石油化工

署名人：芮定坤
S0960109074123
010-63222951
ruidingkun@cjis.cn

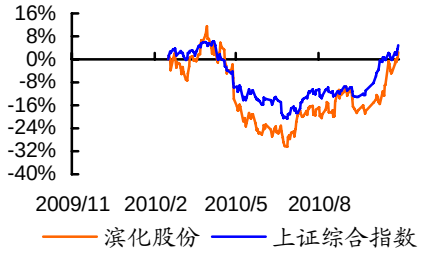
6－12 个月目标价： 26.00 元
当前股价： 22.67 元
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	3129.50
总股本(百万)	440
流通股本(百万)	110
流通市值(亿)	25
EPS（TTM）	
每股净资产（元）	2.04
资产负债率	75.8%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
滨化股份	0.00	27.36	4.28
上证综合指数	0.00	19.41	9.53



相关报告

滨化股份 601678 推荐

对环氧丙烷和烧碱涨价弹性大，关注十二五规划

投资要点：

- 主要看业绩弹性：业绩对烧碱和环氧丙烷价格弹性较大，烧碱和环氧丙烷价格上涨 100 元/吨，增加 EPS0.1 元和 0.03 元。相比于同类上市公司，相对于产品价格上涨股价上涨幅度不大，有交易性机会。
- 环氧丙烷价格从 10000 元/吨上涨到 14000 约 40%，最近 2 周上涨了约 1000 元/吨。镇海 27 万吨环氧丙烷预计 11 月初停车检修 10 天，按日产能计算，影响市场供应 8000 吨左右，相当于月需求量的约 10.8%，11 月价格我们预计可能持续，但还要看进口到港的量。
- 长期来看：环氧丙烷明年的新增产能方面，淄博永大新建 10 万吨，但上海高化 8 万吨要停，所以总体上可能增加只有 2 万吨，而且永大的产能可能延期。需求上下游在国内主要用于聚醚多元醇（占 69%）和表面活性剂（占 17%），06 至 10 年，聚醚多元醇消费年均增长率约 8.3%。所以明年总体上需求增长供给没有增加价格问题不大，从新增产能这个角度，比其他化工产品基本面好。
- 氯碱上涨主要受限电的影响（高耗电），电石供应不足以及企业有效产能被动减少，预计在节能减排持情况下现在价格能到 1 月左右。
- 三氯乙烯现在在试车，今年预计能贡献 1 个半月左右的产能。
- 其他业绩增量：1、公司建的 6 个球罐自己大概用 4 个就够了，剩下的 2 计划明年可能用来出租，每年收入贡献几百万元(基本没有成本)，2、公司持有中海沥青 10%的股权，预计公司这 1 块有 6000 万左右的投资收益，约 EPS0.1 元贡献。
- 投资建议：公司目前的 1 个问题是成长性的问题，环氧丙烷的市场比较小，公司也考虑到这个问题，所以十二五期间也规划一些新的项目，提高循环工艺经济性，从这个角度，建议 4 季度到明年上半年关注。
- 公司业绩对烧碱和环氧丙烷价格弹性较大，具有一定交易性机会。预测 10-12 年 EPS 分别为 0.82、0.93 和 1.1 元，推荐评级。
- 风险提示：环氧丙烷和烧碱价格下跌。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2733	3243	3530	3827
同比(%)	56%	19%	9%	8%
归属母公司净利润(百万元)	267	359	411	485
同比(%)	226%	35%	15%	18%
毛利率(%)	22.4%	21.4%	21.0%	22.2%
ROE(%)	32.1%	11.3%	11.5%	11.9%
每股收益(元)	0.81	0.82	0.93	1.10
P/E	27.17	26.92	23.49	19.92
P/B	8.73	3.04	2.69	2.37
EV/EBITDA	27	17	16	14

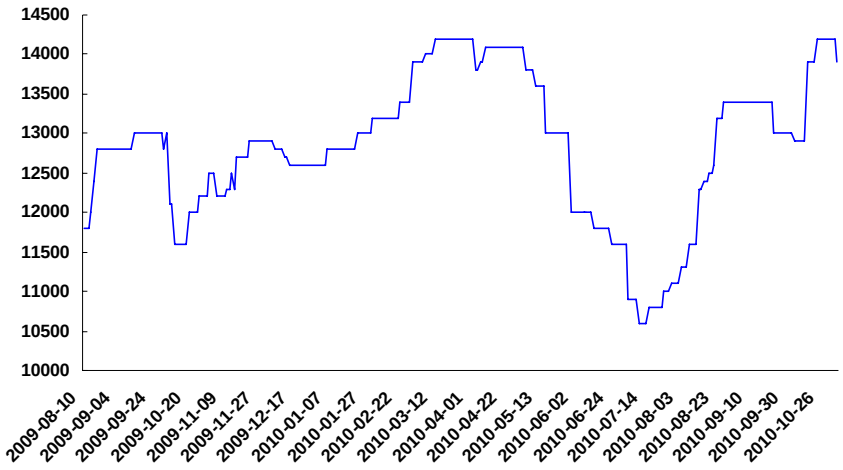
资料来源：中投证券研究所

一、环氧丙烷和烧碱涨价

环氧丙烷价格月从 10000 左右到现在约 14000 上涨了 40%，最近 2 周上涨了约 1000 元/吨。

接下去环氧丙烷价格我们判断有 2 方面影响因素：

图 1 环氧丙烷价格走势　　单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所

好的 1 面：

镇海 27 万吨环氧丙烷预计 11 月初停车检修 10 天，按日产能计算，影响市场供应 8000 吨左右，相当于月需求量的约 10.8%（这里没有考虑季节性）。

坏的 1 面：

但是还有 1 个因素是进口，根据到货量的预测，11 月初大概到港的量由 1 万 4 千吨左右，能够补充短期市场的不足，所以还要看 11 月下半月的进口到港量，所以从这个角度中石化的检修未必会影响市场供应，但有可能造成中间商抬价。

另外环氧丙烷来说每年的旺季在 2-4 月和 7-10 月，11 月以后可能需求减少，但淡旺季的区别没有像化肥那样明显。

长期看环氧丙烷价格：

明年新增产能基本没有，明年的新增产能方面，淄博永大新建 10 万吨，但上海高化 8 万吨要停，所以总体上可能增加只有 2 万吨，而且永大的产能还不一定按时建成。需求上下游在国内主要用于聚醚多元醇（占 69%）和表面活性剂（占 17%），基本上是增长的，2006 年～2010 年，我国聚醚多元醇消费年均增长率预计约为 8.3%。所以明年即时价格下跌一些，但总体还是问题不大，从新增产能这个角度，比其他化工产品基本面好。

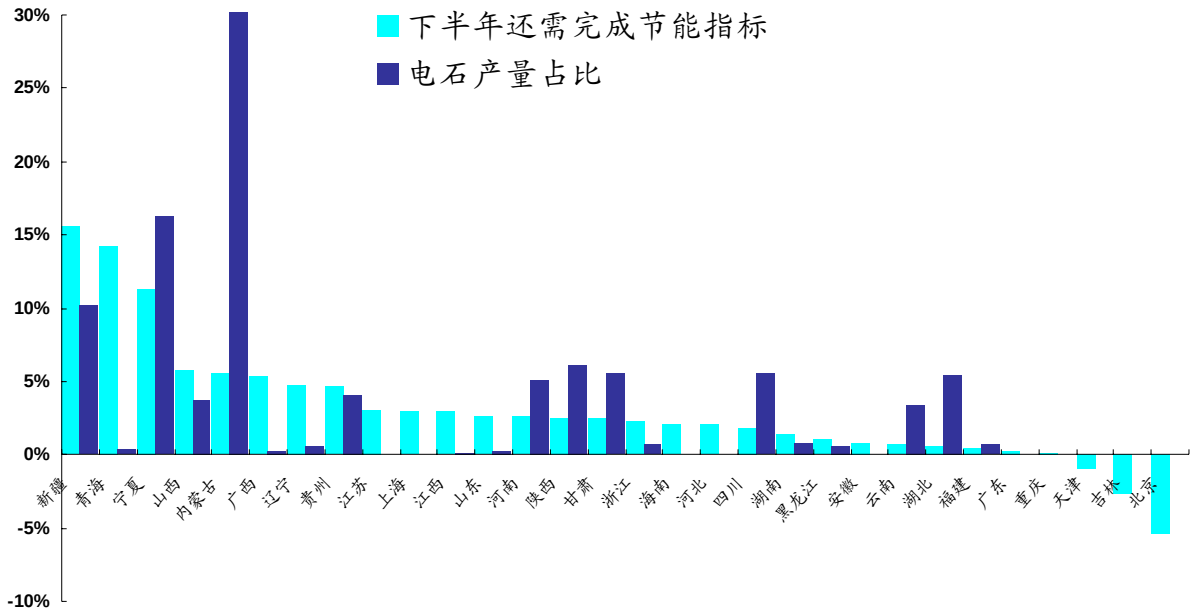
氯碱:

氯碱上公司有一些成本优势:

原盐产能 60 万吨，自备一个 10 亿 kWh 的热电厂，可以满足 90%的电力，拥有一个工业水库，工业用水自给率 90%以上。发电成本 0.4 元左右。

公司目前的烧碱价格在 580-600 元/吨，氯碱企业受限电的影响是比较大的（高耗电），电石供应不足和涨价。目前折百后总共是 42 万吨离子膜烧碱。

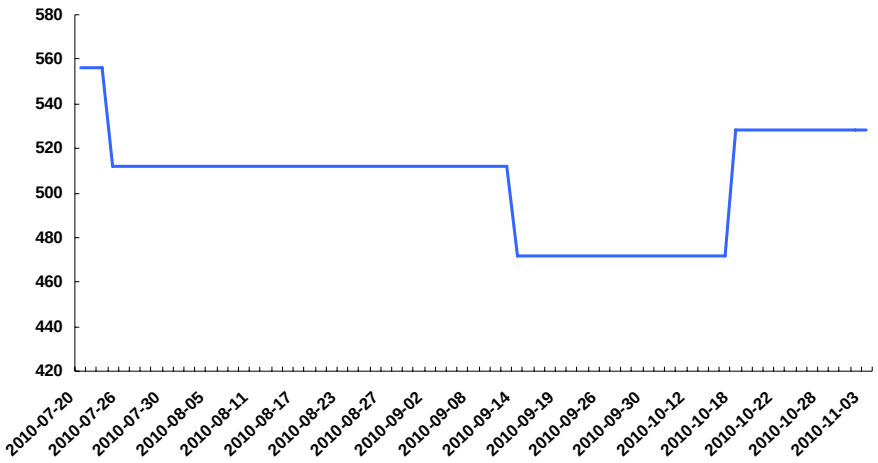
图 2 节能指标任务比较重的企业多数是电石主要产地，影响氯碱企业开工率



资料来源：中投证券研究所

烧碱价格我们预计还能持续，另外，公司的循环工艺作的较好，未来十二五期间还计划进一步做改进。

图 3 烧碱市场价 （32%离子膜） 单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所

三氯乙烯:

三氯乙烯现在在试车，今年预计能贡献 1 个半月左右的产能。三氯乙烯价格在 7700 左右，毛利率比上半年的 40%略有下降。新增 4 万吨产能主要对明年的业绩有所贡献。

三氯乙烯是生产绿色制冷剂 HFC-134a 的原料，制冷剂 HFC-134a 目前是 ODS（消耗臭氧层物质）的替代品。

二、投资建议：推荐

其他投资要点还有:

1、公司建的 6 个球罐 12000m^3 的存储能力，自己大概用 4 个就够了，剩下的 2 计划可能要来出租，每年收入贡献几百万元（基本没有成本）。

2、公司持有中海沥青 10%的股权，中海沥青今年的利润比去年高，预计公司这 1 块有 6000 万左右的投资收益，约 0.1 元的 EPS 贡献。

3、中海沥清在公司附近规划重油加氢装置，未来公司有望将 10000 吨氢气向中海沥清销售，增加销售收入。另外 PVC 装置可能投产。

十二五规划:

公司目前的 1 个问题是成长性的问题，环氧丙烷的市场比较小，公司也考虑到这个问题，所以十二五期间也规划一些新的项目，改造现有产品价格，提高工艺经济性，所以从这个角度，建议 4 季度到明年上半年关注。

公司业绩对烧碱和环氧丙烷价格弹性较大，烧碱和环氧丙烷价格上涨 100 元/吨，增加 EPS0.1 元和 0.03 元。如果市场情绪好的情况下，具有一定交易性机会。

预测 10-12 年 EPS 分别为 0.82、0.93 和 1.1 元，推荐评级。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	944	3271	3965	4605
现金	466	2968	3633	4257
应收账款	66	82	89	96
其它应收款	12	51	56	53
预付账款	24	0	0	0
存货	81	105	115	121
其他	297	66	72	78
非流动资产	2766	2954	3032	3097
长期投资	17	17	17	17
固定资产	2597	2798	2879	2947
无形资产	100	100	100	100
其他	51	40	35	33
资产总计	3710	6225	6996	7702
流动负债	2244	2189	2310	2283
短期借款	1500	1000	1000	1000
应付账款	135	365	394	384
其他	609	824	917	899
非流动负债	568	766	971	1180
长期借款	565	764	969	1177
其他	3	2	2	2
负债合计	2811	2955	3282	3462
少数股东权益	69	96	129	169
股本	330	440	440	440
资本公积	145	2020	2020	2020
留存收益	354	713	1124	1609
归属母公司股东权益	830	3174	3586	4071
负债和股东权益	3710	6225	6996	7702

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	184	1202	654	620
净利润	295	386	445	525
折旧摊销	0	138	153	164
财务费用	120	72	30	26
投资损失	-37	-55	-55	-55
营运资金变动	0	659	82	-40
其它	-194	2	1	0
投资活动现金流	-214	-275	-175	-175
资本支出	268	330	230	230
长期投资	-49	0	0	0
其他	6	55	55	55
筹资活动现金流	17	1574	186	179
短期借款	100	-500	0	0
长期借款	240	199	205	209
普通股增加	0	110	0	0
资本公积增加	0	1876	0	0
其他	-323	-110	-18	-30
现金净增加额	-14	2502	666	624

利润表

会计年度	2009	2010	2011	2012
营业收入	2733	3243	3530	3827
营业成本	2122	2549	2789	2977
营业税金及附加	22	26	29	31
营业费用	57	0	0	0
管理费用	149	177	196	211
财务费用	120	72	30	26
资产减值损失	-1	0	-0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	37	55	55	55
营业利润	303	473	542	637
营业外收入	58	2	5	8
营业外支出	2	4	4	3
利润总额	359	472	543	642
所得税	64	86	99	117
净利润	295	386	445	525
少数股东损益	28	27	33	40
归属母公司净利润	267	359	411	485
EBITDA	423	683	724	827
EPS（元）	0.81	0.82	0.93	1.10

主要财务比率

会计年度	2009	2010	2011	2012
成长能力				
营业收入	55.7	18.7	8.8%	8.4%
营业利润	183.9	56.2	14.5	17.6
归属于母公司净利润	226.3	34.5	14.6	17.9
获利能力				
毛利率	22.4	21.4	21.0	22.2
净利率	9.8%	11.1%	11.7%	12.7
ROE	32.1	11.3%	11.5%	11.9%
ROIC	16.0	25.0	26.3	29.0
偿债能力				
资产负债率	75.8	47.5	46.9	45.0
净负债比率				
流动比率	0.42	1.49	1.72	2.02
速动比率	0.38	1.45	1.67	1.96
营运能力				
总资产周转率	0.74	0.65	0.53	0.52
应收账款周转率	48	44	41	41
应付账款周转率	7.80	10.19	7.35	7.66
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.61	0.82	0.93	1.10
每股经营现金流(最新摊薄)	0.42	2.73	1.49	1.41
每股净资产(最新摊薄)	1.89	7.21	8.15	9.25
估值比率				
P/E	27.17	26.92	23.49	19.92
P/B	8.73	3.04	2.69	2.37
EV/EBITDA	27	17	16	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

芮定坤，中投证券研究所石化行业分析师，清华大学化工系学士、清华-麻省理工工商管理硕士，4 年化工行业经历。 2008 年加入中投证券，获得 2009 年证券市场周刊评选的最佳石化行业分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司：中石油、中石化、辽通化工、沈阳化工、陕天然气、广汇股份、中化国际、黑猫股份、煤化工行业等。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所 公司网站：http://www.cjis.cn

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区闹市口大街1号长安兴融中心 2 号楼 7 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518048	邮编：100031	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）66276939	传真：（021）62171434