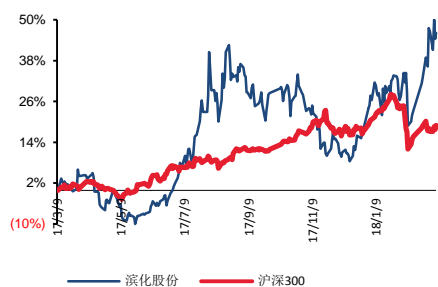


材料 材料 II

## 主业景气助业绩持续增长，转型升级在路上

### ■ 走势比较



### ■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,188/1,188
总市值/流通(百万元)	11,832/11,832
12个月最高/最低(元)	10.22/6.15

### 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

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 2017 年报, 全年实现营业收入 64.65 亿元, 同比 +32.96%; 归母净利润 8.26 亿元, 同比 +130.14%; Q1-Q4 分别实现归母净利润 1.76 亿元、1.85 亿元、1.98 亿元、2.66 亿元; 拟每 10 股分红 2.2 元, 转增 3 股。

### 主要观点:

#### 1. 烧碱和环氧丙烷持续景气, 业绩大增符合预期

公司深耕氯碱行业近 50 年, 拥有年产能烧碱 61 万吨、环氧丙烷 28 万吨、三氯乙烯 8 万吨、氯丙烯 6 万吨、四氯乙烯 8 万吨、双氧水(折纯) 3 万吨、聚醚 8 万吨, 经受住了 2017 年山东环保高压考验, 环保及一体化优势明显。受益于 2017 年烧碱及 PO 价格大幅上涨, 毛利率提升, 公司业绩大幅提升 130.14%, ROE 提升至 14.46% (+7.26 pcts), EPS 提升至 0.70 元。其中烧碱和 PO 产量分别为 67.76 万吨(+3.43%)、28.78 万吨(-4.86%), 销量分别为 66.97 万吨(+3.02%)、25.36 万吨(-8.63%), 销售均价分别为 3381.49 元/吨(+58.29%)、9080.61 元/吨(+17.76%), 毛利率分别为 54.48% (+20.29 pcts)、12.34% (+0.04pcts)。

#### 2. 环保高压及下游需求稳定, 仍是支撑烧碱及 PO 主逻辑

**烧碱:** 2017 年烧碱企业相比 2010 年减少 19 家至 157 家, 单个企业平均规模从 17 万吨上升至 25.3 万吨。展望未来, 我们认为随着落后产能淘汰, 环保高压常态化, 烧碱行业集中度不断提高, 而下游氧化铝(30%)、化工(19%)、纺织化纤(16%)、造纸(13%)等行业需求稳定, 氯碱装置开工率维持高位。而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, 势必支撑烧碱价格。考虑采暖季结束后, 氧化铝对烧碱需求增加, 有望催化价格上涨。

**PO:** 尽管 PO 规划产能较多, 但投放进度低于预期。且供给端污染严重的氯醇法占比 56%, 易受环保影响; HPO 法占比 12%, 还不成熟。总体而言我国 PO 供需紧平衡, 边际变化(检修、停车)极易催化价格大幅上涨。

#### 3. 收购热力公司, 降低用电成本

2018 年 3 月, 公司股东会审议通过以 4.1 亿元收购黄河三角洲热力公

司 77.92% 股权，拥有 400MW 机组，预计将大幅降低公司用电成本。

#### 4. 新增三个项目，同时推动转型升级

公司在建 7.5 万吨环氧氯丙烷、6000 吨电子级氢氟酸和 1000 吨六氟磷酸锂项目，2017 年进度分别为 85%、60% 和 80%，预计分别于 2019 年 6 月、2018 年 6 月、2018 年 6 月完工，有望贡献新业绩。公司已开发电子级氢氟酸客户 83 家，六氟磷酸锂客户 33 家。同时与清华工研院合作，推动公司转型升级，成为先进能源和新材料公司。

#### 5. 盈利预测及评级

我们预计公司 2018-2020 年归母净利润分别为 10.61 亿元、11.92 亿元、12.60 亿元，送股前对应 EPS 0.89 元、1.00 元、1.06 元，PE 11X、10X、9X，考虑公司主业景气，且有新增产能，未来转型升级，给予“买入”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：

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	6,465	6,708	7,150	7,565
(+/-%)	33.0%	3.8%	6.6%	5.8%
净利润(百万元)	827	1,061	1,192	1,260
(+/-%)	130.4%	28.4%	12.3%	5.7%
摊薄每股收益(元)	0.70	0.89	1.00	1.06
市盈率(PE)	14	11.2	9.9	9.4

资料来源：Wind，太平洋证券整理；送股前

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2017	2018E	2019E	2020E	会计年度	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	820	2,087	3,527	4,995	营业收入	6,465	6,708	7,150	7,565
应收票据	478	478	478	478	营业成本	4,565	4,590	4,810	5,091
应收账款	109	114	121	128	营业税金及附加	79	82	87	92
预付账款	25	25	26	27	销售费用	260	270	288	305
存货	241	242	254	269	管理费用	267	277	295	312
其他流动资产	323	323	323	323	财务费用	86	48	53	56
流动资产合计	1,997	3,269	4,729	6,220	资产减值损失	129	50	50	50
其他长期投资	470	470	470	470	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期股权投资	451	451	451	451	投资收益	26	26	26	26
固定资产	3,461	3,138	2,852	2,598	营业利润	1,103	1,417	1,593	1,684
在建工程	862	948	1,043	1,148	营业外收入	6	6	6	6
无形资产	386	386	386	386	营业外支出	3	3	3	3
其他非流动资产	287	287	287	287	利润总额	1,106	1,420	1,595	1,686
非流动资产合计	5,918	5,681	5,490	5,340	所得税	271	348	391	413
<b>资产合计</b>	<b>7,914</b>	<b>8,950</b>	<b>10,218</b>	<b>11,560</b>	净利润	835	1,072	1,204	1,273
短期借款	570	627	646	665	少数股东损益	8	11	12	13
应付票据	0	0	0	0	归属母公司净利润	827	1,061	1,192	1,260
应付账款	433	255	267	283	NOPLAT	977	1,124	1,261	1,332
预收款项	97	101	107	114	EPS ( 摊薄 )	0.70	0.89	1.00	1.06
其他应付款	19	19	19	19					
一年内到期的非流动	3	4	4	4					
其他流动负债	183	183	183	183	<b>主要财务比率</b>				
流动负债合计	1,305	1,188	1,226	1,267	<b>会计年度</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>
长期借款	807	888	914	942	<b>成长能力</b>				
应付债券	0	0	0	0	营业收入增长率	33.0%	3.8%	6.6%	5.8%
其他非流动负债	18	18	18	18	EBIT增长率	95.7%	15.1%	12.1%	5.6%
非流动负债合计	825	905	932	960	归母公司净利润增长率	130.4%	28.4%	12.3%	5.7%
<b>负债合计</b>	<b>2,129</b>	<b>2,093</b>	<b>2,158</b>	<b>2,226</b>	<b>获利能力</b>				
归属母公司所有者权	5,711	6,772	7,965	9,225	毛利率	29.4%	31.6%	32.7%	32.7%
少数股东权益	74	84	96	109	净利率	12.9%	16.0%	16.8%	16.8%
<b>所有者权益合计</b>	<b>5,785</b>	<b>6,857</b>	<b>8,061</b>	<b>9,334</b>	ROE	14.5%	15.7%	15.0%	13.7%
负债和股东权益	<b>7,914</b>	<b>8,950</b>	<b>10,218</b>	<b>11,560</b>	ROIC	18.1%	17.2%	16.4%	15.0%
					<b>偿债能力</b>				
<b>现金流量表</b>					资产负债率	26.9%	23.4%	21.1%	19.3%
					债务权益比	24.2%	22.4%	19.6%	17.4%
<b>单位:百万元</b>					流动比率	153.0%	275.2%	385.9%	491.0%
<b>会计年度</b>	<b>2017</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	速动比率	134.6%	254.8%	365.1%	469.8%
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,179</b>	<b>1,266</b>	<b>1,550</b>	<b>1,592</b>	<b>营运能力</b>				
现金收益	1,411	1,494	1,599	1,642	总资产周转率	0.8	0.7	0.7	0.7
存货影响	-11	-1	-12	-15	应收账款周转天数	6	6	6	6
经营性应收影响	-246	-54	-59	-59	应付账款周转天数	34	20	20	20
经营性应付影响	135	-174	19	22	存货周转天数	19	19	19	19
其他影响	-111	2	2	2	<b>每股指标 ( 元 )</b>				
<b>投资活动现金流</b>	<b>-526</b>	<b>-91</b>	<b>-102</b>	<b>-115</b>	每股收益	0.70	0.89	1.00	1.06
资本支出	-476	-116	-128	-141	每股经营现金流	0.99	1.07	1.30	1.34
股权投资	24	26	26	26	每股净资产	4.81	5.70	6.70	7.77
其他长期资产变化	-73	0	0	0	<b>估值比率</b>				
<b>融资活动现金流</b>	<b>-386</b>	<b>91</b>	<b>-8</b>	<b>-9</b>	P/E	14	11.2	9.9	9.4
借款增加	-200	138	45	47	P/B	2.1	1.7	1.5	1.3
财务费用	-86	-48	-53	-56	EV/EBITDA	7.9	7.2	6.6	6.4
股东融资	-97	0	0	0					
其他长期负债变化	-3	0	0	0					

资料来源: WIND, 太平洋证券

## 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	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	张小永	18511833248	zhangxiaoyong@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	沈颖	13636356209	shenyiny@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
广深销售副总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com
广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@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。