

粘胶短纤价格上涨

核心观点

- **粘胶价格再次上涨**：近期粘胶价格持续上涨，已经涨到 16500 元/吨以上，主要原因是棉花价格持续上涨和山东、河南、河北地区厂商降低开工率。今年国内粘胶供需持续紧张，盈利也大幅好转。未来两年行业供给增速低于下游需求增速，我们预计粘胶高景气有望持续。
- **业绩将大幅提升**：年中以来，PVC、烧碱和粘胶持续大幅涨价，公司作为氯碱行业龙头，盈利随之大幅提升，前三季度盈利达到 7.1 亿元，我们预计全年业绩有望进一步提升。展望未来，我们对氯碱和粘胶盈利仍保持乐观，公司盈利有望再上台阶

财务预测与投资建议

- 我们上调公司 16-18 年每股盈利 EPS 预测到 0.66/1.13/1.18 元（原预测为 0.39/0.69/0.78 元），按照可比公司 17 年 15 倍市盈率，给予目标价 16.98 元和买入评级。

风险提示

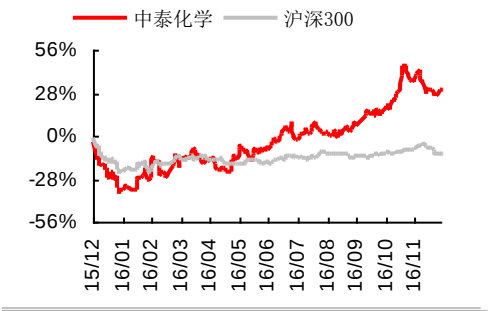
- PVC 供需改善不及预期。
- 纺纱产业政策变化。
- 粘胶景气度下滑。
- 纺织产能及销售不及预期。



投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2016 年 12 月 29 日)	11.88 元
目标价格	16.98 元
52 周最高价/最低价	13.31/5.67 元
总股本/流通 A 股 (万股)	214,645/98,445
A 股市值 (百万元)	25,500
国家/地区	中国
行业	基础化工
报告发布日期	2016 年 12 月 30 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	2.6	-4.2	20.1	32.3
相对表现 (%)	3.7	3.3	18.5	44.6
沪深 300 (%)	-1.1	-7.5	1.7	-12.3



资料来源：WIND、东方证券研究所

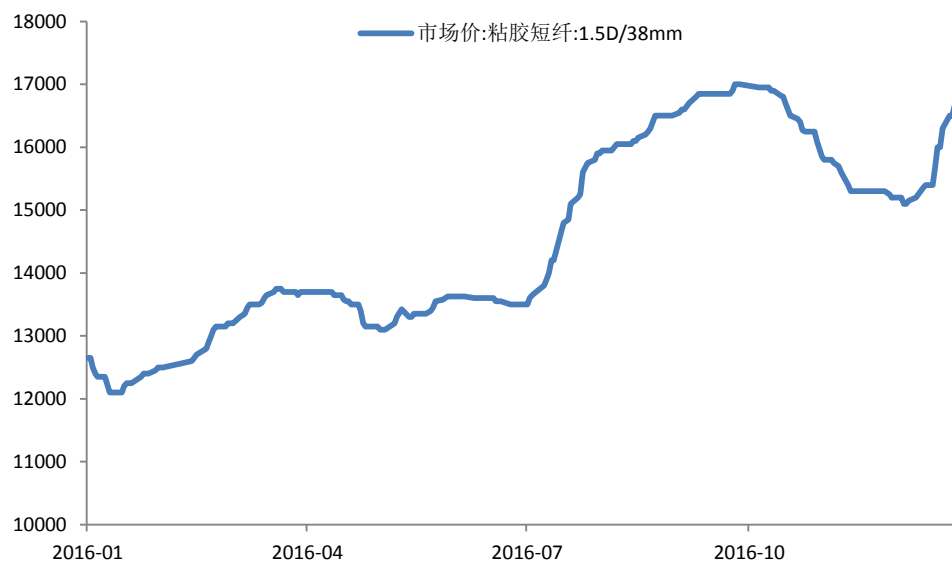
公司主要财务信息					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	11,177	15,263	18,397	21,074	21,504
同比增长	-7.2%	36.6%	20.5%	14.6%	2.0%
营业利润 (百万元)	362	(54)	1,432	2,470	2,562
同比增长	274.2%	-114.8%	2765.9%	72.5%	3.7%
归属母公司净利润 (百万元)	332	8	1,406	2,430	2,543
同比增长	191.9%	-97.7%	18214.1%	72.9%	4.6%
每股收益 (元)	0.15	0.00	0.66	1.13	1.18
毛利率	27.3%	23.1%	30.1%	32.7%	32.1%
净利率	3.0%	0.1%	7.6%	11.5%	11.8%
净资产收益率	3.9%	0.1%	10.4%	13.5%	12.8%
市盈率 (倍)	76.7	3,321.2	18.1	10.5	10.0
市净率 (倍)	2.9	2.5	1.5	1.3	1.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

证券分析师 **赵辰**
021-63325888*5101
zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511120005

联系人 **倪吉**
021-63325888-7504
niji@orientsec.com.cn

相关报告
业绩超预期，盈利继续向好 2016-10-26
PVC 景气向上，粘胶提供安全边际 2016-09-22

图 1：粘胶价格走势


资料来源：东方证券研究所

表 1：盈利预测调整表（百万）

人民币百万元	调整前			调整后		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
核心假设						
PVC 价格	4620	4716	4833	4976	5641	5656
变动幅度				7.70%	19.61%	17.04%
烧碱价格	1933	1933	1933	2305	2305	2305
变动幅度				19.23%	19.23%	19.23%
粘胶价格	12105	13200	13200	11851	13000	13000
变动幅度				-2.09%	-1.52%	-1.52%
分项目盈利预测						
PVC						
销售收入	7,459	7,614	7,802	8,033	9,107	9,131
变动幅度				7.70%	19.61%	17.04%
毛利率	30.73%	31.81%	33.11%	35.60%	39.03%	38.90%
变动幅度				15.87%	22.71%	17.48%
氯碱类						
销售收入	1,695	1,618	1,618	2,021	1,929	1,929
变动幅度				19.23%	19.23%	19.23%
毛利率	51.94%	51.94%	51.94%	59.69%	59.69%	59.69%
变动幅度				14.92%	14.92%	14.92%
电						

销售收入	30	21	24	30	22	25
变动幅度				0.00%	5.00%	5.00%
毛利率	13.61%	13.61%	13.61%	13.61%	13.61%	13.61%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
粘胶						
销售收入	2,613	1,737	859	2,559	1,710	846
变动幅度				-2.09%	-1.52%	-1.52%
毛利率	25.76%	32.55%	32.43%	24.17%	31.51%	31.39%
变动幅度				-6.16%	-3.19%	-3.21%
纺纱						
销售收入	2,059	4,386	5,404	2,024	4,330	5,335
变动幅度				-1.71%	-1.26%	-1.27%
毛利率	24.48%	29.72%	29.13%	23.16%	28.82%	28.22%
变动幅度				-5.37%	-3.03%	-3.13%
贸易						
销售收入	2,578	2,707	2,842	2,578	2,707	2,842
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
其他业务						
销售收入	1,153	1,268	1,395	1,153	1,268	1,395
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	10.28%	10.28%	10.28%	10.28%	10.28%	10.28%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
销售收入合计	17,587	19,350	19,944	18,397	21,074	21,504
变动幅度				4.61%	8.91%	7.82%
综合毛利率	26.89%	28.60%	28.62%	30.08%	32.73%	32.11%
变动幅度				11.85%	14.42%	12.22%

资料来源：东方证券研究所

表 2：财务预测整表（百万）

人民币百万元	调整前			调整后		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
营业收入	17,587	19,350	19,944	18,397	21,074	21,504
变动幅度				4.61%	8.91%	7.82%
营业利润	755	1,335	1,527	1,432	2,470	2,562
变动幅度				89.69%	85.05%	67.80%
归属母公司净利润	834	1,478	1,674	1,406	2,430	2,543
变动幅度				68.58%	64.47%	51.94%
每股收益（元）	0.39	0.69	0.78	0.66	1.13	1.18

变动幅度				68.58%	64.47%	51.94%
毛利率(%)	26.89%	28.60%	28.62%	30.08%	32.73%	32.11%
变动幅度				11.85%	14.42%	12.22%
净利率(%)	4.74%	7.64%	8.39%	7.64%	11.53%	11.83%
变动幅度				61.15%	51.01%	40.92%

资料来源：东方证券研究所

表 3：可比公司估值

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
桐昆股份	0.09	0.71	0.97	1.14	158.29	20.82	15.23	13.01
三友化工	0.22	0.45	0.58	0.70	37.22	18.35	14.24	11.81
上海石化	0.30	0.40	0.42	0.42	20.33	15.36	14.69	14.44
华锦股份	0.21	0.84	1.04	1.10	44.14	10.86	8.74	8.28
恒力股份	-0.09	0.34	0.42	0.49	-96.86	24.50	19.91	17.18
						18.00	15.00	13.00

资料来源：Wind，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,738	1,552	1,840	4,730	2,150	营业收入	11,177	15,263	18,397	21,074	21,504
应收账款	448	492	644	738	753	营业成本	8,125	11,743	12,863	14,177	14,598
预付账款	724	938	1,196	1,370	1,398	营业税金及附加	55	90	108	124	126
存货	1,330	1,300	1,286	1,418	1,460	营业费用	1,471	1,947	2,303	2,638	2,692
其他	1,591	4,393	4,818	5,288	5,363	管理费用	414	479	620	710	725
流动资产合计	5,831	8,676	9,783	13,543	11,123	财务费用	768	984	870	853	745
长期股权投资	471	933	933	933	933	资产减值损失	7	(7)	3	2	0
固定资产	20,478	23,440	26,120	27,908	26,588	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4,065	2,787	1,664	630	740	投资净收益	26	(81)	(198)	(99)	(54)
无形资产	580	607	640	672	703	其他	0	(0)	(0)	0	0
其他	288	586	169	149	132	营业利润	362	(54)	1,432	2,470	2,562
非流动资产合计	25,883	28,352	29,526	30,292	29,095	营业外收入	48	309	344	476	540
资产总计	31,714	37,028	39,309	43,835	40,218	营业外支出	9	8	10	10	10
短期借款	2,384	3,495	5,952	3,495	3,570	利润总额	401	247	1,766	2,937	3,092
应付账款	3,426	3,835	4,245	4,678	4,817	所得税	64	60	255	414	431
其他	4,724	5,350	1,681	6,118	3,151	净利润	337	187	1,511	2,522	2,661
流动负债合计	10,533	12,680	11,877	14,291	11,538	少数股东损益	5	180	105	92	118
长期借款	4,530	4,143	4,143	4,143	4,143	归属于母公司净利润	332	8	1,406	2,430	2,543
应付债券	5,168	5,079	4,085	4,097	1,300	每股收益（元）	0.15	0.00	0.66	1.13	1.18
其他	1,260	3,161	322	322	322	主要财务比率					
非流动负债合计	10,958	12,383	8,550	8,561	5,765		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	21,491	25,063	20,427	22,852	17,303	成长能力					
少数股东权益	1,515	1,790	1,895	1,987	2,105	营业收入	-7.2%	36.6%	20.5%	14.6%	2.0%
股本	1,390	1,390	2,146	2,146	2,146	营业利润	274.2%	-114.8%	2765.9%	72.5%	3.7%
资本公积	5,691	5,691	10,369	10,369	10,369	归属于母公司净利润	191.9%	-97.7%	18214.1%	72.9%	4.6%
留存收益	1,626	1,598	2,976	4,985	6,798	获利能力					
其他	0	1,496	1,496	1,496	1,496	毛利率	27.3%	23.1%	30.1%	32.7%	32.1%
股东权益合计	10,223	11,965	18,882	20,983	22,915	净利率	3.0%	0.1%	7.6%	11.5%	11.8%
负债和股东权益	31,714	37,028	39,309	43,835	40,218	ROE	3.9%	0.1%	10.4%	13.5%	12.8%
现金流量表						ROIC	4.3%	2.7%	6.5%	8.1%	8.1%
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
净利润	337	187	1,511	2,522	2,661	资产负债率	67.8%	67.7%	52.0%	52.1%	43.0%
折旧摊销	1,535	1,035	1,635	1,884	2,016	净负债率	119.8%	120.7%	65.4%	53.9%	35.6%
财务费用	768	984	870	853	745	流动比率	0.55	0.68	0.82	0.95	0.96
投资损失	(26)	81	198	99	54	速动比率	0.43	0.58	0.72	0.85	0.84
营运资金变动	2,581	(3,373)	(819)	(301)	11	营运能力					
其它	(2,624)	1,774	375	2	0	应收账款周转率	32.5	31.5	31.7	29.8	28.2
经营活动现金流	2,572	690	3,769	5,060	5,489	存货周转率	8.1	8.9	9.9	10.5	10.1
资本支出	(7,256)	(2,714)	(3,206)	(2,650)	(819)	总资产周转率	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
长期投资	20	(462)	0	0	0	每股指标（元）					
其他	5,240	(2,024)	(177)	(99)	(54)	每股收益	0.15	0.00	0.66	1.13	1.18
投资活动现金流	(1,996)	(5,200)	(3,384)	(2,749)	(873)	每股经营现金流	1.20	0.32	1.76	2.36	2.56
债权融资	1,228	2,670	(7,092)	4,311	(5,797)	每股净资产	4.06	4.74	7.92	8.85	9.70
股权融资	15	0	5,434	0	0	估值比率					
其他	(687)	1,306	1,559	(3,731)	(1,399)	市盈率	76.7	3,321.2	18.1	10.5	10.0
筹资活动现金流	556	3,976	(98)	580	(7,196)	市净率	2.9	2.5	1.5	1.3	1.2
汇率变动影响	8	14	0	0	0	EV/EBITDA	15.4	20.8	10.4	7.9	7.7
现金净增加额	1,140	(520)	287	2,891	(2,580)	EV/EBIT	36.3	44.0	17.8	12.3	12.4

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

