

半年业绩超预期, 烧碱回暖将带来业绩弹性

投资要点

- **事件:** 公司发布 2021 年半年度业绩快报, 预计上半年实现营收 43.2 亿元, 同比增长 58.8%, 实现归母净利润 9.7 亿元, 同比增长 5492.4%; 其中二季度实现营收 22 亿元, 同比增长 71.0%, 环比增长 3.8%, 实现归母净利润 4.8 亿元, 同比扭亏, 环比下滑 2.8%。
- **2021 年 H1 环氧丙烷价格同比近翻倍, Q2 环比回落但后市仍存提振预期:** 2021 年 H1 环氧丙烷产量 173.4 万吨, 同比+43.3%, 下游需求近 200 万吨, 同比+38%; 供需两旺下 PO 价格整体处历史高位, 公司上半年出厂均价为 17699 元/吨, 同比增长 96.0%。进入二季度, 国内环丙新产能集中释放, 产量较一季度环比增加 18.4%至 94.0 万吨, 同比+64.5%; 表观消费量为 104 万吨, 环比+12%; 供给宽松致使价格有所下跌, 公司二季度环丙出厂均价 16866 元/吨, 环比下滑 9.0%, 同比增长 87.9%。公司具有 28 万吨环氧丙烷产能, 展望下半年, 金九银十是传统聚醚需求旺季, 环丙价格仍存提振可能, 助力公司业绩持续改善。
- **氧化铝开工与新增产能带动烧碱价格向上, 粘胶短纤后续回暖助力烧碱景气维持:** 7 月 22 日山东 32%离子碱报价 610 元/吨, 较二月初最低点 405 元/吨 +50.6%, 山东 99%片碱报价 2150 元/吨, 较年初低点+14.7%, 年内烧碱离子膜法平均毛利为 777.9 元/吨, 同比+115.1%。2021 年内外需共振, 1-6 月烧碱产量为 1914.7 万吨, 同比+12.1%, 出口 60.6 万吨, 同比+27.2%, 目前行业开工处于正常水平, 本周环比+2.2%。根据卓创资讯统计, 年内烧碱新增产能 130 万吨, 对应新增产量为 24.6 万吨。氧化铝是烧碱下游第一大应用领域, 占比为 31%, 2021 年 1-6 月氧化铝产量为 3692.9 万吨, 同比+11.6%, 开工率自年初的 82.2%上行至 6 月中旬 88.2%, 本周 (7/18-7/24) 开工率为 85.6%, 较去年同期提升 6.1 个百分点, 环比基本持平。根据百川资讯, 2021 年的氧化铝新增产能为 920 万吨, 新增产量为 417 万吨, 对应 62.5 万吨的烧碱需求, 可充分消化年内新增产量。另一应用领域粘胶短纤预计将迎回暖, 需求边际改善带动烧碱价格持续上行, 公司拥有 68 万吨烧碱产能, 业绩弹性将得到充分体现。
- **盈利预测与投资建议:** 我们预计 2021-2023 年归母净利润分别为 14.6 亿元、16.4 亿元、25.9 亿元, EPS 分别为 0.75 元、0.84 元、1.33 元, 对应 PE 分别为 12X、11X、7X, 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。

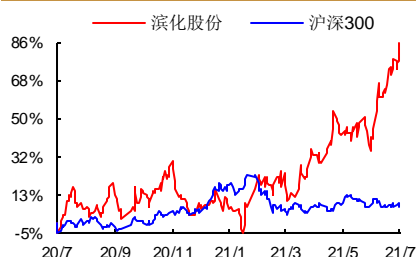
指标/年度	2020A	2021E	2022	2023E
营业收入(百万元)	6457.14	7902.55	12154.40	13397.11
增长率	4.75%	22.38%	53.80%	10.22%
归属母公司净利润(百万元)	507.19	1456.72	1635.27	2594.26
增长率	15.65%	187.21%	12.26%	58.64%
每股收益 EPS(元)	0.26	0.75	0.84	1.33
净资产收益率 ROE	6.82%	17.83%	17.18%	21.93%
PE	34	12	11	7
PB	2.33	2.10	1.80	1.46

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)	19.50
流通 A 股(亿股)	19.50
52 周内股价区间(元)	4.6-8.82
总市值(亿元)	172.02
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): 环氧丙烷高价支撑业绩增长, C3C4 项目为公司带来发展动能 (2021-04-18)
2. 滨化股份(601678): 环氧丙烷高价支撑全年业绩超预期 (2021-02-07)
3. 滨化股份(601678): 业绩预告符合预期, 环氧丙烷价格高企 (2020-10-15)
4. 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 1.8、1.6、1.4 万元/吨。

假设 2: 烧碱 2021-2023 年销售均价 (含税) 为 2200/2000/2000 元/吨

假设 3: C3C4 项目一期于 2022 年初投产, 2022、2023 年产能利用率均为 80%; C3C4 项目二期 2023 年产能利用率 50%。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	13.1	11.9	11.9
	增速	-28.3%	3.8%	-9.1%	0.0%
	成本	10.4	10.9	10.7	10.5
	毛利率	17.2%	17.1%	10.2%	11.7%
环氧丙烷	收入	24.0	36.6	32.5	28.4
	增速	36.2%	52.4%	-11.1%	-12.5%
	成本	17.6	19.5	16.0	15.9
	毛利率	26.8%	46.8%	50.7%	44.0%
C3C4 项目	收入			46.3	61.2
	增速				32.3%
	成本			39.3	36.9
	毛利率			15.0%	39.8%
其他业务	收入	28.0	29.4	30.9	32.4
	增速	5.8%	5.0%	5.0%	5.0%
	成本	20.9	20.6	21.6	22.7
	毛利率	25.1%	30.0%	30.0%	30.0%
合计	收入	64.6	79.0	121.5	134.0
	增速	4.8%	22.4%	53.8%	10.2%
	成本	48.9	50.9	87.6	86.0
	毛利率	24.2%	35.6%	27.9%	35.8%

数据来源: Wind, 西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	6457.14	7902.55	12154.40	13397.11	净利润	508.37	1478.72	1660.74	2622.70
营业成本	4893.84	5088.10	8763.69	8595.16	折旧与摊销	510.63	837.15	1176.55	1364.20
营业税金及附加	92.70	106.61	169.23	183.64	财务费用	159.71	197.56	303.86	334.93
销售费用	10.22	15.81	24.31	26.79	资产减值损失	-189.49	50.00	50.00	100.00
管理费用	360.81	395.13	546.95	535.88	经营营运资本变动	-401.88	1025.46	294.69	-84.93
财务费用	159.71	197.56	303.86	334.93	其他	442.70	-93.31	-36.24	-93.31
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	3495.57	3449.59	4243.59
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	2054.35	2301.37	3625.71	短期借款	440.41	4180.40	1050.79	-1977.33
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	2018.88	2259.71	3581.55	股权融资	487.81	0.00	0.00	0.00
所得税	188.53	540.16	598.98	958.84	支付股利	-150.50	-101.44	-291.34	-327.05
净利润	508.37	1478.72	1660.74	2622.70	其他	1025.88	-1488.12	-303.86	-334.93
少数股东损益	1.18	22.00	25.47	28.44	筹资活动现金流净额	2221.86	2605.85	470.59	-2624.32
归属母公司股东净利润	507.19	1456.72	1635.27	2594.26	现金流量净额	1594.79	-1893.58	425.19	124.27
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	2683.83	790.25	1215.44	1339.71	成长能力				
应收和预付款项	184.38	274.08	376.16	423.69	销售收入增长率	4.75%	22.38%	53.80%	10.22%
存货	450.00	393.24	711.51	703.57	营业利润增长率	24.89%	168.20%	12.02%	57.55%
其他流动资产	1817.62	759.20	882.52	918.57	净利润增长率	12.58%	190.87%	12.31%	57.92%
长期股权投资	659.32	659.32	659.32	659.32	EBITDA 增长率	15.89%	115.07%	22.43%	40.80%
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%	35.61%	27.90%	35.84%
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%	18.71%	13.66%	19.58%
资产总计	14151.75	18395.55	21687.85	22023.55	ROE	6.82%	17.83%	17.18%	21.93%
短期借款	1319.41	5499.81	6550.61	4573.28	ROA	3.59%	8.04%	7.66%	11.91%
应付和预收款项	630.94	658.00	1093.08	1114.81	ROIC	8.03%	13.73%	11.68%	16.31%
长期借款	1676.90	1691.90	1706.90	1721.90	EBITDA/销售收入	22.24%	39.09%	31.11%	39.75%
其他负债	3070.42	2251.22	2673.26	2653.91	营运能力				
负债合计	6697.67	10100.94	12023.85	10063.90	总资产周转率	0.51	0.49	0.61	0.61
股本	1644.31	1950.33	1950.33	1950.33	固定资产周转率	1.30	1.04	1.01	0.97
资本公积	1302.21	996.19	996.19	996.19	应收账款周转率	65.15	63.22	73.37	62.76
留存收益	4097.50	5452.78	6796.70	9063.91	存货周转率	12.74	11.95	15.77	12.10
归属母公司股东权益	7385.45	8203.99	9547.92	11815.13	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	90.62	116.09	144.53	资本结构				
股东权益合计	7454.08	8294.61	9664.00	11959.65	资产负债率	47.33%	54.91%	55.44%	45.70%
负债和股东权益合计	14151.75	18395.55	21687.85	22023.55	带息债务/总负债	68.40%	86.89%	81.86%	78.30%
					流动比率	1.53	0.33	0.37	0.51
					速动比率	1.40	0.27	0.29	0.40
					股利支付率	29.67%	6.96%	17.82%	12.61%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	1436.30	3089.06	3781.78	5324.83	每股收益	0.26	0.75	0.84	1.33
PE	33.92	11.81	10.52	6.63	每股净资产	3.79	4.21	4.90	6.06
PB	2.33	2.10	1.80	1.46	每股经营现金	0.53	1.79	1.77	2.18
PS	2.66	2.18	1.42	1.28	每股股利	0.08	0.05	0.15	0.17
EV/EBITDA	11.08	7.75	6.50	4.23					
股息率	0.87%	0.59%	1.69%	1.90%					

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

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。

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	zfy@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	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
广深	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
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xy@swsc.com.cn