

业绩略低于预期,持续看好未来发展

投资要点

- 业绩总结:**公司2018年度实现收入67.5亿元,同比增长4.4%,实现归母净利润7.0亿元,同比下降15.0%。
- 产品价格保持平稳,PO销量小幅下滑。**公司2018年销售PO(环氧丙烷)22.3万吨,同比减少3万吨,销售均价为10264.5元/吨,同比增长13.0%;销售烧碱(折百)67.4万吨,与2017年基本持平,销售均价同比小幅下滑1.9%。公司2018年销售毛利率为27.9%,同比小幅下滑1.4个百分点,由于2018年主要原材料原盐及丙烯采购单价分别同比上涨21.6%和14.0%,因此PO业务毛利率下降1.7个百分点,烧碱业务毛利率下降2.8个百分点。此外,公司2018年计提各类资产减值共计9394.78万元,减少当期合并报表利润总额9394.8万元,其中固定资产计提资产减值损失7219.6万元。
- 烧碱及环氧丙烷景气度将持续。**随着新一轮安全及环保检查趋严,部分耗氯企业开工将处于低位,氯碱不平衡将限制烧碱行业开工率,同时下游粘胶短纤、氧化铝产能仍然处于扩张周期,我们看好烧碱行业仍然维持景气周期。据公司统计,2018年国内环氧丙烷产能约337万吨,全年产量约285万吨,表观消费量约310万吨,开工率较上年有所提高,同时年内无新增产能释放,两套HPPO装置仍然处于长时间停车状态。2019年下游聚醚多元醇行业产能仍将保持增长趋势,下游产品出口好转有望拉动环氧丙烷需求,而由于氯醇法工艺的限制,国内新增产能的开工率仍然有较大的不确定,同时新一轮环保督查也将对氯醇法工艺的开工率有所影响,我们认为2019年环氧丙烷行业仍将保持较高景气度。
- 众多新项目投产进一步提升公司业绩。**2019年公司的7.5万吨环氧氯丙烷项目、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,按照目前产品价格测算,全部投产后将增加营业收入9亿元以上。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。未来,公司与国内氢燃料电池龙头企业亿华通合作布局氢能源产业,滨化集团轻烃、芳烃一体化项目的建设动工,进一步打开上市公司发展空间。
- 盈利预测与评级。**我们预计2019-2021年EPS分别为0.52元、0.56元、0.59元,对应PE分别为10X、9X和9X,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	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	6751.40	7318.31	7770.73	8200.99
增长率	4.43%	8.40%	6.18%	5.54%
归属母公司净利润(百万元)	701.80	802.76	859.69	906.64
增长率	-15.01%	14.39%	7.09%	5.46%
每股收益EPS(元)	0.45	0.52	0.56	0.59
净资产收益率ROE	11.48%	12.18%	11.86%	11.41%
PE	11	10	9	9
PB	1.30	1.21	1.10	1.01

数据来源:Wind,西南证券

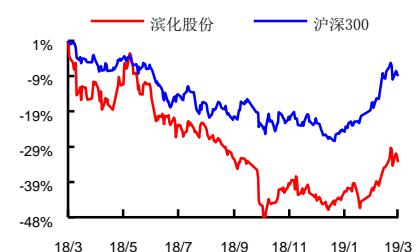
西南证券研究发展中心

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
电话: 0755-23614278
邮箱: hjw@swsc.com.cn

联系人: 薛聪
电话: 010-57758571
邮箱: xuec@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)	4.0-10.32
总市值(亿元)	80.00
总资产(亿元)	106.60
每股净资产(元)	3.97

相关研究

1. 滨化股份(601678): 环丙维持高位,业绩稳健增长 (2018-10-23)
2. 滨化股份(601678): 业绩符合预期,估值具有优势 (2018-08-03)
3. 滨化股份(601678): 一季度盈利持续强劲,PO贡献业绩弹性 (2018-04-15)

关键假设：

假设 1：预计 2019-2021 年公司环氧丙烷价格增速分别为 5.0%、4.0%、3.0%；环氧丙烷销量维持不变；

假设 2：预计 2019-2021 年公司烧碱价格增速分别为 3.0%、3.0%、3.0%；烧碱销量维持不变；

假设 3：预计 2019-2021 年公司三氯乙烯价格增速分别为 5.0%、3.0%、2.0%；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 2019-2021 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		2018A	2019E	2020E	2021E
环氧丙烷	收入	2,292.5	2,407.1	2,503.4	2,578.5
	增速	-0.5%	5.0%	4.0%	3.0%
	成本	1,971.4	2,046.1	2,127.9	2,191.7
	毛利率	14.0%	15.0%	15.0%	15.0%
烧碱	收入	2,235.7	2,302.8	2,371.9	2,443.0
	增速	-1.3%	3.0%	3.0%	3.0%
	成本	1,002.0	1,013.2	1,043.6	1,074.9
	毛利率	55.2%	56.0%	56.0%	56.0%
三氯乙烯	收入	309.3	324.7	334.5	341.2
	增速	1.7%	5.0%	3.0%	2.0%
	成本	303.9	308.5	317.7	324.1
	毛利率	1.7%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	收入	1,914.4	2,284.2	2,561.5	2,838.9
	增速	23.4%	19.3%	12.1%	10.8%
	成本	1,585.1	1,873.0	2,100.5	2,327.9
	毛利率	17.2%	18.0%	18.0%	18.0%
合计	收入	6,751.9	7,318.8	7,770.7	8,200.9
	增速	5.1%	8.4%	6.2%	5.5%
	成本	4,862.4	5,240.8	5,589.7	5,918.6
	毛利率	28.0%	28.4%	28.1%	27.8%

数据来源：Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6751.40	7318.31	7770.73	8200.99	净利润	711.40	813.75	871.46	919.05
营业成本	4862.28	5240.44	5589.33	5918.22	折旧与摊销	463.37	319.59	319.59	319.59
营业税金及附加	101.39	102.93	109.33	116.67	财务费用	122.63	164.45	153.88	140.23
销售费用	303.77	322.01	341.91	360.84	资产减值损失	93.95	100.00	100.00	100.00
管理费用	318.91	329.32	341.91	360.84	经营营运资本变动	129.94	-101.33	-1.60	-19.27
财务费用	122.63	164.45	153.88	140.23	其他	-443.19	-129.49	-128.51	-130.83
资产减值损失	93.95	100.00	100.00	100.00	经营活动现金流净额	1078.10	1166.96	1314.82	1328.77
投资收益	44.93	30.00	30.00	30.00	资本支出	-2170.10	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	1467.22	30.00	30.00	30.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-702.88	30.00	30.00	30.00
营业利润	976.03	1089.17	1164.36	1234.18	短期借款	30.00	45.53	-645.53	0.00
其他非经营损益	5.24	3.21	3.72	3.81	长期借款	790.88	0.00	0.00	0.00
利润总额	981.27	1092.38	1168.09	1237.98	股权融资	-3.14	0.00	0.00	0.00
所得税	269.87	278.64	296.63	318.93	支付股利	0.00	-187.93	-205.30	-215.33
净利润	711.40	813.75	871.46	919.05	其他	-980.48	-1356.62	-153.88	-140.23
少数股东损益	9.60	10.98	11.76	12.41	筹资活动现金流净额	-162.74	-1499.02	-1004.71	-355.56
归属母公司股东净利润	701.80	802.76	859.69	906.64	现金流量净额	213.78	-302.06	340.10	1003.21
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1033.89	731.83	1071.94	2075.15	成长能力				
应收和预付款项	529.66	580.70	612.37	647.78	销售收入增长率	4.43%	8.40%	6.18%	5.54%
存货	258.85	278.47	295.55	313.89	营业利润增长率	-11.48%	11.59%	6.90%	6.00%
其他流动资产	562.21	609.42	647.10	682.93	净利润增长率	-14.70%	14.39%	7.09%	5.46%
长期股权投资	525.71	525.71	525.71	525.71	EBITDA 增长率	-0.96%	0.72%	4.11%	3.43%
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	6428.15	6133.52	5838.89	5544.26	毛利率	27.98%	28.39%	28.07%	27.84%
无形资产和开发支出	586.13	561.25	536.38	511.50	三费率	11.04%	11.15%	10.78%	10.51%
其他非流动资产	734.95	734.87	734.78	734.69	净利率	10.54%	11.12%	11.21%	11.21%
资产总计	10659.55	10155.77	10262.72	11035.91	ROE	11.48%	12.18%	11.86%	11.41%
短期借款	600.00	645.53	0.00	0.00	ROA	6.67%	8.01%	8.49%	8.33%
应付和预收款项	798.17	796.84	866.21	919.70	ROIC	11.70%	12.05%	13.06%	14.05%
长期借款	1597.74	1597.74	1597.74	1597.74	EBITDA/销售收入	23.14%	21.50%	21.08%	20.66%
其他负债	1466.08	432.38	449.33	465.31	营运能力				
负债合计	4461.98	3472.49	2913.28	2982.75	总资产周转率	0.73	0.70	0.76	0.77
股本	1544.40	1544.40	1544.40	1544.40	固定资产周转率	1.66	1.62	1.85	2.09
资本公积	914.31	914.31	914.31	914.31	应收账款周转率	58.81	57.56	56.85	57.12
留存收益	3533.91	4148.73	4803.13	5494.45	存货周转率	19.44	19.49	19.39	19.32
归属母公司股东权益	6132.72	6607.44	7261.83	7953.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	91.89%	—	—	—
少数股东权益	64.86	75.84	87.60	100.01	资本结构				
股东权益合计	6197.57	6683.28	7349.44	8053.16	资产负债率	41.86%	34.19%	28.39%	27.03%
负债和股东权益合计	10659.55	10155.77	10262.72	11035.91	带息债务/总负债	49.25%	64.60%	54.84%	53.57%
					流动比率	0.89	1.30	2.31	3.08
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E	速动比率	0.79	1.13	2.05	2.82
EBITDA	1562.03	1573.20	1637.83	1694.00	股利支付率	0.00%	23.41%	23.88%	23.75%
PE	11.40	9.97	9.31	8.82	每股指标				
PB	1.30	1.21	1.10	1.01	每股收益	0.45	0.52	0.56	0.59
PS	1.18	1.09	1.03	0.98	每股净资产	3.97	4.28	4.70	5.15
EV/EBITDA	6.07	5.58	4.76	4.01	每股经营现金	0.70	0.76	0.85	0.86
股息率	0.00%	2.35%	2.57%	2.69%	每股股利	0.00	0.12	0.13	0.14

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：重庆市江北区江北城 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
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	丁可莎	销售经理	021-68416017	13122661803	dks@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
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@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
	花洁	销售经理	0755-26673231	18620838809	huaj@swsc.com.cn
	孙瑶瑶	销售经理	0755-26833581	13480870918	sunyaoyao@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn