

滨化股份 (601678) 2010-2-4



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

拥有成本优势的环氧丙烷供应商

要点:

- 公司是国内最大的环氧丙烷供应商。公司主要产品为环氧丙烷、离子膜烧碱及氯乙烯等，其中环氧丙烷目前产能16万吨/年，占主营收入超过60%，国内市场占有率达到35%以上，是国内最大的环氧丙烷供应商。
- 产业链向上游延伸，资源优势转化为成本优势。公司地处山东滨州，主要上游原料包括原盐、电力、水以及丙烯。公司经过多年发展，目前自备水库、盐田及发电机组，基本能够满足日常生产所需原料。另外，公司充分发挥一体化优势，利用循环经济模式有效提高资源利用效率，盈利状况大大高于行业平均水平。
- 循环经济模式增加抗风险能力。公司拥有良好的循环经济发展模式，烧碱的副产品氯气和氢气，氯气用来制备环氧丙烷，残渣用来制造建筑标砖；氢气用来生产盐酸和氯乙烯，残渣经回收转化为丙烷等可燃气。独特的循环产业模式一方面节约成本，减少污染，同时也提高了公司抵御上下游价格波动风险的能力。
- 募投项目用于扩大产能。本次募投项目已经利用银行贷款完成建设并已与09年1月份投产，IPO募集资金主要用来偿还银行贷款。募投项目主要是在现有一体化的循环生产模式下产能的扩张以及技术的改造。募投项目达产使公司在现有基础上，规模效应更加明显。盈利能力位于同行业前列。
- 盈利预测与评级。预计公司10、11、12年EPS为0.75、0.88 和0.99 元，考虑到公司的良好发展前景并参考同类上市公司，给予公司10 年25-28倍动态市盈率比较合理，合理价值区间为22-24.64，给以20% 的折价收益，建议询价区间18.33-20.53。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2733	3125	3480	3675
归属母公司净利润	267	330	385	438
ROE(%)	29.7%	10.6%	10.3%	10.5%
每股收益(元)	0.61	0.75	0.88	0.99

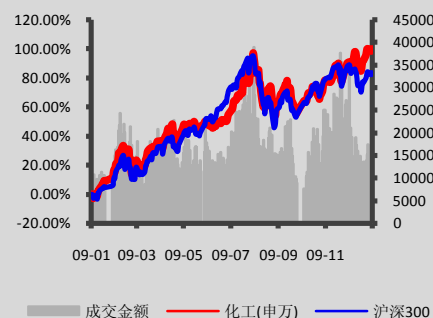
基础化工行业

建议询价区间: 18.33-20.53 元
首日价格区间: 22.00-24.64 元

基础数据

发行前股本(万)	33000
本次发行(万)	11000
发行后股本(万)	44000

52 周内行业走势



行业研究员

杜志强 张欣

电话 021-32229888*3502

邮箱 duzhiqiang@ajzq.com

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	944	1644	2347	2848	营业收入	2733	3125	3480	3675
现金	466	1080	1679	2126	营业成本	2122	2372	2703	2850
应收账款	66	55	56	59	营业税金及附加	22	25	28	29
其他应收款	12	48	69	49	营业费用	57	70	81	81
预付账款	24	5	6	8	管理费用	149	166	195	200
存货	81	105	115	125	财务费用	120	75	-16	-43
其他流动资产	297	351	421	481	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	2766	2660	2595	2618	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	17	15	14	12	投资净收益	37	28	22	29
固定资产	2597	2515	2465	2499	营业利润	303	446	511	586
无形资产	100	98	96	93	营业外收入	58	3	3	3
其他非流动资产	51	32	20	14	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	3710	4304	4941	5466	利润总额	359	449	514	589
流动负债	2244	734	805	895	所得税	64	97	100	116
短期借款	1500	33	0	0	净利润	295	351	414	473
应付账款	135	35	62	97	少数股东损益	28	21	29	35
其他流动负债	609	666	743	798	归属母公司净利润	267	330	385	438
非流动负债	568	370	323	273	EBITDA	650	679	659	717
长期借款	565	365	315	265	EPS (元)	0.81	0.75	0.88	0.99
其他非流动负债	3	5	8	8	主要财务比率				
负债合计	2811	1104	1128	1169	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	69	90	119	154	成长能力				
股本	330	440	440	440	营业收入	55.7%	14.3%	11.4%	5.6%
资本公积	145	1916	2166	2166	营业利润	183.9%	47.1%	14.7%	14.7%
留存收益	354	753	1138	1576	归属于母公司净利润	226.3%	23.8%	16.6%	13.6%
归属母公司股东权益	899	3110	3745	4183	获利能力				
负债和股东权益	3710	4304	4941	5466	毛利率 (%)	22.4%	24.1%	22.3%	22.4%
现金流量表				单位: 百万元	净利率 (%)	9.8%	10.6%	11.1%	11.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE (%)	29.7%	10.6%	10.3%	10.5%
经营活动现金流	184	464	453	582	ROIC (%)	13.1%	15.1%	14.9%	16.1%
净利润	295	351	414	473	偿债能力				
折旧摊销	226	158	164	174	资产负债率 (%)	75.8%	25.6%	22.8%	21.4%
财务费用	120	75	-16	-43	净负债比率 (%)	79.32%	54.15%	49.19%	46.63%
投资损失	-37	-28	-22	-29	流动比率	0.42	2.24	2.91	3.18
营运资金变动	-439	-155	-40	-5	速动比率	0.38	2.10	2.77	3.04
其他经营现金流	19	62	-47	13	营运能力				
投资活动现金流	-214	-20	-77	-169	总资产周转率	0.74	0.78	0.75	0.71
资本支出	268	50	100	200	应收账款周转率	46	50	61	62
长期投资	-49	-2	-1	-2	应付账款周转率	7.80	27.92	55.73	35.85
其他投资现金流	6	28	22	29	每股指标 (元)				

筹资活动现金流	17	170	224	33	每股收益(最新摊薄)	0.61	0.75	0.88	0.99
短期借款	100	-1467	-33	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	1.05	1.03	1.32
长期借款	240	-200	-50	-50	每股净资产(最新摊薄)	2.04	7.07	8.51	9.51
普通股增加	0	110	0	0					
资本公积增加	0	1771	250	0					
其他筹资现金流	-323	-43	56	83					
现金净增加额	-14	614	599	447					

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

● 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

● 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我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并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。