

传统行业内的优势企业

滨化股份 (601678)

合理价值 13.8 - 17.25 元

新股定价报告

2010年2月3日 星期三

毛伟
021-50586660-8630
mw@longone.com.cn
赵献兵
zhxb@longone.com.cn
基础化工行业

联系人: 顾颖
021-50586660-8638
dhresearch@longone.com.cn

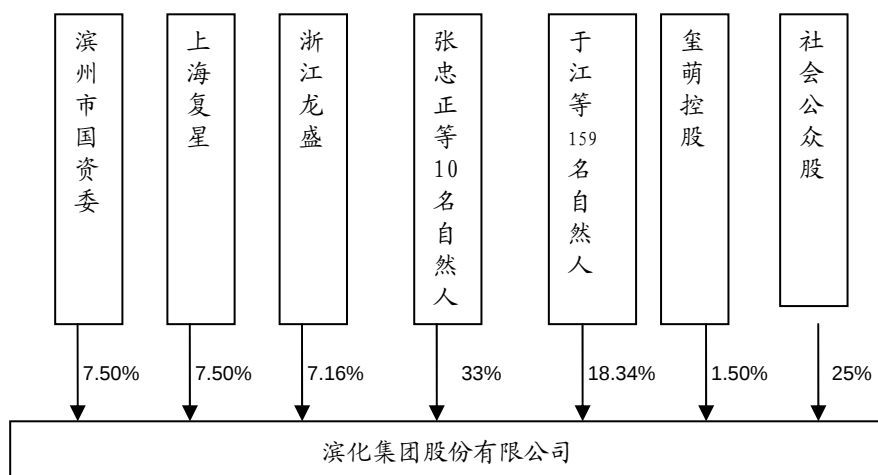
价值分析

□ 公司简介

滨化股份由山东滨化集团有限责任公司改制而来,公司主要产品包括环氧丙烷、烧碱系列产品、油田助剂及精细化学品等,是全国最大的环氧丙烷及油田助剂供应商,也是国内烧碱生产的龙头企业。公司现有产能主要为16万吨/年环氧丙烷、42万吨/年离子膜烧碱、4万吨/年三氯乙烯及部分油田助剂产品。

滨化股份实际控制人是以张忠正为主的10名高管,合计持有发行前44%的表决权股份。本次公开发行1.1亿股,发行后公司总股本达到4.4亿股,发行后张忠正等10名自然人持有33%,仍为公司实际控制人。

图1. 滨化股份发行后股权结构图



资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

□ 公司主要业务分析

公司目前营业收入及利润来源中最主要的两块业务为环氧丙烷和烧碱。

表 1. 2009 年公司主营收入构成

产品类别	毛利额(万元)	占比%	增长率%
环氧丙烷	29,603.82	48.44	216.07
烧碱	20,895.79	34.19	28.39
助剂、二氯丙烷	3,126.16	5.11	57.64
三氯乙烯	3,165.27	5.18	
水汽	896.02	1.47	911.2
原盐	176.07	0.29	-88.73
其他产品	1,881.04	3.08	-10.64
主营业务毛利合计	59,744.17	97.75	90.39
其他业务毛利	1,374.52	2.25	-54.84
综合毛利	61,118.69	100	77.55

资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

公司拥有 16 万吨/年环氧丙烷产能，实际产量可以达到 19 万吨/年，是国内第二大环氧丙烷生产商和第一大商品环氧丙烷供应商，09 年市场占有率达到 35%。环氧丙烷是一种应用广泛的精细化学产品，其中最主要的下游需求是作为聚醚多元醇的生产原料，占比超过 70%。目前国内环氧丙烷的市场仍处于供不应求的状况，2009 年表观消费量和产量之间仍有约 15 万吨的缺口，随着 2010 年二季度中石化下属镇海炼化和 Lyondell Chemical 共同投资建设的 28.5 万吨/年项目的竣工，国内环氧丙烷市场将处于基本供需平衡的状况。

公司烧碱产能 42 万吨/年，2009 年毛利率达到 36.29%，处于行业内领先水平。由于近年来国内上马了很多大型氯碱项目，因此国内烧碱行业供过于求的情况较为严重。国内 09 年烧碱产量 1891 万吨，产能 2600 余万吨，产能利用率在 7 成左右。但由于烧碱产品有一定的销售半径，因此烧碱行业的产能过剩存在一定地域特征，总体而言，中东部地区的产能过剩问题相对较好。我们认为由于公司的烧碱生产具有成本和技术优势，因此在 10 年将保持高开工率，预计开工率能达到 95%左右。

□ 假设及盈利预测

1. 公司 2009 年环氧丙烷及烧碱销量分别约为 18 万吨和 37 万吨，假设公司 2010 年，2011, 2012 年环氧丙烷销量分别是 18.5 万吨，18.5 万吨，18.5 万吨；烧碱销量分别是 40 万吨，41 万吨，41 万吨，

2. 假设 20010 年，2011 年，环氧丙烷均价分别为 10200 元，11000

元，11550 元；烧碱均价分别为 1700 元，1870 元，1870 元（以上价格均不含税）。

在此假设条件下，我们测算发行摊薄后，公司 2010，2011，2012 年 EPS 分别为 0.69 元，0.98 元，1.00 元。截止到 2 月 3 日，市场一致预期的氯碱行业动态市盈率在 27.72 倍。由于公司新建项目的业绩在 09 年已基本体现，我们认为可以给予公司 2010 年 20-23 倍的市盈率，因此公司的合理估值区间为 13.8 元-17.25 元。

预测和比率

	2009	2010E	2011	2011F
主营收入（百万）	2733	3120	3670	3712
主营收入增长率	55.7%	14.2%	17.6%	1.1%
净利润（百万）	267	304	431	440
净利润增长率	226.3%	-17.7%	78.0%	21.0%
EPS（元）	0.61	0.69	0.98	1.00
P/E				

分析师简介及跟踪范围:

毛伟, 基础化工行业分析师, 浙江大学高分子系学士, 中国科学院化学研究所博士。

重点跟踪企业:

新安股份, 华鲁恒升, 烟台万华, 建峰化工, 巨化股份, 诺普信, 东华科技, 友利控股。

赵献兵, 基础化工首席行业分析师, 经济学硕士, 高级经济师, 曾就职六国化工(600470)8年, 中信建投证券研发部8年。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122