

滨化股份 (601678)

公司研究/简评报告

行业景气度提升，公司 2017 年业绩大幅增长

—滨化股份(601678)点评报告

简评报告/基础化工

2018 年 03 月 09 日

一、事件概述

公司 3 月 8 日晚间发布 2017 年度报告，公司 2017 年实现营业收入 64.65 亿元，同比增长 32.96%，实现归母净利润 8.26 亿元，同比增长 130.14%，EPS 为 0.70 元。

二、分析与判断

➤ 环氧丙烷行业景气度持续提升

2017 年国内环氧丙烷市场保持较高景气度，全年平均价格为 10,621 元/吨，同比增长 16%，氯醇法工艺全年平均毛利为 2,655 元/吨，同比增长 43%，企业盈利水平得到提升。近两年来，随着国内环保监管升级，氯醇法厂家开工率下降，同时 HPPO 工艺厂家开工负荷持续低位，环氧丙烷市场供应紧张，推动环氧丙烷市场价格大幅上涨，8 月份受山东地区环保督查影响，环氧丙烷价格由 9800 元/吨大幅上涨至 13700 元/吨，月度涨幅达 40%。公司全年环氧丙烷销售 25.36 万吨，实现收入 23.03 亿元，同比增长 7.60%。2018 年行业新增产能仅有红宝丽的 12 万吨异丙苯共氧化法装置，至少要下半年投产，江苏怡达股份 20 万吨 HPPO 和蓝色星球的 40 万吨 HPPO 装置 2019 年才能投产，考虑到目前 HPPO 装置的不稳定性，以及山东地区环保和安全生产继续趋严，2018-2019 年实际投产产能可能大幅低于预期，我们继续看好环氧丙烷行业景气度的提升。

➤ 公司业绩大幅增长主要受益于烧碱价格的大幅上涨

2017 年国内烧碱价格大幅上涨，华北地区 32%液碱均价为 1,018 元/吨，同比增长 58%，99%片碱均价为 4327 元/吨，同比增长 62%。其中，受氧化铝取暖季限产前大量备货影响，四季度华北地区片碱(99%烧碱)平均价格为 5,164 元/吨，同比增长 42.4%，环比三季度增长 24.0%，最高价格突破 5,500 元/吨，创下三年来新高。公司 2017 年烧碱销售 66.97 万吨，实现收入 22.64 亿元，同比增长 63%，毛利率同比提高 16.58 个百分点至 57.94%，公司 2017 年业绩大幅增长主要受益于烧碱价格的大幅上涨。2018 年国内烧碱新增产能仅有 80-100 万吨，但下游氧化铝、粘胶短纤等行业仍处于扩产周期中，同时氯碱不平衡将限制烧碱行业开工率，我们看好烧碱行业在 2018 年持续高景气度。

➤ 新项目年内投产进一步增厚公司业绩

2018 年公司 8 万吨环氧氯丙烷项目、0.6 万吨电子级氢氟酸和 0.1 万吨六氟磷酸锂项目预计将投产。去年三季度以来，国内环氧氯丙烷价格大幅上涨至年初最高的 17800-17850 元/吨，丙烯法价差由 2017 年平均的 4,693 元/吨扩大至今年以来平均的 11,000 元/吨，我们认为环氧氯丙烷项目的投产将有望进一步增厚公司的业绩水平，同时公司拟收购的黄河三角洲(滨州)热力有限公司将进一步提升公司电力和蒸汽的自给程度，降低公司主营业务的生产成本。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 0.99 元、1.12 元和 1.21 元，对应 PE 分别为 10.0X、8.9X 和 8.3X，继续维持“强烈推荐”的评级。

四、风险提示：

环氧丙烷价格大幅下跌的风险；烧碱价格大幅下降的风险。

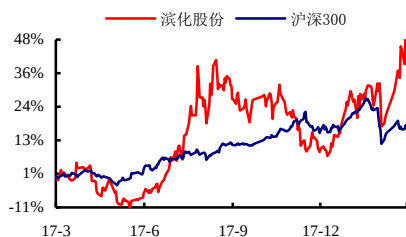
强烈推荐 维持评级

当前价格： 9.96 元

交易数据 2018-3-8

近 12 个月最高/最低	10.22/6.15
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)	118
流通市值(亿元)	118

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

研究助理：曹莉莉

执业证号： S0100117100029
电话： 18701586180
邮箱： caolili@mszq.com

相关研究

- 1.民生化工周报 20180302：制冷剂、烧碱价格上涨，推荐巨化股份、滨化股份
- 2.滨化股份(601678):公司四季度业绩高速增长受益于烧碱价格上涨
- 3.滨化股份(601678):三季度业绩符合预期，军民融合项目启动
- 4.民生化工周报 20170925：有机硅暴涨，

盈利预测与财务指标

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	6,465	7,300	8,036	8,543
增长率 (%)	33.0%	12.9%	10.1%	6.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	827	1,181	1,328	1,432
增长率 (%)	130.4%	42.9%	12.4%	7.8%
每股收益 (元)	0.70	0.99	1.12	1.21
PE (现价)	14.2	10.0	8.9	8.3
PB	2.1	1.8	1.5	1.3

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)	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入	6,465	7,300	8,036	8,543
营业成本	4,565	4,977	5,512	5,848
营业税金及附加	79	96	103	110
销售费用	260	277	297	308
管理费用	267	277	297	299
EBIT	1,293	1,673	1,827	1,978
财务费用	86	87	65	65
资产减值损失	129	29	24	28
投资收益	26	25	25	25
营业利润	1,103	1,582	1,763	1,911
营业外收支	2	0	0	0
利润总额	1,106	1,583	1,765	1,912
所得税	271	383	417	458
净利润	835	1,200	1,348	1,454
归属于母公司净利润	827	1,181	1,328	1,432
EBITDA	1,682	1,673	1,827	1,978

资产负债表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	820	1331	2432	3626
应收账款及票据	588	716	782	845
预付款项	25	24	27	29
存货	241	277	319	355
其他流动资产	322	322	322	322
流动资产合计	1997	2652	3837	5106
长期股权投资	451	451	451	451
固定资产	3461	3461	3461	3461
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	5918	5916	5916	5916
资产合计	7914	8568	9753	11022
短期借款	570	0	0	0
应付账款及票据	433	437	475	507
其他流动负债	5	5	5	5
流动负债合计	1305	995	1071	1123
长期借款	807	807	807	807
其他长期负债	18	18	18	18
非流动负债合计	825	825	825	825
负债合计	2129	1820	1896	1948
股本	1188	1188	1188	1188
少数股东权益	74	93	113	135
股东权益合计	5785	6748	7858	9074
负债和股东权益合计	7914	8568	9753	11022

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力				
营业收入增长率	33.0%	12.9%	10.1%	6.3%
EBIT 增长率	95.7%	29.3%	9.2%	8.3%
净利润增长率	130.4%	42.9%	12.4%	7.8%
盈利能力				
毛利率	29.4%	31.8%	31.4%	31.5%
净利润率	12.8%	16.2%	16.5%	16.8%
总资产收益率 ROA	10.4%	13.8%	13.6%	13.0%
净资产收益率 ROE	14.5%	17.8%	17.1%	16.0%
偿债能力				
流动比率	1.5	2.7	3.6	4.5
速动比率	1.3	2.4	3.3	4.3
现金比率	0.6	1.3	2.3	3.2
资产负债率	0.3	0.2	0.2	0.2
经营效率				
应收账款周转天数	6.2	7.7	7.2	7.4
存货周转天数	18.8	19.4	19.2	19.3
总资产周转率	0.9	0.9	0.9	0.8
每股指标 (元)				
每股收益	0.7	1.0	1.1	1.2
每股净资产	4.8	5.6	6.5	7.5
每股经营现金流	1.1	1.0	1.2	1.2
每股股利	0.0	0.2	0.2	0.2
估值分析				
PE	14.2	10.0	8.9	8.3
PB	2.1	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA	7.4	6.8	5.6	4.6
股息收益率	0.0%	2.0%	2.0%	2.0%

现金流量表 (百万元)	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	834	1,200	1,348	1,454
折旧和摊销	518	29	24	28
营运资金变动	(122)	(150)	(33)	(50)
经营活动现金流	1,258	1,140	1,377	1,470
资本开支	444	(3)	(2)	(1)
投资	(153)	0	0	0
投资活动现金流	(576)	28	27	26
股权募资	3	0	0	0
债务募资	(200)	0	0	0
筹资活动现金流	(415)	(657)	(302)	(302)
现金净流量	267	511	1,101	1,194

分析师与研究助理简介

杨林，化学工程与技术硕士，中国注册会计师，化工行业首席分析师，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。

曹莉莉，中山大学应用化学理学学士，杜克大学工程管理硕士，2017年9月加入民生证券化工团队。

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。