

滨化股份 (601678)

维持

报告原因：公布半年报

烧碱价格走低导致业绩低于预期

增持

2013年7月23日

市场数据：2013年7月23日

收盘价(元)	7.24
一年内最高/最低(元)	11.64/7.94
市净率	1.2
市盈率	21.8
流通A股市值(百万元)	46.78

基础数据：2013年6月30日

每股净资产(元)	5.99
资产负债率%	26.7
总股本/流通A股(百万)	660/660
流通B股/H股(百万)	

相关研究

分析师：苏淼

执业证书编号：S0760512080001

Email:sumiao@sxzq.com

021-38529770

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email:peiyunpeng@sxzq.com

联系人：张小玲

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2011A	4210.39	3320.27	366.44	0.56	13.04
2012E	4005.39	3322.34	219.65	0.33	21.75
2013E	4221.15	3406.16	288.48	0.44	16.56
2014E	4409.62	3504.76	339.63	0.51	14.07

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件：公布2013年半年报，2013年1~6月营业总收入为19.38亿元，同比减少8.47%，归属于上市公司股东的净利润为1.4亿元，同比减少29.95%，扣除非经常性损益后的净利润为1.17亿元，同比减少40.61%，2013年上半年的每股收益为0.2124元。

●烧碱的价格下跌幅度远高于预期，价格下跌导致毛利率和收入都出现了明显下滑。公司液碱2012年上半年的收入为5.54亿元，2013年上半年的收入为4.69亿元，收入下滑的主要原因是烧碱的价格出现了明显的下滑，以32%的液碱为例，2013年上半年烧碱的价格(含税)为590~630元/吨，2012年烧碱的价格大约为800~850元/吨，烧碱产品价格出现了明显下跌。对于2013年下半年烧碱的价格走势，我们认为未来价格小幅下跌的概率比较大。从目前的价格来看，进入7月份后，32%的烧碱报价又出现了一定程度的下滑，同时结合目前观经济情况来看，我们认为2013年下半年烧碱价格以平稳或小幅下跌为主。2013年烧碱的毛利率大约为38.32%，在烧碱的原材料成本变化幅度较小的情况下，毛利率下跌的主要因素是烧碱价格出现了下跌。我们预计2013年烧碱收入为10亿左右，毛利率为38%左右。

●环氧丙烷的价格小幅回调，单位盈利能力出现了明显下滑。2013年上半年环氧丙烷的价格为11500~12500元/吨，2012年环氧丙烷的价格大约为13000~14000元/吨，环氧丙烷的价格同比小幅下跌。从原材料价格来看，环氧丙烷的主要原材料丙烯的价格基本保持在10000元/吨左右，我们维持过去的判断，预计环氧丙烷的生产成本大约为9300~9500元/吨左右。2013年上半年环氧丙烷的毛利率为9.94%，2012年的全年毛利率大约为10%左右，从毛利率水平来看，毛利率变化不大，但是从单位毛利来看，环氧丙烷的单位毛利出现了明显的下滑，2012年单位毛利大约为1400元/吨左右，目前的单位毛利大约只有800~900元/吨左右，环氧丙烷的实际盈利能力出现了明显的下滑。我们预计2013年环氧丙烷的收入为21亿左右，毛利率大约为10%左右。

- **完善的产业配套带来明显的成本优势。** 2013 年上半年的烧碱的产量大约为 20 万吨左右，公司自备电厂、盐厂和水库，电力成本大约为 0.5 元/度左右，自备水库用水的成本大约为 0.5 元/方，外购水的价格为 2.6 元/吨左右，按照公司发电 10 亿度，用水约 1500 方估算，预计公司合计将节约 1.3 亿元，按照 45 万吨的产量折算，每吨烧碱节约成本约 290 元/吨左右，我们预计公司烧碱的生产成本大约为 1200~1300 元/吨，而行业的平均生产成本大约为 1500~1600 元/吨左右，完善的产业链配套带来明显的成本优势。
- **假设：**
 - 1、公司主要产品包括烧碱和环氧丙烷，产品销量、价格和毛利率假设如下；
 - 2、实际所得税率为 25%；
 - 3、2013 年管理费用、销售费用和财务费用分别为 2.72 亿、0.83 亿和 0.63 亿。

图表 1: 主要产品的毛利率及销量假设

		2013E	2014E	2015E
环氧丙烷	销量 (万吨)	21	21	21
	不含税价格 (元/吨)	10427.35	10683.76	10683.76
	毛利率 (%)	10.68%	12.83%	12.83%
烧碱	销量 (万吨)	48	55	61
	不含税价格 (元/吨)	2101.53	2136.22	2166.39
	毛利率 (%)	38.97%	39.96%	40.80%

数据来源：山西证券研究所

注：烧碱为折百后的销量

- **业绩和估值。** 目前烧碱价格继续下跌，同时环氧丙烷的价格基本保持稳定，环氧丙烷的下游是聚醚行业，聚醚主要用来合成聚氨酯保温板，目前聚氨酯保温板的使用量并没有明显提升，预计未来环氧丙烷的价格仍将基本保持稳定。同时考虑到公司在烧碱行业具有明显的成本优势，预计 2013~2015 年每股收益为 0.33、0.44 和 0.51 元，维持“增持”的评级。
- **风险提示。**
 - 1、烧碱价格下跌幅度超于预期

图表 2: 财务报表预测及财务指标 (单位: 百万元 更新日期: 2013/7/23)

利润表						资产负债表					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4,612.70	4,210.39	4,005.39	4,221.15	4,409.62	现金	472.81	854.05	1,130.19	1,418.34	1,775.06
YOY(%)	29.0%	-8.7%	-4.9%	5.4%	4.5%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	3,385.16	3,320.27	3,322.34	3,406.16	3,504.76	应收款项净额	961.44	639.66	608.52	641.29	669.93
营业税金及附加	38.54	33.07	31.46	33.15	34.63	存货	150.79	204.60	202.97	206.82	212.55
销售费用	89.11	81.76	83.13	92.10	102.09	其他流动资产	61.15	500.62	476.25	501.90	524.31
占营业收入比(%)	1.9%	1.9%	2.1%	2.2%	2.3%	流动资产总额	1,646.19	2,198.93	2,417.92	2,768.36	3,181.85
管理费用	211.83	267.25	272.21	280.00	288.77	固定资产净值	2,634.99	2,498.65	2,944.02	2,907.15	2,816.90
占营业收入比(%)	4.6%	6.3%	6.8%	6.6%	6.5%	减: 资产减值准备	(28.97)	(25.95)	(30.58)	(30.19)	(29.26)
EBIT	885.47	503.14	287.80	401.29	470.92	固定资产净额	2,606.02	2,472.70	2,913.44	2,876.95	2,787.65
财务费用	35.38	36.85	62.94	53.38	50.16	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.8%	0.9%	1.6%	1.3%	1.1%	在建工程	48.36	565.61	103.60	46.92	30.47
资产减值损失	(28.97)	(25.95)	3.00	3.00	3.00	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	35.22	58.93	65.00	40.00	40.00	固定资产总额	2,654.38	3,038.31	3,017.04	2,923.87	2,818.12
营业利润	856.35	499.28	292.86	390.91	463.76	无形资产	138.54	211.23	202.78	194.33	185.88
营业外净收入	1.83	(6.95)	20.00	20.00	20.00	长期股权投资	54.79	95.72	136.65	177.58	218.51
利润总额	858.18	492.33	312.86	410.91	483.76	其他长期资产	29.66	37.67	37.67	37.67	37.67
所得税	207.61	111.08	78.22	102.73	120.94	资产总额	4,523.56	5,581.86	5,812.06	6,101.81	6,442.03
所得税率(%)	24.2%	22.6%	25.0%	25.0%	25.0%	循环贷款	332.50	370.00	400.00	400.00	400.00
净利润	650.57	381.25	234.65	308.18	362.82	应付款项	203.52	290.79	288.47	293.95	302.08
占营业收入比(%)	14.1%	9.1%	5.9%	7.3%	8.2%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(41.76)	(14.81)	(15.00)	(19.70)	(23.19)	其他流动负债	151.49	156.14	155.31	158.71	163.48
归属母公司净利润	608.81	366.44	219.65	288.48	339.63	流动负债	687.51	816.93	843.78	852.66	865.57
YOY(%)	80.5%	-39.8%	-40.1%	31.3%	17.7%	长期借款	30.00	15.00	0.00	0.00	0.00
EPS (元)	0.92	0.56	0.33	0.44	0.51	应付债券	0.00	690.20	690.20	690.20	690.20
						其他长期负债	11.18	30.09	49.00	67.91	86.82
						负债总额	728.69	1,552.22	1,582.98	1,610.77	1,642.59
						少数股东权益	0.00	0.00	12.75	29.50	49.21
						股东权益	3,672.31	3,905.07	4,091.77	4,336.98	4,625.66
						负债和股东权益	4,401.00	5,457.29	5,687.49	5,977.24	6,317.46
主要财务比率						现金流量表					
	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E		2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
成长能力						税后利润	608.81	366.44	219.65	288.48	339.63
营业收入	29.0%	-8.7%	-4.9%	5.4%	4.5%	加: 少数股东损益	35.54	7.51	12.75	16.75	19.71
营业利润	85.5%	-41.7%	-41.3%	33.5%	18.6%	公允价值变动	28.97	25.95	-3.00	-3.00	-3.00
净利润	80.5%	-39.8%	-40.1%	31.3%	17.7%	折旧和摊销	242.50	249.28	278.09	305.00	318.14
获利能力						营运资金的变动	-420.62	-71.70	77.53	-34.88	-25.89
毛利率(%)	26.6%	21.1%	17.1%	19.3%	20.5%	经营活动现金流	495.20	577.48	585.02	572.35	648.60
净利率(%)	14.1%	9.1%	5.9%	7.3%	8.2%	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	16.6%	9.4%	5.4%	6.7%	7.3%	长期股权投资	-4.20	-40.93	-40.93	-40.93	-40.93
ROA(%)	13.5%	6.6%	3.8%	4.7%	5.3%	固定资产投资	-226.87	-599.34	-250.00	-200.00	-200.00
偿债能力						投资活动现金流	-231.07	-640.27	-290.93	-240.93	-240.93
流动比率	2.39	2.69	2.87	3.25	3.68	股权融资	0.00	9.00	0.00	0.00	0.00
速动比率	2.18	2.44	2.63	3.00	3.43	长期贷款的增加/	-15.00	-15.00	-15.00	0.00	0.00
资产负债率%	16.1%	27.8%	27.2%	26.4%	25.5%	公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						股利分配	-90.67	-180.65	-32.95	-43.27	-50.94
总资产周转率	102.0%	75.4%	68.9%	69.2%	68.5%	计入循环贷款前融	-105.67	-186.65	-47.95	-43.27	-50.94
应收账款周转天数	76.08	55.45	55.45	55.45	55.45	循环贷款的增加/	108.97	826.33	30.00	0.00	0.00
存货周转天数	17.29	24.02	24.02	24.02	24.02	融资活动现金流	-102.37	444.03	-17.95	-43.27	-50.94
每股指标 (元)						现金净变动额	161.76	381.24	276.14	288.14	356.72
每股收益	0.92	0.56	0.33	0.44	0.51						
每股净资产	5.56	5.92	6.20	6.57	7.01						
估值比率											
P/E	7.8	13.0	21.8	16.6	14.1						
P/B	1.3	1.2	1.2	1.1	1.0						

数据来源: 山西证券研究所

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期,本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。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,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则,本公司将保留随时追究其法律责任的权利。