

# 滨化股份 (601678.SH) 2021 年业绩创历史最佳，碳三碳四项目即将落地

2022 年 04 月 20 日

——公司信息更新报告

**投资评级：买入（维持）**
**金益腾（分析师）**
**龚道琳（分析师）**
**张晓锋（联系人）**

jinyiteng@kysec.cn

gongdaolin@kysec.cn

zhangxiaofeng@kysec.cn

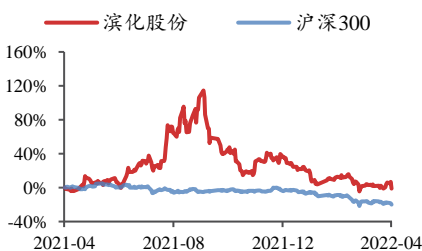
证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522010001

证书编号：S0790120080059

日期	2022/4/20
当前股价(元)	6.33
一年最高最低(元)	14.20/6.04
总市值(亿元)	130.27
流通市值(亿元)	130.27
总股本(亿股)	20.58
流通股本(亿股)	20.58
近 3 个月换手率(%)	89.92

## 股价走势图



数据来源：聚源

## 相关研究报告

《公司信息更新报告-Q3 业绩环比下滑，碳三碳四项目将打开成长空间》  
-2021.10.31

《公司信息更新报告-Q2 盈利能力保持强劲，看好公司转型腾飞蓄势待发》  
-2021.8.26

《公司信息更新报告-中报业绩超预期，公司正在崛起之路上扬帆远航》  
-2021.7.22

### ● 2021 年业绩创历史最佳，碳三碳四项目助力公司成长

根据公司公告，2021 年公司实现营业收入 92.68 亿元，同比增长 43.53%，实现归母净利润 16.26 亿元，同比增长 220.57%。2022 年 Q1，公司实现营业收入 22.42 亿元，同比增长 5.79%，实现归母净利润 3.70 亿元，同比下降 25.07%。公司 2021 年业绩基本符合预期，同时考虑到 2022 年公司环氧丙烷产品盈利水平有所下滑，我们下调 2022-2023 年并新增 2024 年盈利预测，预计 2022-2024 年公司归母净利润分别为 17.46 (-3.29)、22.33 (-3.58)、25.83 亿元，EPS 分别为 0.85 (-0.21)、1.09 (-0.23)、1.26 元，当前股价对应 2022-2024 年 PE 分别为 7.5、5.8、5.0 倍。我们继续看好公司碳三碳四项目投产后带来的成长空间，维持“买入”评级。

### ● 减值损失拖累 2021Q4 业绩，烧碱价格上行，2022Q1 公司业绩依旧表现良好

根据公司公告，2021Q4 公司实现归母净利润 2.16 亿元，环比下降 49.98%，这主要是公司年末计提子公司黄河三角洲热力资产减值损失 4.76 亿元。若剔除此因素影响，公司 2021Q4 业绩将实现明显的环比增长。同时，2021 年公司达标达产攻坚战成果显著，三氯乙烯、四氯乙烯、六氟磷酸锂、环氧氯丙烷产能利用率分别提升 6.33pct、15.07pct、25.77pct、15.2pct，进一步助力公司业绩高增。2022 年 Q1，尽管环氧丙烷价格有所下滑，但得益于烧碱产品较高的盈利水平，公司单季度业绩依旧表现良好。

### ● 碳三碳四项目即将落地，公司成长属性突出

根据公司公告，目前公司碳三碳四综合利用项目进展顺利，预计将于 2022 年 10 月建成进入投产阶段。同时，为优化产品结构、延长产业链，公司拟对新建环氧丙烷装置进行工艺调整，由原来的 30 万吨/年环氧丙烷联产 78 万吨/年叔丁醇装置调整为 24 万吨/年环氧丙烷联产 74.2 万吨/年甲基叔丁基醚装置。伴随公司碳三碳四项目的逐步投产，公司业绩有望迎来集中释放。

● **风险提示：**产能释放不及预期、下游需求放缓、产品价格大幅下滑。

## 财务摘要和估值指标

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	6,457	9,268	14,176	20,453	22,339
YOY(%)	4.8	43.5	53.0	44.3	9.2
归母净利润(百万元)	507	1,626	1,746	2,233	2,583
YOY(%)	15.7	220.6	7.4	27.9	15.7
毛利率(%)	24.2	37.3	25.5	23.2	23.9
净利率(%)	7.9	17.5	12.3	10.9	11.6
ROE(%)	6.8	15.9	15.0	16.3	16.2
EPS(摊薄/元)	0.25	0.79	0.85	1.09	1.26
P/E(倍)	25.7	8.0	7.5	5.8	5.0
P/B(倍)	1.9	1.3	1.1	1.0	0.8

数据来源：聚源、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	5136	5471	7446	9362	11412
现金	2684	2238	3931	7063	7467
应收票据及应收账款	113	138	512	283	474
其他应收款	36	4	81	7	89
预付账款	35	93	48	177	77
存货	450	560	1201	0	1361
其他流动资产	1818	2437	1672	1832	1944
<b>非流动资产</b>	9016	11333	13639	16437	17355
长期投资	659	720	784	863	932
固定资产	4719	4472	5788	13234	14177
无形资产	801	813	817	814	814
其他非流动资产	2837	5328	6249	1525	1432
<b>资产总计</b>	14152	16804	21085	25798	28767
<b>流动负债</b>	3354	4888	5082	6485	6781
短期借款	1319	1915	1113	1102	1088
应付票据及应付账款	380	612	1058	1533	1792
其他流动负债	1654	2362	2912	3850	3901
<b>非流动负债</b>	3344	1623	4184	5483	5798
长期借款	3262	1530	4104	5398	5712
其他非流动负债	82	93	81	85	86
<b>负债合计</b>	6698	6512	9266	11968	12580
少数股东权益	69	76	100	118	144
股本	1644	2001	2058	2058	2058
资本公积	1302	2664	2664	2664	2664
留存收益	4097	5535	6796	8451	10419
<b>归属母公司股东权益</b>	7385	10216	11719	13712	16044
负债和股东权益	14152	16804	21085	25798	28767

现金流量表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	1030	2329	2657	5639	2691
净利润	508	1640	1769	2252	2609
折旧摊销	511	483	488	921	1376
财务费用	160	177	215	355	464
投资损失	-17	-52	-30	-33	-38
营运资金变动	-392	-372	157	2156	-1708
其他经营现金流	260	454	58	-11	-12
<b>投资活动现金流</b>	-1655	-2979	-2193	-3774	-2351
资本支出	1172	2383	2778	2472	946
长期投资	-495	-741	-65	-71	-69
其他投资现金流	-978	-1336	520	-1373	-1473
<b>筹资活动现金流</b>	2222	44	1229	1267	64
短期借款	440	595	-802	-11	-14
长期借款	2003	-1732	2574	1294	314
普通股增加	100	357	57	0	0
资本公积增加	388	1361	0	0	0
其他筹资现金流	-709	-537	-600	-16	-236
<b>现金净增加额</b>	1595	-605	1693	3131	404

利润表(百万元)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>营业收入</b>	6457	9268	14176	20453	22339
营业成本	4894	5815	10567	15701	17010
营业税金及附加	93	136	213	307	335
营业费用	10	23	35	51	56
管理费用	361	434	709	920	894
研发费用	11	28	43	61	67
财务费用	160	177	215	355	464
资产减值损失	-189	-500	0	0	0
其他收益	12	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	17	52	30	33	38
资产处置收益	-1	5	0	0	0
<b>营业利润</b>	766	2218	2424	3091	3552
营业外收入	4	16	8	10	12
营业外支出	73	32	38	48	39
<b>利润总额</b>	697	2203	2394	3052	3524
所得税	189	563	625	801	915
<b>净利润</b>	508	1640	1769	2252	2609
少数股东损益	1	14	23	18	26
<b>归母净利润</b>	507	1626	1746	2233	2583
EBITDA	1422	2835	2955	4001	4895
EPS(元)	0.25	0.79	0.85	1.09	1.26

主要财务比率	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	4.8	43.5	53.0	44.3	9.2
营业利润(%)	24.9	189.6	9.3	27.5	14.9
归属于母公司净利润(%)	15.7	220.6	7.4	27.9	15.7
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	24.2	37.3	25.5	23.2	23.9
净利率(%)	7.9	17.5	12.3	10.9	11.6
ROE(%)	6.8	15.9	15.0	16.3	16.2
ROIC(%)	5.2	11.8	10.2	10.4	10.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	47.3	38.8	43.9	46.4	43.7
净负债比率(%)	35.9	22.8	19.9	7.8	9.0
流动比率	1.5	1.1	1.5	1.4	1.7
速动比率	1.0	0.7	1.0	1.2	1.3
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.9	0.8
应收账款周转率	67.3	73.8	43.6	51.4	59.0
应付账款周转率	12.7	11.7	12.7	12.1	10.2
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.25	0.79	0.85	1.09	1.26
每股经营现金流(最新摊薄)	0.50	1.13	1.29	2.74	1.31
每股净资产(最新摊薄)	3.40	4.94	5.64	6.61	7.74
<b>估值比率</b>					
P/E	25.7	8.0	7.5	5.8	5.0
P/B	1.9	1.3	1.1	1.0	0.8
EV/EBITDA	10.7	5.1	5.1	3.4	2.9

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20% 以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5% 以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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金融工具的邀请或向人做出邀请。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn