

一季度盈利持续强劲, PO 贡献业绩弹性

投资要点

- **事件:** 公司公告 2018 年一季度报告, 报告期内实现营业收入 17.87 亿元, 同比增长 11.96%; 实现归母净利润 2.65 亿元, 同比增长 50.73%; 实现基本每股收益 0.22 元/股, 同比增长 46.67%。
- **一季度盈利能力持续强劲。** 2017Q1-2018Q1, 公司归母净利润分别为 1.76 亿、1.85 亿、1.98 亿、2.66 亿和 2.65 亿, 公司盈利水平持续强劲。公司盈利水平同比大幅提升的原因是产品价格的提升, 2018Q1 PO 和烧碱均价分别为 12408 元/吨和 4947 元/吨, 同比上涨 21.7%和 13.2%, 促使公司业绩大幅增长。公司业绩环比持平的原因是烧碱价格回调但 PO 价格中枢持续提升, 2018Q1 PO 和烧碱价格环比变化分别为 3.6%和-6.9%。
- **环氧丙烷 (PO) 行业供需偏紧, 产品价格弹性较大。** 短期来看, 由于 PO 开工率急剧下滑, 由 3 月 23 日的 82%快速下降至当前 75%, 开工率的下滑叠加下游需求回暖导致价格快速反弹, 由底部 1.03 万元/度上涨至当前 1.20 万元/吨, 涨幅达 16.5%。长期看 PO 供需格局持续优异, 叠加成本提升, 价格中枢有望继续上移。供给端, 自 2016 年以来, 陆续有大的装置停工检修, 环保的限制也使得部分氯醇法装置降负运行, 环氧丙烷供给端向上弹性有限; 2018 年新增产能仅红宝丽的 10 万吨, 新增产能冲击非常小。需求端受益于消费升级, 受益于冷链产业扩张、冰箱容积增大和汽车销量预计增长等因素影响, 需求有望持续稳健增长。成本端, 由于丙烯价格受益油价上涨, 18 年价格中枢将上移, 将推高 PO 成本, 助力 PO 涨价。我们预计 18 年环氧丙烷价格中枢趋势向上, 公司拥有氯醇法环氧丙烷产能 30 万吨, 也将贡献较多业绩弹性。
- **2018 年烧碱价格中枢有望上移。** 烧碱的下游产品主要是氧化铝、化纤等, 2018Q1 氧化铝产量为 1708 万吨, 较 17 年同期略微下降 1.7%, 但随着下游电解铝产能的增加, 18 年预计有 377 万吨产量增量, 导致氧化铝需求有望总体平稳。而下游粘胶短纤将于 2018 年迎来产能大幅扩张期, 共有 97 万吨新增产能, 将带动烧碱需求增加。同时, 供给端受环保趋严的因素影响, 烧碱产品供给弹性较小。我们认为烧碱的行业供需格局持续优化, 后期价格中枢有望维持高位。
- **新增产能或贡献增量。** 公司多个在建项目如六氟磷酸锂、电子级氢氟酸、环氧氯丙烷等项目正处于有序推进状态, 预计达产后将贡献业绩增量, 也为公司未来发展提供新动力。
- **盈利预测与评级。** 预计 18-20 年 EPS 分别为 0.96 元、1.10 元、1.22 元, 对应动态 PE 分别为 10 倍、8 倍和 8 倍, 维持“增持”评级。
- **风险提示:** 1) 烧碱和 PO 需求不及预期的风险; 2) 原材料大幅波动的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入 (百万元)	6465.01	7338.66	7784.70	8154.59
增长率	32.96%	13.51%	6.08%	4.75%
归属母公司净利润 (百万元)	825.76	1139.70	1306.81	1449.74
增长率	130.14%	38.02%	14.66%	10.94%
每股收益 EPS (元)	0.70	0.96	1.10	1.22
净资产收益率 ROE	14.42%	17.41%	17.13%	16.45%
PE	13	10	8	8
PB	1.89	1.65	1.42	1.23

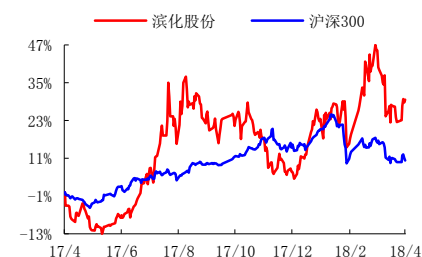
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华
 执业证号: S1250513070003
 电话: 021-50755259
 邮箱: shah@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	15.44
流通 A 股(亿股)	15.44
52 周内股价区间(元)	6.15-10.44
总市值(亿元)	142.08
总资产(亿元)	105.74
每股净资产(元)	4.82

相关研究

1. 滨化股份 (601678): 盈利大幅优化, 趋势持续向好 (2018-03-11)
2. 滨化股份 (601678): 业绩超预期, 烧碱盈利能力强劲 (2017-10-13)
3. 滨化股份 (601678): 烧碱环丙盈利能力强劲, 全年有望大增 (2017-07-21)

关键假设：

假设 1：假设公司环氧丙烷产品 18 年含税均价为 12000 元/吨，18 年销量 27 万吨，毛利率 20%。

假设 2：假设公司烧碱产品 18 年含税均价在 4500 元/吨，18 年销量为 67 万吨，毛利率为 60%；三氯乙烯产品 18 年不含税均价在 5340 元/吨，18 年销量为 7 万吨，毛利率为 6%。

基于以上假设，我们预测公司 2018-2020 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2017A	2018E	2019E	2020E
环氧丙烷	收入	2302.90	2769.23	2953.85	3115.38
	增速	7.6%	20.2%	6.7%	5.5%
	毛利率	15.68%	20.00%	22.00%	24.00%
烧碱	收入	2264.74	2576.92	2748.72	2863.25
	增速	63.1%	13.8%	6.7%	4.2%
	毛利率	57.94%	60.00%	61.00%	62.00%
三氯乙烯	收入	304.02	319.49	325.47	331.45
	增速	18.6%	5.1%	1.9%	1.8%
	毛利率	5.84%	6.00%	6.00%	6.00%
其他	收入	1593.35	1673.02	1756.67	1844.50
	增速	47.9%	5.0%	5.0%	5.0%
	毛利率	13.08%	13.00%	13.00%	13.00%
合计	收入	6465.01	7338.66	7784.70	8154.59
	增速	33.0%	13.5%	6.1%	4.8%
	毛利率	29.4%	31.8%	33.1%	34.1%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6465.01	7338.66	7784.70	8154.59	净利润	833.97	1151.70	1320.81	1465.74
营业成本	4565.41	5002.00	5210.24	5372.01	折旧与摊销	388.25	689.86	753.43	763.35
营业税金及附加	78.81	89.47	94.90	99.41	财务费用	86.22	72.52	60.55	49.27
销售费用	260.33	295.51	313.47	328.37	资产减值损失	129.36	40.00	30.00	20.00
管理费用	266.96	321.86	334.76	352.99	经营营运资本变动	-102.70	-118.59	-36.67	-23.29
财务费用	86.22	72.52	60.55	49.27	其他	-77.39	-50.00	-40.00	-30.00
资产减值损失	129.36	40.00	30.00	20.00	经营活动现金流净额	1257.71	1785.51	2088.13	2245.06
投资收益	25.57	10.00	10.00	10.00	资本支出	-91.63	-310.00	-160.00	-160.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-484.33	10.00	10.00	10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-575.97	-300.00	-150.00	-150.00
营业利润	1102.64	1527.30	1750.76	1942.54	短期借款	120.00	-170.00	-100.00	-100.00
其他非经营损益	2.23	-1.49	-0.91	-0.68	长期借款	506.91	0.00	0.00	0.00
利润总额	1104.87	1525.82	1749.85	1941.86	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	270.90	374.11	429.04	476.12	支付股利	-118.80	-165.15	-227.94	-261.36
净利润	833.97	1151.70	1320.81	1465.74	其他	-922.93	-231.45	-60.55	-49.27
少数股东损益	8.21	12.00	14.00	16.00	筹资活动现金流净额	-414.82	-566.60	-388.49	-410.63
归属母公司股东净利润	825.76	1139.70	1306.81	1449.74	现金流量净额	266.95	918.91	1549.63	1684.43
资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E	财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	820.11	1739.02	3288.65	4973.08	成长能力				
应收和预付款项	613.53	692.37	735.07	769.20	销售收入增长率	32.96%	13.51%	6.08%	4.75%
存货	241.08	279.52	291.78	297.79	营业利润增长率	140.23%	38.51%	14.63%	10.95%
其他流动资产	321.88	365.37	387.58	406.00	净利润增长率	128.64%	38.10%	14.68%	10.97%
长期股权投资	451.47	451.47	451.47	451.47	EBITDA 增长率	69.51%	45.18%	12.01%	7.42%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	4323.06	3948.74	3361.19	2764.05	毛利率	29.38%	31.84%	33.07%	34.12%
无形资产和开发支出	386.03	380.65	374.95	368.91	三费率	9.49%	9.40%	9.10%	8.96%
其他非流动资产	757.12	756.95	756.78	756.60	净利率	12.90%	15.69%	16.97%	17.97%
资产总计	7914.26	8614.09	9647.45	10787.10	ROE	14.42%	17.41%	17.13%	16.45%
短期借款	570.00	400.00	300.00	200.00	ROA	10.54%	13.37%	13.69%	13.59%
应付和预收款项	708.21	739.53	781.61	814.83	ROIC	16.01%	21.19%	25.53%	31.15%
长期借款	806.86	806.86	806.86	806.86	EBITDA/销售收入	24.39%	31.20%	32.95%	33.79%
其他负债	44.29	52.08	50.50	52.54	营运能力				
负债合计	2129.36	1998.47	1938.97	1874.23	总资产周转率	0.86	0.89	0.85	0.80
股本	1188.00	1544.40	1544.40	1544.40	固定资产周转率	1.78	1.98	2.15	2.75
资本公积	1273.85	917.45	917.45	917.45	应收账款周转率	58.77	62.78	60.79	60.42
留存收益	3093.47	4068.02	5146.89	6335.27	存货周转率	19.25	19.19	18.22	18.20
归属母公司股东权益	5711.15	6529.87	7608.74	8797.12	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.89%	—	—	—
少数股东权益	73.75	85.75	99.75	115.75	资本结构				
股东权益合计	5784.90	6615.62	7708.49	8912.87	资产负债率	26.91%	23.20%	20.10%	17.37%
负债和股东权益合计	7914.26	8614.09	9647.45	10787.10	带息债务/总负债	64.66%	60.39%	57.09%	53.72%
					流动比率	1.53	2.62	4.22	6.14
					速动比率	1.35	2.38	3.96	5.86
					股利支付率	14.39%	14.49%	17.44%	18.03%
					每股指标				
					每股收益	0.70	0.96	1.10	1.22
					每股净资产	4.87	5.57	6.49	7.50
					每股经营现金	1.06	1.50	1.76	1.89
					每股股利	0.10	0.14	0.19	0.22
业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	1577.11	2289.69	2564.75	2755.15					
PE	13.24	9.59	8.36	7.54					
PB	1.89	1.65	1.42	1.23					
PS	1.69	1.49	1.40	1.34					
EV/EBITDA	6.81	5.64	4.39	3.44					
股息率	1.09%	1.51%	2.09%	2.39%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyhg@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn