

4 季度业绩下滑主要由于营业外支出增加

公司简报

◆事件

公司发布 14 年业绩快报，全年营业收入 20.3 亿元，同比增长 18.5%；归属于上市公司股东的净利润 2.0 亿元，同比增长 2.0%，略低于我们此前 2.2 亿元的业绩预测，主要原因是 14 年 4 季度的营业外收入减支出同比下降了 2300 万元。

公司 14 年 4 季度实现营业收入 6.3 亿元，同比增长 15.7%；归属于上市公司股东的净利润 4820 万元，同比下降 19.6%。

◆4 季度营业利润率有所提升，业绩下滑主要由于营业外支出增加

公司 14 年 4 季度 15.7% 的营收同比增速略低于前三季度 19.8% 的增速水平，我们预计是受到油价下跌导致公司产品价格下调的影响，不过由于产品降价幅度低于原材料降价幅度，我们预计公司毛利率有所提升，体现在 4 季度公司营业利润率为 11.2%，环比前三季度提升了 0.9 个百分点。

营业外支出大幅增加是 4 季度业绩同比下滑的主要原因。公司 14 年 4 季度营业外收入减支出为 -1539 万元，同比 13 年 4 季度下降了 2300 万元，我们预计主要是由于计提了收购 WPR 前期费用所致。

◆维持“增持”评级

我们维持对公司观点不变。过去 5 年公司改性塑料销量维持 40% 复合增速增长，同时凭借突出的研发优势已进入宝马等全球豪华品牌车企供应体系，随着重庆基地产能逐步释放，公司产品销量有望继续维持 20% 以上增长。油价下跌有利于公司毛利率提升，14 年 4 季度已经有所体现，我们预计 15 年 1 季度有望继续观察到毛利率的明显提升。销量增长叠加毛利率提升有望使公司在 15 年迎来业绩爆发期。同时收购 WPR 也宣布拉开公司全球化扩张大幕，发展空间已经打开。我们下调公司 14 年业绩预测，同时维持 15、16 年的业绩预测，暂不考虑 WPR 并表的影响，预计 14~16 年的 EPS 分别为 0.75、1.30、1.52 元，维持“增持”评级。

◆风险提示：油价反弹超预期；公司改性塑料销量不达预期。

业绩预测和估值指标

指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,212	1,710	2,027	2,615	3,286
营业收入增长率	30.82%	41.12%	18.57%	29.00%	25.65%
净利润(百万元)	159	197	201	350	410
净利润增长率	80.17%	24.37%	2.03%	73.91%	17.14%
EPS(元)	0.59	0.73	0.75	1.30	1.52
ROE(归属母公司)(摊薄)	12.52%	13.65%	12.64%	18.40%	18.28%
P/E	43	35	34	20	17
P/B	5	5	4	4	3

增持(维持)

当前价/目标价：25.41/30.00 元

目标期限：6 个月

分析师

毛伟(执业证书编号：S0930513080003)

021-22169329

maowei@ebsec.com

周南(执业证书编号：S0930514080004)

021-22169158

zhounan@ebsec.com

市场数据

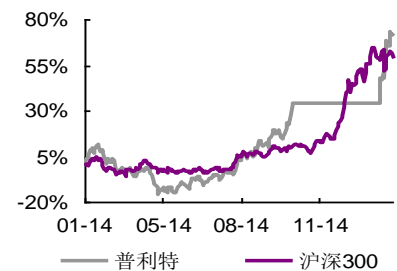
总股本(亿股)：2.70

总市值(亿元)：68.61

一年最低/最高(元)：12.61/26.70

近 3 月换手率：42.83%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	26.66	-16.37	14.30
绝对	27.70	27.70	71.15

相关研报

15 年有望迎来业绩爆发期

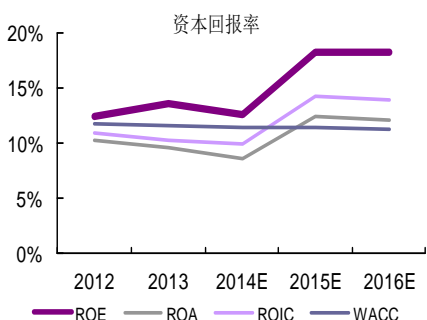
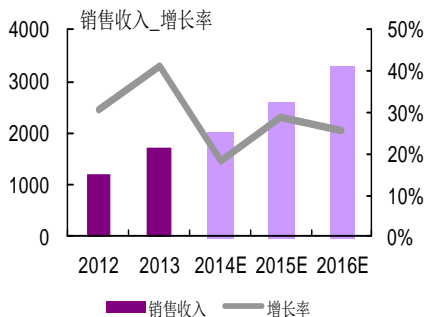
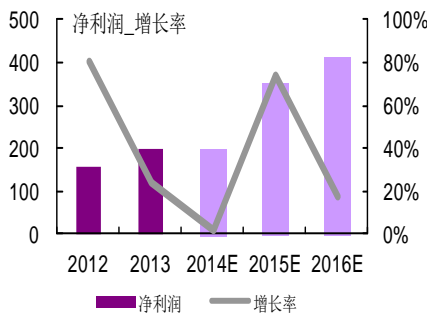
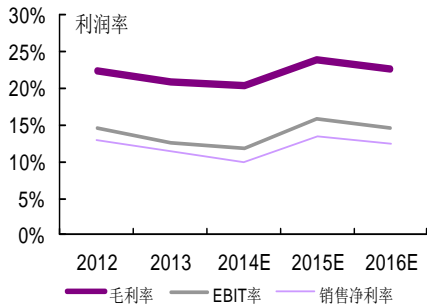
.....2015-01-29

收入维持快速增长 毛利率有所下滑

.....2014-08-27

进入中高端市场 业绩将持续增长

.....2014-04-18



利润表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,212	1,710	2,027	2,615	3,286
营业成本	941	1,351	1,614	1,991	2,542
折旧和摊销	17	29	41	47	53
营业税费	5	9	10	13	16
销售费用	32	59	70	86	105
管理费用	55	75	95	112	138
财务费用	2	9	24	32	41
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	175	207	214	381	444
利润总额	188	239	237	412	482
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	158.62	197.29	201.28	350.04	410.04

资产负债表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
总资产	1,538	2,025	2,315	2,809	3,385
流动资产	1,020	1,371	1,595	2,028	2,549
货币资金	179	234	264	340	427
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	412	619	730	942	1,183
应收票据	197	183	203	262	329
其他应收款	8	9	11	14	18
存货	196	263	323	398	508
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	3	0	0	0	0
固定资产	295	379	424	465	502
无形资产	95	95	98	101	103
总负债	271	579	722	907	1,142
无息负债	159	282	291	362	452
有息负债	112	297	431	545	690
股东权益	1,267	1,445	1,593	1,902	2,243
股本	270	270	270	270	270
公积金	626	654	674	709	718
未分配利润	371	522	649	924	1,255
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2012	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	-63	8	81	143	160
净利润	159	197	201	350	410
折旧摊销	17	29	41	47	53
净营运资金增加	273	226	226	362	431
其他	-513	-444	-387	-616	-734
投资活动产生现金流	-158	-87	-108	-108	-108
净资本支出	-144	-103	-108	-108	-108
长期投资变化	3	0	0	0	0
其他资产变化	-18	16	0	0	0
融资活动现金流	31	155	57	41	35
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	62	185	134	113	146
无息负债变化	19	123	9	71	90
净现金流	-191	76	30	76	87

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2012	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	30.82%	41.12%	18.57%	29.00%	25.65%
净利润增长率	80.17%	24.37%	2.03%	73.91%	17.14%
EBITDA/EBITDA 增长率	98.47%	26.38%	13.43%	64.96%	16.84%
EBIT/EBIT 增长率	103.45%	22.12%	9.87%	73.51%	17.23%
估值指标					
PE	43	35	34	20	17
PB	5	5	4	4	3
EV/EBITDA	36	29	26	16	14
EV/EBIT	39	33	31	18	16
EV/NOPLAT	46	40	36	21	18
EV/Sales	6	4	4	3	2
EV/IC	5	4	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	22.37%	20.97%	20.41%	23.89%	22.63%
EBITDA 率	16.05%	14.37%	13.75%	17.59%	16.35%
EBIT 率	14.64%	12.67%	11.74%	15.79%	14.73%
税前净利润率	15.52%	13.95%	11.68%	15.75%	14.68%
税后净利润率 (归属母公司)	13.09%	11.54%	9.93%	13.38%	12.48%
ROA	10.31%	9.74%	8.69%	12.46%	12.11%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.52%	13.65%	12.64%	18.40%	18.28%
经营性 ROIC	11.05%	10.35%	10.00%	14.35%	14.03%
偿债能力					
流动比率	4.05	2.39	2.23	2.25	2.24
速动比率	3.27	1.94	1.78	1.81	1.80
归属母公司权益/有息债务	11.34	4.86	3.69	3.49	3.25
有形资产/有息债务	12.85	6.48	5.13	4.96	4.75
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.59	0.73	0.75	1.30	1.52
每股红利	0.10	0.20	0.15	0.26	0.30
每股经营现金流	-0.24	0.03	0.30	0.53	0.59
每股自由现金流(FCFF)	-0.92	-0.45	-0.34	-0.27	-0.27
每股净资产	4.69	5.35	5.90	7.05	8.31
每股销售收入	4.49	6.33	7.51	9.69	12.17

资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

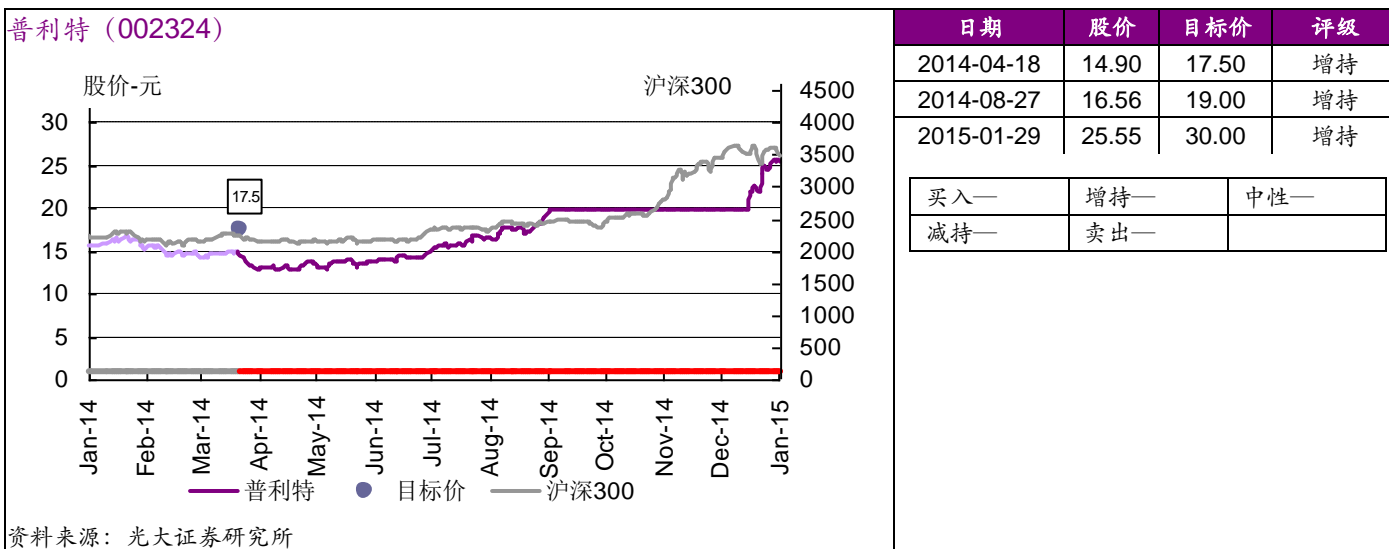
负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

毛伟，浙江大学高分子系学士，中科院化学所博士，2008年起先后在东海证券，兴业证券从事化工行业研究，所在团队获得2011、2012年度新财富及水晶球奖基础化工行业第一名。2014年荣获新财富基础化工行业第四名。目前负责化工研究团队。覆盖公司：万华化学、三友化工、金正大、宏大爆破、沧州明珠、巨化股份、联化科技、金发科技、正和股份、新安股份、江南化工、诺普信、华鲁恒升、升华拜克等等。

周南，厦门大学化学学士，南京大学无机化学硕士，2013年开始从事化工行业研究，覆盖化肥、轮胎、塑料等子板块，熟悉上市公司包括华鲁恒升、鲁西化工、金正大、青岛双星、金发科技等。

投资建议历史表现图



行业及公司评级体系

- 买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
 - 增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
 - 中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
 - 减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
 - 卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
 - 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
- 市场基准指数为沪深300指数。

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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-62152373	13611990668	puwn@ebscn.com
	周薇薇	021-22167101	18621181721	jishuang@ebscn.com
	徐又丰	021-22169082	-	xuyf@ebscn.com
	李强	021-22169131		liqiang88@ebscn.com
	张弓	021-22169083		zhanggong@ebscn.com
	罗德锦	021-22169146	-	luodj@ebscn.com
	濮维娜			
北京	计爽			
	郝辉	010-59046212	18611386181	zhulin1@ebscn.com
	黄怡	010-58452027	-	huangyi@ebscn.com
	梁晨	-	-	liangchen@ebscn.com
	刘公直	010-58452029	-	liugongzhi@ebscn.com
深圳	朱林			
	黎晓宇	0755-83553559	-	lix1@ebscn.com
	李潇	0755-83559378	-	lixiao1@ebscn.com
	张亦潇	0755-23996409	-	zhangyx@ebscn.com
国际业务	王渊锋		-	wangyuanfeng@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	18018609199	taoyi@ebscn.com
	戚德文	021-22169152	13585893550	qidw@ebscn.com
	顾胜寒	021-22167094	18352760578	gush@ebscn.com