

分析师： 李兴 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

联系人： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

国内环氧丙烷领先者

事件描述

- 滨化股份拟采取网下向询价对象配售和网上资金申购定价发行相结合的方式，发行 11000 万股并在上证交易所上市，发行后总股本 44000 万股。
- 本次募集资金计划投资到“25 万吨/年离子膜烧碱搬迁改造项目”等 8 个项目，以打造出一条符合节能环保要求，具备循环经济特征的氯碱化工产业链条。
- 我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.71 元，0.82 元和 0.93 元。我们认为，可以按照 2010 年业绩 25-30 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 17.75-21.30 元。建议积极申购。

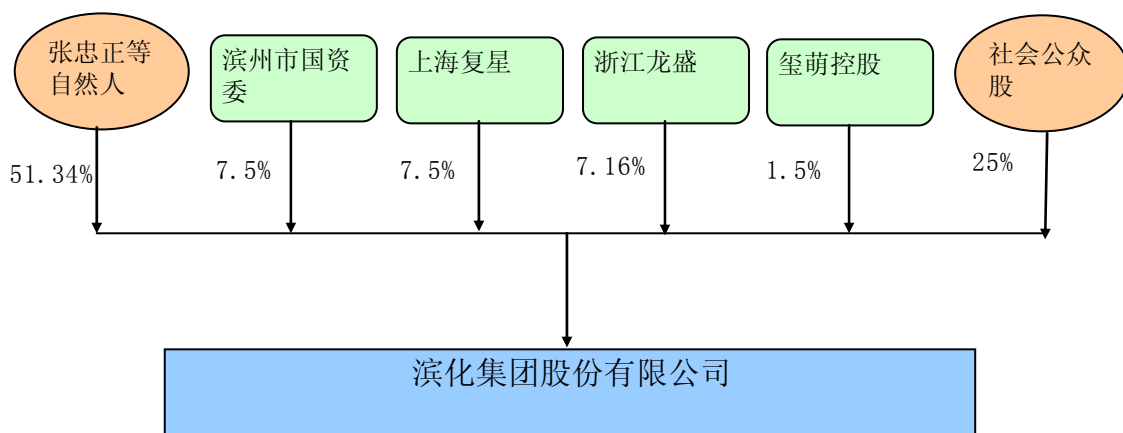
事件评论

公司概况

核心管理团队稳定

上市前公司总股本 33000 万股，本次拟发行 11000 万股，占发行后总股本的 25%，本次发行不改变公司股权控制关系。

图 1：公司股权结构图（发行后）

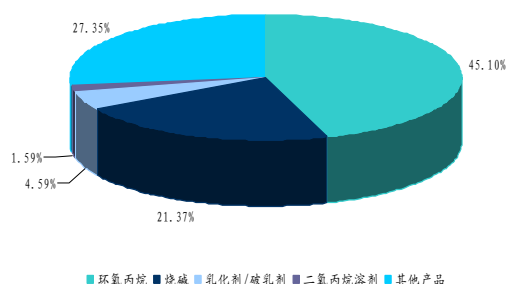


资料来源：公司公告，长江证券研究部

主营环氧丙烷、烧碱业务

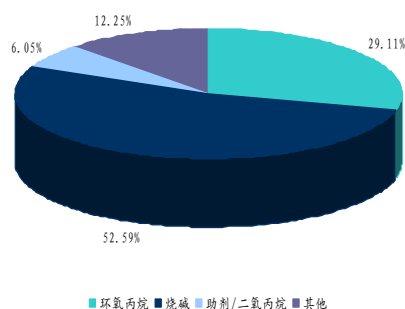
公司主要生产离子膜烧碱系列产品、环氧丙烷产品和油田破乳剂等精细化工产品，已发展成为我国最大的环氧丙烷及油田助剂供应商、国内最大的三氯乙烯供应商和重要的烧碱产品生产商。目前公司环氧丙烷生产能力超过16 万吨/年，国内市场占有率达到35%，油田助剂市场占有率达到30%，烧碱产品生产能力达到42 万吨/年，山东省市场占有率达到10%。环氧丙烷和烧碱业务占公司收入比例66%，毛利占比超过80%，是公司的重点业务。

图 2：09 年上半年公司收入构成



资料来源：公司公告

图 3：09 年上半年公司毛利构成



资料来源：公司公告

行业竞争格局

环氧丙烷供给环境良好

08 年我国环氧丙烷产能达119 万t/a，工艺大多采用氯醇法，绝大部分厂商配套聚酯多元醇，外销商品量较少，短期内，国内尚处于供不应求阶段。国内前5的生产厂商总产能占比达到67%，集中度较高。

表 1：我国环氧丙烷供不应求（单位：万吨）

年度	产能	产量	进口量	出口量	表观消费量
2001	47.6	33.0	3.6	0.02	36.6
2002	49.0	32.0	5.3	0.04	37.3
2003	52.0	41.4	11.6	0.10	52.9
2004	55.5	43.0	19.1	0.10	62.0
2005	70.0	51.3	15.1	1.00	65.4
2006	94.5	68.0	12.0	1.50	78.5
2007	106	65.3	14.7	0.40	79.6
2008	119	72.5	15.3	0.04	87.8

资料来源：巨灵财经

表 2：国内环氧丙烷厂商产能情况

排名	生产企业	产能
----	------	----

1	中海壳牌	25
2	山东滨化	17
3	锦化氯碱	15
4	天津大沽石化	15
5	山东东营金岭	8
6	南京金浦锦湖化工	8
7	上海高桥石化	8
8	山东东大化工	7
9	东南电化	5
10	金陵石化	4.5
11	沈阳金碧兰化工	4
12	福建湄州湾氯碱	2
13	巴陵石化	0.4
	合计	119

资料来源：中国化工信息

烧碱行业供过于求，集中度有待提高

2008 年底全国烧碱生产企业已增至220 余家，稳居世界第一。2008 年国内烧碱产能已达2,472 万吨，较2007 年增长13%，产能利用率仅为69%。截至2009 年6 月底，国内烧碱产能达到2,672 万吨，较2009 年初增长8.1%，但由于产能过剩，利用率仍较低。目前烧碱行业较为分散，集中度低，而规模和成本是本行业极为重要的因素，因此在保证质量，控制成本的同时，加速整合，提高集中度，淘汰落后产能是当前行业发展的重点。

表 3: 烧碱产量明细（单位：万吨）

年度	烧碱总产量	隔膜法总产量	离子膜法总产量
2000	642	476	166
2001	710	516	193
2002	796	548	247
2003	894	605	289
2004	993	636	357
2005	1194	668	526
2006	1417	692	725
2007	1747	790	958
2008	1717	652	1065

2009

1820

610

1210

资料来源：公司公告

表 4:国内烧碱企业产能情况

序号	地区	企业	产能（万吨/年）
1	上海	上海氯碱	81
2	新疆	新疆天业	60
3	天津	天津大沽	56
4	山东	山东恒台博汇	52
5	浙江	浙江巨化	51
6	江苏	泰兴新浦化学	45
7	山东	山东齐鲁石化	45
8	四川	宜宾天原	42
9	山东	山东滨化	42
10	内蒙古	内蒙古亿利化学	40

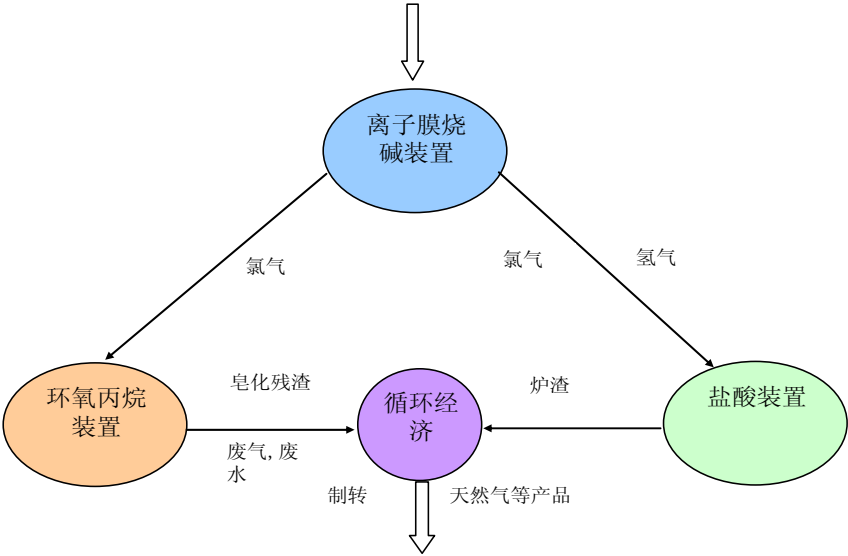
资料来源：中国化工信息

公司竞争优势明显，前景广阔

循环经济节约成本，变废为宝

作为循环经济试点单位，公司致力于打造以“资源合理开发、产品精深加工和能源综合利用”为特色的循环经济运营模式。通过采用氯气直供环氧丙烷装置工艺技术，从根本上解决了氯气环境污染问题、降低了安全生产风险，同时将氯气用于生产主导产品环氧丙烷，实现了循环利用；公司循环经济还体现在对其它废气、废渣的利用上：通过将氢气等废气引入燃料动力装置，实现将废气用做燃料，既安全又环保，将氢气引入盐酸发生装置，制取盐酸，节约了工艺流程，降低了成本既避免了环境污染，又实现了资源重复利用。

图 4: 循环经济模式图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

产品质量领先

长期以来，公司通过建立严格的产品质量控制体系和产品质量控制措施，公司主要产品质量指标均优于行业平均水平，处于行业领先地位。

表 5：产品技术指标比较

主导产品	主要技术指标	公司水平	同行业水平	国际先进水平
环氧丙烷	水分 (%)	0.016	0.03	0.02
固碱	氢氧化钠 (%)	99.5	99.3	99.6
液碱	氢氧化钠 (%)	32.5	32	32.5
食品添加剂氢氧化钠	总碱量 (以 NaOH 计), %	98.5-100.5	95.0-100.5	98.5-100.5

资料：公司公告

得天独厚的资源优势

2006年-2008年，山东省煤炭产量分别达到1.50亿吨、1.60亿吨和1.65亿吨，“十一五”期间将稳定在1.6亿吨左右，煤炭开采量占全国的9.86%，居全国第二位；同时，山东省靠近煤炭大省山西省，交通运输便捷，煤炭使用量、储备量丰富。

公司控股子公司山东滨化海源盐化有限公司地处山东省滨州市，滨州北临渤海湾，海岸线长约240公里，是山东省重要的原盐生产基地，该公司原盐生产能力目前为50万吨，基本能够满足公司日常生产活动对原盐的需求，使得公司能够及时获得原料供应并降低运输成本，近年来，公司原盐生产成本保持国内较低水平，资源优势得天独厚。

自主研发，领先工艺奠定成本优势

长期以来，公司通过持续的技术进步和细致入微的管理，不断提高各套生产装置的技术装备水平和运行质量。在成本控制上精益求精，管理水平领先于同行业其他企业，保证了公司产品的赢利水平。

公司自主开发的热电装置孤网运行直供整流技术、整流非线性励磁技术和辅助设备自启动控制技术，使公司电力装置技术水平得以提高，电力装置运行更加稳定。

表 6：氯碱行业公司指标比较

氯碱企业	全员劳动生产率(人/元)	产品销售率%	离子膜法电解单元原盐消耗 kg/t	离子膜法 30% 碱蒸汽消耗 kg/t	离子膜法电解单元交流电耗 kwh/t	离子膜法 30%碱碱损失率
天津大沽化工	322130	99.3	1623	0.4	2323	0.8
沈阳化工	135813	100.9	1520	0.34	2301	1.64
锦化化工	-10101	100.8	1500	1.04	2444.5	1.64
氯碱化工	184994	100.6	1631	0.18	2387	-
江苏索普	184169	-	1498	0.31	2308	-
湖北宜化	236482	98.61	-	0.02	2310	-
中泰化学	190060	99.31	1539.1	-	2355.3	0.86
新疆天业	202166	99.06	1530	0.16	2318	0.99
滨化股份	603676	101.3	1454	0.12	2209	0.29

资料来源：公司公告

公司环氧丙烷装置采用拥有自主知识产权的氯醇法生产技术，装置运行主要技术经济指标达到或超过引进装置水平，装置主要消耗指标丙烯消耗年平均值为0.826吨丙烯/吨环氧丙烷，目前国内同行业丙烯消耗平均水平为0.840吨丙烯/吨环氧丙烷，有效降低了环氧丙烷生产成本。氯气输送采用国际先进的透平机装置，单位电耗仅为382.5KW，而国内同行业普遍采用的液环式氯气压缩机单位电耗则为680KW。

募投项目分析

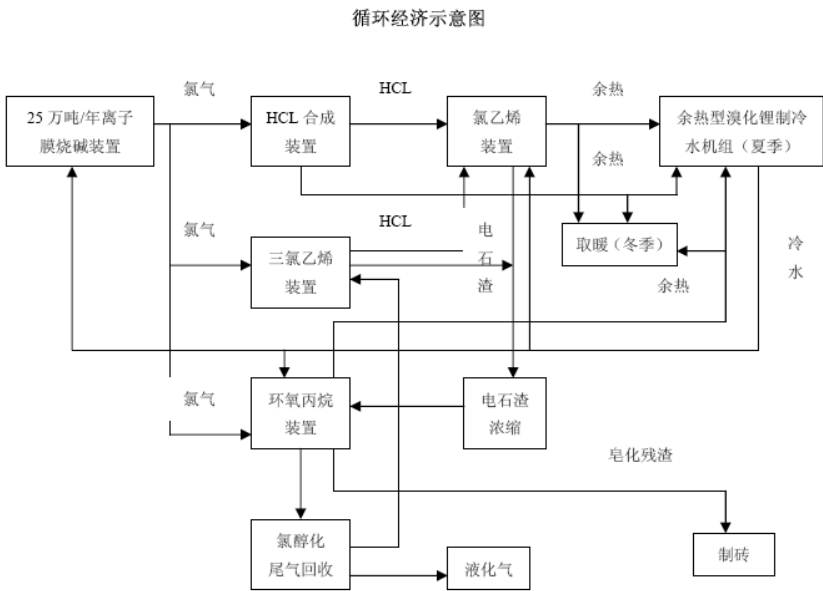
公司拟运用募集资金投资“25万吨/年离子膜烧碱搬迁改造项目”等 8个项目，打造出一条符合节能环保要求，具备循环经济特征的氯碱化工产业链条。

表 7：公司募集资金项目

序号	项目名称	总投资	投产日期
1	25 万吨/年离子膜烧碱搬迁改造项目	69,228.78	2009 年 1 月
2	离子膜烧碱蒸发浓缩装置技术改造项目	16,495.55	2009 年 1 月
	10 万吨/年粒碱装置项目		
	6 万吨/年环氧丙烷项目		
3	聚氯乙烯副产废渣、6 万吨/年环氧丙烷装置尾气综合利用项目	14,278.67	2009 年 1 月
4	4 万吨/年三氯乙烯项目	9,487.30	2009 年 1 月
5	12 万吨/年副产 HCL 制氯乙烯	16,401.72	2009 年 1 月
6	皂化残渣综合利用制建筑用标准砖项目	4,453.26	2009 年 1 月
7	公用工程	29,107.48	2009 年 1 月
合计		159452.76	

资料来源：公司公告

图 5：循环经济氯碱化工产业链模式图



资料来源：公司公告

盈利预测

我们进行盈利预测时，主要基于以下假设：

表 8：主要假设

产品	项目	2009A	2010E	2011E	2012E
环氧丙烷	单位售价(元/吨)	9054	10040	10040	10140
	销量(万吨)	18.24	18.5	18.6	18.6
	单位成本(元/吨)	7431	8450	8350	8350
	毛利率	0.179258	0.158367	0.168327	0.176529
烧碱	单位售价(元/吨)	1561	1700	1650	1700
	销量(万吨)	36.88	40	41	41
	单位成本(元/吨)	995	1050	1020	1050
	毛利率	36.26%	0.382353	0.381818	0.382353
其他产品	收入	50602	58000	85000	102000
	成本	39961	45000	65000	81000
	毛利率	21.03%	22.41%	23.53%	20.59%

资料来源：长江证券研究部

在上述假定的基础上，我们预计，2010-2012 年，公司每股收益分别为 0.71 元，0.82 元和 0.93 元。

申购价格及建议

我们认为，可以按照 2010 年业绩 25-30 倍市盈率给公司估值，对应申购价格为 17.75-21.30 元。建议积极申购。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2733	3117	3394	3603	货币资金	466	811	1781	2295
营业成本	2122	2433	2621	2794	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	611	684	773	809	应收账款	66	1153	1188	1261
% 营业收入	22.4%	21.9%	22.8%	22.5%	存货	81	97	105	112
营业税金及附加	22	25	27	29	预付账款	24	61	66	70
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	308	293	284	301
销售费用	57	78	85	72	流动资产合计	944	2415	3424	4039
% 营业收入	2.1%	2.5%	2.5%	2.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	149	171	187	180	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	5.4%	5.5%	5.5%	5.0%	长期股权投资	17	17	17	17
财务费用	120	44	52	47	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	4.4%	1.4%	1.5%	1.3%	固定资产合计	2597	2608	2747	2959
资产减值损失	-1	0	0	0	无形资产	100	95	90	85
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	37	0	0	0	递延所得税资产	3	3	3	3
营业利润	303	366	422	482	其他非流动资产	48	456	852	1180
% 营业收入	11.1%	11.7%	12.4%	13.4%	资产总计	3710	5595	7134	8283
营业外收支	56	2	0	0	短期贷款	1500	21	0	0
利润总额	359	368	422	482	应付款项	135	243	786	838
% 营业收入	13.1%	11.8%	12.4%	13.4%	预收账款	18	330	602	890
所得税费用	64	55	63	72	应付职工薪酬	20	29	31	34
净利润	295	313	359	409	应交税费	14	16	17	18
归属于母公司所有者的净利润	266.7	312.5	358.6	409.3	其他流动负债	557	697	740	776
少数股东损益	28	0	0	0	流动负债合计	2244	1336	2176	2556
EPS (元/股)	0.81	0.71	0.82	0.93	长期借款	565	845	1185	1545
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	184	87	1554	1101	其他非流动负债	3	3	3	3
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	2811	2184	3364	4103
收回现金					归属于母公司	830	3342	3701	4110
长期股权投资	17	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	100	0	0	0	少数股东权益	69	69	69	69
固定资产投资	0	-700	-850	-900	股东权益	899	3411	3770	4179
其他	-331	0	0	0	负债及股东权益	3710	5595	7134	8283
投资活动现金流净额	-214	-700	-850	-900	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	0	110	0	0	EPS	0.808	0.710	0.815	0.930
银行贷款增加 (减少)	345	-1199	319	360	BVPS	2.72	7.75	8.57	9.50
筹资成本	-120	-44	-52	-47	PE	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-208	2090	0	0	PEG	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流净额	17	957	267	313	PB	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净流量	-14	345	971	514	EV/EBITDA	3.78	0.09	-0.78	-0.89
					ROE	32.8%	9.2%	9.5%	9.8%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429 lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319 yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844 lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。