

业绩超预期, 烧碱盈利能力强劲

投资要点

- **事件:** 公司公告2017年前三季度业绩预增公告, 预计2017年前三季度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比, 将增加300%左右。
- **烧碱价格超预期, 业绩大幅增长。** 公司主导产品烧碱、环氧丙烷、三氯乙烯价格较去年同期均有一定幅度的上涨, 促使公司业绩大幅增长。其中烧碱价格持续超预期, 目前片碱市场价格4950元/吨, 远超历史高点价格。同时, 因主要原材料价格涨幅有限, 烧碱、环氧丙烷产品的毛利率随价格上涨而提升, 盈利能力强劲。加之氯气市场价格维持负价格(倒贴), 公司下游耗氯装置将公司产生的氯气全部消化, 公司的装置配套优势和产业链优势得到充分发挥。此外, 去年同期子公司榆林滨化绿能有限公司计提了固定资产减值准备16276万元, 对去年同期公司净利润影响较大。
- **需求旺盛叠加环保偏紧, 烧碱价格持续超预期。** 烧碱的下游产品主要是氧化铝、化纤等, 2017年1-8月氧化铝产量为4881万吨, 较去年同期上涨了25.5%, 下游需求旺盛使得烧碱价格大幅上涨。同时, 受周边部分同行业厂商因环保原因关停等因素影响, 烧碱产品市场供应量减少, 在一定程度上助推了烧碱价格的上涨。据卓创资讯, 2017年前三季度滨化股份98.5%片碱均价为3998元/吨, 较去年同期均价上涨62.4%。公司具备烧碱产能65万吨(折百), 上半年业绩大幅增长受益于此。
- **环氧丙烷行业供需偏紧, 产品价格弹性较大。** 受益于丙烯价格上涨和环保政策的趋严, 公司环氧丙烷17年前三季度出厂均价较去年同期上涨20.6%。且2016年以来, 陆续有大的装置停工检修, 环保的限制也使得部分氯醇法装置降负运行, 环氧丙烷供需格局实质性改善, 为其价格形成有力支撑。且我们认为在新增产能释放不明确和后续环保因素脉冲影响的情况下, 环氧丙烷有望站稳目前1万元/吨的价格平台, 上市公司拥有环氧丙烷产能30万吨, 盈利能力显著提升。
- **盈利预测与估值。** 烧碱价格持续超预期, 调增公司盈利预测, 预计17-19年EPS分别为0.73元、0.80元、0.86元, 对应动态PE分别为12倍、11倍和10倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 1) 停产装置稳定开车的风险; 2) 上游石油价格可能出现大幅波动带来的风险; 3) 烧碱下游应用增长不及预期的风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4862.38	6103.89	6347.21	6583.33
增长率	0.96%	25.53%	3.99%	3.72%
归属母公司净利润(百万元)	358.81	872.94	955.69	1023.98
增长率	-16.75%	143.29%	9.48%	7.15%
每股收益EPS(元)	0.30	0.73	0.80	0.86
净资产收益率ROE	7.23%	15.39%	14.80%	14.04%
PE	28	12	11	10
PB	2.02	1.79	1.57	1.39

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

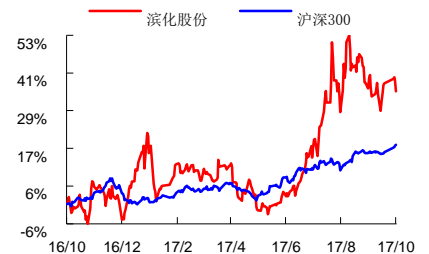
分析师: 商艾华
执业证号: S1250513070003
电话: 021-50755259
邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
执业证号: S1250517070002
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 徐文浩
电话: 010-57631196
邮箱: xuwenh@swsc.com.cn

联系人: 李海勇
电话: 0755-23605349
邮箱: lihay@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	11.88
流通A股(亿股)	11.88
52周内股价区间(元)	6.05-9.72
总市值(亿元)	102.17
总资产(亿元)	76.83
每股净资产(元)	4.42

相关研究

1. 滨化股份(601678): 烧碱环丙盈利能力强劲, 全年有望大增 (2017-07-21)

关键假设：

假设 1：假设公司环氧丙烷产品 17 年含税均价为 11000 元/吨，17 年销量 30 万吨，毛利率 14%。

假设 2：假设公司烧碱产品 17 年含税均价在 4250 元/吨，17 年销量为 66 万吨，毛利率为 45%；三氯乙烯产品 17 年不含税均价在 4500 元/吨，17 年销量为 7.8 万吨，毛利率为 20%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
环氧丙烷	收入	2510.38	2632.48	2752.14	2871.79
	增速	-6.2%	4.9%	4.5%	4.3%
	毛利率	12.30%	14.00%	14.50%	15.00%
烧碱	收入	1407.09	2397.44	2467.95	2538.46
	增速	28.7%	70.4%	2.9%	2.9%
	毛利率	34.19%	45.00%	46.00%	47.00%
三氯乙烯	收入	256.36	351.00	368.00	376.00
	增速	18.1%	36.9%	4.8%	2.2%
	毛利率	19.98%	20.00%	20.00%	20.00%
其他	收入	688.55	722.97	759.12	797.08
	增速	-17.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	45.60%	44.00%	44.50%	45.00%
合计	收入	4862.38	6103.89	6347.21	6583.33
	增速	1.0%	25.5%	4.0%	3.7%
	毛利率	23.8%	30.1%	30.7%	31.3%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4862.38	6103.89	6347.21	6583.33	净利润	364.76	880.94	963.69	1031.98
营业成本	3707.23	4268.19	4401.48	4525.60	折旧与摊销	384.69	396.78	431.07	455.51
营业税金及附加	72.68	91.24	94.88	98.41	财务费用	86.69	90.90	98.96	98.34
销售费用	183.22	244.16	247.54	256.75	资产减值损失	196.15	10.00	12.00	14.00
管理费用	238.20	250.26	253.89	256.75	经营营运资本变动	9.59	-111.77	-15.87	-22.52
财务费用	86.69	90.90	98.96	98.34	其他	-179.56	-20.00	-22.00	-24.00
资产减值损失	196.15	10.00	12.00	14.00	经营活动现金流净额	862.31	1246.86	1467.85	1553.31
投资收益	80.78	10.00	10.00	10.00	资本支出	213.04	-310.00	-410.00	-360.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-554.39	-10.56	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-341.35	-320.56	-400.00	-350.00
营业利润	459.00	1159.14	1248.46	1343.49	短期借款	-45.00	-50.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-0.91	-2.51	-2.07	-2.09	长期借款	78.29	400.00	50.00	50.00
利润总额	458.09	1156.63	1246.39	1341.39	股权融资	-0.31	0.00	0.00	0.00
所得税	93.33	275.69	282.70	309.41	支付股利	-148.50	-71.76	-174.59	-191.14
净利润	364.76	880.94	963.69	1031.98	其他	-302.44	-1054.68	-98.96	-98.34
少数股东损益	5.95	8.00	8.00	8.00	筹资活动现金流净额	-417.96	-776.44	-223.55	-239.47
归属母公司股东净利润	358.81	872.94	955.69	1023.98	现金流量净额	105.14	149.86	844.31	963.83
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	553.15	703.01	1547.32	2511.15	成长能力				
应收和预付款项	497.54	629.43	652.21	677.02	销售收入增长率	0.96%	25.53%	3.99%	3.72%
存货	230.45	241.55	253.32	262.66	营业利润增长率	-16.73%	152.54%	7.71%	7.61%
其他流动资产	145.03	182.06	189.32	196.36	净利润增长率	-3.81%	141.51%	9.39%	7.09%
长期股权投资	449.46	449.46	449.46	449.46	EBITDA 增长率	-12.15%	77.01%	7.99%	6.68%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4225.41	4141.62	4123.83	4031.87	毛利率	23.76%	30.07%	30.65%	31.26%
无形资产和开发支出	395.94	393.20	390.18	386.89	三费率	10.45%	9.59%	9.46%	9.29%
其他非流动资产	684.36	704.66	704.40	704.14	净利率	7.50%	14.43%	15.18%	15.68%
资产总计	7181.34	7445.00	8310.03	9219.55	ROE	7.23%	15.39%	14.80%	14.04%
短期借款	450.00	400.00	400.00	400.00	ROA	5.08%	11.83%	11.60%	11.19%
应付和预收款项	495.42	552.83	578.98	595.69	ROIC	7.80%	17.30%	18.64%	19.90%
长期借款	299.95	699.95	749.95	799.95	EBITDA/销售收入	19.13%	26.98%	28.02%	28.82%
其他负债	889.02	69.48	69.26	71.23	营运能力				
负债合计	2134.40	1722.26	1798.19	1866.87	总资产周转率	0.67	0.83	0.81	0.75
股本	1188.00	1188.00	1188.00	1188.00	固定资产周转率	1.25	1.58	1.58	1.65
资本公积	1273.85	1273.85	1273.85	1273.85	应收账款周转率	33.79	48.98	44.86	44.80
留存收益	2386.51	3187.69	3968.79	4801.64	存货周转率	17.74	17.91	17.62	17.38
归属母公司股东权益	4981.74	5649.53	6430.64	7263.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	97.98%	—	—	—
少数股东权益	65.20	73.20	81.20	89.20	资本结构				
股东权益合计	5046.94	5722.74	6511.84	7352.68	资产负债率	29.72%	23.13%	21.64%	20.25%
负债和股东权益合计	7181.34	7445.00	8310.03	9219.55	带息债务/总负债	35.14%	63.87%	63.95%	64.28%
					流动比率	0.79	1.75	2.57	3.49
					速动比率	0.66	1.51	2.32	3.23
					股利支付率	41.39%	8.22%	18.27%	18.67%
					每股指标				
					每股收益	0.30	0.73	0.80	0.86
					每股净资产	4.25	4.82	5.48	6.19
					每股经营现金	0.73	1.05	1.24	1.31
					每股股利	0.13	0.06	0.15	0.16
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	930.37	1646.83	1778.49	1897.33					
PE	28.47	11.70	10.69	9.98					
PB	2.02	1.79	1.57	1.39					
PS	2.10	1.67	1.61	1.55					
EV/EBITDA	11.35	6.02	5.13	4.32					
股息率	1.45%	0.70%	1.71%	1.87%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

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、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn