

滨化股份 (601678)

公司研究/简评报告

环氧丙烷价格大涨，公司业绩弹性大

—滨化股份(601678)点评报告

简评报告/基础化工

2017 年 08 月 17 日

一、事件概述

近期受山东地区环保督察影响，国内环氧丙烷(PO)价格大幅上涨，据 Wind 数据显示，国内山东地区环氧丙烷价格由 7 月底的 10250 元/吨大幅上涨至目前的 13600 元/吨。

二、分析与判断

➤ 环保督察影响，环氧丙烷价格大幅上涨

8 月初以来，随着山东地区环保督察工作正式开始，环氧丙烷价格连续大幅上涨。目前山东地区集中了 189 万吨环氧丙烷产能，占据国内总产能的 59%，其中氯醇法产能比例高达 85%，由于氯醇法工艺每生产 1 吨环氧丙烷会产生 40-50 吨的含氯化物的皂化废水和 2 吨以上的废渣，相应排放物污染环境，此次山东地区环保督查导致 8 月份国内环氧丙烷开工率由上半年平均水平 79%下降至 72%。目前国家已经严格限制氯醇法的新增产能，而目前国内使用直接氧化法的吉林神华 30 万吨装置和岳阳长岭的 10 万吨装置由于工艺问题，仍然低负荷运行甚至装置停车，同时未来投产产能最大的蓝色星球 40 万吨装置也使用直接氧化法，我们认为国内非氯醇法装置已经有一定数量，但新工艺尤其是直接氧化法正常生产仍存在一定问题，开工率不高，从这个角度看，实际上国内环氧丙烷产量主要来自氯醇法。因此，我们判断，由于未来环保安全督查的常态化，氯醇法装置的开工率将难以保持高位，国内环氧丙烷供应将出现较为紧张的局面。后续山东地区 PO 装置检修和降负荷情况仍然较多，我们看好 8、9 月份国内 PO 价格进入上行通道，本周有可能突破去年 14000 元/吨的高位价格，同时下游聚醚企业也开始大幅涨价，最新软泡聚醚价格上涨至 14000-14500 元/吨，价格传导机制良好，目前氯醇法工艺厂家毛利已经上升至 5000 元/吨以上的水平，公司作为国内最早生产环氧丙烷的厂家之一，目前具备产能约 28-30 万吨，据我们测算，环氧丙烷价格每上涨 1000 元/吨，公司 EPS 将增厚 0.04 元。

➤ 设立氢能公司，打开成长空间

公司公告拟与新三板公司北京亿华通科技股份有限公司共同出资设立山东滨华氢能有限公司，将借助亿华通在国内氢能领域的领先技术，以及所拥有的氢能产业资源和丰富的管理运营经验，以滨州为起跑点，面向全国开展动力氢能的制备、储运等全产业链的建设和运营管理，助力公司新能源产业的发展和深化，构造行业领先地位，推动公司产业进一步转型升级。同时，公司每年生产氯碱装置的副产物氢气 1.5-1.6 万吨，未来将通过合资氢能公司充分利用氢气资源，实现副产物的再利用，大幅增厚公司的盈利水平。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.57 元、0.68 元和 0.74 元，对应 PE 分别为 15.3X、12.8X 和 11.8X，我们看好公司受益于环氧丙烷价格上涨带来的业绩弹性，以及通过设立氢能公司带来新的发展空间，继续维持“强烈推荐”的评级。

四、风险提示：

环氧丙烷装置大量投产导致产品价格大幅下跌的风险；烧碱价格大幅下降的风险；氢能公司项目进展不及预期的风险。

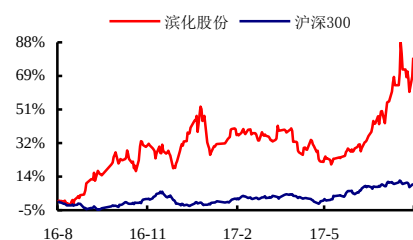
强烈推荐 维持评级

合理估值： 10—11 元

交易数据 2017-8-16

收盘价(元)	8.87
近 12 个月最高/最低	9.58/5.09
总股本(百万股)	1,188
流通股本(百万股)	1,188
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	105
流通市值(亿元)	105

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨林

执业证号： S0100517050001
电话： 13621397096
邮箱： yanglin@mszq.com

分析师：范劲松

执业证号： S0100513080006
电话： 0755-22662087
邮箱： fanjinsong@mszq.com

研究助理：陈煜

执业证号： S0100117060043
电话： 021-60876725
邮箱： chenyu@mszq.com

相关研究

1. 滨化股份(601678)公司深度研究:主营产品景气度高，看好公司转型发展

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,862	5,649	6,231	6,907
增长率 (%)	1.0%	16.2%	10.3%	10.8%
归属母公司股东净利润 (百万元)	359	681	806	873
增长率 (%)	-16.7%	89.7%	18.4%	8.4%
每股收益 (元)	0.30	0.57	0.68	0.74
PE (现价)	29.0	15.3	12.8	11.8
PB	2.1	1.9	1.7	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,862	5,649	6,231	6,907
营业成本	3,707	4,115	4,492	5,018
营业税金及附加	73	85	93	104
销售费用	183	215	237	262
管理费用	238	271	299	332
EBIT	661	963	1,109	1,191
财务费用	87	29	20	11
资产减值损失	196	27	22	31
投资收益	81	0	0	0
营业利润	459	907	1,066	1,148
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	458	905	1,065	1,147
所得税	93	224	259	273
净利润	365	681	806	873
归属于母公司净利润	359	681	806	873
EBITDA	1,046	1,340	1,496	1,587

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	553	1341	2377	3493
应收账款及票据	482	631	699	786
预付款项	13	21	20	23
存货	230	242	275	323
其他流动资产	145	145	145	145
流动资产合计	1426	2375	3491	4718
长期股权投资	449	449	449	449
固定资产	3816	3916	4016	4116
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	5755	5376	4988	4592
资产合计	7181	7751	8479	9310
短期借款	450	0	0	0
应付账款及票据	322	442	468	528
其他流动负债	18	18	18	18
流动负债合计	1814	1681	1732	1817
长期借款	300	500	550	600
其他长期负债	20	20	20	20
非流动负债合计	320	520	570	620
负债合计	2134	2201	2302	2437
股本	1188	1188	1188	1188
少数股东权益	65	65	65	65
股东权益合计	5047	5549	6177	6872
负债和股东权益合计	7181	7751	8479	9310

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	1.0%	16.2%	10.3%	10.8%
EBIT 增长率	-13.1%	45.7%	15.1%	7.4%
净利润增长率	-16.7%	89.7%	18.4%	8.4%
盈利能力				
毛利率	23.8%	27.1%	27.9%	27.3%
净利润率	7.4%	12.0%	12.9%	12.6%
总资产收益率 ROA	5.0%	8.8%	9.5%	9.4%
净资产收益率 ROE	7.2%	12.4%	13.2%	12.8%
偿债能力				
流动比率	0.8	1.4	2.0	2.6
速动比率	0.7	1.3	1.9	2.4
现金比率	0.3	0.8	1.4	1.9
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	10.8	11.9	11.6	11.7
存货周转天数	20.4	20.2	20.3	20.3
总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.6	0.7	0.7
每股净资产	4.2	4.6	5.1	5.7
每股经营现金流	0.7	0.9	1.0	1.1
每股股利	0.1	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	29.0	15.3	12.8	11.8
PB	2.1	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.9	6.2	4.9	3.9
股息收益率	1.4%	2.2%	2.2%	2.2%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	365	681	806	873
折旧和摊销	581	403	410	427
营运资金变动	(48)	(49)	(51)	(57)
经营活动现金流	862	1,081	1,203	1,286
资本开支	210	(1)	1	2
投资	(141)	0	0	0
投资活动现金流	(341)	1	(1)	(2)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(33)	200	50	50
筹资活动现金流	(418)	(294)	(165)	(168)
现金净流量	103	788	1,036	1,116

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

杨林，北京化工大学化学工程与技术学士、硕士，中国注册会计师，曾任职普华永道会计师事务所、国都证券，太平洋证券研究院化工行业组长，第一作者在国际著名学术SCI期刊发表论文2篇，2017年4月加入民生证券研究院化工团队。

范劲松，清华大学化工系高分子材料科学与工程学士，材料科学与工程硕士，法国里尔中央理工大学通用工程师（General Engineer/Ingenieur Generaliste）。7年半基础化工行业分析师经验，准确预测10-11PVC行情、12年至今天然橡胶下跌大周期、16年周期复苏特别是PVC、钛白粉行情。对氯碱、纯碱、橡胶、钛白粉、涤纶聚酯、新材料、复合肥、民爆等子行业研究深入细致，成功推荐过齐翔腾达、雅克科技、沧州明珠、三力士、双箭股份、诺普信、佰利联、中泰化学、金发科技、荣盛石化、恒力股份等股票。2013年度“天眼”中国行业最佳选股分析师化工行业第一名，2014东方财富中国最佳分析师化工行业第三名，2014年度“天眼”中国最佳独立见解分析师，2016年度“天眼”中国最佳独立见解分析师第二名。

陈煜，上海交通大学材料科学与工程硕士。2015年4月起在国金证券从事基础化工行业研究工作。2017年5月加入民生证券研究院化工团队。对粘胶短纤、天然橡胶、钛白粉、油脂化工、民爆等行业具有较深入研究。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	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
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。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，均为本公司的商标、服务标识及标记。