

环氧丙烷+烧碱景气持续可期，新电站将提高毛利率

——滨化股份（601678）2017 年财报点评

2018 年 03 月 09 日

推荐/维持

滨化股份

财报点评

廖鹏飞	分析师	执业证书编号：S1480517090001
	liaopf@dxzq.net.cn	010-66554121
刘宇卓	分析师	执业证书编号：S1480516110002
	liuyuzhuo@dxzq.net.cn	010-66554030
张明烨	分析师	执业证书编号：S1480517120002
	zhang_my@dxzq.net.cn	0755-82832017
罗四维	研究助理	
	luosw@dxzq.net.cn	010-66554047
邓先河	研究助理	
	dengxh@dxzq.net.cn	010-66554023

事件：

滨化股份发布了 2017 年年度报告。报告显示公司 2017 年全年营业收入为 6465 百万元，较过去一年增加 32.96%。归属于上市公司股东的净利润 825.7 百万元，较过去一年增加 130.14%。归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 817.6 百万元，较过去一年增加 151.92%。

2017 年滨化股份年度利润分配预案为：拟以截止 2017 年 12 月 31 日公司总股本 1,188,000,000 股为基数，向公司全体股东每 10 股发放现金红利 2.20 元（含税），共计分配股利 261.36 百万元。

公司分季度财务指标

指标	2016Q2	2016Q3	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4
营业收入（百万元）	1038.24	1288.64	1509.51	1595.61	1476.02	1515.08	1878.3
增长率（%）	-19.23%	15.11%	23.97%	55.52%	42.17%	17.57%	24.43%
毛利率（%）	21.10%	23.55%	28.11%	24.54%	28.03%	27.91%	35.75%
期间费用率（%）	12.50%	10.46%	7.09%	8.57%	10.06%	10.60%	8.93%
营业利润率（%）	-3.55%	9.07%	20.27%	14.76%	16.35%	17.53%	19.18%
净利润（百万元）	-56.19	64.61	307.90	177.94	188.39	197.90	269.74
增长率（%）	-147.31%	-27.94%	513.87%	267.40%	-435.29%	206.30%	-12.40%
每股盈利（季度，元）	-0.00	0.08	0.18	0.15	0.16	0.17	0.22
资产负债率（%）	34.74%	32.45%	29.72%	30.34%	30.73%	26.66%	26.91%
净资产收益率（%）	-1.20%	1.37%	6.10%	3.48%	3.54%	3.58%	4.66%
总资产收益率（%）	-0.79%	0.92%	4.29%	2.43%	2.45%	2.63%	3.41%

观点：

1、受益于成本控制能力强+产品盈利大幅提升，公司 2017 年净利润翻番

公司 2017 年度营业收入比 2016 年度增加 32.96%，主要原因系公司 2017 年度主要产品环氧丙烷、烧碱、氯丙烯、助剂的销售价格较 2016 年度增加较大。2017 年四个季度毛利率分别为 24.54%、28.03%、27.91% 和 35.75%，较 2016 年提升显著。

公司 2017 年烧碱量价齐升：①烧碱价格从 2H16 持续上涨，山东 96%片碱 2017 年均价从 2700 元/吨涨至 4200 元/吨，年同比涨幅达 55%。同期烧碱成本较稳定，烧碱毛利率有较大提高。②公司 2017 年烧碱产量（折百）合计 67.67 万吨，较 2016 年增加 3%。其中销售食品级烧碱 22.13 万吨，销售工业级粒碱 9.15 万吨，出口烧碱 10.85 万吨，产品的差异化为公司带来了更高的单吨价格。

公司布局全产业链，一体化优势突出，成本控制能力强：①公司已成为主业突出、产业链完整的综合型化工企业集团，产品覆盖环氧丙烷上游的氯碱化工的烧碱、三氯乙烯、氯丙烯；环氧丙烷下游的聚醚多元醇等；②公司的水、电、原盐等原料自给率高，降低了原材料成本；③采用国际先进水平的离子膜烧碱装置技术，提高了离子膜使用寿命，提高生产效率的同时降低了生产成本。

公司 2017 年环氧丙烷毛利率低于预期。受公司环氧丙烷与丙烯价差震荡收窄影响，毛利率有所下降，公司环氧丙烷 2017 年毛利率为 15.68%，较 2016 年下降 2.06 个百分点。

2、环氧丙烷有望持续景气至 2019 年

国内环氧丙烷紧平衡状态或加剧，该业务持续景气至 19 年可期。①需求端：环氧丙烷终端主要为家具（软体沙发等）、电器（电冰箱保温材料）、汽车（轿车座椅等），受房地产成交量超预期、出口回暖等支撑，我们保守估计国内环氧丙烷需求稳定增长；②供给端：国内环氧丙烷名义产能约 330 万吨，受技术、环保等限制，稳定在产产能不足 290 万吨；未来两年，仅红宝丽 12 万吨产能可能投产，国内环氧丙烷供应持续紧张。

3、烧碱行业供给边际向好，2018 年产品盈利能力有望进一步提升

环保检查+供给侧改革，国内烧碱行业资源持续整合，市场集中度向行业规模靠前的企业集中。国内烧碱产能在 2014 年后累计新增产能增速已低于 2%。据卓创资讯报道，2016 年国内烧碱行业退出 8 家企业，累计退出产能 131 万吨。

国内烧碱行业产能有望进一步去产能。目前国内产能在 20 万吨/年以下的企业累计约 790 万吨。较滨化股份等产能在 60 万吨以上的企业，规模偏小的烧碱设备在成本控制、环保标准等各方面均处不利地位，有可能在未来进一步被限产停产。国内烧碱行业市场集中度有望继续提高，利好行业规模靠前企业。

4、收购发电站为公司带来新增量

滨化集团股份有限公司收购黄河三角洲（滨州）热力有限公司（以下简称“黄河三角洲热力”）77.9221%的股权，公司用电自给率在 2018 年将稳步提升。生产烧碱需要大量耗电，用电自给率提高将有效降低公司的生产成本，提高毛利率。

结论：

考虑到公司的主营业务环氧丙烷有望持续景气，烧碱行业受益于供需格局改善仍有望处于历史盈利较好水平，同时公司供电自给率稳步提升（暂不考虑公司环氧氯丙烷、氢燃料电池等新项目带来的增量），预计公司2018-20年净利润为11.64、13.18和13.98亿元，EPS为0.97、1.10和1.17元，对应PE为10、9和8倍，维持公司“推荐”评级。

风险提示：

原材料价格大幅波动，烧碱行业去产能不及预期，下游需求不及预期，公司主要产品开工率低于预期。

公司盈利预测表

资产负债表						利润表					
	2016A	2017A	2018E	单位:百万元			2016A	2017A	2018E	单位:百万元	
	2019E	2020E					2019E	2020E			
流动资产合计	1426	1997	3571	5234	7253	营业收入	4862	6465	7543	7982	8289
货币资金	553	820	2205	3784	5742	营业成本	3707	4565	5171	5397	5573
应收账款	111	109	128	135	140	营业税金及附加	73	79	92	97	101
其他应收款	2	1	1	1	2	营业费用	183	260	304	321	334
预付款项	13	25	25	25	25	管理费用	238	267	311	330	342
存货	230	241	273	285	294	财务费用	87	86	84	83	76
其他流动资产	145	322	408	443	468	资产减值损失	196.15	129.36	64.68	32.34	32.34
非流动资产合计	5755	5918	5542	5190	4820	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	449	451	451	451	451	投资净收益	80.78	25.57	24.30	21.87	19.68
固定资产	3816	3461	3713	3566	3289	营业利润	459	1103	1540	1743	1850
无形资产	396	386	357	332	309	营业外收入	8.43	5.57	5.57	5.57	5.57
其他非流动资产	86	99	93	96	94	营业外支出	9.34	3.34	3.34	3.34	3.34
资产总计	7181	7914	9113	10424	12073	利润总额	458	1105	1542	1746	1852
流动负债合计	1814	1305	1137	969	1079	所得税	93	271	378	428	454
短期借款	450	570	0	0	0	净利润	365	834	1164	1318	1398
应付账款	322	433	435	454	469	少数股东损益	6	8	8	8	8
预收款项	72	97	124	124	124	归属母公司净利润	359	826	1156	1309	1390
一年内到期的非流	830	3	417	210	313	EBITDA	1313	1950	1986	2200	2300
非流动负债合计	320	825	1332	1839	2346	BPS (元)	0.30	0.70	0.97	1.10	1.17
长期借款	300	807	1314	1821	2328	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	2134	2129	2468	2808	3425	成长能力					
少数股东权益	65	74	82	90	98	营业收入增长	0.96	32.96	16.68	5.82	3.84
实收资本(或股本)	1188	1188	1188	1188	1188	营业利润增长	-16.73	140.23	39.69	13.19	6.12
资本公积	1274	1274	1274	1274	1274	归属于母公司净利润	40.00	13.26	40.00	13.26	6.15
未分配利润	2088	2723	3056	3433	3833	获利能力					
归属母公司股东权	4982	5711	6407	7371	8394	毛利率(%)	7.75	12.02	30.64	31.45	32.39
负债和所有者权益	7181	7914	9113	10424	12073	净利率(%)	7.50	12.90	15.43	16.51	16.87
现金流量表					单位:百万元	总资产净利润(%)	5.00	10.43	12.69	12.56	11.51
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE(%)	7.20	14.46	18.05	17.77	16.56
经营活动现金流						偿债能力					
净利润	365	834	1164	1318	1398	资产负债率(%)	30	27	27	27	28
折旧摊销	767.12	760.86	0.00	338.18	340.74	流动比率	0.79	1.53	3.14	5.40	6.72
财务费用	87	86	84	83	76	速动比率	0.66	1.35	2.90	5.11	6.45
应付帐款的变化	0	0	-18	-7	-5	营运能力					
预收帐款的变化	0	0	27	0	0	总资产周转率	0.67	0.86	0.89	0.82	0.74
投资活动现金流						应收账款周转率	34	59	64	61	60
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	13.36	17.12	17.38	17.95	17.95
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	81	26	24	22	20	每股收益(最新摊薄)	0.30	0.70	0.97	1.10	1.17
筹资活动现金流						每股净现金流(最新	0.09	0.22	1.17	1.33	1.65
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.19	4.81	5.39	6.20	7.07
长期借款增加	0	0	507	507	507	估值比率					
普通股增加	198	0	0	0	0	P/E	33.20	14.23	10.24	9.04	8.51
资本公积增加	-198	0	0	0	0	P/B	2.38	2.07	1.85	1.61	1.41
现金净增加额						EV/EBITDA	9.80	6.36	5.72	4.58	3.80

资料来源: 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。

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。