

化学原料

滨化股份 (601678. SH) / 16.52 元

短期受益于价格上涨 长期受益于建筑节能

事 项

2010 年 6 月 23 日，华创证券化工行业研究员到滨化股份进行了调研。

主要观点

1、具有循环经济优势，具备可持续发展的能力。公司基于循环经济模式组合，充分利用副产品：电石泥做皂化剂，反应尾气回收液化做石油液化气，废渣综合利用制建筑标准砖，形成良好的经济效益和社会效益。

2、短期受益于三氯乙烯价格上涨。今年以来，三氯乙烯价格大幅上涨，滨化股份具有 4 万吨三氯乙烯产能，今年还有 4 万吨新装置投产，大幅受益于该产品价格上涨。

3、长期受益于建筑节能。滨化股份超过 50% 的营业收入来自于环氧丙烷产品；环氧丙烷是硬泡组合聚醚的主要生产原料，环氧丙烷占硬泡组合聚醚成本 60% 左右；硬泡组合聚醚是聚氨酯硬泡的两个主要原料之一，占聚氨酯硬泡成本达到 30%；聚氨酯硬泡是外墙保温最理想的材料，同样厚度的聚氨酯硬泡节能效果是聚苯乙烯泡沫的 1.6 倍，具有良好的性能和耐用性；国内聚氨酯硬泡主要应用于冰箱保温，在建筑节能领域前景非常广阔。公司是国内环氧丙烷最大的供应商，长期受益于我国建筑节能产品的推广。

4、烧碱产品多年维持高毛利率。滨化股份与神华集团具有长期合作关系，目前具有原盐产能将近 60 万吨，自备水库资产，自发电满足公司用电量 90% 以上，公司多年来烧碱毛利率保持在 35% 以上。

5、盈利预测与投资建议。预测滨化股份 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 为 0.85 元、1.02 元和 1.26 元。给予推荐评级。

研究员：高利

联系人：何多粮 张文博

Tel: 010-59370862

Email: heduoliang@hczq.com

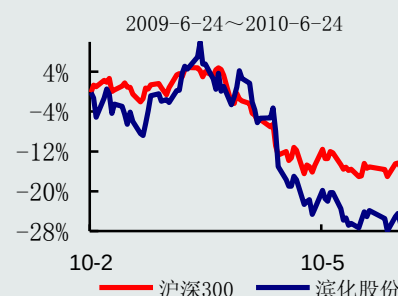
投资评级

投资评级:	推荐
评级变动:	首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	44000
流通 A 股/B 股(万股)	11000/0
资产负债率(%)	75.77
每股净资产(元)	2.51
市盈率(倍)	27.25
市净率(倍)	6.58
12 个月内最高/最低价	25.0/16.0

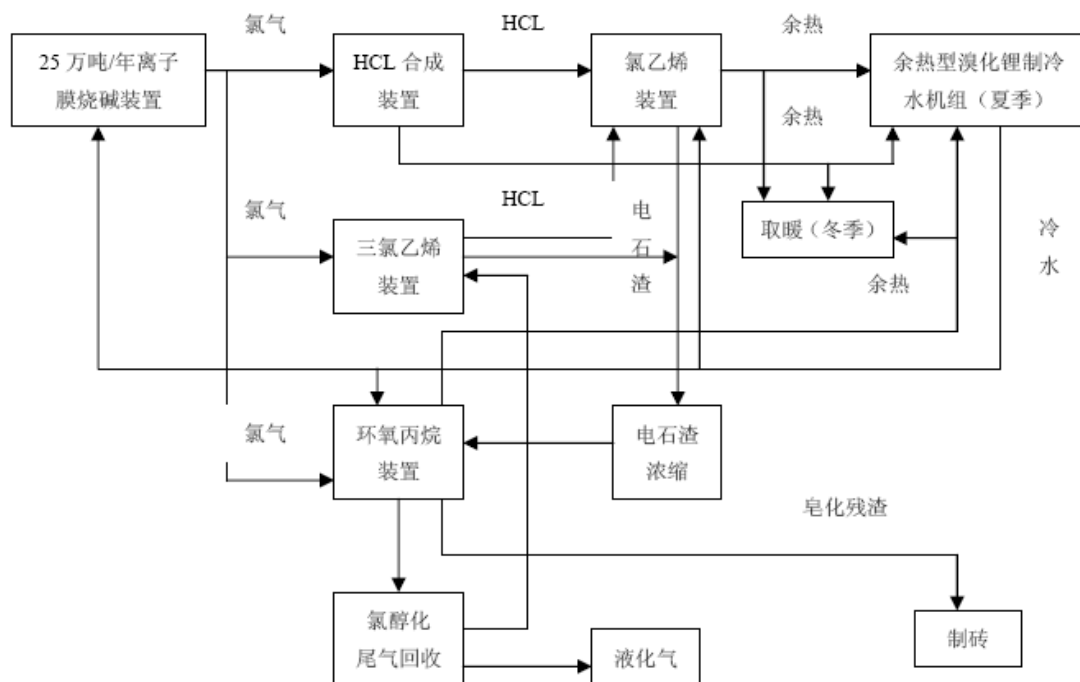
市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

滨化股份基于循环经济模式组合，从原盐进厂开始，以氯碱为龙头，所产氯气用于生产三氯乙烯和环氧丙烷，三氯乙烯副产 HCL 用于生产 VCM，三氯乙烯、VCM 副产的电石泥经过本项目回收处理用作环氧丙烷生产的皂化剂，将环氧丙烷生产中的反应尾气进行回收液化作为石油液化气回收利用，环氧丙烷生产中产生的废渣与热力公司的废渣（粉煤灰、炉渣）综合利用制建筑标准砖，用以替代国家限制生产的粘土砖，形成良好的经济效益和社会效益。



今年以来，三氯乙烯受益于制冷剂 R-134a 需求旺盛，加上国外部分三氯乙烯装置关停和国内部分三氯乙烯装置检修，三氯乙烯价格大幅上涨。滨化股份具有 4 万吨三氯乙烯产能，今年还有 4 万吨新装置投产，大幅受益于该产品价格上涨。

滨化股份超过 50%的营业收入来自于环氧丙烷产品；环氧丙烷是硬泡组合聚醚的主要生产原料，环氧丙烷占硬泡组合聚醚成本 60%左右；硬泡组合聚醚是聚氨酯硬泡的两个主要原料之一，占聚氨酯硬泡成本达到 30%；聚氨酯硬泡是外墙保温最理想的材料，同样厚度的聚氨酯硬泡节能效果是聚苯乙烯泡末的 1.6 倍，具有良好的性能和耐用性；国内聚氨酯硬泡主要应用于冰箱保温，在建筑节能领域前景非常广阔。环氧丙烷作为重要的原料，长期受益于我国建筑节能产品的推广。

滨化股份与神华集团具有长期合作关系，煤炭成本明显低于市场价格，在价格上涨时煤炭能得到优先满足。

滨化股份逐步具备 100 万吨原盐生产能力，目前具有产能将近 60 万吨，原盐具有成本优势。

滨化股份具备水库资产，水源来自黄河水和天然雨水，水库年供水量可达 1000 万立方米，公司生产用水成本只有市场价格的 1/4 左右。

滨化股份具有三炉三机热电装置，90%以上的用电量可自给，自发电成本只有市场价格的 2/3，烧碱成本超过 60%是电力成本，自供电较大幅度降低了烧碱成本。

由于滨化股份具备以上成本优势，公司烧碱连续多年来毛利率超过 35%，烧碱市场竞争优势非常明显。

五、盈利预测与投资建议

预测滨化股份 2010 年、2011 年和 2012 年 EPS 为 0.85 元、1.02 元和 1.26 元。给予推荐评级。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	944	3108	3885	4530
现金	466	2803	3535	4153
应收账款	66	54	56	59
其它应收款	12	28	36	26
预付账款	24	32	34	30
存货	81	68	72	74
其他	297	122	151	190
非流动资产	2766	3031	3082	3113
长期投资	17	25	27	17
固定资产	2597	2832	2848	2853
无形资产	100	110	122	132
其他	51	65	85	112
资产总计	3710	6139	6967	7643
流动负债	2244	2153	2360	2269
短期借款	1500	1385	1428	1438
应付账款	135	227	257	206
其他	609	541	675	625
非流动负债	568	755	949	1155
长期借款	565	753	946	1153
其他	3	2	2	2
负债合计	2811	2908	3309	3424
少数股东权益	69	92	126	170
股本	330	440	440	440
资本公积金	145	2020	2069	2129
留存收益	354	678	1024	1480
归属母公司股东权益	829	3138	3533	4049
负债和股东权益	3710	6139	6967	7643

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	184	847	794	710
净利润	295	397	483	600
折旧摊销	226	169	187	199
财务费用	120	30	60	80
投资损失	-37	-30	-30	-30
营运资金变动	-439	289	94	-141
其它	19	-7	-0	2
投资活动现金流	-214	-389	-188	-172
资本支出	268	400	200	200
长期投资	-49	8	2	-10
其他	6	18	14	18
筹资活动现金流	17	1889	146	110
短期借款	100	-115	43	9
长期借款	240	188	193	207
普通股增加	0	110	0	0
资本公积增加	0	1876	48	60
其他	-323	-170	-139	-167
现金净增加额	-14	2347	752	648

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2733	2978	3543	4070
营业成本	2122	2257	2650	2990
营业税金及附加	22	23	28	32
营业费用	57	62	73	84
管理费用	149	158	198	222
财务费用	120	30	60	80
资产减值损失	-1	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	37	30	30	30
营业利润	303	480	566	694
营业外收入	58	32	42	59
营业外支出	2	5	7	6
利润总额	359	507	600	747
所得税	64	110	117	147
净利润	295	397	483	600
少数股东损益	28	23	33	44
归属母公司净利润	267	373	450	556
EBITDA	650	679	813	973
EPS（元）	0.81	0.85	1.02	1.26

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	55.7%	9.0%	19.0%	14.9%
营业利润	183.9%	58.4%	17.8%	22.7%
归属母公司净利润	226.3%	40.0%	20.5%	23.5%
获利能力				
毛利率	22.4%	24.2%	25.2%	26.5%
净利率	9.8%	12.5%	12.7%	13.7%
ROE	32.2%	11.9%	12.7%	13.7%
ROIC	13.1%	15.3%	19.9%	23.1%
偿债能力				
资产负债率	75.8%	47.4%	47.5%	44.8%
净负债比率	79.32%	76.10%	74.79%	78.97%
流动比率	0.42	1.44	1.65	2.00
速动比率	0.38	1.41	1.62	1.96
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.60	0.54	0.56
应收账款周转率	48	50	64	71
应付账款周转率	7.80	12.48	10.95	12.91
每股指标(元)				
每股收益	0.61	0.85	1.02	1.26
每股经营现金	0.42	1.93	1.80	1.61
每股净资产	1.88	7.13	8.03	9.20
估值比率				
P/E	20.44	19.46	16.16	13.08
P/B	6.58	2.32	2.06	1.80
EV/EBITDA	14	13	11	9

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。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“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801