

所得税率调整影响三季报业绩，短期环丙供给增加长期看好

公司研究简报

◆事件:

公司发布 2011 年三季报业绩，前三季度实现营业收入 34.7 亿元，同比增长 36.85%，归属母公司股东净利润 5.06 亿元，同比增长 153.14%。

◆ 三季报业绩略低于市场预期，四季度国内外新增环氧丙烷投产供给将增加:

公司三季报业绩略低于市场预期，主要是公司高新技术企业到期，三季报所得税税率提高至 15% 至 25%，单季度税率达到近 30%。根据我们对环氧丙烷及其原材料的价差跟踪，三季度产品与原材料的平均价差和二季度大致相当，因此三季度产品盈利情况尚维持稳定。

四季度来看，环氧丙烷 11 月迎来投产集中期（预计国内扩产 8-10%，国外陶氏泰国产能释放将逐渐进入国内），短期对价格存在压力。

◆ 下游聚醚扩产也较快，而环氧丙烷新产能投放较少，长期环氧丙烷盈利情况维持稳定:

尽管短期来看，国内外环氧丙烷新增产能较多，而目前下游需求较弱的情况，短期对环氧丙烷价格有一定冲击。但是中长期来看，下游聚醚新增产能也较快，而 14 年之前环氧丙烷新产能较少，一旦下游需求，环氧丙烷盈利情况仍将维持稳定。

◆ 三季度业绩略低于预期，短期新增供给较大，长期景气度仍将维持，给予“增持”的投资评级，目标价格 20 元:

公司三季度业绩略低于预期，主要是受所得税率调高影响。短期来看，四季度国内外新增环氧丙烷对应目前下游弱需求对环氧丙烷价格将有一定冲击，但是下游聚醚扩产也较快，一旦需求复苏，环氧丙烷盈利情况仍将维持稳定。公司此次增发项目，产业链向下游延伸，一体化优势将更为明显，实现公司从基础化工原料产品向高端精细化工产品拓展，未来新项目只是时间问题，不考虑增发摊薄和新项目，调整公司 11-13 年 EPS 分别为 1、1.03 和 1.11 的盈利预测，暂给予“增持”的投资评级，目标价格 20 元。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2,733	3,575	4,427	4,646	5,005
营业收入增长率	55.68%	30.78%	23.84%	4.95%	7.73%
净利润（百万元）	267	337	659	677	734
净利润增长率	226.34%	26.44%	95.53%	2.68%	8.45%
EPS（元）	0.40	0.51	1.00	1.03	1.11
ROE（归属母公司） （摊薄）	32.14%	10.89%	17.77%	15.53%	14.53%
P/E	38	30	15	15	14

增持（下调）

当前价/目标价：15.31/20.00 元

目标期限：6 个月

分析师

王席鑫（执业证书编号：S0930511020001）

021-22169077

wangxixin@ebsecn.com

程磊（执业证书编号：S0930510120003）

021-22169157

chenglei@ebsecn.com

张力扬（执业证书编号：S0930511010005）

021-22169167

zhangly@ebsecn.com

联系人

孙琦祥

021-22169123

sunqx@ebsecn.com

市场数据

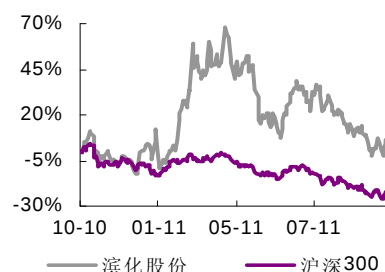
总股本(亿股)：6.60

总市值(亿元)：101.05

一年最低/最高(元)：13.00/30.73

近 3 月换手率：45.06%

股价表现(一年)

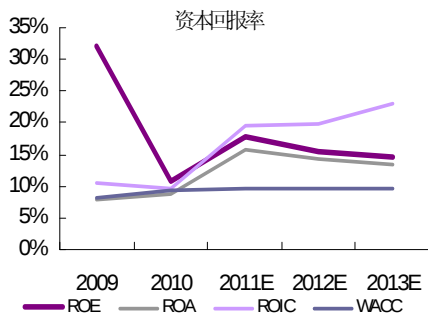
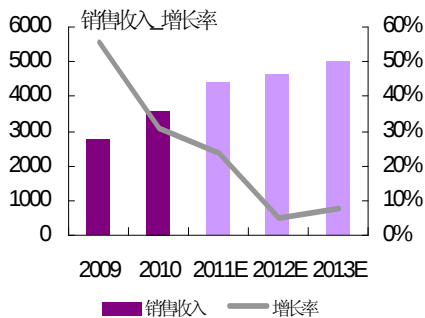
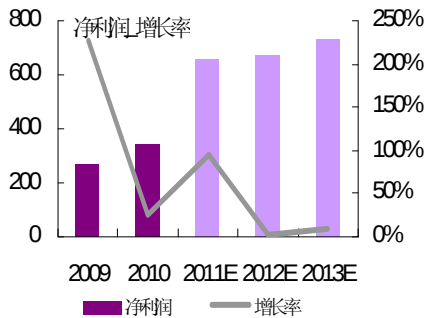
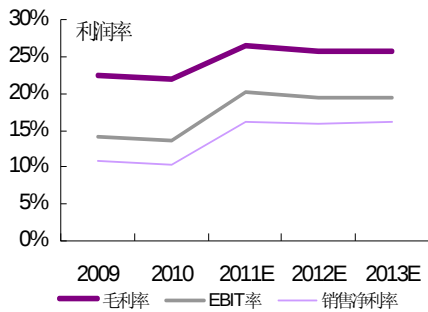


收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	4.16	-7.85	29.10
绝对	8.83	-16.70	9.25

相关研报

中报业绩符合预期，增发项目极大提升公司盈利和成本控制能力



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,733	3,575	4,427	4,646	5,005
营业成本	2,122	2,793	3,259	3,453	3,719
折旧和摊销	226	233	309	312	315
营业税费	22	23	32	32	35
销售费用	57	74	89	93	100
管理费用	149	197	155	163	175
财务费用	120	54	8	-6	-16
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	37	30	36	38	40
营业利润	303	462	920	949	1,031
利润总额	359	463	922	951	1,033
少数股东损益	28	30	60	65	71
归属母公司净利润	266.75	337.28	659.48	677.13	734.35

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	3,710	4,140	4,539	5,189	6,020
流动资产	944	1,306	1,972	2,880	3,992
货币资金	466	311	939	1,722	2,786
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	66	87	110	115	124
应收票据	296	641	636	750	763
其他应收款	12	7	15	12	15
存货	81	140	149	154	174
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	17	51	54	58	62
固定资产	2,597	2,612	2,362	2,107	1,832
无形资产	100	105	100	95	90
总负债	2,811	949	671	608	673
无息负债	581	349	626	563	628
有息负债	2,230	600	45	45	45
股东权益	899	3,192	3,867	4,581	5,347
股本	330	440	660	660	660
公积金	192	2,072	2,138	2,206	2,279
未分配利润	307	581	911	1,491	2,113
少数股东权益	69	95	155	220	291

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	184	228	1,253	821	1,081
净利润	267	337	659	677	734
折旧摊销	226	233	309	312	315
净营运资金增加	960	875	-112	222	37
其他	-1,270	-1,217	397	-390	-4
投资活动产生现金流	-214	-269	-18	-16	6
净资本支出	268	186	50	50	30
长期投资变化	17	51	-4	-4	-4
其他资产变化	-499	-505	-64	-62	-20
融资活动现金流	17	-114	-607	-22	-24
股本变化	0	110	220	0	0
债务净变化	445	-1,630	-555	0	0
无息负债变化	-601	-233	278	-63	65
净现金流	-14	-155	628	783	1,063

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	55.68%	30.78%	23.84%	4.95%	7.73%
净利润增长率	226.34%	26.44%	95.53%	2.68%	8.45%
EBITDA 增长率	126.70%	17.32%	67.32%	1.32%	5.92%
EBIT 增长率	124.00%	25.91%	83.74%	1.45%	7.70%
估值指标					
PE	38	30	15	15	14
PB	12	3	3	2	2
EV/EBITDA	12	11	8	8	7
EV/EBIT	19	16	11	11	9
EV/NOPLAT	23	20	15	13	11
EV/Sales	3	2	2	2	2
EV/IC	2	2	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	22.36%	21.87%	26.37%	25.67%	25.68%
EBITDA 率	22.40%	20.09%	27.14%	26.20%	25.76%
EBIT 率	14.11%	13.59%	20.16%	19.48%	19.48%
税前净利润率	13.14%	12.95%	20.84%	20.48%	20.63%
税后净利润率 (归属母公	9.76%	9.44%	14.90%	14.58%	14.67%
ROA	7.94%	8.88%	15.85%	14.30%	13.38%
ROE (归属母公司) (摊	32.14%	10.89%	17.77%	15.53%	14.53%
经营性 ROIC	10.36%	9.72%	19.43%	19.93%	23.08%
偿债能力					
流动比率	0.42	1.45	3.16	5.14	6.38
速动比率	0.38	1.29	2.92	4.86	6.10
归属母公司权益/有息债务	0.37	5.16	82.49	96.90	112.34
有形资产/有息债务	1.62	6.70	98.62	113.18	131.75
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.40	0.51	1.00	1.03	1.11
每股红利	0.00	0.07	0.04	0.06	0.09
每股经营现金流	0.28	0.34	1.90	1.24	1.64
每股自由现金流(FCFF)	-1.04	-0.67	1.62	1.13	1.53
每股净资产	1.26	4.69	5.62	6.61	7.66
每股销售收入	4.14	5.42	6.71	7.04	7.58

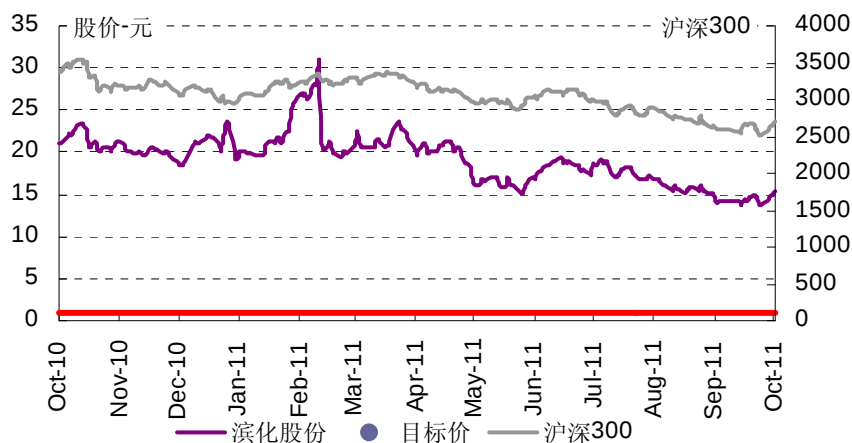
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

滨化股份（601678）



日期	股价	目标	评级
2010-02-08	22.14	20.00	增持
2011-06-26	22.14	25.00	买入
2011-06-27	16.39	25.00	买入
2011-07-11	18.81	25.00	买入
2011-07-20	18.35	25.00	买入
2011-10-23	13.71	25.00	买入

买入 — 增持 — 中性 —
减持 — 卖出 —

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com