

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)



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，由于下游聚酯新增产能不断投产，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。

化工

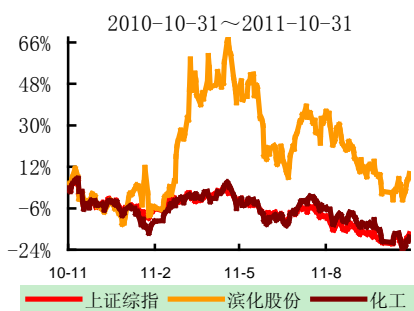
投资评级

| | |
|-------|------|
| 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

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 |
| 流动资产 | 1306 | 1566 | 1636 | 1755 |
| 现金 | 311 | 311 | 311 | 311 |
| 应收账款 | 735 | 926 | 980 | 1070 |
| 存货 | 140 | 178 | 186 | 200 |
| 其他 | 119 | 151 | 159 | 174 |
| 非流动资产 | | | | |
| 长期投资 | 2666 | 2671 | 2661 | 2638 |
| 固定资产 | 105 | 102 | 98 | 95 |
| 无形资产 | 12 | 12 | 12 | 12 |
| 其他 | 51 | 84 | 118 | 152 |
| 资产总计 | 4140 | 4436 | 4526 | 4652 |
| 流动负债 | 901 | 1351 | 1613 | 1936 |
| 短期借款 | 555 | 912 | 1154 | 1441 |
| 应付账款 | 219 | 278 | 290 | 313 |
| 其他 | 127 | 161 | 169 | 182 |
| 非流动负债 | 48 | 48 | 48 | 48 |
| 长期借款 | 45 | 45 | 45 | 45 |
| 其他 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 负债合计 | 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 |
| 负债和股东权益 | 4140 | 4436 | 4526 | 4652 |

现金流量表

| | | | | |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 单位：百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 经营活动现金流 | (164) | 532 | 714 | 780 |
| 净利润 | 337 | 485 | 533 | 614 |
| 折旧摊销 | 232 | 185 | 198 | 211 |
| 财务费用 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 投资损失 | 54 | 40 | 56 | 71 |
| 营运资金变动 | (755) | (168) | (50) | (83) |
| 其它 | 17 | 31 | 32 | 37 |
| 投资活动现金流 | (286) | (220) | (220) | (220) |
| 资本支出 | (253) | (186) | (186) | (186) |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | 295 | (313) | (495) | (560) |
| 权益性融资 | 2000 | 0 | 0 | 0 |
| 负债净变化 | (520) | 0 | 0 | 0 |
| 支付股利、利息 | (113) | (670) | (736) | (848) |
| 其它融资现金流 | (440) | 357 | 241 | 288 |
| 权益性融资 | 2000 | 0 | 0 | 0 |
| 现金净增加额 | (155) | 0 | 0 | 0 |

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

| | | | | |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位：百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入 | 3575 | 4506 | 4766 | 5203 |
| 营业成本 | 2793 | 3428 | 3587 | 3860 |
| 营业税金及附加 | 23 | 35 | 37 | 40 |
| 营业费用 | 74 | 102 | 108 | 118 |
| 管理费用 | 197 | 255 | 269 | 293 |
| 财务费用 | 54 | 40 | 56 | 71 |
| 资产减值损失 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 公允价值变动收益 | (1) | (1) | (1) | (1) |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 462 | 675 | 737 | 849 |
| 营业外收支 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 利润总额 | 463 | 677 | 739 | 851 |
| 所得税 | 95 | 148 | 157 | 181 |
| 净利润 | 367 | 529 | 581 | 670 |
| 少数股东损益 | 30 | 44 | 48 | 56 |
| 归属母公司净利润 | 337 | 485 | 533 | 614 |
| EBITDA | 719 | 872 | 963 | 1103 |
| EPS（元） | 0.77 | 1.10 | 1.21 | 1.40 |

主要财务比率

| | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 3575 | 4506 | 4766 | 5203 |
| 营业利润 | 462 | 675 | 737 | 849 |
| 归属母公司净利润 | 337 | 485 | 533 | 614 |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 21.21% | 23.16% | 23.97% | 25.05% |
| 净利率 | 9.44% | 10.76% | 11.18% | 11.80% |
| ROE | 10.89% | 16.66% | 19.68% | 24.81% |
| ROIC | 11.34% | 14.08% | 15.39% | 17.73% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 22.91% | 31.55% | 36.69% | 42.65% |
| 净负债比率 | | | | |
| 流动比率 | 1.45 | 1.16 | 1.01 | 0.91 |
| 速动比率 | 1.29 | 1.03 | 0.90 | 0.80 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.86 | 1.02 | 1.05 | 1.12 |
| 应收帐款周转率 | 4.86 | 4.86 | 4.86 | 4.86 |
| 应付帐款周转率 | 12.75 | 12.33 | 12.35 | 12.34 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.77 | 1.10 | 1.21 | 1.40 |
| 每股经营现金 | -0.37 | 1.21 | 1.62 | 1.77 |
| 每股净资产 | 7.04 | 6.62 | 6.15 | 5.62 |
| 估值比率 | | | | |
| 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 |

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 |