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 07 月 23 日

PO 高景气带动业绩上涨，新项目助力扬帆起航

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：	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
联系人：	张玮航	021-61761041	zhangweihang@guosen.com.cn	

事项：

公司发布 2021 年半年度业绩快报，上半年实现营业收入 43.19 亿元，同比增长 58.75%；实现归母净利润 9.75 亿元，同比增加 5492%。

国信化工观点：1）上半年 PO(环氧丙烷)、三氯乙烯、四氯乙烯、氯丙烯等产品价格大幅上涨，带动公司业绩大幅提升；2）烧碱价格位于底部，下游氧化铝产能过剩格局有望改善，带动烧碱需求提升；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 21-23 年公司净利润为 16/20/23 亿，EPS 为 0.97/1.19/1.42 元/股，对应 PE 为 8.6x/7.1x/5.9x，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

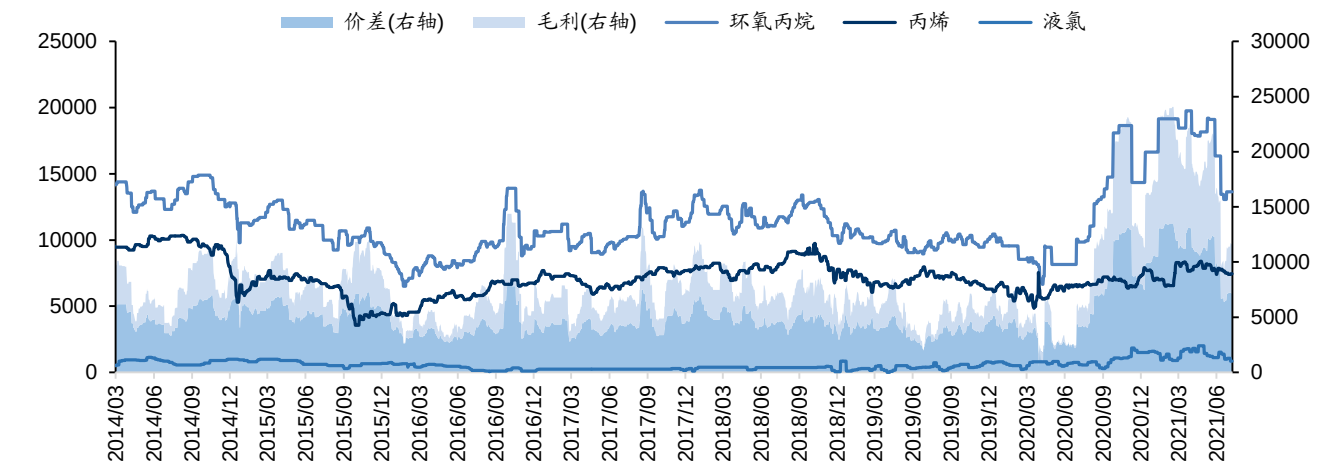
评论：

■ **PO(环氧丙烷)、三氯乙烯、四氯乙烯、氯丙烯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 年上半年均价为 17548 元/吨，同比+196%。我们测算 2021 年上半年环氧丙烷毛利为 7796 元/吨，同比+ 831%，作为公司的主打产品，环氧丙烷价格大幅上涨是公司业绩大幅上涨的最主要原因。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。今年 2 月份开始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，上半年国内部分工厂的停车检修也导致了供应的紧俏，同时疫情下对于冰箱需求的提升也成为了 PO 价格上涨的重要力量。

从供需结构上看，聚醚多元醇消费量占环氧丙烷下游比例达 70%，是拉动 PO 消费的主要驱动力。我国目前聚醚多元醇有 18 个新建拟建项目，合计产能达到 297 万吨/年，如果这些项目都顺利投产，预计到 2025 年，对环氧丙烷的消费量将达 280 万吨左右。供给方面，环氧丙烷未来五年的新建产能将达到 415 万吨，从投产时间来看，2021 还有 88 万吨 PO 计划投产，2022 年国内有 237.5 万吨 PO 计划投产，产能同比将增加 47.2%。实际上由于项目建设周期较长，技术壁垒较高，故相关厂家的年内投产计划将推迟，全年产能将保持在 394.7 万吨左右。随着中小氯醇法产能的退出以及下游聚氨酯及 DMC 方面的需求愈发强劲，中短期内国内环氧丙烷行业将保持紧平衡。

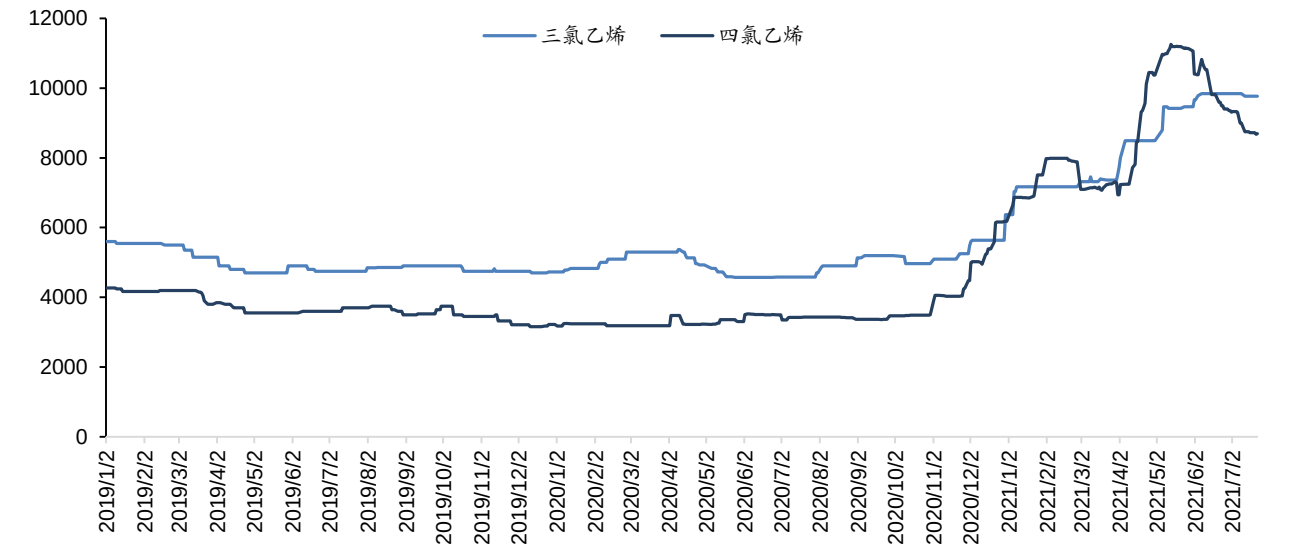
图 1：环氧丙烷价格及价差走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券研究所整理

除环氧丙烷外，公司其他产品三氯乙烯、四氯乙烯也有不同程度的价格上涨。三氯乙烯 2021 年上半年均价 8221 元/吨，同比+66%。四氯乙烯 2021 年上半年均价 8642 元/吨，同比+163%。

图 2：三氯乙烯、四氯乙烯价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，国信证券研究所整理

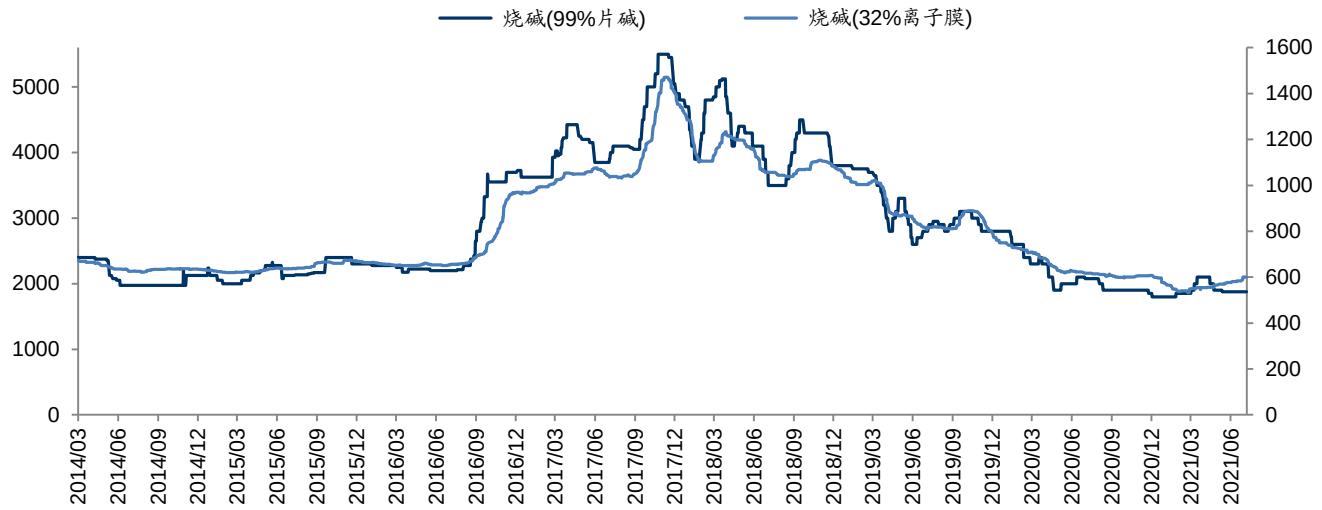
■ 烧碱价格触底反弹，静待周期回暖

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，供应呈上涨趋势导，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。

目前在中国烧碱的下游消费分布上，氧化铝是需求量最大的行业，而氧化铝主要的下游产业是电解铝。2021 年 4-12 月份期间，预计国内共有 206.5 万吨电解铝产能将投产。另外还有 134.6 万吨电解铝产能未确定何时投复产。按生产每吨电解铝需消耗 2 吨氧化铝，新增产能的大量释放预计将有助于改善氧化铝产能过剩的局面，未来有望推动对

上游烧碱需求。

图 3：烧碱价格（元/吨）



资料来源：百川盈孚，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 21-23 年公司净利润为 16/20/23 亿，EPS 为 0.97/1.19/1.42 元/股，对应 PE 为 8.6x/7.1x/5.9x，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2684	3000	3300	3600
应收款项	150	354	321	413
存货净额	450	424	684	761
其他流动资产	1322	1489	2369	2633
流动资产合计	**5136**	**5796**	**7204**	**7937**
固定资产	6740	8885	10896	12740
无形资产及其他	801	770	739	708
投资性房地产	816	816	816	816
长期股权投资	659	729	796	881
资产总计	**14152**	**16996**	**20450**	**23082**
短期借款及交易性金融负债	2073	3795	5094	5904
应付款项	380	586	777	836
其他流动负债	900	903	1524	1643
流动负债合计	**3354**	**5285**	**7395**	**8383**
长期借款及应付债券	3262	3032	3032	3032
其他长期负债	82	104	79	83
长期负债合计	**3344**	**3135**	**3111**	**3115**
负债合计	**6698**	**8420**	**10506**	**11498**
少数股东权益	69	70	71	72
股东权益	7385	8506	9874	11512
负债和股东权益总计	**14152**	**16996**	**20450**	**23082**

关键财务与估值指标	2020	2021E	2022E	2023E
每股收益	0.31	0.97	1.19	1.42
每股红利	0.20	0.29	0.36	0.43
每股净资产	4.49	5.17	6.00	7.00
ROIC	8%	15%	15%	15%
ROE	7%	19%	20%	20%
毛利率	24%	36%	32%	34%
EBIT Margin	17%	27%	23%	24%
EBITDA Margin	25%	34%	30%	32%
收入增长	5%	47%	38%	11%
净利润增长率	16%	216%	22%	20%
资产负债率	48%	50%	52%	50%
息率	2.3%	3.5%	4.2%	5.1%
P/E	27.3	8.6	7.1	5.9
P/B	1.9	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	12.8	7.0	6.3	5.5

利润表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	**6457**	**9463**	**13078**	**14542**
营业成本	4894	6036	8919	9660
营业税金及附加	93	123	170	189
销售费用	10	379	484	582
管理费用	361	411	516	614
财务费用	160	247	303	346
投资收益	17	25	25	25
资产减值及公允价值变动	189	(80)	(50)	(25)
其他收入	(380)	0	0	0
营业利润	766	2214	2661	3152
营业外净收支	(69)	(75)	(50)	(25)
利润总额	**697**	**2139**	**2611**	**3127**
所得税费用	189	535	653	782
少数股东损益	1	4	4	5
归属于母公司净利润	**507**	**1601**	**1954**	**2340**

现金流量表（百万元）	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	**507**	**1601**	**1954**	**2340**
资产减值准备	88	140	71	73
折旧摊销	507	667	901	1090
公允价值变动损失	(189)	80	50	25
财务费用	160	247	303	346
营运资本变动	(225)	26	(250)	(179)
其它	(88)	(139)	(70)	(71)
经营活动现金流	**600**	**2375**	**2656**	**3278**
资本开支	(1242)	(3001)	(3001)	(3001)
其它投资现金流	(430)	0	0	0
投资活动现金流	**(1789)**	**(3070)**	**(3069)**	**(3086)**
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	418	(230)	0	0
支付股利、利息	(321)	(480)	(586)	(702)
其它融资现金流	2603	1722	1299	810
融资活动现金流	**2798**	**1012**	**712**	**108**
现金净变动	**1608**	**316**	**300**	**300**
货币资金的期初余额	1076	2684	3000	3300
货币资金的期末余额	2684	3000	3300	3600
企业自由现金流	(158)	(421)	(108)	534
权益自由现金流	2864	886	963	1084

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 ±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 ±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。

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