

环氧丙烷高价支撑业绩增长， C3C4项目为公司带来发展动能

投资要点

- **事件:** 公司2020全年实现营业收入64.6亿元,同比增长4.8%,全年实现归母净利润5.1亿元,同比+15.7%;2021Q1实现营业收入21.2亿元,同比增长47.8%,归母净利润4.9亿元,较去年同期增长4.5亿元,增幅达1251.3%。
- **环氧丙烷价格走高,为公司贡献核心利润,业绩大幅增长:** 2020年公司环氧丙烷产销量双双上升,分别提升5.3%、9.4%,达26.4、22.1万吨。由于美国计划10月底开始对东南亚床垫反倾销,5月份以来聚醚出口需求大增,2020全年聚醚软泡出口80.24万吨,同比增长6.7%。根据卓创资讯统计,2020年全年软泡聚醚市场均价为12652元,同比增长20.3%,硬泡聚醚市场均价为11021元,同比增长17.6%;聚醚需求拉动环氧丙烷价格快速上行,2020年公司环氧丙烷平均价格为10856元,同比增长24.4%。2021年Q1聚醚价格延续涨势,聚醚软泡、硬泡分别环比增长3.1%、5.0%,带动环氧丙烷价格持续上行,达18260元/吨,环比上涨5.0%、同比涨108.0%,环氧丙烷生产利润大涨,2021Q1氯醇法装置税后毛利约为7085元/吨,同比+705%,预计2021年环氧丙烷产品将为公司贡献核心利润。公司另一主营产品烧碱受到下游氧化铝需求影响,公司2020年离子膜烧碱(折百)年度均价1758.0元/吨,同比下降-34.5%,毛利率减少27.0个百分点至17.2%。2021Q1山东32%液碱继续下行至417.7元/吨,同比-25.4%。
- **C3C4综合利用项目二期建设有序开展,环保技术与低成本德国公司环氧丙烷行业龙头地位:** 2021年1月,公司公告称将投资建设碳三碳四综合利用项目(二期),项目包括30万吨/年环氧丙烷联产78万吨/年叔丁醇装置(即PO/TBA装置)、15万吨/年合成氨装置,其中PO/TBA装置工业化试验已于2020年年底取得成功,2021年3月滨华新材料有限公司已与惠生工程(中国)有限公司正式签署30万吨/年环氧丙烷联产78万吨/年叔丁醇装置的采购与施工总承包合同。二期采用共氧化法生产环氧丙烷,将降低氯醇法生产工艺面临的环保压力和政策风险,其原料来自C3C4项目一期,一期项目预计将于今年12月投产。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计2021-2023年归母净利润分别为11.1亿元、14.1亿元、17.7亿元,对应EPS分别为0.63元、0.80元、1.00元,对应PE分别为10X、8X、6X,维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品价格大幅下滑、项目投产不及预期。

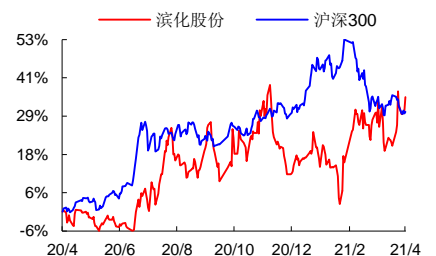
指标/年度	2020A	2021E	2022	2023E
营业收入(百万元)	6457.14	7377.42	10462.16	12799.25
增长率	4.75%	14.25%	41.81%	22.34%
归属母公司净利润(百万元)	507.19	1112.10	1407.48	1766.26
增长率	15.65%	119.27%	26.56%	25.49%
每股收益EPS(元)	0.29	0.63	0.80	1.00
净资产收益率ROE	6.82%	14.21%	15.62%	16.76%
PE	21	10	8	6
PB	1.45	1.36	1.18	1.02

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 沈猛
执业证号: S1250519080004
电话: 021-58351679
邮箱: smg@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)	17.62
流通A股(亿股)	17.62
52周内股价区间(元)	4.24-6.25
总市值(亿元)	107.10
总资产(亿元)	146.93
每股净资产(元)	4.58

相关研究

1. 滨化股份(601678): 环氧丙烷高价支撑全年业绩略超预期 (2021-02-07)
2. 滨化股份(601678): 业绩预告符合预期, 环氧丙烷价格高企 (2020-10-15)
3. 滨化股份(601678): 环氧丙烷行业龙头的转型升级之路 (2020-09-11)

关键假设：

假设 1：环氧丙烷 2021-2023 年销售均价（含税）为 1.6、1.5、1.4 万元/吨。

假设 2：烧碱 2021-2023 年销售均价（含税）均为 2000 元/吨。

假设 3：C3C4 项目一期于 2021 年底投产，2022、2023 年产能利用率分别为 60%、80%；C3C4 项目二期假设于 2023 年 Q2 投产，该年产能利用率 35%。随着 C3C4 项目一期的投产，环氧丙烷原料实现自给，成本降低。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2020A	2021E	2022E	2023E
烧碱	收入	12.6	11.9	11.9	11.9
	增速 (%)	-28.3	-5.6	0.0	0.0
	毛利率 (%)	17.2	8.8	10.2	11.7
环氧丙烷	收入	24.0	32.5	30.5	28.4
	增速 (%)	36.2	35.5	-6.3	-6.7
	毛利率 (%)	26.8	40.1	47.4	44.0
C3C4 项目	收入			31.4	55.3
	增速 (%)				76.0
	毛利率 (%)			14.0	15.7
其他业务	收入	28.0	29.4	30.9	32.4
	增速 (%)	5.8	5.0	5.0	5.0
	毛利率 (%)	25.1	30.0	30.0	30.0
合计	收入	64.6	73.8	104.6	128.0
	增速 (%)	4.8	14.3	41.8	22.3
	毛利率 (%)	24.2	31.0	28.0	25.2

数据来源：Wind，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6457.14	7377.42	10462.16	12799.25	净利润	508.37	1128.89	1429.39	1785.63
营业成本	4893.84	5088.10	7531.63	9569.69	折旧与摊销	510.63	837.15	1176.55	1364.20
营业税金及附加	92.70	99.53	145.67	175.44	财务费用	159.71	184.44	261.55	323.72
销售费用	10.22	14.75	20.92	25.60	资产减值损失	-189.49	50.00	50.00	100.00
管理费用	360.81	368.87	470.80	511.97	经营营运资本变动	-401.88	1049.17	183.89	148.29
财务费用	159.71	184.44	261.55	323.72	其他	442.70	-94.71	-40.74	-89.18
资产减值损失	-189.49	50.00	50.00	100.00	经营活动现金流净额	1030.05	3154.94	3060.64	3596.12
投资收益	17.01	5.00	5.00	5.00	资本支出	-732.49	-8000.00	-3500.00	-1500.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-922.67	5.00	5.00	5.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1655.16	-7995.00	-3495.00	-1495.00
营业利润	765.96	1576.73	1986.59	2482.60	短期借款	440.41	4455.40	1211.80	-1262.25
其他非经营损益	-69.05	-35.47	-41.66	-44.16	长期借款	418.25	15.00	15.00	15.00
利润总额	696.91	1541.27	1944.93	2438.44	股权融资	487.81	0.00	0.00	0.00
所得税	188.53	412.38	515.54	652.81	支付股利	-168.82	-101.44	-222.42	-281.50
净利润	508.37	1128.89	1429.39	1785.63	其他	1044.21	-1474.99	-261.55	-323.72
少数股东损益	1.18	16.79	21.92	19.36	筹资活动现金流净额	2221.86	2893.97	742.83	-1852.46
归属母公司股东净利润	507.19	1112.10	1407.48	1766.26	现金流量净额	1594.79	-1946.09	308.47	248.66
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2020A	2021E	2022E	2023E		2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2683.83	737.74	1046.22	1294.87	成长能力				
应收和预付款项	184.38	258.01	323.71	413.74	销售收入增长率	4.75%	14.25%	41.81%	22.34%
存货	450.00	393.24	611.20	783.70	营业利润增长率	24.89%	105.85%	25.99%	24.97%
其他流动资产	1817.62	743.97	833.44	905.56	净利润增长率	12.58%	122.06%	26.62%	24.92%
长期股权投资	659.32	659.32	659.32	659.32	EBITDA 增长率	15.89%	80.90%	31.80%	21.78%
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	6739.85	13964.96	16350.67	16548.73	毛利率	24.21%	31.03%	28.01%	25.23%
无形资产和开发支出	870.15	811.45	752.74	694.03	三费率	8.22%	7.70%	7.20%	6.70%
其他非流动资产	746.59	743.04	739.49	735.94	净利率	7.87%	15.30%	13.66%	13.79%
资产总计	14151.75	18311.73	21316.79	22018.35	ROE	6.82%	14.21%	15.62%	16.76%
短期借款	1319.41	5774.81	6986.62	5724.37	ROA	3.59%	6.16%	6.71%	8.11%
应付和预收款项	630.94	649.01	939.71	1199.52	ROIC	8.03%	10.77%	10.13%	11.63%
长期借款	1676.90	1691.90	1706.90	1721.90	EBITDA/销售收入	22.24%	35.22%	32.73%	32.21%
其他负债	3070.42	2251.22	2531.79	2737.84	营运能力				
负债合计	6697.67	10366.95	12165.02	11362.45	总资产周转率	0.51	0.45	0.53	0.60
股本	1644.31	1761.58	1761.58	1761.58	固定资产周转率	1.30	0.97	0.87	0.93
资本公积	1302.21	1184.93	1184.93	1184.93	应收账款周转率	65.15	61.14	71.01	65.83
留存收益	4097.50	5108.16	6293.21	7777.98	存货周转率	12.74	11.95	14.90	13.67
归属母公司股东权益	7385.45	7859.37	9044.43	10529.20	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	80.51%	—	—	—
少数股东权益	68.63	85.42	107.33	126.70	资本结构				
股东权益合计	7454.08	7944.79	9151.76	10655.90	资产负债率	47.33%	56.61%	57.07%	51.60%
负债和股东权益合计	14151.75	18311.73	21316.79	22018.35	带息债务/总负债	68.40%	87.31%	84.49%	79.48%
					流动比率	1.53	0.30	0.32	0.42
					速动比率	1.40	0.25	0.25	0.33
					股利支付率	33.29%	9.12%	15.80%	15.94%
					每股指标				
					每股收益	0.29	0.63	0.80	1.00
					每股净资产	4.19	4.46	5.13	5.98
					每股经营现金	0.58	1.79	1.74	2.04
					每股股利	0.10	0.06	0.13	0.16
业绩和估值指标									
	2020A	2021E	2022E	2023E					
EBITDA	1436.30	2598.32	3424.70	4170.52					
PE	21.12	9.63	7.61	6.06					
PB	1.45	1.36	1.18	1.02					
PS	1.66	1.45	1.02	0.84					
EV/EBITDA	7.94	6.84	5.46	4.13					
股息率	1.58%	0.95%	2.08%	2.63%					

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
	持有：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 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn	
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷璇	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn