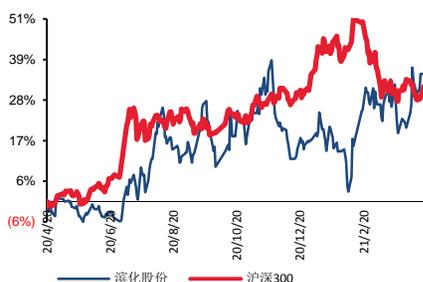


材料 材料 II

## 业绩增长超预期，持续转型升级提升竞争力

### ■ 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)	10,710/10,710
12个月最高/最低(元)	6.25/4.24

### 相关研究报告:

滨化股份(601678)《【太平洋化工】滨化股份2018Q1季报点评:烧碱和PO价格回暖,公司盈利稳定》  
--2018/04/14

滨化股份(601678)《【太平洋化工】滨化股份年报点评:主业景气助业绩持续增长,转型升级在路上》  
--2018/03/09

证券分析师:柳强

电话:010-88321949

E-MAIL:liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码:S1190518060003

**事件:**公司发布2020年年报及2021年一季报。2020年,公司实现营业收入64.57亿元,同比+4.75%;归母净利润5.07亿元,同比+15.65%。拟每10股分红1元。2021年Q1,公司实现营业收入21.19亿元,同比+47.76%;归母净利润4.94亿元,同比增长12.5倍。

### 主要观点:

#### 1. 环氧丙烷盈利大增助力公司21Q1业绩超预期

公司深耕氯碱行业五十余年,目前拥有主营化工品年产能烧碱61万吨(折百)、环氧丙烷28万吨、三氯乙烯8万吨、氯丙烯6万吨、四氯乙烯8万吨、双氧水(折纯)3万吨、环氧氯丙烷7.5万吨、电子级氢氟酸6000吨、六氟磷酸锂1000吨。

2020年Q1-2021年Q1,公司分别实现归母净利润0.37亿元、-0.19亿元、2.21亿元、2.69亿元、4.94亿元,其中2020年Q4若剔除当季1.94亿元资产减值损失,可以看出公司盈利自2020年Q3以来大幅增长。公司盈利增长主要由于产销稳定,PO大幅涨价,烧碱价格修复。2020年,公司PO和烧碱产量分别为26.43万吨(同比+5.27%)、71.7万吨(同比+5.79%),销量分别为22.07万吨(同比+9.43%)、67.45万吨(同比+3.11%),销售均价(不含税)分别为10866元/吨(同比+24.38%)、1869元/吨(同比-30.42%)。

2021年Q1,公司PO和烧碱产量分别为6.96万吨(同比+13.02%,环比-4.77%)、18.34万吨(同比+1.77%,环比-1.21%),销量分别为5.64万吨(同比+14.2%,环比-9.81%)、16.58万吨(同比-0.56%,环比-5.4%),销售均价(不含税)分别为16101元/吨(同比+104.54%,环比+4.49%)、1766元/吨(同比-18.73%,+3.2%)。同时,在新的管理层“一核三支柱”战略指导下,公司全面推动管理体系改革,提升管理组织效能。制度管理化繁为简,行政管理流程压缩,更加扁平化,工作效率进一步提升。2021年Q1,公司毛利率提高至38.03%,净利率为23.39%,均创历史最佳。

从公司2021年的生产计划看,主营产品基本稳定,其中电子级氢氟酸(3273吨提高至4000-5000吨)和六氟磷酸锂(182.2吨提高至550-700吨)产量增加较多,可见公司不断优化现有生产装置运行质量,挖潜增效,以实现各装置达标达产、达标超产。

## 2. 环氧丙烷面临一定供给挑战，烧碱底部修复

**环氧丙烷：**据公司统计，2020年国内环氧丙烷产能约326万吨，全年产量约292万吨，净进口量47万吨，表观消费量约339万吨，开工率相对稳定在较高水平。预计2021年国内将新增环氧丙烷产能157万吨。其实自2017年以来，我国规划环氧丙烷产能较多，后续投放进度低于预期，且供给端污染严重的氯醇法占比超过50%，易受环保影响，且HPO法还不成熟，开车不稳定。总体而言我国环氧丙烷供需紧平衡，边际变化（检修、停车）极易催化价格大幅波动。考虑本次新增投产计划中成熟的POSM工艺较多，预计后期对目前高位的环境丙烷造成一定供给挑战。

**烧碱：**据中国氯碱网统计，2020年国内烧碱生产企业共有158家，烧碱总产能共计4470万吨，较2019年净增90万吨。2020年全国烧碱累计产量为3674万吨，同比增长6.2%。行业平均开工率为82%，较上年略有提高。在疫情笼罩、全球经济萎缩、企业扩产及下游氧化铝（30.51%占比）、化纤行业需求增速放缓等因素影响下，国内烧碱市场延续了震荡下行走势。但随着全球经济修复，烧碱有望底部修复。

## 3. 积极推进碳三碳四综合利用项目，再造个滨化

公司位于山东滨州北海经济开发区滨州临港高端石化产业园的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。碳三碳四综合利用项目一期主要包括丙烷脱氢制丙烯60万吨/年，异丁烷80万吨/年，总投资额63.34亿元。PDH装置建设已经进入全面安装提速阶段，一期项目计划2021年12月完工。碳三碳四综合利用项目二期主要包括30万吨/年环氧丙烷联产78万吨/年叔丁醇装置、15万吨/年合成氨装置及部分公辅工程和辅助设施，计划投资额40.14亿元。PO/TBA装置工业化试验装置于2020年12月20日试车圆满成功，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。二期项目计划2022年5月完工。新项目的建设，增量空间大。

## 4. 盈利预测及评级

我们预计公司2021-2023年归母净利润分别为11.59亿元、12.13亿元、17.49亿元，对应EPS 0.66元、0.69元、0.99元，PE 9.6X、9.2X、6.4X。考虑公司主营产品盈利良好，碳三碳四综合利用项目增量空间大，持续转型升级提升竞争力，给与“买入”评级。

**风险提示：**产品价格大幅波动，在建项目投产进度及盈利不及预期、减值。

■ 盈利预测和财务指标:

	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	6457	7784	10814	16098
(+/-%)	4.8%	20.6%	38.9%	48.9%
净利润(百万元)	507	1,159	1,213	1,749
(+/-%)	15.7%	128.5%	4.7%	44.2%
摊薄每股收益(元)	0.29	0.66	0.69	0.99
市盈率(PE)	18.23	9.64	9.21	6.39

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

利润表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>6457</b>	<b>7784</b>	<b>10814</b>	<b>16098</b>
营业成本	4894	5315	8078	12166
毛利	1563	2469	2736	3932
%营业收入	24%	32%	25%	24%
税金及附加	93	112	155	231
%营业收入	1%	1%	1%	1%
销售费用	10	139	134	229
%营业收入	0%	2%	1%	1%
管理费用	361	409	576	860
%营业收入	6%	5%	5%	5%
研发费用	11	20	26	38
%营业收入	0%	0%	0%	0%
财务费用	160	160	140	135
%营业收入	2%	2%	1%	1%
资产减值损失	189	0	0	0
信用减值损失	2	0	0	0
其他收益	12	12	12	12
投资收益	17	15	15	15
净敞口套期收益	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
资产处置收益	-1	1	1	1
<b>营业利润</b>	<b>766</b>	<b>1658</b>	<b>1731</b>	<b>2467</b>
%营业收入	12%	21%	16%	15%
营业外收支	-69	-69	-69	-69
<b>利润总额</b>	<b>697</b>	<b>1589</b>	<b>1662</b>	<b>2397</b>
%营业收入	11%	20%	15%	15%
所得税费用	189	430	450	649
净利润	508	1159	1213	1749
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>507</b>	<b>1159</b>	<b>1213</b>	<b>1749</b>
少数股东损益	1	0	0	0
EPS（元/股）	0.29	0.66	0.69	0.99

现金流量表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1030</b>	<b>1378</b>	<b>1544</b>	<b>2262</b>
投资	0	0	0	0
资本性支出	-69	-69	-69	-69
其他	-1587	15	15	15
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-1655</b>	<b>-54</b>	<b>-54</b>	<b>-54</b>
债权融资	0	-1585	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	292	-1319	0	0
筹资成本	-321	-65	-45	-45
其他	2251	-144	0	0
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2222</b>	<b>-3113</b>	<b>-45</b>	<b>-45</b>
<b>现金净流量</b>	<b>1597</b>	<b>-1789</b>	<b>1445</b>	<b>2163</b>

资料来源：WIND，太平洋证券研究院

资产负债表（百万元）

	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2684	895	2340	4503
交易性金融资产	530	530	530	530
应收账款及应收票据	113	260	346	431
存货	450	294	524	801
预付账款	35	34	53	80
其他流动资产	224	200	208	220
流动资产合计	4035	2213	4001	6565
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	659	659	659	659
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	4719	4719	4719	4719
无形资产	801	801	801	801
商誉	69	69	69	69
递延所得税资产	212	212	212	212
其他非流动资产	2556	2556	2556	2556
<b>资产总计</b>	<b>13051</b>	<b>11229</b>	<b>13017</b>	<b>15581</b>
短期借款	1319	0	0	0
应付票据及应付账款	380	467	719	1058
预收账款	0	45	55	72
应付职工薪酬	73	72	112	169
应交税费	177	133	204	317
其他流动负债	1403	1384	1588	1876
流动负债合计	3354	2101	2676	3492
长期借款	1677	1677	1677	1677
应付债券	1585	0	0	0
递延所得税负债	54	54	54	54
其他非流动负债	29	29	29	29
<b>负债合计</b>	<b>6698</b>	<b>3860</b>	<b>4436</b>	<b>5251</b>
归属于母公司的所有者权益	7385	8400	9613	11362
少数股东权益	69	69	69	69
<b>股东权益</b>	<b>7454</b>	<b>8469</b>	<b>9681</b>	<b>11430</b>
<b>负债及股东权益</b>	<b>14152</b>	<b>12329</b>	<b>14117</b>	<b>16681</b>

基本指标

EPS	0.29	0.66	0.69	0.99
BVPS	4.19	4.77	5.46	6.45
PE	18.23	9.64	9.21	6.39
PEG	1.17	0.08	1.98	0.14
PB	1.25	1.33	1.16	0.98
EV/EBITDA	7.06	6.68	5.70	3.25
ROE	7%	14%	13%	15%

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，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。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。