

氯碱+环氧丙烷

滨化股份 (601678)

上调

报告原因：公布年报

烧碱价格接近底部，环氧丙烷价格持续上涨

买入

2014年3月10日

市场数据：2014年3月10日

收盘价(元)	7.09
一年内最高/最低(元)	11.85/6.78
市净率	1.1
市盈率	11.4
流通A股市值(亿元)	46.79

基础数据：2013年12月31日

每股净资产(元)	6.15
资产负债率%	34.27
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

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>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

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
2013A	4100.24	3448.54	253.18	0.38	18.48
2014E	4636.26	3687.45	410.03	0.62	11.41
2015E	5373.64	4144.82	560.85	0.85	8.34
2016E	6140.88	4709.24	677.22	1.03	6.91

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件：公布2013年年报，公司2013年营业总收入为41亿元，同比减少2.62%，归属于上市公司股东的净利润为2.5亿，同比减少31.05%，扣除非经常性损益后的净利润为2.16亿，同比减少41.02%，2013年的每股收益为0.38元，每股经营活动产生的现金流量为0.24元，每10股派现金1.5元（含税）。

●贴近生产成本，烧碱下跌空间有限，预期未来价格以稳定或小幅上涨为主。2013年公司烧碱的收入为9.3亿元，营业利润为3.31亿，产量为46.71万吨。对于烧碱价格，我们预计未来继续下跌的空间非常小，主要原因是目前固碱的价格大约为2450元/吨，该价格已经接近行业生产成本，受成本的支撑，未来即使出现下跌，下跌的空间非常小，从供需来看，预计2014年的表观消费量为2850万吨，同比增长大约为6%左右，新增产能大约为200万吨左右，同比增长5%左右，供需基本均衡，因此我们预计烧碱的价格以平稳为主，不会出现明显的下跌。对于滨化股份而言，烧碱的利润增长主要依靠销量的提升，公司计划2014年生产烧碱52万吨，我们预计2014年烧碱的销售收入为10个亿，营业利润为3.7亿左右，毛利率为36%左右。

●我们看好2014年环氧丙烷的价格提升。2014年1~2月环氧丙烷的价格为13800~14800元/吨，丙烯的含税价格为10100元/吨做，2012年1~2月的价格为11500~12950元/吨，丙烯的含税价格为10000元/吨，目前来看，环氧丙烷的价格同比和盈利能力是大幅提升的，我们预计公司环氧丙烷的生产成本大约为9300元/吨左右，因此我们判断2014年第一季度环氧丙烷的盈利能力会大幅高于2013年。从开工率来看，2013年环氧丙烷的开工率大约为80%左右，例如滨化股份等环氧丙烷的领先企业的开工率一直都是满负荷的，从新增产能来看，2014年第二季度没有新增产能投放市场，尽管市场公布环氧丙烷的投资产能比较多，实际很多企业的产能投放市场是远远落后于计划的，而且很多产能是分进度投放市场，进入3月份开始，下游聚醚市场逐步回暖，我们预计第二季度环氧丙烷的价格会逐步提升，我们非常看好2014年环氧丙烷的价格提升。

● 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 2.67 亿、0.95 亿和 0.56 亿。

图表 1：主要产品的毛利率及销量假设

		2014E	2015E	2016E
环氧丙烷	销量（万吨）	26	30	35
	不含税价格（元/吨）	11111.11	11538.46	11538.46
	毛利率（%）	17.63%	20.68%	20.68%
烧碱	销量（万吨）	53.82	61.89	71.18
	不含税价格（元/吨）	1876.05	1904.48	1929.21
	毛利率（%）	1,009.69	1,178.74	1,373.15

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。**目前烧碱的盈利能力处于底部，价格继续下跌的概率非常小，而环氧丙烷的价格不断上涨，我们预计未来环氧丙烷价格上涨的概率非常大，滨化股份的盈利能力会逐步上扬，我们预计 2014~2016 年每股收益为 0.62、0.85 和 1.03 元，上调评级，给予“买入”的投资评级。
- **风险提示。**
 - 1、环氧丙烷的价格出现大幅下跌



图表 2: 财务报表预测及财务指标 (单位: 百万元 更新日期: 2014/3/10)

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	4,210.39	4,100.24	4,636.26	5,373.64	6,140.88	现金	854.05	455.04	439.79	831.79	1,352.48
YOY(%)	-8.7%	-2.6%	13.1%	15.9%	14.3%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	3,320.27	3,448.54	3,687.45	4,144.82	4,709.24	应收款项净额	639.65	927.79	1,049.08	1,215.93	1,389.54
营业税金及附加	33.07	20.25	23.18	26.87	30.70	存货	204.60	241.79	250.50	283.62	325.49
销售费用	81.76	84.49	95.57	110.66	128.19	其他流动资产	500.63	50.74	57.37	66.50	75.99
占营业收入比(%)	1.9%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%	流动资产总额	2,198.93	1,675.36	1,796.74	2,397.85	3,143.50
管理费用	267.25	239.44	267.25	288.21	313.37	固定资产净值	2,498.65	3,709.99	3,832.53	3,643.48	3,411.06
占营业收入比(%)	6.3%	5.8%	5.8%	5.4%	5.1%	减:资产减值准备	(25.95)	(22.34)	(23.08)	(21.94)	(20.54)
EBIT	503.14	301.02	550.55	790.84	947.11	固定资产净额	2,472.70	3,687.65	3,809.45	3,621.54	3,390.52
财务费用	36.85	44.95	56.84	63.67	59.11	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	0.9%	1.1%	1.2%	1.2%	1.0%	在建工程	565.61	341.11	60.84	20.76	11.58
资产减值损失	(25.95)	(22.34)	(22.00)	(22.00)	(22.00)	固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	58.93	61.63	65.00	40.00	40.00	固定资产总额	3,038.31	4,028.76	3,870.29	3,642.30	3,402.10
营业利润	499.28	295.37	536.71	745.16	906.00	无形资产	211.23	306.45	294.19	281.93	269.68
营业外净收入	(6.95)	26.68	30.00	30.00	30.00	长期股权投资	95.72	339.93	584.14	828.35	1,072.56
利润总额	492.33	322.06	566.71	775.16	936.00	其他长期资产	37.67	61.36	61.36	61.36	61.36
所得税	111.08	69.63	141.68	193.79	234.00	资产总额	5,581.86	6,411.86	6,606.72	7,211.79	7,949.20
所得税率(%)	22.6%	21.6%	25.0%	25.0%	25.0%	循环贷款	370.00	580.00	400.00	400.00	400.00
净利润	381.25	252.43	425.03	581.37	702.00	应付款项	290.79	689.76	714.60	809.09	928.54
占营业收入比(%)	9.1%	6.2%	9.2%	10.8%	11.4%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	(14.81)	0.23	(15.00)	(20.52)	(24.77)	其他流动负债	156.14	139.36	145.45	164.22	187.82
归属母公司净利润	366.44	253.18	410.03	560.85	677.22	流动负债	816.93	1,409.12	1,260.05	1,373.31	1,516.37
YOY(%)	-39.8%	-30.9%	62.0%	36.8%	20.7%	长期借款	15.00	68.23	53.23	53.23	53.23
EPS (元)	0.56	0.38	0.62	0.85	1.03	应付债券	690.20	692.30	692.30	692.30	692.30
						其他长期负债	30.09	27.74	25.39	23.04	20.69
主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E	负债总额	1,552.22	2,197.39	2,030.97	2,141.88	2,282.59
成长能力						少数股东权益	124.57	155.34	168.09	185.53	206.59
营业收入	-8.7%	-2.6%	13.1%	15.9%	14.3%	股东权益	3,905.07	4,059.13	4,407.66	4,884.38	5,460.02
营业利润	-41.7%	-40.8%	81.7%	38.8%	21.6%	负债和股东权益	5,581.86	6,411.86	6,606.72	7,211.79	7,949.20
净利润	-39.8%	-30.9%	62.0%	36.8%	20.7%						
获利能力						现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
毛利率(%)	21.1%	15.9%	20.5%	22.9%	23.3%	税后利润	366.44	253.18	410.03	560.85	677.22
净利率(%)	9.1%	6.2%	9.2%	10.8%	11.4%	加:少数股东损益	7.51	-0.07	12.75	17.44	21.06
ROE(%)	9.4%	6.2%	9.3%	11.5%	12.4%	公允价值变动	25.95	22.34	22.00	22.00	22.00
ROA(%)	6.6%	3.9%	6.2%	7.8%	8.5%	折旧和摊销	249.28	265.97	397.99	419.39	431.86
偿债能力						营运资金的变动	-71.70	477.10	-107.31	-99.33	-85.67
流动比率	2.69	1.19	1.43	1.75	2.07	经营活动现金流	577.48	1,018.52	735.46	920.34	1,066.48
速动比率	2.44	1.02	1.23	1.54	1.86	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	27.8%	34.3%	30.7%	29.7%	28.7%	长期股权投资	-40.93	-244.21	-244.21	-244.21	-244.21
营运能力						固定资产投资	-599.34	-1,223.97	-250.00	-200.00	-200.00
总资产周转率	75.4%	63.9%	70.2%	74.5%	77.3%	投资活动现金流	-640.27	-1,468.18	-494.21	-444.21	-444.21
应收账款周转天数	55.45	82.59	82.59	82.59	82.59	股权融资	9.00	36.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	24.02	27.50	27.50	27.50	27.50	长期贷款的增加/	-15.00	53.23	-15.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/(0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.56	0.38	0.62	0.85	1.03	股利分配	-180.65	-172.48	-61.51	-84.13	-101.58
每股净资产	5.92	6.15	6.68	7.40	8.27	计入循环贷款前融	-186.65	-83.25	-76.51	-84.13	-101.58
估值比率						循环贷款的增加/G	826.33	253.15	-180.00	0.00	0.00
P/E	12.8	18.5	11.4	8.3	6.9	融资活动现金流	444.03	50.65	-256.51	-84.13	-101.58
P/B	1.2	1.2	1.1	1.0	0.9	现金净变动额	381.24	-399.01	-15.25	392.01	520.68

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。