

去年业绩大幅提升 与陶氏合作奠定长期成长基础

投资要点:

1. 事件

公司发布 2011 年度报告，2011 年公司实现营业收入 46.13 亿元，同比增长 29.04%，归属于上市公司股东净利润 6.09 亿元，同比增长 80.51%，对应每股收益 0.92 元。公司拟以现有股本 6.6 亿股为基数，向公司全体股东每 10 股发放现金红利 2 元(含税)。

2011 年 10-12 月公司实现营业收入 11.43 亿元，归属于上市公司股东净利润 1.02 亿元，对应每股收益 0.15 元。

2. 我们的分析与判断

(一)、产品量价齐升推动全年业绩大幅增长

2011 年公司营业收入和净利润均出现大幅增长，主要是公司产品量价齐升所致。公司的主要利润来源是环氧丙烷、烧碱和 TCE。11 年主导产品环氧丙烷供需形势大幅好转，前三季度产品价格持续上涨，尽管 4 季度价格有所下滑，但 11 年均价较上年同比还是上涨 15.5%，毛利率也提高了 3.78 个百分点。烧碱方面，下游电解铝等行业需求向好，日本地震后出口增长迅速，加上国内氯碱开工率低限制了烧碱产量，烧碱价格持续上升，毛利率同比提升了 21.41 个百分点。尽管 TCE 价格和毛利率同比去年出现下滑，但是 11 年产量增长了 75.66%，盈利基本持平。

(二)、四季度盈利环比下滑，但产品盈利相对稳定

公司四季度单季每股收益为 0.15 元，相比三季度单季 0.23 元环比出现下滑；但是三季度盈利包含了 3000 万的投资收益，而四季度却计提了约 3100 万元的资产减值，如果除开这两方面的影响，四季度业绩基本与三季度持平。

业绩较为稳定的因素，一方面尽管四季度环氧丙烷价格下滑，但是价差基本维持稳定；另一方面烧碱价格的坚挺弥补上了 TCE 价格下跌对盈利的拖累。

滨化股份 (601678.SH)

谨慎推荐 评级

分析师

袁孝锋

☎: (8621) 20252676
✉: qjxiaofeng@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511050001

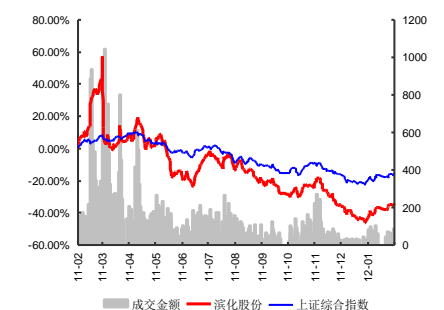
李国洪

☎: (8610) 6656 8876
✉: liguohong@chinastock.com.cn
执业证书编号: S0130511010001

特此鸣谢

胡昂

☎: (8621) 20252671
✉: huang@chinastock.com.cn
对本报告的编制提供信息



市场数据 时间 2012-2-8

A 股收盘价(元)	12.97
A 股一年内最高价(元)	30.73
A 股一年内最低价(元)	10.33
上证指数	2348
市净率	2.3
总股本(万股)	66000
实际流通 A 股(万股)	21450
限售的流通 A 股(万股)	44550
流通 A 股市值(亿元)	27.82

(三)、未来两年环氧丙烷供需形势依旧向好

我们还是比较看好今明两年环氧丙烷的供需状况，主要因为聚醚扩产多，而环氧丙烷装置扩产少，主要风险点要观察泰国 40 万吨环氧丙烷出口的冲击。11 年四季度，受丙烯价格下滑的影响环氧丙烷价格出现下跌，但是环氧丙烷和丙烯价差保持在 3000 多的水平，环氧丙烷盈利保持稳定，这也从侧面反映出环氧丙烷不错的供需形势。一旦下游需求复苏，看好环氧丙烷价格的反弹。

(四)、与陶氏合作打下长期成长基础

公司与陶氏合作建设 8 万吨四氯化碳项目，双方各占 50% 股权，预计 13 年年底达产 4 万吨，14 年年底将产能提升至 8 万吨。四氯乙烯主要用于生产干洗剂、金属脱脂和制冷剂，我们预计随着 R125 对 R22 的逐渐替代，制冷剂领域对四氯乙烯的需求将大幅增长。

公司希望藉此建立与陶氏的长期合作，希通过与陶氏的持续合作来打通上下游，实现从发展初级产品向差异化和精细化方面转变，为企业开辟新的转型之路。

3. 投资建议

我们预计公司 12-13 年 EPS 分别为 0.95 元、1.10 元，对应目前股价 PE 为 13.7x、11.8x，给予谨慎推荐评级。12 年公司产品量上增长很小，但环氧丙烷弹性大，每上涨 1000 元，增厚 EPS0.26 元。总体上看，明后两年环氧丙烷供需形势较好，一旦下游需求有起色，产品价格上涨的概率较大，但需密切关注泰国 40 万吨环氧丙烷对国内的进口冲击。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

裘孝锋、李国洪，石油化工行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河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份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河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。银河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。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn