

## 烧碱+环氧丙烷

报告原因：公司调研

2012年12月20日

市场数据：2012年12月20日

|             |            |
|-------------|------------|
| 收盘价(元)      | 9.36       |
| 一年内最高/最低(元) | 15.36/8.08 |
| 市净率         | 1.5        |
| 市盈率         | 16.6       |
| 流通A股市值(亿元)  | 20.08      |

基础数据：2012年9月30日

|              |           |
|--------------|-----------|
| 每股净资产(元)     | 5.86      |
| 资产负债率%       | 27.68     |
| 总股本/流通A股(百万) | 660/214.5 |
| 流通B股/H股(百万)  |           |

### 相关研究

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009

Email: peiyunpeng@sxzq.com

分析师：苏淼

执业证书编号：S0760512080001

Email: sumiao@sxzq.com

021-38529770

联系人：张小玲

zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦7层

<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

## 滨化股份 (601678)

首次

完善的产业链配套带来明显的成本优势

增持

公司研究/调研简报

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

|       | 营业收入    | 营业成本    | 净利润    | 每股收益 | 市盈率   |
|-------|---------|---------|--------|------|-------|
| 2011A | 4612.70 | 3385.16 | 608.81 | 0.92 | 10.15 |
| 2012E | 4370.02 | 3497.29 | 371.92 | 0.56 | 16.61 |
| 2013E | 4638.75 | 3637.91 | 409.20 | 0.62 | 15.10 |
| 2014E | 4968.46 | 3866.61 | 443.85 | 0.67 | 13.92 |

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

④ **建筑节能为环氧丙烷的需求带来稳定的增长，环保因素将限制氯醇法环氧丙烷的产能扩张。**公司现有环氧丙烷的产能大约为20万吨，预计2012年的产量大约为20万吨左右。从下游需求来看，环氧丙烷的主要下游是硬泡聚醚，硬泡聚醚主要应用在建筑保温板、冰箱冰柜等领域，由于公安部消防局停止执行65号文，建筑节能市场为聚氨酯硬泡市场提供巨大的需求量，预计未来聚氨酯硬泡在建筑领域的需求增速大约为23.65%，建筑节能市场的快速增长也会显著增加环氧丙烷的需求量。《产业结构调整指导目录(2011年本)》中将氯醇法环氧丙烷列入限制类，但是从实际的产能扩建情况来看，新建产能仍旧主要以氯醇法为主，但是由于氯醇法的“三废”比较多，我们预计未来几年政府会逐步淘汰产能规模较小的氯醇法环氧丙烷。

④ **完善的产业链配套为烧碱带来明显的成本优势。**烧碱的产能大约为45万吨，预计2012年全年产量大约为45万吨左右，从成本构成来看，离子膜烧碱的主要成本是原盐和电力的成本，原盐目前产能大约是60万吨，今年实际产量大约为40万吨左右，公司在烧碱产品的主要竞争优势是成本优势，由于具备完善的产业链配套，电力成本大约为0.5元/度左右，外购电的含税价格大约为0.65元/度，自备水库用水的成本大约为0.5元/方，外购水的价格为2.6元/吨左右，按照公司发电10亿度，用水约1500方估算，预计公司合计将节约1.3亿元，按照45万吨的产量折算，每吨烧碱节约成本节约290元/吨左右，我们预计公司的烧碱成本大约为1200~1300元/吨。

④ **业绩与估值。**预计2012~2014年的每股收益为0.56、0.62和0.67元，当前价格(9.36)对于2012年的PE为16.6倍，对于2013年的PE为15.1倍，短期来看，环氧丙烷和烧碱的价格并没有出现止跌反弹的迹象，预计公司业绩不会大幅反转，由于环氧丙烷的下游是聚醚行业，聚醚和MDI合成聚氨酯硬泡，受益于建筑节能巨大的市场空间，预计未来公司的业绩会逐步好转，首次给予“增持”的评级。

④ **风险提示。**1、搬迁新建烧碱和环氧丙烷的产能释放进度低于预期 2、环氧丙烷和烧碱的价格下跌幅度高于预期

## 1、环氧丙烷：建筑节能带来需求稳定增长，环保因素限制氯醇法的产能扩张

环氧丙烷目前的产能大约为 20 万吨，其中东瑞化工的产能为 8 万吨，本部化工的产能为 12 万吨，预计全年产量大约为 20 万吨左右。2012 年第三季度环氧丙烷的出厂含税价大约为 11000~13300 元/吨，第四季度的含税价格为 11500~12000 元/吨，2011 年的含税价格大约为 12000~16000 元/吨，由于环氧丙烷含税价格的同比下滑导致公司 2012 年的业绩同比大幅下滑。

环氧丙烷的主要原材料是丙烯，预计全年需要丙烯 17 万吨。目前丙烯的国外采购的比例大约为 30%~35%，剩余 70%的丙烯采购主要是从山东及山东周边的地方炼油企业采购。

从下游需求来看，环氧丙烷的主要下游是硬泡聚醚，硬泡聚醚主要应用在建筑保温板、冰箱冰柜等领域，由于公安部消防局停止执行 65 号文，建筑节能市场将为聚氨酯硬泡市场提供巨大的需求量。在点评报告《65 号文终止执行只是开始，未来激励政策将不断出台》中，我们预计未来聚氨酯硬泡在建筑领域的需求增速大约为 23.65%，建筑节能市场的快速增长也会显著增加环氧丙烷的需求量。从下游客户来看，公司的主要下游客户包括淄博德信联邦、高桥石油化工、句容宁武化工等企业，其中淄博德信联邦化工在 2011 年扩大了生产产能，句容宁武化工预计 2013 年产能将扩到 23 万吨，下游客户产能大幅扩张，而公司产能没有明显提升，因此预计未来产量增幅比较小。

图表 1: 国内部分聚醚生产企业的产能情况 (万吨)

|          | 2011  | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 上海高桥石油化工 | 25.2  | 25.2  | 25.2  | 25.2  |
| 山东蓝星东大化工 | 16    | 16    | 16    | 16    |
| 淄博德信联邦化工 | 13    | 23    | 23    | 23    |
| 句容宁武化工   | 15    | 15    | 30    | 30    |
| 其他       | 165.3 | 165.3 | 183.3 | 199.3 |
| 合计       | 234.5 | 244.5 | 277.5 | 293.5 |

数据来源：山西证券研究所

在政策方面，《产业结构调整指导目录(2011 年本)》中将氯醇法环氧丙烷列入限制类，但是从实际的产能扩建情况来看，新建产能仍旧主要以氯醇法为主，但是由于氯醇法的“三废”比较多，因此新建产能会受到较多的限制，我们预计在未来的几年政府会逐步淘汰产能规模较小的氯醇法环氧丙烷。

从竞争对手的规模和数量来看，仅山东区域内的竞争对手比较多，

包括山东金铃化工、石大胜华、淄博永大化工和山东鑫岳化工等企业，而且山东鑫岳化工的规模和公司的规模基本相当，因此未来的竞争非常激烈。在进口环氧丙烷方面，陶氏化学在泰国有 39 万吨的生产装置，将是未来环氧丙烷的重要进口来源。

图表 2: 国内环氧丙烷的生产企业的产能情况 (万吨)

|                | 2012E | 2013E | 2014E |
|----------------|-------|-------|-------|
| 镇海炼化利安德化学有限公司  | 28.5  | 28.5  | 28.5  |
| 中海油壳牌石油化工有限公司  | 32.5  | 32.5  | 32.5  |
| 山东滨化集团有限公司     | 18    | 18    | 18    |
| 天津大沽精细化工股份有限公司 | 15    | 15    | 15    |
| 锦化化工股份氯碱有限公司   | 13    | 13    | 13    |
| 山东金岭化工股份有限公司   | 8     | 18    | 18    |
| 南京金浦锦湖石化有限公司   | 8     | 8     | 16    |
| 山东蓝星东大化工有限公司   | 9     | 9     | 9     |
| 山东东辰控股集团有限公司   | 5     | 5     | 5     |
| 山东石大胜华化工股份有限公司 | 4     | 4     | 4     |
| 江苏钟山化工         | 4     | 4     | 4     |
| 福建湄洲湾氯碱工业有限公司  | 4     | 4     | 4     |
| 沈阳金碧兰化工有限公司    | 4     | 10    | 10    |
| 淄博永大化工         | 5     | 5     | 5     |
| 山东鑫岳化工         | 18    | 18    | 18    |
| 其他             | 6     | 6     | 6     |
| 合计             | 182   | 198   | 206   |

数据来源: 山西证券研究所

目前公司在环氧丙烷方面的竞争优势主要是工艺优势、完善的配套设施和一体化装置带来的成本优势，凭借氯醇法生产环氧丙烷多年的生产经验，生产装置开工率非常稳定，一直保持在 90%左右。具备完善的配套设施，包括水、电和蒸汽等，公司自备电厂，每年大约发电 10 亿度左右，自给率大约为 80%左右，用电成本大约为 0.5 元/度左右，自备有 1500 方的水库，位于东瑞化工旁边，用水成本大约为 0.5 元/方左右。生产环氧丙烷的氯气来源于离子膜法烧碱的副产物，通过一体化装置降低环氧丙烷的生产成本，预计环氧丙烷的生产成本大约为 9300~9400 元/吨左右。

## 2、烧碱：完善的产业配套带来成本优势

烧碱的产能大约为 45 万吨，东瑞化工 25 万吨，本部大约 20 万吨。2012 年预计全年产量大约为 45 万吨左右，其中固体碱（包括片碱和粒碱）的产能为 25 万吨，液碱的产能为 20 万吨，其中液碱主要以 32%浓度的为主。目前 32%液碱的含税价格为 660 元/吨，2012 年三季度 32%

烧碱的含税价格为830元/吨,目前烧碱的价格出现了一定程度的下滑。

从原材料的角度来看,离子膜烧碱的主要成本是原盐和电力的成本,原盐目前产能大约是60万吨,主要是由海源提供,今年实际产量大约为40万吨左右。目前海盐的市场含税价格大约为280~300元/吨,预计生产成本大约为100~120元/吨左右,电力成本大约为0.5元/度,外购电的含税价格大约为0.65元/度。

从下游消费情况来看,出口比重大约为20%左右,主要出口到日本,预计2012年公司的烧碱出口量是下滑的。烧碱内销的区域主要是山东和河北,山东境内以32%的烧碱为主,运输半径大约是300公里左右,固体碱相对没有运输半径的影响,主要以山东和河北为主要的消费领域。

公司计划搬迁并扩产36万吨/年零极距离子膜法烧碱,采用逐步搬迁的方式,先建18万吨的烧碱装置,后续再建18万吨,全部产能完工合计大约需要2年左右的时间。

公司在烧碱的主要优势是技术优势和成本优势。技术优势包括“零极距高电密电槽”工艺,该工艺可以使烧碱电耗下降10%左右,未来计划使用“氧阴极”技术,该技术可以使烧碱电耗下降30%左右,电耗每下降10%的电耗,成本将下降90~100元左右。成本优势主要来源于完善的产业链配套,电力成本大约为0.5元/度,外购电的含税价格大约为0.65元/度,自备水库用水的成本大约为0.5元/方,外购水的价格为2.6元/吨左右,按照公司发电10亿度,用水约1500方估算,预计公司合计将节约1.3亿元,按照45万吨的产量折算,每吨烧碱节约成本节约290元/吨左右,我们预计公司的烧碱成本大约为1200~1300元/吨。

### 3、业绩与估值

- 1、公司的主要产品包括烧碱和环氧乙烷的销量、不含税价格和毛利率的假设情况如下;
- 2、所得税税率为按照25%估算;
- 3、2012~2014年的少数股东损益1500万、1650万和1790万;
- 4、暂不考虑五氟乙烷和四氯乙烯的业绩贡献;



图表 3: 主要产品的毛利率及销量假设

|      |            | 2012E   | 2013E   | 2014E   |
|------|------------|---------|---------|---------|
| 环氧丙烷 | 销量(万吨)     | 20.5    | 21      | 22      |
|      | 不含税价格(元/吨) | 10800   | 11000   | 11000   |
|      | 毛利率(%)     | 12.39%  | 13.98%  | 13.98%  |
| 烧碱   | 销量(万吨)     | 45      | 50      | 58      |
|      | 不含税价格(元/吨) | 2360.00 | 2404.00 | 2389.66 |
|      | 毛利率(%)     | 46.21%  | 47.19%  | 46.87%  |

数据来源: 山西证券研究所

注: 烧碱为折百后的销量

预计 2012~2014 年的每股收益为 0.56、0.62 和 0.67 元, 当前价格(9.52)对于 2012 年的 PE 为 16.6 倍, 对于 2013 年的 PE 为 15.1 倍, 短期来看, 环氧丙烷和烧碱的价格并没有出现止跌反弹的迹象, 预计公司业绩不会大幅反转, 由于环氧丙烷的下游是聚醚行业, 聚醚和 MDI 合成聚氨酯硬泡, 受益于建筑节能巨大的市场空间, 预计未来公司的业绩会逐步好转, 我们首次给予“增持”的评级。

## 4、风险提示

- 1、搬迁新建烧碱和环氧丙烷的产能释放进度低于预期
- 2、环氧丙烷和烧碱的价格下跌幅度高于预期





## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。