

证券研究报告—公司年报快评

基础化工

滨化股份 (601678)

谨慎推荐

化学制品

年报点评

2011 年 1 月 24 日

业绩稳步增长，环氧丙烷盈利预期向好

证券分析师： 张栋梁 0755-82130532 zhangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书

编码：S0980510120013

联系人： 罗洋 0755-82150633 luoyang@guosen.com.cn

事项：

滨化股份公布 2010 年年报，营业收入 35.75 亿元，同比增长 30.78%；归属于母公司所有者净利润 3.37 亿元，同比增长 26.44%，实现基本每股收益 0.80 元/股。

10 年分配方案为每 10 股转增 5 股，派送现金股利 1 元（含税）。

评论：

■ 2H10 盈利提升，分配方案 10 股转 5 股分红 1 元

2010 年实现营业收入 35.75 亿元，同比增长 30.78%，环氧丙烷销售价格提升、三氯乙烯价格及销量提升推动了销售收入的增长；毛利率 21.87%，较 09 年微降 0.49%，在主要原料丙烯、煤炭、电石价格上涨的情况下保持了毛利率的稳定，也提升了公司利润水平；归属于母公司所有者净利润 3.37 亿元，同比增长 26.44%，实现基本每股收益 0.80 元/股；经营活动净现金流 2.28 亿元，同比增长 23.99%。

2H10 环氧丙烷及烧碱价格回升推动了盈利能力明显好转。2H10 实现营业收入 18.79 亿元，环比增长 10.87%；毛利率为 22.90%，较 1H10 增长 2.17 个百分点，其中 4 季度毛利率达到 25.65%，较 3 季度高出 5.33 个百分点；归属母公司净利润 1.82 亿元，环比增长 16.70%，实现基本每股收益 0.41 元。下半年产品价格持续上涨，是全年盈利略高于预期的主要原因。

公司 2010 年年度分配方案为每 10 股转增 5 股，派送现金股利 1 元（含税）。

■ 期间费用率稳步下降，财务费用大幅减少

从公司三项费用来看，10 年销售费用率、管理费用率、财务费用率三项合计 9.10%，较 09 年减少 2.80 个百分点；销售费用率及管理费用率保持稳定，财务费用率明显下降。其中，销售费用同比增长 31.20%，管理费用同比增长 32.46%，财务费用同比下降 55.23%，募集资金到位后贷款大幅下降推动财务费用下降是主要原因。

2H10 环氧丙烷、烧碱、三氯乙烯分别实现营业收入 10.15、3.25 和 2.06 亿元，分别较 1H10 增长-5.57%、14.38%和 19.97%；环氧丙烷收入略有下降，烧碱业务在下半年明显复苏，而三氯乙烯继续保持增长势头；2H10 三种产品毛利率分别为 23.34%、32.66%和 48.43%，分别较 1H10 增长 7.72、20.56 和 15.89 个百分点，下半年产品毛利全部好转。

■ 环氧丙烷盈利预期向好，三氯乙烯贡献新增利润点

2010 年，主要产品环氧丙烷、烧碱、三氯乙烯全年实现营业收入分别为 20.87、6.04 和 3.71 亿元，分别同比增长 26.40%、4.87%和 133.92%，毛利率分别为 23.17%、19.37%和 41.37%，分别较 09 年增加-13.12、1.44 和 21.43 个百分点。共计生产环氧丙烷 20.07 万吨、烧碱（折百）42.60 万吨、二氯丙烷溶剂 3.44 万吨、三氯乙烯 4.66 万吨、各种助剂 17305 吨，以及各种型号粉煤灰砖 11622.82 万块、发汽量 632.52 万吨、发电量 98895.95 万 KWh、原盐 45.31 万吨。

下游聚醚行业产能扩张支撑了环氧丙烷需求，推动环氧丙烷价格上涨，2010 年平均价格达到 13000 元/吨，较 09 年平均价格上涨 18%；近期环氧丙烷供应紧张推动价格连续上涨，滨化股份报价已涨至 14500 元/吨。随着下游需求提升及短期供应紧张，环氧丙烷价格存在进一步上涨的可能，未来盈利向好。

公司新建 4 万吨三氯乙烯装置，使得总产能达到 8 万吨，成为国内最大三氯乙烯生产基地。2010 年三氯乙烯需求旺盛，盈利能力大幅提升。下游金属清洗剂、制冷剂需求旺盛推动产品盈利向好，毛利率升至 41.37%，较 09 年的 19.94% 提升了 21.43 个百分点，为公司贡献毛利 1.54 亿元，以 10%的营业收入贡献了 20%的毛利。

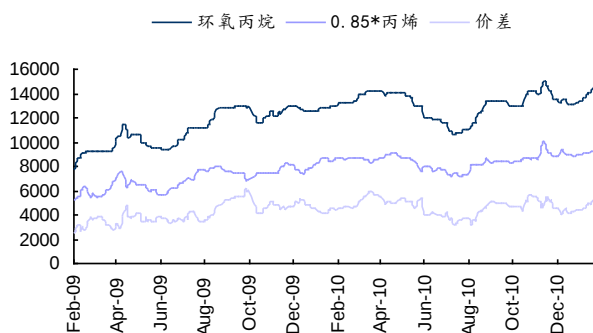
烧碱产品受行业产能过剩影响，价格全年处于低位，能源价格提升使得毛利率较 09 年大幅下降 13.12 个百分点。2H10 受节能减排限产政策影响，烧碱价格强势反弹，烧碱产品毛利回升至 32.66%。公司新增片碱业务也将提升烧碱产品毛利率。

表1：2010年公司各种产品产量

产品名称	产量	负荷率 %
烧碱	42.60 万吨	101.43
环氧丙烷	20.07 万吨	111.50
三氯乙烯	4.66 万吨	100.00
助剂	1.73 万吨	
二氯丙烷	3.44 万吨	
粉煤灰砖	1.16 亿块	
发气量	632.52 万吨	
发电量	9.89 亿千瓦时	
原盐	45.31 万吨	

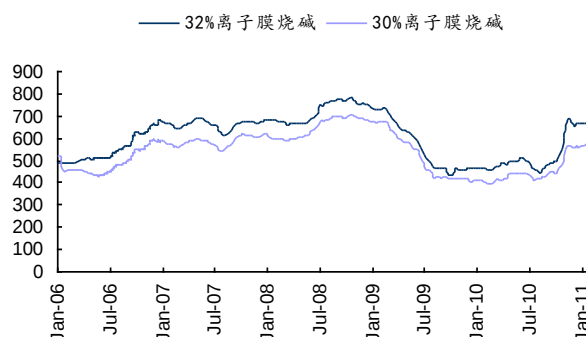
资料来源：公司年报，国信证券经济研究所

图 1：环氧丙烷价格继续上涨 元/吨



资料来源：隆众化工网，国信证券经济研究所

图 2：烧碱价格强势反弹



资料来源：中国资讯网，国信证券经济研究所

■ 一体化经营稳健增长，维持“谨慎推荐”投资评级

公司一体化产业链在行业内优势突出，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。东瑞化工 10 万吨/年片碱装置项目、4 万吨/年三氯乙烯项目和 12000 立方米龙口港丙烯球罐项目顺利投产，进一步提升公司产能并贡献新的利润增长点。

我们预计公司股本转增摊薄后 11-12 年 EPS 为 0.65、0.71 元，维持公司“谨慎推荐”投资评级。

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

分析师承诺:

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。

风险提示:

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。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。