

证券研究报告—动态报告/公司快评

基础化工

化学原料

滨化股份 (601678)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2021年04月08日

PO 价格暴涨推动公司一季度业绩大幅增长

证券分析师: 杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120002
证券分析师: 龚诚	010-88005306	gongcheng@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980519040001
证券分析师: 薛聪		xuecong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520120001
证券分析师: 刘子栋		liuzidong@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980521020002

事项:

公司发布 2021 年第一季度业绩预增公告, 归母净利润预计增加 4.58 亿元达到 4.94 亿元, 同比增加 1251%。

国信化工观点: 1) 一季度 PO(环氧丙烷)价格大幅上涨, 创近十年最高水平, 带动公司业绩大幅提升; 2) 烧碱价格触底反弹, 静待周期回暖; 3) 公司全资子公司滨华新材料“碳三碳四综合利用项目”即将进入投产期, 60 万吨/年 PDH 装置, 建成后公司将自供丙烯, 进一步降低成本, 30/78 万吨/年具有自主知识产权的 PO/TBA 装置, 进一步巩固公司国内 PO 行业龙头地位。我们预计 20-22 年公司净利润为 5/12/14 亿, EPS 为 0.33/0.78/0.88 元/股, 对应 PE 为 17.5x/7.3x/6.5x, 维持“买入”评级。

风险提示: PO 价格大幅波动风险, 烧碱下游需求复苏不达预期, 项目建设不及预期风险

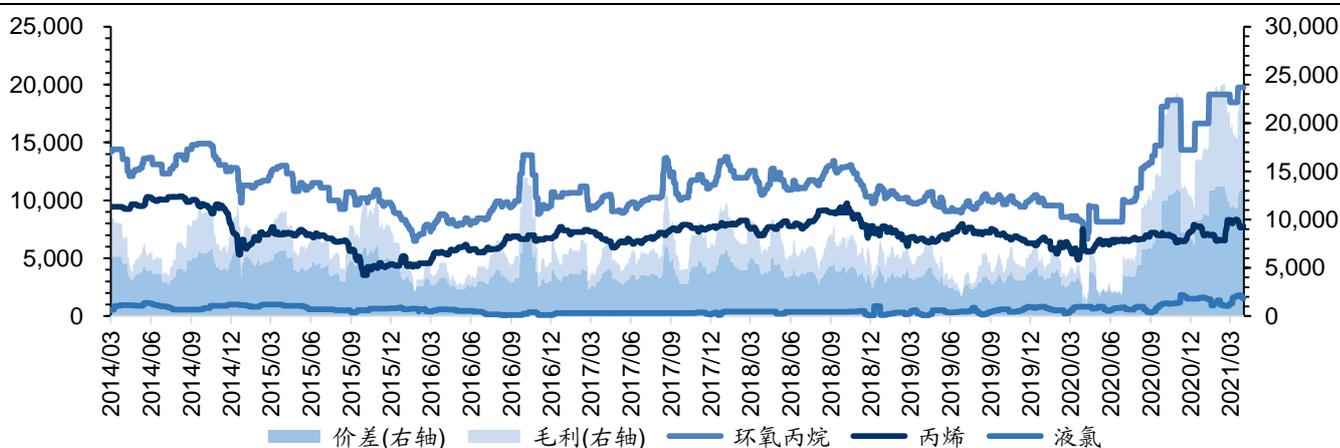
评论:

■ PO 价格上涨带动公司业绩大幅提升

根据 Wind 数据显示, 环氧丙烷 2021 年 Q1 均价为 18440 元/吨, 同比+105%, 我们测算 2021 年 Q1 环氧丙烷毛利为 8996 元/吨, 同比+486.3%, 因此 PO 价格与利润的大幅上涨是公司业绩大幅上涨的主要原因。环氧丙烷自 2020 年 4 月以来价格持续上行, 国外 PO 装置的检修、美国对越南等其他六个国家的床垫反倾销诉讼都对 PO 价格的上涨起到了推动作用, 同时 2 月份美国德州极寒天气时间导致的美国 PO 装置的不可抗力也对 PO 价格的上涨也起到了很大的推动作用, 同时疫情下对于冰箱需求的不断提升也成为了 PO 价格上涨的重要力量。

从供需结构上看, 2021 年环氧丙烷产能将大幅扩张, 就规划项目及时间来看, 约有 8 套装置将在今年或明年年初投产, 供给端面临一定压力。需求方面, 下游聚醚装置在 2021 年也有 8 套装置预期投产, 带动 PO 需求的增长, 此外国外聚醚装置检修时间较长, 聚醚出口或有所增长。因此 PO 在 2021 年整体保持前紧后松的供需格局, 价格或仍然维持在历史较高的水平。

图 1: 环氧丙烷价格及价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

■ 烧碱价格触底反弹, 静待周期回暖

从产品价格上来看, 烧碱价格自 2017Q4 起一直呈下跌趋势, 主要原因: 1) 上游因 2017 年行业景气度高, 行业生产积极性提升, 供应呈上涨趋势, 烧碱总供应量趋于平衡; 2) 需求端氧化铝行业不景气, 新增产能过多, 导致上游烧碱价格承压。总体来看, 烧碱行业主要下游处于产能过剩的状态, 但在总体需求稳步增长, 产业集中度提高的大趋势下, 下游行业利润有望逐步见底修复。今年以来, 氯碱行业景气度回暖, 烧碱价格底部出现反弹趋势, 我们判断未来烧碱价格将保持稳中上涨的趋势。

图 2: 烧碱价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券研究所整理

■ 滨华新材料“碳三碳四综合利用项目”有望再造一个滨化

2020 年, 公司发行 24 亿可转债以支持公司子公司滨华新材料“碳三碳四综合利用项目”总投资约 129 亿元, 一期主要建设 60 万吨/年丙烷脱氢 (PDH) 装置、80 万吨/年丁烷异构化装置等工艺装置并配套公共工程设施和辅助工程设施。PDH 装置建成后, 公司有能力自供丙烯生产氯醇法环氧丙烷, 进一步降低成本。二期工程主要是 30/78 万吨/年环氧丙烷/叔丁醇装置及配套工程: PO/TBA 装置以异丁烷和氧气为原料, 通过过氧化反应, 生成叔丁醇 (TBA) 和叔丁基过氧化氢 (TBHP); 以丙烯和叔丁基过氧化氢 (TBHP) 为原料, 经过催化反应, 生产环氧丙烷, 本装置主要产品为环氧丙烷 (PO), 联产产品为叔丁醇 (TBA)。项目建成后, 公司环氧丙烷的产能进一步扩张, 巩固公司行业龙头地位。

预计 20-22 年公司净利润为 5/12/14 亿，EPS 为 0.33/0.78/0.88 元/股，对应 PE 为 17.5x/7.3x/6.5x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
现金及现金等价物	1076	516	2491	3148
应收款项	78	832	375	450
存货净额	308	217	543	279
其他流动资产	1087	657	769	838
流动资产合计	2682	2270	4277	4798
固定资产	5232	5414	5438	5355
无形资产及其他	761	739	718	697
投资性房地产	827	827	827	827
长期股权投资	542	542	542	542
资产总计	11074	10147	11988	12322
短期借款及交易性金融负债	879	978	800	800
应付款项	393	578	886	714
其他流动负债	450	244	265	320
流动负债合计	3336	2645	3633	3060
长期借款及应付债券	1259	800	800	800
其他长期负债	66	87	110	88
长期负债合计	1325	887	910	888
负债合计	4661	3533	4543	3948
少数股东权益	70	79	103	133
股东权益	6342	6536	7342	8242
负债和股东权益总计	11074	10147	11988	12322

关键财务与估值指标	2019	2020E	2021E	2022E
每股收益	0.25	0.33	0.78	0.88
每股红利	0.10	0.11	0.26	0.29
每股净资产	3.67	4.23	4.75	5.34
ROIC	8%	9%	17%	22%
ROE	7%	8%	16%	16%
毛利率	26%	26%	30%	30%
EBIT Margin	16%	14%	19%	19%
EBITDA Margin	24%	18%	22%	22%
收入增长	-9%	5%	50%	10%
净利润增长率	-38%	15%	141%	12%
资产负债率	42%	35%	38%	32%
息率	1.5%	1.9%	4.6%	5.2%
P/E	22.5	17.5	7.3	6.5
P/B	1.6	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.4	8.9	4.0	3.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	6164	6453	9680	10648
营业成本	4591	4775	6776	7454
营业税金及附加	78	84	126	138
销售费用	311	290	436	479
管理费用	309	290	436	479
财务费用	167	150	140	130
投资收益	22	31	31	31
资产减值及公允价值变动	105	15	15	0
其他收入	(223)	(164)	(102)	(88)
营业利润	613	745	1711	1910
营业外净收支	(5)	(63)	(63)	(64)
利润总额	608	682	1648	1846
所得税费用	156	170	412	462
少数股东损益	13	9	25	30
归属于母公司净利润	439	502	1211	1354

现金流量表 (百万元)	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	439	502	1211	1354
资产减值准备	104	0	0	0
折旧摊销	460	276	290	300
公允价值变动损失	0	(67)	11	15
财务费用	173	150	140	130
营运资本变动	(1251)	(202)	868	(498)
其它	922	128	134	130
经营活动现金流	672	637	2514	1300
资本开支	(237)	(60)	(80)	(50)
其它投资现金流	(70)	164	9	1
投资活动现金流	(307)	104	(71)	(49)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	199	(483)	255	(9)
支付股利、利息	(151)	(166)	(405)	(455)
其它融资现金流	(422)	(653)	(319)	(131)
融资活动现金流	(373)	(1301)	(468)	(595)
现金净变动	42	(559)	1975	657
货币资金的期初余额	1034	1076	516	2491
货币资金的期末余额	1076	516	2491	3148
企业自由现金流	613	386	2511	1345
权益自由现金流	388	(625)	2411	1159

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032