

证券研究报告—动态报告

基础化工

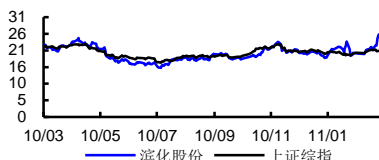
化学制品

滨化股份(601678)
推荐

跟踪报告

(上调评级)

2011年2月28日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	440.0/143.0
总市值(百万元)	11,444.4/3,719.4
沪深300/深圳成指	2,878.57/12,633.88
12个月最高/最低(元)	26.01/15.39

相关研究报告:

《滨化股份-601678-业绩稳步增长, 环氧丙烷盈利预期向好》——2011-1-24

《滨化股份中报点评: 产业链竞争优势促盈利平稳增长》——2010-7-20

证券分析师: 张栋梁

电话: 0755-82130532

E-mail: zhangdl@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120013

联系人: 罗洋

电话: 0755-82150633

E-mail: luoyang@guosen.com.cn

更新报告

环氧丙烷景气上行, 业绩弹性突出

●2010-2011年聚醚产能大规模投放

1997-2010年聚醚多元醇产量、表观消费量复合增长率分别为20.51%、17.65%。其中10年产量、表观消费量增长率约分别增长26.94%、6.79%。国内聚醚产业快速扩张期, 2010-2011年产能扩张约113万吨, 对应环氧丙烷需求约85万吨, 其中预计11年将新建产能66万吨, 对应新增环氧丙烷需求50万吨。

●环氧丙烷牛市即将来临

2011年初上海高桥石化8万吨环氧丙烷装置永久关闭; 氯醇法工艺的环保问题使得未来产能扩张有限, 环氧丙烷长期供需偏紧的趋势确定。我们认为, 环氧丙烷牛市即将来临, 预计3Q11将进一步上涨, 景气至少持续至2012年。

未来两年, 国外环氧丙烷新增产能仅泰国陶氏公司12年新增39万吨HPPO装置, 预计增加供应供应量20万吨; 国内新增产能近11年山东永大5万吨。产能增速远低于下游聚醚产能投放, 环氧丙烷供给紧张情况在未来两年持续。

●装置检修将成涨价推动力

2011年, 沙特利安德的20万吨装置将会在二季度停车检修约一个月, 新加坡Shell的16万吨环氧丙烷预计也将在7月检修, 预计将减少国内供应1.5万吨, 未来供需关系进一步紧张推升环氧丙烷盈利。

●风险提示

丙烯原料价格波动可能影响环氧丙烷业务盈利能力。

●业绩弹性突出, 上调公司评级为“推荐”

环氧丙烷价格上涨对于滨化股份业绩弹性贡献突出, 环氧丙烷含税价上涨1000元, 每股收益增加0.29元。我们预计公司11-13年EPS为1.53、1.64、1.72元, 股本转增摊薄后11-13年EPS为1.02、1.09、1.15元, 上调公司投资评级为“推荐”。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

盈利预测和财务指标

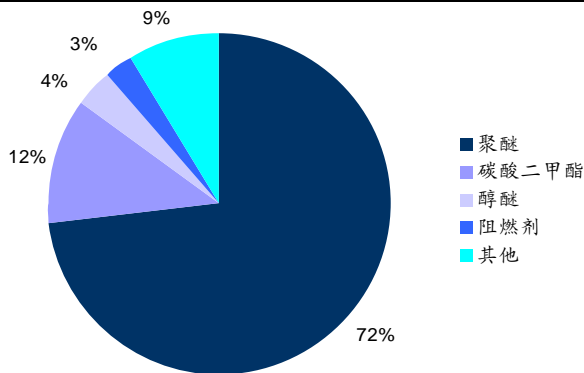
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,733.17	3,574.50	4,149.36	4,201.10	4,247.20
(+/-%)	55.68%	30.78%	16.08%	1.25%	1.10%
净利润(百万元)	266.75	337.28	674.97	721.18	756.16
(+/-%)	226.34%	26.44%	100.12%	6.85%	4.85%
每股收益(元)	0.81	0.77	1.53	1.64	1.72
EBIT Margin			19.90%	20.63%	21.16%
净资产收益率(ROE)	32.14%	10.89%	18.91%	17.70%	16.43%
市盈率(PE)	32.18	33.93	16.96	15.87	15.13
EV/EBITDA			11.38	10.77	10.30
市净率(PB)	10.34	3.70	3.21	2.81	2.49

2010-2011 年聚醚产能大规模投放

聚醚多元醇多用于生产聚氨酯产品，一般分为软泡和硬泡。其中，软泡主要用于生产软质聚氨酯泡沫，用于汽车、家具、床垫等行业，硬泡主要用于生产硬质聚氨酯泡沫，用于建筑和制冷行业。环氧丙烷（PO）70%以上用于生产聚醚多元醇，一吨硬泡使用环氧丙烷 0.6-0.7 吨，一吨软泡使用环氧丙烷 0.8-0.9 吨。

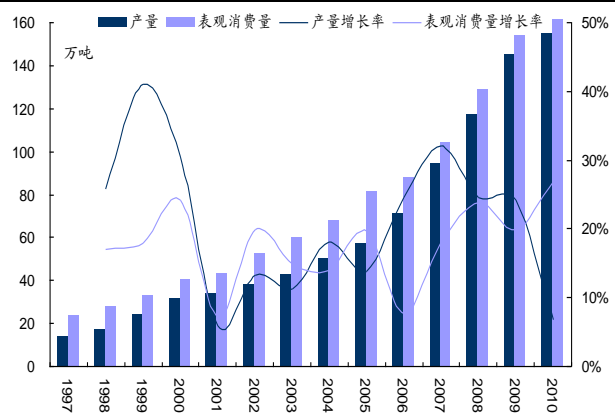
建筑保温、冰箱冰柜、合成革浆料、鞋底原液等行业需求的不断增长，推动聚氨酯产品需求不断增加，进而带动了聚醚多元醇需求保持快速稳定增长。1997-2010 年聚醚多元醇产量、表观消费量复合增长率分别为 20.51%、17.65%。其中 10 年产量、表观消费量增长率约分别增长 26.94%、6.79%，聚醚多元醇行业继续保持快速增长。

图 1：环氧丙烷下游需求结构



资料来源：国信证券经济研究所

图 2：聚醚多元醇产销量持续增长 单位：万吨，%



资料来源：国信证券经济研究所

在需求旺盛推动下，国内聚醚产业将进入产能快速扩张期，2010-2011 年产能扩张约 113 万吨，对应环氧丙烷需求约 85 万吨，其中预计 11 年将新建产能 66 万吨，对应新增环氧丙烷需求 50 万吨。

表 1：2010-2011 年我国聚醚扩产规模及计划 单位：万吨

企业名称	产能	投产时间
南京红宝丽	5	10 年建成
广州宇田	7	10 年建成
高桥石化	10	10 年建成
抚顺佳化	10	10 年建成
山东东大	4	10 年建成
河北亚东	5	10 年投产
锦湖金浦	6	10 年建成
	6	11 年下半年
山东德信联邦	5	11 年下半年
上海佳化	8	11 年下半年
天津三石化	2	11 年下半年
苏州中化国际	3	11 年下半年
绍兴恒丰	4	11 年初
淄博联创	10	预计 11 年

中海壳牌	10	预计 11 年
句容宁武	10	预计 11 年
山东海化	8	预计 11 年
合计	113	

资料来源：国信证券经济研究所
注：上海高桥石化装置已永久性停产

环氧丙烷牛市即将来临

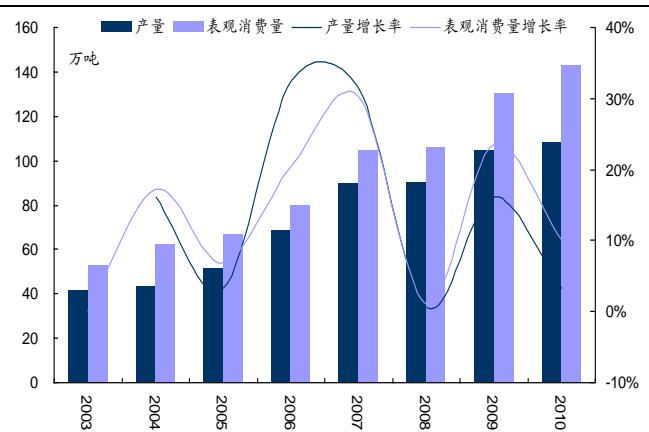
我们认为，环氧丙烷牛市即将来临，预计 3Q11 将进一步上涨，景气至少持续至 2012 年。

环氧丙烷 (PO) 2010 年全国产能约 150.5 万吨。2003-2010 年，国内环氧丙烷产量、表观消费量 CAGR 分别为 14.68%、15.23%，其中 2010 年国内环氧丙烷产量、表观消费量增速分别为 3.25%、10.00%，需求增速大于供给增速。

自中石化镇海的 28.5 万吨产能投产后，10-12 年国内外环氧丙烷产能扩张有限。2011 年初上海高桥石化 8 万吨环氧丙烷装置的永久关闭，更是直接启动近期环氧丙烷价格的上涨。在下游需求快速扩张的同时，氯醇法工艺的环保问题使得未来产能扩张有限，环氧丙烷长期供需偏紧的趋势确定。

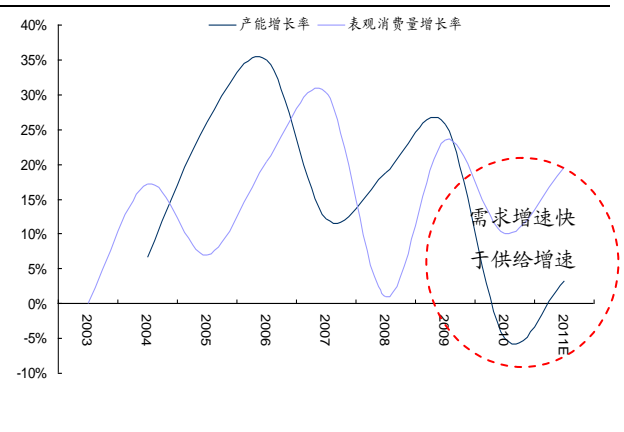
未来两年，国外环氧丙烷新增产能仅泰国陶氏公司新增 39 万吨 HPPO 装置，原计划 11 年投产，预计将延后至 2012 年上半年，其投产后预计 50% 的产品供应中国市场的聚醚企业。这意味着，未来两年国外新增产能供应国内的量约为 20 万吨左右。国内新增产能只有 11 年山东永大 5 万吨（总计划 10 万吨）。产能增速远低于下游聚醚产能投放，环氧丙烷供给紧张情况在未来两年持续。

图 3: 国内环氧丙烷产销量持续增长 单位: 万吨, %



资料来源：国信证券经济研究所

图 4: 国内环氧丙烷需求增速快于供给



资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 我国环氧丙烷产能情况 单位: 万吨

企业名称	生产工艺	PO 产能
中石化镇海	共氧化法	28.5
中海壳牌	共氧化法	25.0
滨化股份	氯醇法	19.5
天津大沽化	氯醇法	15.0
锦化氯碱	氯醇法	12.0
上海高桥石化	氯醇法	8.0
南京金浦锦湖	氯醇法	8.0
山东金岭	氯醇法	8.0
东大化工	氯醇法	7.0
山东东辰	氯醇法	5.0
石大胜华:	氯醇法	4.0
江苏钟山	氯醇法	4.0
福建湄洲湾氯碱	氯醇法	4.0
沈阳金碧兰	氯醇法	4.0
浙江太平洋化学	氯醇法	2.0
中石化巴陵石化	氯醇法	1.0
合计		155.0

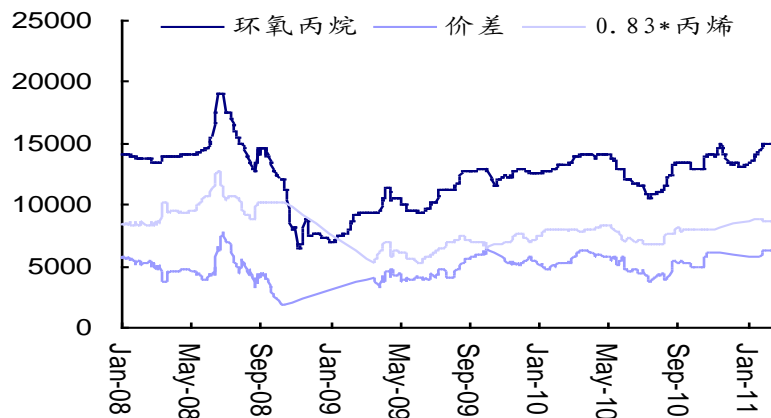
资料来源: 国信证券经济研究所
注: 上海高桥石化装置已永久性停产

装置检修减少供应, 1H11 环氧丙烷价格维持高位

自 08 年下半年以来, 环氧丙烷与主要原料丙烯的价差持续扩大。至 2011 年初, 环氧丙烷市场价格达到 15200 元/吨, 为 08 年以来高点, 环氧丙烷吨毛利达到 3000 元/吨。

2011 年, 沙特利安德的 20 万吨装置将会在二季度停车检修约一个月, 新加坡 Shell 的 16 万吨环氧丙烷预计也将在 7 月检修, 预计将减少国内供应 1.5 万吨, 未来供需关系进一步紧张推升环氧丙烷盈利。

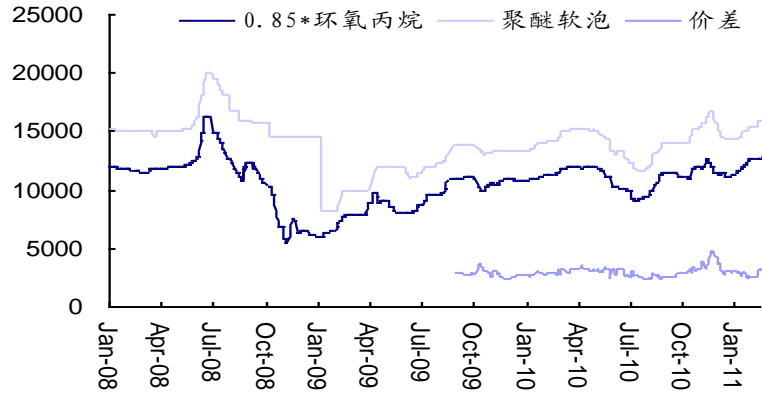
图 5: 环氧丙烷和丙烯价差持续扩大 单位: 元/吨



资料来源: 隆众石化网, 国信证券经济研究所

环氧丙烷下游聚醚价格相对高位，目前聚醚软泡与 0.85*环氧丙烷价差为 3080 元，略高于 10 年平均价差 3033 元，下游尚有一定接受环氧丙烷涨价的空间，终端需求聚氨酯保持相对稳定的增长，将支撑环氧丙烷成本的顺利传导。

图 6: 环氧丙烷价格向下游聚醚传导 单位: 元/吨

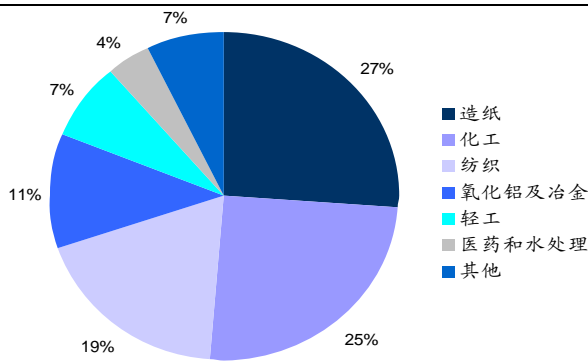


资料来源: 隆众石化网, 国信证券经济研究所

烧碱贡献稳定业绩，三氯乙烯盈利能力强

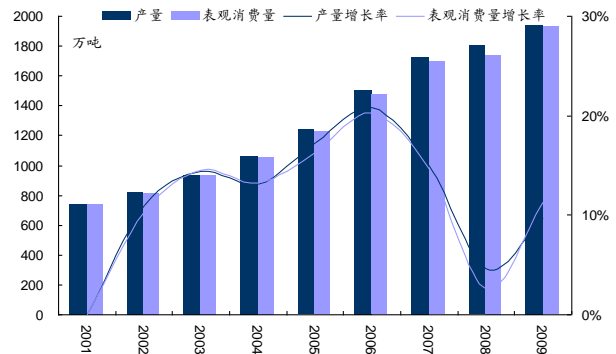
经济的快速发展带动了烧碱需求量的显著提高, 2002-2010 年表观消费量年均复合增长率达到 12.25%, 带动我国烧碱产量近 10 年的年均复合增长率达到 12.42%。2010 年烧碱产量达到 2086 万吨、表观消费量 2049 万吨, 同比增长 5.54 和 6.15%, 预计未来烧碱需求仍将保持 8-10% 的稳定增长。

图 7: 烧碱行业需求结构



资料来源: 国信证券经济研究所

图 8: 烧碱行业产销量持续增长 单位: 万吨, %



资料来源: CEIC, 国信证券经济研究所

10 年底公司 4 万吨三氯乙烯扩能项目建成后, 拥有 8 万吨三氯乙烯产能, 成为国内最大的生产商, 10 年销售价格上涨了 71%, 推动三氯乙烯业务毛利率上升至 41.4%, 盈利贡献明显。新产能的投产将进一步增强公司三氯乙烯业务规模优势, 提升盈利能力。

业绩弹性突出，上调投资评级为“推荐”

公司拥有 19.5 万吨/年环氧丙烷、42 万吨/年离子膜烧碱、8 万吨/年三氯乙烯，100MW 热机组（2×25MW、50MW）、60 万吨/年原盐、1000 吨/年溴素的生产能力。公司一体化产业链在行业内优势突出，拥有 60 万吨/年原盐自备盐场，以及热电联产装置，满足公司原盐、电力、蒸汽、水资源的供给，综合竞争成本优势突出。

环氧丙烷价格上涨对于滨化股份业绩弹性贡献突出，环氧丙烷含税价上涨 1000 元，每股收益增加 0.29 元。我们预计公司 11-13 年 EPS 为 1.53、1.64、1.72 元，股本转增摊薄后 11-13 年 EPS 为 1.02、1.09、1.15 元，上调公司投资评级为“推荐”。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	311	867	1387	1971	营业收入	3575	4149	4201	4247
应收款项	735	568	575	582	营业成本	2793	3004	3014	3024
存货净额	140	123	130	130	营业税金及附加	23	32	32	33
其他流动资产	119	83	84	85	销售费用	74	85	86	87
流动资产合计	1306	1641	2177	2769	管理费用	197	201	202	204
固定资产	2666	2579	2471	2334	财务费用	54	3	(22)	(41)
无形资产及其他	105	102	99	96	投资收益	30	60	60	60
其他长期资产	12	12	12	12	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	51	45	40	34	其他收入	0	3	3	3
资产总计	4140	4380	4799	5245	营业利润	462	886	952	1002
短期借款及交易性金融负债	555	400	300	200	营业外净收支	2	5	5	5
应付款项	219	345	345	345	利润总额	463	891	957	1007
其他流动负债	127	139	139	139	所得税费用	95	181	198	212
流动负债合计	901	884	784	684	少数股东损益	30	35	38	40
长期借款及应付债券	45	(185)	(185)	(185)	归属于母公司净利润	337	675	721	756
其他长期负债	3	3	3	3					
长期负债合计	48	(182)	(182)	(182)	现金流量表 (百万元)				
负债合计	949	702	601	502	净利润	337	675	721	756
少数股东权益	95	109	124	140	资产减值准备	3	(0)	(0)	(0)
股东权益	3097	3569	4074	4603	折旧摊销	232	241	252	261
负债和股东权益总计	4140	4380	4799	5245	公允价值变动损失	1	(0)	(0)	0
					财务费用	54	3	(22)	(41)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(755)	359	(16)	(7)
每股收益	0.77	1.53	1.64	1.72	其它	17	14	15	16
每股红利	0.26	0.46	0.49	0.52	经营活动现金流	(164)	1288	973	1026
每股净资产	7.04	8.11	9.26	10.46	资本开支	(253)	(151)	(141)	(121)
ROIC	11%	19%	21%	22%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	11%	19%	18%	16%	投资活动现金流	(286)	(145)	(135)	(115)
毛利率	22%	28%	28%	29%	权益性融资	2000	0	0	0
EBIT Margin	14%	20%	21%	21%	负债净变化	(520)	(230)	0	0
EBITDA Margin	20%	26%	27%	27%	支付股利、利息	(113)	(202)	(216)	(227)
收入增长	31%	16%	1%	1%	其它融资现金流	(440)	(155)	(100)	(100)
净利润增长率	26%	100%	7%	5%	融资活动现金流	295	(587)	(316)	(327)
资产负债率	25%	19%	15%	12%	现金净变动	(155)	555	521	584
息率	1.0%	1.8%	1.9%	2.0%	货币资金的期初余额	466	311	867	1387
P/E	33.9	17.0	15.9	15.1	货币资金的期末余额	311	867	1387	1971
P/B	3.7	3.2	2.8	2.5	企业自由现金流	(389)	1107	783	844
EV/EBITDA	17.2	11.4	10.8	10.3	权益自由现金流	(1349)	719	700	776

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528
康 亢	010-66026337	程景佳	010-88005326	林晓明	0755-25472656
刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
彭甘霖	0755-82133259	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
李 腾	0755-82130833-6223				
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn