氯碱+环氧丙烷

滨化股份 (601678)

维持

上半年业绩符合预期，预计第 3 季度业绩环比持平

买入

报告原因：公布半年报

2014 年 7 月 22 日

目标价：9 元

市场数据： 2014 年 7 月 22 日

收盘价（元）	7.69
一年内最高/最低（元）	11.85/6.56
市净率	1.2
市盈率	12.4
流通 A 股市值（亿元）	50.75

基础数据： 2014 年 6 月 30 日

每股净资产（元）	6.36
资产负债率%	33.4
总股本/流通 A 股(百万)	660/660
流通 B 股/H 股（百万）	

相关研究

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	20.05
2014E	4636.26	3687.45	410.03	0.62	12.38
2015E	5373.64	4144.82	560.85	0.85	9.05
2016E	6140.88	4709.24	677.22	1.03	7.49

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

●**事件：**公布 2014 年半年报，上半年营业总收入为 27.62 亿元，同比增加了 42.56%，归属于上市公司股东的净利润为 2.32 亿，同比增加了 65.72%，扣除非经常性损益后的净利润为 2.32 亿，同比增加 98.52%，2014 年上半年每股收益为 0.352 元，经营活动产生的现金流量净额为 1.45 亿。

●**上半年业绩基本符合预期。**此前我们预计受环氧丙烷价格下跌的影响，2014 年第 2 季度的经营业绩会环比出现下滑，目前来看，第 2 季度的业绩较第 1 季度业绩出现了一定程度的下滑，下滑的原因是环氧丙烷和烧碱的价格都出现一定程度的下滑，其中烧碱的价格下跌幅度超过我们的预期，从 1 月份开始，烧碱的价格持续下滑， 烧碱在 1 月份的价格为 650 元/吨，4 月份回落到 495 元/吨，6 月份跌至 455 元/吨，随着产品价格的下滑，烧碱的毛利率也出现了明显下滑，烧碱的毛利率下滑到了 28.2%，已经处于历史低点。尽管环氧丙烷的价格波动比较大，但是收入水平和毛利率情况基本符合预期。

●**第 3 季度的业绩预计与第 2 季度基本持平。**2013 年第 2 季度公司收到中海沥青 2000 万的分红，受此影响，公司净利润在扣除非经常性损益后出现了较大的差距，我们预计公司在第 3 季度会收到上年度中海沥青的分红，预计该分红会显著增加公司净利润水平，另一方面，公司从 6 月底开始向新厂区搬迁，原有的部分装置会关掉，预计会影响第 3 季度的销售收入，受以上两方面因素的影响，我们预计公司 2014 年第 3 季度的业绩与第 2 季度的业绩会基本持平。

●**业绩和估值。**目前烧碱的价格不断下跌，盈利能力出现了明显的下滑，而环氧丙烷的盈利水平正在逐步回升，同时我们判断公司第 3 季度经营业绩和第 2 季度基本持平，因此我们维持年初的判断，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，目标价为 9 元。

●**风险提示。**环氧丙烷的价格继续大幅下跌

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

图表 1: 财务报表预测及财务指标（单位：百万元 更新日期：2014/7/22）

利润表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	**4,210.39**	**4,100.24**	**4,636.26**	**5,373.64**	**6,140.88**
YOY(%)	*-8.7%*	*-2.6%*	*13.1%*	*15.9%*	*14.3%*
营业成本	3,320.27	3,448.54	3,687.45	4,144.82	4,709.24
营业税金及附加	33.07	20.25	23.18	26.87	30.70
销售费用	81.76	84.49	95.57	110.66	128.19
占营业收入比(%)	*1.9%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*	*2.1%*
管理费用	267.25	239.44	267.25	288.21	313.37
占营业收入比(%)	*6.3%*	*5.8%*	*5.8%*	*5.4%*	*5.1%*
EBIT	**503.14**	**301.02**	**550.55**	**790.84**	**947.11**
财务费用	36.85	44.95	56.84	63.67	59.11
占营业收入比(%)	*0.9%*	*1.1%*	*1.2%*	*1.2%*	*1.0%*
资产减值损失	(25.95)	(22.34)	(22.00)	(22.00)	(22.00)
投资净收益	58.93	61.63	65.00	40.00	40.00
营业利润	**499.28**	**295.37**	**536.71**	**745.16**	**906.00**
营业外净收入	(6.95)	26.68	30.00	30.00	30.00
利润总额	**492.33**	**322.06**	**566.71**	**775.16**	**936.00**
所得税	111.08	69.63	141.68	193.79	234.00
所得税率(%)	*22.6%*	*21.6%*	*25.0%*	*25.0%*	*25.0%*
净利润	**381.25**	**252.43**	**425.03**	**581.37**	**702.00**
占营业收入比(%)	*9.1%*	*6.2%*	*9.2%*	*10.8%*	*11.4%*
少数股东损益	(14.81)	0.23	(15.00)	(20.52)	(24.77)
归属母公司净利润	**366.44**	**253.18**	**410.03**	**560.85**	**677.22**
YOY(%)	*-39.8%*	*-30.9%*	*62.0%*	*36.8%*	*20.7%*
EPS（元）	**0.56**	**0.38**	**0.62**	**0.85**	**1.03**

主要财务比率	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
成长能力					
营业收入	-8.7%	-2.6%	13.1%	15.9%	14.3%
营业利润	-41.7%	-40.8%	81.7%	38.8%	21.6%
净利润	-39.8%	-30.9%	62.0%	36.8%	20.7%
获利能力					
毛利率(%)	21.1%	15.9%	20.5%	22.9%	23.3%
净利率(%)	9.1%	6.2%	9.2%	10.8%	11.4%
ROE(%)	9.4%	6.2%	9.3%	11.5%	12.4%
ROA(%)	6.6%	3.9%	6.2%	7.8%	8.5%
偿债能力					
流动比率	2.69	1.19	1.43	1.75	2.07
速动比率	2.44	1.02	1.23	1.54	1.86
资产负债率%	27.8%	34.3%	30.7%	29.7%	28.7%
营运能力					
总资产周转率	75.4%	63.9%	70.2%	74.5%	77.3%
应收账款周转天数	55.45	82.59	82.59	82.59	82.59
存货周转天数	24.02	27.50	27.50	27.50	27.50
每股指标（元）					
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	**13.9**	**20.0**	**12.4**	**9.0**	**7.5**
P/B	1.3	1.3	1.2	1.0	0.9

资产负债表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
现金	854.05	455.04	439.79	831.79	1,352.48
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应收款项净额	639.65	927.79	1,049.08	1,215.93	1,389.54
存货	204.60	241.79	250.50	283.62	325.49
其他流动资产	500.63	50.74	57.37	66.50	75.99
流动资产总额	**2,198.93**	**1,675.36**	**1,796.74**	**2,397.85**	**3,143.50**
固定资产净值	2,498.65	3,709.99	3,832.53	3,643.48	3,411.06
减: 资产减值准备	(25.95)	(22.34)	(23.08)	(21.94)	(20.54)
固定资产净额	2,472.70	3,687.65	3,809.45	3,621.54	3,390.52
工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
在建工程	565.61	341.11	60.84	20.76	11.58
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产总额	**3,038.31**	**4,028.76**	**3,870.29**	**3,642.30**	**3,402.10**
无形资产	211.23	306.45	294.19	281.93	269.68
长期股权投资	95.72	339.93	584.14	828.35	1,072.56
其他长期资产	37.67	61.36	61.36	61.36	61.36
资产总额	**5,581.86**	**6,411.86**	**6,606.72**	**7,211.79**	**7,949.20**
循环贷款	370.00	580.00	400.00	400.00	400.00
应付款项	290.79	689.76	714.60	809.09	928.54
预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他流动负债	156.14	139.36	145.45	164.22	187.82
流动负债	**816.93**	**1,409.12**	**1,260.05**	**1,373.31**	**1,516.37**
长期借款	15.00	68.23	53.23	53.23	53.23
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**

现金流量表	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
税后利润	366.44	253.18	410.03	560.85	677.22
加: 少数股东损益	7.51	-0.07	12.75	17.44	21.06
公允价值变动	25.95	22.34	22.00	22.00	22.00
折旧和摊销	249.28	265.97	397.99	419.39	431.86
营运资金的变动	-71.70	477.10	-107.31	-99.33	-85.67
经营活动现金流	**577.48**	**1,018.52**	**735.46**	**920.34**	**1,066.48**
短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	-40.93	-244.21	-244.21	-244.21	-244.21
固定资产投资	-599.34	-1,223.97	-250.00	-200.00	-200.00
投资活动现金流	**-640.27**	**-1,468.18**	**-494.21**	**-444.21**	**-444.21**
股权融资	9.00	36.00	0.00	0.00	0.00
长期贷款的增加/	-15.00	53.23	-15.00	0.00	0.00
公司债券发行/（	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股利分配	-180.65	-172.48	-61.51	-84.13	-101.58
计入循环贷款前融	-186.65	-83.25	-76.51	-84.13	-101.58
循环贷款的增加(;	826.33	253.15	-180.00	0.00	0.00
融资活动现金流	**444.03**	**50.65**	**-256.51**	**-84.13**	**-101.58**
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。