

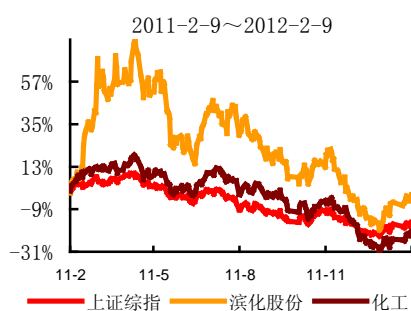
分析师：于娃丽  
执业证书编号：S0050511040003  
Tel：010-59355991  
Email：yuwl@chinans.com.cn  
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

**化工****投资评级**

本次评级：	增持
跟踪评级：	调低
目标价格：	14.5

**市场数据**

市价(元)	12.97
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)	10.33-30.73
上证指数/深证成指	2347.53/9557.58
2011年股息率	1.94%

**52周相对市场表现****相关研究****滨化股份(601678.SH)****产业链完善助业绩持续增长****投资要点**

● 四季度拖累全年业绩低于预期。滨化股份 2011 年实现营业收入 46.13 亿元，同比增长 29.04%，归属上市公司净利润 6.09 亿元，同比增长 80.51%，基本每股收益 0.92 元。四季度受下游产品需求大幅回落的影响，烧碱和三氯乙烯的价格随之下落，导致四季度每股收益仅为 0.16 元，同时东瑞化工计提 3100 万元固定资产减值，拖累全年业绩低于预期。

● 产业链完善保证烧碱业务高毛利率。2011 年由于电力供给紧张，电价持续上调，以及下游需求升温，烧碱整体价格保持高位，产品盈利能力也随之增强。受此影响，烧碱产能投产速度明显加快，山东金岭 60 万吨/年、青海宜化 24 万吨/年、昊华宇航 24 万吨/年、陕西北元 20 万吨/年的离子膜项目相继投产。但随着 2012 年新疆电解铝项目投产，目前烧碱产能过剩的局面将得到缓解，近期一路走跌的烧碱价格还将有所回升，但难以达到 2011 年高点。滨化股份盐场、水库、电厂的自给率分别达到 70%、90.4% 和 80%，毛利率水平仍将远高于行业平均水平。

● 环氧丙烷盈利稳定。环氧丙烷下游聚醚产能一直保持较高增长速度，保证了环氧丙烷新增产能平稳释放，预计未来环氧丙烷价格的波动空间不大。

● 公司与陶氏合资建设四氯乙烯项目，使得公司的产业链进一步完善，成本优势也将逐步加强。但基于 2012 年烧碱平均价格低于 2011 年的预期，我们下调 2012 年、2013 年 EPS1.02 元、1.13 元，给予“增持”评级。

● 主要风险：房地产、汽车等行业增速放缓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	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	4612.70	3490	3658	3931
增长率(%)	29.04	4.58	6.08	8.96
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	608.81	671	744	870
增长率(%)	80.50	10.14	10.99	16.88
毛利率(%)	26.61	26.85	27.70	28.68
净资产收益率(%)	16.58	17.10	17.74	19.26
EPS(元)	0.92	1.02	1.13	1.32
P/E(倍)	14.06	14.1	12.8	11.5
P/B(倍)	0.00	2.3	2.2	2.0

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	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>1646</b>	<b>1903</b>	<b>2235</b>	<b>2631</b>
现金	473	675	935	1244
应收账款	961	1005	1067	1140
存货	151	158	166	175
其他	61	64	68	73
<b>非流动资产</b>				
长期投资	55	59	63	67
固定资产	2654	2712	2724	2720
无形资产	139	134	129	125
其他	30	30	30	30
<b>资产总计</b>	<b>4524</b>	<b>4837</b>	<b>5181</b>	<b>5573</b>
<b>流动负债</b>	<b>688</b>	<b>706</b>	<b>723</b>	<b>742</b>
短期借款	348	348	348	348
应付账款	204	214	224	236
其他	136	145	151	159
<b>非流动负债</b>	<b>41</b>	<b>50</b>	<b>58</b>	<b>67</b>
长期借款	30	30	30	30
其他	11	20	28	37
<b>负债合计</b>	<b>729</b>	<b>756</b>	<b>781</b>	<b>809</b>
少数股东权益	123	161	205	254
股本	660	660	660	660
资本公积金	1802	1791	1791	1791
留存收益	1207	1826	2569	2678
归属母公司股东权益	3672	3920	4196	4510
<b>负债和股东权益</b>	<b>4524</b>	<b>4837</b>	<b>5181</b>	<b>5573</b>

## 现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	<b>750</b>	<b>870</b>	<b>974</b>	<b>1092</b>
净利润	609	671	744	870
资产减值准备	28	(29)	0	0
折旧摊销	243	188	204	221
公允价值变动损益	29	29	29	29
财务费用	35	14	11	8
营运资本变动	(166)	(57)	(47)	(78)
其它	8	68	43	50
<b>投资活动现金流</b>	<b>(231)</b>	<b>(245)</b>	<b>(245)</b>	<b>(245)</b>
资本支出	(227)	(241)	(241)	(241)
其他	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(357)</b>	<b>(422)</b>	<b>(469)</b>	<b>(548)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(15)	0	0	0
支付股利、利息	(91)	(422)	(469)	(548)
其它融资现金流	(146)	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	<b>162</b>	<b>202</b>	<b>260</b>	<b>298</b>

资料来源：公司报表、民族证券

## 利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>4613</b>	<b>4824</b>	<b>5117</b>	<b>5575</b>
营业成本	3385	3490	3658	3931
营业税金及附加	39	39	41	45
营业费用	89	95	102	111
管理费用	214	254	270	269
财务费用	35	14	11	8
资产减值损失	(29)	(29)	(29)	(29)
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	35	35	35	35
<b>营业利润</b>	<b>856</b>	<b>938</b>	<b>1041</b>	<b>1217</b>
营业外收支	2	2	2	2
<b>利润总额</b>	<b>858</b>	<b>939</b>	<b>1043</b>	<b>1219</b>
所得税	208	223	248	289
<b>净利润</b>				
少数股东损益	42	46	51	59
<b>归属母公司净利润</b>	<b>609</b>	<b>671</b>	<b>744</b>	<b>870</b>
EBITDA	1128	1134	1250	1439
EPS（元）	0.92	1.02	1.13	1.32

## 主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	29.04%	4.58%	6.08%	8.96%
营业利润	56.71%	0.68%	10.24%	15.04%
归属母公司净利润	80.51%	10.14%	10.99%	16.88%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.78%	26.85%	27.70%	28.68%
净利率	13.20%	13.90%	14.54%	15.60%
ROE	16.58%	17.10%	17.74%	19.26%
ROIC	17.13%	17.39%	18.94%	21.75%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	16.11%	15.62%	15.07%	14.61%
流动比率	2.39	2.70	3.09	3.53
速动比率	2.18	2.47	2.86	3.29
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.02	1.00	0.99	1.00
应收帐款周转率	4.80	4.80	4.80	4.80
应付帐款周转率	16.63	16.32	16.35	16.35
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.92	1.02	1.13	1.32
每股经营现金	1.14	1.32	1.48	1.65
每股净资产	5.56	5.94	6.36	6.84
<b>估值比率</b>				
P/E	14.1	12.8	11.5	9.8
P/B	2.3	2.2	2.0	1.9
EV/EBITDA	8.2	8.2	7.5	6.5

## 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，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	
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

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（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本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本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。本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。

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。

本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。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。