

**证券研究报告—公司快评**

基础化工

**滨化股份 (601678)**
**推荐**

化学制品

重大事件点评

(维持评级)

2011年3月30日

# 牵手陶氏化学提升竞争实力，PO 供给缺口加剧涨价预期

证券分析师： 张栋梁 0755-82130532 zhangdl@guosen.com.cn

 证券投资咨询执业资格证书  
 编码：S0980510120013

联系人： 罗洋 0755-82150633 luoyang@guosen.com.cn

## 事项：

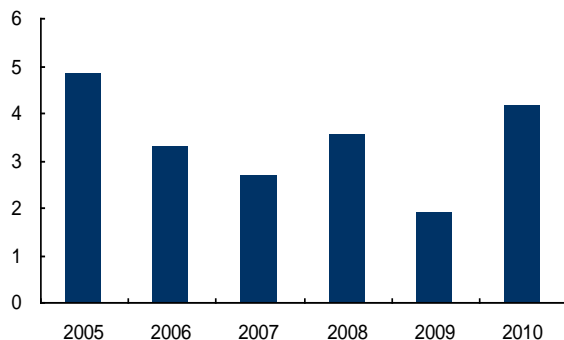
滨化股份公告与陶氏化学签署了关于合资项目的《理解备忘录》，拟合资建设4万吨四氯乙烯制造工厂，同时具备将年产量提升至8万吨的能力，公司与陶氏化学各持股50%，工厂预计将于2014年投产。

## 评论：

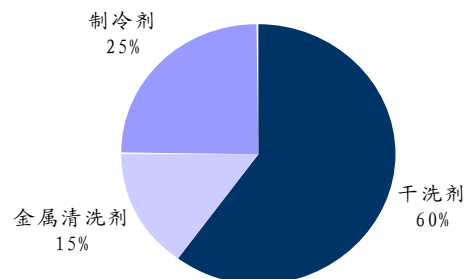
### ■ 牵手陶氏化学，深化发展高附加值氯产品

滨化股份公告与陶氏化学拟合资建设4万吨四氯乙烯制造工厂，同时具备将年产量提升至8万吨的能力，公司与陶氏化学各持股50%，工厂预计将于2014年投产。陶氏化学公司在氯下游产品开发方面拥有丰富经验，四氯乙烯等产品的生产技术优势突出，公司与陶氏化学的合作，将进一步提升公司竞争实力，推动公司进一步加速发展。

四氯乙烯是一种溶解能力强的溶剂，主要应用于干洗剂、金属清洗剂和HFC-134a制冷剂。其中，四氯乙烯是生产绿色制冷剂HFC-134a的一种重要原料，而绿色制冷剂HFC-134a目前是ODS（消耗臭氧层物质）的最佳替代品，近年来，在我国已经通过行业标准和法规确定了HFC-134a在汽车空调、冰箱和发泡剂中应用的行业标准，未来，四氯乙烯需求量将随着我国HFC-134a生产技术的发展和市场范围的扩大而不断增加。

**图 1：国内四氯乙烯净进口量 单位：万吨，%**


数据来源：百川资讯，国信证券经济研究所

**图 2：四氯乙烯需求分布**


数据来源：国信证券经济研究所

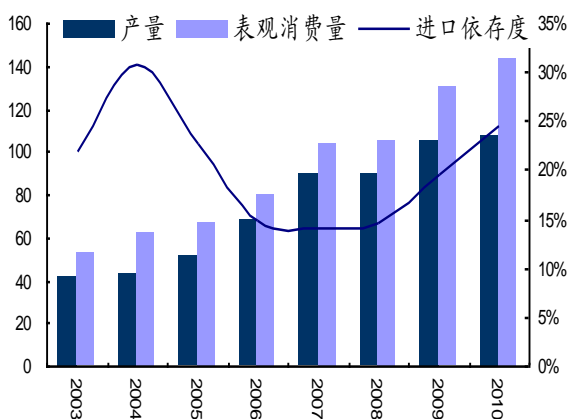
初步估计目前国内四氯乙烯产量约为 1 万吨，产品自给率不到 20%，发展空间巨大。我国 2005-2010 年四氯乙烯平均净进口 3.39 万吨，2010 年净进口量为 4.17 万吨，供需缺口有所扩大。

### ■ 新加坡 PO 装置意外停车进一步加剧短期供给缺口

EllbaEastern 位于新加坡的 55 万吨 PO/SM 联产装置于 3 月 18 日发生不可抗力意外停产，预计停产时间将持续 3 周至一个月。该装置的环氧丙烷产能 25 万吨，其中约一半产量供应中国市场，预计停产将导致产量减少 2-3 万吨，造成短期亚洲地区环氧丙烷供给缺口进一步加剧。同时，预计沙特 20 万吨环氧丙烷装置将于 4 月份停车检修，将进一步加剧环氧丙烷供给紧张的局面。

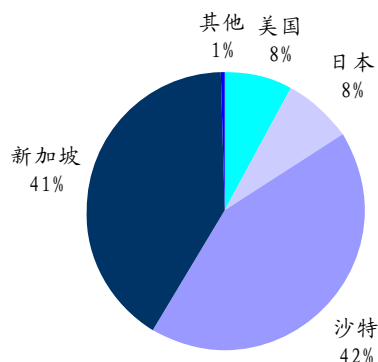
2010 年中国环氧丙烷产量 108 万吨，进口量 35 万吨，进口依存度达 24%。沙特、新加坡分别为中国第一、第二大环氧丙烷进口国，两国合计占总进口量的 83%，其中新加坡 2010 年进口量为 14.4 万吨。国内环保政策严厉致使近两年国内新增产能只有山东永大 10 万吨，而下游聚醚多元醇需求旺盛，11 年聚醚多元醇新增产能高达 66 万吨，使得环氧丙烷处于供不应求的局面。

图 3: 国内环氧丙烷进口依存度=24% 单位: 万吨, %



数据来源: 国信证券经济研究所

图 4: 2010 年新加坡占我国环氧丙烷进口量 41% 单位: %



数据来源: 百川资讯, 国信证券经济研究所

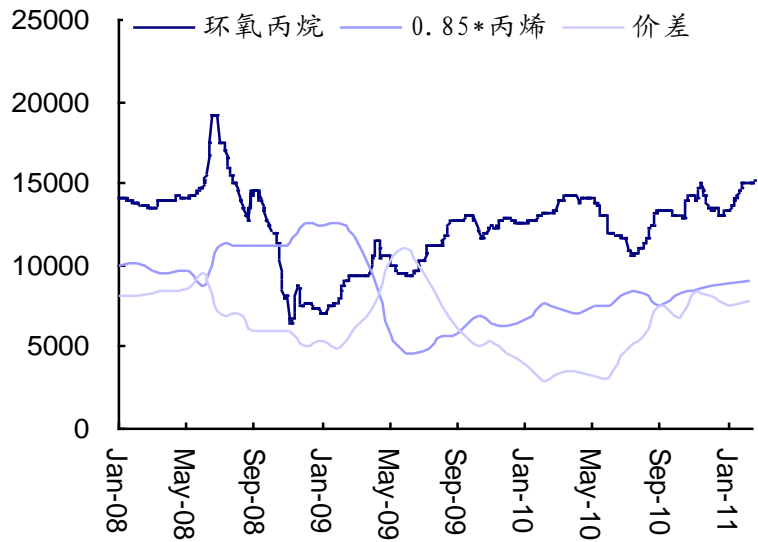
表 1: 亚洲主要环氧丙烷产能统计 单位: 万吨

企业	位置	产能 万吨
EllbaEastern	新加坡	25
沙特拉比格炼化	沙特阿拉伯	20
旭硝子	茨城县鹿岛	11
NOC	千叶县袖浦	18
住友化学	千叶县市原	20
日本德山	山口市周南	8
SKC	韩国	27
总计		129

数据来源: 国信证券经济研究所

环氧丙烷价格自 08 年下半年以来持续上涨，2010 年下半年以后环氧丙烷与原料丙烯价差持续扩大，2011 年一季度环氧丙烷价格达到 15400 元/吨，为 08 年以来高点，环氧丙烷吨毛利约 2500 元/吨，突破事件可能刺激环氧丙烷价格进一步上涨，盈利能力向好。

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, CEIC, 国信证券经济研究所

#### ■ 环氧丙烷业绩弹性突出，维持公司“推荐”评级

滨化股份与陶氏化学合作发展氯产品深加工产业，将成为公司新的利润增长点。滨化股份业绩弹性突出，含税价每上涨 1000 元，每股收益增加 0.20 元，未来价格超预期上涨提升业绩可能性较大。我们暂时维持公司业绩为 11-13 年 EPS1.02、1.09、1.15 元，维持“推荐”评级。

## 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

### 分析师承诺:

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。

### 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。