

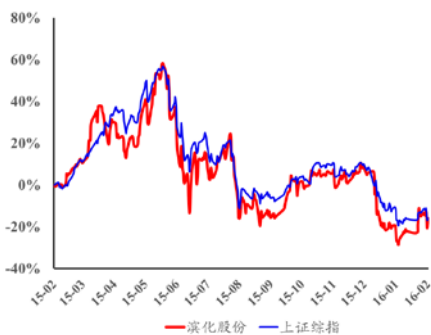
## 化工

2016年2月28日

## 滨化股份（601678.SH）年报点评

首次覆盖给予“推荐”评级

## 最近52周走势：



## 相关研究报告：

## 报告作者：

分析师：石亮

执业证书编号：S0590515090001

## 联系人：

马群星 石亮 夏文奇

电话：0510-82833337

Email: maqx@glsc.com.cn

## 独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。  
 国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

**事件：**公司26日公告，2015年全年实现营收48.16亿元，同比减少1.49%，归母净利润4.31亿元，同比上升19.17%，EPS0.44元。扣非净利润4.56亿元，同比增加27.29%。经营活动产生的现金流净额7.43亿元，同比降低28.24%。

## 点评：

- **环氧丙烷是盈利主要来源。**公司全年销售环氧丙烷29.75万吨，同比增加8.22%，但价格有所下滑，环氧丙烷业务全年实现营业收入26.76亿元，同比下降13.34%，实现毛利5.24亿元，同比增加19.38%，是公司盈利的主要来源。
- **三氯乙烯和烧碱盈利能力增强。**国内三氯乙烯产能过剩仍较为严重，但抓住国外三氯乙烯企业关停的机遇积极开拓新用户，2015年出口1.95万吨，同比增加80.59%。毛利增加2218.39万元。公司全年销售烧碱62.35万吨，同比增加16.91%，同时煤炭等要素价格下降使成本降低，毛利率由27.27%提升至34.60%，毛利增加8939万元。
- **公司产品线不断丰富。**公司综合利用氯碱主业产生的氯资源，目前已有环氧丙烷、三氯乙烯和氯丙烯等产品，目前还在建设环氧氯丙烷等项目，产品线不断丰富。
- **公司具备完整的产业链。**公司建立了综合配套的循环经济产业链，水、电和盐等生产要素自供比例均超过50%。2015年累计生产原盐50.73万吨、发电9.56亿度、发汽666.07万吨，具备明显的成本优势。
- **首次覆盖给予“推荐”评级。**预计2016~2018年EPS分别为0.32元、0.35元和0.40元，对应26日收盘价PE分别为20.1X、18.1X和16.0X。鉴于公司具有一体化核心竞争力，同时产品线不断丰富，首次覆盖给予“推荐”评级。
- **风险提示：**风险一：新项目进度不达预期；风险二：环保风险

**财务报表预测与财务指标**

单位：百万

更新日期：16/02/26

利润表						资产负债表					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>营业收入</b>	<b>4,889</b>	<b>4,816</b>	<b>5,153</b>	<b>5,566</b>	<b>6,094</b>	现金	553	410	721	779	853
营业成本	3,985	3,597	4,174	4,508	4,936	应收款项净额	510	613	936	736	1,094
营业税金及附加	23	33	36	38	42	存货	204	185	298	224	348
销售费用	103	164	176	190	208	其他流动资产	335	154	154	154	154
管理费用	218	261	273	295	323	<b>流动资产总额</b>	<b>1,602</b>	<b>1,362</b>	<b>2,110</b>	<b>1,894</b>	<b>2,450</b>
<b>EBI T</b>	<b>569</b>	<b>687</b>	<b>470</b>	<b>510</b>	<b>560</b>	固定资产和在建工程	4,424	4,541	4,534	4,527	4,485
财务费用	89	126	73	67	57	无形资产	371	413	390	368	345
资产减值损失	25	49	32	32	32	长期股权投资	306	476	491	506	521
投资净收益	41	14	15	15	15	其他长期资产	281	383	382	380	380
<b>营业利润</b>	<b>487</b>	<b>599</b>	<b>405</b>	<b>450</b>	<b>511</b>	<b>资产总额</b>	<b>6,983</b>	<b>7,175</b>	<b>7,907</b>	<b>7,674</b>	<b>8,181</b>
营业外净收入	-6	-39	-6	-6	-6	短期借款	577	495	664	456	317
<b>利润总额</b>	<b>482</b>	<b>560</b>	<b>399</b>	<b>444</b>	<b>505</b>	应付款项	565	479	835	581	966
所得税	126	160	96	107	123	其他流动负债	66	414	414	414	414
<b>净利润</b>	<b>356</b>	<b>401</b>	<b>303</b>	<b>337</b>	<b>383</b>	<b>流动负债</b>	<b>1,208</b>	<b>1,388</b>	<b>1,914</b>	<b>1,451</b>	<b>1,697</b>
少数股东损益	-6	-30	-9	-10	-12	长期借款	1,208	918	918	918	918
<b>归属母公司净利润</b>	<b>362</b>	<b>431</b>	<b>313</b>	<b>347</b>	<b>395</b>	其他长期负债	39	35	35	35	35
						<b>负债总额</b>	<b>2,455</b>	<b>2,342</b>	<b>2,867</b>	<b>2,405</b>	<b>2,650</b>
<b>主要财务比率</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	少数股东权益	109	79	69	59	47
<b>成长能力</b>						股东权益	4,419	4,754	4,971	5,211	5,483
营业收入	19.2%	-1.5%	7.0%	8.0%	9.5%	<b>负债和股东权益</b>	<b>6,983</b>	<b>7,175</b>	<b>7,907</b>	<b>7,674</b>	<b>8,181</b>
营业利润	57.0%	20.9%	-31.6%	8.4%	10.0%						
净利润	40.9%	12.7%	-24.4%	11.1%	13.7%	<b>现金流量表</b>	<b>2014A</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
<b>获利能力</b>						税后经营利润	302	395	293	326	372
毛利率(%)	18.5%	25.3%	19.0%	19.0%	19.0%	折旧和摊销	340	382	349	349	382
净利率(%)	7.3%	8.3%	5.9%	6.0%	6.3%	公允价值变动	25	49	32	32	32
ROE(%)	8.2%	9.1%	6.3%	6.7%	7.2%	利息费用	90	126	71	66	55
ROA(%)	8.1%	9.6%	5.9%	6.6%	6.9%	营运资金的变动	282	-162	-80	-10	0
<b>偿债能力</b>						其他	-5	-48	0	0	0
流动比率	1.33	0.98	1.10	1.30	1.44	<b>经营活动现金流</b>	<b>1,037</b>	<b>741</b>	<b>665</b>	<b>793</b>	<b>745</b>
速动比率	0.88	0.74	0.87	1.04	1.15	短期投资	-2,562	-1,748	-8	-8	-8
资产负债率(%)	35.2%	32.6%	36.3%	31.3%	32.4%	长期股权投资	2,995	1,812	0	0	0
<b>营运能力</b>						固定资产投资	-917	-559	-350	-350	-350
总资产周转率	70.0%	67.1%	65.2%	72.5%	74.5%	<b>投资活动现金流</b>	<b>-1,258</b>	<b>-569</b>	<b>-354</b>	<b>-354</b>	<b>-354</b>
应收账款周转率	10.99	8.76	6.08	8.41	6.15	股权融资	2	0	0	0	0
存货周转率	19.52	19.45	13.99	20.16	14.18	负债净变化	558	-30	169	-208	-139
<b>每股收益</b>	<b>0.37</b>	<b>0.44</b>	<b>0.32</b>	<b>0.35</b>	<b>0.40</b>	支付股利、利息	-209	-238	-167	-173	-177
每股净资产	4.46	4.80	5.02	5.26	5.54	其它融资现金流	-38	-3	0	0	0
P/E	17.4	14.6	20.1	18.1	16.0	<b>融资活动现金流</b>	<b>313</b>	<b>-271</b>	<b>1</b>	<b>-380</b>	<b>-316</b>
P/B	1.4	1.3	1.3	1.2	1.1	<b>现金净变动额</b>	<b>92</b>	<b>-98</b>	<b>312</b>	<b>58</b>	<b>74</b>

数据来源：国联证券研究所

**无锡**

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

**上海**

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

**北京**

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

**深圳**

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

**国联证券投资评级:**

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

**免责条款:**

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。