

氯碱+环氧丙烷

报告原因：公布年报

2014年4月14日

市场数据：2014年4月14日

收盘价(元)	7.44
一年内最高/最低(元)	11.85/6.78
市净率	1.1
市盈率	11.9
流通A股市值(亿元)	49.1

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

滨化股份 (601678)

维持

环氧丙烷量增价涨，单季度经营业绩
远超预期

买入

半年目标价：9元

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	19.39
2014E	4636.26	3687.45	410.03	0.62	11.98
2015E	5373.64	4144.82	560.85	0.85	8.76
2016E	6140.88	4709.24	677.22	1.03	7.25

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●事件：公布2014年第一季度报，公司2014年第一季度营业总收入为14.28亿元，同比增加37.21%，归属于上市公司股东的净利润为1.42亿，同比增加95.87%，扣除非经常性损益后的净利润为1.41亿，同比增加162.02%，2014年第一季度的每股收益为0.22元，第一季度经营活动产生的现金流量净额为1.13亿。

●受益于环氧丙烷价格大幅上涨，2014年第一季度的销售收入和净利润大幅超预期。从产品价格来看，2014年1~3月环氧丙烷的价格为13800~14800元/吨，丙烯的含税价格为10000元/吨左右，2013年1~3月环氧丙烷的价格为11500~12950元/吨，丙烯的含税价格为10600元/吨左右，环氧丙烷盈利能力的大幅提升带来公司经营业绩的快速增长。从销量来看，与2014年第1季度相比，2013年11月底公司新增了18万吨烧碱和10万吨的环氧丙烷的产能，其中烧碱的产能在45万吨基础上新增了18万吨，环氧丙烷在20万吨的基础上新增了10万吨左右，新增产能经过1个月的调试，2014年第1季度保持了90%以上的开工率，烧碱、环氧丙烷的销量大幅提升也推动了公司经营业绩的大幅改善。

●烧碱的价格接近生产成本，预计未来价格以平稳为主。对于烧碱价格，我们维持年报点评中的观点，预计烧碱的价格以平稳为主，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，同比增长11%左右，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。

●从4月份开始，环氧丙烷的价格出现了大幅下滑，受环氧丙烷价格大幅下跌的影响，我们预计2014年第二季度的净利润环比下滑的概率非常大。4月初开始，环氧丙烷价格下跌幅度远远超于我们此前的预期，4月份，环氧丙烷的价格从14400元/吨的价格下滑到12100元/吨。环氧丙烷价格出现大幅下跌的主要原因包括两个，一个是产业链上环氧丙烷的盈利能力远远高于聚醚行业，聚醚行业基本处于微利，而环氧丙烷的单吨毛利预计在3000元/吨左右，因此下游企业对于环氧丙烷的接受程度比较低，第二，受环氧丙烷高毛利率的影响，2013年1-2月，环氧丙烷的进口量为9.4万吨，较去年接近增长1倍，受以上两方面的影响，环氧丙烷价格出现了大幅回调，随着旺季到来，我们看好未来环氧丙烷价格的小幅回升。

● 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、2014 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。**第 1 季度的盈利情况远远超过我们的预期，预计 2 季度净利润会出现一定程度的回调，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，我们看好未来环氧丙烷价格在目前的基础上逐步回暖，维持年初的判断，预计 2014~2016 年每股收益为 0.62、0.85 和 1.03 元，维持“买入”的投资评级，半年目标价为 9 元。
- **风险提示。**
 - 1、环氧丙烷的价格继续大幅下跌

图表 2: 财务报表预测及财务指标 (单位: 百万元 更新日期: 2014/4/14)

利润表						资产负债表					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		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
						负债总额	1,552.22	2,197.39	2,030.97	2,141.88	2,282.59
						少数股东权益	124.57	155.34	168.09	185.53	206.59
						股东权益	3,905.07	4,059.13	4,407.66	4,884.38	5,460.02
						负债和股东权益	5,581.86	6,411.86	6,606.72	7,211.79	7,949.20
主要财务比率						现金流量表					
	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E		2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力						税后利润	366.44	253.18	410.03	560.85	677.22
营业收入	-8.7%	-2.6%	13.1%	15.9%	14.3%	加: 少数股东损益	7.51	-0.07	12.75	17.44	21.06
营业利润	-41.7%	-40.8%	81.7%	38.8%	21.6%	公允价值变动	25.95	22.34	22.00	22.00	22.00
净利润	-39.8%	-30.9%	62.0%	36.8%	20.7%	折旧和摊销	249.28	265.97	397.99	419.39	431.86
获利能力						营运资金的变动	-71.70	477.10	-107.31	-99.33	-85.67
毛利率(%)	21.1%	15.9%	20.5%	22.9%	23.3%	经营活动现金流	577.48	1,018.52	735.46	920.34	1,066.48
净利率(%)	9.1%	6.2%	9.2%	10.8%	11.4%	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
ROE(%)	9.4%	6.2%	9.3%	11.5%	12.4%	长期股权投资	-40.93	-244.21	-244.21	-244.21	-244.21
ROA(%)	6.6%	3.9%	6.2%	7.8%	8.5%	固定资产投资	-599.34	-1,223.97	-250.00	-200.00	-200.00
偿债能力						投资活动现金流	-640.27	-1,468.18	-494.21	-444.21	-444.21
流动比率	2.69	1.19	1.43	1.75	2.07	股权融资	9.00	36.00	0.00	0.00	0.00
速动比率	2.44	1.02	1.23	1.54	1.86	长期贷款的增加/	-15.00	53.23	-15.00	0.00	0.00
资产负债率%	27.8%	34.3%	30.7%	29.7%	28.7%	公司债券发行/	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营运能力						股利分配	-180.65	-172.48	-61.51	-84.13	-101.58
总资产周转率	75.4%	63.9%	70.2%	74.5%	77.3%	计入循环贷款前融	-186.65	-83.25	-76.51	-84.13	-101.58
应收账款周转天数	55.45	82.59	82.59	82.59	82.59	循环贷款的增加/	826.33	253.15	-180.00	0.00	0.00
存货周转天数	24.02	27.50	27.50	27.50	27.50	融资活动现金流	444.03	50.65	-256.51	-84.13	-101.58
每股指标 (元)						现金净变动额	381.24	-399.01	-15.25	392.01	520.68
每股收益	0.56	0.38	0.62	0.85	1.03						
每股净资产	5.92	6.15	6.68	7.40	8.27						
估值比率											
P/E	13.4	19.4	12.0	8.8	7.3						
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9						

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。