

上半年业绩符合预期, 多项目投产引领未来发展

投资要点

- **业绩总结:** 公司2019年上半年实现营业收入30.9亿元, 同比下降8.5%; 实现归母净利润2.5亿元, 同比下降45.8%。
- **业绩同比下滑主要源于主营产品价格下降。** 公司上半年销售环氧丙烷11.3万吨, 同比增长0.4万吨, 但平均销售单价为8518.2元/吨, 同比下降16.8%; 上半年销售烧碱36.2万吨, 同比增长3万吨, 平均销售单价为2589.3元/吨, 同比下降24.4%, 因此公司上半年业绩同比下滑主要因为环氧丙烷和烧碱两种主要产品销售单价的下滑。同时主要原材料丙烯和煤炭价格同比分别只下降8.8%和4.0%, 而原盐价格同比还增长1.0%, 因此公司上半年毛利率同比下降5.4个百分点至24.2%。我们认为由于行业周期性的因素及下游需求较为疲软的影响, 因此上半年环氧丙烷及烧碱产品价格出现明显下滑, 但近期价格基本企稳, 环氧丙烷甚至明显反弹, 因此我们判断下半年公司主营产品价格将同比保持稳定, 环比上半年将上涨。
- **电子级氢氟酸项目投产, 未来有望加速国产化替代。** 报告期内, 公司电子级氢氟酸装置顺利开车, 生产运行保持总体稳定。近期日韩贸易争端加剧, 日本限制出口韩国电子级氟化氢产品。据韩国贸易会的调查结果显示, 韩国高纯度氟化氢对日本的依赖程度为93.7%, 剔除白名单后韩国进口以上关键材料需要历时3个月的审核, 届时三星、海力士等随着库存耗尽将面临断供风险。我们认为此次日本制裁事件为中国企业打入韩国半导体供应链提供前所未有的窗口机会, 公司高纯度的电子级氢氟酸有望加速实现进口替代并出口至国外半导体厂家。
- **环氧氯丙烷、碳三碳四综合利用项目开启滨化发展新篇章。** 公司7.5万吨环氧氯丙烷装置一次开车成功, 7月3日产出合格产品, 截至7月底, 累计销售环氧氯丙烷2927吨, 实现销售毛利2513万元, 以7月份市场平均16600元/吨价格计算, 毛利率达到55%以上, 未来将成为公司重要的业绩增长点。同时公司上半年公布的募投项目“碳三碳四综合利用项目”一期主要为“年产60万吨丙烷脱氢装置”及“年产80万吨丁烷异构化装置”。“碳三碳四综合利用项目”主要建设内容包括“年产60万吨丙烷脱氢装置”、“年产80万吨丁烷异构化装置”、“合成氨装置”、“聚偏氟乙烯联合装置”及“环氧丙烷/叔丁醇装置”五项主要装置。一期建设装置主要通过丙烷脱氢(PDH)装置生产丙烯以及丁烷异构化装置生产处异丁烷, 作为二期共氧化法环氧丙烷/叔丁醇装置的原材料。经过多年发展, 环氧丙烷是公司目前最重要的产品之一。公司目前采用氯醇法生产环氧丙烷, 该工艺技术相对成熟, 生产过程相对安全, 但水资源消耗大、会产生含有氯根、悬浮物的废水及废渣, 因此对企业的环保水平要求较高。共氧化法由异丁烷(或乙苯)与丙烯进行共氧化反应, 生成环氧丙烷, 同时联产叔丁醇(或苯乙烯)。共氧化法克服了氯醇法的耗水大, 污染多等缺点, 具有产品成本低和环境污染较小等优点, 同时副产品叔丁醇可以向下继续延伸产业链, 实现良好的经济效益。公司预计项目一期投产后, 年均实现净利润6.7亿元, 我们认为碳三碳四综合利用项目将开启滨化发展新篇章。

西南证券研究发展中心

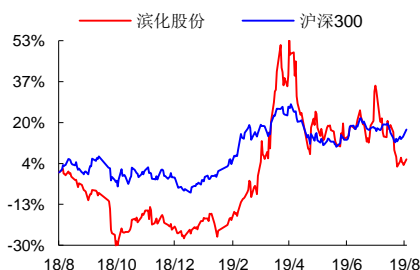
分析师: 杨林
执业证号: S1250518100002
电话: 010-57631191
邮箱: ylin@swsc.com.cn

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: 010-58251919
邮箱: xuec@swsc.com.cn

联系人: 周峰春
电话: 021-58351839
邮箱: zfc@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)	4.0-8.71
总市值(亿元)	90.66
总资产(亿元)	104.68
每股净资产(元)	3.98

相关研究

1. 滨化股份(601678): 碳三碳四综合利用项目开启未来滨化新发展 (2019-06-03)
2. 滨化股份(601678): 业绩略低于预期, 持续看好未来发展 (2019-03-15)
3. 滨化股份(601678): 环丙维持高位, 业绩稳健增长 (2018-10-23)

- **氢能源项目发展驶入快车道。**子公司氢能公司目前主要业务是将公司离子膜烧碱装置的工业氢气净化后达到氢燃料电池汽车氢燃料的质量标准，为氢燃料电池汽车加氢站提供合格的动力氢气。目前一期装置已经于 2019 年 5 月 8 日正式进入试运行阶段，装置运行正常，所产氢气除水分正在逐步降低外，其他各项微量组份指标均已达到《质子交换膜燃料电池汽车用染料氢气》标准。本次增资是基于公司新能源产业发展布局的战略需要，增资资金主要用于氢能公司进行投资及行业并购，有利于氢能公司获取和整合新能源产业的关键技术和优良资源，扩大生产规模，延伸产业链，提高市场占有率，促进公司转型升级。
- **盈利预测与投资建议。**我们预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.34 元、0.41 元、0.47 元，对应 PE 分别为 18X、14X 和 13X，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；新项目建设进度或不及预期的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	6751.40	6392.28	7055.77	7529.94
增长率	4.43%	-5.32%	10.38%	6.72%
归属母公司净利润（百万元）	701.80	517.85	637.40	721.97
增长率	-15.01%	-26.21%	23.09%	13.27%
每股收益 EPS（元）	0.45	0.34	0.41	0.47
净资产收益率 ROE	11.48%	8.21%	9.34%	9.78%
PE	13	18	14	13
PB	1.48	1.43	1.33	1.23

数据来源：Wind，西南证券

关键假设：

假设 1：公司环氧丙烷 2019-2021 年销量保持不变，销售单价增速分别为-12.0%、5.0%和 3.0%，毛利率分别为 12.0%、12.0%和 12.0%；

假设 2：公司烧碱 2019-2021 年销量保持不变，销售单价增速分别为-20.0%、5.0%和 3.0%，毛利率分别为 46.0%、46.0%和 46.0%；

假设 3：公司三氯乙烯 2019-2021 年销量保持不变，销售单价增速分别为 5.0%、3.0%和 2.0%，毛利率分别为 5.0%、5.0%和 5.0%。

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	20120E	2021E
环氧丙烷	收入	2,292.5	2,017.4	2,118.3	2,181.8
	增速	-0.5%	-12.0%	5.0%	3.0%
	毛利率	14.0%	12.0%	12.0%	12.0%
烧碱	收入	2,235.7	1,788.6	1,878.0	1,934.3
	增速	-1.3%	-20.0%	5.0%	3.0%
	毛利率	55.2%	46.0%	46.0%	46.0%
三氯乙烯	收入	309.3	324.7	334.5	341.2
	增速	1.7%	5.0%	3.0%	2.0%
	毛利率	1.7%	5.0%	5.0%	5.0%
其他	收入	1,914.4	2,262.0	2,725.5	3,073.2
	增速	23.4%	18.2%	20.5%	12.8%
	毛利率	17.2%	24.0%	25.0%	25.0%
合计	收入	6,751.9	6,392.3	7,055.8	7,530.3
	增速	5.1%	-5.3%	10.4%	6.7%
	毛利率	28.0%	25.4%	25.7%	25.7%

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	6392.28	7055.77	7529.94	净利润	711.40	524.79	645.27	731.45
营业成本	4862.28	4768.44	5239.72	5593.12	折旧与摊销	463.37	512.47	512.47	512.47
营业税金及附加	101.39	63.92	70.56	75.30	财务费用	122.63	163.39	152.83	140.14
销售费用	303.77	319.61	338.68	346.38	资产减值损失	93.95	100.00	100.00	100.00
管理费用	318.91	319.61	338.68	346.38	经营营运资本变动	126.77	-26.70	-18.56	-22.62
财务费用	122.63	163.39	152.83	140.14	其他	-440.02	-131.07	-130.10	-129.77
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	1142.88	1261.90	1331.67
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	687.30	845.31	958.63	短期借款	30.00	-24.04	-575.96	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	690.51	849.03	962.44	股权融资	-3.14	0.00	0.00	0.00
所得税	269.87	165.72	203.77	230.99	支付股利	-261.36	-187.93	-132.44	-159.65
净利润	711.40	524.79	645.27	731.45	其他	-719.12	-1355.56	-152.83	-140.14
少数股东损益	9.60	6.94	7.86	9.48	筹资活动现金流净额	-162.74	-1567.54	-861.22	-299.79
归属母公司股东净利润	701.80	517.85	637.40	721.97	现金流量净额	213.78	-394.66	430.68	1061.88
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	639.23	1069.91	2131.79	成长能力				
应收和预付款项	529.66	508.03	556.69	595.43	销售收入增长率	4.43%	-5.32%	10.38%	6.72%
存货	258.85	254.86	280.36	299.17	营业利润增长率	-11.48%	-29.58%	22.99%	13.41%
其他流动资产	562.21	532.31	587.56	627.05	净利润增长率	-14.70%	-26.23%	22.96%	13.36%
长期股权投资	525.71	525.71	525.71	525.71	EBITDA 增长率	-0.96%	-12.73%	10.82%	6.66%
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	5944.83	5461.51	4978.19	毛利率	27.98%	25.40%	25.74%	25.72%
无形资产和开发支出	586.13	557.07	528.01	498.95	三费率	11.04%	12.56%	11.77%	11.06%
其他非流动资产	734.95	734.87	734.78	734.69	净利率	10.54%	8.21%	9.15%	9.71%
资产总计	10659.55	9696.90	9744.52	10390.97	ROE	11.48%	8.21%	9.34%	9.78%
短期借款	600.00	575.96	0.00	0.00	ROA	6.67%	5.41%	6.62%	7.04%
应付和预收款项	798.17	719.43	807.28	864.75	ROIC	11.70%	8.54%	10.69%	12.54%
长期借款	1597.74	1597.74	1597.74	1597.74	EBITDA/销售收入	23.14%	21.33%	21.41%	21.40%
其他负债	1466.08	409.45	432.35	449.52	营运能力				
负债合计	4461.98	3302.58	2837.37	2912.01	总资产周转率	0.73	0.63	0.73	0.75
股本	1544.40	1544.40	1544.40	1544.40	固定资产周转率	1.66	1.45	1.80	2.19
资本公积	914.31	914.31	914.31	914.31	应收账款周转率	58.81	53.88	57.93	57.43
留存收益	3533.91	3863.83	4368.79	4931.11	存货周转率	19.31	18.38	19.43	19.16
归属母公司股东权益	6132.72	6322.53	6827.50	7389.82	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	71.79	79.65	89.14	资本结构				
股东权益合计	6197.57	6394.32	6907.15	7478.96	资产负债率	41.86%	34.06%	29.12%	28.02%
负债和股东权益合计	10659.55	9696.90	9744.52	10390.97	带息债务/总负债	49.25%	65.82%	56.31%	54.87%
					流动比率	0.89	1.27	2.35	3.21
					速动比率	0.79	1.10	2.09	2.95
					股利支付率	37.24%	36.29%	20.78%	22.11%
					每股指标				
					每股收益	0.45	0.34	0.41	0.47
					每股净资产	3.97	4.09	4.42	4.78
					每股经营现金	0.70	0.74	0.82	0.86
					每股股利	0.17	0.12	0.09	0.10
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1562.03	1363.15	1510.60	1611.24					
PE	12.92	17.51	14.22	12.56					
PB	1.48	1.43	1.33	1.23					
PS	1.34	1.42	1.28	1.20					
EV/EBITDA	6.75	7.24	5.86	4.84					
股息率	2.88%	2.07%	1.46%	1.76%					

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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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
	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
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	路剑	高级销售经理	010-57758566	18500869149	lujian@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