2018 年 10 月 23 日
证券研究报告•2018 年三季报点评
滨化股份（601678）化工

增持（维持）
当前价：4.39 元
目标价：——元（6 个月）

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

环丙维持高位，业绩稳健增长

投资要点

- **事件：**公司 2018 年前三季度实现收入 51.4 亿元，同比增长 12.2%，实现归母净利润 6.6 亿元，同比增长 18.1%。
- **环丙维持高位，业绩符合预期。**公司第三季度实现收入 17.7 亿元，同比增长 16.7%，环比增长 11.3%，实现归母净利润 2.0 亿元，同比增长 2.0%，环比增长 2.67%，第三季度销售毛利率为 26.8%，同比减少 0.9 个百分点，环比减少 3 个百分点。第三季度山东地区环氧丙烷均价为 12196 元/吨，同比增长 11%，继续维持高位，但氯醇法工艺平均毛利较去年同期下降 6.7%，主要由于三季度以来丙烯价格强势上涨，较去年同期均价上涨 20.9%。同时，三季度以来，国内烧碱价格维持弱势，华北地区 99%片碱均价较去年同期低 8%，32%液碱均价较去年同期低 1%。同时，三季度公司环氧丙烷销量 5.9 万吨，同比增长 1.3%，环比增长 15.0%，烧碱实现销量 18.1 万吨，同比增长 12.0%，环比增长 11.3%。
- **环氧丙烷景气度持续。**今年前三季度山东地区环氧丙烷均价为 12010 元/吨，同比增长 13.1%，氯醇法行业平均毛利接近 2900 元/吨，同比增长 15.9%，行业继续保持较高景气度。截止目前，国内行业无新增产能，今年国内新增产能仅有红宝丽的 12 万吨异丙苯共氧化法装置和中信国安的 12 万吨共氧化法装置，未来两年国内将迎来 HPPO 装置投产高峰，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维持高景气度。
- **众多新项目投产进一步提升公司业绩。**未来公司的 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陆续投产，同时公司收购的黄河三角洲（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。同时公司拟对前期计提减值的制冷剂五氟乙烷(R125)装置进行技改转产 1 万吨/年的制冷剂二氟甲烷(R32)，实现处置资产的进一步利用，并提升公司业绩水平。
- **盈利预测与评级。**我们预计 2018-2020 年 EPS 分别为 0.63 元、0.70 元、0.75 元，对应 PE 分别为 7X、6X 和 5X，继续维持“增持”评级。
- **风险提示：**环氧丙烷价格大幅下滑的风险；烧碱价格大幅下滑的风险。

指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	6465.01	6846.18	7621.13	8215.34
增长率	32.96%	5.90%	11.32%	7.80%
归属母公司净利润（百万元）	825.76	974.52	1088.00	1164.90
增长率	130.14%	18.01%	11.64%	7.07%
每股收益 EPS（元）	0.53	0.63	0.70	0.75
净资产收益率 ROE	14.42%	15.29%	14.96%	14.17%
PE	8	7	6	5
PB	1.19	1.07	0.93	0.83

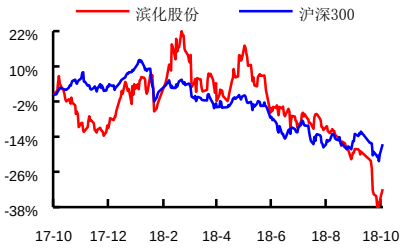
数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杨林
执业证号：S1250518100002
电话：010-57631191
邮箱：ylin@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)	4.0-10.44
总市值(亿元)	67.80
总资产(亿元)	109.35
每股净资产(元)	3.96

相关研究

1. 滨化股份（601678）：业绩符合预期，估值具有优势 (2018-08-03)
2. 滨化股份（601678）：一季度盈利持续强劲，PO 贡献业绩弹性 (2018-04-15)
3. 滨化股份（601678）：盈利大幅优化，趋势持续向好 (2018-03-11)

关键假设：

假设 1：预计 2018-2020 年公司环氧丙烷价格增速分别为 13.0%、6.0%、3.0%；环氧丙烷销量维持不变；

假设 2：预计 2018-2020 年公司烧碱价格增速分别为 10.0%、8.0%、6.0%；烧碱销量维持不变；

假设 3：预计 2018 年公司三氯乙烯价格增速为 2.0%，2019-2020 年价格维持不变；三氯乙烯销量维持不变；

假设 4：公司三费率无明显变化。

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	2302.9	2602.3	2758.4	2841.2
	增速	7.6%	13.0%	6.0%	3.0%
	成本	1941.8	2159.9	2261.9	2329.8
	毛利率	15.7%	17.0%	18.0%	18.0%
烧碱	收入	2264.7	2491.2	2690.5	2851.9
	增速	63.0%	10.0%	8.0%	6.0%
	成本	952.5	1021.4	1103.1	1169.3
	毛利率	57.9%	59.0%	59.0%	59.0%
三氯乙烯	收入	304.0	310.1	310.1	310.1
	增速	18.8%	2.0%	0.0%	0.0%
	成本	286.2	288.4	288.4	288.4
	毛利率	5.9%	7.0%	7.0%	7.0%
其他	收入	1593.4	1442.6	1862.1	2212.2
	增速	47.9%	-9.5%	29.1%	18.8%
	成本	1385.0	1288.6	1669.6	1981.1
	毛利率	13.1%	10.7%	10.3%	10.4%
合计	收入	6465.0	6846.2	7621.1	8215.3
	增速	33.0%	5.9%	11.3%	7.8%
	成本	4565.4	4758.3	5323.0	5768.6
	毛利率	29.4%	30.5%	30.2%	29.8%

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	6465.01	6846.18	7621.13	8215.34
营业成本	4565.41	4758.26	5322.99	5768.56
营业税金及附加	78.81	106.12	118.13	127.34
销售费用	260.33	294.39	320.09	336.83
管理费用	266.96	300.26	327.73	355.62
财务费用	86.22	64.11	52.61	48.42
资产减值损失	129.36	80.00	80.00	80.00
投资收益	25.57	40.00	40.00	40.00
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	1283.05	1439.59	1538.57
其他非经营损益	2.23	0.22	0.70	0.80
利润总额	1104.87	1283.26	1440.29	1539.37
所得税	270.90	296.91	339.87	360.89
净利润	833.97	986.36	1100.42	1178.48
少数股东损益	8.21	11.84	12.41	13.58
归属母公司股东净利润	825.76	974.52	1088.00	1164.90

现金流量表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
净利润	833.97	986.36	1100.42	1178.48
折旧与摊销	388.25	373.35	373.35	373.35
财务费用	86.22	64.11	52.61	48.42
资产减值损失	129.36	80.00	80.00	80.00
经营营运资本变动	-102.70	-96.52	-46.61	-37.82
其他	-77.39	-119.36	-119.02	-120.60
经营活动现金流净额	1257.71	1287.94	1440.75	1521.83
资本支出	-91.63	0.00	0.00	0.00
其他	-484.33	40.00	40.00	40.00
投资活动现金流净额	-575.97	40.00	40.00	40.00
短期借款	120.00	-570.00	0.00	0.00
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	-194.90	-217.60
其他	-922.93	-223.04	-52.61	-48.42
筹资活动现金流净额	-414.82	-958.19	-247.51	-266.02
现金流量净额	266.95	369.75	1233.24	1295.81

资产负债表（百万元）	2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	820.11	1189.86	2423.09	3718.90
应收和预付款项	613.53	690.72	753.11	811.88
存货	241.08	250.64	279.52	303.69
其他流动资产	321.88	340.85	379.44	409.02
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	3962.13	3601.20	3240.26
无形资产和开发支出	386.03	373.78	361.53	349.29
其他非流动资产	757.12	756.95	756.78	756.60
资产总计	7914.26	8016.39	9006.13	10041.11
短期借款	570.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	708.21	717.07	798.43	870.26
长期借款	806.86	806.86	806.86	806.86
其他负债	44.29	42.18	45.06	47.33
负债合计	2129.36	1566.12	1650.35	1724.45
股本	1188.00	1544.40	1544.40	1544.40
资本公积	1273.85	917.45	917.45	917.45
留存收益	3093.47	3902.84	4795.94	5743.24
归属母公司股东权益	5711.15	6364.69	7257.78	8205.09
少数股东权益	73.75	85.59	98.00	111.58
股东权益合计	5784.90	6450.27	7355.78	8316.66
负债和股东权益合计	7914.26	8016.39	9006.13	10041.11

财务分析指标	2017A	2018E	2019E	2020E
成长能力				
销售收入增长率	32.96%	5.90%	11.32%	7.80%
营业利润增长率	140.23%	16.36%	12.20%	6.88%
净利润增长率	128.64%	18.27%	11.56%	7.09%
EBITDA 增长率	69.51%	9.09%	8.43%	5.08%
获利能力				
毛利率	29.38%	30.50%	30.15%	29.78%
三费率	9.49%	9.62%	9.19%	9.02%
净利率	12.90%	14.41%	14.44%	14.34%
ROE	14.42%	15.29%	14.96%	14.17%
ROA	10.54%	12.30%	12.22%	11.74%
ROIC	16.01%	18.28%	21.03%	23.56%
EBITDA/销售收入	24.39%	25.13%	24.48%	23.86%
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.86	0.90	0.86
固定资产周转率	1.78	2.09	2.61	3.21
应收账款周转率	58.77	52.39	49.45	50.61
存货周转率	19.25	19.30	19.97	19.67
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%	19.54%	18.32%	17.17%
带息债务/总负债	64.66%	51.52%	48.89%	46.79%
流动比率	1.53	3.33	4.65	5.83
速动比率	1.35	3.00	4.31	5.49
股利支付率	14.39%	16.95%	17.91%	18.68%
每股指标				
每股收益	0.53	0.63	0.70	0.75
每股净资产	3.70	4.12	4.70	5.31
每股经营现金	0.81	0.83	0.93	0.99
每股股利	0.08	0.11	0.13	0.14

业绩和估值指标	2017A	2018E	2019E	2020E
EBITDA	1577.11	1720.51	1865.54	1960.34
PE	8.21	6.96	6.23	5.82
PB	1.19	1.07	0.93	0.83
PS	1.05	0.99	0.89	0.83
EV/EBITDA	3.18	3.28	2.36	1.59
股息率	1.75%	2.44%	2.87%	3.21%

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	汪文沁	高级销售经理	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	刘致莹	销售经理	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyl@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn