

2018年01月28日

滨化股份 (601678.SH)

烧碱和 PO 高景气，新产能投放打开未来成长空间

■烧碱和 PO 景气上行，主营业务有望维持高盈利：受氯碱不平衡和环保趋严影响，烧碱行业开工率被压制，同时在下游氧化铝等行业旺盛需求的带动下，17 年烧碱均价大幅提升。根据前期报告《氯碱失衡加重，烧碱高景气有望持续》，我们认为 18 年烧碱将延续景气周期。环氧丙烷行业目前供需偏紧，传统氯醇法工艺新增产能受到限制，而 HPPO 和异丙苯法等新工艺的新增产能存在较大不确定性，预计 18 年 PO 下游需求仍将维持 5% 以上增速，供需持续紧张，公司有望受益于烧碱和 PO 行业的高景气。

■18 年新产能陆续释放，业绩有望再上新台阶：公司公告在建 7.5 万吨环氧氯丙烷，预计 18 年投产后贡献增量。公司新建产能采用对环境更为友好的甘油法，相比于传统的丙烯高温氯化法，副产物和三废排放量大幅减少，竞争优势明显。环氧氯丙烷下游主要是环氧树脂，终端用于 PCB 等行业，在下游需求带动下，环氧氯丙烷价格 17 年上涨约 140%，预计投产后公司业绩将再上新台阶。

■依靠清华技术拓展新能源新材料方向，估值有提升空间：滨州水木有恒投资基金是公司目前单一第一大股东，北京工研科技持有其 0.1% 的股权，根据公司公告，公司后续将与其深度合作，借助清华工研院的人才、技术、视野及全球化资源，推动公司转型升级并成为卓越的先进能源和新材料集团公司。我们认为公司未来有望从传统化工企业逐步向新领域转型，估值有提升空间。

■投资建议：公司目前估值低，主营产品景气上行，18 年新产能有望贡献增量。上调 17-19 年公司的 EPS 分别为 0.70、0.93、1.10 元，维持买入-A 的投资评级，上调目标价至 12.2 元。

■风险提示：烧碱需求低于预期，丙烯价格波动。

| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入 | 4,816.1 | 4,862.4 | 6,448.7 | 7,110.9 | 7,892.2 |
| 净利润 | 431.0 | 358.8 | 828.5 | 1,101.4 | 1,310.8 |
| 每股收益(元) | 0.36 | 0.30 | 0.70 | 0.93 | 1.10 |
| 每股净资产(元) | 4.00 | 4.19 | 6.30 | 6.95 | 7.72 |

| 盈利和估值 | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------|------|------|-------|-------|-------|
| 市盈率(倍) | 25.1 | 30.2 | 13.1 | 9.8 | 8.3 |
| 市净率(倍) | 2.3 | 2.2 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| 净利润率 | 8.9% | 7.4% | 12.8% | 15.5% | 16.6% |
| 净资产收益率 | 9.1% | 7.2% | 11.1% | 13.3% | 14.3% |
| 股息收益率 | 1.4% | 1.1% | 2.3% | 3.1% | 3.6% |
| ROIC | 8.5% | 7.6% | 16.5% | 19.9% | 23.3% |

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

公司深度分析

证券研究报告

氯碱

投资评级 买入-A

维持评级

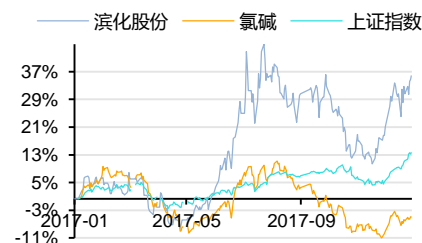
6 个月目标价：12.2 元

股价 (2018-01-26) 9.11 元

交易数据

| | |
|-----------|-------------|
| 总市值(百万元) | 10,822.68 |
| 流通市值(百万元) | 10,822.68 |
| 总股本(百万股) | 1,188.00 |
| 流通股本(百万股) | 1,188.00 |
| 12 个月价格区间 | 6.15/9.72 元 |

股价表现



资料来源：Wind 资讯

| 升幅% | 1M | 3M | 12M |
|------|-------|-------|-------|
| 相对收益 | 5.97 | -4.36 | 23.12 |
| 绝对收益 | 14.59 | -0.22 | 35.75 |

袁善宸

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517040004
yuansc1@essence.com.cn
021-35082778

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517070003
zhangwq1@essence.com.cn
010-83321072

邓健全

报告联系人

dengjq@essence.com.cn

相关报告

滨化股份：烧碱和环氧丙烷景气上行，18 年新产能投放有望贡献增量/袁善宸 2018-01-02

内容目录

| | |
|--|-----------|
| 1. 公司概况 | 4 |
| 1.1. 循环经济一体化逐步夯实，助力成本削减及产品多元化 | 4 |
| 1.2. 公司业绩大幅度提升 | 5 |
| 2. 两大主业景气有望维持 | 6 |
| 2.1. 环氧丙烷供需偏紧，价差有望继续扩大 | 6 |
| 2.1.1. 环保成为供给制约的主要因素 | 6 |
| 2.1.2. 行业逐步进入紧平衡，产品价差有望继续扩大 | 9 |
| 2.2. 氯碱失衡下，烧碱景气有望延续 | 11 |
| 2.2.1. 下游限产致使烧碱价格短期回落 | 11 |
| 2.2.2. 供需改善叠加氯碱失衡，看好烧碱均价高于 17 年 | 11 |
| 2.2.2.1. 供需改善，中长期看好烧碱景气持续 | 11 |
| 2.2.2.2. 氯碱失衡仍是支撑烧碱的重要推手 | 13 |
| 3. 新项目投放在即，未来增长有动力 | 15 |
| 3.1. 新增耗氯产品环氧氯丙烷，盈利空间有望打开 | 15 |
| 3.1.1. 甘油法工艺将逐步成为趋势 | 15 |
| 3.1.2. 产能增速放缓，需求增长稳定 | 16 |
| 3.1.3. 下游环氧树脂有望保持较高的增速 | 18 |
| 3.2. 拓展产品，氟化学品走多元化格局 | 21 |
| 3.2.1. 前景可观，六氟磷酸锂价格处于底部 | 21 |
| 3.2.2. 引进先进技术，电子级氢氟酸项目具备进口替代空间 | 22 |
| 3.3. 设立氢能公司，抓住新能源机遇 | 22 |
| 3.4. 借力清华科研优势，积极谋求转型升级 | 22 |
| 4. 投资建议：给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 12.2 元。 | 23 |

图表目录

| | |
|-----------------------|----|
| 图 1：以循环经济为特色的氯碱产业链 | 4 |
| 图 2：公司业务拓展图 | 4 |
| 图 3：股权结构 | 5 |
| 图 4：主营业务构成 | 6 |
| 图 5：产品毛利占比 | 6 |
| 图 6：产品毛利率情况 | 6 |
| 图 7：归母净利润 | 6 |
| 图 8：环氧丙烷产业链 | 7 |
| 图 9：2016 环氧丙烷世界产能分布 | 7 |
| 图 10：氯醇法生产工艺 | 8 |
| 图 11：环氧丙烷工艺分布 | 8 |
| 图 12：环氧丙烷开工率稳步提升 | 10 |
| 图 13：2015 年中国环氧丙烷消费构成 | 10 |
| 图 14：环氧丙烷表观消费量 | 10 |
| 图 15：环氧丙烷进出口量 | 10 |
| 图 16：环氧氯丙烷盈利分析 | 11 |

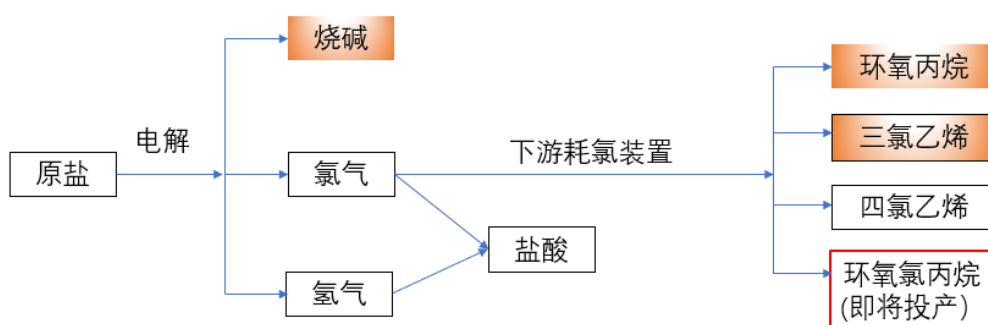
| | |
|-------------------------------------|----|
| 图 17: 烧碱—原盐价差..... | 11 |
| 图 18: 国内烧碱产能、产量、开工率情况..... | 12 |
| 图 19: 2015 年国内烧碱企业产能规模分布..... | 12 |
| 图 20: 国内烧碱表观消费量情况..... | 13 |
| 图 21: 烧碱下游需求领域分布..... | 13 |
| 图 22: 液氯下游需求领域分布..... | 14 |
| 图 23: 液氯与耗氯产品供需失衡示意图..... | 14 |
| 图 24: 环氧氯丙烷工艺及产业链..... | 15 |
| 图 25: 2017 国内外环氧氯丙烷生产工艺分布..... | 16 |
| 图 26: 国内环氧氯丙烷供给分析..... | 17 |
| 图 27: 环氧氯丙烷表观消费量..... | 18 |
| 图 28: 环氧氯丙烷进出口情况..... | 18 |
| 图 29: 环氧树脂产业链..... | 18 |
| 图 30: 环氧氯丙烷消费结构..... | 18 |
| 图 31: 全球及中国电路板产值..... | 19 |
| 图 32: 2016 全球百强 PCB 制造商中国企业数占比..... | 19 |
| 图 33: 全球百强 PCB 制造商中国企业数及产值..... | 19 |
| 图 34: 环氧树脂价格..... | 20 |
| 图 35: 山东、黄山及华东三地区环氧树脂开工率 (%)..... | 20 |
| 图 36: 环氧氯丙烷价差分析..... | 21 |
| 图 37: PE-Band 图..... | 23 |
| 图 38: PB-Band 图..... | 23 |
| | |
| 表 1: 化工相关子公司概况..... | 5 |
| 表 2: 2017 年国内环氧丙烷产能分布..... | 9 |
| 表 3: 环氧丙烷未来新建产能概况..... | 9 |
| 表 4: 液氯下游产品价格涨跌..... | 14 |
| 表 5: 近六年液氯倒贴运费情况统计..... | 15 |
| 表 6: 4 种环氧氯丙烷生产工艺路线对比..... | 16 |
| 表 7: 环氧氯丙烷国外主要产能情况..... | 16 |
| 表 8: 环氧氯丙烷国内主要产能情况..... | 17 |
| 表 9: 六氟磷酸锂价格走势..... | 21 |

1. 公司概况

1.1. 循环经济一体化逐步夯实，助力成本削减及产品多元化

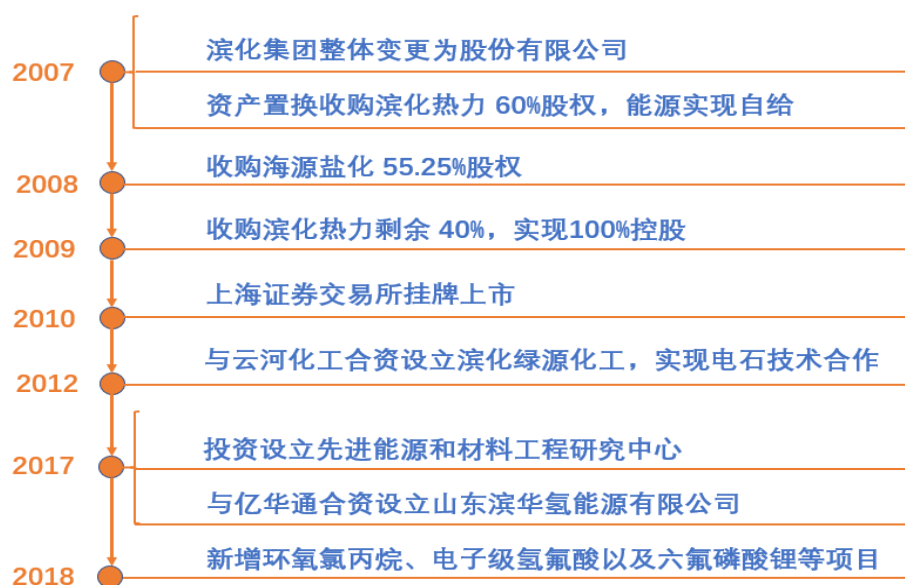
公司是我国最大的三氯乙烯、油田助剂供应商和重要的环氧丙烷及烧碱产品生产商，在国内化工氯碱行业内享有良好的知名度和美誉度。公司以循环经济为特色的氯碱产业链不仅使公司产品结构实现多元化，提升了公司整体经济效益，并且通过将氯气直供环氧丙烷生产，解决了氯碱生产企业普遍面临的氯气储存、包装和运输各环节存在的安全和环保问题，既实现了节能环保的目标，也获得了良好的经济和社会效益。同时，公司通过新建设立或收购相关公司，基本实现了水、电、原盐的部分自给，降低了生产成本。

图 1：以循环经济为特色的氯碱产业链



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2：公司业务拓展图



资料来源：公司公告，安信证券研究中心

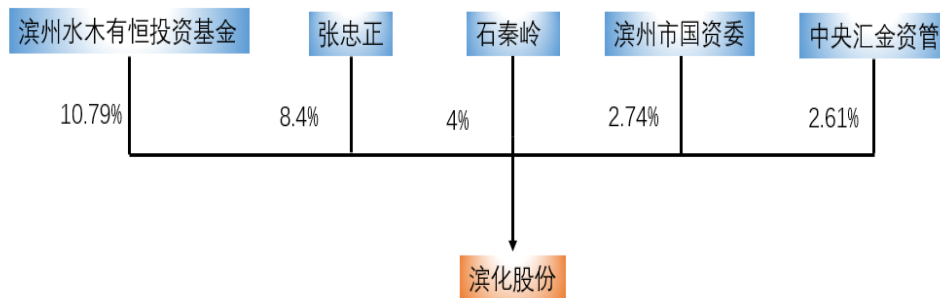
表 1：化工相关子公司概况

| 被控股公司 | 持股比例 | 主营业务 |
|---------------|------|---------------------|
| 山东滨化东瑞化工 | 100% | 生产销售化工产品 |
| 山东滨化热力 | 100% | 生产、销售电力及蒸汽 |
| 山东滨化海源盐化 | 74% | 工业盐,溴素生产销售,养殖 |
| 山东滨化瑞成化工 | 90% | 三氯乙烯,四氯乙烯等化工产品的生产销售 |
| 山东滨化集团化工设计研究院 | 100% | 新产品开发,工程设计 |
| 榆林滨化绿能 | 55% | 石灰,电石,项目筹建,焦粉的销售 |
| 山东滨化燃料 | 100% | 煤炭,石油焦的销售 |

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

公司第一大股东滨州水木有恒投资基金是通过有限合伙形式成立的私募证券投资基金，基金规模达到 100,100 万元。2017 年 2 月 6 日，张忠正及其一致行动人将其持有公司的 71,557,229 股股份以协议方式转让给滨州水木有恒投资基金合伙企业（有限合伙）。股权转让后，张忠正及其一致行动人持有公司股份共计 286,228,915 股，占公司总股本的 24.09%，仍为公司控股股东、实际控制人；水木有恒持有公司股份 128,138,361 股，占公司总股本的 10.79%，成为公司单一第一大股东。

图 3：股权结构

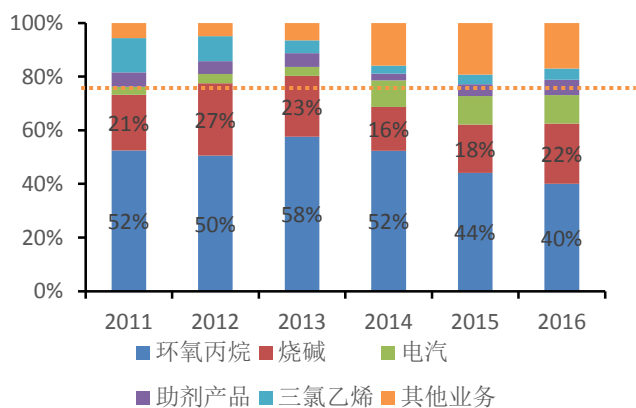


资料来源：公司公告，安信证券研究中心

1.2. 公司业绩大幅度提升

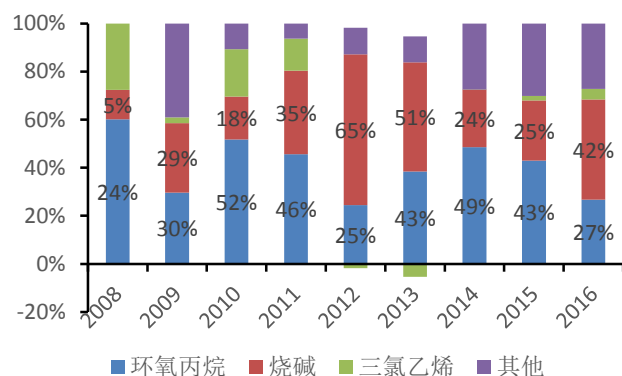
历年来公司总营业收入主要来源于环氧丙烷和烧碱，二者总占比在 70%左右，并呈下降趋势。公司的整体毛利率维持在 10%左右。公司整体的经营趋于稳健，盈利能力良好。

图 4：主营业务构成



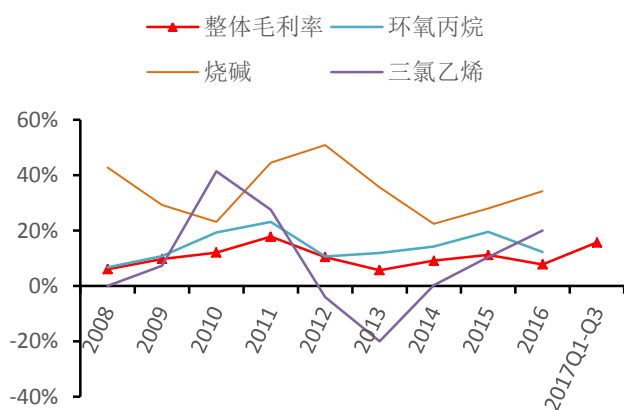
资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 5：产品毛利占比



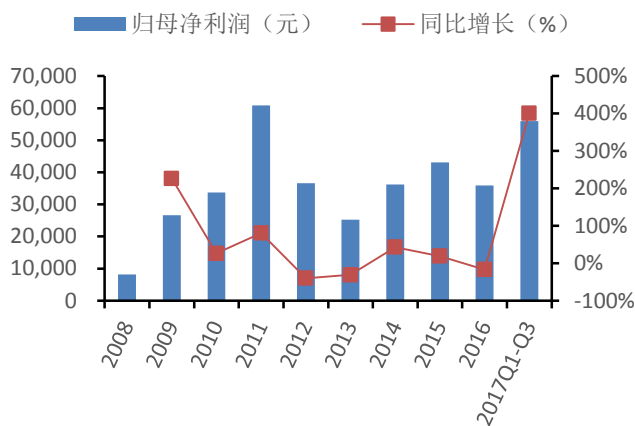
资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 6：产品毛利率情况



资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

图 7：归母净利润



资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

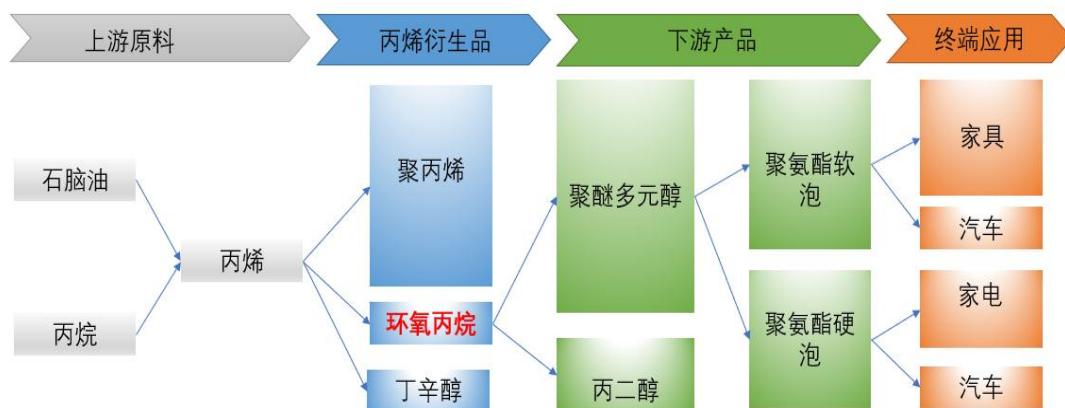
2. 两大主业景气有望维持

2.1. 环氧丙烷供需偏紧，价差有望继续扩大

2.1.1. 环保成为供给制约的主要因素

环氧丙烷 (Propylene oxide, 简称 PO)，又名甲基环氧乙烷或氧化丙烯，是除聚丙烯和丙烯腈之外的第三大丙烯衍生物，也是一种重要的基本有机化工原料。环氧丙烷主要用于生产聚醚多元醇、丙二醇等，其中聚醚多元醇是合成聚氨酯必备原料，广泛应用于保温材料、家具、弹性体、胶粘剂和涂料等行业，由它衍生出来的下游产品数量庞大而且应用广泛。20 世纪 80 年代开始，家具和床垫消费增长迅速，聚氨酯软泡需求大幅增加，90 年代后，汽车、建筑和家用电器等工业用聚氨酯消费量增长迅速，国内聚氨酯消费稳步增加。从国内聚氨酯消费结构来看，家具、家用电器和汽车是主要的消费领域。

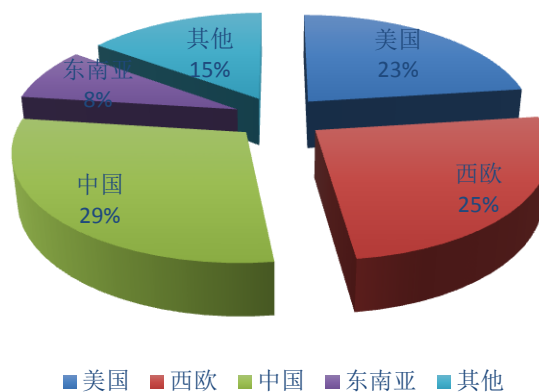
图 8：环氧丙烷产业链



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

中国是全球最大的环氧丙烷生产国，2016 年中国环氧丙烷的总产能占据全球总产能的 29%，同时中国也是全球环氧丙烷最大的需求国。2017 年国内一共有 18 家生产环氧丙烷的企业，总产能达到了 319.7 万吨，其中大部分产能集中在山东；山东总产能达到了 158.2 万吨，占全国总产能将近一半。

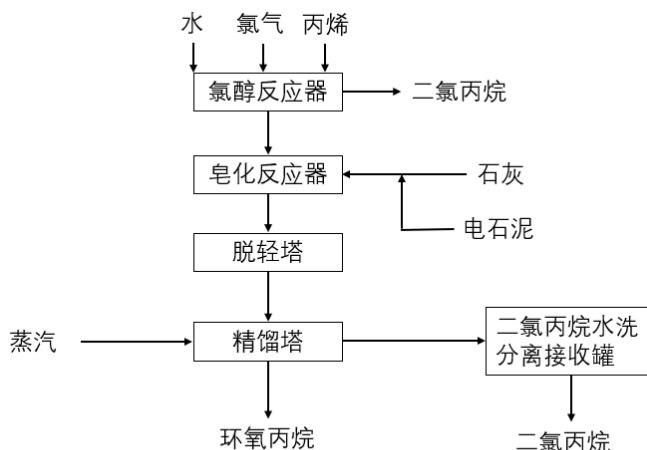
图 9：2016 环氧丙烷世界产能分布



资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

目前工业上生产环氧丙烷主要采用氯醇法、共氧化法和双氧水直接氧化(HPPO)法。中国乃至全世界的环氧丙烷的生产工艺主要采用氯醇法以及共氧化法，全球超过 80%的环氧丙烷是通过这两种工艺生产出来的，而其中氯醇法使用得最为广泛。

图 10: 氯醇法生产工艺

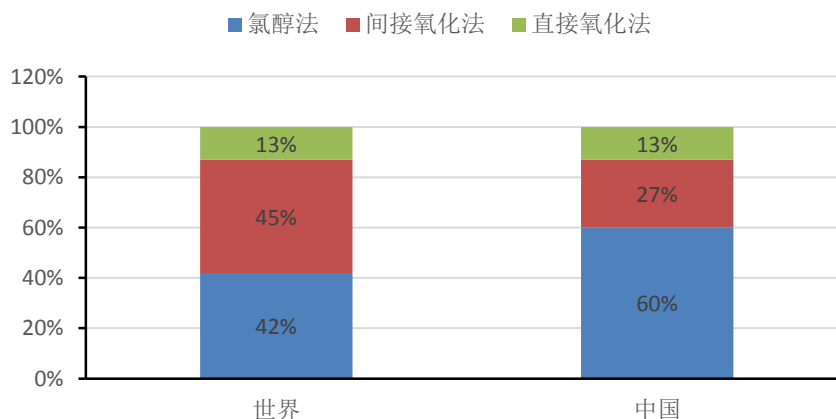


资料来源: 公司公告, 安信证券研究中心

氯醇法是目前最成熟的工艺, 其工艺流程比较短, 而且对丙烯的纯度要求不高; 但该工艺对设备具有腐蚀, 并且需要消耗大量的氯气, 因而只适宜在沿海大型氯碱厂建设; 不仅如此, 该工艺在生产过程中还会产生含有氯化钙的废水。

环保成为行业供给主要制约因素。2011 年政府颁布的《产业结构调整指导目录(2011 年本)》明确指出, 限制新建氯醇法环氧丙烷生产装置。目前正在建的氯醇法项目都是前期已经获批的, 今后不再批准新建的氯醇法项目。新增产能将以大型的共氧化法和直接氧化法装置为主。环保问题已经成为国内环氧丙烷产业发展的首要制约因素。随着行业的进一步发展, 工业上正在努力寻找一种绿色无污染、流程简单、无副产物的新工艺。以氧气和空气为代表的直接氧化法开始得到了大家的关注, 经过多年的研究发现, 氧气和空气直接氧化法用于环氧丙烷的生产, 反应转化率和目的产物的选择性不高, 目前尚在研究阶段未实现工业化。

图 11: 环氧丙烷工艺分布



资料来源: 《当代化工》, 安信证券研究中心

目前我国的环氧丙烷装置氯醇法仍占据较大市场，但随着国家政策和全球聚氨酯行业的推动也面临着转型升级，节能减排、环境友好以及优质产品是未来发展的主要方向。由于过氧化氢直接氧化法（HPPO 法）生产过程中只生成环氧丙烷和水，工艺流程简单，占地面积小；产品收率高，没有其他联产品；三废少，基本无污染，属于环境友好的清洁生产工艺；HPPO 法生产工艺的选择性很高，相对于传统工艺，原材料消耗和能耗更低；但同时 HPPO 法存在工业化时间短，工艺待完善，双氧水溶液储运困难，需要跟双氧水装置联合布置或外购双氧水等问题，这些问题会制约环氧丙烷的大规模生产。国内企业也在尝试改善生产工艺，加快采用 HPPO 法规规模化生产环氧丙烷。现阶段，我国只有吉林神华集团化学工业有限公司以及湖南长盛石化有限公司采用 HPPO 法规规模化生产。

表 2：2017 年国内环氧丙烷产能分布

| 公司 | 产能 (万 t/a) | 工艺 | 省份 | 区域 |
|----------|------------|--------|----|----|
| 山东鑫岳 | 35 | 氯醇法 | 山东 | 华东 |
| 吉林神华 | 30 | HPPO 法 | 吉林 | 华北 |
| 中海壳牌 | 29 | 共氧化法 | 广州 | 华南 |
| 镇海炼化利安德 | 28.5 | 共氧化法 | 浙江 | 华东 |
| 山东滨化 | 28 | 氯醇法 | 山东 | 华东 |
| 烟台万华 | 24 | 共氧化法 | 山东 | 华东 |
| 山东三岳 | 24 | 氯醇法 | 山东 | 华东 |
| 金陵亨斯迈 | 24 | 共氧化法 | 江苏 | 华东 |
| 山东金岭 | 16 | 氯醇法 | 山东 | 华东 |
| 天津大沽 | 15 | 氯醇法 | 天津 | 华北 |
| 方大锦化 | 12 | 氯醇法 | 辽宁 | 华北 |
| 山东大泽 | 10 | 氯醇法 | 山东 | 华东 |
| 中石化长盛石化 | 10 | HPPO 法 | 湖南 | 华中 |
| 金浦锦湖 | 8 | 氯醇法 | 江苏 | 华东 |
| 东营华泰 | 8 | 氯醇法 | 山东 | 华东 |
| 石大胜华 | 7 | 氯醇法 | 山东 | 华东 |
| 山东中海精细化工 | 6.2 | 氯醇法 | 山东 | 华东 |
| 福建湄洲湾 | 5 | 氯醇法 | 福建 | 华南 |
| 合计 | 319.7 | | | |

资料来源：中国产业信息网，安信证券研究中心

表 3：环氧丙烷未来新建产能概况

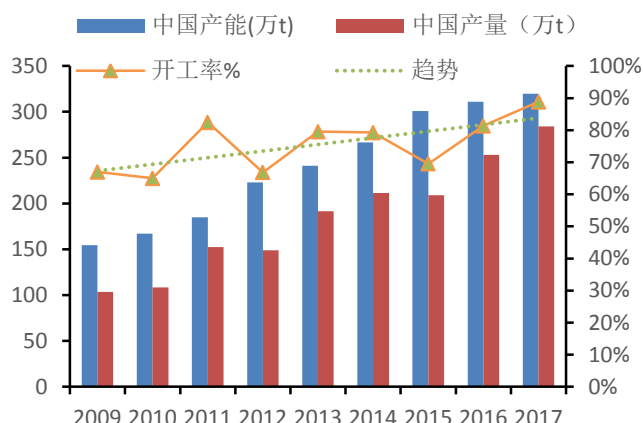
| 厂家 | 新增产能 (万 t) | 地址 | 预计时间 |
|----------------|------------|------|----------------------|
| 南京红宝丽 | 12 | 江苏泰兴 | 18 年一季度投产 |
| 蓝色星球环保新材料 | 40 | 江苏常州 | 年底投产 |
| 泰兴怡达化学 | 15 | 江苏泰兴 | 目前一期装置正在投建，计划 19 年投产 |
| 江苏富强新材料有限公司 | 20 | 江苏 | 项目暂时搁浅 |
| 山东阳煤恒通化工股份有限公司 | 20 | 江苏 | 2019 年开始投建 |

资料来源：百川资讯，安信证券研究中心

2.1.2. 行业逐步进入紧平衡，产品价差有望继续扩大

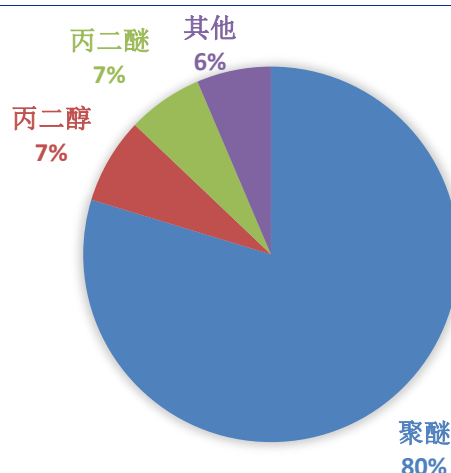
受国内环保政策影响，国内环氧丙烷的产能增速呈现逐渐下滑的态势，另一方面，下游产品对环氧丙烷的需求量稳中有升，使得行业供需逐步进入紧平衡状态。2009 年至今，国内环氧丙烷的开工率总体上呈现出逐步上升趋势，2017 年下半年国内厂家的开工率大部分集中在 7 到 9 成，还有部分厂家满负荷生产。

图 12: 环氧丙烷开工率稳步提升



资料来源:《化工进展》, 中国产业信息网, 安信证券研究中心

图 13: 2015 年中国环氧丙烷消费构成

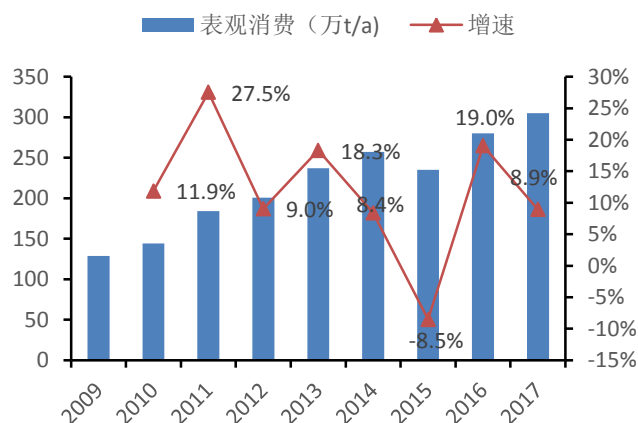


资料来源:《中国石油和化工经济分析》, 安信证券研究中心

环氧丙烷主要用于生产聚醚 (PPG)、丙二醇 (PG) 和丙二醚 (PM)。聚醚是环氧丙烷最主要的下游产品, 约占其总消费量的 80%, 用于生产聚氨酯泡沫。国内聚氨酯硬泡主要消费集中于制冷和建筑行业, 聚氨酯软泡作为垫材、吸音材料和消震材料等应用于家电、汽车、家具等领域。

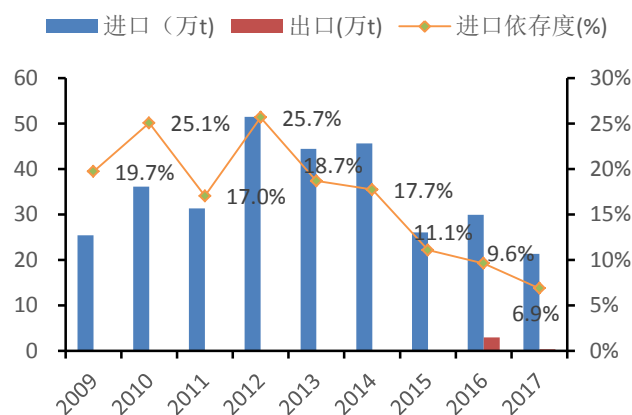
受下游产品聚醚、丙二醇和丙二醚需求的拉动, 尤其是受聚醚产品的旺盛需求影响, 环氧丙烷近八年的复合增长率达到将近 11%。据智研咨询预测 2018 年环氧丙烷表观消费量将达到 326.6 万吨, 并且主要是由家具、冰箱和汽车等应用终端所推动。

图 14: 环氧丙烷表观消费量



资料来源:《化工进展》, 中国产业信息网, 安信证券研究中心

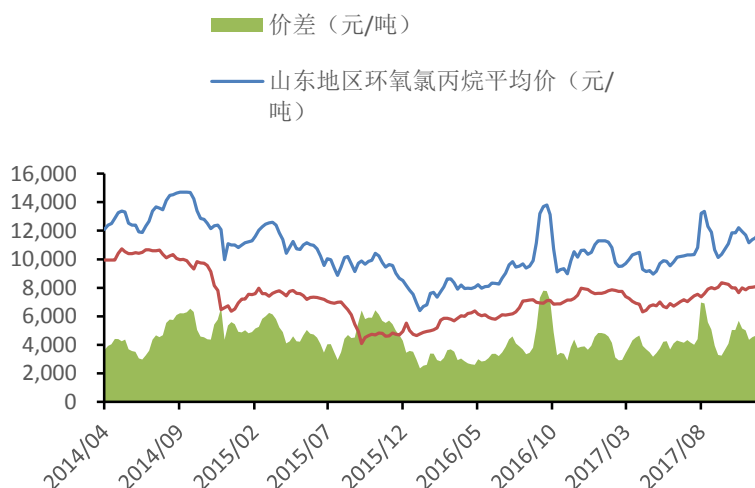
图 15: 环氧丙烷进出口量



资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

紧平衡下, 产品价差有望继续扩大。2016 年初, 环氧丙烷的价格开始震荡上行, 于此同时其主要生产原料丙烯价格也处于上升趋势, 由于液氯的价格趋于平稳, 因而对环氧丙烷盈利的影响较大的是丙烯的价格。丙烯价格的同步上涨并没有挤压环氧丙烷的盈利空间, 相反, 环氧丙烷价格与丙烯价格的价差处于稳中有升的状态, 我们认为, 在行业紧平衡下, 未来环氧丙烷价差有望继续扩大。

图 16: 环氧氯丙烷盈利分析



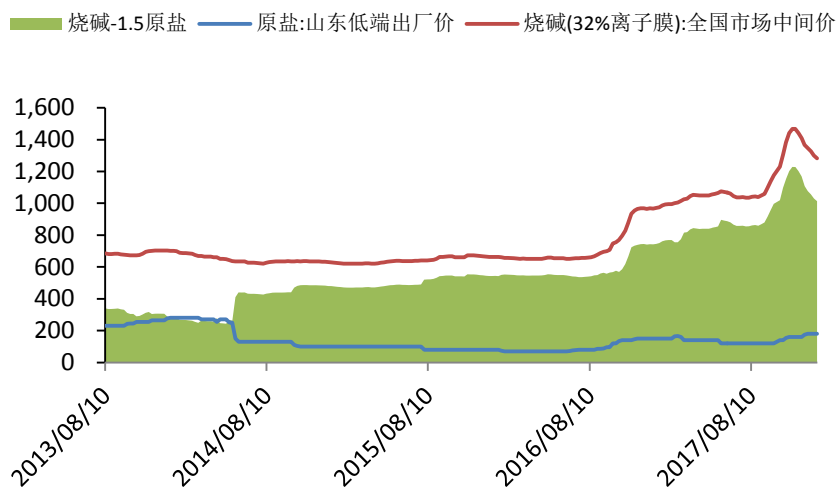
资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

2.2. 氯碱失衡下，烧碱景气有望延续

2.2.1. 下游限产致使烧碱价格短期回落

2018年1月初烧碱（32%离子膜全国中间价）报1284元/吨，较17年11月高点1471元/吨回落约12.7%。我们认为烧碱短期回落主要受下游需求减弱影响，伴随着氧化铝冬季限产结束，以及由于错峰生产及氯碱不平衡的压力等，烧碱价格有望重回上升通道。

图 17: 烧碱—原盐价差



资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

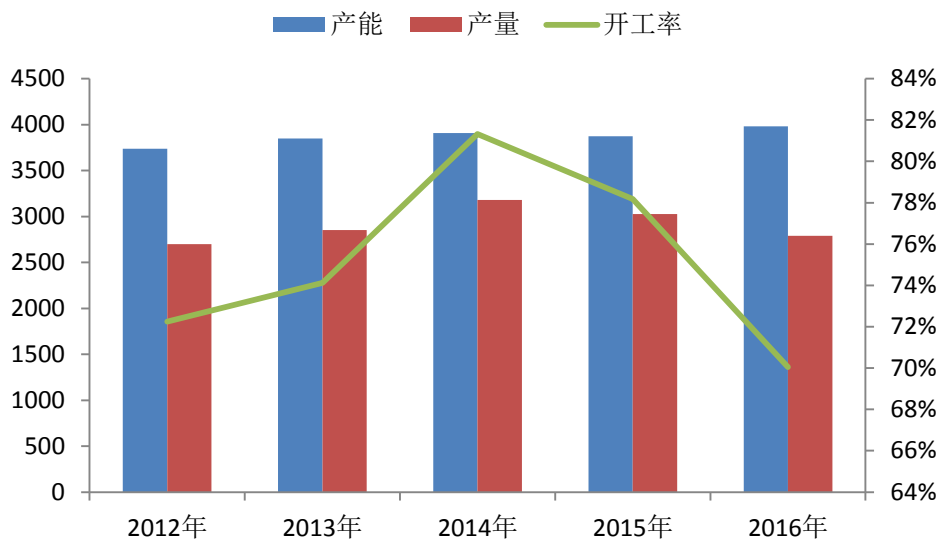
2.2.2. 供需改善叠加氯碱失衡，看好烧碱均价高于17年

2.2.2.1. 供需改善，中长期看好烧碱景气持续

去产能初见成效，开工率将成为供给端主要因素。在“三去一降一补”的供给侧结构性改革政策下，氯碱行业深化升级转型效果初步显现。2015年烧碱生产企业数量为163家，较2014年净减少12家，其中退出企业15家，新增企业3家。根据中国氯碱网数据，截止2015年

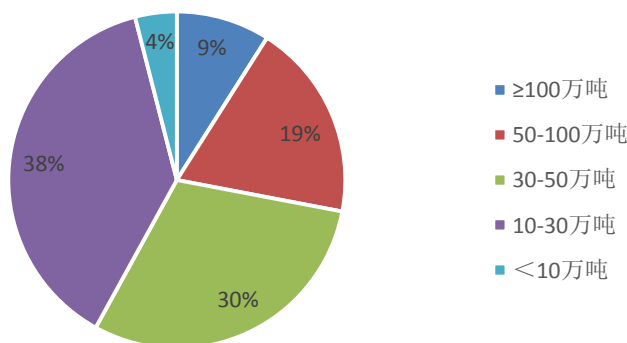
底，国内烧碱企业平均规模 24 万吨，较 2014 年有所提升，其中年产 40 万吨以上企业占全国产能比例从 2010 年的 46% 上升到 2015 年的 55%，行业集中度明显提升。开工率由 2010 年的 69.1% 提升至 2015 年的 78.2%。

图 18: 国内烧碱产能、产量、开工率情况



资料来源：生意社、卓创资讯、安信证券研究中心

图 19: 2015 年国内烧碱企业产能规模分布

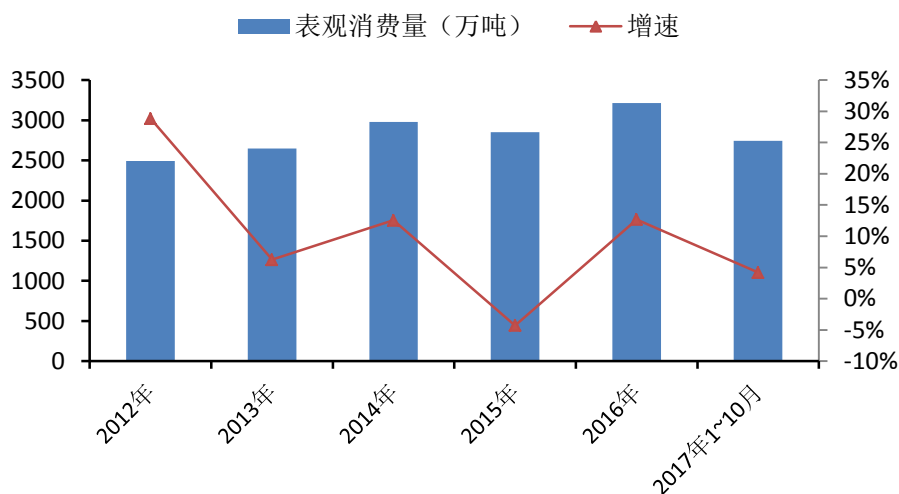


资料来源：中国产业信息网、安信证券研究中心

烧碱自 2016 年以来从供应过剩转为供应偏紧。2016 年国内释放的新增烧碱产能为 110 万吨/年，新增产能略低于需求增速；在氯碱行业“十三五”规划发展下，未来烧碱行业产能难有明显增加。开工率将成为供给端的主要影响因素。

需求增速企稳回升。烧碱近十年来表观消费量复合增长率接近 10%，但 2012 年至 2015 年表观消费量增速处于下降趋势，并且于 2015 年首现负增长。2016 年后表观消费量呈现企稳回升态势。其中 2017 年前 10 月表观消费量约为 2743 万吨，同比 2016 年前 10 月的 2632.3 万吨增长 4.2%。

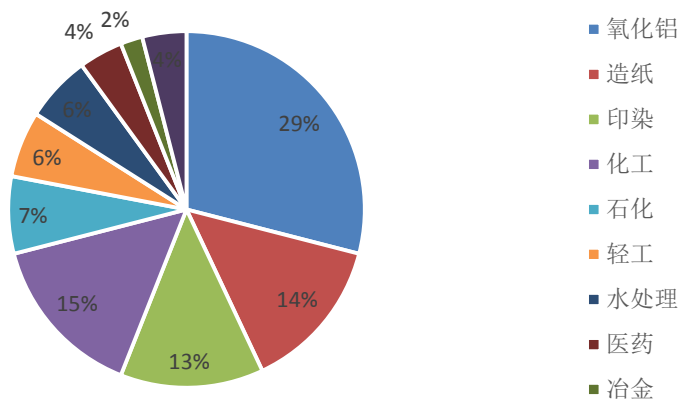
图 20：国内烧碱表观消费量情况



资料来源：中国产业竞争情报网、安信证券研究中心

氧化铝冬季限产影响需求，长期看增量需求仍在。氧化铝是烧碱的最主要的下游应用领域，约占烧碱消费的 30%，其余应用领域为造纸、印染等。据中国化工产品网得知，2016 年 4~5 月山东魏桥、贵州铝业等大型氧化铝企业重启复产，以及魏桥印尼 100 万吨/年、山西华兴铝业二期 100 万吨/年氧化铝新产能相继投产，都使得氧化铝行业加大对烧碱的采购量。在氧化铝冬季限产的影响下，烧碱短期需求有所减弱，但长期来看，氧化铝增量需求仍在，冬季限产结束后有望恢复。

图 21：烧碱下游需求领域分布

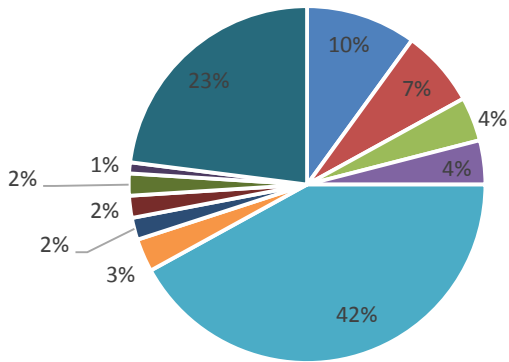


资料来源：广东塑料交易所、安信证券研究中心

2.2.2.2. 氯碱失衡仍是支撑烧碱的重要推手

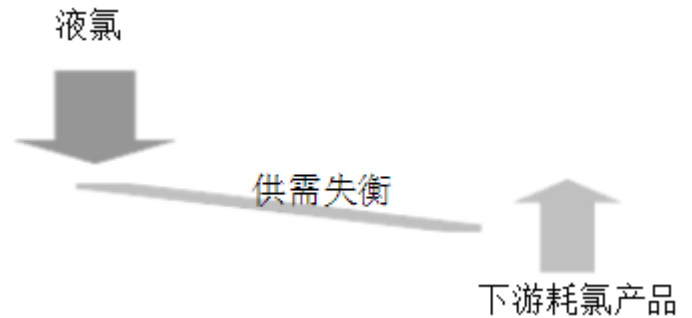
液氯下游需求遇阻。一方面，由于东部地区无电力成本优势，PVC 产能只退不增，因此近年来多数东部地区新增烧碱企业却无相应配套下游耗氯产品，致使碱氯难平衡。其次，各地严查环保，液氯下游需求萎缩。2016 年以来，河北、江苏、河南、内蒙等地严查环保，部分下游小型化工厂开工不足，对液氯需求量萎缩。

图 22: 液氯下游需求领域分布



资料来源:《聚氯乙烯》, 安信证券研究中心

图 23: 液氯与耗氯产品供需失衡示意图



资料来源:《江苏氯碱》, 安信证券研究中心

下游产品价格越高, 从侧面反映供给受到一定的抑制, 表明液氯的需求也受到一定影响。我们统计了液氯的下游部分产品近一年的价格, 大部分产品的价格均出现较大幅度的上升。

表 4: 液氯下游产品价格涨跌

| 产品 | 2016 年 | 2017 年 | 涨跌 |
|---------|---------|----------|-------|
| 二氯甲烷 | 2590.72 | 2720.99 | 5.0% |
| PVC | 5889.61 | 6451.46 | 9.5% |
| 环氧丙烷 | 9162.41 | 10942.05 | 19.4% |
| 环氧氯丙烷 | 7102.89 | 9423.8 | 32.7% |
| 氯乙酸(送到) | 2767.8 | 4027.57 | 45.5% |
| 氯化石蜡 | 4280.06 | 4543.59 | 6.2% |

资料来源: wind、安信证券研究中心

液氯倒贴运费仍未缓解。因液氯属于危化品, 无法长期储存、大量储存, 无法远距离运输, 且运输半径有限, 为不影响氯碱厂家正常开工负荷, 氯碱厂家液氯只能白送、倒贴运费。在近五年的时间, 液氯倒贴白送、倒贴运费现象时有发生。

据卓创资讯网, 自 2011 年山东地区开始出现液氯白送现象, 6 年中仅 2013 年、2014 年没出现倒贴运费现象。2016 年国内液氯市场大范围、长时间出现倒贴运费现象, 山东、河北、山西、江苏、安徽、内蒙、宁夏均出现液氯倒贴运费现象, 碱氯不平衡、倒贴运费成为国内液氯市场的新常态。

2016 年山东地区厂家给经销商普遍倒贴运费 300-500 元/吨, 山西某厂液氯出厂一度倒贴运费 1100 元/吨; 2017 年江苏、安徽地区槽车液氯出厂倒贴运费 450-650 元/吨, 山东槽车液氯出厂一度补贴运费 1000-1100 元/吨, 个别厂家槽车液氯出厂倒贴运费达到 1400 元/吨左右。整体补贴费用较 16 年进一步提高。

表 5：近六年液氯倒贴运费情况统计

| 年份 | 倒贴运费时间段 | 倒贴额度 | 倒贴运费区域 |
|------|-----------|----------|----------------|
| 2012 | 5-9 月 | 200-300 | 山东、江苏、山西、内蒙 |
| 2013 | 无倒贴 | —— | —— |
| 2014 | 无倒贴 | —— | —— |
| 2015 | 8 月 | 50-150 | 山东、河南、山西 |
| 2016 | 6-12 月 | 200-1300 | 山东、江苏、山西、内蒙、安徽 |
| 2017 | 全年，6 月后加剧 | 450-1400 | 山东、江苏、安徽等 |

资料来源：卓创资讯、安信证券研究中心

公司拥有 65 万吨烧碱折纯产能，并配套了三氯乙烯等多种耗氯下游，烧碱的高景气有望推动了公司业绩再创新高。

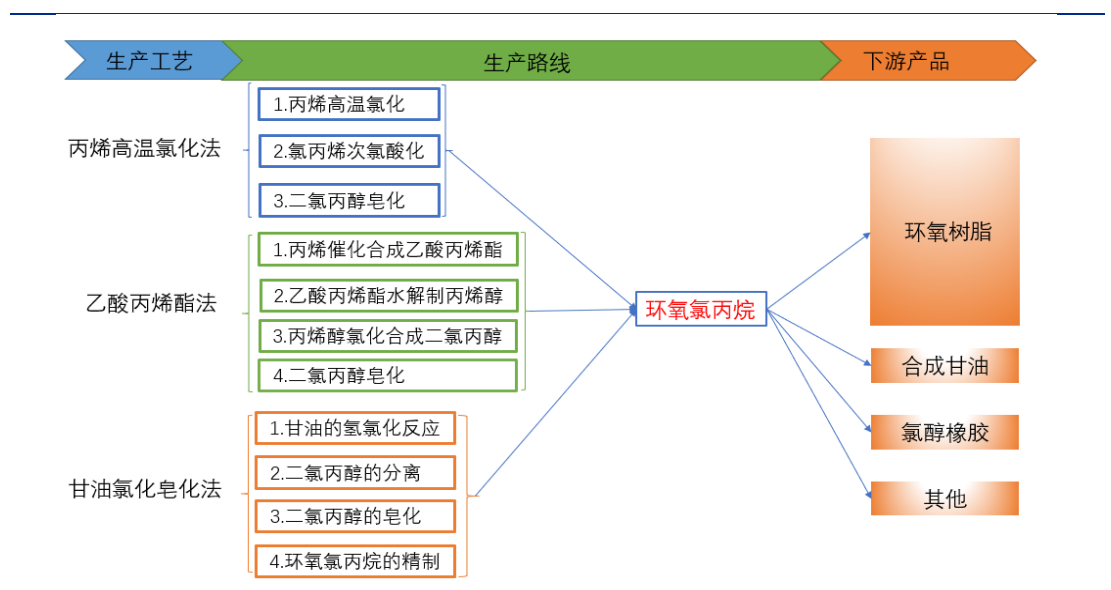
3. 新项目投放在即，未来增长有动力

3.1. 新增耗氯产品环氧氯丙烷，盈利空间有望打开

3.1.1. 甘油法工艺将逐步成为趋势

环氧氯丙烷是生产环氧树脂、合成甘油和氯醇橡胶等的重要原料，也可用于制备其他衍生物，还可用作溶剂、增塑剂、阻燃剂和表面活性剂等，是一种重要的有机化工原料和石油化工的重要中间体，具有广泛用途。目前，世界上环氧氯丙烷的工业生产方法，主要有丙烯高温氯化法、乙酸丙烯酯法和甘油氯化皂化法 3 种。其中丙烯高温氯化法是目前国内外最主要的生产方法，而甘油氯化皂化法由于经济、环保，有望成为今后环氧氯丙烷技术的发展趋势。现阶段，以丙烯为原料的丙烯高温氯化法约占总产量的 90%，甘油氯化皂化法占总产量的 10%，乙酸丙烯酯法已经基本被淘汰了。

图 24：环氧氯丙烷工艺及产业链



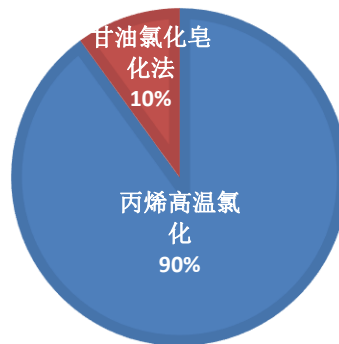
资料来源：《石油化工技术与经济》，安信证券研究中

表 6: 4 种环氧氯丙烷生产工艺路线对比

| 工艺路线 | 优缺点 |
|----------------------|--|
| 丙烯高温氯化法 | 生产灵活, 工艺成熟, 操作稳定, 收率低, “三废”排放量大 |
| 乙酸丙烯酯法 | 收率高, 副产物及废水较少, 工艺复杂, 流程长, 催化剂寿命短, 对反应器材质要求高, 投资成本高 |
| 甘油氯化皂化法 | 工艺简单, 流程短, 不消耗氯气, 废水排放量少, 投资少, 运行成本低 |
| 氯丙烯直接环氧化法 (尚未工业化) | 流程短, 反应条件温和, 收率高, 三废排放很少且没有皂化废水, 但催化剂成本较高, 且双氧水反应体系的安全要求较高 |

资料来源:《石油化工技术与经济》, 安信证券研究中心

图 25: 2017 国内外环氧氯丙烷生产工艺分布



资料来源:《中国石油和化工经济分析》, 安信证券研究中心

3.1.2. 产能增速放缓, 需求增长稳定

目前环氧氯丙烷的生产相对集中。在国家层面, 中国、美国、德国、俄罗斯和日本等国家合计产能超过世界总生产能力的 85%, 自 2008 年以来中国已经超过美国, 成为世界上最大的环氧氯丙烷生产国; 在企业层面, 超过 50% 的产能集中在陶氏(Dow)化学、山东博汇(山东海力和江苏海兴为其子公司)、苏威(Solvay)、瀚森(Hexion)、台塑等少数几家公司。

表 7: 环氧氯丙烷国外主要产能情况

| 主要生产厂家 | 产能 (kt/a) | 生产工艺 |
|------------------------------|-----------|---------|
| 陶氏化学公司(Dow) | 495 | 丙烯高温氯化法 |
| 瀚森专用化学品公司(Hexion) | 180 | 丙烯高温氯化法 |
| 苏威公司(Solvay) | 80 | 丙烯高温氯化法 |
| | 110 | 甘油氯化皂化法 |
| 捷克 Spolek 公司 | 9 | 丙烯高温氯化法 |
| | 15 | 甘油氯化皂化法 |
| 波兰 Zachem 公司 | 35 | 丙烯高温氯化法 |
| 俄罗斯 OAO Khimprom—Usolje 公司 | 30 | 丙烯高温氯化法 |
| 俄罗斯 OAO Sibur — Neftekhim 公司 | 46 | 丙烯高温氯化法 |
| 俄罗斯 State Complexes 公司 | 30 | 丙烯高温氯化法 |
| 俄罗斯 ZAO Kaustik 公司 | 36 | 丙烯高温氯化法 |
| 日本住友化学公司(Sumitomo) | 15 | 丙烯高温氯化法 |
| 日本旭化成玻璃公司(Kashima) | 52 | 丙烯高温氯化法 |
| 日本昭和电工公司(Showa Denko) | 24 | 乙酸丙烯酯法 |
| 日本大曹公司(Daiso) | 54 | 丙烯高温氯化法 |
| 韩国韩华化学公司(Hanwha) | 25 | 丙烯高温氯化法 |
| 韩国三星精细化工公司(Samsung) | 45 | 丙烯高温氯化法 |
| 印度泰米尔纳德石油产品公司(Tamilnadu) | 10 | 丙烯高温氯化法 |
| 泰国有机化学公司(Thai Organics) | 10 | 丙烯高温氯化法 |
| 合计 | 1481 | |

资料来源:《石油化工技术与经济》, 安信证券研究中心

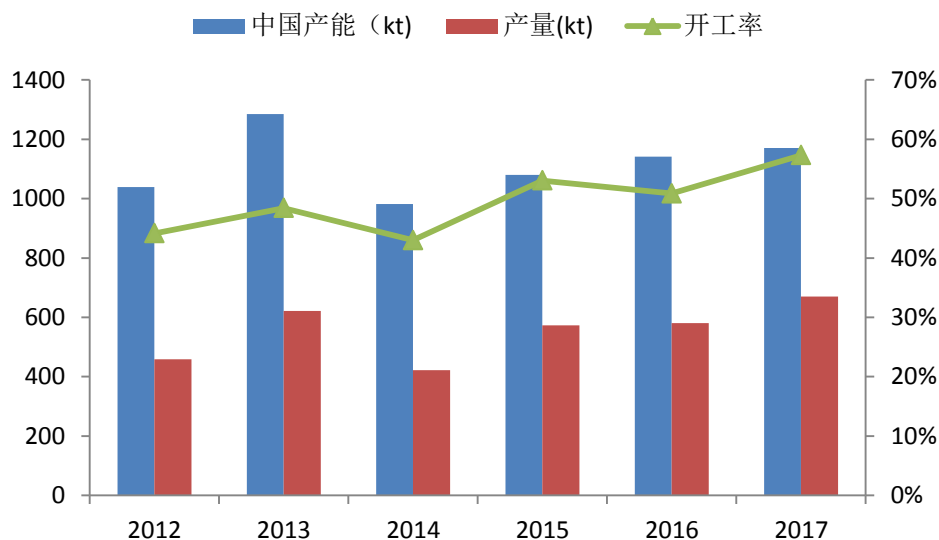
表 8：环氧氯丙烷国内主要产能情况

| 生产厂家 | 生产能力 (kt/a) | 生产工艺 |
|-----------------------|-------------|---------|
| 山东海力化工股份有限公司 | 320 | 高温氯化法 |
| 江苏海兴化工有限公司 | 130 | 高温氯化法 |
| 益海嘉里集团益海(连云港)精细化学工业公司 | 100 | 甘油氯化皂化法 |
| 无棣鑫岳化工有限公司 | 95 | 高温氯化法 |
| 江苏扬农化工集团有限公司 | 90 | 甘油氯化皂化法 |
| 山东中海精细化工有限公司 | 80 | 高温氯化法 |
| 天津勃天化工有限公司 | 60 | 乙酸丙烯制法 |
| 莘县华祥盐化有限公司 | 40 | 高温氯化法 |
| 山东东营华泰化工集团 | 35 | 高温氯化法 |
| 东营市联成化工有限责任公司 | 35 | 高温氯化法 |
| 中国石油化工股份有限公司齐鲁分公司 | 32 | 高温氯化法 |
| 中国石油化工股份有限公司巴陵分公司 | 32 | 高温氯化法 |
| 东营市赫邦化工有限公司 | 30 | 甘油氯化皂化法 |
| 宁波环洋化工有限公司 | 30 | 甘油氯化皂化法 |
| 广西田东锦盛化工有限公司 | 30 | 甘油氯化皂化法 |
| 江苏安邦电化有限公司 | 20 | 高温氯化法 |
| 河北珈奥甘油化工有限公司 | 10 | 甘油氯化皂化法 |
| 江西全球化工股份有限公司 | 10 | 甘油氯化皂化法 |
| 合计: | 1179 | |

资料来源：《石油化工技术与经济》，安信证券研究中心

国内产能增速放缓。国内环氧氯丙烷的生产从 2005 年逐渐起步，到 2007 年经历较快增长，增长率超过 400%，直至 2013 年后产能开始回落，然而产量增长速度缓慢，远远落后于产能增长，从 2005 年开始国内环氧氯丙烷的开工率一直处于下降趋势。直到 2014 年之后，受下游终端产品需求的持续增长，环氧氯丙烷的产量增长开始进入上升通道，开工率出现上扬趋势，开工率到 2017 年接近 60%。

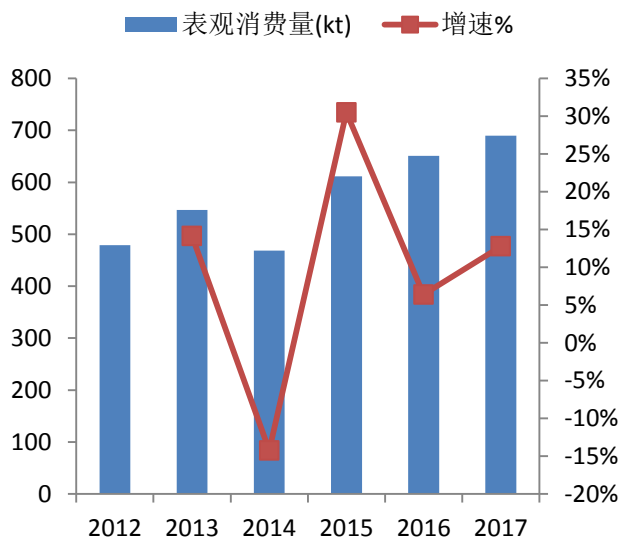
图 26：国内环氧氯丙烷供给分析



资料来源：《中国化工经济技术发展中心》，安信证券研究中心

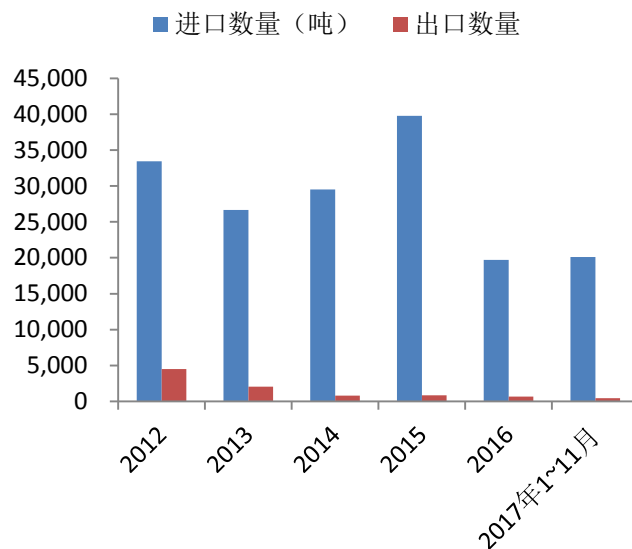
需求稳定增长。国内环氧氯丙烷的需求整体上处于逐步上升的状态，市场经历严峻的行业竞争后，受下游产品需求增长的影响，到 2015 年市场开始回暖。国内环氧氯丙烷市场份额主要集中在国内企业，中国从 2006 年开始对原产于俄罗斯、韩国、日本和美国的进口环氧氯丙烷实施长达十年的反倾销措施，环氧氯丙烷的进口依存度开始大幅度下降，2012 年之后进口依存度一直维持在 10% 以下。

图 27：环氧氯丙烷表观消费量



资料来源：《中国石油和化工经济分析》，安信证券研究中心

图 28：环氧氯丙烷进出口情况

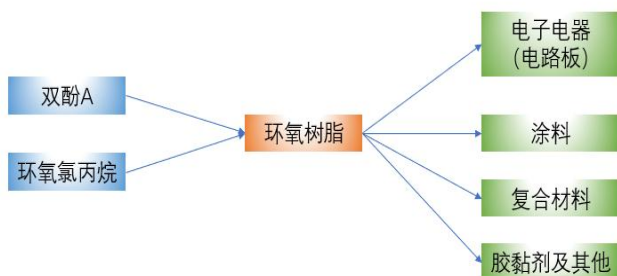


资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

3.1.3. 下游环氧树脂有望保持较高的增速

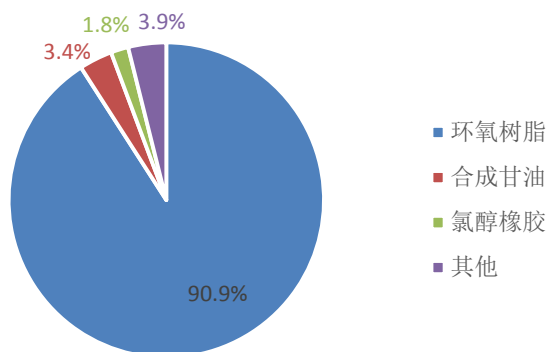
超过九成的环氧氯丙烷被环氧树脂消耗，环氧树脂的需求对环氧氯丙烷需求增长起着关键作用。而环氧树脂由主要受下游的电子电器、涂料、复合材料、胶粘剂等的影响。

图 29：环氧树脂产业链



资料来源：《中国石油和化工经济分析》，安信证券研究中心

图 30：环氧氯丙烷消费结构

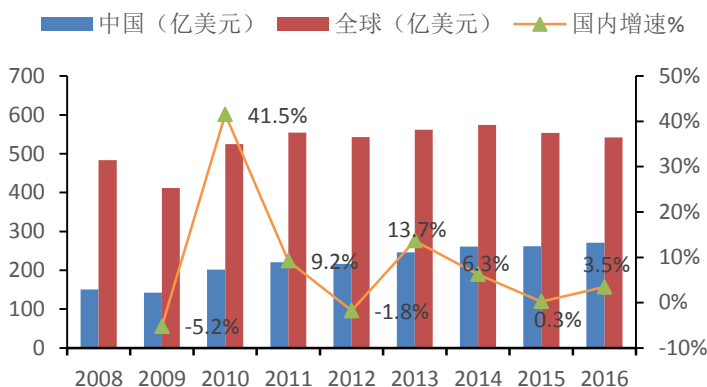


资料来源：《中国石油和化工经济分析》，安信证券研究中心

2016 年下半年，环氧树脂的价格开始上扬，到 2017 年下半年出现暴涨趋势，一方面受原材料环氧氯丙烷和双酚 A 价格上涨的支撑，另一方面受下游产品电子电器、涂料、复合材料

以及胶黏剂需求扩张的拉动，尤其是电子电器所需要的印刷电路板（PCB）对环氧树脂的需求不断扩大，这种需求效应最终会传递到环氧树脂市场。全球印刷电路板的产值在 2016 年就达到了 542 亿美元，而国内印刷电路板的产值占据了全球产值的一半，同时国内市场对环氧树脂的需求也居世界之最。

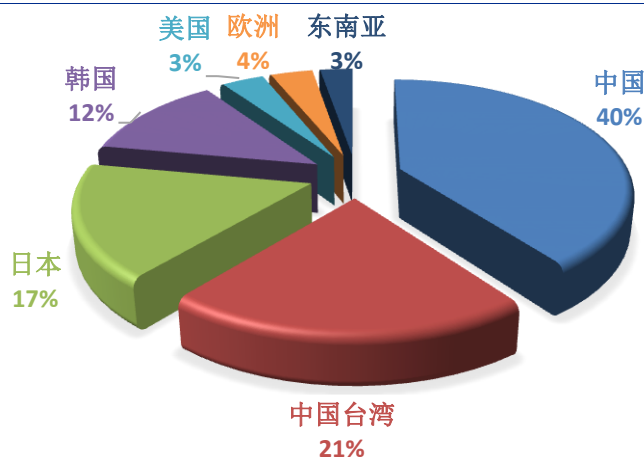
图 31：全球及中国电路板产值



资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

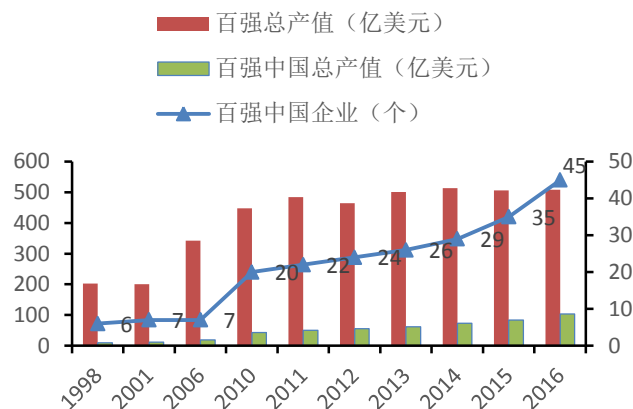
2016 年全球百强 PCB 制造商中国企业占据了四成的席位，同时全球百强中国 PCB 制造商的总产值也独占鳌头，占百强总产值的 20.36%。国内 PCB 制造商优势仍在不断扩大，全球百强 PCB 制造商中国企业数量在 1998 年仅仅 6 家，扩展到如今的 45 家，显示出国内 PCB 制造商强劲的增长趋势，国内 PCB 产值也将在未来持续上升，对环氧树脂需求形成稳定的支撑。

图 32：2016 全球百强 PCB 制造商中国企业数占比



资料来源：《印刷电路信息》，安信证券研究中心

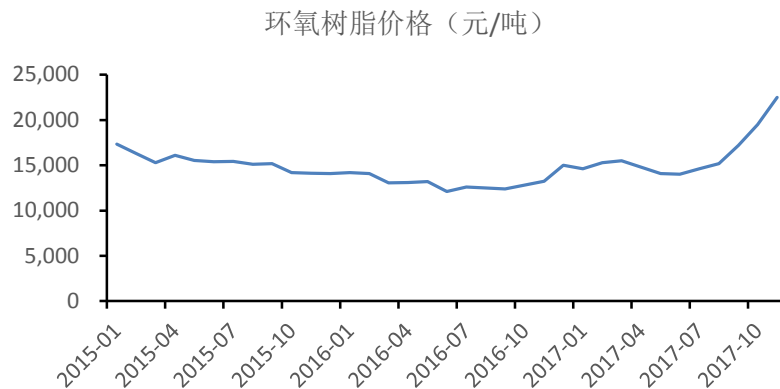
图 33：全球百强 PCB 制造商中国企业数及产值



资料来源：《印刷电路信息》，安信证券研究中心

目前中国环氧树脂行业产能过剩，但随着国内环境和政策的调整，下游需求逐渐向大厂集中，厂家扩能需求较为强烈，中小企业将面临更大的生存压力。环氧树脂价格的持续上扬，不断扩大了厂家的利润空间，据卓创资讯测算，2017 年上半年我国液体环氧树脂平均毛利约为 645 元/吨，较去年同期增加 801 元/吨。2017 年上半年我国固体环氧树脂平均毛利为 427 元/吨，较去年同期增加 165 元/吨，同比增长 62.98%。

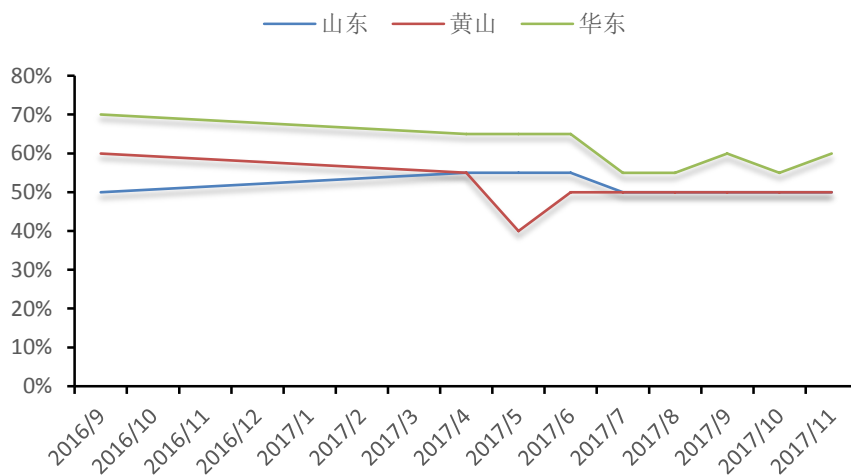
图 34：环氧树脂价格



资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

环氧树脂的厂商主要集中要山东、黄山以及华东等地区，从三个地区最近一年的开工率看，华东地区一直以来都是环氧树脂开工率最高的地区，该地区环氧树脂的需求相比其他地区而言更为旺盛。三个地区从 2016 年下半年以来整体开工率处于下行状态，直到 2017 年下半年环氧树脂价格开始暴涨之际，各个地区的开工率开始有所企稳回升，开工率过低的局面会随着环氧树脂价格的持续回暖而有所改变，而环氧树脂开工率的上升会进一步增加环氧氯丙烷的需求。

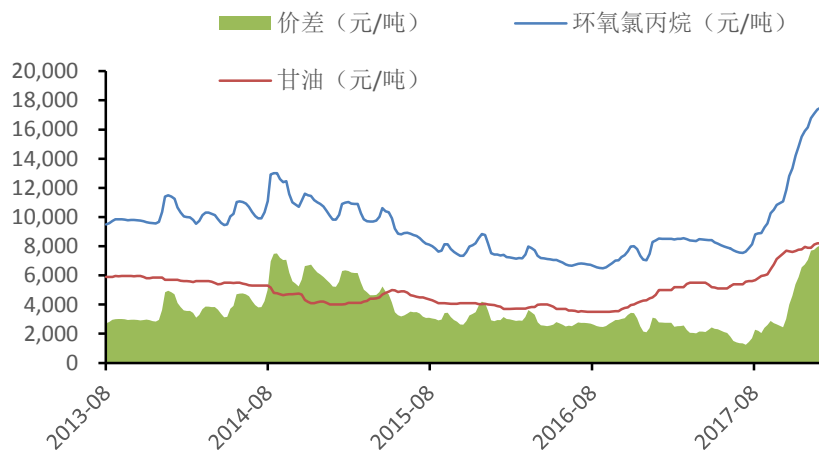
图 35：山东、黄山及华东三地区环氧树脂开工率 (%)



资料来源：Wind 资讯，安信证券研究中心

甘油法制环氧氯丙烷的上游原料主要是甘油，合成甘油的价格主要受其原材料丙烯影响，随着国际石油价格的逐步上升，丙烯价格有望对甘油形成支撑。环氧氯丙烷价格在 2017 年下半年开始大幅度上扬，价差迅速扩大。后期作为成本端因素，甘油价格亦有望对环氧氯丙烷形成一定的支撑作用。

图 36: 环氧氯丙烷价差分析



资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心

3.2. 拓展产品，氟化学品走多元化格局

3.2.1. 前景可观，六氟磷酸锂价格处于底部

2016年2月26日，公司公告公司投资1.5亿元，建设年产1000吨的六氟磷酸锂，项目建成后预计年均利润总额为6400万元，该项目不仅为公司增加新的业绩增长点，还对提升公司氟化工技术水平和自主创新能力，优化产品结构等具有重要意义。

六氟磷酸锂作为一种电子级氟化物，其生产技术含量高，产品利润空间大，用其制备的新能源汽车锂离子电池电解液，被誉为“锂电池血液”。国务院发布的《节能与新能源汽车产业发展规划（2012~2020）》中提出：到2020年，纯电动汽车和插电式混合动力汽车生产能力达200万辆，累计产销量超过500万辆。伴随锂离子电池产业的巨大市场需求和良好的发展前景，六氟磷酸锂市场需求将会同步增长，产业发展前景异常广阔。

国内六氟磷酸锂2014年产能为3900吨，2015年产能为7000吨，到2017年行业总产能接近2万吨。随着近几年国内产能释放较多，六氟磷酸锂产品价格波动较大，盈利能力也有大幅度波动。根据中国产业信息网，未来三年行业新增产能较少，而目前六氟磷酸锂产品价格处于底部，随着锂电池需求的进一步增加，六氟磷酸锂价格有望企稳回升。

表 9: 六氟磷酸锂价格走势

| 时间 | 价格 | 备注 |
|------------|---------------------------------------|--|
| 2004年及之前 | ≥60万元/吨 | 日本三家企业处于垄断地位 |
| 2004~2011年 | 30-40万元/吨 | 天津金牛投产80吨，打破垄断 |
| 2012年 | 25万元/吨 | 多氟多等突破工艺进入市场 |
| 2014年 | 8-8.5万元/吨 | 产能过剩，需求不足 |
| 2015 | 2015年第四季度，六氟磷酸锂价格大幅上涨，高达40万元/吨。 | 供需失衡 |
| 2016 | 维持在40万元/吨的高位关口，后来稳中有降，到年底开始下探至34万元/吨。 | - |
| 2017年4月 | 30万元/吨 | 随着17上半年下游市场需求的萎缩、部分新增产能的释放，六氟磷酸锂价格开始大幅回落 |
| 2017年7月 | 20万元/吨 | |
| 2017年9月 | 16万元/吨 | |
| 2017年11月 | 15万元/吨 | |

资料来源: 中国经营网, 安信证券研究中心

3.2.2. 引进先进技术，电子级氢氟酸项目具备进口替代空间

为使公司的氟化学品格局多元化，提升公司氟化工技术水平和自主创新能力，公司 2016 年 2 月 26 日公告拟投资 1.3 亿元新建 6000 吨/年电子级氢氟酸项目。

电子级氢氟酸主要应用于集成电路（IC）和超大规模集成电路（VLSI）芯片的清洗，是微电子行业制作过程中的关键性基础化工原料之一，还可用作分析试剂和制备高纯度的含氟化学品。由于电子级氢氟酸的纯度和洁净度对集成电路的成品率和性能有着十分重要的影响，且国内产品与进口产品相比，在质量方面尚有较大差距，故目前我国主要依靠进口产品来满足市场需求。

根据中国产业信息网，随着世界半导体制造业逐步向我国大陆转移，近年，国内高品质电子级氢氟酸（Grade4）需求量年增长保持在 20~30%，而进口量增长更快（2014 年进口量在 4000~4500 吨，2015 年大约在 6500 吨）。当前，国内生产电子级氢氟酸的企业约有十家左右，但其产品大多都是仅能用于光伏产业的 Grade1 和 Grade2 等级，少数能够达到 Grade3 等级，只有巨化集团的浙江凯圣氟化学有限公司能够达到 Grade4 等级，而进口电子级氢氟酸均达到 Grade4 等级。

由于技术壁垒等多种因素的影响，国内高等级电子级氢氟酸的产能与产量发展较为缓慢。虽然有几个千吨/年以上的项目投产，如巨化集团凯圣 6000 吨/年和邵武永飞 3000 吨/年电子级氢氟酸项目，但是随着电子工业的强势发展，全球电子级氢氟酸需求增速较快，目前国内氢氟酸产能仍远不能满足市场需求，高等级电子级氢氟酸还需大量进口。

公司该项目引进台湾先进的电子级氢氟酸生产技术，实施后可在有效增加电子级氢氟酸市场供应，缓解国内电子级氢氟酸价格昂贵、依赖进口局面的同时，为企业创造可观的经济效益，并可依托公司已建成的 11000 吨/年五氟乙烷装置及拟规划中的 1000 吨/年六氟磷酸锂项目，打造滨化独具特色的氟化学品格局，对提升公司的氟化工技术水平、优化氟化工产品结构具有重要意义。

3.3. 设立氢能公司，抓住新能源机遇

公司与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源有限公司，其中公司以货币方式出资 4,500 万元，占氢能公司注册资本的 90%；亿华通以技术出资 500 万元，占氢能公司注册资本的 10%。

氢能被誉为未来世界能源架构的核心，发展氢能有利于改变传统能源消费结构、减少中国石油进口依赖度、减少温室气体排放、保护生态环境。国际能源界预测，21 世纪氢能将取代煤、石油、天然气等能源，形成氢能经济，而氢燃料电池将是继水力、火力、核能之后的第四代发电装置和替代内燃机的动力装置。

2016 年，氢能与燃料电池技术被国家列入未来能源发展的重要方向和战略新兴业务重点发展领域。

设立后，氢能公司将借助亿华通在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。

3.4. 借力清华科研优势，积极谋求转型升级

公司第一大股东为滨州水木有恒投资基金，合伙人包括山东黄河三角洲创业发展集团有限公司（49.95%）、光大兴陇信托有限责任公司（49.5%）、北京工研科技孵化器有限公司（0.1%）。其中北京工研科技孵化器有限公司是北京清华工业开发研究院的孵化企业，公司充分借助清华大学科研开发的优势，致力于采用新技术、新产品改造传统的环保产业。北京清华工业开发研究院占北京工研科技孵化器有限公司股权比例约 0.5%。

设立先进能源和材料工程研究中心，为转型打下基础。2017 年 5 月 4 日，公司公告拟与北

京清华工业开发研究院所属的北京工研科技孵化器有限公司共同出资设立先进能源和材料工程研究中心,其中公司拟出资 2,100 万元,占注册资本的 70%,工研科技拟出资 900 万元,占注册资本的 30%。工研科技主要聚焦于核心技术在重点产业应用的专业化开发、孵化和投资,拥有较丰富广泛的行业生态资源。研究中心将立足公司发展战略,聚焦先进能源和材料领域的内外部环境,推动公司转型升级并成为先进的能源和新材料公司。

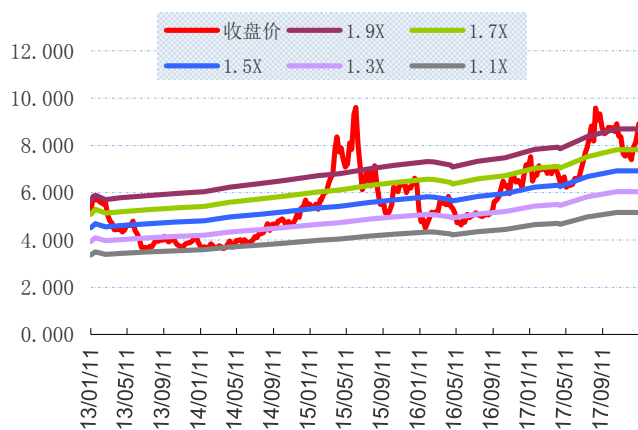
投建军民融合产业园及参股产业基金,新动能促长足发展。2017 年 7 月 27 日,公司公告与中国五洲、清华工研院签署《战略合作框架协议》,三方共同建设滨州军民融合产业园暨高端化工产业园,聚焦氢燃料技术、军民两用材料和轻烃化工,以化工新材料和精细化工为方向,

布局氢燃料军工应用、清洁能源、高纯电子化学品等高附加值产品。于同年 10 月,又计划出资 1 亿元人民币,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。瞄准军民融合产业的转型,对于公司的长期发展将会产生积极影响。

4. 投资建议：给予买入-A 的投资评级，6 个月目标价为 12.2 元。

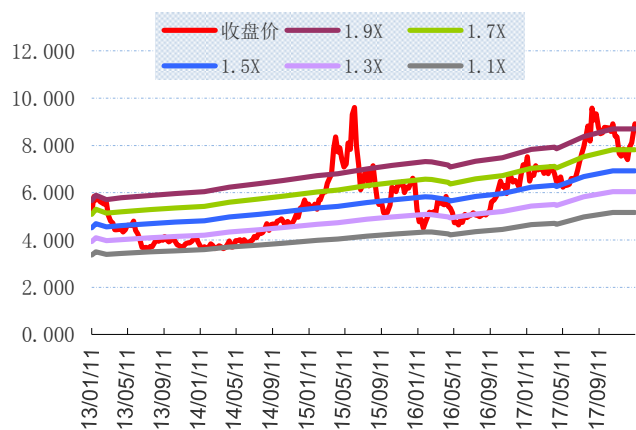
公司目前估值低,主营产品景气上行,18 年新产能有望贡献增量。上调 17-19 年公司的 EPS 分别为 0.70、0.93、1.10 元,维持买入-A 的投资评级,上调目标价至 12.2 元。

图 37: PE-Band 图



资料来源:《中国石油和化工经济分析》,安信证券研究中心

图 38: PB-Band 图



资料来源: Wind 资讯,安信证券研究中心

风险提示：烧碱需求低于预期，丙烯价格波动等。

财务报表预测和估值数据汇总

| 利润表 | | | | | | 财务指标 | | | | | |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|-------|--------|--------|-------|-------|
| (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E | (百万元) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
| 营业收入 | 4,816.1 | 4,862.4 | 6,448.7 | 7,110.9 | 7,892.2 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 3,597.1 | 3,707.2 | 4,591.4 | 4,864.7 | 5,295.6 | 营业收入增长率 | -1.5% | 1.0% | 32.6% | 10.3% | 11.0% |
| 营业税费 | 33.2 | 72.7 | 67.7 | 74.7 | 82.9 | 营业利润增长率 | 13.1% | -16.7% | 140.7% | 32.9% | 19.0% |
| 销售费用 | 164.2 | 183.2 | 251.5 | 277.3 | 307.8 | 净利润增长率 | 19.2% | -16.7% | 130.9% | 32.9% | 19.0% |
| 管理费用 | 261.1 | 238.2 | 253.4 | 295.8 | 328.3 | EBITDA 增长率 | 15.5% | -12.2% | 79.8% | 25.9% | 15.9% |
| 财务费用 | 125.7 | 86.7 | 80.0 | 80.0 | 80.0 | EBIT 增长率 | 17.5% | -19.4% | 117.1% | 30.7% | 18.0% |
| 资产减值损失 | 97.2 | 196.1 | 100.0 | 50.0 | 50.0 | NOPLAT 增长率 | 10.2% | -7.3% | 104.5% | 30.7% | 18.0% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 3.9% | -5.4% | 8.3% | 0.7% | -2.2% |
| 投资和汇兑收益 | 13.5 | 80.8 | - | - | - | 净资产增长率 | 6.3% | 4.9% | 49.5% | 10.2% | 11.0% |
| 营业利润 | 551.2 | 459.0 | 1,104.7 | 1,468.5 | 1,747.7 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | -3.6 | -0.9 | - | - | - | 毛利率 | 25.3% | 23.8% | 28.8% | 31.6% | 32.9% |
| 利润总额 | 547.7 | 458.1 | 1,104.7 | 1,468.5 | 1,747.7 | 营业利润率 | 11.4% | 9.4% | 17.1% | 20.7% | 22.1% |
| 减:所得税 | 168.5 | 93.3 | 276.2 | 367.1 | 436.9 | 净利润率 | 8.9% | 7.4% | 12.8% | 15.5% | 16.6% |
| 净利润 | 431.0 | 358.8 | 828.5 | 1,101.4 | 1,310.8 | EBITDA/营业收入 | 22.0% | 19.1% | 25.9% | 29.6% | 30.9% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 14.1% | 11.2% | 18.4% | 21.8% | 23.2% |
| | | | | | | 运营效率 | | | | | |
| | | | | | | 固定资产周转天数 | 300 | 288 | 222 | 212 | 194 |
| | | | | | | 流动资产周转天数 | 29 | 26 | 19 | 17 | 17 |
| | | | | | | 流动营业资本周转天数 | 112 | 105 | 149 | 216 | 237 |
| | | | | | | 应收帐款周转天数 | 16 | 12 | 10 | 13 | 13 |
| | | | | | | 存货周转天数 | 15 | 15 | 16 | 19 | 19 |
| | | | | | | 总资产周转天数 | 535 | 535 | 470 | 508 | 497 |
| | | | | | | 投资资本周转天数 | 418 | 411 | 313 | 296 | 265 |
| | | | | | | 投资回报率 | | | | | |
| | | | | | | ROE | 9.1% | 7.2% | 11.1% | 13.3% | 14.3% |
| | | | | | | ROA | 5.2% | 5.1% | 8.6% | 10.6% | 11.5% |
| | | | | | | ROIC | 8.5% | 7.6% | 16.5% | 19.9% | 23.3% |
| | | | | | | 费用率 | | | | | |
| | | | | | | 销售费用率 | 3.4% | 3.8% | 3.9% | 3.9% | 3.9% |
| | | | | | | 管理费用率 | 5.4% | 4.9% | 3.9% | 4.2% | 4.2% |
| | | | | | | 财务费用率 | 2.6% | 1.8% | 1.2% | 1.1% | 1.0% |
| | | | | | | 三费/营业收入 | 11.4% | 10.4% | 9.1% | 9.2% | 9.1% |
| | | | | | | 偿债能力 | | | | | |
| | | | | | | 资产负债率 | 33.8% | 29.7% | 21.7% | 20.2% | 18.8% |
| | | | | | | 负债权益比 | 51.1% | 42.3% | 27.8% | 25.3% | 23.1% |
| | | | | | | 流动比率 | 0.93 | 0.79 | 2.59 | 2.79 | 3.24 |
| | | | | | | 速动比率 | 0.81 | 0.66 | 2.36 | 2.55 | 3.00 |
| | | | | | | 利息保障倍数 | 5.39 | 6.29 | 14.81 | 19.36 | 22.85 |
| | | | | | | 分红指标 | | | | | |
| | | | | | | DPS(元) | 0.13 | 0.10 | 0.21 | 0.28 | 0.33 |
| | | | | | | 分红比率 | 34.5% | 33.1% | 30.0% | 30.0% | 30.0% |
| | | | | | | 股息收益率 | 1.4% | 1.1% | 2.3% | 3.1% | 3.6% |

资产负债表

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 货币资金 | 448.0 | 553.2 | 2,499.7 | 3,197.9 | 4,202.1 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - |
| 应收帐款 | 211.5 | 112.6 | 248.0 | 272.6 | 289.7 |
| 应收票据 | 372.7 | 371.8 | 522.6 | 526.0 | 609.2 |
| 预付帐款 | 28.4 | 13.1 | 58.4 | 63.3 | 62.0 |
| 存货 | 184.9 | 230.5 | 357.0 | 392.2 | 438.1 |
| 其他流动资产 | 154.4 | 145.0 | 211.4 | 170.3 | 175.6 |
| 可供出售金融资产 | 270.4 | 444.3 | - | - | - |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - |
| 长期股权投资 | 476.4 | 449.5 | 449.5 | 449.5 | 449.5 |
| 投资性房地产 | - | - | - | - | - |
| 固定资产 | 3,960.3 | 3,816.4 | 4,121.9 | 4,268.7 | 4,216.1 |
| 在建工程 | 532.2 | 409.0 | 579.5 | 489.8 | 344.9 |
| 无形资产 | 413.1 | 395.9 | 383.8 | 371.6 | 359.4 |
| 其他非流动资产 | 217.8 | 240.1 | 209.9 | 220.8 | 221.9 |
| 资产总额 | 7,270.1 | 7,181.3 | 9,641.7 | 10,422.6 | 11,368.3 |
| 短期债务 | 495.0 | 450.0 | - | - | - |
| 应付帐款 | 427.0 | 342.0 | 600.7 | 593.7 | 629.4 |
| 应付票据 | - | - | 293.3 | 310.8 | 338.3 |
| 其他流动负债 | 585.4 | 1,022.0 | 608.6 | 754.0 | 812.8 |
| 长期借款 | 221.7 | 300.0 | - | - | - |
| 其他非流动负债 | 729.5 | 20.5 | 593.8 | 447.9 | 354.1 |
| 负债总额 | 2,458.6 | 2,134.4 | 2,096.4 | 2,106.4 | 2,134.6 |
| 少数股东权益 | 57.1 | 65.2 | 65.2 | 65.2 | 65.2 |
| 股本 | 990.0 | 1,188.0 | 1,188.0 | 1,188.0 | 1,188.0 |
| 留存收益 | 3,648.4 | 3,660.4 | 3,796.0 | 4,567.0 | 5,484.5 |
| 股东权益 | 4,811.6 | 5,046.9 | 7,545.2 | 8,316.2 | 9,233.7 |

现金流量表

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 净利润 | 379.2 | 364.8 | 828.5 | 1,101.4 | 1,310.8 |
| 加:折旧和摊销 | 382.1 | 384.7 | 486.2 | 555.1 | 609.6 |
| 资产减值准备 | 97.2 | 196.1 | - | - | - |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - |
| 财务费用 | 126.2 | 86.2 | 80.0 | 80.0 | 80.0 |
| 投资损失 | -13.5 | -80.8 | - | - | - |
| 少数股东损益 | -51.8 | 5.9 | - | - | - |
| 营运资金的变动 | 1.0 | -77.2 | 49.3 | -7.8 | -80.2 |
| 经营活动产生现金流量 | 742.6 | 862.3 | 1,443.9 | 1,728.7 | 1,920.2 |
| 投资活动产生现金流量 | -568.9 | -341.4 | -505.7 | -600.0 | -400.0 |
| 融资活动产生现金流量 | -270.9 | -418.0 | 1,008.4 | -430.5 | -516.0 |

业绩和估值指标

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| EPS(元) | 0.36 | 0.30 | 0.70 | 0.93 | 1.10 |
| BVPS(元) | 4.00 | 4.19 | 6.30 | 6.95 | 7.72 |
| PE(X) | 25.1 | 30.2 | 13.1 | 9.8 | 8.3 |
| PB(X) | 2.3 | 2.2 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| P/FCF | 56.3 | 25.5 | -54.8 | 10.4 | 7.7 |
| P/S | 2.2 | 2.2 | 1.7 | 1.5 | 1.4 |
| EV/EBITDA | 8.4 | 9.8 | 5.5 | 4.0 | 3.0 |
| CAGR(%) | 42.7% | 53.2% | 32.6% | 42.7% | 53.2% |
| PEG | 0.6 | 0.6 | 0.4 | 0.2 | 0.2 |
| ROIC/WACC | 0.9 | 0.8 | 1.6 | 2.0 | 2.3 |
| REP | 1.8 | 2.2 | 1.0 | 0.7 | 0.6 |

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

袁善宸、张汪强声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

| | | | | |
|-------|-------|------------------|---------------------------|------------------------|
| 上海联系人 | 葛娇妤 | 021-35082701 | gejy@essence.com.cn | |
| | 朱贤 | 021-35082852 | zhuxian@essence.com.cn | |
| | 许敏 | 021-35082953 | xumin@essence.com.cn | |
| | 章政 | 021-35082861 | zhangzheng@essence.com.cn | |
| | 孟硕丰 | 021-35082788 | mengsf@essence.com.cn | |
| | 李栋 | 021-35082821 | lidong1@essence.com.cn | |
| | 侯海霞 | 021-35082870 | houhx@essence.com.cn | |
| | 潘艳 | 021-35082957 | panyan@essence.com.cn | |
| | 刘恭懿 | 021-35082961 | liugy@essence.com.cn | |
| | 孟昊琳 | 021-35082963 | menghl@essence.com.cn | |
| | 北京联系人 | 王秋实 | 010-83321351 | wangqs@essence.com.cn |
| | | 田星汉 | 010-83321362 | tianxh@essence.com.cn |
| | | 李倩 | 010-83321355 | liqian1@essence.com.cn |
| 周蓉 | | 010-83321367 | zhourong@essence.com.cn | |
| 温鹏 | | 010-83321350 | wenpeng@essence.com.cn | |
| 深圳联系人 | 张莹 | 010-83321366 | zhangying1@essence.com.cn | |
| | 胡珍 | 0755-82558073 | huzhen@essence.com.cn | |
| | 范洪群 | 0755-82558044 | fanhq@essence.com.cn | |
| | 巢莫雯 | ? 0755-82558183? | chaomw@essence.com.cn | |
| | 黎欢 | 0755-82558045 | lihuan@essence.com.cn | |

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034