

## 年度业绩预告翻番，环氧丙烷景气持续

——滨化股份（601678）事件点评

2018年01月30日

推荐/维持

滨化股份

事件点评

### 事件：

2018年1月25日，公司发布公告称经财务部门初步测算，预计2017年年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期（法定披露数据）相比，将增加47,000万元左右，同比增加131%左右。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润与上年同期（法定披露数据）相比，将增加49,000万元左右，同比增加151%左右。

2018年1月25日，公司发布公告称2017年公司共计确认各类资产减值损失12,936.32万元，对合并报表利润总额影响-12,936.32万元，对归属于上市公司股东的净利润影响为-9,701.32万元。

### 主要观点：

#### 1. 环氧丙烷和烧碱助公司2017年净利润翻番

环氧丙烷和烧碱为公司核心业务。公司环氧丙烷年产能28万吨，烧碱年产能65万吨。公司主要产品的装置均能在开工率高于100%下运行，弹性较大：2016年环氧丙烷产量超30万吨，年均开工率约107%；2016年烧碱产量超65.5万吨，年均开工率约101%。

受需求端向好和供给端改革影响，公司2017年环氧丙烷和烧碱盈利能力同比有较大提升，助公司净利润较去年增加131%：

- ◆ 环氧丙烷价2017年12月均价12600元/吨（隆众化工，山东主流价）：月同比涨约900元/吨，涨幅约7%；较去年同期涨2000元/吨，涨幅19%。
- ◆ 烧碱4Q2017均价4830元/吨（96%片碱，山东低端价，氯碱网）：季同比涨860元/吨，涨幅约22%；较去年同期涨约1290元/吨，涨幅达36%。

#### 2. 新项目进展不达预期影响部分业绩

### 廖鹏飞

010-66554121

liaopf@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517090001

### 刘宇卓

010-66554030

liuyuzhuo@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516110002

### 张明烨

010-66554030

zhang\_my@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120002

### 研究助理

### 罗四维

010-66554047

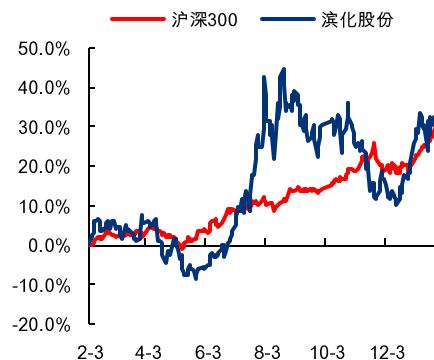
luosw@dxzq.net.cn

### 邓先河

010-66554023

dengxh@dxzq.net.cn

### 52周股价走势图



资料来源：东兴证券研究所

### 相关研究报告

- 1.《滨化股份（601678）调研简报：一体化优势突出，环氧丙烷+烧碱齐发力》  
2018-01-04
- 2.《环氧丙烷价格坚挺，染料价格预期再起》  
2017-10-30
- 3.《环氧丙烷大涨，行业景气超预期》  
2017-10-17
- 4.《周期品研究之环氧丙烷：比看上去更美》  
2018-10-11

2017 年公司减值准备导致公司的净利润减少，主要有以下三个项目不达预期。如果 2017 年排除此类减值准备影响，盈利能力更为出色：

- 由于市场原因，效益达不到预期效果，公司对氯乙烯装置固定资产和聚氯乙烯装置固定资产进行了减值测试，两项固定资产减值准备对合并报表利润总额的影响数为-2,119.95 万元。
- 公司五氟乙烷装置于 2015 年年底基本建设完成，2016 年开始进行试车运行，但无法达到设计要求。公司对五氟乙烷项目资产进行了减值测试，该项在建工程减值准备对合并报表利润总额的影响数为-10,615.77 万元。

### 3、2018 年环氧丙烷有望持续景气

环氧丙烷 2018 年需求增长有望维持在 8% 上方，同时国内环氧丙烷供应持续紧张：（1）产能占国内约 55% 的氯醇法工艺因环保原因面临计划外的限产挺长；（2）产能占国内约 10% 的直接氧化法工艺因技术等原因长期停产，2016 年累计开工率不足 30%；（3）新建产能慢于预计，预计 2018 年仅红宝丽 12 万吨装置试车。

截至目前，2018 年 1 月环氧丙烷月均价格达 12900 元/吨，较上月涨 300 元/吨，较去年同期涨 1900 元/吨。滨化股份作为环氧丙烷弹性最大的上市公司，是环氧丙烷涨价的直接受益者。

### 4、新项目带来新增长点

环氧氯丙烷 2018 年 1 月报价 12600 元/吨（山东低端价，中国氯碱网），较去年同期涨 2000 元，盈利可观。公司在建环氧氯丙烷项目、6000 吨电子级氢氟酸装置均有望在 2018 年点火，产量逐步释放将为公司带来可观收益。同时公司与清华工研院、中国兵器五洲设计集团签署了《滨州军民融合产业园和高端化工产业园战略合作框架协议》，帮助企业逐步提升产品结构，实现产品升级。

### 结论：

环氧丙烷有望持续景气，烧碱行业同样受益于供给侧改革，价格中枢有望上移。我们上调公司 2017 年-2019 年的盈利预测分别为 61.54 亿元、65.27 亿元、70.36 亿元（前值为 59.52 亿元、64.36 亿元、66.07 亿元），归属于上市公司股东净利润分别为 8.34 亿元、9.59 亿元和 10.84 亿元（前值为 7.42 亿元、8.89 亿元、9.28 亿元），每股收益分别为 0.70 元、0.80 元和 0.91 元（前值为 0.62 元、0.74 元、0.78 元），对应 PE 分别为 13X、11X、10X，维持“推荐”评级。

### 风险提示：

公司主要产品开工率不达预期，公司新项目投产不达预期，下游需求受环保或宏观经济等因素限制放缓，原材料价格剧烈波动。

**表 1: 公司盈利预测表**

资产负债表	单位:百万元					利润表					单位:百万元				
	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产合</b>	1400	1426	1821	2358	3115	<b>营业收入</b>	4816	4862	6154	6527	7036				
货币资金	448	553	700	1157	1806	<b>营业成本</b>	3597	3707	4343	4573	4880				
应收账款	177	111	140	148	160	营业税金及附加	33	73	92	98	105				
其他应收款	34	2	3	3	3	营业费用	164	183	232	246	265				
预付款项	28	13	13	13	13	管理费用	261	238	301	320	345				
存货	185	230	270	284	303	财务费用	126	87	84	89	76				
其他流动资	154	145	248	278	319	资产减值损失	97.21	196.15	130.00	65.00	65.00				
<b>非流动资产</b>	5870	5755	5387	5031	4668	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00				
长期股权投	476	449	449	449	449	投资净收益	13.51	80.78	76.74	69.06	62.16				
固定资产	3960	3816	3762	3518	3213	<b>营业利润</b>	551	459	1048	1205	1363				
无形资产	413	396	366	340	316	营业外收入	6.65	8.43	8.43	8.43	8.43				
其他非流动	109	86	98	92	95	营业外支出	10.21	9.34	9.34	9.34	9.34				
<b>资产总计</b>	7270	7181	7208	7390	7784	<b>利润总额</b>	548	458	1048	1204	1362				
<b>流动负债合</b>	1507	1814	1496	1295	1267	所得税	168	93	213	245	277				
短期借款	495	450	327	0	0	<b>净利润</b>	379	365	834	959	1084				
应付账款	406	322	335	353	377	少数股东损益	-52	6	6	6	6				
预收款项	52	72	94	94	94	归属母公司净利	431	359	828	953	1078				
一年内到期	411	830	621	725	673	EBITDA	1460	1313	1499	1666	1808				
<b>非流动负债</b>	951	320	399	477	555	<b>EPS (元)</b>	0.44	0.30	0.70	0.80	0.91				
长期借款	222	300	378	457	535	<b>主要财务比率</b>									
应付债券	697	0	0	0	0	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E					
<b>负债合计</b>	2459	2134	1895	1772	1823	<b>成长能力</b>									
少数股东权	57	65	71	77	83	营业收入增长	-1.49%	0.96%	26.56%	6.07%	7.80%				
实收资本(或	990	1188	1188	1188	1188	营业利润增长	13.11%	-16.73%	128.42%	14.96%	13.06%				
资本公积	1472	1274	1274	1274	1274	归属于母公司净	130.81%	15.08%	130.81%	15.08%	13.15%				
未分配利润	1916	2088	1659	1166	607	<b>获利能力</b>									
归属母公司	4754	4982	5108	5407	5745	毛利率(%)	9.12%	11.17%	7.78%	29.43%	29.93%				
<b>负债和所有</b>	7270	7181	7208	7390	7784	净利率(%)	7.87%	7.50%	13.55%	14.69%	15.41%				
<b>现金流量</b>						总资产净利润	7.79%	5.93%	5.00%	11.49%	12.90%				
						ROE(%)	9.07%	7.20%	16.21%	17.63%	18.77%				
<b>经营活动现</b>	743	862	1145	1344	1454	<b>偿债能力</b>									
净利润	379	365	834	959	1084	资产负债率(%)	34%	30%	26%	24%	23%				
折旧摊销	783.23	767.12	0.00	334.40	335.61	流动比率	0.93	0.79	1.22	1.82	2.46				
财务费用	126	87	84	89	76	速动比率	0.81	0.66	1.04	1.60	2.22				
应收账款减	0	0	-29	-8	-12	<b>营运能力</b>									
预收帐款增	0	0	23	0	0	总资产周转率	0.67	0.67	0.86	0.89	0.93				
<b>投资活动现</b>	-569	-341	-75	0	-16	应收账款周转率	26	34	49	45	46				
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周转率	10.66	13.36	18.72	18.98	19.29				
长期股权投	0	0	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>									
投资收益	14	81	77	69	62	每股收益(最新摊	0.44	0.30	0.70	0.80	0.91				
<b>筹资活动现</b>	-271	-418	-923	-887	-790	每股净现金流(最	-0.10	0.09	0.12	0.38	0.55				
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产(最新	4.80	4.19	4.30	4.55	4.84				
长期借款增	0	0	78	78	78	<b>估值比率</b>									
普通股增加	330	198	0	0	0	P/E	20.66	30.30	13.04	11.33	10.01				
资本公积增	-330	-198	0	0	0	P/B	1.89	2.17	2.11	2.00	1.88				
<b>现金净增加</b>	-97	103	147	457	648	EV/EBITDA	7.11	9.01	7.62	6.50	5.64				

资料来源: Wind, 公司财报, 东兴证券研究所

## 分析师简介

### 廖鹏飞

中国石油大学（北京）化学工艺硕士，2010-2015 年就职于中国石化润滑油北京研究院，2015 年就职于民生证券，2016 年加入东兴证券。

### 刘宇卓

新加坡管理大学金融硕士、北京航空航天大学金融工程+法学双学士，CFA 持证人。2013 年起就职于中金公司研究部，从事基础化工行业研究，2016 年 8 月加入东兴证券研究所。

### 张明烨

清华大学化学工程学士，工业催化与反应工程硕士，2 年化工实业经验，2015 年 10 月起从事基础化工行业分析，2017 年 6 月加入东兴证券研究所化工团队，对煤化工、氯碱、氮肥等子行业研究深入细致。

## 研究助理简介

### 罗四维

清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，3 年化工实业经验，2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

### 邓先河

北京大学材料化学学士，美国佛罗里达大学化学工程硕士，2015-2017 年就职于埃克森美孚（ExxonMobil），2017 年 8 月加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。



## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。