

证券研究报告 / 公司点评报告

**增持**

上次评级: 首次覆盖

## 战略转型持续, 投资碳纤维新材料

### 报告摘要:

**2016年半年报:** 报告期内公司实现总营收 14.50 亿元, 同比增加 6.71%; 归属上市公司股东的净利润 1.23 亿元, 同比减少 10.19%; 实现 EPS 0.04 元/股, 与上年同期持平。

**双甘膦维持高毛利率, 玻璃产品进入汽车产业链。** 公司双甘膦产品确立了全球主流下游制造商主供商地位, 上半年营收同比下降 34.44%, 但毛利率同比上升至 33.68%, 实现了预期收益。随着全资子公司武骏玻璃的产能释放, 上半年玻璃产品营收 2.82 亿, 同比增长 150.42%。目前玻璃产品已进入汽车应用领域, 武骏玻璃与福耀玻璃签订了《合作协议》, 约定下半年期间, 福耀玻璃向武骏玻璃订购约 3 万吨汽车玻璃, 合同总金额约 4500 万元。玻璃产品在汽车产业链中的认可有利于未来打开更广阔的市场空间, 增强盈利能力。

**碳纤维项目进展顺利。** 2015 年底公司计划定增募资用于建设 3000 吨 PAN 基高性能碳纤维项目, 拟投资资金 24 亿, 建设周期 1.5 年。合作的德国工程公司负责为公司提供用于航空航天、汽车、新能源等领域高性能碳纤维项目的交钥匙工程, 包括: PAN 聚合装置、前驱体生产装置、碳纤维生产装置以及一揽子技术服务, 最终产品质量保证服务。根据测算, 项目达产后, 预计年销售收入为 11.2 亿元, 年税后净利润为 4.6 亿元, 静态投资回收期为 5.5 年, 有望成为公司新的利润增长点。项目等定增发行完毕后实施, 目前项目进展顺利。

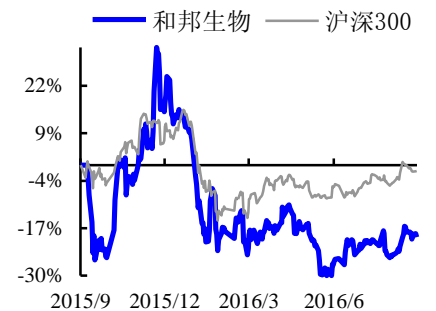
**战略转型持续推进, 股东增持彰显信心。** 公司从上市至今已经从以纯碱为主的传统公司转型为以生物农药及其他生物产品、互联网+、农业、精细化工、新材料为主的新兴产业公司。通过一系列项目引进和投入, 公司平台型、技术转化型、国际化的发展模式日趋成熟。股东连续增持展现了对未来发展的信心。

我们预计公司 2016 - 2018 年 EPS 分别为 0.12/0.17/0.23, 对应 PE 42X/29X/22X。首次覆盖, 给予“增持”评级。

**风险提示:** 传统行业景气度低迷, 项目进展不及预期。

股票数据	2016/8/31
收盘价(元)	5.02
12个月股价区间(元)	4.32~8.60
总市值(百万元)	16,627
总股本(百万股)	3,312
A股(百万股)	3,312
B股/H股(百万股)	0/0
日均成交量(百万股)	17

### 历史收益率曲线



涨跌幅 (%)	1M	3M	12M
绝对收益	6%	10%	-20%
相对收益	2%	5%	-19%

### 相关报告

- 康得新 (002450): 膜材料稳步增长, 新业务持续布局 2016-08-27
- 楚江新材 (002171): 高端产品快速发展, 传统业务稳步提升 2016-08-22
- 金发科技 (600143): 碳纤维复合材料爆发, 业绩稳中有升 2016-08-15

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2186	2863	3608	4529	5785
(+/-)%	36.38%	30.97%	26.04%	25.53%	27.73%
归属母公司净利润	672	240	394	571	766
(+/-)%	942.51%	-64.29%	64.34%	44.76%	34.20%
每股收益 (元)	0.66	0.07	0.12	0.17	0.23
市盈率	24.75	69.32	42.18	29.14	21.71
市净率	3.50	2.64	2.49	2.29	2.07
净资产收益率 (%)	14.14%	3.81%	5.90%	7.87%	9.55%
股息收益率 (%)	0.73%	0.15%	0.00%	0.00%	0.00%
总股本 (百万股)	1011	3312	3312	3312	3312

**证券分析师: 王小勇**  
执业证书编号: S0550515090001  
**研究助理: 邹兰兰**  
执业证书编号: S0550116010023  
**研究助理: 沈衡**  
执业证书编号: S0550116080015  
15021530650 shenheng@nesc.cn  
**研究助理: 贾广博**  
执业证书编号: S0550116010031

**附表：财务报表预测摘要及指标**

资产负债表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	569	679	814	726	净利润	239	393	568	763
交易性金融资产	0	0	0	0	资产减值准备	27	34	39	33
应收款项	628	671	850	1083	折旧及摊销	323	416	487	569
存货	821	1156	1353	1713	公允价值变动损失	0	0	0	0
其他流动资产	87	73	69	75	财务费用	120	144	158	142
<b>流动资产合计</b>	<b>2344</b>	<b>2894</b>	<b>3467</b>	<b>4081</b>	投资损失	-44	-251	-182	-205
可供出售金融资产	80	80	80	80	运营资本变动	-204	-146	-191	-290
长期投资净额	259	259	259	259	其他	0	-8	4	-6
固定资产	3404	4222	4936	5684	<b>经营活动净现金流量</b>	<b>449</b>	<b>603</b>	<b>830</b>	<b>964</b>
无形资产	966	1042	1117	1192	<b>投资活动净现金流量</b>	<b>-1254</b>	<b>117</b>	<b>-815</b>	<b>-826</b>
商誉	1522	1436	1465	1455	<b>融资活动净现金流量</b>	<b>1227</b>	<b>-1288</b>	<b>-694</b>	<b>-444</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>8853</b>	<b>8556</b>	<b>9115</b>	<b>9625</b>	<b>企业自由现金流</b>	<b>-718</b>	<b>414</b>	<b>-173</b>	<b>-15</b>
<b>资产总计</b>	<b>11197</b>	<b>11450</b>	<b>12581</b>	<b>13705</b>					
短期借款	2558	1187	525	0	财务与估值指标				
应付款项	786	989	1187	1490		2015A	2016E	2017E	2018E
预收款项	103	117	152	192	<b>每股指标</b>				
一年内到期的非流动负债	151	233	199	276	每股收益 (元)	0.07	0.12	0.17	0.23
<b>流动负债合计</b>	<b>3721</b>	<b>2725</b>	<b>2275</b>	<b>2239</b>	每股净资产 (元)	1.90	2.02	2.19	2.42
长期借款	70	70	70	70	每股经营性现金流量 (元)	0.14	0.18	0.25	0.29
其他长期负债	28	29	31	35	<b>成长性指标</b>				
<b>长期负债合计</b>	<b>894</b>	<b>893</b>	<b>895</b>	<b>899</b>	营业收入增长率	30.97%	26.04%	25.53%	27.73%
<b>负债合计</b>	<b>4615</b>	<b>3618</b>	<b>3170</b>	<b>3138</b>	净利润增长率	-64.29%	64.34%	44.76%	34.20%
归属于母公司股东权益合计	6288	6682	7253	8018	<b>盈利能力指标</b>				
少数股东权益	295	293	291	288	毛利率	21.93%	19.26%	24.00%	24.91%
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>11197</b>	<b>10593</b>	<b>10713</b>	<b>11444</b>	净利率	8.38%	10.93%	12.60%	13.24%
					<b>运营效率指标</b>				
					应收账款周转率 (次)	69.78	67.89	68.52	68.31
					存货周转率 (次)	140.66	144.85	143.45	143.92
					<b>偿债能力指标</b>				
					资产负债率	41.22%	34.15%	29.59%	27.42%
					流动比率	0.63	1.06	1.52	1.82
					速动比率	0.38	0.58	0.84	0.95
					<b>费用率指标</b>				
					销售费用率	5.13%	4.96%	5.02%	5.00%
					管理费用率	4.64%	4.66%	4.65%	4.66%
					财务费用率	4.31%	3.80%	3.44%	3.27%
					<b>分红指标</b>				
					分红比例				
					股息收益率	0.15%	0.00%	0.00%	0.00%
					<b>估值指标</b>				
					P/E (倍)	69.32	42.18	29.14	21.71
					P/B (倍)	2.64	2.49	2.29	2.07
					P/S (倍)	5.81	4.61	3.67	2.87
					净资产收益率	3.81%	5.90%	7.87%	9.55%

利润表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	2863	3608	4529	5785
营业成本	2235	2913	3442	4344
营业税金及附加	24	30	38	48
资产减值损失	27	34	39	33
销售费用	147	179	227	289
管理费用	133	168	211	269
财务费用	123	137	156	189
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	44	251	182	205
<b>营业利润</b>	<b>219</b>	<b>397</b>	<b>598</b>	<b>817</b>
营业外收支净额	64	43	50	47
<b>利润总额</b>	<b>282</b>	<b>440</b>	<b>648</b>	<b>864</b>
所得税	44	47	79	101
净利润	239	393	568	763
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>240</b>	<b>394</b>	<b>571</b>	<b>766</b>
少数股东损益	-1	-1	-2	-3

资料来源：东北证券

**分析师简介:**

邹兰兰，香港大学物理学硕士，一年半半导体行业工作经验，两年电子行业研究经验。2015年9月加入东北证券电子行业研究团队，任电子行业分析师。

沈衡，中国科学院化学研究所理学博士，2016年7月加入东北证券基础化工研究团队，任基础化工行业分析师。

贾广博，上海交通大学机动学院工学硕士，曾就职于中石化物资装备部（国际事业公司），2015年加入东北证券石油化工团队，任石油化工行业分析师。

**重要声明**

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人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。

本公司或其关联机构可能会持有本报告中涉及到的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

**分析师声明**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

**投资评级说明**

股票 投资 评级 说明	买入	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准15%以上。
	增持	未来6个月内，股价涨幅超越市场基准5%至15%之间。
	中性	未来6个月内，股价涨幅介于市场基准-5%至5%之间。
	减持	在未来6个月内，股价涨幅落后市场基准5%至15%之间。
	卖出	未来6个月内，股价涨幅落后市场基准15%以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来6个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来6个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来6个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

**东北证券股份有限公司**
**中国 吉林省长春市**

自由大路1138号  
 邮编：130021  
 电话：4006000686  
 传真：(0431)85680032  
 网址：http://www.nesc.cn

**中国 北京市西城区**

锦什坊街28号  
 恒奥中心D座  
 邮编：100033  
 电话：(010)63210800  
 传真：(010)63210867

**中国 上海市浦东新区**

源深路305号  
 邮编：200135  
 电话：(021)20361009  
 传真：(021)20361258

**中国 深圳南山区**

大冲商务中心1栋2号楼24D  
 邮编：518000

**机构销售**
**华北地区**

销售总监 李航  
 电话：(010) 63210896  
 手机：136-5103-5643  
 邮箱：lihang@nesc.cn

**华东地区**

销售总监 朱昂  
 电话：(021) 20361102  
 手机：138-1773-8847  
 邮箱：zhuang@nesc.cn

**华南地区**

销售总监 邱晓星  
 手机：186-2030-0776  
 邮箱：qiuxx@nesc.cn