

滨化股份（601678）2022年报及2023年一季度点评

## 定增建设碳三碳四综合利用项目，氢能布局持续发力

### 事项:

- ❖ 1) 公司发布2022年年度报告, 2022年实现营收88.92亿元, 同比-4.06%; 实现归母净利润11.78亿元, 同比-27.52%; 销售毛利率27.73%, 同比-9.53PCT; 净利率13.52%, 同比-4.17PCT。其中Q4实现营收21.10亿元, 同环比分别-22.70%/-5.92%; 实现归母净利润1.65亿元, 同环比分别-23.79%/-49.48%; 销售毛利率23.20%, 同环比分别-16.09/-5.98PCT; 净利率8.01%, 同环比分别-0.36/-6.86PCT。2) 2023年Q1公司实现营收17.56亿元, 同环比分别-21.68%/-16.78%; 归母净利润0.72亿元, 同环比分别-80.63%/-56.40%; 毛利率17.22%, 同环比分别-13.15/-5.98PCT; 净利率4.22%, 同环比分别-12.47/-3.79PCT。

### 评论:

- ❖ 2022年烧碱板块业绩大增, 环丙板块出现亏损。1) 烧碱板块2022年实现营收26.22亿元, 同比+62.89%; 毛利率54.44%, 同比+20.00PCT; 销量(折百)68.74万吨, 同比+0.42%; 2022年均价0.38万元/吨, 同比+62.20%。2022年国内烧碱供需均有提振, 叠加出口利好支撑, 烧碱价格及利润均实现大幅增加。2) 环丙板块2022年实现营收20.29亿元, 同比-38.15%; 毛利率-6.96%, 同比-45.58PCT; 销量22.83万吨, 同比+2.41%; 2022年均价0.89万元/吨, 同比-39.61%。环氧丙烷行业供应过剩, 价格及毛利同比下滑, 拖累公司业绩。
- ❖ 2023年Q1烧碱价格回落, 环氧丙烷利润修复。烧碱板块2023Q1实现营收5.87亿元, 同环比分别+4.10%/-24.28%; 销量(折百)16.02万吨, 同环比分别-3.32%/-15.60%; 均价0.37万元/吨, 同环比分别+7.68%/-10.28%。Q1烧碱价格有所回落, 后续看地产行业复苏以及光伏新增需求改善。环丙板块2023Q1实现营收4.40亿元, 同环比分别-11.32%/-21.62%; 销量5.19万吨, 同环比分别+4.89%/-25.17%; 均价0.85万元/吨, 同环比分别-15.45%/+4.75%。Q1环丙价格有所回升, 但短期来看供应过剩局面难改。乙烯氯化物方面, 由于2023Q1制冷剂开工率同环比下滑, 对氯化物需求减少, 因此价格同环比下滑较多。三氯乙烯2023Q1均价0.63万元/吨, 同比-32.24%/环比-30.36%。四氯乙烯2023Q1均价0.52万元/吨, 同比-34.35%/环比-32.32%。
- ❖ 定增建设碳三碳四综合利用项目, 氢能布局持续发力。公司拟在2023年发行定增, 计划募集资金20亿元, 投向24/74.2万吨PO/MTBE项目及新能源化学品10万吨甲胺项目。根据年报信息, 碳三碳四综合利用项目全部公辅工程已投用, 重要装置也已完成中交并进入生产准备阶段。项目全部投产后将新增60万吨丙烯、80万吨异丁烷、24万吨环氧丙烷、74.2万吨/年甲基叔丁基醚。4000吨溴素项目已经在8月份投产。此外, PDH项目副产氢气将新增灰氢产能约2.32万吨, 预计新产能将快速投向氢能市场。
- ❖ 投资建议: 我们认为公司有望凭借碳三碳四项目实现EPS的较快提升, 但考虑到PO及烧碱价格短期较难上涨及新项目投产节奏低于此前预期, 因此我们下调此前预期, 我们预计2023-2025年公司实现营收93.73/118.04/133.58(23-24年前值为135.09/153.18)亿元, 同比+5.4%/+25.9%/+13.2%; 归母净利润12.31/14.14/18.36(23-24年前值为15.44/19.92)亿元, 同比+4.4%/+14.9%/+29.9%, 对应P/E为8/7/6, 对应EPS为0.60/0.69/0.89元/股, 给予2023年10x P/E, 目标价格6元/股, 维持“推荐”评级。
- ❖ 风险提示: 烧碱、PO等价格进一步下滑、C3C4项目建设不及预期等

### 主要财务指标

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入(百万)	8,892	9,373	11,804	13,358
同比增速(%)	-4.1%	5.4%	25.9%	13.2%
归母净利润(百万)	1,178	1,231	1,414	1,836
同比增速(%)	-27.5%	4.4%	14.9%	29.9%
每股盈利(元)	0.57	0.60	0.69	0.89
市盈率(倍)	9	8	7	6
市净率(倍)	0.9	0.8	0.7	0.7

资料来源: 公司公告, 华创证券预测

注: 股价为2023年4月28日收盘价

## 推荐 (维持)

目标价: 6元

当前价: 5.03元

### 华创证券研究所

#### 证券分析师: 杨晖

邮箱: yanghui@hcyjs.com  
执业编号: S0360522050001

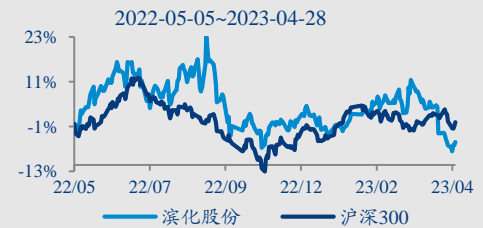
#### 证券分析师: 王鲜俐

邮箱: wangxianli@hcyjs.com  
执业编号: S0360522080004

### 公司基本数据

总股本(万股)	205,803.63
已上市流通股(万股)	205,803.63
总市值(亿元)	103.52
流通市值(亿元)	103.52
资产负债率(%)	37.20
每股净资产(元)	5.52
12个月内最高/最低价	6.49/4.90

### 市场表现对比图(近12个月)



### 相关研究报告

《滨化股份(601678)2022年半年报点评: Q2业绩符合预期, C3C4项目一期将于年内落地》

2022-08-31

《滨化股份(601678)2021年中报点评: 景气度修复驱动业绩高增, C3C4项目建设进入尾声》

2021-08-27

《滨化股份(601678)深度研究报告: 景气度修复, C3C4项目落地进入发展新阶段》

2021-08-08

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	1,606	1,987	3,471	5,653
应收票据	0	5	8	10
应收账款	149	140	183	201
预付账款	70	69	97	116
存货	580	590	806	882
合同资产	0	0	0	0
其他流动资产	2,175	2,678	3,020	3,102
流动资产合计	4,580	5,469	7,585	9,964
其他长期投资	0	0	0	0
长期股权投资	709	709	709	709
固定资产	4,469	4,667	4,646	4,507
在建工程	5,333	6,227	7,117	8,335
无形资产	809	834	846	825
其他非流动资产	2,176	2,180	2,186	2,187
非流动资产合计	13,496	14,617	15,504	16,563
<b>资产合计</b>	<b>18,076</b>	<b>20,086</b>	<b>23,089</b>	<b>26,527</b>
短期借款	1,552	1,189	1,189	1,189
应付票据	0	0	0	0
应付账款	942	710	957	1,123
预收款项	0	0	0	0
合同负债	139	146	184	209
其他应付款	400	400	400	400
一年内到期的非流动负债	1,198	1,198	1,198	1,198
其他流动负债	471	489	616	703
流动负债合计	4,702	4,132	4,544	4,822
长期借款	1,697	3,030	4,185	5,477
应付债券	0	0	0	0
其他非流动负债	249	248	248	248
非流动负债合计	1,946	3,278	4,433	5,725
<b>负债合计</b>	<b>6,648</b>	<b>7,410</b>	<b>8,977</b>	<b>10,547</b>
归属母公司所有者权益	11,334	12,565	13,979	15,815
少数股东权益	94	111	133	165
<b>所有者权益合计</b>	<b>11,428</b>	<b>12,676</b>	<b>14,112</b>	<b>15,980</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>18,076</b>	<b>20,086</b>	<b>23,089</b>	<b>26,527</b>

**现金流量表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,377</b>	<b>1,231</b>	<b>1,935</b>	<b>2,664</b>
现金收益	1,873	1,964	2,182	2,613
存货影响	-20	-10	-215	-76
经营性应收影响	65	58	-21	14
经营性应付影响	451	-232	247	166
其他影响	-992	-548	-257	-53
<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,226</b>	<b>-1,683</b>	<b>-1,461</b>	<b>-1,630</b>
资本支出	-2,294	-1,667	-1,454	-1,630
股权投资	11	0	0	0
其他长期资产变化	1,057	-16	-7	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>-987</b>	<b>833</b>	<b>1,010</b>	<b>1,148</b>
借款增加	-112	970	1,155	1,292
股利及利息支付	-498	-171	-180	-181
股东融资	118	118	118	118
其他影响	-495	-84	-83	-81

资料来源：公司公告，华创证券预测

**利润表**

单位：百万元	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>营业总收入</b>	<b>8,892</b>	<b>9,373</b>	<b>11,804</b>	<b>13,358</b>
营业成本	6,426	6,838	8,835	9,683
税金及附加	123	134	169	189
销售费用	24	21	29	33
管理费用	530	507	632	745
研发费用	50	75	94	107
财务费用	169	159	166	166
信用减值损失	-1	-1	-1	-1
资产减值损失	-53	-53	-53	-53
公允价值变动收益	2	2	2	2
投资收益	24	24	24	24
其他收益	11	11	11	11
<b>营业利润</b>	<b>1,546</b>	<b>1,615</b>	<b>1,856</b>	<b>2,411</b>
营业外收入	8	8	8	9
营业外支出	4	4	4	4
<b>利润总额</b>	<b>1,550</b>	<b>1,619</b>	<b>1,860</b>	<b>2,416</b>
所得税	348	363	417	543
<b>净利润</b>	<b>1,202</b>	<b>1,256</b>	<b>1,443</b>	<b>1,873</b>
少数股东损益	24	25	29	37
<b>归属母公司净利润</b>	<b>1,178</b>	<b>1,231</b>	<b>1,414</b>	<b>1,836</b>
NOPLAT	1,334	1,379	1,572	2,002
EPS(摊薄) (元)	0.57	0.60	0.69	0.89

**主要财务比率**

	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	-4.1%	5.4%	25.9%	13.2%
EBIT 增长率	-27.7%	3.4%	14.0%	27.4%
归母净利润增长率	-27.5%	4.4%	14.9%	29.9%
<b>获利能力</b>				
毛利率	27.7%	27.0%	25.2%	27.5%
净利率	13.5%	13.4%	12.2%	14.0%
ROE	10.4%	9.8%	10.1%	11.6%
ROIC	14.4%	12.5%	12.1%	12.9%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.8%	36.9%	38.9%	39.8%
债务权益比	41.1%	44.7%	48.3%	50.8%
流动比率	1.0	1.3	1.7	2.1
速动比率	0.9	1.2	1.5	1.9
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收账款周转天数	5	6	5	5
应付账款周转天数	44	43	34	39
存货周转天数	32	31	28	31
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.57	0.60	0.69	0.89
每股经营现金流	0.67	0.60	0.94	1.29
每股净资产	5.51	6.11	6.79	7.68
<b>估值比率</b>				
P/E	9	8	7	6
P/B	1	1	1	1
EV/EBITDA	7	6	6	5

## 能源化工团队介绍

### 组长、首席分析师：杨晖

清华大学化工学士，日本京都大学经营管理硕士。4 年化工实业工作经验，6 年化工行业研究经验。曾任职于方正证券研究所、西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。2019 年“新财富”化工行业最佳分析师入围，2021 年新浪财经“金麒麟”新锐分析师基础化工行业第一名。

### 分析师：郑轶

清华大学化工学士、硕士，英国伦敦大学学院金工硕士，2 年化工行业研究经验，曾任职于西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

### 分析师：王鲜俐

北京科技大学材料学士、清华大学材料硕士，2 年新能源、化工行业研究经验，曾任职于开源证券研究所、西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：侯星宇

大连理工大学工学学士、硕士，香港中文大学经济学硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：王家怡

英国格拉斯哥大学金融硕士，曾任职于西部证券研发中心，2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：吴宇

同济大学管理学硕士。2022 年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：陈俊新

清华大学工学学士、硕士。2023 年加入华创证券研究所。

## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-63214682	zhangyujie@hcyjs.com
	张菲菲	北京机构副总监	010-63214682	zhangfeifei@hcyjs.com
	刘懿	副总监	010-63214682	liuyi@hcyjs.com
	侯春钰	资深销售经理	010-63214682	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	资深销售经理	010-63214682	houbin@hcyjs.com
	过云龙	高级销售经理	010-63214682	guoyunlong@hcyjs.com
	蔡依林	高级销售经理	010-66500808	caiyilin@hcyjs.com
	刘颖	高级销售经理	010-66500821	liuying5@hcyjs.com
	顾翎蓝	高级销售经理	010-63214682	gulinglan@hcyjs.com
	车一哲	销售经理		cheyizhe@hcyjs.com
深圳机构销售部	张娟	副总经理、深圳机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	张嘉慧	高级销售经理	0755-82756804	zhangjiahui1@hcyjs.com
	董姝彤	销售经理	0755-82871425	dongshutong@hcyjs.com
	巢莫雯	销售经理	0755-83024576	chaomowen@hcyjs.com
	王春丽	销售经理	0755-82871425	wangchunli@hcyjs.com
上海机构销售部	许彩霞	总经理助理、上海机构销售总监	021-20572536	xucaixia@hcyjs.com
	官逸超	上海机构销售副总监	021-20572555	guanyichao@hcyjs.com
	黄畅	上海机构销售副总监	021-20572257-2552	huangchang@hcyjs.com
	吴俊	资深销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjianie@hcyjs.com
	邵婧	高级销售经理	021-20572560	shaojing@hcyjs.com
	蒋瑜	高级销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	高级销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
	朱涨雨	销售助理	021-20572573	zhuzhangyu@hcyjs.com
	李凯月	销售助理		likaiyue@hcyjs.com
广州机构销售部	段佳音	广州机构销售总监	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	周玮	销售经理		zhouwei@hcyjs.com
	王世韬	销售经理		wangshitao1@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	总监	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	副总监	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	江赛专	资深销售经理	0755-82756805	jiangsaizhuan@hcyjs.com
	汪戈	高级销售经理	021-20572559	wangge@hcyjs.com
	宋丹筠	销售经理	021-25072549	songdanyu@hcyjs.com



## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的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; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未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, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际 商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海市浦东新区花园石桥路 33 号 花旗大厦 12 层 邮编: 200120 传真: 021-20572500 会议室: 021-20572522