

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)

## 短期盈利下滑，长期增长可期

### 投资要点

● 业绩低于预期。滨化股份 2012 年 1-6 月实现营业收入 21.17 亿元，同比下降 9.07%，归属上市公司净利润 2.0 亿元，同比下降 43.33%，基本每股收益 0.30 元。2012 年以来受下游产品需求回落的影响，环氧丙烷和三氯乙烯的盈利能力下滑明显，环氧丙烷毛利同比下降 9.06%，三氯乙烯下降达 34.27%，拖累上半年业绩大幅下滑。

● 环氧丙烷价格或将触底回升。2012 年上半年由于国内房地产市场明显衰弱，环氧丙烷下游聚氨酯终端需求较去年有明显的萎缩。供给方面，虽然仅山东永大 5 万吨新增产能，但进口量大幅增加导致国内环氧丙烷市场一直处于供大于求的状态，价格持续下滑，上半年环氧丙烷价格的波动范围在 9500-13800 元/吨，而下半年国内宏观经济环境可能逐渐宽松，目前房地产市场销售回升，同时 9、10 月份为聚氨酯行业的传统旺季，软硬泡聚醚需求也将随之上升，价格上涨使得盈利有所恢复。

● 烧碱价格稳中有升。近期印尼对出口铝土矿加税及 2014 年后禁止出口，将对进口铝矿石占三分之一的国内氧化铝价格起到持续的支撑作用，这使得未来电解铝行业烧碱价格还有一定的上涨空间。

● 基于 2012 年公司主要产品环氧丙烷、三氯乙烯价格低于 2011 年的预期，我们下调 2012 年、2013 年 EPS0.81 元、1.04 元，公司的产业链完善，成本优势较强，仍给予“增持”评级。

● 主要风险：房地产、汽车等行业景气度回升低于预期，募投项目进度低于预期。

### 化工

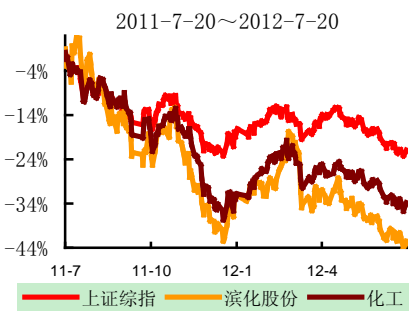
#### 投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	12.15

#### 市场数据

市价(元)	10.41
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)	10.0-19.2
上证指数/深证成指	2184.84/9509.49
2011 年股息率	1.94%

#### 52 周相对市场表现



#### 相关研究

### 公司财务数据及预测

项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	4612.70	4359	4555	4820
增长率(%)	29.04	-5.50	4.50	5.81
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	608.81	743	958	1073
增长率(%)	80.50	-12.44	28.81	11.90
毛利率(%)	26.61	24.38	28.30	29.44
净资产收益率(%)	16.58	13.78	16.65	17.43
EPS(元)	0.92	0.81	1.04	1.16
P/E(倍)	11.29	12.9	10.0	8.9
P/B(倍)	1.94	1.8	1.7	1.6

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>	1646	1817	2086	2399
现金	473	705	950	1240
应收账款	961	909	949	1005
存货	151	147	145	151
其他	61	56	41	3
<b>非流动资产</b>	2878	2935	2946	2942
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>	4524	4752	5032	5341
<b>流动负债</b>	688	680	676	689
短期借款	348	348	348	348
应付账款	204	199	196	204
其他	136	134	133	138
<b>非流动负债</b>	41	50	58	67
长期借款	30	30	30	30
其他	11	20	28	37
<b>负债合计</b>	729	730	734	756
少数股东权益	123	153	190	228
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	3869	4101	4343
<b>负债和股东权益</b>	4524	4752	5032	5341

**现金流量表**

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	750	870	974	1092
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>	(231)	(245)	(245)	(245)
资本支出	(227)	(241)	(241)	(241)
其他	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	(357)	(422)	(469)	(548)
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>	162	202	260	298

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>	4613	4359	4555	4820
营业成本	3385	3263	3232	3364
营业税金及附加	39	33	35	37
营业费用	89	84	87	92
管理费用	214	228	238	252
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>	856	743	958	1073
营业外收支	2	3	3	3
<b>利润总额</b>	858	747	962	1076
所得税	208	177	228	256
<b>净利润</b>	42	36	47	52
少数股东损益	609	533	687	768
<b>归属母公司净利润</b>	856	743	958	1073
EBITDA	1128	939	1168	1295
EPS (元)	0.92	0.81	1.04	1.16

**主要财务比率**

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	29.04%	-5.50%	4.50%	5.81%
营业利润	56.71%	-16.51%	24.20%	10.86%
归属母公司净利润	80.51%	-12.44%	28.81%	11.90%
<b>获利能力</b>				
毛利率	25.78%	24.38%	28.30%	29.44%
净利率	13.20%	12.23%	15.07%	15.94%
ROE	16.58%	13.78%	16.65%	17.43%
ROIC	17.13%	13.97%	17.85%	19.73%
<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	0.81	1.04	1.16
每股经营现金	1.14	1.32	1.48	1.65
每股净资产	5.56	5.86	6.25	6.68
<b>估值比率</b>				
P/E	11.3	12.9	10.0	8.9
P/B	1.9	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	6.7	8.1	6.5	5.9

## 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。