

分析师：于姝丽
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)

短期受益产品价格上涨，长期关注产业结构转型

投资要点

● 2011年上半年业绩大幅增长。滨化股份实现营业收入23.28亿元，同比增长37.34%，归属于母公司的净利润3.53亿元，同比增长126.93%，每股收益0.53元。营业成本、管理费用、财务费用占比下降幅度较大，分别由全年同期的79.27%、5.14%、2.10%下降至目前的72.80%、2.95%、0.94%。

● 主要产品价格持续上涨为业绩大幅增长主因。在下游需求增长及日本地震引起的供给短缺的共同拉动下，公司主要产品烧碱及环氧丙烷的价格大幅上涨，环氧丙烷价格相对于年初上涨了20%左右，而同时原料丙烯的上涨幅度低于15%。接下来的3季度为环氧丙烷消费旺季吗，持续的电荒将继续限制产能的释放，而下游聚酯新增产能不断投产，环氧丙烷的价格依然存在一定的上涨空间；烧碱方面虽然日本氯碱厂商产能恢复导致了国内烧碱出口回落，但限电对于供给的影响使得短缺内烧碱下跌的幅度不会太多，整体上价格仍将以高位震荡为主。

● 增发方案将促使业绩持续增长。此次增发所募资金主要用于以四氯乙烯为核心装置循环经济工业园区的建设，项目建成后将有助于公司产业结构的优化，转变为以高附加值新型化工产品的生产为主，进一步提升公司持续盈利能力及竞争优势。

● 依据环氧丙烷、烧碱今年平均价格15000万元/吨、760元/吨（32%离子碱）计算，我们预计公司2011-2013年EPS1.10、1.21、1.40元，公司上游自给水平较高，产业链完善，给予公司“买入”评级。主要风险：募投项目进度低于预期。

化工

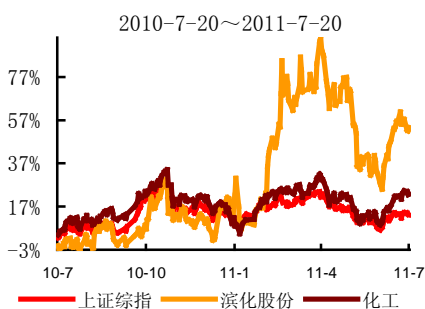
投资评级

本次评级:	买入
跟踪评级:	未评级
目标价格:	24.10

市场数据

市价(元)	18.54
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)	14.45-30.73
上证指数/深证成指	2794.20/12393.99
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)	36.28	16.82	15.31	13.29
P/B(倍)	0.00	2.80	3.01	3.30

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	24.19	16.82	15.31	13.29
P/B	2.63	2.80	3.01	3.30
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