



实精  
用深  
特民  
色族

分析师：于娃丽

执业证书编号：S0050511040003

Tel: 010-59355991

Email: yuwl@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街 5 号新  
盛大厦 7 层(100140)

### 化工

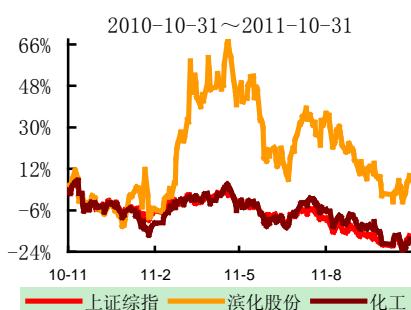
#### 投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	19.5

#### 市场数据

市价(元)	15.31
上市的流通 A 股(亿股)	2.15
总股本(亿股)	6.60
52 周股价最高最低(元)	13.0-30.73
上证指数/深证成指	2473.41/10561.99
2010 年股息率	0.00%

#### 52 周相对市场表现



#### 相关研究

## 滨化股份(601678.SH) 受益于环氧丙烷价格上涨

#### 投资要点

- 公司三季度业绩基本符合预期，滨化股份 2011 年 1-9 月实现营业收入 34.70 亿元，同比增长 36.85%，归属上市公司净利润 5.07 亿元，同比增长 153.14%，基本每股收益 0.77 亿元。三季度受下游产品需求回落的影响，烧碱和三氯乙烯的价格有所下降，销售毛利率相对于 2 季度下降 4%左右。
- 烧碱产业链完善确保持续的盈利能力。受氯碱行业下游需求回落的影响，近期烧碱价格出现下跌，离子膜法烧碱跌至 780 元/吨，较高点下跌幅度约 10%左右，但公司烧碱产业链完善，拥有盐场、自备水库及电厂，自给率接近 90%左右，因此在烧碱业务方面，公司较其他生产企业成本优势明显，盈利能力不会出现较大幅度的下滑。
- 环氧丙烷价格仍将维持高位。三季度为环氧丙烷消费旺季，由于下游聚醚新增产能不断投产，对环氧丙烷的需求持续增长，因此环氧丙烷的价格也居高不下。近期环氧丙烷新增产能较少，且新建氨醇法环氧丙烷生产工艺受政策限制，共氧化法的建设周期长，且生产成本较氨醇法高，因此未来受成本支撑，环氧丙烷的价格还将维持高位。
- 公司上游自给水平较高，产业链完善，且主要产品环氧丙烷价格持续高位，我们预计公司 2011-2013 年 EPS1.10、1.21、1.40 元，新建四氯乙烯项目将进一步提升公司循环一体化程度，维持公司“买入”评级。
- 主要风险：经济衰退导致下游需求大幅回落，募投四氯乙烯项目进度低于预期。

#### 公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3574.50	4506	4766	5203
增长率(%)	30.78	30.78	26.07	5.76
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	337.28	485	533	614
增长率(%)	26.44	26.44	43.79	9.89
毛利率(%)	21.86	21.21	23.16	23.97
净资产收益率(%)	10.89	16.66	19.68	24.81
EPS(元)	0.80	1.10	1.21	1.40
P/E(倍)	29.96	13.92	12.65	10.94
P/B(倍)	3.31	2.31	2.49	2.72

来源：公司年报、民族证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>					<b>营业收入</b>	3575	4506	4766	5203
现金	311	311	311	311	营业成本	2793	3428	3587	3860
应收账款	735	926	980	1070	营业税金及附加	23	35	37	40
存货	140	178	186	200	营业费用	74	102	108	118
其他	119	151	159	174	管理费用	197	255	269	293
<b>非流动资产</b>					财务费用	54	40	56	71
长期投资	2666	2671	2661	2638	资产减值损失	30	30	30	30
固定资产	105	102	98	95	公允价值变动收益	(1)	(1)	(1)	(1)
无形资产	12	12	12	12	投资净收益	0	0	0	0
其他	51	84	118	152	<b>营业利润</b>	462	675	737	849
<b>资产总计</b>	4140	4436	4526	4652	营业外收支	2	2	2	2
<b>流动负债</b>	901	1351	1613	1936	<b>利润总额</b>	463	677	739	851
短期借款	555	912	1154	1441	所得税	95	148	157	181
应付账款	219	278	290	313	<b>净利润</b>	367	529	581	670
其他	127	161	169	182	<b>归属母公司净利润</b>	337	485	533	614
<b>非流动负债</b>	48	48	48	48	EBITDA	719	872	963	1103
长期借款	45	45	45	45	EPS (元)	0.77	1.10	1.21	1.40
其他	3	3	3	3					
<b>负债合计</b>	949	1399	1661	1984					
少数股东权益	95	125	157	194					
股本	440	660	660	660					
资本公积金	2072	2145	2223	2458					
留存收益	581	762	983	1126					
归属母公司股东权益	3097	2912	2708	2474					
<b>负债和股东权益</b>	4140	4436	4526	4652					

**现金流量表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	(164)	532	714	780	ROIC	10.89%	16.66%	19.68%	24.81%
净利润	337	485	533	614		11.34%	14.08%	15.39%	17.73%
折旧摊销	232	185	198	211					
财务费用	1	1	1	1	<b>偿债能力</b>	22.91%	31.55%	36.69%	42.65%
投资损失	54	40	56	71	资产负债率				
营运资金变动	(755)	(168)	(50)	(83)	净负债比率				
其它	17	31	32	37	流动比率	1.45	1.16	1.01	0.91
<b>投资活动现金流</b>	(286)	(220)	(220)	(220)	速动比率	1.29	1.03	0.90	0.80
资本支出	(253)	(186)	(186)	(186)	<b>营运能力</b>				
其他	0	0	0	0	总资产周转率	0.86	1.02	1.05	1.12
<b>筹资活动现金流</b>	295	(313)	(495)	(560)	应收账款周转率	4.86	4.86	4.86	4.86
权益性融资	2000	0	0	0	应付帐款周转率	12.75	12.33	12.35	12.34
负债净变化	(520)	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
支付股利、利息	(113)	(670)	(736)	(848)	每股收益	0.77	1.10	1.21	1.40
其它融资现金流	(440)	357	241	288	每股经营现金	-0.37	1.21	1.62	1.77
权益性融资	2000	0	0	0	每股净资产	7.04	6.62	6.15	5.62
<b>现金净增加额</b>	(155)	0	0	0	<b>估值比率</b>				
					P/E	19.80	13.92	12.65	10.94
					P/B	2.17	2.31	2.49	2.72
					EV/EBITDA	12.14	10.42	9.68	8.72

资料来源：公司报表、民族证券

## 分析师简介

2007年4月毕业于天津大学化工学院，工学硕士。之后进入资产评估公司，从事资产评估工作，熟悉企业会计及财务分析。2008年加入中国民族证券有限公司，供职于研究发展中心行业与上市公司部，主要负责化工行业及上市公司的研究工作。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	看 好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看 淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买 入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增 持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减 持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn