

动态报告

基础化工

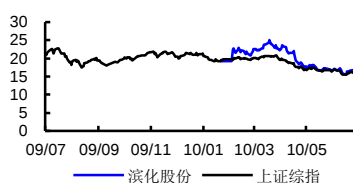
化学制品

滨化股份(601678)
谨慎推荐

中报点评

2010年7月20日

一年该股与上证综指走势比较


股票数据

昨收盘(元)	17.81
总股本/流通A股(百万股)	440.00/110.00
流通B股/H股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	7,836.40/1,959.10
上证综指/深圳成指	2,424.27/9,806.64
12个月最高/最低(元)	24.72/15.39

财务数据

净资产值(百万元)	2,840.31
每股净资产(元)	6.46
市净率	2.76
资产负债率	28.04%
息率	

相关研究报告:

分析师: 张栋梁

电话: 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980210060047

独立性声明:

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,特此声明。

财报点评

产业链竞争优势促盈利平稳增长

●1H10 业绩符合预期, 季度环比保持平稳

2010年上半年实现营业收入16.95亿元,同比增长46.87%;毛利率20.73%,较09年下半年略降1.52个百分点;归属于母公司所有者净利润1.56亿元,同比增长62.58%,实现基本每股收益0.39元/股,公司经营活动产生现金流量净额约为0.73亿元,同比增长366%。

其中公司2Q10实现营业收入8.42亿元,环比下降1.32%;毛利率21.20%,较1Q09的20.26%提升0.94个百分点;归属母公司净利润0.73亿元,环比减少11.20%。

●期间费用率有所下降, 财务费用减少明显

从公司三项费用来看,10年上半年销售费用率、管理费用率、财务费用率三项合计9.37%,较09年上半年减少4.63个百分点,销售收入的增长是导致费用率水平下降的主要原因。其中,销售费用同比增长38.11%,管理费用同比增长13.95%,财务费用同比下降39.64%,募集资金到位后贷款大幅下降推动财务费用下降。

●环氧丙烷需求放缓等待旺季来临, 新增产能加剧市场竞争

房地产、家电、汽车、家具等终端行业需求在二季度开始增速放缓,影响聚醚企业开工率大幅下降至不到50%,环氧丙烷需求受到压制,预计8月份传统旺季来临将推高聚醚需求,进而带动环氧丙烷市场好转。

聚丙烯市场需求低迷加大丙烯价格压力,预计未来半年丙烯价格维持相对低位,公司成本压力将有所缓解。

镇海炼化利安德化学的28万吨共氧化法环氧丙烷装置6月成功开车,该装置的投产使得我国共氧化法环氧丙烷产能达到50万吨以上,占据国内环氧丙烷产能约40%的比重。环氧丙烷新增产能增加了行业供给,将对环氧丙烷市场带来一定压力。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	1,755.63	2,733.17	3,199.78	3,279.78	3,339.78
(+/-%)	-10.94%	55.68%	17.07%	2.50%	1.83%
净利润(百万元)	81.74	266.75	325.08	368.15	408.44
(+/-%)	-68.42%	226.34%	21.87%	13.25%	10.94%
每股收益(元)	0.25	0.81	0.74	0.84	0.93
EBIT Margin	10.15%	14.06%	14.64%	14.67%	15.87%
净资产收益率(ROE)	14.11%	32.14%	9.98%	10.47%	10.75%
市盈率(PE)	71.90	22.03	24.63	21.75	19.61
EV/EBITDA	28.29	14.45	13.28	12.56	11.40
市净率(PB)	10.15	7.24	2.46	2.28	2.11

●烧碱业务阶段性低点，三氯乙烯盈利能力突出

烧碱下游电解铝、造纸等行业景气下降，加之烧碱行业产能过剩严重，PVC企业开工率上升导致烧碱供应量增加，导致公司烧碱销量及价格均处于低谷。随着房地产调控压制PVC需求导致开工率下降，预计未来烧碱供应量将下降，支撑烧碱价格企稳回升。预计公司10万吨片碱装置将于8月初投产，增加固体烧碱商品比例。

1H10三氯乙烯业务表现抢眼，下游制冷剂需求旺盛推动产品维持高价，进而推动毛利率达到32.54%，贡献了约5400万元的毛利。公司在建的4万吨三氯乙烯装置预计将于10月建成投产，进一步增强公司在三氯乙烯行业的话语权。

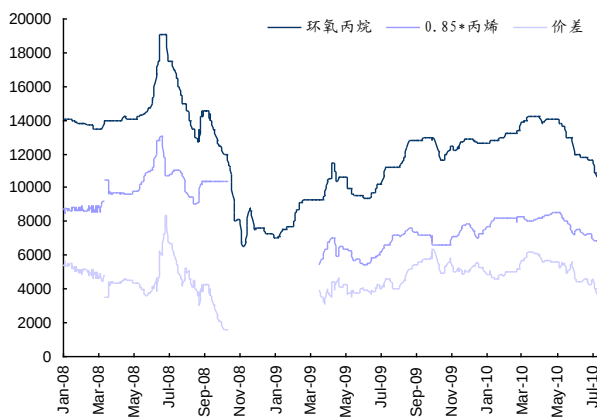
●一体化产业链竞争优势突出，给予“谨慎推荐”投资评级

滨化股份IPO募集资金项目已于09年初建成，2H09即已开始贡献业绩；募集资金到位后，公司偿还银行贷款后资金实力加强，奠定公司新一轮发展基础。

公司一体化产业链竞争优势突出，拥有60万吨/年原盐自备盐场，以及热电联产装置，满足公司原盐、电力、蒸汽、水资源的供给，综合竞争成本优势突出，推动公司各项业务在行业波动中继续保持发展。

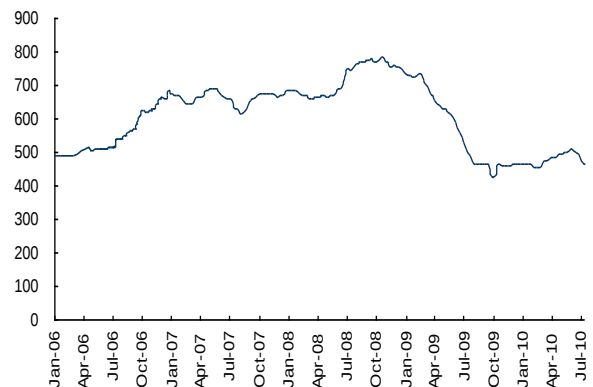
我们认为，2H10公司环氧丙烷业务盈利能力将有所下降，但烧碱业务逐步回升，三氯乙烯产品盈利能力突出，片碱装置及新增三氯乙烯产能将提升公司贡献新的利润增长点，我们预计公司10-12年EPS为0.74、0.84、0.93元，我们给予公司“谨慎推荐”投资评级。

图 1：环氧丙烷及丙烯价差



资料来源：国信证券经济研究所

图 2：32%离子膜烧碱价格处于阶段低点



资料来源：国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	466	1300	1477	1735
应收款项	373	399	409	416
存货净额	81	100	108	108
其他流动资产	25	19	19	20
流动资产合计	944	1818	2014	2279
固定资产	2645	2679	2626	2522
无形资产及其他	100	97	94	91
其他长期资产	4	4	4	4
长期股权投资	17	11	6	0
资产总计	3710	4609	4744	4897
短期借款及交易性金融负债	1665	400	300	200
应付款项	380	281	287	287
其他流动负债	199	301	307	307
流动负债合计	2244	981	894	793
长期借款及应付债券	565	335	335	335
其他长期负债	3	(48)	(99)	(150)
长期负债合计	568	287	236	185
负债合计	2811	1268	1129	978
少数股东权益	69	83	99	117
股东权益	830	3257	3515	3801
负债和股东权益总计	3710	4609	4744	4897

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.81	0.74	0.84	0.93
每股红利	0.43	0.22	0.25	0.28
每股净资产	2.51	7.40	7.99	8.64
ROIC	11%	12%	12%	13%
ROE	32%	10%	10%	11%
毛利率	22%	23%	22%	24%
EBIT Margin	14%	15%	15%	16%
EBITDA Margin	22%	22%	22%	24%
收入增长	56%	17%	3%	2%
净利润增长率	226%	22%	13%	11%
资产负债率	78%	29%	26%	22%
息率	2.4%	1.6%	1.8%	2.0%
P/E	22.5	24.6	21.8	19.6
P/B	7.2	2.5	2.3	2.1
EV/EBITDA	14.4	13.3	12.6	11.4

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2733	3200	3280	3340
营业成本	2122	2480	2545	2555
营业税金及附加	22	25	25	26
销售费用	57	66	67	68
管理费用	149	161	161	161
财务费用	120	48	(1)	(11)
投资收益	37	30	30	30
资产减值及公允价值变动	1	0	0	0
其他收入	0	3	3	3
营业利润	303	453	516	574
营业外净收支	56	5	5	5
利润总额	359	458	521	579
所得税费用	64	98	112	126
少数股东损益	28	36	40	45
归属于母公司净利润	267	325	368	408

现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	267	325	368	408
资产减值准备	(6)	(0)	0	0
折旧摊销	226	230	246	258
公允价值变动损失	(1)	(0)	(0)	0
财务费用	120	48	(1)	(11)
营运资本变动	(807)	(87)	(58)	(59)
其它	19	14	16	18
经营活动现金流	(303)	482	573	626
资本开支	(104)	(261)	(191)	(151)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(104)	(255)	(185)	(145)
权益性融资	10	2200	0	0
负债净变化	240	(230)	0	0
支付股利、利息	(143)	(98)	(110)	(123)
其它融资现金流	189	(1265)	(100)	(100)
融资活动现金流	393	607	(210)	(223)
现金净变动	(14)	834	177	258
货币资金的期初余额	480	466	1300	1477
货币资金的期末余额	466	1300	1477	1735
企业自由现金流	(370)	251	376	463
权益自由现金流	59	(1282)	276	372

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。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。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晨	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	