

滨化股份 (601678)

公司研究/简评报告

三季度业绩符合预期，军民融合项目启动

—滨化股份 (601678) 点评报告

简评报告/基础化工

2017 年 10 月 30 日

一、事件概述

公司近日发布 2017 年度三季报，第三季度公司实现收入 15.15 亿元，同比增长 17.57%，实现归母净利润 1.98 亿元，同比增长 116.18%，EPS 为 0.17 元；前三季度共实现营业收入 45.87 亿元，同比增长 36.80%，实现归母净利润 5.60 亿元，同比增长 300.82%，EPS 为 0.47 元。

二、分析与判断

➤ 环氧丙烷、烧碱价格上涨，业绩符合市场预期

公司三季度业绩符合市场预期，据 Wind 资讯数据显示，受 8 月份山东地区环保督查影响，2017 年三季度山东地区环氧丙烷平均价格为 11078 元/吨，环比增长 14.2%，同比微降 1.2%，公司前三季度平均销售单价为 8785 元（不含税），较去年同期增长 21.11%；2017 年第三季度华北地区 32%液碱均价为 945 元/吨，较去年同期增长 55.7%，99%片碱均价为 4133 元/吨，较去年同期增长了 62.1%，公司前三季度烧碱销售均价为 3168 元/吨（折百，不含税），较去年同期增长了 64.99%。公司目前具备 28 万吨环氧丙烷和 65 万吨烧碱（折百）产能，前三季度均保持了较高的开工率，我们认为公司前三季度业绩的大幅增长，主要源于今年环氧丙烷和烧碱价格的大幅上涨。此外，近期山东地区片碱价格突破 5500 元/吨，环氧丙烷价格回升至 12000 元/吨，我们看好四季度上述产品价格保持高位，公司四季度业绩有望再创新高。

➤ 滨州军民产业融合产业园项目启动

2017 年 10 月 13 日，滨州军民融合科技产业园启动仪式及政府与入园企业签约仪式正式举办，同时公司签署了《滨州军民融合产业园基金合作意向协议书》，拟出资一亿元与北京工研科技孵化器有限公司、中国五洲工程设计集团有限公司、滨州市财金投资集团有限公司、滨州市滨城区国有资产经营有限公司、北京泰中合投资管理有限公司等各方共同发起设立军民融合产业发展基金，引导社会资本投向军民融合产业，推动自主创新和科技成果转化，引领军民两用新能源新材料发展，打造全国军民融合示范基地。该基金将围绕“军转民、民参军”产品及项目，投资范围包括但不限于智能制造、新材料、新能源、电子信息、节能环保、生物医药、医疗健康、现代服务业等领域的优质企业孵化、具有 1 至 3 年内上市潜力的高成长的细分行业领袖和潜在龙头企业进行上市前的股权投资、上市公司等优质产业资产并购等。其中不少于基金规模 50% 的资金投资于滨州军民融合产业园落地、孵化的高新技术企业。30% 的资金可以投资于国内符合公司、北京工研或滨州军民融合产业园产业链的企业。我们认为公司本次参与设立军民融合产业发展基金，是参与滨州军民融合产业园建设的实践举措，有利于降低公司投资风险，提高公司投资质量，对于公司的长期发展将会产生积极影响。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.67 元、0.76 元和 0.83 元，对应 PE 分别为 13.4X、11.6X 和 10.8X，维持“强烈推荐”的评级，参照同行业相似上市公司 PE 水平，公司 2017 年合理估值区间为 10-11 元。

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。

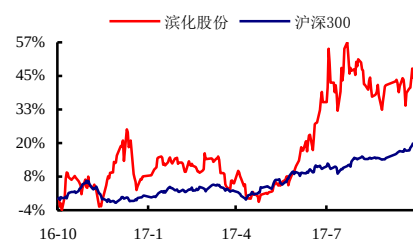
强烈推荐 维持评级

合理估值：10—11 元

交易数据 2017-10-27

收盘价（元）	8.91
近 12 个月最高/最低	9.72/6.05
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）	106
流通市值（亿元）	106

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

相关研究

- 1.民生化工周报 20170925：有机硅暴涨，氟化工、农化和化纤板块涨幅较大
- 2.民生化工周报 20170828：聚氨酯产业链回落，化纤板块反弹，塑料普涨
- 3.民生化工周报 20170821：聚氨酯板块继续暴涨，涤纶产业链普跌

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	5,973	6,568	7,253
增长率 (%)	1.0%	22.8%	10.0%	10.4%
归属母公司股东净利润 (百万元)	359	790	909	981
增长率 (%)	-16.7%	120.2%	15.0%	7.9%
每股收益 (元)	0.30	0.67	0.76	0.83
PE (现价)	29.7	13.4	11.6	10.8
PB	2.1	1.9	1.6	1.4

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	5,973	6,568	7,253
营业成本	3,707	4,327	4,698	5,228
营业税金及附加	73	73	86	93
销售费用	183	239	250	276
管理费用	238	251	276	305
EBIT	661	1,083	1,259	1,351
财务费用	87	89	116	116
资产减值损失	196	20	12	15
投资收益	81	20	20	20
营业利润	459	994	1,151	1,239
营业外收支	(1)	0	0	0
利润总额	458	992	1,149	1,237
所得税	93	237	261	285
净利润	365	756	888	952
归属于母公司净利润	359	790	909	981
EBITDA	1,046	1,083	1,259	1,351

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	553	1824	2563	3370
应收账款及票据	482	674	743	835
预付款项	13	22	21	24
存货	230	240	261	290
其他流动资产	145	145	145	145
流动资产合计	1426	2908	3727	4646
长期股权投资	449	449	449	449
固定资产	3816	3816	3816	3816
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	5755	5753	5753	5753
资产合计	7181	8660	9480	10399
短期借款	450	450	450	450
应付账款及票据	322	464	490	551
其他流动负债	18	18	18	18
流动负债合计	1814	2106	2156	2242
长期借款	300	850	850	850
其他长期负债	20	20	20	20
非流动负债合计	320	870	870	870
负债合计	2134	2976	3026	3112
股本	1188	1188	1188	1188
少数股东权益	65	31	10	(18)
股东权益合计	5047	5684	6454	7287
负债和股东权益合计	7181	8660	9480	10399

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	1.0%	22.8%	10.0%	10.4%
EBIT 增长率	-13.1%	63.8%	16.3%	7.3%
净利润增长率	-16.7%	120.2%	15.0%	7.9%
盈利能力				
毛利率	23.8%	27.6%	28.5%	27.9%
净利润率	7.4%	13.2%	13.8%	13.5%
总资产收益率 ROA	5.0%	9.1%	9.6%	9.4%
净资产收益率 ROE	7.2%	14.0%	14.1%	13.4%
偿债能力				
流动比率	0.8	1.4	1.7	2.1
速动比率	0.7	1.3	1.6	1.9
现金比率	0.3	0.9	1.2	1.5
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	0.7	0.7
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.7	0.8	0.8
每股净资产	4.2	4.8	5.4	6.1
每股经营现金流	0.7	0.7	0.8	0.9
每股股利	0.1	0.1	0.1	0.1
估值分析				
PE	29.7	13.4	11.6	10.8
PB	2.1	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	11.1	10.1	8.1	6.9
股息收益率	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	365	756	888	952
折旧和摊销	581	20	12	15
营运资金变动	(48)	(57)	(42)	(41)
经营活动现金流	862	789	956	1,024
资本开支	210	(1)	1	2
投资	(141)	0	0	0
投资活动现金流	(341)	21	19	18
股权募资	0	0	0	0
债务募资	(33)	550	0	0
筹资活动现金流	(418)	461	(235)	(235)
现金净流量	103	1,271	739	807

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。

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。