

2016年10月17日

公司研究

评级：增持（首次覆盖）

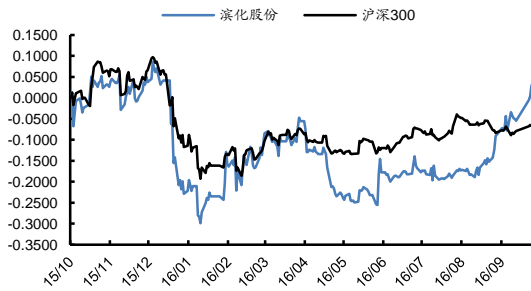
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：张翠翠 S0350115090020
021-20281096 zhangcc@ghzq.com.cn

受益环氧丙烷与烧碱价格上涨双驱动，公司业绩弹性大

——滨化股份（601678）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
滨化股份	15.6	26.2	4.1
沪深300	2.1	0.9	-6.5

市场数据	2016/10/14
当前价格（元）	6.59
52周价格区间（元）	4.30 - 6.89
总市值（百万）	7828.92
流通市值（百万）	7828.92
总股本（万股）	118800.00
流通股（万股）	118800.00
日均成交额（百万）	97.58
近一月换手（%）	36.26

相关报告

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

投资要点：

■ 10月中央环保督查组山东巡检重点检查氯醇法环氧丙烷，落后产能有望加速淘汰。目前较为成熟的环氧丙烷生产工艺包括氯醇法、共氧化法、以及直接氧化法。相比较另外两种方法，氯醇法生产工艺最为成熟，但却是三种方法中污染最大的一种方法，氯醇法生产过程中会产生大量的废水和废料，严重污染环境。2015年的统计数据显示，中国的氯醇法环氧丙烷产能占总产能的13.21%，而2015年山东的氯醇法环氧丙烷产能却占到了总产能的60%。由此可见，国内氯醇法环氧丙烷主要是集中在山东，根据统计，山东的氯醇法环氧丙烷产能占到了全国此方法的50%—60%。这次中央环保督查组在山东着重检查的就是氯醇法，随着山东环保核查的逐步严格，落后产能逐步被淘汰，产品价格有望再创新高。

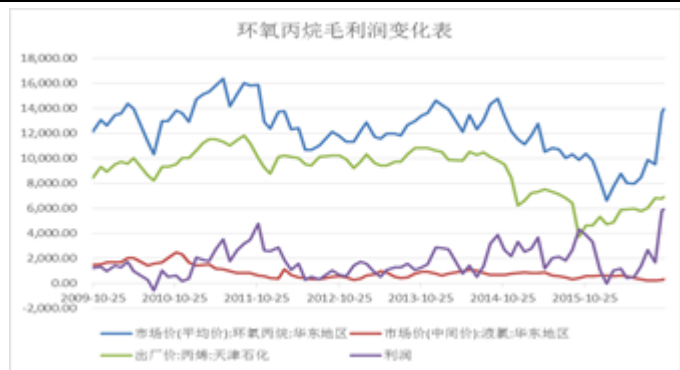
■ 下游聚醚景气好转，供需双轮驱动有望助力环氧丙烷价格创新高，产品价差有望继续增长。随着聚醚生产行情好转，聚醚的产量在近期的不断上升。在淘汰落后产能导致的产能锐减和下游需求旺盛的综合影响下，华东地区环氧丙烷的市场平均价从9月初的9500元/吨上涨到10月14日14000元/吨，涨幅高达47%。同时，生产环氧丙烷的原材料主要为丙烯和液氯，在两种原材料涨价幅度较为平缓的情况下，公司环氧丙烷产品的理论毛利润从9月初的1657元/吨上涨到目前的5941元/吨。未来，随着供给的进一步下降和下游需求的进一步上涨，环氧丙烷的产品价差很有可能继续扩大。

图 1、环氧丙烷价格



资料来源：wind，国海证券研究所

图 2、环氧丙烷价差增大



资料来源：wind，国海证券研究所

- **山东作为烧碱的主要产地，巡查将对烧碱供给产生影响，同时下游氧化铝扩张助力产品价格继续上涨。**目前烧碱同样主要集中在山东地区，烧碱作为高能耗和高风险行业也是重点监管领域，此次巡检同样有望加速淘汰烧碱落后产能，受上游环保压力增大及下游需求旺盛影响，烧碱价格涨幅有望继续超预期。
- **环氧丙烷和烧碱是公司的主要盈利来源，将充分受益于产品价格上涨。**环氧丙烷和烧碱是公司的主要盈利来源，两种产品的营业收入占公司营业总收入的近 80%，其中环氧丙烷占 56%，烧碱占 23%。受益于环氧丙烷和烧碱价格的同时上涨，公司三季度报披露的营业收入同比增长了 15.11%，利润由二季度的亏损 478 万上升到盈利 9160 万。公司目前拥有 28 万吨的环氧丙烷和 60 万吨烧碱，根据我们的测算，环氧丙烷价格每上涨 1000 元/吨，烧碱价格每增长 100 元/吨，公司的 EPS 将增厚 0.29。
- **首次覆盖，给予“增持”评级。**10 月中央环保督查组山东巡检重点检查氯醇法环氧丙烷，落后产能有望加速淘汰，下游聚醚景气好转，供需双轮驱动有望助力环氧丙烷价格创新高，产品价差有望继续增长；山东作为烧碱的主要产地，巡查将对烧碱供给产生影响，同时下游氧

化铝扩张助力产品价格继续上涨。环氧丙烷和烧碱是公司的主要盈利来源，将充分受益于产品价格上涨。我们认为公司前景广阔，给予“增持”评级。预计公司 2016-2018 年 EPS 为 0.31、0.39 和 0.43 元，对应市盈率分别为 21.5 倍、16.7 倍、15.2 倍，给予“增持”评级。

- **风险提示：**产品价格不及预期；山东巡检力度不及预期；公司生产装置不确定风险。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	4816	5230	5561	6360
增长率(%)	-1.5%	8.6%	6.3%	14.4%
净利润（百万元）	431	365	469	515
增长率(%)	19.2%	-15.4%	28.6%	9.8%
摊薄每股收益（元）	0.44	0.31	0.39	0.43
ROE(%)	9.0%	14.8%	15.6%	17.1%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 滨化股份盈利预测表

证券代码:	601678.SH				股价:	6.59	投资评级:	增持		日期:	2016/10/14
财务指标	2015	2016E	2017E	2018E	每股指标与估值	2015	2016E	2017E	2018E		
盈利能力					每股指标						
ROE	9%	15%	16%	17%	EPS	0.44	0.31	0.39	0.43		
毛利率	25%	23%	23%	22%	BVPS	4.80	3.99	3.98	3.97		
期间费率	12%	11%	11%	10%	估值						
销售净利率	9%	7%	8%	8%	P/E	15.1	21.5	16.7	15.2		
成长能力					P/B	1.4	1.7	1.7	1.7		
收入增长率	-1%	9%	6%	14%	P/S	1.4	1.5	1.4	1.2		
利润增长率	19%	-15%	29%	10%							
营运能力					利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E		
总资产周转率	0.66	0.75	0.81	0.92	营业收入	4816	5230	5561	6360		
应收账款周转率	8.24	8.30	8.30	8.30	营业成本	3597	4038	4307	4952		
存货周转率	19.45	19.21	19.21	19.21	营业税金及附加	33	31	33	38		
偿债能力					销售费用	164	194	206	235		
资产负债率	34%	31%	31%	31%	管理费用	261	282	300	343		
流动比	0.93	1.12	1.32	1.49	财务费用	126	56	51	47		
速动比	0.81	0.95	1.13	1.27	其他费用/(-收入)	(84)	(115)	(10)	(20)		
资产负债表					营业利润	551	514	653	724		
(百万元)	2015	2016E	2017E	2018E	营业外净收支	(4)	3	6	6		
现金及现金等价物	448	337	452	518	利润总额	548	517	659	730		
应收款项	584	630	670	767	所得税费用	168	156	199	220		
存货净额	185	212	226	260	净利润	379	361	460	510		
其他流动资产	183	209	222	254	少数股东损益	(52)	(4)	(9)	(5)		
流动资产合计	1400	1388	1571	1799	归属于母公司净利润	431	365	469	515		
固定资产	3960	3640	3367	3116	现金流量表 (百万						
					元)	2015	2016E	2017E	2018E		
在建工程	532	582	612	642	经营活动现金流	743	342	757	761		
无形资产及其他	413	413	392	372	净利润	379	361	460	510		
长期股权投资	476	476	476	476	少数股东权益	(52)	(4)	(9)	(5)		
资产总计	7270	6988	6907	6894	折旧摊销	382	351	324	300		
短期借款	495	495	395	295	公允价值变动	0	0	0	0		
应付款项	406	457	488	561	营运资金变动	33	(367)	(18)	(44)		
预收帐款	52	43	46	52	投资活动现金流	(569)	(81)	(81)	(80)		
其他流动负债	555	245	262	301	资本支出	(68)	(81)	(81)	(80)		
流动负债合计	1507	1240	1190	1209	长期投资	(171)	0	0	0		
长期借款及应付债券	918	918	908	898	其他	(330)	0	0	0		
其他长期负债	33	33	33	33	筹资活动现金流	(271)	(376)	(591)	(641)		
长期负债合计	951	951	941	931	债务融资	(372)	0	(110)	(110)		
负债合计	2459	2192	2131	2140	权益融资	0	0	0	0		
股本	990	1188	1188	1188	其它	101	(376)	(481)	(531)		
股东权益	4812	4797	4776	4754	现金净增加额	(97)	(115)	86	40		
负债和股东权益总计	7270	6988	6907	6894							

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（简称“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客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可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及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。