

盈利水平环比略有改善

滨化股份 (601678) 2012 年三季度报点评

中性 (首次)

风险评级: 一般风险

2012 年 10 月 18 日

投资要点:

- 收入继续下滑, 利润降幅收窄。2012年前三季度公司实现营业收入30.99亿元, 同比下降10.67%, 降幅较中报扩大了1.6个百分点; 归属于上市公司股东的净利润3.12亿元, 同比下降38.44%, 降幅较中报收窄5.79个百分点; 其中, 第三季度营业收入9.83万元, 同比下降14%, 环比下降3%; 归属于上市公司股东的净利润同比下降27%, 环比增长63%。前三季度基本每股收益为0.47元/股, 其中第三季度为0.17元/股。
- 业绩下滑主要因收入和毛利率下滑以及管理费用增加导致。前三季度归属于上市公司股东的净利润同比减少约1.95亿元, 主要因营业利润减少约2.99亿元, 其中毛利润减少2.45亿元, 三项费用增加6500万元。毛利润减少主要因收入减少约3.7亿元, 毛利率下降3.75个百分点; 三项费用增加主要因管理费用增加7225万元, 而管理费用的增加主要因计提的设备停车费和安全费用增加。
- 收入和毛利率下滑主要因环氧丙烷价格同比大幅下跌。公司环氧丙烷产能约20万吨/年, 烧碱产能约50万吨, 三氯乙烯产能约10万吨/年, 环氧丙烷收入占比一般超过50%。数据显示2012年1-9月山东地区环氧丙烷含税均价约为12000元/吨, 同比下降约3000元/吨。而同期原料丙烯均价仅下降不到1000元/吨。公司另外两项产品, 烧碱前三季度均价约800元/吨(32%液碱), 同比上涨23%; 但三氯乙烯前三季度均价约5600元/吨, 同比降幅超过30%。综合导致前三季度毛利润减少约3.7亿元, 其中主要原因就在于在于环氧丙烷业务。
- 主营业务环比略有好转, 但变化不大。环比来看, 三季度归属于母公司股东的净利润增加约4300万, 主要是由于收到持股10%的中海沥青现金分红在第三季度确认, 导致投资收益增加约4000万。主营业务方面, 三季度环氧丙烷价格有所反弹, 均价与二季度基本持平, 二季度购入的低价丙烯原料投入生产, 同时烧碱继续保持高位, 三氯乙烯继续低迷, 与二季度相比均无重大变化, 综合导致三季度毛利率环比上升1.79个百分点, 毛利润增加约1200万元, 但增加数为费用的上升所抵消。综合来看, 主营业务三季度环比略有好转, 但变化不大。
- 四季度和2013年还应保持谨慎。目前环氧丙烷与丙烯价差已达到约1900元/吨的水平, 较三季度均价上升约700元/吨, 但由于三季度实际投入生产的原料部分为二季度低位时采购, 四季度实际提升有限。由于行业竞争格局已发生质变, 我们倾向于认为环氧丙烷盈利将长期处于低位。此外, 目前处于高位的烧碱价格在氯碱

李隆海

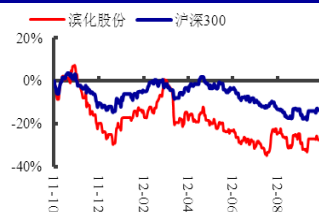
SAC 执业证书编号:
S0340510120006

研究助理: 杨柳波
电话: 0769-22110619
邮箱: ylb1@dgzq.com.cn

主要数据 2012 年 10 月 16 日

收盘价(元)	10.33
总市值(亿元)	68.18
总股本(百万股)	660.00
流通股本(百万股)	214.50
ROE(TTM)	10.70%
12月最高价(元)	16.077
12月最低价(元)	9.590

股价走势



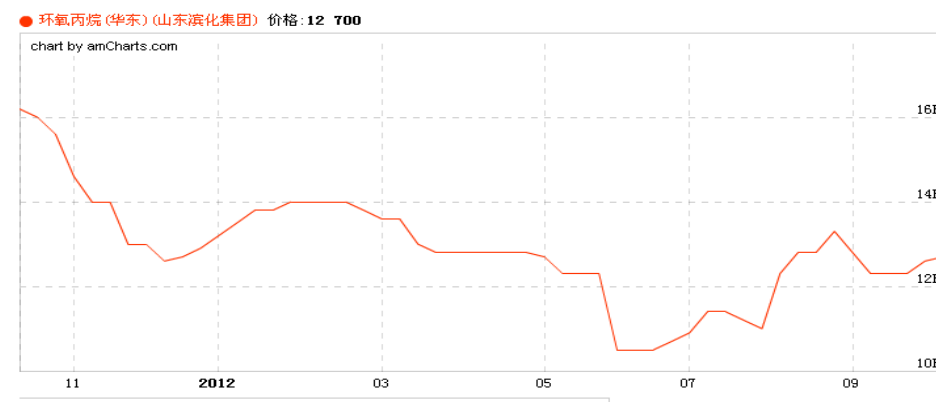
资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

相关报告

平衡问题解决之后也存在回落的风险。总体来看，我们对公司四季度和 2013 年业绩持谨慎态度。

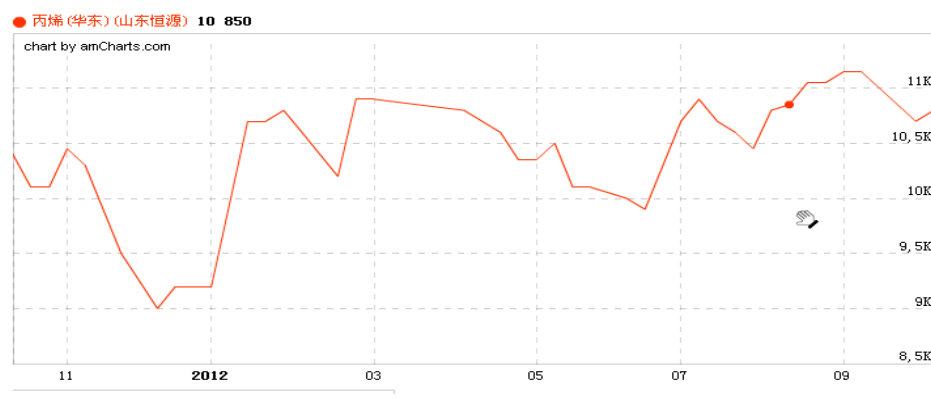
首次给予中性评级。我们预计公司 2012-2014 年基本每股收益分别为：0.56 元，0.58 元和 0.64 元，对应 18.58 倍，17.75 倍和 16.08 倍 PE，首次给予中性评级。

图 1：近 1 年环氧丙烷价格走势



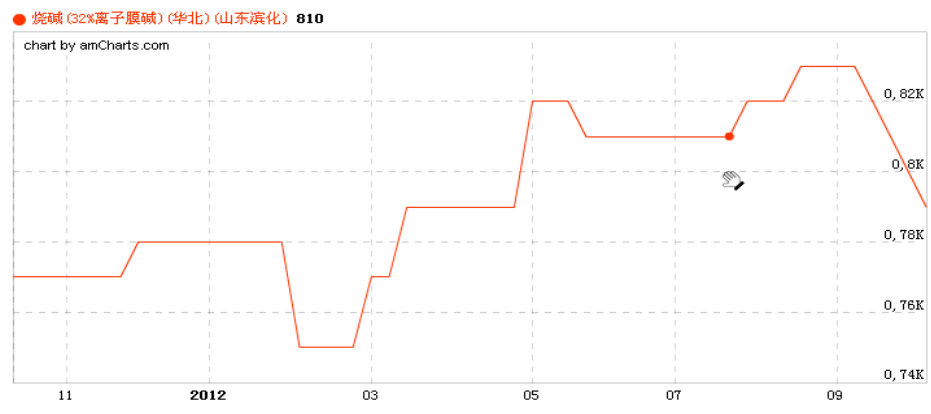
资料来源：东莞证券研究所，隆众石化

图 2：近 1 年丙烯价格走势



资料来源：东莞证券研究所，隆众石化

图 3：近 1 年烧碱价格走势



资料来源：东莞证券研究所，隆众石化

表 1：公司利润预测表

科目(百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业总收入	4612.70	4151.43	4359.00	4794.90
营业总成本	3791.57	3674.71	3857.76	4236.82
营业成本	3385.16	3258.87	3421.82	3764.00
营业税金及附加	38.54	34.68	36.42	40.06
销售费用	89.11	80.20	84.21	92.63
管理费用	214.42	269.84	283.34	311.67
财务费用	35.38	31.11	31.98	28.47
资产减值损失	28.97	0.00	0.00	0.00
其他经营收益	35.22	46.49	46.49	46.49
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	35.22	46.49	46.49	46.49
其中 对联营和合营投资收益	4.50	0.00	0.00	0.00
营业利润	856.35	523.21	547.73	604.57
加 营业外收入	3.14	0.00	0.00	0.00
减 营业外支出	1.31	0.00	0.00	0.00
利润总额	858.18	523.21	547.73	604.57
减 所得税	207.61	130.80	136.93	151.14
净利润	650.57	392.41	410.80	453.43
减 少数股东损益	41.76	25.46	26.65	29.42
归属于母公司净利润	608.81	366.95	384.15	424.01
最新总股本(万股)	660.00	660.00	660.00	660.00
基本每股收益(元)	0.92	0.56	0.58	0.64
市盈率(倍)	11.20	18.58	17.75	16.08

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5% 以上

行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中，不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即：权证以及衍生品市场的研究报告，其基础风险评级为高风险；股票、偏股型基金市场方面的研究报告，其基础风险评级为一般风险；债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告，其基础风险评级为低风险。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司（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客户。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠，但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119430
传真：（0769）22119430
网址：www.dgzq.com.cn