

投资评级 优于大市 维持

C3C4 综合利用项目将投产，有望贡献业绩增量

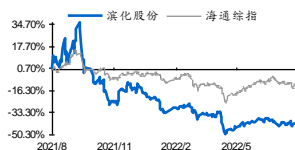
股票数据

08月11日收盘价(元)	5.90
52周股价波动(元)	4.89-14.20
总股本/流通A股(百万股)	2058/2058
总市值/流通市值(百万元)	12142/12142

相关研究

《上半年环氧丙烷量价齐升，下半年烧碱盈利有望改善》2021.08.26

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	4.1	-0.7	7.9
相对涨幅(%)	7.8	0.4	2.5

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 邓勇

Tel: (021)23219404

Email: dengyong@htsec.com

证书: S0850511010010

分析师: 朱建军

Tel: (021)23154143

Email: zjj10419@htsec.com

证书: S0850517070005

分析师: 胡歆

Tel: (021)23154505

Email: hx11853@htsec.com

证书: S0850519080001

分析师: 刘威

Tel: (0755)82764281

Email: lw10053@htsec.com

证书: S0850515040001

联系人: 张海榕

Tel: (021)23219635

Email: zhr14674@htsec.com

证书: S0850122070051

投资要点:

- 事件: C3C4 综合利用项目(一期)预计今年10月开工投料。**2019年6月,公司决议通过发行可转债等方式筹集资金投资建设 C3C4 综合利用项目(一期),一期项目主要为“年产60万吨丙烷脱氢(PDH)装置”及“年产80万吨丁烷异构化装置”两项,项目总投资额63.34亿元,建设期两年。公司在2021年年报中表示,将全力推进碳三碳四综合利用项目建设,已开工的各套装置7月底整体机械完工,计划10月份达到进料开工条件。
- 项目投产有利于完善产业链,强化成本优势,促进营收增长和盈利能力提升,成长价值有望兑现。**碳三碳四综合利用项目(一期)所产丙烯和异丁烷均可外销或自用。自用方面,丙烯、异丁烷是生产环氧丙烷重要原料,建设PDH装置,是公司现有产业链向上游的延伸,有利于完善公司产业链,有效抵御原材料丙烯的供应不足及价格波动风险,提升公司的整体抗风险能力及盈利水平。尤其在当前环氧丙烷产能扩张,供给过剩局面下,将为公司带来成本优势,进而支撑毛利率水平。随着新装置的应用和规模的增加,公司产品单耗将进一步下降,成本优势得到进一步强化。而丁烷异构化装置,是公司引进新工艺共氧化法制备环氧丙烷的重要步骤,有利于公司未来进一步扩大环氧丙烷的生产规模,并进一步消化PDH装置所生产的丙烯,提升公司的整体盈利水平。外销方面,丙烯和异丁烷是化工产业重要中间体,下游需求旺盛,公司积极扩展销路,随着未来产能释放,将带来业绩增长;此外,项目副产氢气、燃料气、C3、C4等产品,也将为公司带来营收增长,提升盈利能力。
- 二期项目工艺调整,优化产品结构,提升项目收益。**2021年1月,公司审议同意全资子公司滨化新材料投资建设 C3C4 综合利用项目(二期),其中包括30万吨/年环氧丙烷联产78万吨/年叔丁醇装置(PO/TBA)、15万吨/年合成氨装置及部分公辅工程和辅助设施。项目总投资额40.14亿元,建设周期2年。2022年3月,公司对在建环氧丙烷装置调整为24万吨/年环氧丙烷联产74.2万吨/年甲基叔丁基醚装置(PO/MTBE)。PO/MTBE工艺可以根据产品市场情况,调整TBA和MTBE的产出比例,以优化产品结构,且工艺调整后总投资额略有减少,预期投资收益也会有所提高。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计滨化股份2022~2024年归母净利润分别为17.74、21.58、25.16亿元, EPS分别为0.86、1.05、1.22元。参照可比公司估值水平,给予其2022年8-10倍PE,对应合理价值区间为6.88-8.60元,给予优于大市评级。
- 风险提示。**项目投产进度不及预期,下游需求不及预期,产品价格波动风险。

主要财务数据及预测

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6457	9268	11050	16524	18997
(+/-)YoY(%)	4.8%	43.5%	19.2%	49.5%	15.0%
净利润(百万元)	507	1626	1774	2158	2516
(+/-)YoY(%)	15.7%	220.6%	9.1%	21.6%	16.6%
全面摊薄EPS(元)	0.25	0.79	0.86	1.05	1.22
毛利率(%)	24.2%	37.3%	33.7%	27.8%	27.6%
净资产收益率(%)	6.9%	15.9%	15.2%	15.6%	15.4%

资料来源: 公司年报(2020-2021), 海通证券研究所
 备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

盈利假设:

1) 收入增长率假设: 公司在建产能“C3C4 综合利用项目”已开工的各套装置预计 10 月份达到进料开工条件, 预计 2023、2024 产能释放。公司现有主要产品烧碱价格持续维持高位, 烧碱业务营收保持稳健增长; 环氧丙烷近期行业内产能投放较多, 供需情况的改变及价格下跌将对公司业绩产生不利影响, 营收预计有所下滑; 三氯乙烯、环氧氯丙烷类业务营收预计变动不大。其他业务中包括部分 C3C4 综合利用项目产出的氢气等副产品, 因此随着在建产能投产, 其他业务未来三年营收增长较快。

2) 毛利率假设: 烧碱目前价格维持高位, 需求较旺盛, 预估公司 2022 年烧碱毛利率有所提升, 2023-2024 年也维持在 35% 的较高毛利率水平; 环氧丙烷行业内投产高峰来临, 价格下滑趋势明显, 但公司在建项目投产后能产出丙烯原材料降低成本支撑毛利水平, 预计毛利率有小幅下滑至 34%; 三氯乙烯、环氧氯丙烷毛利率基本保持稳定; 其他业务中包括部分 C3C4 综合利用项目产出的低毛利率的副产品, 随着未来产能扩大, 带来营收增长的同时会拉低其他业务整体毛利率。

表 1 滨化股份分业务盈利预测

业务	项目	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
烧碱	营业收入 (亿元)	18.30	13.00	16.41	17.71	18.74	19.33
	营业成本 (亿元)	10.53	10.83	10.87	11.52	12.19	12.57
	毛利 (亿元)	7.77	2.17	5.54	6.19	6.55	6.76
	毛利率 (%)	42%	17%	34%	35%	35%	35%
环氧丙烷	营业收入 (亿元)	18.24	25.15	34.77	30.19	27.74	24.92
	营业成本 (亿元)	17.20	18.73	22.10	19.83	18.22	16.37
	毛利 (亿元)	1.04	6.42	12.67	10.36	9.52	8.55
	毛利率 (%)	6%	26%	36%	34%	34%	34%
三氯乙烯	营业收入 (亿元)	2.84	3.25	9.73	9.46	8.96	8.51
	营业成本 (亿元)	2.45	3.26	7.61	7.40	7.01	6.66
	毛利 (亿元)	0.39	-0.01	2.12	2.06	1.95	1.85
	毛利率 (%)	14%	0%	22%	22%	22%	22%
环氧氯丙烷	营业收入 (亿元)	2.98	4.32	7.30	8.40	9.26	10.21
	营业成本 (亿元)	1.63	3.41	5.55	6.39	7.04	7.77
	毛利 (亿元)	1.35	0.91	1.75	2.01	2.22	2.45
	毛利率 (%)	45%	21%	24%	24%	24%	24%
C3C4 综合利用项目	营业收入 (亿元)	-	-	-	8.04	45.47	55.42
	营业成本 (亿元)	-	-	-	6.53	38.02	46.34
	毛利 (亿元)	-	-	-	1.51	7.45	9.09
	毛利率 (%)	-	-	-	19%	16%	16%
其他业务	营业收入 (亿元)	19.28	18.83	24.47	36.71	55.06	71.57
	营业成本 (亿元)	14.12	12.71	12.02	21.64	36.78	47.82
	毛利 (亿元)	5.16	6.12	12.45	15.07	18.28	23.76
	毛利率 (%)	27%	33%	51%	41%	33%	33%
合计	营业收入 (亿元)	61.64	64.55	92.68	110.50	165.24	189.97
	营业成本 (亿元)	45.93	48.94	58.15	73.30	119.27	137.51
	毛利 (亿元)	15.71	15.61	34.53	37.21	45.97	52.46
	毛利率 (%)	25%	24%	37%	34%	28%	28%

资料来源: Wind, 海通证券研究所

公司 C3C4 综合利用项目 2022 年投产后，产能释放将带来业绩持续增长。我们预计滨化股份 2022~2024 年归母净利润分别为 17.74、21.58、25.16 亿元，EPS 分别为 0.86、1.05、1.22 元。参照可比公司估值水平，给予其 2022 年 8-10 倍 PE，对应合理价值区间为 6.88-8.60 元，给予优于大市评级。

表 2 可比公司估值表

代码	简称	总市值	EPS (元)			PE (倍)		
			2021	2022E	2023E	2021	2022E	2023E
002408.SZ	齐翔腾达	221.73	0.84	0.93	1.10	9.27	8.39	7.06
600075.SH	新疆天业	103.64	0.97	0.91	1.05	6.29	6.66	5.79
	平均		0.90	0.92	1.08	7.78	7.53	6.42

注：收盘价为 2022 年 8 月 11 日价格，EPS 为 wind 一致预期
资料来源：Wind，海通证券研究所

风险提示。项目投产进度不及预期，下游需求不及预期，产品价格波动风险。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2021	2022E	2023E	2024E	利润表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标 (元)					营业总收入	9268	11050	16524	18997
每股收益	0.79	0.86	1.05	1.22	营业成本	5815	7330	11927	13751
每股净资产	5.11	5.66	6.71	7.93	毛利率%	37.3%	33.7%	27.8%	27.6%
每股经营现金流	1.16	1.37	1.48	1.73	营业税金及附加	136	166	248	285
每股股利	0.15	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
价值评估 (倍)					营业费用	23	22	33	38
P/E	7.47	6.85	5.63	4.83	营业费用率%	0.2%	0.2%	0.2%	0.2%
P/B	1.16	1.04	0.88	0.74	管理费用	434	553	826	950
P/S	1.27	1.10	0.73	0.64	管理费用率%	4.7%	5.0%	5.0%	5.0%
EV/EBITDA	5.50	4.03	3.59	3.17	EBIT	2838	2958	3457	3935
股息率%	2.6%	0.0%	0.0%	0.0%	财务费用	177	196	196	196
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	1.9%	1.8%	1.2%	1.0%
毛利率	37.3%	33.7%	27.8%	27.6%	资产减值损失	-500	-350	-350	-350
净利润率	17.5%	16.1%	13.1%	13.2%	投资收益	52	55	83	95
净资产收益率	15.9%	15.2%	15.6%	15.4%	营业利润	2218	2469	2995	3486
资产回报率	9.7%	9.7%	9.9%	10.4%	营业外收支	-16	-35	-35	-35
投资回报率	14.2%	13.4%	13.8%	13.8%	利润总额	2203	2434	2960	3451
盈利增长 (%)					EBITDA	3321	3656	4293	4909
营业收入增长率	43.5%	19.2%	49.5%	15.0%	所得税	563	633	770	897
EBIT 增长率	157.9%	4.2%	16.9%	13.8%	有效所得税率%	25.5%	26.0%	26.0%	26.0%
净利润增长率	220.6%	9.1%	21.6%	16.6%	少数股东损益	14	27	33	38
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	1626	1774	2158	2516
资产负债率	38.8%	36.1%	36.3%	31.8%					
流动比率	1.12	1.12	1.08	1.16	资产负债表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E
速动比率	0.93	1.00	0.87	1.00	货币资金	2238	1969	1299	1155
现金比率	0.46	0.39	0.21	0.19	应收账款及应收票据	138	188	290	259
经营效率指标					存货	560	280	975	564
应收账款周转天数	4.51	5.00	5.00	5.00	其它流动资产	2535	3190	4270	5022
存货周转天数	31.27	28.00	28.00	28.00	流动资产合计	5471	5627	6834	7000
总资产周转率	0.60	0.63	0.82	0.83	长期股权投资	720	770	820	870
固定资产周转率	2.02	2.00	2.17	1.97	固定资产	4472	6565	8638	10631
					在建工程	3533	2766	2883	2942
					无形资产	813	838	863	888
					非流动资产合计	11333	12750	15029	17170
现金流量表 (百万元)	2021	2022E	2023E	2024E	资产总计	16804	18377	21863	24170
净利润	1626	1774	2158	2516	短期借款	1915	1915	1915	1915
少数股东损益	14	27	33	38	应付票据及应付账款	612	610	1378	914
非现金支出	984	1048	1186	1324	预收账款	0	0	0	0
非经营收益	78	174	147	134	其它流动负债	2362	2484	3012	3229
营运资金变动	-372	-204	-482	-456	流动负债合计	4888	5009	6305	6058
经营活动现金流	2329	2819	3041	3555	长期借款	1297	1297	1297	1297
资产	-2317	-2134	-3133	-3133	其它长期负债	326	326	326	326
投资	-735	-450	-450	-450	非流动负债合计	1623	1623	1623	1623
其他	73	40	68	80	负债总计	6512	6632	7928	7681
投资活动现金流	-2979	-2544	-3516	-3503	实收资本	2001	2058	2058	2058
债权募资	-147	0	0	0	归属于母公司所有者权益	10216	11642	13799	16315
股权募资	0	-41	0	0	少数股东权益	76	103	136	174
其他	191	-503	-196	-196	负债和所有者权益合计	16804	18377	21863	24170
融资活动现金流	44	-544	-196	-196					
现金净流量	-605	-269	-670	-144					

备注: (1)表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 11 日; (2)以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2021), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

邓勇 石油化工行业
朱军军 石油化工行业
胡歆 石油化工行业
刘威 基础化工行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 恒力石化,卫星化学,三力士,扬农化工,滨化股份,梅花生物,百傲化学,玲珑轮胎,润阳科技,七彩化学,东华能源,德美化工,三友化工,上海石化,东方盛虹,鲁西化工,长鸿高科,苏博特,洁美科技,卓越新能,赛轮轮胎,黑猫股份,桐昆股份,兴化股份,飞凯材料,和邦生物,广汇能源,安道麦 A,中粮科技,永东股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(以下简称“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客户。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。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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。