

化工



郑方铤

化工行业研究员

021-3856 5947

zhengfb@xyzq.com.cn

滨化股份 (601678)

技术优势突出的环氧丙烷龙头

无评级

市场数据

报告日期	2010-2-23
收盘价(元)	
52周最高/最低(元)	
总股本(百万股)	440.00
流通股本(百万股)	88.00
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
净资产(百万元)	2944.07
总资产(百万元)	5686.19

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2733	3194	3415	3519
同比增长(%)	55.7%	16.9%	6.9%	3.1%
净利润(百万元)	267	310	393	413
同比增长(%)	226.3%	16.3%	26.7%	5.2%
毛利率(%)	22.4%	23.5%	24.4%	24.5%
净利率(%)	9.8%	9.7%	11.5%	11.7%
净资产收益率(%)	29.7%	9.7%	11.0%	10.3%
每股收益(元)	0.61	0.71	0.89	0.94
每股经营现金流(元)	0.42	1.22	1.36	1.54

相关报告

投资要点

- 滨化股份是国内重要的环氧丙烷和烧碱生产商。公司拥有 16 万吨/年的环氧丙烷产能和 42 万吨/年的烧碱产能，是国内最大的环氧丙烷供应商。公司 08 年实现销售收入 37.1 亿，净利润 2.67 亿，其中环氧丙烷和烧碱的毛利占比分别为 48.4% 和 34.2%。
- 环氧丙烷行业关键看丙烯供应和成本控制。我国环氧丙烷的表观消费量由 2000 年的 28 万吨增长至 08 年的 105 万吨，年均增速为 15.8%，而 2009 年产能将达 160 万吨。原料丙烯成本占比约 70%，其供应对装置开工影响重大，因此丙烯供应和成本控制能力是行业核心竞争要素。
- 烧碱行业供过于求，存在整合空间。我国 08 年烧碱表观消费量为 1645 万吨，预计未来三年需求增速为 8%-10%，但 09 年产能已达 2967 万吨，供过于求加剧；参照国外的高集中度，随着准入门槛提高至 30 万吨，行业存在整合空间。
- 公司优势在于一体化产业链和先进生产工艺。公司原料基本实现自给，氯气直供环氧丙烷生产提升了经济效益；凭借先进的生产工艺，公司物料消耗低，产品质量高。09 年环氧丙烷市占率 35%，居全国首位。
- 募投项目显示良好经济效益。公司募集资金投资 10 万吨/年粒碱、6 万吨/年环氧丙烷等八个项目，所有项目均已于 2009 年 1 月达产，09 年实现销售收入 12.3 亿，净利润 1362 万元，公司将以募集资金归还项目所用银行贷款及自有资金。
- 合理估值区间 17.8~22.2 元。预计滨化股份 09~11 年全面摊薄 EPS 分别为 0.71、0.89、0.94 元，给予 2011 年 20-25 倍 PE 的估值，对应股价为 17.8~22.2 元。
- 风险提示：产品价格波动风险、原材料价格波动风险、丙烯供应风险。

目 录

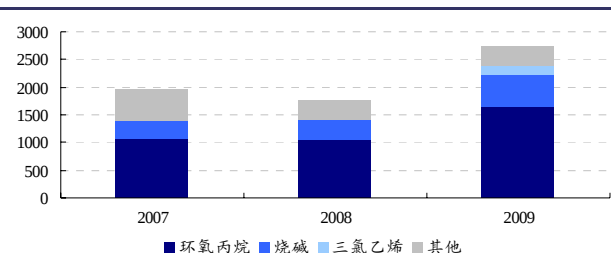
1、公司基本情况	4 -
2、行业分析	5 -
2.1 公司所处行业概况	5 -
2.2 环氧丙烷行业供求分析	6 -
2.3 环氧丙烷行业竞争分析	7 -
2.4 烧碱行业供求分析	8 -
2.5 烧碱行业竞争分析	10 -
3、公司竞争优势分析	12 -
3.1 一体化产业链优势	12 -
3.2 技术优势	12 -
4、募投项目分析	13 -
5、盈利预测与估值	14 -
5.1 盈利预测假设	14 -
5.2 盈利预测结果	15 -
6、风险提示	15 -
6.1 产品价格波动风险	15 -
6.2 原材料价格波动风险	15 -
6.3 丙烯供应风险	16 -
 图 1 公司业务收入构成（百万元）	4 -
图 2 公司业务毛利构成（百万元）	4 -
图 3 公司发行前股权结构	5 -
图 4 公司产业链概况	6 -
图 5 我国环氧丙烷下游消费构成（2008 年）	6 -
图 6 我国环氧丙烷表观消费情况	6 -
图 7 我国环氧丙烷进口情况	7 -
图 8 我国环氧丙烷产能和开工率情况	7 -
图 9 公司环氧丙烷产品及原料价格走势	8 -
图 10 主要上市公司环氧丙烷产品毛利率情况	8 -
图 11 我国烧碱下游消费构成（2008 年）	9 -
图 12 我国烧碱表观消费情况	9 -
图 13 我国烧碱出口情况	9 -
图 14 我国烧碱产能和开工率情况	9 -
图 15 我国离子膜烧碱产量占比情况	11 -
图 16 公司主要产品开工率与产销率情况	11 -
图 17 公司烧碱产品及原料价格走势	12 -
图 18 主要上市公司烧碱产品毛利率情况	12 -
图 19 公司循环经济模式图	12 -
 表 1 滨化股份主要财务指标	4 -
表 2 滨化股份发行前后股权结构情况	5 -
表 3 环氧丙烷主要企业及市场占有率	7 -
表 4 环氧丙烷两种生产工艺比较	8 -
表 5 我国烧碱生产企业规模分类（2007 年）	10 -
表 6 烧碱两种生产工艺比较	10 -
表 7 98.5%片碱主要企业及市场占有率	11 -
表 8 30%及 32%液碱主要企业及市场占有率	11 -
表 9 公司氯碱产业链各主要环节的技术水平	13 -
表 10 公司主要产品技术指标	13 -

表 11 募集资金项目（万元）	- 13 -
表 12 公司募投项目 09 年经营情况	- 14 -
表 13 公司盈利预测假设	- 14 -
表 14 公司盈利预测结果	- 15 -
表 15 相关上市公司估值比较	- 15 -
附表	- 17 -

1、公司基本情况

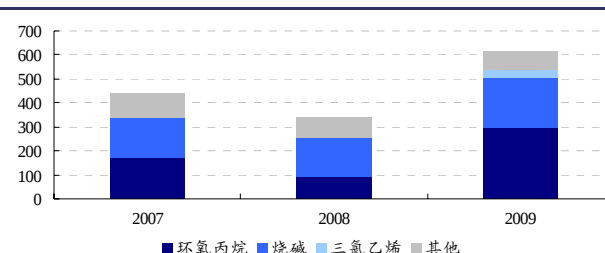
滨化集团股份有限公司（以下简称“滨化股份”）主要从事有机、无机化工产品的生产、加工与销售业务，主要产品为环氧丙烷、烧碱及助剂，其中烧碱主要包括32%液碱、30%液碱、98.5%片碱和粒碱；助剂产品主要包括破乳剂、聚氨酯聚醚、农药助剂等，公司近年收入、毛利的构成及变化如图1、图2所示。

图1 公司业务收入构成（百万元）



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

图2 公司业务毛利构成（百万元）



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

公司目前产能包括16万吨/年环氧丙烷、42万吨/年离子膜烧碱、10万吨/年离子膜粒碱、5万吨/年离子膜片碱、4万吨/年三氯乙烯、60万吨/年原盐等，环氧丙烷和烧碱是最主要的收入和利润来源，2007年至2009年，公司环氧丙烷的主营业务毛利占比分别为40.1%、27.2%、48.4%；烧碱业务的主营业务毛利占比分别为36.7%、47.3%、34.2%。公司08年和09年的主要财务指标如表1所示。

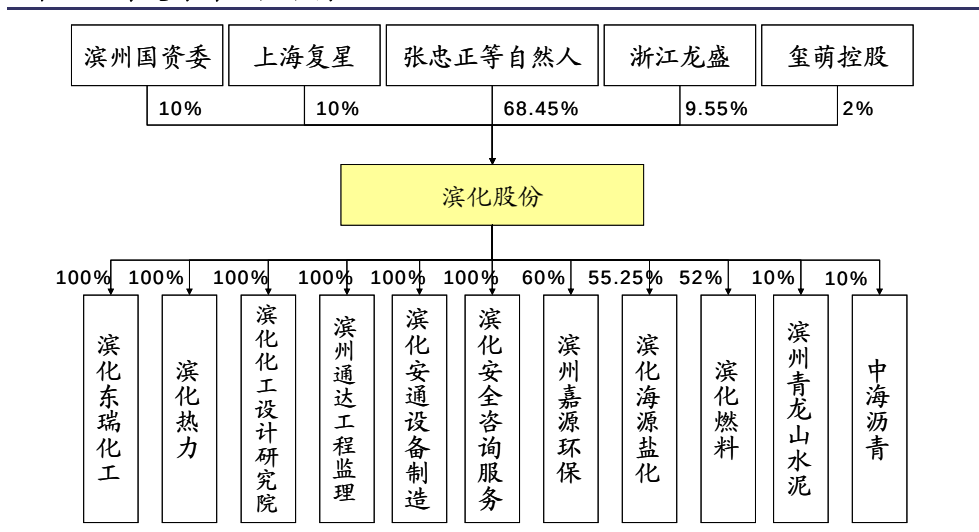
表1 滨化股份主要财务指标

	2008年	2009年
总资产（百万元）	3,629.76	3,710.19
净资产（百万元）	662.56	898.95
收入（百万元）	1,755.63	2,733.17
净利润（百万元）	81.74	266.75
ROE（%）	14.11	32.14
ROE（扣除非经常损益，%）	13.83	26.54

数据来源：公司招股书，兴业证券研发中心

以张忠正为代表的滨化集团10名高管（以下简称“滨化集团高管”）合计持有滨化集团44%的表决权股份，超过其他任何单一股东的表决权比例，滨化集团高管于2007年9月28日签署《一致行动人协议》约定，在发行人股东大会作出决议时，均投一致票，滨化集团高管是公司的实际控制人。

图 3 公司发行前股权结构



数据来源：公司招股书，兴业证券研发中心

公司本次发行前总股本为 33000 万股，本次拟公开发行 11000 万股，发行价 19 元/股，占发行后总股本的比例为 25.0%。

表 2 滨化股份发行前后股权结构情况

股东名称	发行前		发行后	
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
张忠正等自然人	22,588.50	68.45%	22,588.50	51.34%
滨州市国资委	3,300.00	10.00%	3,300.00	7.50%
上海复星	3,300.00	10.00%	3,300.00	7.50%
浙江龙盛	3,151.50	9.55%	3,151.50	7.16%
玺萌控股	660	2.00%	660	1.50%
本次发行			11,000.00	25.00%
总计	33,000.00	100.00%	44,000.00	100.00%

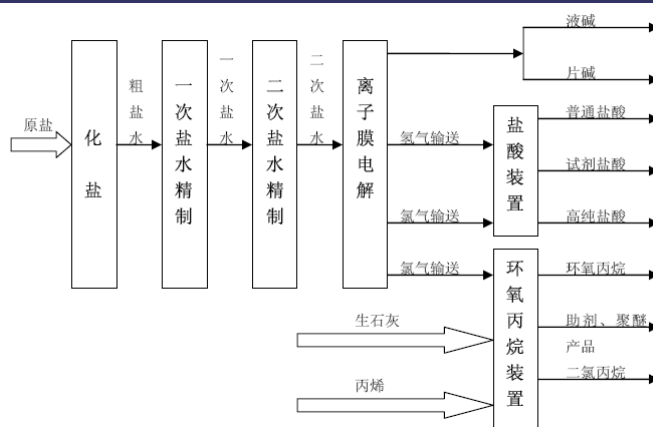
资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

2、行业分析

2.1 公司所处行业概况

公司所处行业为化学工业中的氯碱行业，属于基础原材料工业，公司以原盐为原料，生产烧碱和氯气，其中氯气可以进一步加工为盐酸外卖，也可以与丙烯、石灰石反应生产环氧丙烷，按照公司的产能测算，公司产出的氯气用于生产环氧丙烷的比例约为 60%。

图 4 公司产业链概况



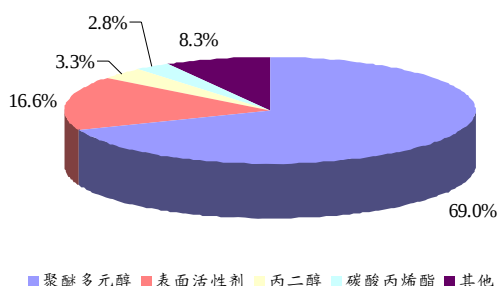
数据来源：兴业证券研发中心

2.2 环氧丙烷行业供求分析

环氧丙烷是一种重要的化工原料，可以用于生产聚醚多元醇，进而生产聚氨酯，也可生产用途广泛的丙二醇及非离子型表面活性剂、油田破乳剂、阻燃剂、农药乳化剂等，近年来下游的精细化工新产品发展较快。

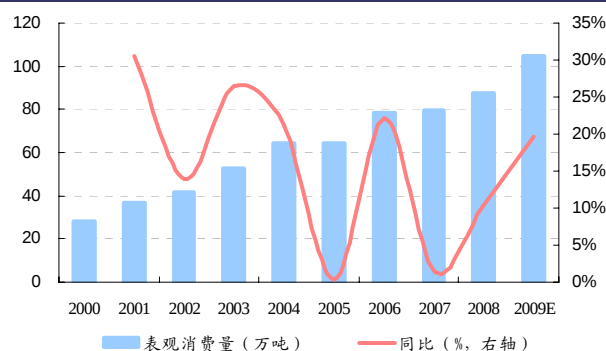
2007 年，世界环氧丙烷的产能约 746 万吨，需求约为 650 万吨，2006 年~2010 年，全球环氧丙烷年均需求预计增速约为 6%，至 2010 年，全球环氧丙烷需求量将超过 840 万吨，其中，中国和印度需求增长将最为迅速，欧洲和北美则将分别以每年 3.5%和 3.3%的速度继续增长。

图 5 我国环氧丙烷下游消费构成（2008 年）



资料来源：兴业证券研发中心

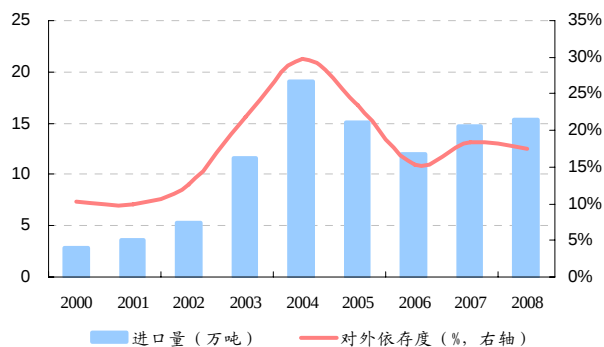
图 6 我国环氧丙烷表观消费情况



资料来源：兴业证券研发中心

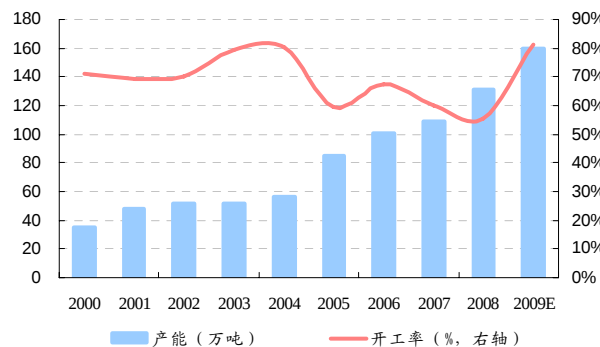
我国环氧丙烷的表观消费量由 2000 年的 28 万吨增长至 08 年的 105 万吨，年均增速为 15.8%，随着国内市场对环氧丙烷衍生物——聚醚多元醇和丙二醇需求的迅速增长，未来我国环氧丙烷消费量将保持较快增长。

图 7 我国环氧丙烷进口情况



资料来源：兴业证券研发中心

图 8 我国环氧丙烷产能和开工率情况



资料来源：兴业证券研发中心

我国环氧丙烷产能由 2000 年的 35.4 万吨增长至 08 年的 131 万吨，预计至 2009 年我国环氧丙烷产能将达到 160 万吨左右；产量则由 2000 年的 25.2 万吨增长至 08 年的 72.5 万吨，开工率维持平稳，主要原因是环氧丙烷重要原料丙烯（成本占比约 70%）价格居高不下，一定程度上限制了产能的发挥，也造成了我国目前仍需部分进口环氧丙烷，近年来随着国内产量增长，对外依存度有降低趋势。

2.3 环氧丙烷行业竞争分析

国外环氧丙烷产业集中度很高，美国 Dow 化学（185.1 万吨/年）和 Lyondell 公司（180.3 万吨/年）是世界上最大的两个生产商，合计产能占世界总产能的 50%；国内环氧丙烷市场主要生产企业除滨化股份外，还包括中海壳牌、天津大沽化工、辽宁锦化化工等，但需要指出的是，包括中国壳牌在内的大部分环氧丙烷生产商所生产环氧丙烷主要自用，外销比例很低。

表 3 环氧丙烷主要企业及市场占有率

单位	2009 年销量 (万吨/年、折百)	全国市场占有率
滨化股份	18.24	35.08%
天津大沽化工	6.2	11.92%
中海壳牌石油化工	3.8	7.31%
锦西化工集团	3.3	6.35%
沈阳金碧蓝	1.7	3.27%

资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

滨化股份的环氧丙烷产品除少数留存使用，用于生产助剂类产品外，剩余部分全部用于外销，是国内环氧丙烷市场的主要供应商，2008 年实际销售量达 10 万吨，市场占有率达 25%，09 年上升至 35%，居全国首位。

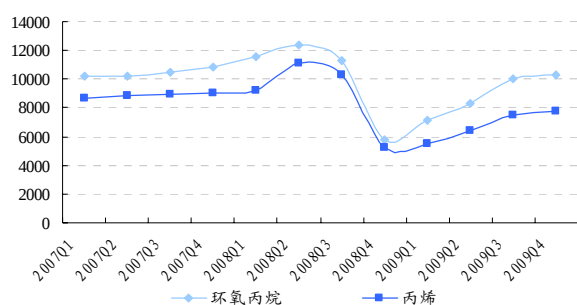
表 4 环氧丙烷两种生产工艺比较

项目	氯醇法	共氧化 (PO/SM) 法
工序	氯醇化、皂化、精馏	氧化、环氧化脱水、加氢等
控制	容易	防爆要求高
原料	丙烯、氯气 (纯度要求不高)	丙烯、乙苯 (或异丁烷等)
收率	< 90%	95%
工业化	近 60 年, 相对成熟	1969 年工业化
安全性	相对安全	需防爆
三废	污水、污渣多	无公害
技术来源	国产化	需引进
投资	小	大
规模效益	2-10 万吨/年	20 万吨/年以上

数据来源: 公司招股书, 兴业证券研发中心

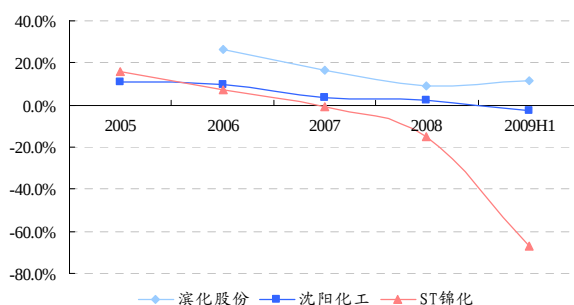
从生产工艺来看, 目前世界生产环氧丙烷的主要工业化方法为氯醇化法和共氧化法, 目前氯醇法路线产能占比为 40%~45%, 共氧化法产能占比 55%~60%。虽然共氧化法在安全性、产品收率等方面具有优势, 但是由于其投资额较高、对原料规格要求高、操作条件严格、联产品比例大, 因此国内使用较少, 除中海壳牌 25 万吨/年装置采用共氧化法外, 国内现有 80% 的环氧丙烷产能仍采用氯醇法。

图 9 公司环氧丙烷产品及原料价格走势



资料来源: 公司招股书, 兴业证券研发中心

图 10 主要上市公司环氧丙烷产品毛利率情况

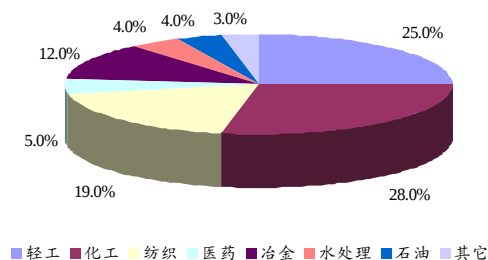


资料来源: 公司招股书, 兴业证券研发中心

2.4 烧碱行业供求分析

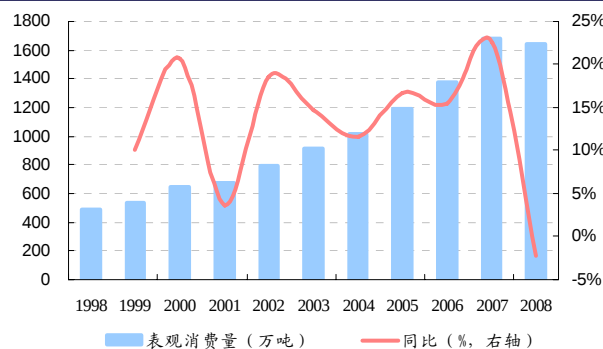
烧碱是基本化工原料, 传统消费领域主要为轻工、纺织和化工行业, 这三大行业每年消费的烧碱量约占总量的 70%, 其次是医药、冶金、稀土金属、石油、电力、水处理及军工等行业。2009 年全球烧碱产量约 5,480 万吨/年, 氯碱销售收入约 168 亿美元/年, 据 CMAI 预测, 2006 年-2011 年, 全球烧碱需求年均增速将为 3.1%。

图 11 我国烧碱下游消费构成（2008 年）



资料来源：兴业证券研发中心

图 12 我国烧碱表观消费情况

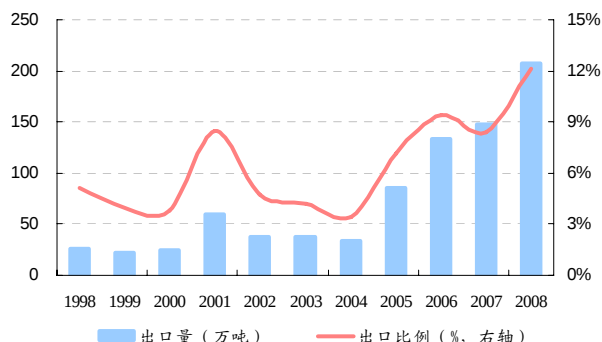


资料来源：兴业证券研发中心

我国烧碱的表观消费量由 98 年的 488 万吨增长至 08 年的 1645 万吨，年均增速为 11.7%，预计未来三年，我国烧碱需求量将以每年 8%~10% 的速度增长，其中轻工呈下降趋势，化工、有色金属冶金、纺织行业需求呈上升趋势。

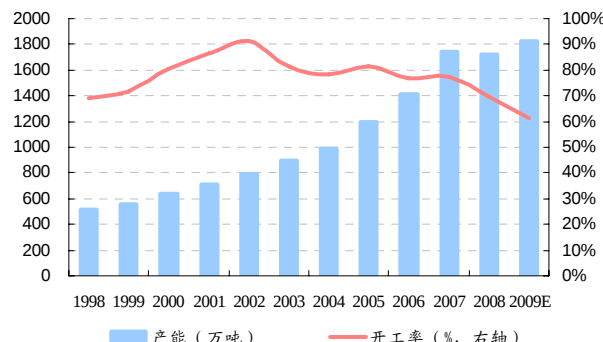
随着国际市场需求持续增长以及欧美发达国家相应设备的关闭清理，我国烧碱出口数量不断增加，国外市场将逐步成为国内烧碱重要消费市场，出口比例由 98 年的 5.1% 上升至 08 年的 12.1%。

图 13 我国烧碱出口情况



资料来源：兴业证券研发中心

图 14 我国烧碱产能和开工率情况



资料来源：兴业证券研发中心

据不完全统计，至 2009 年，全球氯碱总产能约 6,150 万吨/年，烧碱产量约 5,480 万吨/年；近年来国际产能不断向国内转移，我国在 2006 年成为世界烧碱产能最大的国家，达到 1848 万吨，之后继续保持快速增长，预计 2009 年产能将达到 2967 万吨。未来几年内，全球新增烧碱产能中，中国将占 80%。

由于国内烧碱产能和产量保持较快增长，供过于求的情况加剧：产能由 98 年的 743 万吨增长至 09 年的 2967 万吨，产量由 98 年的 511.3 万吨增长至 09 年的 1820.4 万吨，开工率自 02 年的 91.5% 下滑至 09 年的 61.4%。

2.5 烧碱行业竞争分析

世界氯碱生产集中度较高，目前共有 500 多家氯碱企业，其中 11 家最大氯碱企业烧碱产能占世界总产能的 37.4%。陶氏化学、西方化学、PPG 工业、奥林和台塑 5 家公司的烧碱产能占美国总产能的 79%，苏威、英力士氯业和拜耳等 10 家公司的烧碱产能占西欧总产能的 77%。

亚洲虽然拥有近半数企业，但规模普遍较小。目前我国烧碱企业有 220 余家，装置规模普遍较小，产能平均规模在 10.5 万吨/年左右，2006 年，前十大烧碱生产厂商产量占行业总产量的 21.8%，行业集中度较低。

表 5 我国烧碱生产企业规模分类（2007 年）

规模	企业数	产量占比
>30 万吨/年	5	13%
20~30 万吨/年	9	14%
10~20 万吨/年	37	34%
<10 万吨/年	152	39%

数据来源：兴业证券研发中心

作为成熟大宗产品，烧碱行业竞争要素在于成本控制和产品质量，从生产工艺来看，目前烧碱生产主要分为离子膜法、隔膜法及水银法（已基本淘汰）。其中离子膜法因具有能耗少，产品纯度高，污染小，操作成本低等特点，成为世界烧碱生产首选工艺。目前，日本烧碱生产全部采用离子膜法，印度、美国、欧洲和中国等国家和地区离子膜法烧碱生产工艺应用比例分别为 60%、30%、25%和 69%。

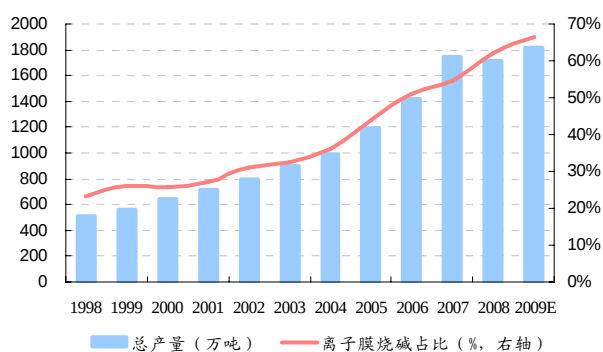
表 6 烧碱两种生产工艺比较

项目名称	隔膜法液碱 100%	离子膜液碱 100%
原盐消耗（公斤）	1,535.30	1,524.00
蒸汽消耗（吨）	4.00	0.51
碱损失率（%）	2.64	1.26
含盐量（%）	<0.005	1.0-1.2
直流电耗（度）	2,388.70	2,300.80
交流电耗（度）	2,529.20	2,414.90
制造成本（元/吨）	1,032.30	836.40
单位利润（元/吨）	186.69	438.08

数据来源：公司招股书，兴业证券研发中心

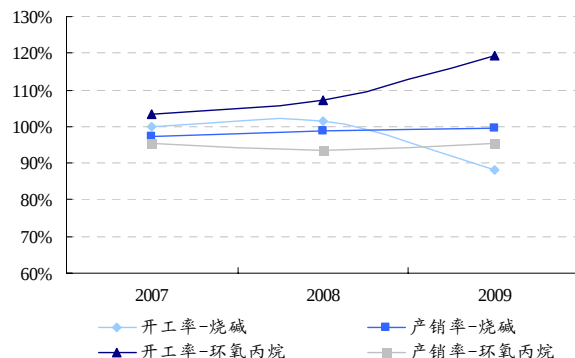
近年来中国烧碱产品结构不断优化，08 年中国离子膜烧碱产能占比达到 69%，产量由 98 年的 23.4%上升至 08 年的 62%，09 年产量占比进一步上升至 66.5%，由于未来几年内新增装置绝大部分均拟采用离子膜法工艺，因此这一比例还将上升。

图 15 我国离子膜烧碱产量占比情况



资料来源：兴业证券研发中心

图 16 公司主要产品开工率与产销率情况



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

从产品形态来看，烧碱产品可以分为粒碱、片碱和液碱，相对于液碱，粒碱运输半径大、纯度更高、更易储存；相对于片碱，粒碱流动性好、溶解率高、质地更干燥更均匀。从国外烧碱行业的发展经验来看，粒碱逐渐取代片碱将是行业未来发展趋势。

表 7 98.5%片碱主要企业及市场占有率

单位	2009 年销量 (万吨/年、折百)	全国市场占有率 (%)
新疆天业	35	7.73
天津渤海化工	30	6.62
新疆中泰	24	5.3
天津大沽化	6	1.33
滨化股份	5	1.11

数据来源：公司招股书，兴业证券研发中心

表 8 30%及 32%液碱主要企业及市场占有率

单位	2009 年销量 (万吨/年、折百)	山东市场占有率*
山东博汇	39.2	7.84
齐鲁石化	36	7.2
济宁电化	20.8	4.16
东岳集团	22.4	4.48
滨化股份	21.4	4.27

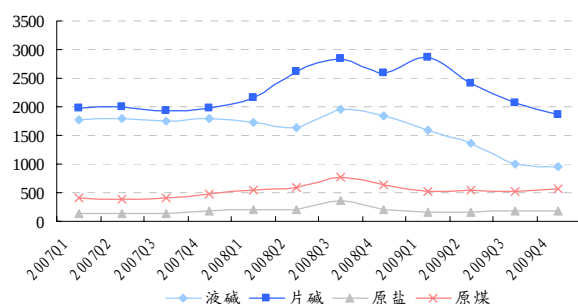
备注：液碱运输半径约 200 公里，销售存在地域性，因此仅统计本省占有率；

数据来源：公司招股书，兴业证券研发中心

国家发改委于 2007 年公布第 74 号公告，将新上烧碱企业起点定为 30 万吨年产量，烧碱行业准入门槛有所提高，在此情况之下，龙头企业凭借工艺技术、产品种类、质量等优势，将不断巩固领先地位。

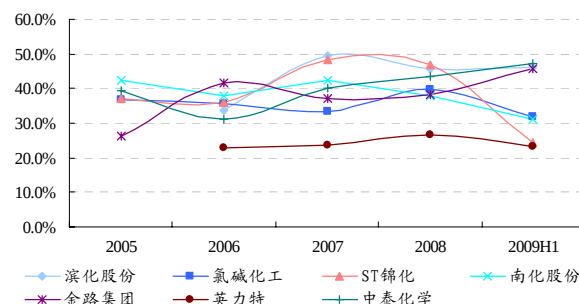
滨化股份烧碱产品包括 98.5%片碱、30%和 32%离子膜液碱、粒碱（募投项目）等，其中片碱产品的主要竞争对手是新疆天业、新疆中泰、天津渤海化工以及天津大沽化工等；离子膜液碱产品主要竞争对手是中国石化淄博齐鲁石化公司、山东博汇、济宁电化以及东岳集团等。从市场占有率和开工率等指标看，09 年之前烧碱产能限制了公司占有率的提升，09 年 1 月募投项目达产之后，公司烧碱装置依然维持了较高的开工率。

图 17 公司烧碱产品及原料价格走势



资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

图 18 主要上市公司烧碱产品毛利率情况



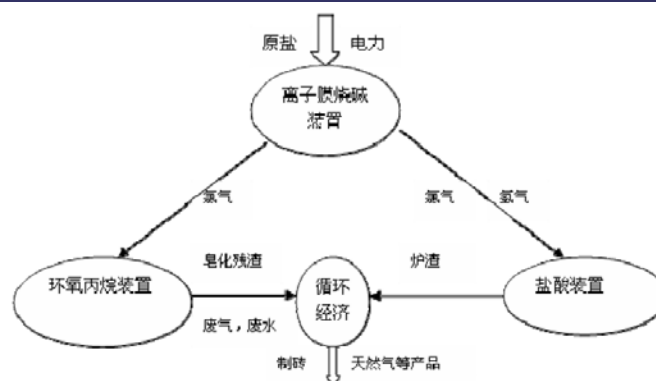
资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

3、公司竞争优势分析

3.1 一体化产业链优势

电及原盐价格，尤其电价是影响烧碱企业竞争力的关键因素，离子膜碱电力消耗占成本的 62.3%，原盐消耗占成本的 17%。公司拥有自备电厂和自备盐场，原盐、电力、蒸汽等原料基本实现了自给。

图 19 公司循环经济模式图



数据来源：公司招股书，兴业证券研发中心

通过将氯气直供环氧丙烷生产，彻底解决了氯碱生产企业普遍面临的氯气储存、包装和运输各环节存在的安全和环保问题，以循环经济为特色的氯碱产业链不仅使公司产品结构实现多元化，也获得了良好的经济和社会效益。除了募投项目，公司不断尝试下游延伸，在研产品和技术包括新型破乳剂、农药水悬剂助剂、新型聚氨酯聚醚多元醇、石油加氢工艺等，将为公司未来提供新的增长点。

3.2 技术优势

公司经过近 40 年的技术积累，目前氯碱产业链各主要环节的技术和设备均达到国内或国际先进水平，从而有效地降低了生产成本，提升了产品质量：公司 07 年至

09 年环氧丙烷毛利率为 16.46%、8.85%、17.93%；烧碱毛利率为 49.38%、45.73%、36.29%，均高于行业平均水平，公司主要产品质量指标处于行业领先地位。

表 9 公司氯碱产业链各主要环节的技术水平

工艺环节	工艺技术	工艺效果	行业情况	先进性
烧碱生产	离子膜烧碱装置	平均交流电耗 2,229KW.H	平均交流电耗 2,359KW.H	国际先进水平
一次盐水精制	膜法过滤	二次盐水钙镁杂质总量<7PPb	二次盐水钙镁杂质总量<20PPb	国内同行业先进水平
氯气输送	氯气干燥处理	氯气干燥后含水 5PPm 左右	氯气干燥后含水 30~40PPm 左右	国内同行业先进水平
	氯气输送透平机装置	单位电耗 382.5KW.H	单位电耗 680KW.H	国际先进水平
环氧丙烷生产	氯醇法环氧丙烷生产装置	丙烯消耗年平均 水平为 0.826 吨 丙烯/吨 PO	丙烯消耗年平均 水平为 0.84 吨丙 烯/吨 PO	国内同行业先进水平
盐酸生产	合成炉生产 36%试 剂级盐酸	提升产品质量和 产品附加值	-	国内同行业先进水平
电力供应	热电装置孤网运行 直供整流技术等	稳定电压	-	国内同行业先进水平

数据来源：公司招股书，兴业证券研发中心

表 10 公司主要产品技术指标

主要产品	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	32.0	32.5
食品添加剂氢氧化钠	总碱量 (%)	98.5~100.5	95.0~100.5	98.5~100.5

数据来源：公司招股书，兴业证券研发中心

4、募投项目分析

公司拟发行不超过 11000 万股，募集资金投资 25 万吨/年离子膜烧碱搬迁改造、10 万吨/年粒碱装置、6 万吨/年环氧丙烷、4 万吨/年三氯乙烯等八个项目，所有项目均已于 2009 年 1 月完全达产，公司将以募集资金归还项目所用银行贷款及自有资金。

表 11 募集资金项目（万元）

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、 10 万吨/年粒碱装置项目	16,495.55	2009 年 1 月
3	6 万吨/年环氧丙烷项目 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	159,452.76	

资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

由于本次募集资金投资项目离子膜烧碱装置工艺设备均处于国内先进水平，其产品质量和单位能耗低于同行业平均水平，公司拥有自备电厂和自备盐场，成本优势明显，产品市场竞争力较强，同时公司经过多年经营，积累了一批优质下游客户，市场需求能够得到保证。从09年的经营情况来看，公司募投项目已经取得了较好的收益。

表 12 公司募投项目 09 年经营情况

	营业收入	营业成本	毛利额	毛利率%	营业利润	净利润
2009Q1	19,081.40	17,555.92	1,525.48	7.99%	-2,339.67	-1,752.06
2009Q2	32,532.28	28,237.57	4,294.71	13.20%	-370.59	-265.41
2009Q3	36,651.79	30,760.55	5,891.24	16.07%	2,348.67	1,754.95
2009Q4	35,527.18	29,930.67	5,596.52	15.75%	2,137.89	1,624.32
合计	123,792.65	106,484.71	17,307.95	13.98%	1,776.30	1,361.80

资料来源：公司招股书，兴业证券研发中心

5、盈利预测与估值

5.1 盈利预测假设

- 公司环氧丙烷产品销售价格和毛利率维持稳定；
- 公司烧碱产品由于结构优化，销售价格和毛利率逐年小幅上涨；
- 公司三项费用率保持稳定；
- 公司自2008年起三年内享受高新技术企业15%的企业所得税优惠，子公司2008年度及2009年所得税税率为25%，因此我们假设公司税率与09年持平，即保持在18%水平。

表 13 公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
环氧丙烷	销量（万吨）	18.2	18.5	18.8	19.0
	销售均价（元/吨）	9054	10700	11000	11000
	营业收入（百万元）	1651.5	1979.5	2068.0	2090.0
	毛利率（%）	17.9	18.0	18.0	18.0
烧碱	销量（万吨）	36.9	39.9	42.0	42.0
	销售均价（元/吨）	1561.5	1650.0	1750.0	1800.0
	营业收入（百万元）	575.9	658.4	735.0	756.0
	毛利率（%）	36.29	39.00	42.00	42.00
其它	营业收入（百万元）	505.8	556.4	612.0	673.2
	毛利率（%）	21.0	25.00	25.00	25.00
	营业收入（百万元）	2733.2	3194.2	3415.0	3519.2
	增长率（%）	55.7	16.9	6.9	3.1
总计	营业成本（百万元）	2122.0	2442.1	2581.1	2657.2
	毛利（百万元）	611.19	752.16	833.94	862.02
	毛利率（%）	22.36	23.55	24.42	24.49
	营业费用 /主营业务收入%	2.07	2.10	2.10	2.10
	管理费用 /主营业务收入%	5.44	5.00	5.00	5.00
	财务费用 /主营业务收入%	4.39	2.39	0.76	0.49
	实际税率%	17.93	18.00	18.00	18.00
	少数股东损益 /利润总额%	7.77	10.00	10.00	10.00

数据来源：兴业证券研发中心整理

5.2 盈利预测结果

表 14 公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	2733	3194	3415	3519
增长率 %	55.7%	16.9%	6.9%	3.1%
营业利润（百万元）	303	423	538	567
增长率 %	183.9%	39.7%	27.1%	5.2%
净利润（百万元）	267	310	393	413
增长率 %	226.3%	16.3%	26.7%	5.2%
最新摊薄每股收益（元）	0.61	0.71	0.89	0.94
每股净资产（元）	2.04	7.26	8.15	9.09
动态市盈率（倍）	0.00	0.00	0.00	0.00
市净率（倍）	0.00	0.00	0.00	0.00

数据来源：兴业证券研发中心整理

基于前述假设，我们预计滨化股份 10~12 年全面摊薄的 EPS 分别为 0.71、0.89、0.94 元。

表 15 相关上市公司估值比较

	2010.1.29 收盘价	EPS			PE		
		09E	10E	11E	09E	10E	11E
新疆天业	11.89	0.07	0.30	-	169.86	39.63	-
英力特	17.26	0.27	0.95	-	63.93	18.17	-
中泰化学	21.55	0.62	0.81	-	34.76	26.60	-
平均					89.51	28.14	-
滨化股份		0.61	0.71	0.89			

数据来源：Wind，兴业证券研发中心

我们选取新疆天业、英力特、中泰化学等氯碱行业企业作为比较基准，以 2 月 22 日收盘价计，基于 09、10 年 EPS 的平均 PE 分别为 90 倍、28 倍。我们给予公司 2011 年 20-25 倍 PE，对应股价为 17.8~22.2 元

6、风险提示

6.1 产品价格波动风险

环氧丙烷和烧碱产品是公司利润实现的主要依托。而环氧丙烷和烧碱市场价格具有周期性，波峰价格与波谷价格有一定差距。虽然与同行业相比，公司具有装置、技术、成本、管理等方面的优势，但是当上述产品价格出现较大波动时，公司经营业绩仍会受到较大影响。

6.2 原材料价格波动风险

公司生产所用主要原材料和能源为丙烯、原盐和原煤。丙烯等原料与石油价格关联度较高，而产品价格取决于下游需求，主要原材料采购价格的波动一定程度上影响公司营业成本，从而公司经营业绩造成影响。

6.3 丙烯供应风险

丙烯是生产环氧丙烷的重要原料，成本占比约 70%，丙烯供应对于环氧丙烷装置开工率影响重大，公司丙烯直接向中国石油、中国石化、中海油等在山东省内的炼油企业购买，虽然公司规模较大，并与上述企业形成了长期采购关系，但是丙烯供应仍然会影响公司装置开工，并进一步影响公司经营业绩。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	944	1805	2281	2811
货币资金	466	1221	1653	2155
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	66	80	85	88
其他应收款	12	16	17	18
存货	81	117	129	141
非流动资产	2766	2736	2687	2653
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	17	17	17	17
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2597	2570	2538	2506
在建工程	48	31	24	21
油气资产	0	0	0	0
无形资产	100	100	100	100
资产总计	3710	4541	4967	5464
流动负债	2244	678	718	750
短期借款	1500	100	100	100
应付票据	245	244	258	266
应付账款	135	122	129	133
其他	364	211	231	251
非流动负债	568	565	567	566
长期借款	565	565	565	565
其他	3	0	2	1
负债合计	2811	1243	1285	1316
股本	330	440	440	440
资本公积	145	2020	2020	2020
未分配利润	307	656	1009	1381
少数股东权益	69	104	145	187
股东权益合计	968	3299	3733	4188
负债及权益合计	3710	4541	4967	5464

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	267	310	393	413
折旧和摊销	226	158	166	174
资产减值准备	5	-5	0	0
无形资产摊销	3	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	120	76	26	17
投资损失	-37	0	0	0
少数股东损益	28	43	55	57
营运资金的变动	818	97	3	-4
经营活动产生现金流量	-183	538	598	676
投资活动产生现金流量	140	-115	-127	-139
融资活动产生现金流量	324	332	-39	-34
现金净变动	282	755	432	503
现金的期初余额	480	466	1221	1653
现金的期末余额	762	1221	1653	2155

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2733	3194	3415	3519
营业成本	2122	2442	2581	2657
营业税金及附加	22	26	27	28
销售费用	57	67	72	74
管理费用	149	160	171	176
财务费用	120	76	26	17
资产减值损失	-1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	37	0	0	0
营业利润	303	423	538	567
营业外收入	58	10	10	10
营业外支出	2	3	3	3
利润总额	359	431	546	574
所得税	64	78	98	103
净利润	295	353	448	471
少数股东损益	28	43	55	57
归属母公司净利润	267	310	393	413
EPS (元)	0.61	0.71	0.89	0.94

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	55.7%	16.9%	6.9%	3.1%
营业利润增长率	183.9%	39.7%	27.1%	5.2%
净利润增长率	226.3%	16.3%	26.7%	5.2%
盈利能力(%)				
毛利率	22.4%	23.5%	24.4%	24.5%
净利率	9.8%	9.7%	11.5%	11.7%
ROE	29.7%	9.7%	11.0%	10.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	75.8%	27.4%	25.9%	24.1%
流动比率	0.42	2.66	3.18	3.75
速动比率	0.38	2.49	3.00	3.56
营运能力(次)				
资产周转率	0.74	0.77	0.72	0.67
应收帐款周转率	46.29	42.70	41.34	40.60
每股资料(元)				
每股收益	0.61	0.71	0.89	0.94
每股经营现金	0.42	1.22	1.36	1.54
每股净资产	2.04	7.26	8.15	9.09
估值比率(倍)				
PE	0.00	0.00	0.00	0.00
PB	0.00	0.00	0.00	0.00

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戥

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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, 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。