石油化工

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

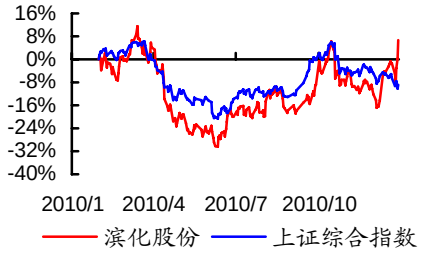
6－12 个月目标价： 25.00 元
当前股价： 19.18 元
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2715.29
总股本(百万)	440
流通股本(百万)	110
流通市值(亿)	23
EPS（TTM）	0.77
每股净资产（元）	7.25
资产负债率	22.9%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
滨化股份	9.43	5.25	19.66
上证综合指数	-6.50	-8.99	7.10



相关报告

《滨化股份-对环氧丙烷和烧碱涨价弹性大，关注十二五规划》2010-11-8

滨化股份 601678 推荐

短期没有新增产能，价格可能继续上涨

投资要点：

- 滨化股份 2010 年年报每股收益 0.77 元，基本符合我们的预测。
- 环氧丙烷上周价格上调了 900 元/吨，主要原因我们认为不是高桥石化 10 万吨装置关停，高化装置在 10 年 10 月已经关停。主要原因是 1 月进口量较少，中间商看好后市价格提前备货增加了需求。
- **环氧丙烷 11 年供需面较好。**供给上没有新增：镇海 28 万吨装置 2010 年 6 月投产，所以 2011 年全年能多生产约 10 万吨，但高化 11 年关停 10 万吨，增加和减少相同，另外原计划 10 年底投产的淄博永大 10 万吨装置延期到 2011 年 7 月才投产，相当于 2011 年上半年没有新增产能。再看需求，2011 年国内预计有 40 万吨左右聚醚产能投产，新增环氧丙烷需求约 30 万吨。
- 供给不变，需求增加 30 万吨相当于约 15%，我们认为 2011 年环氧丙烷供给相对紧张（尤其是上半年），价格继续上涨的可能性大。
- 公司 12000 立方米丙烯球罐项目投产后，库存能力增加后在油价和丙烯价格上涨的时候会有部分库存收益。公司其他的产品还有烧碱和三氯乙烯，其中三氯乙烯的下游产品制冷剂 HFC-134A 价格从 10 年 10 月起上涨了 80%以上，预计到 11 年 4 月之前还能持续（由于 HF 供应问题降低了 134A 企业开工率），我们认为未来存在三氯乙烯价格受其下游影响涨价的可能，建议关注。
- 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 个现在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：预测 10-12 年 EPS 分别为 0.77、0.93 和 1.1 元，推荐评级。环氧丙烷每年的旺季在 2-4 月和 7-10 月，考虑到公司股价对环氧丙烷弹性大，未来 1 个月股价有交易性机会。公司“十二五”期间可能会有新项目规划，建议关注。，滨化的业绩对环氧丙烷价格弹性较大，**环氧丙烷价格上涨 1000 元/吨，增加 EPS 0.3 元。**

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	2010	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2733	3575	3243	3830
同比(%)	56%	31%	-9%	18%
归属母公司净利润(百万元)	267	337	409	480
同比(%)	226%	26%	21%	17%
毛利率(%)	22.4%	21.9%	22.3%	21.9%
ROE(%)	32.1%	10.9%	11.8%	12.2%
每股收益(元)	0.61	0.77	0.93	1.09
P/E	34	27.71	22.84	19.47
P/B	8.73	3.02	2.70	2.37
EV/EBITDA	27	13	14	12

资料来源：中投证券研究所

一、环氧丙烷 11 年没有新增产能，供需较好

2010 年公司年报 EPS 0.8 元/股，基本符合我们 0.82 的预测。

公司主要生产数据：烧碱（折百）42.60 万吨、环氧丙烷 20.07 万吨、二氯丙烷溶剂 3.44 万吨、生产三氯乙烯 4.66 万吨、助剂 17305 吨、各种型号粉煤灰砖 11622.82 万块、发汽量 632.52 万吨，发电量 98,895.95 万 KWh，生产原盐 45.31 万吨。

环氧丙烷 11 年供需面较好。供给上没有新增：镇海 28 万吨装置 2010 年 6 月投产，所以 2011 年全年能多生产约 10 万吨，但高化 11 年关停 10 万吨，增加和减少相同，**另外原计划 10 年底投产的淄博永大 10 万吨装置延期到 2011 年 7 月才投产，**相当于 2011 年上半年没有新增产能。再看需求，2011 年国内预计有 **40 万吨左右聚醚产能投产**，新增环氧丙烷需求约 30 万吨。

下面是国内环氧丙烷主要生产厂家统计和国内 2010-2012 年环氧丙烷的下游聚醚新增产能的初步统计：

表 1 、国内环氧丙烷主要生产厂家　　单位：万吨

企业	产能
中石化镇海	28.5
中海壳牌	25.0
滨化股份	17.0
天津大沽	15.0
锦化氯碱	13.0
东大化工	12.0
高桥石化	8.0
南京金浦	8.0
山东金岭	8.0
山东东辰	5.0
沈阳金碧兰	4.0
山东石大胜华	4.0
江苏钟山化工	4.0
福建湄洲湾氯碱	4.0
浙江太平洋化学	2.0
中石化巴陵石化	1.0
合计	158.5

资料来源：中投证券研究所

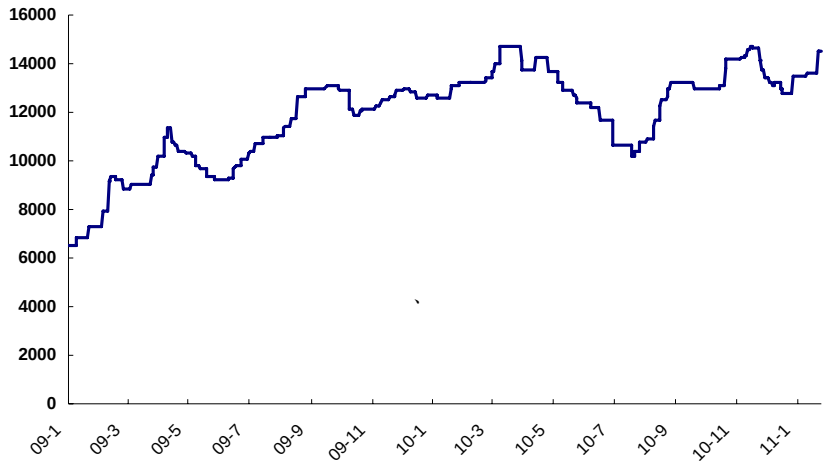
表 2、国内泥在 2010-2012 年投产的聚醚产能初步统计　单位：万吨

企业	产能
山东德信联邦	5.0
山东东大	4.0
上海佳化	8.0
中海壳牌	9.5
河北亚东	5.0
绍兴恒丰	5.0
南京红宝丽	5.0
广州宇田	7.0
锦湖金浦	12.0
苏州中化国际	5.0
淄博联创	10.0
抚顺佳化	10.0
山东海化	8.0
高桥石化	10.0
天津三石化	2.0
合计	105.5

资料来源：中投证券研究所

供给不变，需求增加 30 万吨相当于约 15%，我们认为 2011 年环氧丙烷供给相对紧张（尤其是上半年），价格继续上涨的可能性大。

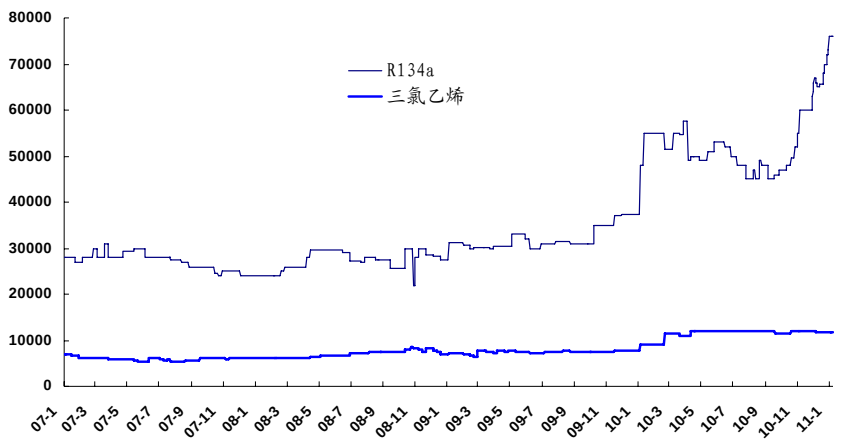
图 1 、环氧丙烷价格走势　单位：元/吨



资料来源：中投证券研究所

三氯乙烯的下游产品制冷剂 HFC-134A 价格从 10 年 10 月起上涨了 80%以上，预计到 11 年 4 月之前还能持续（由于 HF 供应问题降低了 134A 企业开工率），我们认为未来存在三氯乙烯价格受其下游影响涨价的可能，建议关注。

图 2、2010 年 4 季度 R134a 价格大幅上涨，幅度明显超过原料三氯乙烯　单位：元/吨



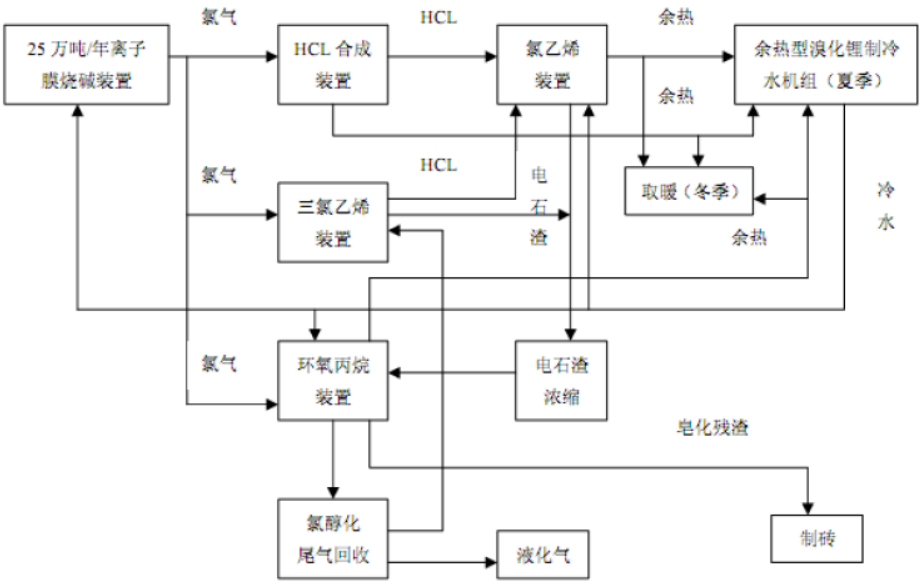
资料来源：中投证券研究所

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 个现在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。

二、投资建议

投资建议：预测 10-12 年 EPS 分别为 0.8、0.93 和 1.1 元，推荐评级。环氧丙烷每年的旺季在 2-4 月和 7-10 月，考虑到公司股价对环氧丙烷弹性大，未来 1 个月股价有交易性机会。公司“十二五”期间可能会有新项目规划，建议关注。**滨化的业绩对环氧丙烷价格弹性较大，环氧丙烷价格上涨 1000 元/吨，增加 EPS 0.3 元。**

图 3、 滨化循环工艺示意



资料来源：中投证券研究所

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、清华大学工商管理硕士，4 年化工行业实业工作经历。 2008 年加入中投证券，2010 年获得新财富最佳分析师石化行业第 4 名，2009、2010 年证券市场周刊最佳分析师水晶球奖第 4 名。

主要研究覆盖公司：中石油、中石化、中海油服、海默科技、辽通化工、沈阳化工、广汇股份、荣盛石化、三聚环保、宝莫股份、宝利沥青等。

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