | | | 应付账款周转率 | 2.7 | 4.6 | 4.6 | 4.6 | 4.6 |
| | | | | | | 每股指标(元) | | | | | |
| | | | | | | 每股收益(最新摊薄) | 0.20 | 0.32 | 0.46 | 0.55 | 0.58 |
| | | | | | | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.05 | 0.70 | 0.47 | 1.16 | 0.70 |
| | | | | | | 每股净资产(最新摊薄) | 1.70 | 1.48 | 1.91 | 2.35 | 2.83 |
| | | | | | | 估值比率 | | | | | |
| | | | | | | P/E | 38.99 | 24.75 | 17.07 | 14.32 | 13.56 |
| | | | | | | P/B | 4.60 | 5.29 | 4.10 | 3.33 | 2.76 |
| | | | | | | EV/EBITDA | 21.28 | 15.1 | 11.6 | 9.7 | 9.2 |

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 | 吕筱琪销售总监 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lyyouqi@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/>