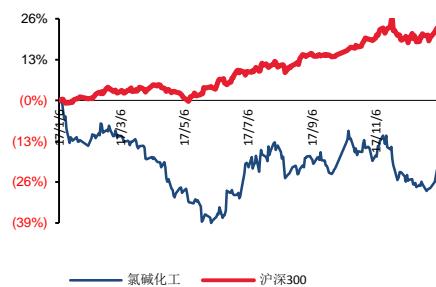




材料 材料 II

2017 年业绩大幅增长, 参股公司 2018 锦上添花

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,156/1,156
总市值/流通(百万元)	13,472/13,472
12 个月最高/最低(元)	15.06/9.12

相关研究报告:

证券分析师: 杨伟

电话: 010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517030005

证券分析师: 段一帆

电话: 010-88321949

E-MAIL: duanyf@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517080002

联系人: 柳强

电话: 010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190117120012

事件: 公司发布业绩预增公告, 预计 2017 年实现归属于上市公司股东净利润 9.5-10 亿元, 而 2016 年为 -3.28 亿元, 2017 年大幅扭亏。

1. 2017 轻装上阵, 业绩大幅反转

公司位于上海漕泾工业园区, 与园区巨头紧密合作构建了一体化互惠商业模式, 拥有年产能 72 万吨烧碱、72 万吨二氯乙烷、60 万吨液氯、8 万吨糊状及特种树脂, 全部液氯和 30% 烧碱供园区下游 MDI/TDI/PC 等装置使用, 解决了一般氯碱企业以碱补氯痛点。同时, 2016 年公司大幅计提减值及人员分流费用总计 4.60 亿元, 历史遗留问题基本解决。2017 年 Q1-Q3, 公司分别实现营收 15.33 亿元、21.10 亿元、17.70 亿元, 归母净利润 0.58 亿元、1.92 亿元、3.52 亿元; 预计 2017Q4 单季归母净利润 3.48-3.98 亿元, 总计 9.5-10 亿元, 业绩大幅反转。

2. 烧碱价格中枢提升, 氯碱平衡企业最受益

自 2013 年以来我国烧碱产能几无增长, 随着落后产能淘汰, 环保高压, 行业集中度不断提高。2017 年烧碱均价 3139 元/吨, 同比 +63%, 最高达 4281 元/吨。2018 年 1 月, 由于下游进入淡季, 目前价格回调至 3055 元/吨。液氯作为烧碱副产品, 由于氯碱不平衡, 大部分地区贴价销售, 山东槽车液氯倒贴运费 800-1100 元/吨。公司氯碱平衡, 竞争力更强, 烧碱价格每上涨 100 元/吨, 增厚公司 EPS 0.04 元。

3. 外延发展锦上添花, 增厚公司利润

公司持股 40% 与内蒙君正合资在建 20 万吨种子乳液法糊树脂项目, 一期 10 万吨预计 2018 年 H1 投产, 我们预计增厚公司投资收益 0.3 亿元。同时公司持有上海亨斯迈 30% 股权, 上海联恒 15% 股权, 预计 2017 年投资收益 3-3.5 亿元。上海亨斯迈在建 24 万吨 MDI 项目预计 2018 年 Q1 投产, 我们预计增厚公司投资收益 2.2 亿元以上。

4. 估值与评级

我们预计公司 2017-2019 年归母净利润分别为 9.8 亿元、10.69 亿元和 11.41 亿元, 对应 PE 14X、13X 和 12X, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

风险提示: 产品价格大幅波动, 在建项目投产进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标:

	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	6,754	7,671	7,850	8,005
(+/-%)	9.5%	13.6%	2.3%	2.0%
净利润(百万元)	-328	980	1,069	1,141
(+/-%)	-443.1%	-398.8%	9.0%	6.7%
摊薄每股收益(元)	-0.28	0.85	0.92	0.99
市盈率(PE)	-41.06	13.74	12.60	11.81

资料来源: Wind, 太平洋证券

资产负债表

单位：百万元

	2016	2017E	2018E	2019E	
货币资金	434	1,964	1,338	3,059	
应收票据	449	449	449	449	
应收账款	202	38	39	40	
预付账款	50	54	55	56	
存货	159	171	177	179	
其他流动资产	1	1	1	1	
流动资产合计	1,295	2,676	2,059	3,783	
其他长期投资	453	453	453	453	
长期股权投资	365	365	365	365	
固定资产	1,978	1,661	3,395	2,851	
在建工程	98	98	98	98	
无形资产	268	268	268	268	
其他非流动资产	33	33	33	33	
非流动资产合计	3,194	2,878	4,611	4,067	
资产合计	4,490	5,554	6,670	7,851	
短期借款	1,256	1,256	1,256	1,256	
应付票据	0	0	0	0	
应付账款	359	384	397	402	
预收款项	244	277	283	289	
其他应付款	89	89	89	89	
一年内到期的非流动负债	0	0	0	0	
其他流动负债	216	216	216	216	
流动负债合计	2,163	2,222	2,242	2,252	
长期借款	0	0	0	0	
应付债券	0	0	0	0	
其他非流动负债	204	204	204	204	
非流动负债合计	204	204	204	204	
负债合计	2,367	2,425	2,445	2,456	
归属母公司所有者权益	1,942	2,922	3,991	5,132	
少数股东权益	0	25	52	81	
所有者权益合计	1,941	2,947	4,043	5,214	
负债和股东权益	4,308	5,372	6,489	7,670	

现金流量表

单位：百万元

	2016	2017E	2018E	2019E	
经营活动现金流	23	1,254	744	1,049	
现金收益	273	1,095	731	1,040	
存货影响	225	-11	-6	-2	
经营性应收影响	-318	110	-3	-1	
经营性应付影响	-380	58	20	10	
其他影响	223	2	2	2	
投资活动现金流	82	320	-1,400	680	
资本支出	35	-1	-2,000	0	
股权投资	55	320	600	680	
其他长期资产变化	-8	0	0	0	
融资活动现金流	98	-44	30	-7	
借款增加	636	0	0	0	
财务费用	-75	-44	30	-7	
股东融资	8	0	0	0	
其他长期负债变化	-471	0	0	0	

资料来源：WIND, 太平洋证券

利润表

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	6,754	7,671	7,850	8,005
营业成本	6,129	6,559	6,788	6,871
营业税金及附加	29	33	34	34
销售费用	184	138	149	152
管理费用	480	153	157	160
财务费用	75	44	-30	7
资产减值损失	348	50	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	131	320	600	680
营业利润	-360	1,014	1,352	1,461
营业外收入	26	2	2	2
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	-335	1,016	1,354	1,463
所得税	2	10	257	293
净利润	-337	1,006	1,097	1,170
少数股东损益	-8	25	27	29
归属母公司净利润	-328	980	1,069	1,141
NOPLAT	-67	780	584	631
EPS(摊薄)(元)	-0.28	0.85	0.92	0.99

主要财务比率

	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	9.5%	13.6%	2.3%	2.0%
EBIT 增长率	585.0%	-1265.9%	-8.4%	9.2%
归母净利润增长率	-443.1%	-398.8%	9.0%	6.7%
获利能力				
毛利率	9.3%	14.5%	13.5%	14.2%
净利率	-5.0%	13.1%	14.0%	14.6%
ROE	-16.9%	33.6%	26.8%	22.2%
ROIC	-2.5%	21.2%	12.3%	10.6%
偿债能力				
资产负债率	54.9%	45.1%	37.7%	32.0%
债务权益比	75.2%	49.5%	36.1%	28.0%
流动比率	59.9%	120.4%	91.8%	168.0%
速动比率	52.5%	112.8%	84.0%	160.1%
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.4	1.2	1.0
应收账款周转天数	11	2	2	2
应付账款周转天数	21	21	21	21
存货周转天数	9	9	9	9
每股指标(元)				
每股收益	-0.28	0.85	0.92	0.99
每股经营现金流	0.02	1.08	0.64	0.91
每股净资产	1.68	2.53	3.45	4.44
估值比率				
P/E	-41.06	13.74	12.60	11.81
P/B	7	5	3	3
EV/EBITDA	54	14	15	11

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zxy_lmm@126.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenying@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍		
广深销售	查方龙	18520786811	zhafanglong@126.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话: (8610) 88321761

传真: (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。