

投资评级：买入(维持)

滨化股份(601678)

环丙烧碱价格下跌，未来发展可期

市场数据 2019-08-20

| | |
|-------------|-----------|
| 收盘价(元) | 5.78 |
| 一年内最低/最高(元) | 3.87/8.73 |
| 市盈率 | 17.4 |
| 市净率 | 1.60 |

基础数据

| | |
|-----------|-------|
| 净资产收益率(%) | 11.94 |
| 资产负债率(%) | 41.9 |
| 总股本(亿股) | 15.44 |

最近12月股价走势



联系信息

| | |
|--------------------------|-----|
| 虞小波 | 分析师 |
| SAC 证书编号: S0160518020001 | |
| yuxb@ctsec.com | |
| 张兴宇 | 分析师 |
| SAC 证书编号: S0160518120001 | |
| zhangxingyu@ctsec.com | |
| 路辛之 | 联系人 |
| luxz@ctsec.com | |

相关报告

- 《滨化股份(601678):环丙、烧碱景气度较高, Q3 业绩环比小幅改善》 2018-10-24
- 《滨化股份(601678):业绩稳定增长, PO 有望维持高景气》 2018-08-07
- 《滨化股份(601678):Q1 业绩符合预期, PO 持续高景气》 2018-04-17

- 公司公布 2019 年半年报。19H1 公司实现营业收入 30.90 亿(-8.46%), 归母净利润 2.50 亿(-45.75%), 扣非归母净利润 2.35 亿(-47.68%)。其中 Q2 单季扣非归母净利润 0.99 亿(同比-47%、环比-27%)。
- 环丙与烧碱价格下跌致公司业绩下滑。由于下游需求较弱, 19H1 环丙与烧碱价格持续下跌。19H1 环丙均价 8614 元/吨(不含税, 下同)(同比-15%), Q2 均价 8495 元/吨(同比-14%、环比-3%); 19H1 烧碱(32%离子膜)均价 665 元/吨(同比-16%), Q2 均价 605 元/吨(同比-26%、环比-17%)。同时, 公司主要原材料原盐、原煤价格下降较少, 因此公司业绩出现下滑。目前烧碱和环丙利润均处于低位, 下半年继续向下的空间较小。
- 氟化工与环氧氯丙烷项目进展顺利。公司积极推动向氟精细化工的转型。报告期内, 公司电子级氢氟酸运行稳定, 六氟磷酸锂已产出合格产品, R125 转产 R32 项目已获备案批复并具备施工条件。环氧氯丙烷项目 7 月 3 日产出合格产品, 至 7 月底已销售 2927 吨, 实现销售毛利 2513 万元。
- C3C4 综合利用项目将极大提升公司环丙综合竞争优势。公司拟发行可转债 24 亿建设 C3C4 综合利用项目, 这是公司未来的主要看点。其中一期总投资 63.34 亿, 建设 60 万吨 PDH 和 80 万吨丁烷异构装置, 二期总投资 65.57 亿, 建设合成氨、PVDF、环丙/叔丁醇联合装置。一期项目为公司提供丙烯原料, 提高环丙抗风险能力, 并为二期共氧化法提供丙烯、异丁烷; 二期项目将使公司摆脱单一氯醇法的环保压力, 提高环丙规模优势。
- 我们预测公司 2019/2020/2021 年归母净利润 5.44/6.20/7.25 亿, EPS 0.35/0.40/0.47 元, 对应现价 PE 16.4/14.4/12.3 倍, 维持“买入”评级。

风险提示:环丙、烧碱价格下跌, 新项目建设进度不及预期

表 1:公司财务及预测数据摘要

| | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 营业收入(百万) | 6,465 | 6,751 | 6,196 | 6,568 | 7,074 |
| 增长率 | 33.0% | 4.4% | -8.2% | 6.0% | 7.7% |
| 归属母公司股东净利润(百万) | 826 | 702 | 544 | 620 | 725 |
| 增长率 | 130.1% | -15.0% | -22.4% | 13.8% | 17.1% |
| 每股收益(元) | 0.53 | 0.45 | 0.35 | 0.40 | 0.47 |
| 市盈率(倍) | 10.8 | 12.7 | 16.4 | 14.4 | 12.3 |

数据来源: 贝格数据, 财通证券研究所

公司财务报表及指标预测

| 公司财务报表及指标预测 | | | | | | 公司财务报表及指标预测 | | | | | |
|-------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|---------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 利润表 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 财务指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 营业收入 | 6,465 | 6,751 | 6,196 | 6,568 | 7,074 | 成长性 | | | | | |
| 减:营业成本 | 4,565 | 4,862 | 4,689 | 4,947 | 5,295 | 营业收入增长率 | 33.0% | 4.4% | -8.2% | 6.0% | 7.7% |
| 营业税费 | 79 | 101 | 81 | 85 | 92 | 营业利润增长率 | 140.2% | -11.5% | -26.8% | 14.1% | 17.4% |
| 销售费用 | 260 | 304 | 285 | 302 | 325 | 净利润增长率 | 130.1% | -15.0% | -22.4% | 13.8% | 17.1% |
| 管理费用 | 267 | 319 | 297 | 315 | 340 | EBITDA 增长率 | 69.7% | 0.1% | -18.0% | 8.0% | 9.5% |
| 财务费用 | 86 | 123 | 149 | 123 | 85 | EBIT 增长率 | 118.0% | -6.2% | -22.6% | 8.6% | 11.1% |
| 资产减值损失 | 129 | 94 | - | - | - | NOPLAT 增长率 | 106.5% | -11.2% | -16.4% | 8.6% | 11.1% |
| 加:公允价值变动收益 | - | - | - | - | - | 投资资本增长率 | 3.7% | 37.4% | 3.6% | -5.0% | 3.9% |
| 投资和汇兑收益 | 26 | 45 | 20 | 20 | 20 | 净资产增长率 | 14.6% | 7.1% | 3.9% | 6.8% | 7.4% |
| 营业利润 | 1,103 | 976 | 715 | 816 | 957 | 利润率 | | | | | |
| 加:营业外净收支 | 2 | 5 | 14 | 14 | 14 | 毛利率 | 29.4% | 28.0% | 24.3% | 24.7% | 25.2% |
| 利润总额 | 1,105 | 981 | 729 | 830 | 971 | 营业利润率 | 17.1% | 14.5% | 11.5% | 12.4% | 13.5% |
| 减:所得税 | 271 | 270 | 168 | 191 | 223 | 净利润率 | 12.8% | 10.4% | 8.8% | 9.4% | 10.3% |
| 净利润 | 826 | 702 | 544 | 620 | 725 | EBITDA/营业收入 | 24.4% | 23.4% | 20.9% | 21.3% | 21.6% |
| | | | | | | EBIT/营业收入 | 18.4% | 16.5% | 13.9% | 14.3% | 14.7% |
| 资产负债表 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 运营效率 | | | | | |
| 货币资金 | 820 | 1,034 | 496 | 525 | 566 | 固定资产周转天数 | 203 | 216 | 264 | 236 | 207 |
| 交易性金融资产 | - | - | - | - | - | 流动营业资本周转天数 | 22 | 20 | 28 | 27 | 26 |
| 应收帐款 | 111 | 120 | 86 | 133 | 103 | 流动资产周转天数 | 95 | 117 | 122 | 105 | 102 |
| 应收票据 | 478 | 389 | 402 | 437 | 467 | 应收帐款周转天数 | 6 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 预付帐款 | 25 | 18 | 21 | 20 | 24 | 存货周转天数 | 13 | 13 | 14 | 14 | 13 |
| 存货 | 241 | 259 | 210 | 285 | 245 | 总资产周转天数 | 420 | 495 | 601 | 555 | 518 |
| 其他流动资产 | 322 | 565 | 600 | 600 | 600 | 投资资本周转天数 | 306 | 354 | 454 | 425 | 392 |
| 可供出售金融资产 | 470 | 454 | 454 | 454 | 454 | 投资回报率 | | | | | |
| 持有至到期投资 | - | - | - | - | - | ROE | 14.5% | 11.4% | 8.6% | 9.1% | 10.0% |
| 长期股权投资 | 451 | 526 | 600 | 682 | 777 | ROA | 10.5% | 6.7% | 5.6% | 6.3% | 7.4% |
| 投资性房地产 | - | - | 30 | 60 | 90 | ROIC | 16.6% | 14.3% | 8.7% | 9.1% | 10.6% |
| 固定资产 | 3,461 | 4,652 | 4,434 | 4,194 | 3,928 | 费用率 | | | | | |
| 在建工程 | 862 | 1,776 | 1,831 | 1,899 | 1,982 | 销售费用率 | 4.0% | 4.5% | 4.6% | 4.6% | 4.6% |
| 无形资产 | 386 | 524 | 640 | 748 | 849 | 管理费用率 | 4.1% | 4.7% | 4.8% | 4.8% | 4.8% |
| 其他非流动资产 | 287 | 343 | 238 | 156 | 61 | 财务费用率 | 1.3% | 1.8% | 2.4% | 1.9% | 1.2% |
| 资产总额 | 7,914 | 10,660 | 10,044 | 10,193 | 10,147 | 三费/营业收入 | 9.5% | 11.0% | 11.8% | 11.3% | 10.6% |
| 短期债务 | 570 | 600 | 1,490 | 1,407 | 1,075 | 偿债能力 | | | | | |
| 应付帐款 | 452 | 627 | 180 | 672 | 240 | 资产负债率 | 26.9% | 41.9% | 35.9% | 32.5% | 27.2% |
| 应付票据 | - | 10 | 5 | 5 | 6 | 负债权益比 | 36.8% | 72.0% | 55.9% | 48.2% | 37.3% |
| 其他流动负债 | 283 | 1,449 | 1,106 | 1,030 | 1,236 | 流动比率 | 1.53 | 0.89 | 0.65 | 0.64 | 0.78 |
| 长期借款 | 807 | 1,598 | 621 | - | - | 速动比率 | 1.35 | 0.79 | 0.58 | 0.55 | 0.69 |
| 其他非流动负债 | 18 | 178 | 200 | 200 | 200 | 利息保障倍数 | 13.80 | 9.10 | 5.79 | 7.65 | 12.21 |
| 负债总额 | 2,129 | 4,462 | 3,603 | 3,314 | 2,757 | 分红指标 | | | | | |
| 少数股东权益 | 74 | 65 | 82 | 101 | 123 | DPS(元) | 0.17 | 0.15 | 0.11 | 0.13 | 0.15 |
| 股本 | 1,188 | 1,544 | 1,544 | 1,544 | 1,544 | 分红比率 | 31.7% | 33.0% | 32.6% | 32.4% | 32.7% |
| 留存收益 | 4,367 | 4,448 | 4,815 | 5,234 | 5,722 | 股息收益率 | 2.9% | 2.6% | 2.0% | 2.3% | 2.7% |
| 股东权益 | 5,785 | 6,198 | 6,441 | 6,879 | 7,390 | 业绩和估值指标 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 现金流量表 | 2017A | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | EPS(元) | 0.53 | 0.45 | 0.35 | 0.40 | 0.47 |
| 净利润 | 834 | 711 | 544 | 620 | 725 | BVPS(元) | 3.70 | 3.97 | 4.12 | 4.39 | 4.71 |
| 加:折旧和摊销 | 389 | 463 | 430 | 460 | 489 | PE(X) | 10.8 | 12.7 | 16.4 | 14.4 | 12.3 |
| 资产减值准备 | 129 | 94 | 21 | 22 | 26 | PB(X) | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 1.3 | 1.2 |
| 公允价值变动损失 | - | - | - | - | - | P/FCF | 20.9 | 18.6 | -37.5 | 37.0 | 31.3 |
| 财务费用 | 82 | 128 | 149 | 123 | 85 | P/S | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.3 |
| 投资收益 | -26 | -45 | -20 | -20 | -20 | EV/EBITDA | 4.3 | 6.6 | 8.1 | 6.9 | 6.2 |
| 少数股东损益 | 8 | 10 | 17 | 19 | 22 | CAGR(%) | -8.5% | 1.7% | 15.4% | -8.5% | 1.7% |
| 营运资金的变动 | -287 | -222 | -288 | 329 | -376 | PEG | -1.3 | 7.6 | 1.1 | -1.7 | 7.4 |
| 经营活动产生现金流量 | 1,258 | 1,078 | 854 | 1,553 | 951 | ROIC/WACC | 1.8 | 1.5 | 0.9 | 1.0 | 1.1 |
| 投资活动产生现金流量 | -576 | -703 | -415 | -427 | -443 | REP | 0.7 | 0.9 | 1.4 | 1.3 | 1.1 |
| 融资活动产生现金流量 | -415 | -163 | -977 | -1,096 | -468 | | | | | | |

资料来源: 贝格数据, 财通证券研究所

信息披露**分析师承诺**

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

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；
中性：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；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：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；
减持：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。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。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。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。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邀请或向他人作出邀请。

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价格、价值及投资收入可能会波动。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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。