

滨化股份(601678)/化学制品
产品均价持续提升，盈利向好
评级：买入(维持)
市场价格：
分析师：商艾华
执业证书编号：S0740518070002
Email: shangah@r.qizq.com.cn
联系人：李海勇
电话：lihy@r.qizq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	1544
流通股本(百万股)	1544
市价(元)	6.14
市值(百万元)	9483
流通市值(百万元)	9483

股价与行业-市场走势对比
相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4862.38	6465.01	6810.80	7525.93	8174.91
增长率 yoy%	0.96%	32.96%	5.35%	10.50%	8.62%
净利润	358.81	825.76	1024.13	1191.47	1324.28
增长率 yoy%	-16.75%	130.14%	24.02%	16.34%	11.15%
每股收益(元)	0.23	0.53	0.66	0.77	0.86
每股现金流量	0.56	0.81	1.07	1.23	1.33
净资产收益率	7.23%	14.42%	15.94%	16.07%	15.58%
P/E		0.08	0.37	0.49	0.63
PEG	1.68	1.64	1.46	1.26	1.10
P/B	1.68	1.64	1.46	1.26	1.10

备注：

投资要点

- 事件：**公司发布2018年半年度业绩快报公告，2018年上半年公司实现营业收入33.75亿元，同比增长9.88%，实现归属于上市公司股东的净利润4.61亿元，同比增长27.38%。18Q2实现归属净利润1.95亿元，同比增长5.2%，环比有所下降，略低于市场预期。
- 产品价格同比持续提升，PO产销量略有下降。**公司主导产品烧碱、环氧丙烷、三氯乙烯价格较去年同期均有一定幅度的上涨，促使公司业绩增长。其中环氧丙烷均价相比17年同期提升20.23%，烧碱均价相比17年同期提升10.18%，三氯乙烯均价较去年同期提升1.65%，单位产品盈利能力持续提升。但18年上半年公司产品销量略有下滑，环氧丙烷销量同比下降19.7%，烧碱同比下降0.5%，三氯乙烯销量同比下降3.6%，导致公司业绩略低于预期。我们认为公司单位产品盈利能力持续在高位，若销量能够回升至正常水平，公司盈利能力仍会保持较强态势。
- PO均价持续提升，烧碱盈利能力高企。**环氧丙烷行业供需偏紧，产品价格弹性较大。受益于丙烯价格上涨和环保政策的趋严，公司环氧丙烷产品均价持续提升。且此轮周期主要受益于环保趋紧，使得部分氯醇法装置降负运行，陆续有大的装置停工检修，我们认为环氧丙烷供需格局实质性改善，为其价格形成有力支撑。在新增产能释放不明确和后续环保因素脉冲影响的情况下，18年环氧丙烷价格中枢趋势继续向上，盈利能力也将逐步提升，上市公司拥有氯醇法环氧丙烷产能30万吨，将因此获得较多业绩弹性。烧碱需求受下游氧化铝产量减少影响，18年价格有所下降，但在均价层面体现并不明显。我们认为烧碱的行业供需格局已经得到优化，目前开工率时而接近90%的高位，后期价格中枢有较强的支撑。公司具备烧碱产能65万吨(折百)，盈利能力依旧保持强劲。
- 新增产能或贡献增量。**公司多个新增项目如六氟磷酸锂、电子级氢氟酸、环氧氯丙烷等目前已经基本建成，不过鉴于山东省化工行业安全生产转型升级相关规定，具体试车日期暂不确定。预计新项目达产后将贡献业绩增量，为公司未来发展提供新动力。此外，公司收购了黄河三角洲热力77.92%股权，降本增效持续在发力。加上公司加大在氢能源领域的探索和参与建设滨州军民融合产业园暨高端化工产业园等转型项目，未来发展值得期待。
- 盈利预测与投资建议：**我们预计2018-2020年公司实现归属于母公司净利润为10.24、11.91、13.24亿元，同比增长24.02%、16.34%、11.15%；对应EPS为0.66、0.77、0.86元。我们给予2018年12倍PE估值，对应价格为7.92元，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：**停产装置稳定开车的风险、上游原材料价格大幅波动的风险、烧碱下游需求不及预期的风险。

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 22.7 万吨, 毛利率 20%。
- **假设 2:** 假设公司烧碱产品 18 年含税均价在 4000 元/吨, 18 年销量为 67 万吨, 毛利率为 58%; 三氯乙烯产品 18 年含税均价在 5300 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:

图表 1: 滨化股份分业务收入及毛利率拆分

项目 (百万元)		2017A	2018E	2019E	2020E
合计	收入	6465.01	6810.80	7525.93	8174.91
	yoy	32.96%	5.35%	10.50%	8.62%
	成本	4565.41	4743.75	5181.94	5597.62
	毛利率	29.38%	30.35%	31.15%	31.53%
环氧丙烷	收入	2302.90	2348.28	2758.62	3142.24
	yoy	7.60%	1.97%	17.47%	13.91%
	成本	1941.76	1878.62	2151.72	2388.10
	毛利率	15.68%	20.00%	22.00%	24.00%
烧碱	收入	2264.74	2310.34	2425.86	2483.62
	yoy	63.08%	2.01%	5.00%	2.38%
	成本	952.46	970.34	970.34	968.61
	毛利率	57.94%	58.00%	60.00%	61.00%
三氯乙烯	收入	304.02	319.83	325.86	331.90
	yoy	18.59%	5.20%	1.89%	1.85%
	成本	286.26	300.64	306.31	311.98
	毛利率	5.84%	6.00%	6.00%	6.00%
其他	收入	1593.35	1832.35	2015.59	2217.15
	yoy	47.93%	15.00%	10.00%	10.00%
	成本	1384.94	1594.15	1753.56	1928.92
	毛利率	13.08%	13.00%	13.00%	13.00%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 2: 滨化股份三大财务报表

利润表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6465.01	6810.80	7525.93	8174.91
营业成本	4565.41	4743.75	5181.94	5597.62
营业税金及附加	78.81	83.03	91.75	99.66
销售费用	260.33	274.26	303.05	329.19
管理费用	266.96	298.71	323.64	353.87
财务费用	86.22	6.87	7.59	8.25
资产减值损失	129.36	40.00	30.00	20.00
投资收益	25.57	10.00	10.00	10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1102.64	1374.18	1597.96	1776.32
其他非经营损益	2.23	-1.49	-0.91	-0.68
利润总额	1104.87	1372.70	1597.05	1775.64
所得税	270.90	336.57	391.58	435.37
净利润	833.97	1036.13	1205.47	1340.28
少数股东损益	8.21	12.00	14.00	16.00
归属母公司股东净利润	825.76	1024.13	1191.47	1324.28

资产负债表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	820.11	1669.20	3108.09	4672.17
应收和预付款项	613.53	643.06	711.36	772.16
存货	241.08	265.07	290.19	310.31
其他流动资产	321.88	339.09	374.70	407.01
长期股权投资	451.47	451.47	451.47	451.47
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	4323.06	3948.74	3361.19	2764.05
无形资产和开发支出	386.03	380.65	374.95	368.91
其他非流动资产	757.12	756.95	756.78	756.60
资产总计	7914.26	8454.22	9428.72	10502.68
短期借款	570.00	400.00	300.00	200.00
应付和预收款项	708.21	697.00	770.85	839.15
长期借款	806.86	806.86	806.86	806.86
其他负债	44.29	50.32	50.32	53.99
负债合计	2129.36	1954.18	1928.03	1900.01
股本	1188.00	1188.00	1188.00	1188.00
资本公积	1273.85	1273.85	1273.85	1273.85
留存收益	3093.47	3952.45	4939.09	6025.08
归属母公司股东权益	5711.15	6414.29	7400.94	8486.92
少数股东权益	73.75	85.75	99.75	115.75
股东权益合计	5784.90	6500.04	7500.69	8602.67
负债和股东权益合计	7914.26	8454.22	9428.72	10502.68

现金流量表 (百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	833.97	1036.13	1205.47	1340.28
折旧与摊销	388.25	689.86	753.43	763.35
财务费用	86.22	6.87	7.59	8.25
资产减值损失	129.36	40.00	30.00	20.00
经营营运资本变动	-102.70	-72.83	-55.18	-41.26
其他	-77.39	-50.00	-40.00	-30.00
经营活动现金流净额	1257.71	1650.04	1901.31	2060.62
资本支出	-91.63	-310.00	-160.00	-160.00
其他	-484.33	10.00	10.00	10.00
投资活动现金流净额	-575.97	-300.00	-150.00	-150.00
短期借款	120.00	-170.00	-100.00	-100.00
长期借款	506.91	0.00	0.00	0.00
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
支付股利	-118.80	-165.15	-204.83	-238.29
其他	-922.93	-165.79	-7.59	-8.25
筹资活动现金流净额	-414.82	-500.95	-312.42	-346.54
现金流量净额	266.95	849.09	1438.89	1564.08

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	32.96%	5.35%	10.50%	8.62%
营业利润增长率	140.23%	24.63%	16.28%	11.16%
净利润增长率	128.64%	24.24%	16.34%	11.18%
EBITDA 增长率	69.51%	31.31%	13.91%	8.01%
获利能力				
毛利率	29.38%	30.35%	31.15%	31.53%
三费率	9.49%	8.51%	8.43%	8.46%
净利率	12.90%	15.21%	16.02%	16.40%
ROE	14.42%	15.94%	16.07%	15.58%
ROA	10.54%	12.26%	12.79%	12.76%
ROIC	16.01%	18.46%	22.96%	28.08%
EBITDA/销售收入	24.39%	30.41%	31.34%	31.17%
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.83	0.84	0.82
固定资产周转率	1.78	1.84	2.08	2.75
应收账款周转率	58.77	60.58	61.99	61.49
存货周转率	19.25	18.72	18.64	18.62
销售商品提供劳务收到现金/营业收入	87.89%	—	—	—
资本结构				
资产负债率	26.91%	23.11%	20.45%	18.09%
带息债务/总负债	64.66%	61.76%	57.41%	52.99%
流动比率	1.53	2.58	4.06	5.73
速动比率	1.35	2.35	3.80	5.44
股利支付率	14.39%	16.13%	17.19%	17.99%
每股指标				
每股收益	0.53	0.66	0.77	0.86
每股净资产	3.75	4.21	4.86	5.57
每股经营现金	0.81	1.07	1.23	1.33
每股股利	0.08	0.11	0.13	0.15

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	1577.11	2070.92	2358.98	2547.91
PE	11.48	9.26	7.96	7.16
PB	1.64	1.46	1.26	1.10
PS	1.47	1.39	1.26	1.16
EV/EBITDA	4.50	2.93	1.92	1.13
股息率	1.25%	1.74%	2.16%	2.51%

来源: 公司公告、中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。