新时代证券 New Times Securities

业绩符合预期，粘胶、纯碱业务延续增长势头

季报点评

◆ **事件：**

公司公布三季报及第三季度主要经营数据，第三季度销售纯碱 82.97 万吨，粘胶短纤维 13.74 万吨，烧碱 13.27 万吨，PVC10.10 万吨，有机硅 1.51 万吨；前三季度实现营收 149.05 亿，同比增长 32.61%，归母净利润 14.64 亿，同比增长 156.71%。

◆ **主营业务稳定，业绩符合预期：**

过去四季度重质纯碱均价为 1755、2086、1671、1902 元/吨；粘胶短纤维均价为 15922、17508、15440、15916 元/吨；有机硅均价为 16104、19553、21234、22728 元/吨；公司过去四季度净利 1.93、5.10、4.72、5.31 亿。公司三季度销售纯碱 82.97 万吨，环比下降 8.0%，粘胶短纤维 13.74 万吨，环比上升 1.2%，有机硅 1.51 万吨，环比下降 4.4%。预计四季度纯碱、有机硅价格保持稳定，粘胶短纤维价格因淡季下降，公司产销平稳，预计第四季度业绩环比变化不大。

◆ **环保新形势下，纯碱、有机硅行业均保持景气：**

纯碱原料石灰石受环保督察影响供应不足，限制部分厂商开工，目前行业整体库存处于低位，下游需求稳定，行业持续景气；粘胶短纤维四季度进入销售淡季，预计价格有所回落； 目前有机硅报价已达 3 万/吨，近期受例行检修和环保影响，行业整体开工率不高，原材料金属硅价格已从 7 月初的 11500/吨上涨至 15550/吨，成本面给予支撑，预计有机硅价格将维持高位。

◆ **纯碱、粘胶行业龙头，业绩弹性大，给予“推荐”评级：**

公司拥有纯碱产能 340 万吨，粘胶短纤维产能 50 万吨，PVC 及烧碱产能分别维 40、50 万吨，有机硅 20 万吨，是纯碱、粘胶行业龙头。我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.94、1.04 和 1.20 元。当前股价对应 17-19 年分别为 12、11 和 9 倍。

◆ **风险提示：纯碱、粘胶价格大幅下降**

业绩预测和估值指标

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	13694	15,757	19,286	21,678	23,325
增长率(%)	7.9	15.1	22.4	12.4	7.6
净利润(百万元)	412.6	763	1,945	2,149	2,486
增长率(%)	-13.5	84.9	155.0	10.5	15.7
毛利率(%)	21.7	24.9	27.8	27.9	28.7
净利率(%)	3.0	4.8	10.1	9.9	10.7
ROE(%)	5.6	10.7	19.2	17.7	17.2
EPS(摊薄/元)	0.20	0.37	0.94	1.04	1.20
P/E(倍)	55.39	30.0	11.7	10.6	9.2
P/B(倍)	3.60	3.3	2.3	1.9	1.6

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

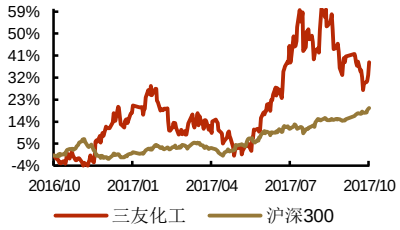
推荐（首次评级）

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)：	11.51
总股本(亿股)：	20.64
总市值(亿元)：	237.61
一年最低/最高(元)：	8.04/13.49
近 3 月换手率：	160.74%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.55	-7.52	20.62
绝对	3.97	0.26	39.66

相关研报

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	5007	5415	8245	9090	10850
现金	1760	1977	3771	4657	5708
应收账款	542	592	668	813	808
其他应收款	16	13	34	12	41
预付账款	173	162	248	212	283
存货	**1159**	**1424**	**1615**	**1796**	**1834**
其他流动资产	1357	1247	1909	1599	2176
非流动资产	15340	15586	15249	15282	15041
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	13016	13558	13661	14026	14055
无形资产	837	884	899	916	933
其他非流动资产	**1487**	**1145**	**690**	**340**	**53**
资产总计	**20347**	**21001**	**23495**	**24372**	**25890**
流动负债	8718	10460	9357	8782	8252
短期借款	3710	4285	4619	3324	2997
应付账款	2338	2605	2751	3147	3012
其他流动负债	**2671**	**3570**	**1987**	**2311**	**2242**
非流动负债	4818	3085	3484	2869	2501
长期借款	4325	2451	2921	2271	1921
其他非流动负债	**492**	**634**	**563**	**598**	**580**
负债合计	**13536**	**13545**	**12840**	**11651**	**10753**
少数股东权益	462	497	594	701	825
股本	1850	1850	2064	2064	2064
资本公积	2365	2370	3544	3544	3544
留存收益	2100	2715	4091	5615	7368
归属母公司股东权益	6350	6959	10061	12021	14313
负债和股东权益	**20347**	**21001**	**23495**	**24372**	**25890**

现金流量表(百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	983	1344	2259	4285	2866
净利润	384	801	2042	2256	2610
折旧摊销	860	925	809	869	930
财务费用	618	522	369	419	338
投资损失	-1	-0	-1	-1	-1
营运资金变动	-811	-990	-960	742	-1012
其他经营现金流	-68	86	0	0	0
投资活动现金流	-141	-142	-471	-901	-689
资本支出	**154**	**162**	**-255**	**-9**	**-220**
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	13	19	-726	-909	-909
筹资活动现金流	-730	-1305	5	-2497	-1128
短期借款	**-1252**	**576**	**334**	**-1295**	**-327**
长期借款	41	-1874	470	-650	(350)
普通股增加	0	0	214	0	0
资本公积增加	0	5	1174	0	0
其他筹资现金流	**481**	**-11**	**-2186**	**-552**	**-450**
现金净增加额	**113**	**-104**	**1794**	**887**	**1050**

利润表（百万元）	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	**13694**	**15757**	**19286**	**21678**	**23325**
营业成本	10721	11835	13925	15630	16631
营业税金及附加	100	170	175	215	221
营业费用	657	778	781	928	1008
管理费用	1057	1244	1373	1500	1640
财务费用	618	522	369	419	338
资产减值损失	10	103	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	1	1	1
营业利润	532	1105	2665	2988	3488
营业外收入	**78**	**45**	**5**	**0**	**0**
营业外支出	81	72	10	0	0
利润总额	528	1078	2659	2988	3488
所得税	**144**	**277**	**617**	**732**	**878**
净利润	384	801	2042	2256	2610
少数股东损益	**-28**	**38**	**97**	**107**	**124**
归属母公司净利润	413	763	1945	2149	2486
EBITDA	**1845**	**2365**	**3741**	**4057**	**4524**
EPS（元）	0.20	0.37	0.94	1.04	1.20

主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入(%)	7.9	15.1	22.4	12.4	7.6
营业利润(%)	(15.8)	107.8	141.2	12.1	16.8
归属于母公司净利润(%)	(13.5)	84.9	155.0	10.5	15.7
获利能力					
毛利率(%)	21.7	24.9	27.8	27.9	28.7
净利率(%)	3.0	4.8	10.1	9.9	10.7
ROE(%)	5.6	10.7	19.2	17.7	17.2
ROIC(%)	4.3	6.5	11.9	12.7	13.0
偿债能力					
资产负债率(%)	66.5	64.5	54.7	47.8	41.5
净负债比率(%)	118.1	93.9	42.2	13.3	0.4
流动比率	0.6	0.5	0.9	1.0	1.3
速动比率	0.4	0.4	0.7	0.8	1.1
营运能力					
总资产周转率	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	27.4	27.8	30.6	29.3	28.8
应付账款周转率	4.7	4.8	5.2	5.3	5.4
每股指标（元）					
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.37	0.94	1.04	1.20
每股经营现金流(最新摊薄)	1.00	1.32	1.09	2.08	1.39
每股净资产(最新摊薄)	3.08	3.37	4.87	5.82	6.93
估值比率					
P/E	55.39	29.96	11.75	10.64	9.19
P/B	3.60	3.28	2.27	1.90	1.60
EV/EBITDA	17.25	13.1	7.6	6.4	5.4

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	**吕莜琪　销售总监** 固话：021-68865595转258 手机：18221821684 邮箱：lvyouqi@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

广深地区：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/