石油化工

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

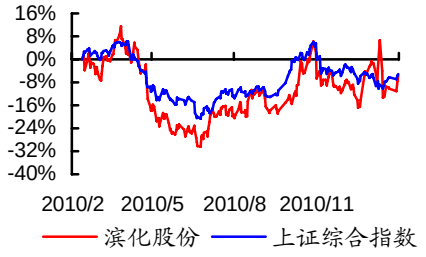
6－12 个月目标价： 25.00 元
当前股价： 20.93 元
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2827.33
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	-3.81	-7.88	17.25
上证综合指数	0.83	-10.18	8.43



相关报告

《滨化股份-短期没有新增产能，价格可能继续上涨》2011-1-26

《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

预计今年价格有 2 次上涨

投资要点：

- 我们预计 2-4 月需求旺季，环氧丙烷价格还有上涨的可能。1 方面是没有新增产能而需求有新增的量；2 是 4、5 月国外可能有大型装置检修，环氧丙烷也是小产品，可能会出现 2010 年甲乙酮的情况；3 是上半年公司在产业链上可能会有延伸的新项目，提高了公司的成长性。
- **环氧丙烷 11 年供需面较好：**供给上没有新增：高化 11 年关停 10 万吨，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，而且第 1 期只有 5 万吨主要是自供用于自己的聚醚。而需求方面 11 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。
- 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，沥青这 2 年需求都在高峰期，所以预计公司 10、11 年都有 6000 万左右的投资收益，约 EPS0.1 元贡献。
- 我们认为环氧丙烷今年可能有 2 次上涨，第 1 次在 3、4 月：需求旺季加上国外装置的检修，5、6 月可能有所调整，下半年会有第 2 次上涨，主要是因为聚醚的新增产能预计主要集中在下半年，聚醚企业投产前 1-2 个月会集中采购会造成供应紧张。
- 投资建议：预测 10-12 年 EPS 分别为 0.77、1.04 和 1.1 元，推荐评级。**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	3901	4094
同比(%)	56%	31%	9%	5%
归属母公司净利润(百万元)	267	337	459	483
同比(%)	226%	26%	36%	5%
毛利率(%)	22.4%	21.9%	23.4%	23.4%
ROE(%)	32.1%	10.9%	13.1%	12.1%
每股收益(元)	0.61	0.77	1.04	1.10
P/E	34	27.30	20.05	19.07
P/B	8.73	2.97	2.62	2.31
EV/EBITDA	27	13	12	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

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

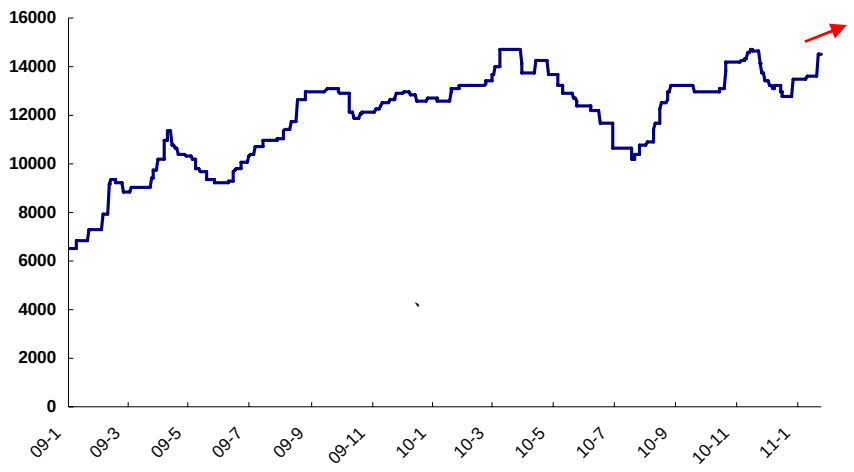
表 2、国内拟在 2010-2012 年投产的聚醚产能初步统计　单位：万吨

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



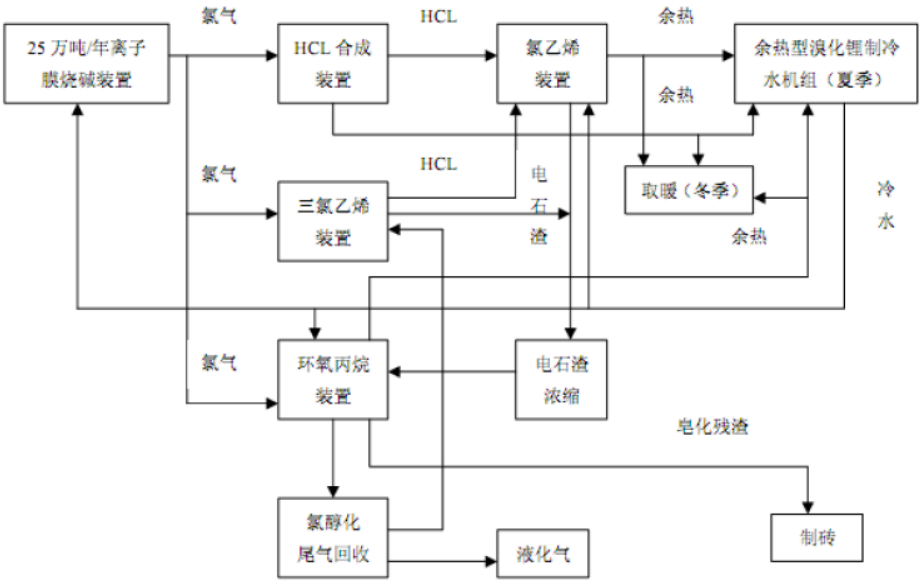
资料来源：中投证券研究所

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、1.04 和 1.1，推荐评级。**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，中投证券研究所石油化工、基础化工行业分析师，化工组组长。清华大学化工系学士、清华大学 MBA， 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。

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