

烧碱、环丙业绩符合预期，进军新领域带来新亮点

年报点评报告

◆ 事件：

公司公布 17 年年报，实现营业收入 64.65 亿，同比增长 32.96%，归母净利润 8.26 亿，同比增长 130.14%。

◆ 烧碱、环丙价格上涨带来营收增长，烧碱盈利水平大幅提高：

在环保压力下，公司 17 年完成环氧丙烷产量 28.78 万吨，烧碱（折百）产量 67.76 万吨，基本与 17 年持平。公司环氧丙烷 17 年均价为（不含税）9081 元/吨，同比上涨 17.76%，但受主要原材料丙烯均价（不含税）上涨 19.07%至 6505 元/吨的影响，环氧丙烷毛利率下降 2.06 个百分点至 15.68%；烧碱（折百）均价（不含税）为 3381 元/吨，同比上涨 58.29%。烧碱毛利率大幅增长至 57.94%，同比增加 16.58 个百分点。

◆ 烧碱、环氧丙烷行业景气延续，公司一体化优势明显：

截止 17 年底，我国烧碱产能总计 4102 万吨，较 16 年增加 157 万吨，产量 3365 万吨，同比增长 5.4%，行业开工率约 82%。目前华东地区 32% 烧碱离子膜含税价约 1100 元/吨，近年来烧碱老旧产能不断淘汰，未来总产能增长将逐步放缓，加之联产物氯气环保污染严重，限制部分中小企业开工，行业景气持续。公司烧碱产能 61 万吨，联产氯气可用于三氯乙烯生产，实现内部消化，并不断拓展食品级烧碱销售市场，已成为国内食品级烧碱最大的生产企业。

17 年国内环氧丙烷总产能约 333 万吨，全年产量约 269 万吨，表观消费量约 290 万吨。18 年预计新增产能 32 万吨，下游主要为聚醚行业，在进口替代以及下游聚醚行业需求带动下，供需基本平衡。目前环氧丙烷含税市场价约为 12500 元/吨，主要原材料丙烯含税价格约为 8000 元/吨，价差约 6000 元/吨，受供需影响叠加原材料价格支撑，未来环氧丙烷价格有望稳步上行。公司拥有氯醇法环氧丙烷产能 28 万吨，国内市场占有率约 11%，环保到位，产销稳定，未来将充分受益行业景气提升。

◆ 环氧氯丙烷、电子级氢氟酸、六氟磷酸锂是公司新亮点：

公司正新建 7.5 万吨甘油法环氧氯丙烷，同时 6000 吨电子级氢氟酸、1000 吨六氟磷酸锂项目已完成土建，受政府审批影响项目投产时间尚不明确，我们预计有望于 18 年下半年顺利投产。环氧氯丙烷市场价目前已上涨至约 16000 元/吨（含税），涨幅近 100%，且公司原料氯化氢、烧碱可以自给，有望带来超额利润。电子级氢氟酸用于芯片、液晶面板等行业的清洗、蚀刻，随着半导体行业向我国转移，需求高速增长，市场前景广阔。六氟磷酸锂是锂电池电解液的重要原料，未来将充分受益于新能源汽车推广。

◆ 烧碱、环丙业绩向上弹性大，新项目新亮点，给予“强烈推荐”评级：

公司 28 万吨环氧丙烷、61 万吨烧碱基本保持满产，业绩向上弹性大；7.5 万吨环氧氯丙烷，6000 吨电子级氢氟酸、1000 吨六氟磷酸锂将成新的利润增长点。我们预计公司 2018-2020 年净利分别为 9.90、11.04 和 12.32 亿元。当前股价对应 PE 分别为 12、11 和 10 倍，维持“强烈推荐”评级。

◆ 风险提示：环氧丙烷、烧碱价格大幅下降，新项目投产不及预期

强烈推荐（维持评级）

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 2018.03.08

收盘价(元)：9.96

总股本(亿股)：11.88

总市值(亿元)：118.32

一年最低/最高(元)：6.06/10.24

近 3 月换手率：128.4%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	10.04	28.68	23.18
绝对	9.7	30.33	40.05

相关研报

环氧丙烷、烧碱价格向上，公司业绩受益大幅增长

2017-10-22

业绩预测和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4862	6,465	6,995	7,986	8,532
增长率(%)	1.0	33.0	8.2	14.2	6.8
净利润(百万元)	358.8	826	990	1,104	1,232
增长率(%)	-16.7	130.1	19.9	11.5	11.5
毛利率(%)	23.8	29.4	29.2	29.0	29.4
净利率(%)	7.4	12.8	14.2	13.8	14.4
ROE(%)	7.2	14.4	15.4	15.1	14.8
EPS(摊薄/元)	0.30	0.70	0.83	0.93	1.04
P/E(倍)	32.98	14.3	11.9	10.7	9.6
P/B(倍)	2.38	2.1	1.8	1.6	1.4

资料来源：公司公告、新时代证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	利润表(百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1426	1997	2499	2970	3598	营业收入	4862	6465	6995	7986	8532
现金	553	820	1319	1549	2287	营业成本	3707	4565	4950	5669	6024
应收账款	111	109	129	143	147	营业税金及附加	73	79	70	88	103
其他应收款	2	1	2	2	3	营业费用	183	260	245	294	319
预付账款	13	25	16	30	19	管理费用	238	267	331	383	396
存货	230	241	270	315	307	财务费用	87	86	50	55	51
其他流动资产	517	800	763	930	835	资产减值损失	196	129	0	0	0
非流动资产	5755	5918	6137	6659	6728	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	449	451	453	454	456	投资净收益	81	26	-0	-1	0
固定资产	3816	3461	3767	4333	4479	营业利润	459	1103	1348	1496	1639
无形资产	396	386	409	420	422	营业外收入	8	6	7	7	7
其他非流动资产	1093	1619	1507	1452	1371	营业外支出	9	3	9	8	8
资产总计	7181	7914	8636	9629	10326	利润总额	458	1105	1346	1495	1639
流动负债	1814	1305	1416	1639	1510	所得税	93	271	343	378	392
短期借款	450	570	570	570	570	净利润	365	834	1004	1117	1247
应付账款	322	433	386	552	445	少数股东损益	6	8	13	13	15
其他流动负债	1042	302	460	517	496	归属母公司净利润	359	826	990	1104	1232
非流动负债	320	825	693	593	415	EBITDA	873	1557	1677	1871	2053
长期借款	300	807	675	575	397	EPS(元)	0.30	0.70	0.83	0.93	1.04
其他非流动负债	20	18	18	18	18						
负债合计	2134	2129	2109	2232	1926						
少数股东权益	65	74	87	100	115	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	1188	1188	1544	1544	1544	成长能力					
资本公积	1274	1274	917	917	917	营业收入(%)	1.0	33.0	8.2	14.2	6.8
留存收益	2387	3093	3770	4519	5360	营业利润(%)	(16.7)	140.2	22.3	11.0	9.5
归属母公司股东权益	4982	5711	6440	7298	8286	归属于母公司净利润(%)	(16.7)	130.1	19.9	11.5	11.5
负债和股东权益	7181	7914	8636	9629	10326	获利能力					
						毛利率(%)	23.8	29.4	29.2	29.0	29.4
						净利率(%)	7.4	12.8	14.2	13.8	14.4
						ROE(%)	7.2	14.4	15.4	15.1	14.8
						ROIC(%)	5.9	12.4	13.0	13.0	13.1
						偿债能力					
						资产负债率(%)	29.7	26.9	24.4	23.2	18.6
						净负债比率(%)	20.4	9.7	1.4	(3.0)	-13.5
						流动比率	0.8	1.5	1.8	1.8	2.4
						速动比率	0.7	1.3	1.6	1.6	2.2
						营运能力					
						总资产周转率	0.7	0.9	0.8	0.9	0.9
						应收账款周转率	33.8	58.8	58.8	58.8	58.8
						应付账款周转率	10.2	12.1	12.1	12.1	12.1
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.30	0.70	0.83	0.93	1.04
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	0.96	1.09	1.26	1.43
						每股净资产(最新摊薄)	4.19	4.81	5.42	6.14	6.97
						估值比率					
						P/E	32.98	14.33	11.95	10.71	9.61
						P/B	2.38	2.07	1.84	1.62	1.43
						EV/EBITDA	18.89	10.3	9.3	8.2	7.0

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	吕阳 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

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦15楼1501室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>