

业绩增速略低预期，低油价掣肘盈利水平

公司点评

程磊 (分析师)

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

证书编号: S0280517080001

周峰春 (联系人)

zhoufengchun@xsdzq.cn

证书编号: S0280117090010

● **事件:** 公司公告 2018 年业绩预增, 净利润 29.22-32.22 亿元, 同比 139%-163%, Q4 单季净利润 3.87-6.87 亿元, 环比下降 19%-54%。

● **业绩增长略低预期, 四季度景气拐点初现:** 受益环保督查和油价上涨, 公司全年业绩高速增长, 2018 年各产品均价及同比: 布伦特原油 (71.85 美元/桶, 31%)、煤 (617 元/吨, 4%)、尿素 (1998 元/吨, 20%)、醋酸 (4600, 49%)、甲醇 (3095, 11%)。同时传统产业升级项目 (2017 年 10 月) 等顺利完成, 为公司增加 100 万吨氨醇产能, 带来业绩增量。单从四季度看, 随着油价回落以及需求不振, 各化工品价格大幅回落, 行业景气拐点初现, 叠加公司装置检修、年底费用增加等, 导致 Q4 盈利环比下滑明显。

● **50 万吨乙二醇顺利投产, 2019 年开始贡献业绩增量:** 2018 年 10 月 9 日公司 50 万吨乙二醇项目顺利投产, 目前装置已经稳定运行, 产品品质达到聚酯级, 将为 2019 年全年贡献业绩增量。中国乙二醇消费 60% 依赖进口, 随着煤制乙二醇工艺突破, 未来 2-3 年乙二醇国产化将加速, 盈利趋于稳定合理水平, 公司 50 万吨乙二醇项目成本具有优势, 在乙二醇 5200 元/吨价格下估算利润约 2.3 亿元。

● **股权激励落地彰显信心, 远期规划项目保障成长:** 二期股权激励授予限制性股票 633 万股, 包括公司董事、高管及公司骨干人员, 解锁目标是以 2016 年收入为基数, 2019/2020/2021 年收入增长率不低于 70%/80%/90%, 且税前每股分红高于 0.15 元, 公司核心骨干激励到位, 同时彰显对未来的发展信心。另外, 公司 150 万吨绿色化工新材料项目 (乙二醇、精己二酸、氨基树脂、酰胺及尼龙等) 入选山东新旧动能转换项目库, 打开长期成长空间。

● **市场预期过度悲观, 维持“强烈推荐”评级:** 行业低迷下成本优势保障公司仍有超额收益, 而借助多联产平台公司可适当规避盈利周期波动, 同时 50 万吨乙二醇项目投产带来业绩增量, 我们预计 2018~2020 年业绩分别为 31.03、23.01、25.24 亿 (前次 33.89/37.22/39.23 亿), 当前估值水平 6/9/8 倍, 考虑到公司具备长期成长空间, 我们维持“强烈推荐”评级。

● **风险提示:** 煤炭成本大幅提高; 原油价格大幅下滑

财务摘要和估值指标

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	7701	10,408	14,817	15,410	15,717
增长率(%)	-11.0	35.2	42.4	4.0	2.0
净利润(百万元)	875.5	1,222	3,103	2,301	2,524
增长率(%)	-3.2	39.6	153.9	-25.8	9.7
毛利率(%)	20.2	19.6	30.0	22.0	22.7
净利率(%)	11.4	11.7	20.9	14.9	16.1
ROE(%)	10.7	13.2	25.5	16.2	15.3
EPS(摊薄/元)	0.54	0.75	1.91	1.42	1.56
P/E(倍)	22.65	16.2	6.4	8.6	7.9
P/B(倍)	2.43	2.1	1.6	1.4	1.2

强烈推荐 (维持评级)

市场数据

时间 2019.01.14

收盘价(元):	12.24
一年最低/最高(元):	11.12/21.82
总股本(亿股):	16.2
总市值(亿元):	198.33
流通股本(亿股):	16.17
流通市值(亿元):	197.97
近 3 月换手率:	83.4%

股价一年走势



收益涨幅 (%)

类型	一个月	三个月	十二个月
相对	-2.77	-29.33	-3.11
绝对	-4.82	-30.27	-29.53

相关报告

《三季度业绩符合预期, 公司全年高增长无忧》2018-10-25

《中报靓丽奠定全年高增长基调, 乙二醇项目开启业绩新增长点》2018-08-09

《Q2 单季度业绩创历史新高, 乙二醇即将投产支撑成长》2018-07-05

《弱周期新型煤化工标杆, 乙二醇打开成长空间》2018-04-24

《一季度业绩超预期, 期待乙二醇项目投产》2018-04-19

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	1998	2247	5721	7963	10048	营业收入	7701	10408	14817	15410	15717
现金	621	754	3329	6200	7596	营业成本	6143	8367	10379	12019	12149
应收账款	17	41	42	45	44	营业税金及附加	61	76	108	112	115
其他应收款	1	1	1	1	1	营业费用	167	189	237	277	280
预付账款	136	130	249	146	257	管理费用	154	170	207	216	220
存货	519	402	741	582	755	财务费用	141	152	175	78	-16
其他流动资产	703	920	1358	990	1395	资产减值损失	0	6	60	0	0
非流动资产	11208	13775	12797	11843	10889	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0	0
固定资产	8242	10720	10390	9560	8696	营业利润	1035	1449	3650	2707	2970
无形资产	523	518	552	582	620	营业外收入	4	1	0	0	0
其他非流动资产	2443	2536	1855	1702	1573	营业外支出	5	13	0	0	0
资产总计	13206	16022	18518	19807	20937	利润总额	1034	1438	3650	2707	2970
流动负债	2953	3601	3415	3625	3453	所得税	158	216	548	406	445
短期借款	740	660	660	660	660	净利润	875	1222	3103	2301	2524
应付账款	726	1330	1220	1310	1248	少数股东损益	0	0	0	0	0
其他流动负债	1488	1610	1535	1655	1545	归属母公司净利润	875	1222	3103	2301	2524
非流动负债	2091	3132	2953	1975	996	EBITDA	2145	2648	4701	3693	3876
长期借款	2065	3115	2936	1957	979	EPS(元)	0.54	0.75	1.91	1.42	1.56
其他非流动负债	26	17	17	17	17						
负债合计	5044	6733	6369	5599	4449						
少数股东权益	0	0	0	0	0	主要财务比率	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
股本	1247	1620	1620	1620	1620	成长能力					
资本公积	2369	2012	2012	2012	2012	营业收入(%)	(11.0)	35.2	42.4	4.0	2.0
留存收益	4585	5682	8168	10011	12034	营业利润(%)	(2.6)	40.0	151.8	-25.8	9.7
归属母公司股东权益	8161	9289	12149	14207	16489	归属于母公司净利润(%)	(3.2)	39.6	153.9	-25.8	9.7
负债和股东权益	13206	16022	18518	19807	20937	获利能力					
						毛利率(%)	20.2	19.6	30.0	22.0	22.7
						净利率(%)	11.4	11.7	20.9	14.9	16.1
						ROE(%)	10.7	13.2	25.5	16.2	15.3
						ROIC(%)	8.4	10.0	18.9	12.8	12.7
						偿债能力					
						资产负债率(%)	38.2	42.0	34.4	28.3	21.2
						净负债比率(%)	40.4	43.9	10.3	(18.3)	-30.2
						流动比率	0.7	0.6	1.7	2.2	2.9
						速动比率	0.5	0.5	1.5	2.0	2.7
						营运能力					
						总资产周转率	0.6	0.7	0.9	0.8	0.8
						应收账款周转率	327.8	355.0	355.0	355.0	355.0
						应付账款周转率	8.7	8.1	8.1	9.5	9.5
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.54	0.75	1.91	1.42	1.56
						每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	1.87	2.00	2.61	1.65
						每股净资产(最新摊薄)	5.04	5.73	7.50	8.77	10.18
						估值比率					
						P/E	22.65	16.23	6.39	8.62	7.86
						P/B	2.43	2.14	1.63	1.40	1.20
						EV/EBITDA	10.79	9.0	4.5	4.7	3.8

现金流量表(百万元)					
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	997	1711	3248	4225	2672
净利润	875	1222	3103	2301	2524
折旧摊销	949	987	972	1008	1025
财务费用	141	152	175	78	-16
投资损失	0	0	0	0	0
营运资金变动	-978	-673	-1002	838	-861
其他经营现金流	10	24	0	0	0
投资活动现金流	-1255	-2150	5	-54	-71
资本支出	1264	2161	-978	-954	-954
长期投资	0	0	0	0	0
其他投资现金流	9	11	-972	-1008	-1025
筹资活动现金流	447	574	-678	-1300	-1205
短期借款	710	-80	0	0	0
长期借款	273	1050	-179	-979	(979)
普通股增加	288	374	0	0	0
资本公积增加	7	-356	0	0	0
其他筹资现金流	-831	-413	-499	-321	-227
现金净增加额	197	132	2575	2872	1395

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同期市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

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，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%-5%。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%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 邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕苒琪销售总监
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓销售总监
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@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23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>