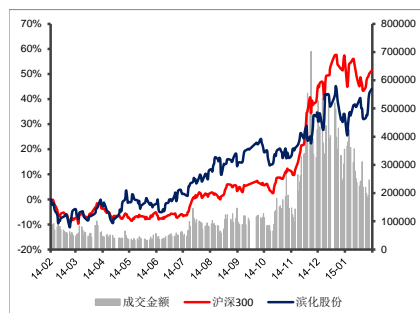


投资评级：买入

收盘价	10.92
目标价	14.64
上次目标价	

研究员

谢建斌 执业证书编号：
 分析师 S1100514100001
 xiejianbin@cczq.com

股价走势图


滨化股份：盈利向好 竞争力有望进一步提升

核心观点

事件：公司公告2014年报。报告期内实现营业收入48.89亿元，同比增长19.23%，实现归属母公司的净利润3.62亿元，同比增长43.15%；每股收益0.55元。公司同时拟每10股分红1.70元（含税），每10股转增5股。

- ◆ **主要产品盈利向好。**公司业绩增长主要依靠环氧丙烷，其销售额30.27亿元，占主营业收入的62%，毛利率为19.42%，同比增长7.51个百分点。公司另一产品烧碱销售额9.48亿元，毛利率27.27%，受行业过剩影响，毛利率同比下降8.34个百分点。
- ◆ **现金流良好，财务费用增加。**公司全年经营活动产生的现金流量净额达到10.35亿元，同比增加545%，主要由于公司销售商品、提供劳务收到的现金比2013年度增加11.80亿所致。另公司财务费用同比增加97.35%，主要原因系银行借款及发行中期票据增多，利息支出增加。
- ◆ **竞争力有望进一步提升。**环氧丙烷和烧碱产能有所提高；2014年公司环氧丙烷销售26.98万吨，并目标确保2015年28.4万吨产量。公司发挥循环经济一体化产业链优势，产品结构不断优化，随着产能的增加，能耗物耗有望进一步降低。同时我们认为环氧丙烷未来国内仍有较大的需求缺口，且伴随着丙烯供应增加，盈利能力有望继续回升。
- ◆ **估值与投资建议：**我们预计公司2015-17年每股收益分别为0.92、1.12、1.25，根据可比公司估值，仍给14.64元目标价及买入评级。

川财证券研究所

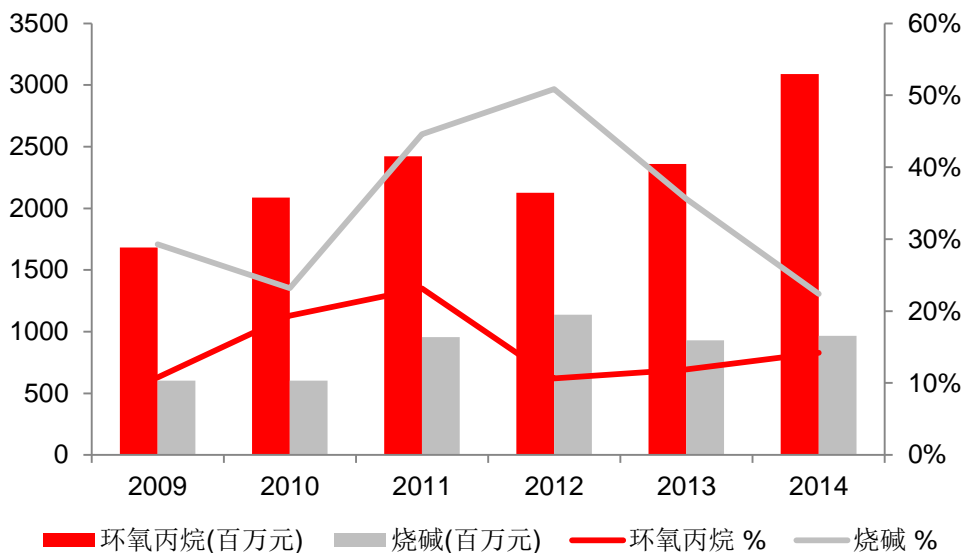
成都：
 交子大道177号中海国际B座17楼，610041
 总机：(028) 86583000
 传真：(028) 86583002

财务和估值数据摘要

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	4100.24	4888.81	5128.90	5595.17	6154.69
增速	-2.62%	19.23%	4.91%	9.09%	10.00%
归属母公司股东净利润（百万元）	252.66	361.67	608.03	739.04	826.40
增速	-31.05%	43.15%	68.12%	21.55%	11.82%
总股本（百万）	660.00	660.00	660.00	660.00	660.00
EPS	0.383	0.548	0.921	1.120	1.252
PE	28.53	19.93	11.85	9.75	8.72

2014年，公司实现营业收入488881.11万元，同比增长19.23%，实现归属母公司的净利润36166.96万元，同比增长43.15%。全年环氧丙烷销售26.98万吨，同比增长21.96%。

图 1：公司主要产品销售额及毛利率



资料来源：Wind，川财证券研究所

报告期内公司搬迁项目的顺利投产，环氧丙烷和烧碱产能有所提高；另外环氧丙烷产品价格比去年同期有所上涨，毛利率上升；烧碱产品价格有下滑，导致毛利率下降；三氯乙烯市场全年保持低位运行。报告期内公司发挥循环经济一体化产业链优势，积极调整产品结构，提高环氧丙烷产品的产量和市场供应量，适当调整三氯乙烯产品的生产负荷，保证主要生产装置的高量、稳定运行，发挥较好的经济效益。

图 2：2014 年公司主要产品完成情况

指标名称	单位	本年累计完成	同比增长%
烧碱产量（折百）合计	万吨	53.23	13.96
环氧丙烷产量合计	万吨	27.4	18.05
二氯丙烷溶剂	万吨	4.69	16.09
三氯乙烯	万吨	3.71	-17.74
各种助剂	万吨	1.31	-36.41
发汽量	万吨	643.15	-1.64
发电量	万 kwh	91601.85	-8.48
粉煤灰砖	万块	11101.35	18.36
编织袋	吨	669.65	19.38
原盐	万吨	50.58	33.46

资料来源：公司年报，川财证券研究所

报表预测						现金流量表					
利润表						2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	经营性现金净流量	165.20	1036.65	-224.11	1729.09	-40.65
营业收入	4100.24	4888.81	5128.90	5595.17	6154.69	投资性现金净流量	-739.90	-1258.32	-186.86	-186.86	-86.86
减: 营业成本	3448.54	3984.95	3981.05	4292.61	4739.11	筹资性现金净流量	183.79	312.81	-90.99	-1003.25	-267.91
营业税金及附加	20.25	22.62	29.78	32.49	35.74	现金流量净额	-394.22	91.78	-501.96	538.97	-395.43
营业费用	84.49	102.74	104.35	113.84	125.22						
管理费用	245.94	218.49	289.46	315.78	347.35						
财务费用	44.95	88.70	100.52	84.79	63.63						
资产减值损失	22.34	25.36	24.55	24.55	24.55						
加: 投资收益	61.63	41.37	0.00	0.00	0.00						
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00						
营业利润	295.37	487.32	599.18	731.11	819.08						
加: 其他非经营损益	26.69	-5.63	13.14	13.14	13.14						
利润总额	322.06	481.69	612.32	744.25	832.22						
减: 所得税	69.63	126.04	0.00	0.00	0.00						
净利润	252.42	355.65	612.32	744.25	832.22						
减: 少数股东损益	-0.23	-6.02	4.28	5.21	5.82						
归属母公司股东净利润	252.66	361.67	608.03	739.04	826.40						
资产负债表						财务分析和估值指标					
	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	
货币资金	501.13	553.25	51.29	590.26	194.83	盈利能力					
应收和预付款项	945.19	509.95	1363.04	678.62	1567.75	毛利率	15.89%	18.49%	22.38%	23.28%	23.00%
存货	241.79	204.20	255.09	240.14	306.61	净利率	6.16%	7.27%	11.94%	13.30%	13.52%
其他流动资产	33.34	334.71	334.71	334.71	334.71	ROE	6.22%	8.18%	12.47%	13.61%	13.66%
长期股权投资	339.93	305.63	305.63	305.63	305.63	ROA	5.66%	8.14%	9.43%	11.01%	11.04%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	ROIC	6.09%	8.80%	12.36%	12.03%	14.55%
固定资产和在建工程	4028.76	4424.14	4564.67	4705.20	4725.72	成长能力					
无形资产和开发支出	306.45	370.62	370.62	370.62	370.62	销售收入增长率	-2.62%	19.23%	4.91%	9.09%	10.00%
其他非流动资产	0.28	280.56	280.48	280.39	280.39	净利润增长率	-33.79%	40.89%	72.17%	21.55%	11.82%
资产总计	6396.87	6983.07	7525.53	7505.57	8086.27	资本结构					
短期借款	580.00	577.00	736.08	0.00	0.00	资产负债率	34.12%	35.15%	33.72%	26.09%	23.67%
应付和预收款项	795.27	564.96	488.44	645.58	601.23	流动比率	1.23	1.33	1.55	2.59	3.60
长期借款	760.53	1207.99	1207.99	1207.99	1207.99	速动比率	1.04	0.88	1.10	1.78	2.64
其他负债	46.60	104.76	104.76	104.76	104.76	经营效率					
负债合计	2182.40	2454.71	2537.27	1958.33	1913.98	总资产周转率	0.64	0.70	0.68	0.75	0.76
股本	660.00	660.00	660.00	660.00	660.00	存货周转率	14.26	19.52	15.61	17.88	15.46
资本公积	1802.86	1802.16	1802.16	1802.16	1802.16	业绩和估值					
留存收益	1596.27	1957.23	2412.84	2966.62	3585.85	EPS	0.383	0.548	0.921	1.120	1.252
归属母公司股东权益	4059.13	4419.39	4875.00	5428.77	6048.00	BPS	6.150	6.696	7.386	8.225	9.164
少数股东权益	155.34	108.97	113.25	118.46	124.28	PE	28.53	19.93	11.85	9.75	8.72
股东权益合计	4214.47	4528.36	4988.25	5547.23	6172.29	PB	1.78	1.63	1.48	1.33	1.19
负债和股东权益合计	6396.87	6983.07	7525.53	7505.57	8086.27	EV/EBITDA	13.12	9.26	12.20	9.09	8.69

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并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级说明

证券投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内证券的绝对收益为分类标准。

买入：20%以上；

增持：5%-20%；

中性：-5%-5%；

减持：-5%以下。

行业投资评级：

以研究员预测的报告发布之日起 6 个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。

超配：高于 5%；

标配：介于-5%到 5%；

低配：低于-5%。

免责声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：J19651000。

©版权所有 2015 年川财证券有限责任公司