

环氧乙烷持续涨价，上调 17 年业绩预测



核心观点

- **环氧乙烷盈利有望持续提升。**我们在前期报告《环氧乙烷受益乙二醇上涨》提出，乙二醇价格上涨有望推动环氧乙烷与乙烯价差扩大。主要逻辑是环氧乙烷是生产乙二醇过程中的中间产品，两者的销量是此消彼涨的关系，一种产品盈利扩大，必然会使另一种产品供给收缩，最终导致其盈利也扩大。近期乙二醇持续上涨，带动环氧乙烷价格也上涨至 9600 元/吨，从两者与乙烯的价差变化看，我们认为环氧乙烷价差还有进一步扩大的趋势。目前价格下，公司单吨环氧乙烷净利在 400 元左右，20 万吨产量贡献 8000 万净利，且环乙价差每扩大 1000 元，对应 EPS 提升 0.25 元。
- **减水剂价差有望提升。**减水剂行业一般采用成本加成的形式定价，因此原料端环氧乙烷的价格提升基本都能传导到下游。今年供给侧改革导致焦煤产量持续下滑，副产的工业萘供给也收缩，价格持续上升，16 年至今已上涨了 86%。而工业萘制造的萘系减水剂与环氧乙烷制造的聚羧酸系减水剂有替代关系，工业萘价格提升将使聚羧酸系减水剂受益，聚醚单体与环氧乙烷价差有望扩大。价差每扩大 1000 元，对应 EPS 弹性为 0.45 元。

财务预测与投资建议

- 我们上调公司 16-18 年每股盈利预测 EPS 为 0.23/0.42/0.44 元（原预测 0.24/0.32/0.38 元），按照可比公司 17 年 24 倍市盈率，给予目标价 9.95 元和买入评级。

风险提示

- 油价大幅波动
- 基建复苏不及预期

公司主要财务信息

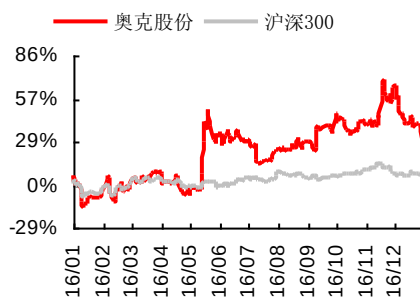
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	2,883	2,965	3,604	4,376	4,768
同比增长	15.6%	2.9%	21.5%	21.4%	9.0%
营业利润（百万元）	109	(228)	136	274	293
同比增长	24.5%	-308.2%	159.9%	100.9%	6.9%
归属母公司净利润（百万元）	92	(210)	157	279	295
同比增长	13.3%	-328.8%	174.8%	77.8%	5.7%
每股收益（元）	0.14	(0.31)	0.23	0.42	0.44
毛利率	10.5%	4.7%	10.7%	14.8%	14.6%
净利率	3.2%	-7.1%	4.4%	6.4%	6.2%
净资产收益率	3.2%	-7.7%	5.9%	9.8%	9.6%
市盈率（倍）	56.5	(24.7)	33.0	18.6	17.6
市净率（倍）	1.8	2.0	1.9	1.7	1.6

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价（2017 年 01 月 16 日）	7.71 元
目标价格	9.95 元
52 周最高价/最低价	10.24/5.11 元
总股本/流通 A 股（万股）	67,392/67,386
A 股市值（百万元）	5,196
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2017 年 01 月 17 日

股价表现	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现 (%)	-8.5	-22.4	-4.0	27.2
相对表现 (%)	-7.2	-21.6	-4.4	20.8
沪深 300 (%)	-1.3	-0.8	0.4	6.4



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师 赵辰

021-63325888*5101
zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860511120005

联系人 倪吉

021-63325888-7504
niji@orientsec.com.cn

相关报告

环氧乙烷受益乙二醇上涨	2016-12-29
减水剂单体受益焦煤去产能	2016-12-01
业绩大幅回升，未来将持续增长	2016-10-30

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

表 1：可比公司估值

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2015A	2016E	2017E	2018E	2015A	2016E	2017E	2018E
红宝丽	0.17	0.25	0.28	0.38	43.90	29.59	26.28	19.76
滨化股份	0.36	0.25	0.40	0.48	18.94	27.85	17.37	14.24
上海石化	0.30	0.46	0.47	0.50	22.23	14.40	14.14	13.40
回天新材	0.21	0.29	0.36	0.44	53.44	39.13	30.77	25.46
鼎龙股份	0.33	0.50	0.70	0.93	65.74	43.03	30.75	23.07
石大胜华	0.22	0.99	1.81	2.39	171.02	37.59	20.55	15.57
						34.00	24.00	18.00

资料来源：Wind，东方证券研究所

表 2：盈利预测调整表（百万）

人民币百万元	调整前			调整后		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
核心假设						
聚醚单体价格	7903	8073	7921	7953	9017	9017
变动幅度				0.63%	11.69%	13.83%
环氧乙烷价格	7350	7333	7166	7350	8205	8205
变动幅度				0.00%	11.90%	14.50%
乙烯价格	7309	6943	6596	7309	7692	7692
变动幅度				0.00%	10.79%	16.62%
分项目盈利预测						
聚醚单体						
销售收入	2,634	2,960	3,194	2,651	3,306	3,636
变动幅度				0.63%	11.69%	13.83%
毛利率	12.39%	15.97%	16.46%	12.32%	17.30%	16.71%
变动幅度				-0.63%	8.31%	1.52%
切割液						
销售收入	364	412	444	364	440	480
变动幅度				0.00%	6.89%	8.15%
毛利率	17.72%	19.15%	20.19%	17.72%	17.92%	18.67%
变动幅度				0.00%	-6.45%	-7.53%
聚乙二醇						
销售收入	107	121	125	107	129	136
变动幅度				0.00%	6.21%	8.53%
毛利率	13.40%	13.59%	13.82%	13.40%	12.80%	12.73%
变动幅度				0.00%	-5.85%	-7.86%
脂肪醇醚						

销售收入	53	65	76	53	72	87
变动幅度				0.63%	11.69%	13.83%
毛利率	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
其他业务						
销售收入	111	111	111	111	111	111
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	4.93%	4.93%	4.93%	4.93%	4.93%	4.93%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
其他						
销售收入	318	318	318	318	318	318
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	-9.65%	-9.65%	-9.65%	-9.65%	-9.65%	-9.65%
变动幅度				0.00%	0.00%	0.00%
销售收入合计	3,587	3,986	4,269	3,604	4,376	4,768
变动幅度				0.47%	9.77%	11.69%
综合毛利率	10.74%	13.78%	14.41%	10.69%	14.83%	14.63%
变动幅度				-0.46%	7.67%	1.59%

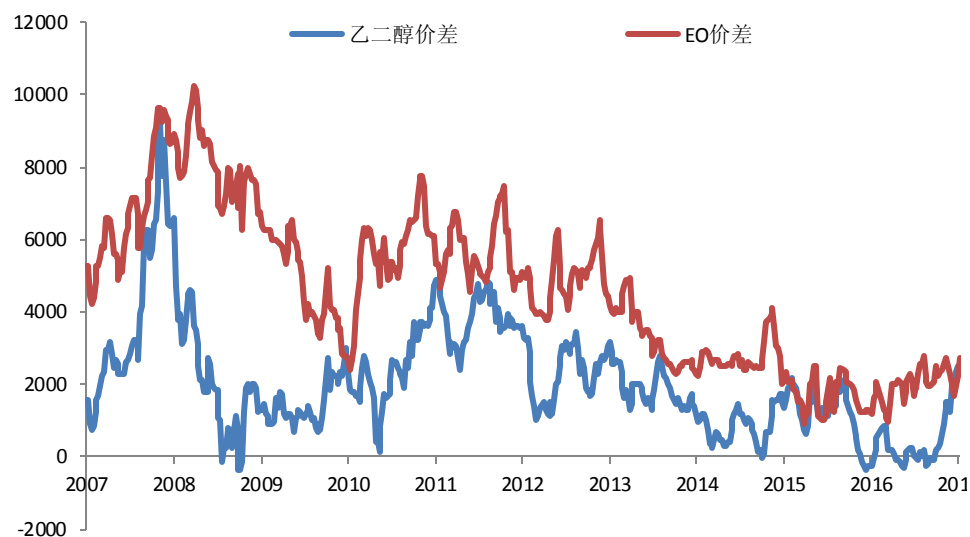
资料来源：东方证券研究所

表 3：业绩预测调整表（百万）

人民币百万元	调整前			调整后		
	2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E
营业收入	3,587	3,986	4,269	3,604	4,376	4,768
变动幅度				0.47%	9.77%	11.69%
营业利润	138	205	248	136	274	293
变动幅度				-1.00%	33.82%	18.20%
归属母公司净利润	158	218	255	157	279	295
变动幅度				-0.74%	28.03%	15.69%
每股收益（元）	0.24	0.32	0.38	0.23	0.42	0.44
变动幅度				-0.74%	28.03%	15.69%
毛利率（%）	10.74%	13.78%	14.41%	10.69%	14.83%	14.63%
变动幅度				-0.46%	7.67%	1.59%
净利率（%）	4.41%	5.47%	5.98%	4.36%	6.38%	6.19%
变动幅度				-1.21%	16.63%	3.58%

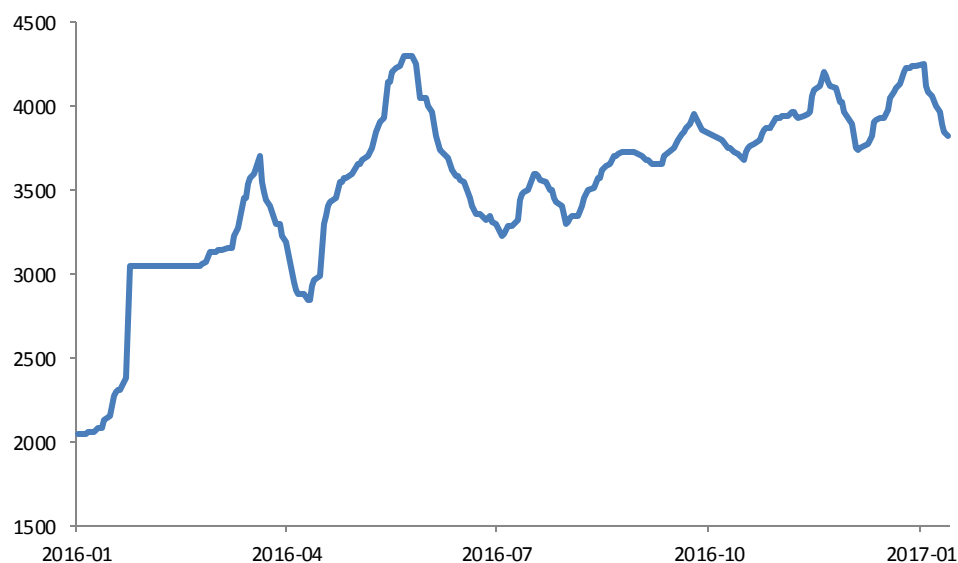
资料来源：东方证券研究所

图 1：乙二醇-乙烯与环氧乙烷-乙烯价差走势（元/吨）



资料来源：百川资讯，东方证券研究所

图 2：工业萘走势（元/吨）



资料来源：百川资讯，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	616	431	541	656	715	营业收入	2,883	2,965	3,604	4,376	4,768
应收账款	597	606	713	866	944	营业成本	2,580	2,827	3,219	3,727	4,070
预付账款	68	107	94	114	124	营业税金及附加	6	3	6	7	8
存货	239	327	307	356	389	营业费用	78	87	100	112	122
其他	794	616	783	921	991	管理费用	95	119	126	153	167
流动资产合计	2,315	2,087	2,438	2,913	3,163	财务费用	18	99	60	86	105
长期股权投资	79	210	210	210	210	资产减值损失	(0)	61	(42)	18	4
固定资产	761	2,090	2,318	2,929	2,943	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	1,738	90	96	152	282	投资净收益	3	2	2	2	2
无形资产	234	286	281	275	269	其他	(0)	0	0	0	0
其他	69	221	190	190	190	营业利润	109	(228)	136	274	293
非流动资产合计	2,881	2,898	3,095	3,756	3,894	营业外收入	8	18	33	41	41
资产总计	5,196	4,985	5,533	6,670	7,057	营业外支出	3	1	1	1	1
短期借款	460	389	867	1,480	1,504	利润总额	115	(210)	168	314	333
应付账款	594	587	543	629	687	所得税	22	21	25	47	50
其他	345	456	379	419	444	净利润	92	(231)	143	267	283
流动负债合计	1,399	1,432	1,789	2,527	2,634	少数股东损益	0	(20)	(14)	(12)	(12)
长期借款	601	632	713	891	973	归属于母公司净利润	92	(210)	157	279	295
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益 (元)	0.14	-0.31	0.23	0.42	0.44
其他	92	88	88	88	88	主要财务比率					
非流动负债合计	693	719	801	979	1,061		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债合计	2,093	2,151	2,589	3,506	3,695	成长能力					
少数股东权益	226	218	204	192	179	营业收入	15.6%	2.9%	21.5%	21.4%	9.0%
股本	337	674	674	674	674	营业利润	24.5%	-308.2%	159.9%	100.9%	6.9%
资本公积	2,037	1,696	1,696	1,696	1,696	归属于母公司净利润	13.3%	-328.8%	174.8%	77.8%	5.7%
留存收益	500	239	363	595	806	获利能力					
其他	3	6	6	6	6	毛利率	10.5%	4.7%	10.7%	14.8%	14.6%
股东权益合计	3,103	2,834	2,943	3,163	3,362	净利率	3.2%	-7.1%	4.4%	6.4%	6.2%
负债和股东权益	5,196	4,985	5,533	6,670	7,057	ROE	3.2%	-7.7%	5.9%	9.8%	9.6%
现金流量表						ROIC	2.7%	-3.4%	3.9%	6.0%	5.9%
单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	偿债能力					
净利润	92	(231)	143	267	283	资产负债率	40.3%	43.1%	46.8%	52.6%	52.4%
折旧摊销	55	184	182	230	273	净负债率	15.4%	28.0%	38.0%	56.7%	54.7%
财务费用	18	99	60	86	105	流动比率	1.65	1.46	1.36	1.15	1.20
投资损失	(3)	(2)	(2)	(2)	(2)	速动比率	1.47	1.18	1.18	1.00	1.04
营运资金变动	20	(74)	(192)	(250)	(112)	营运能力					
其它	(658)	25	(11)	18	4	应收账款周转率	5.4	4.8	5.4	5.5	5.2
经营活动现金流	(475)	1	181	349	552	存货周转率	11.9	8.7	8.9	10.3	9.9
资本支出	(1,402)	(74)	(411)	(893)	(411)	总资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
长期投资	50	(131)	0	0	0	每股指标 (元)					
其他	875	(35)	1	2	2	每股收益	0.14	-0.31	0.23	0.42	0.44
投资活动现金流	(477)	(240)	(409)	(891)	(409)	每股经营现金流	-0.71	0.00	0.27	0.52	0.82
债权融资	516	204	(46)	178	82	每股净资产	4.27	3.89	4.07	4.42	4.73
股权融资	4	(4)	0	0	0	估值比率					
其他	24	(185)	384	480	(165)	市盈率	56.5	-24.7	33.0	18.6	17.6
筹资活动现金流	544	16	338	658	(84)	市净率	1.8	2.0	1.9	1.7	1.6
汇率变动影响	(0)	(1)	0	0	0	EV/EBITDA	33.2	109.2	16.0	10.3	9.0
现金净增加额	(408)	(225)	109	116	59	EV/EBIT	47.6	-47.1	30.8	16.8	15.2

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

