

公司研究

调研简报

首次评级：短期_推荐，长期_A

下游产能扩张 需求带动价格上涨

——滨化股份(601678)调研简报

核心观点

事件：

近日我们调研了滨化股份，就公司主营业务情况与公司领导进行了深入的沟通。

点评：

区域内需求增加推动价格上涨：公司拥有 20 万吨的环氧丙烷产能，贡献约 60% 的收入。近期环氧丙烷需求旺盛，价格呈上涨趋势。公司保持满负荷开工，销售价格在 1.6 万元/吨。其中山东区域内新增聚醚产能较多，预计拉动约 15 万吨的环氧丙烷需求，造成区域内供货紧张。公司丙烯主要来源于山东地炼企业，价格在 1.2 万元/吨，距离年初上涨幅度小于环氧丙烷上涨幅度 10% 左右，公司盈利空间增加。

短期其他产能检修推动环氧丙烷供应持续偏紧：上海高桥石化目前已经宣布 8 万吨环氧丙烷永久关闭，而沙特 20 万吨装置预计二季度将检修一个月，新加坡 16 万吨的产能在 7 月份检修一个月，市场供应减少，环氧丙烷存在继续上涨的动力。国内包括山东东大 30 万吨聚醚在内，目前约有 100 万吨的聚醚装置在建，对环氧丙烷形成 80 万吨左右的新增需求。

三氯乙烯产能扩张，价格暂时稳定：2010 年底公司投产 4 万吨三氯乙烯，总产能达到 8 万吨，成为全国最大的供应商。下游主要用于制冷剂行业，短期由于区域内潍坊新投产 6 万吨，压低产品价格，目前出厂价格在 8600 元/吨。

拟与陶氏合作建设四氯乙烯项目：公司与陶氏化学公司拟合作的四氯乙烯项目，双方各持 50% 股份。新工厂前期目标定为年产 4 万吨四氯乙烯，同时具备将年产量提升至 8 万吨的能力。该项目预计在 2014 年投产。四氯乙烯主要是利用环氧丙烷的副产品二氯丙烷来生产，是非臭氧层损耗制冷剂的关键原料，全球范围内对该制冷剂的原料——四氯乙烯的需求量正在不断上升，国内的四氯乙烯市场同样增长迅速，供应量却非常有限。

盈利预测及评级：我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 为 1.05 元、1.10 元和 1.13 元，从下游聚醚产能扩建情况来看，环氧丙烷供应将长期趋紧，公司盈利空间得以保障。目前股价 20.76 元，2011 年给予 25 倍的 PE，目标价格为 26.25 元，给予公司“推荐-A”的投资评级。

风险提示：丙烯价格大幅上涨；下游聚醚开工率降低。

财务数据与估值

	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	3575	4279	4343	4451
同比增速(%)	31%	20%	1%	2%
净利润(百万)	337	695	725	744
同比增速(%)	26%	106%	4%	3%
EPS(元)	0.77	1.05	1.10	1.13
P/E	27.57	20.06	19.22	18.75

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	66000.00
流通A股(万股)	21450.00
52周内股价区间(元)	14.95-30.73
总市值(亿元)	139.46
总资产(亿元)	41.40
每股净资产(元)	7.04
目标价	6个月
	12个月

相关报告

研究员：王双

电话：010-84183312

Email: wangshuang@guodu.com

执业证书编号：S0940510120012

联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1306	2264	2913	3537	营业收入	3575	4279	4343	4451
现金	311	1579	2163	2712	营业成本	2793	3062	3094	3172
应收账款	87	108	107	110	营业税金及附加	23	28	28	29
其它应收款	7	65	31	36	营业费用	74	89	90	92
预付账款	37	65	50	55	管理费用	197	234	239	244
存货	140	96	106	114	财务费用	54	10	-9	-14
其他	723	351	457	510	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	2835	2789	2942	2995	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	51	28	32	37	投资净收益	30	30	30	30
固定资产	2612	2462	2408	2348	营业利润	462	886	931	958
无形资产	105	116	122	129	营业外收入	3	0	0	0
其他	66	183	380	481	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	4140	5053	5855	6532	利润总额	463	886	931	958
流动负债	901	1945	1716	1541	所得税	95	170	179	188
短期借款	285	1062	949	765	净利润	368	716	752	770
应付账款	219	254	203	225	少数股东损益	30	21	26	26
其他	397	629	564	550	归属母公司净利润	337	695	725	744
非流动负债	48	-177	-177	-177	EBITDA	748	1050	1079	1107
长期借款	45	-180	-180	-180	EPS (元)	0.77	1.05	1.10	1.13
其他	3	3	3	3	主要财务比率				
负债合计	949	1193	1363	1388		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	95	116	142	168	成长能力				
股本	440	660	660	660	营业收入	30.8%	19.7%	1.5%	2.5%
资本公积	2011	1791	1791	1791	营业利润	52.3%	91.9%	5.1%	2.9%
留存收益	642	1293	1898	2524	归属母公司净利润	26.4%	106.1%	4.4%	2.5%
归属母公司股东权益	3093	3744	4350	4975	获利能力				
负债和股东权益	4140	5053	5855	6532	毛利率	21.9%	28.4%	28.8%	28.8%
现金流量表					净利率	9.4%	16.2%	16.7%	16.7%
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	10.9%	18.6%	16.7%	15.0%
经营活动现金流	228	1528	657	809	ROIC	12.0%	26.6%	24.1%	23.6%
净利润	368	716	752	770	偿债能力				
折旧摊销	233	154	157	163	资产负债率	22.9%	23.6%	23.3%	21.3%
财务费用	54	10	-9	-14	净负债比率	63.26%	39.53%	58.23%	59.19%
投资损失	-30	-30	-30	-30	流动比率	1.45	1.16	1.70	2.30
营运资金变动	-394	680	-215	-77	速动比率	1.29	1.11	1.64	2.22
其它	-3	-2	2	-2	营运能力				
投资活动现金流	-269	-81	-283	-184	总资产周转率	0.91	0.93	0.80	0.72
资本支出	186	120	300	200	应收帐款周转率	47	44	40	41
长期投资	-113	-22	4	5	应付帐款周转率	15.78	12.93	13.53	14.81
其他	-196	16	21	21	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-114	-179	211	-76	每股收益	0.51	1.05	1.10	1.13
短期借款	-1215	777	-113	-184	每股经营现金	0.34	2.32	0.99	1.23
长期借款	-520	-800	400	200	每股净资产	4.69	5.67	6.59	7.54
普通股增加	110	220	0	0	估值比率				
资本公积增加	1866	-220	0	0	P/E	27.57	20.06	19.22	18.75
其他	-355	-156	-76	-93	P/B	3.01	3.72	3.21	2.80
现金净增加额	-155	1268	584	549	EV/EBITDA	19	14	13	13

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			