

证券研究报告—动态报告

基础化工

化学原料

滨化股份(601678)

买入

2020 年年报点评

(维持评级)

2021 年 04 月 16 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 总股本/流通(百万股) | 1,762/1,762 |
| 总市值/流通(百万元) | 10,393/10,393 |
| 上证综指/深圳成指 | 3,399/13,680 |
| 12 个月最高/最低(元) | 6.35/4.21 |

相关研究报告:

- 《滨化股份-601678-重大事件快评: PO 价格暴涨推动公司一季度业绩大幅增长》——2021-04-08
- 《滨化股份-601678-2016 年业绩快报点评: 烧碱价格大涨, 单季度净利润环比翻番》——2017-01-23
- 《滨化股份-601678-2016 年三季报点评: 环氧丙烷、烧碱价格上涨, 业绩明显改善》——2016-10-17
- 《滨化股份-601678-2015 年 1 季报点评: 单季度利润环比大幅提升》——2015-04-16
- 《滨化股份-601678-环氧丙烷景气持续, 增发启动新一轮成长》——2011-07-20

证券分析师: 杨林

电话: 010-88005379
E-MAIL: yanglin6@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120002

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306
E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

证券分析师: 薛聪

E-MAIL: xuecong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520120001

证券分析师: 刘子栋

E-MAIL: liuzidong@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521020002

独立性声明:

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。

财报点评

业绩超预期增长, 新项目发展可期

● 产品价格上涨带动业绩超预期

公司 2020 年营收 64.57 亿元, 同比增长 4.75%, 归母净利润 5.07 亿元, 同比增长 15.65%, 业绩增长主要得益于公司部分产品销量和价格同比增加。2021Q1 营收 21.19 亿元, 同比增长 47.76%, 归母净利润 4.94 亿元, 同比增长 1251.29%, 利润的大幅上涨来自于公司主要产品环氧丙烷价格较上年有较大上升。

● PO 价格大幅上涨, 创近十年最高水平

环氧丙烷 2021 年 Q1 均价为 18440 元/吨, 同比+105%, 环氧丙烷毛利为 8996 元/吨, 同比+486.3%。2021 年环氧丙烷产能将大幅扩张, 供给端面临一定压力。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。

● 烧碱价格触底反弹, 静待周期回暖

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。

● “碳三碳四综合利用项目”进展顺利, 有望再造一个滨化

目前碳三碳四综合利用项目土建施工、设计、采购、核心人员招聘等工作按时间节点有序推进。PDH 装置建设已经进入全面安装提速阶段; PO/TBA 装置 12 月 20 日工业化试验装置试车圆满成功, 各项技术指标完全达到了设计目标; 丁烷异构、合成氨装置正在进行基础施工, 热力中心主厂房正在结构施工, 公辅工程已经进入基础施工阶段。

● 投资建议: 预计 21-23 年公司净利润为 12/14/16 亿, EPS 为 0.73/0.86/0.99 元/股, 对应 PE 为 7.8x/6.6x/5.8x, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 产品价格波动, 在建项目不达预期, 烧碱需求复苏不达预期

盈利预测和财务指标

| | 2019 | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
|-------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 6,164 | 6,457 | 9,686 | 10,654 | 11,720 |
| (+/-%) | -8.7% | 4.8% | 50.0% | 10.0% | 10.0% |
| 净利润(百万元) | 439 | 507 | 1198 | 1410 | 1624 |
| (+/-%) | -37.5% | 15.7% | 136.2% | 17.7% | 15.2% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.28 | 0.31 | 0.73 | 0.86 | 0.99 |
| EBIT Margin | 14.2% | 17.0% | 19.9% | 19.9% | 19.9% |
| 净资产收益率(ROE) | 6.9% | 6.9% | 14.6% | 15.3% | 15.7% |
| 市盈率(PE) | 20.1 | 18.5 | 7.8 | 6.6 | 5.8 |
| EV/EBITDA | 10.1 | 10.0 | 6.3 | 5.7 | 5.3 |
| 市净率(PB) | 1.39 | 1.27 | 1.14 | 1.02 | 0.91 |

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

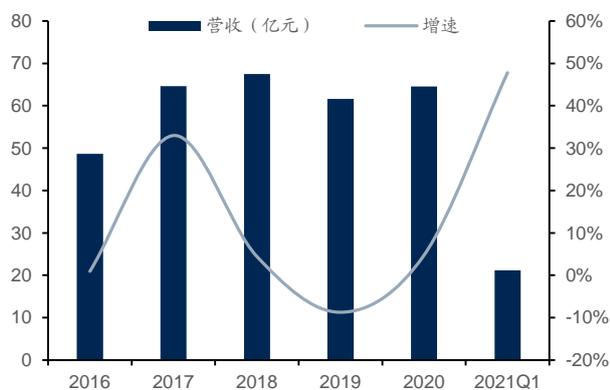
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

1. 产品价格上涨带动业绩超预期

年报营收和归母净利润实现双增长。公司 2020 年营收 64.57 亿元，同比增长 4.75%，归母净利润 5.07 亿元，同比增长 15.65%，业绩增长主要得益于公司部分产品销量和价格同比增加。公司 2020 年资产减值损失 1.89 亿，主要是因为本期计提固定资产减值准备、在建工程减值准备同比增加。

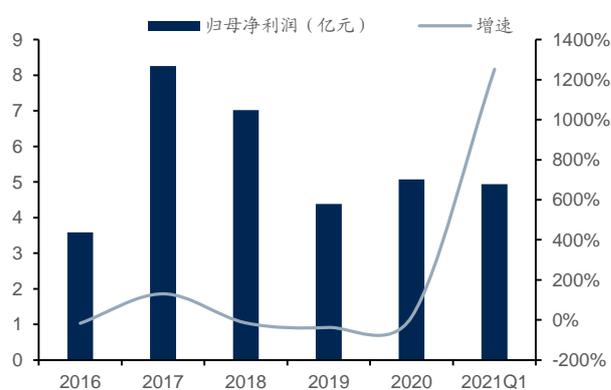
一季报业绩超预期，主要由于环氧丙烷价格上涨所致。2021Q1 营收 21.19 亿元，同比增长 47.76%，归母净利润 4.94 亿元，同比增长 1251.29%，利润的大幅上涨来自于公司主要产品环氧丙烷价格较上年有较大上升。

图 1：滨化股份营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：滨化股份归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

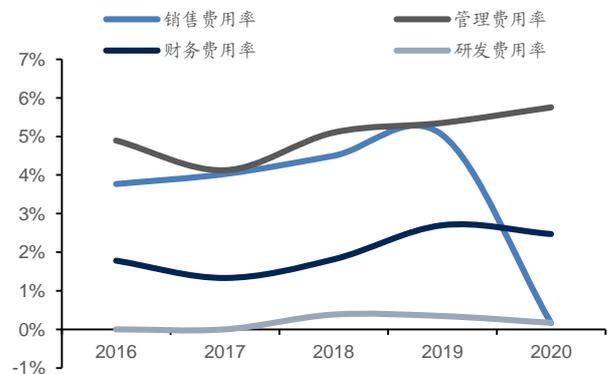
毛利率方面，公司 2020 年全年毛利率为 24.21%，同比下降 1.31pct，这主要是受烧碱价格大幅下降的影响。期间费用率方面，公司 2020 年销售费用率 0.16% (-4.88pct)、管理费用率 5.76% (-0.40pct)、财务费用率 2.47% (-0.23pct)、研发费用率 0.17% (-0.17pct)，除销售费用率外，各项期间费用率整体平稳波动，销售费用率显著下降，这是由于公司 2020 年开始执行新收入准则，将属于合同履行成本的运费及出口费用计入营业成本。

图 3：滨化股份毛利率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：滨化股份期间费用率 (%)



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

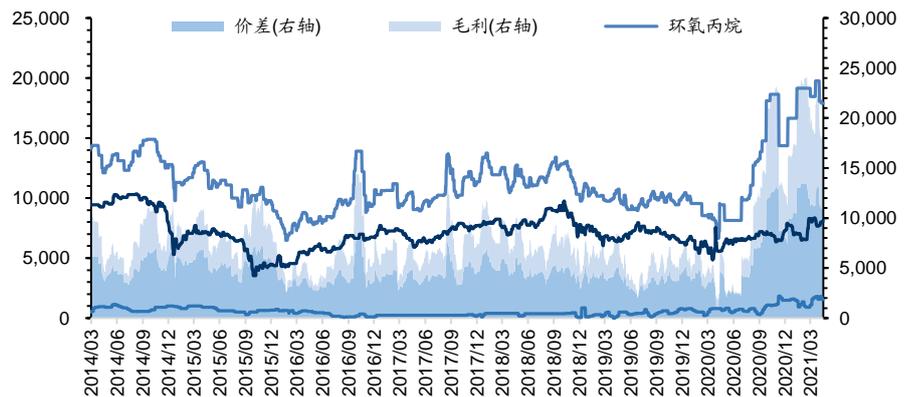
2. PO 价格大幅上涨，创近十年最高水平

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%。

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 5：环氧丙烷价格与价差走势（元/吨）

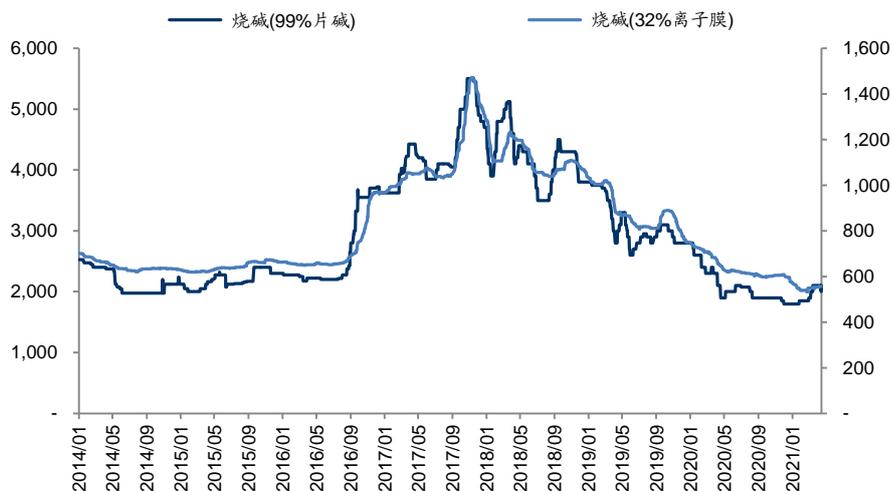


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

3. 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 6: 烧碱价格走势 (元/吨)



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

4. “碳三碳四综合利用项目”进展顺利，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。预计一期项目有望在年底投产。

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，本装置主产品为环氧丙烷（PO），联产品为叔丁醇（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。预计二期项目有望在22年5月投产。

目前碳三碳四综合利用项目建设进展顺利，土建施工、设计、采购、核心人员招聘等工作按时间节点有序推进。PDH装置建设已经进入全面安装提速阶段；PO/TBA装置12月20日工业化试验装置试车圆满成功，各项技术指标完全达到了设计目标；丁烷异构、合成氨装置正在进行基础施工，热力中心主厂房正在结构施工，公辅工程已经进入基础施工阶段。

5. 投资建议

预计21-23年公司净利润为12/14/16亿，EPS为0.73/0.86/0.99元/股，对应PE为7.8x/6.6x/5.8x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

| 资产负债表 (百万元) | | | | | 利润表 (百万元) | | | | |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E |
| 现金及现金等价物 | 2684 | 3163 | 4443 | 5898 | 营业收入 | 6457 | 9686 | 10654 | 11720 |
| 应收款项 | 150 | 362 | 262 | 333 | 营业成本 | 4894 | 6780 | 7458 | 8204 |
| 存货净额 | 450 | 487 | 579 | 667 | 营业税金及附加 | 93 | 126 | 139 | 152 |
| 其他流动资产 | 1322 | 1524 | 1930 | 2122 | 销售费用 | 10 | 387 | 426 | 469 |
| 流动资产合计 | 5136 | 6065 | 7744 | 9549 | 管理费用 | 361 | 468 | 511 | 559 |
| 固定资产 | 6740 | 6254 | 5761 | 5248 | 财务费用 | 160 | 194 | 161 | 140 |
| 无形资产及其他 | 801 | 770 | 739 | 708 | 投资收益 | 17 | 25 | 25 | 25 |
| 投资性房地产 | 816 | 816 | 816 | 816 | 资产减值及公允价值变动 | 189 | (80) | (50) | (25) |
| 长期股权投资 | 659 | 729 | 796 | 881 | 其他收入 | (380) | 0 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 14152 | 14634 | 15855 | 17202 | 营业利润 | 766 | 1676 | 1934 | 2195 |
| 短期借款及交易性金融负债 | 2073 | 1500 | 1500 | 1500 | 营业外净收支 | (69) | (75) | (50) | (25) |
| 应付款项 | 380 | 674 | 658 | 732 | 利润总额 | 697 | 1601 | 1884 | 2170 |
| 其他流动负债 | 900 | 1031 | 1305 | 1435 | 所得税费用 | 189 | 400 | 471 | 543 |
| 流动负债合计 | 3354 | 3205 | 3463 | 3668 | 少数股东损益 | 1 | 3 | 3 | 4 |
| 长期借款及应付债券 | 3262 | 3032 | 3032 | 3032 | 归属于母公司净利润 | 507 | 1198 | 1410 | 1624 |
| 其他长期负债 | 82 | 104 | 79 | 83 | | | | | |
| 长期负债合计 | 3344 | 3135 | 3111 | 3115 | 现金流量表 (百万元) | | | | |
| 负债合计 | 6698 | 6341 | 6574 | 6783 | 净利润 | 507 | 1198 | 1410 | 1624 |
| 少数股东权益 | 69 | 69 | 70 | 71 | 资产减值准备 | 88 | 50 | (10) | (18) |
| 股东权益 | 7385 | 8224 | 9211 | 10348 | 折旧摊销 | 507 | 587 | 666 | 687 |
| 负债和股东权益总计 | 14152 | 14634 | 15855 | 17202 | 公允价值变动损失 | (189) | 80 | 50 | 25 |
| | | | | | 财务费用 | 160 | 194 | 161 | 140 |
| 关键财务与估值指标 | | | | | 营运资本变动 | (225) | 46 | (174) | (160) |
| | 2020 | 2021E | 2022E | 2023E | 其它 | (88) | (50) | 11 | 19 |
| 每股收益 | 0.31 | 0.73 | 0.86 | 0.99 | 经营活动现金流 | 600 | 1912 | 1952 | 2177 |
| 每股红利 | 0.20 | 0.22 | 0.26 | 0.30 | 资本开支 | (1242) | (201) | (181) | (151) |
| 每股净资产 | 4.49 | 5.00 | 5.60 | 6.29 | 其它投资现金流 | (430) | 0 | 0 | 0 |
| ROIC | 8% | 14% | 18% | 21% | 投资活动现金流 | (1789) | (270) | (249) | (236) |
| ROE | 7% | 15% | 15% | 16% | 权益性融资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 毛利率 | 24% | 30% | 30% | 30% | 负债净变化 | 418 | (230) | 0 | 0 |
| EBIT Margin | 17% | 20% | 20% | 20% | 支付股利、利息 | (321) | (359) | (423) | (487) |
| EBITDA Margin | 25% | 26% | 26% | 26% | 其它融资现金流 | 2603 | (573) | 0 | 0 |
| 收入增长 | 5% | 50% | 10% | 10% | 融资活动现金流 | 2798 | (1163) | (423) | (487) |
| 净利润增长率 | 16% | 136% | 18% | 15% | 现金净变动 | 1608 | 479 | 1280 | 1454 |
| 资产负债率 | 48% | 44% | 42% | 40% | 货币资金的期初余额 | 1076 | 2684 | 3163 | 4443 |
| 息率 | 3.4% | 3.8% | 4.5% | 5.2% | 货币资金的期末余额 | 2684 | 3163 | 4443 | 5898 |
| P/E | 18.5 | 7.8 | 6.6 | 5.8 | 企业自由现金流 | (158) | 1875 | 1900 | 2128 |
| P/B | 1.3 | 1.1 | 1.0 | 0.9 | 权益自由现金流 | 2864 | 927 | 1780 | 2023 |
| EV/EBITDA | 10.0 | 6.3 | 5.7 | 5.3 | | | | | |

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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