

日期: 2019年03月19日

行业: 基础化工



环丙、烧碱业务稳定, Q4 季度拖累全年业绩

分析师: 洪麟翔
Tel: 021-53686178
E-mail: honglinxiang@shzq.com
SAC 证书编号: S0870518070001

基本数据 (截止 2019 年 3 月 17 日)

报告日股价 (元)	5.60
12mth A 股价格区间 (元)	3.87/9.98
总股本 (亿股)	15.44
无限售 A 股/总股本	100%
流通市值 (亿元)	86.49
每股净资产 (元)	3.97

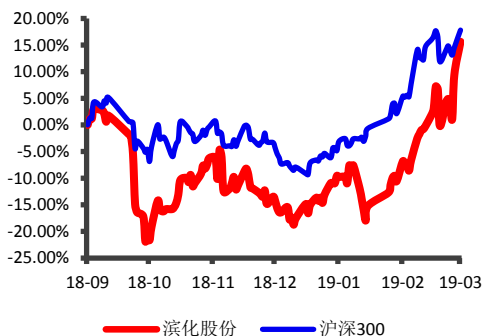
主要股东 (2018A)

滨州水木有恒投资基金合伙企业 (有限合伙)	10.79%
张忠正	8.40%

收入结构 (2018A)

环氧丙烷	39.36%
烧碱	34.40%

最近 6 个月股票与沪深 300 比较



报告编号: HLX19-BHGF01

首次报告日期: 2016 年 10 月 21 日

相关报告:

■ 事件

滨化股份发布 2018 年年报, 2018 年全年实现营业收入 67.51 亿元, 同比增长 4.43%; 归属于母公司股东净利润 7.02 亿元, 同比下滑 15.01%。其中, Q4 季度实现营业收入 16.08 亿元, 同比下滑 14.42%; 归属于母公司股东净利润 4090 万元, 同比下滑 84.63%。

■ 公司点评

Q4 季度产品降价拖累业绩, 环丙价格中枢仍然上移

公司 2018 年全年累计生产烧碱 (折百)、环氧丙烷产量 68.19 万吨和 26.81 万吨, 同比增长 0.96% 和减少 6.84%, 销售 67.43 万吨和 22.32 万吨, 同比增长 0.68% 和减少 11.99%, 库存尽管增长了 40.84% 和 76.98%, 但库存占比仅为 0.97% 和 0.78%。从销售均价来看, 烧碱 (折百) 和环氧丙烷均价分别为 3315.41 和 10264.51 元/吨, 同比减少 1.95% 和增长 13.04%, 烧碱销售均价 18 年逐季出现下滑, 环氧丙烷价格 Q3 季度回暖后, 再度下滑。三氯乙烯 18 年产销量分别为 6.57 万吨和 6.60 万吨, 较去年略有下滑, 目前公司是全球三氯乙烯产能最大公司, 拥有年产 8 万吨产能。原材料方面, 原盐价格同比上涨 21.60%, 原煤价格减少 1.53%, 丙烯价格上涨 14.01%, Q4 季度原材料价格均有所上涨。

烧碱、环丙市场稳定, 技术水平国内领先

环氧丙烷方面, 2018 年环氧丙烷产能约为 337 万吨, 产量 285 万吨, 开工率约为 84.6%, 同比有所提升, 全年含税市场均价 12000 元/吨左右, 同比提升 10.8%。公司拥有 28 万吨产能, 市场占有率约为 8.5%, 且公司装置技术和运行水平均在国内氯醇法企业中具有一定优势。19 年新增产能预计为 50 万吨左右, 下游聚醚多元醇产能提升将对维持市场平衡; 烧碱方面, 2018 年烧碱总产能 4259 万吨, 产量 3420 万吨, 开工率约为 80%, 公司拥有 65 万吨烧碱产能, 其中粒碱产能 20 万吨, 为国内最大, 并且, 公司部分装置引入了伍德第六代零极距离子膜电解槽, 降低了整体能耗, 4 万吨/年氧阴极离子膜装置是全球首套工业化运行装置, 节能超 30%。

■ 盈利预测与估值

我们预计公司在 2019、2020 和 2021 年实现营业收入 72.97、77.74 和 81.10 亿元, 同比增长 8.08%、6.54% 和 4.32%, 归属于母公司股东净利润为 7.99、8.80 和 9.43 亿元, 同比增长 13.88%、10.16% 和 7.05%, 每股 EPS 为 0.52、0.57 和 0.61 元。对应 PE 为 10.8、9.8 和 9.2 倍。未

来六个月内，维持“谨慎增持”评级。

■ 风险提示

产品销售不及预期；原材料出现大幅波动；出现安全及环保事故。

■ 数据预测与估值：

指标（¥.百万元）	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6751.40	7296.82	7773.95	8109.68
年增长率	4.43%	8.08%	6.54%	4.32%
归属于母公司的净利润	701.80	799.23	880.47	942.50
年增长率	-15.01%	13.88%	10.16%	7.05%
每股收益（元）	0.45	0.52	0.57	0.61
PE (X)	12.4	10.8	9.8	9.2

数据来源：Wind 上海证券研究所

■ 附表

附表 1 财务数据及预测 (单位: 百万元人民币)

资产负债表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1078	1362	2803	3791
应收和预付款项	530	709	611	766
存货	259	287	296	313
其他流动资产	562	562	562	562
长期股权投资	526	541	558	577
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产和在建工程	6428	5858	5287	4716
无形资产和开发支出	586	556	525	494
其他非流动资产	542	541	541	541
资产总计	10511	10415	11182	11760
短期借款	600	0	0	0
应付和预收款项	929	872	1020	935
长期借款	1598	1598	1598	1598
其他负债	1186	1186	1186	1186
负债合计	4313	3656	3804	3719
股本	1544	1544	1544	1544
资本公积	914	914	914	914
留存收益	3674	4225	4832	5482
归属母公司股东权益	6133	6684	7291	7940
少数股东权益	65	76	88	101
股东权益合计	6198	6759	7378	8041
负债和股东权益合计	10511	10415	11182	11760

现金流量表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动产生现金流量	1079	1189	1736	1275
投资活动产生现金流量	-703	24	24	24
融资活动产生现金流量	-163	-929	-319	-311
现金流量净额	214	284	1441	988

利润表 (单位: 百万元)

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	6751	7297	7774	8110
营业成本	4862	5305	5667	5919
营业税金及附加	101	106	113	118
营业费用	304	321	338	350
管理费用	319	365	385	397
财务费用	123	81	46	18
资产减值损失	94	90	90	90
投资收益	45	35	37	39
公允价值变动损益	0	0	0	0
营业利润	976	1064	1173	1256
营业外收支净额	5	5	5	5
利润总额	981	1069	1178	1261
所得税	270	258	285	306
净利润	711	810	892	956
少数股东损益	10	11	12	13
归属母公司股东净利润	702	799	880	943

财务比率分析

指标	2018A	2019E	2020E	2021E
毛利率	28%	27%	27%	27%
EBIT/销售收入	16%	16%	16%	16%
销售净利率	10%	11%	11%	12%
ROE	11%	12%	12%	12%
资产负债率	41%	35%	34%	32%
流动比率	0.94	1.52	2.06	2.73
速动比率	0.62	1.08	1.65	2.29
总资产周转率	0.64	0.70	0.70	0.69
应收账款周转率	13.25	10.79	13.24	11.09
存货周转率	18.78	18.51	19.14	18.94

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。