

化学原料

滨化股份 (601678)

推荐 (首次)

环氧丙烷价格上涨的最大受益者

市场数据

报告日期	2011-2-25
收盘价(元)	25.54
总股本(百万股)	440.00
流通股本(百万股)	110.00
总市值(百万元)	11237.60
流通市值(百万元)	2809.40
净资产(百万元)	3096.65
总资产(百万元)	4140.32
每股净资产	7.04

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	3575	4359	5008	5398
同比增长(%)	30.8%	21.9%	14.9%	7.8%
净利润(百万元)	337	601	710	827
同比增长(%)	26.4%	78.1%	18.2%	16.5%
毛利率(%)	21.9%	26.2%	26.6%	27.6%
净利率(%)	9.4%	13.8%	14.2%	15.3%
净资产收益率(%)	10.9%	16.4%	16.3%	15.9%
每股收益(元)	0.77	1.36	1.61	1.88
每股经营现金流(元)	0.52	1.56	1.75	2.03

相关报告

《滨化股份(601678): 技术优势突出的环氧丙烷龙头》
2010-2-23

分析师

郑方铤
021-3856 5927
zhengfb@xyzq.com.cn
SAC: S0190510120005

联系人

刘曦
021-3856 5754
liuxi@xyzq.com.cn

投资要点

- **国内环氧丙烷龙头。**滨化股份主要产品为环氧丙烷、烧碱等,目前产能包括 18 万吨/年环氧丙烷、42 万吨/年烧碱、8 万吨/年三氯乙烯等,公司 2010 年实现收入 35.75 亿元,净利润 3.37 亿元。
- **2011 年环氧丙烷价格将大幅上涨。**2000-2010 国内环氧丙烷需求年复合增速为 19%,2010 年国内消费 165 万吨,其中进口 36 万吨,主要来自于沙特、新加坡。由于环保等因素,氯醇法环氧丙烷未来有可能被列入限制类目录,不再审批新增产能,同时 2010 年以来国内已累积关停该工艺产能 24 万吨,而未来两年国内的新增产能不会超过 30 万吨,供需偏紧之下,环氧丙烷价格整体将步入上升通道。此外,沙特 20 万吨装置将于今年四月进行为期一个月的检修,届时国内环氧丙烷将出现阶段性的供应紧张,产品价格具备冲击历史高点的可能。
- **烧碱、三氯乙烯贡献稳定。**我们预计未来烧碱和三氯乙烯的价格整体将维持稳定。公司建基于高效生产技术的循环经济产业链和节本降耗能力保证了产品的低成本和高质量,上述业务在未来仍将贡献稳定收益。
- **首次给予“推荐”评级。**我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.36、1.61、1.88 元,公司是环氧丙烷价格上涨最大的受益者,且业绩弹性较大(假设成本不变,则环氧丙烷含税销售价格每上涨 1000 元/吨,公司 2011 年 EPS 增厚 0.28 元),烧碱、三氯乙烯等产品也具备很强的竞争力,未来在环氧丙烷下游产品领域的开发值得期待,首次给予“推荐”的投资评级。
- **风险提示:** 国外产品超量进口风险,聚醚新增产能开工不达预期风险。

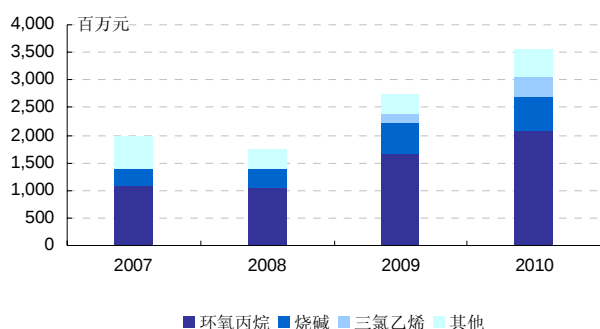
目 录

1、国内环氧丙烷龙头	- 3 -
2、2011 年环氧丙烷价格将大幅上涨.....	- 3 -
2.1 环氧丙烷需求仍处快增期	- 3 -
2.2 2011-2012 整体供应偏紧，价格将步入上行通道	- 5 -
2.3 沙特装置检修或将进一步推动价格上行.....	- 6 -
3、烧碱、三氯乙烯贡献稳定	- 6 -
4、首次给予“推荐”评级	- 8 -
图 1 公司收入增长情况	- 3 -
图 2 公司毛利增长情况	- 3 -
图 3 我国环氧丙烷下游消费构成（2009 年）	- 3 -
图 4 我国环氧丙烷生产及消费情况	- 3 -
图 5 我国环氧丙烷进出口情况	- 4 -
图 6 2010 年我国环氧丙烷主要进口国	- 4 -
图 7 环氧丙烷价格和价差	- 6 -
图 8 08 年以来华北地区 32%烧碱价格	- 7 -
图 9 08 年以来华东地区三氯乙烯价格	- 7 -
表 1 国外主要环氧丙烷生产企业及产能统计.....	- 4 -
表 2 国内主要环氧丙烷生产企业及产能统计.....	- 5 -
表 3 环氧丙烷两种生产工艺比较	- 5 -
表 4 公司氯碱产业链各主要环节的技术水平.....	- 7 -
表 5 公司主要产品技术指标	- 7 -
表、公司盈利预测假设	- 8 -
表、公司盈利预测结果	- 8 -
附表	- 9 -

1、国内环氧丙烷龙头

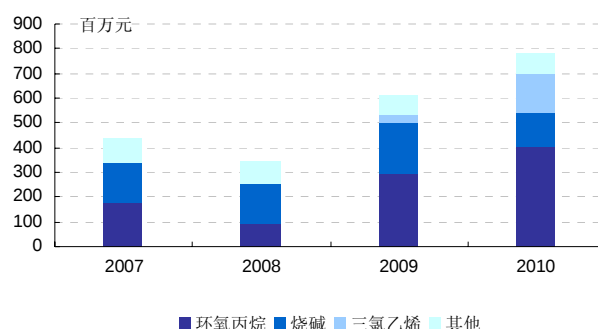
滨化股份主要产品为环氧丙烷、烧碱、三氯乙烯等，目前产能包括 18 万吨/年环氧丙烷、42 万吨/年烧碱、8 万吨/年三氯乙烯、60 万吨/年原盐等，其中环氧丙烷产能在国内仅次于中海油（25 万吨）和中石化（28.5 万吨），同时也是最主要的收入和利润来源（图 1、图 2），公司 2010 年实现收入 35.75 亿元，净利润 3.37 亿元。

图 1 公司收入增长情况



资料来源：公司报告，兴业证券研究所

图 2 公司毛利增长情况



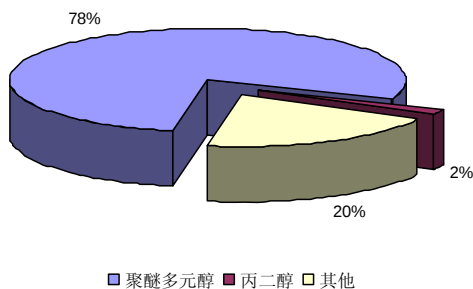
资料来源：公司报告，兴业证券研究所

2、2011 年环氧丙烷价格将大幅上涨

2.1 环氧丙烷需求仍处快增期

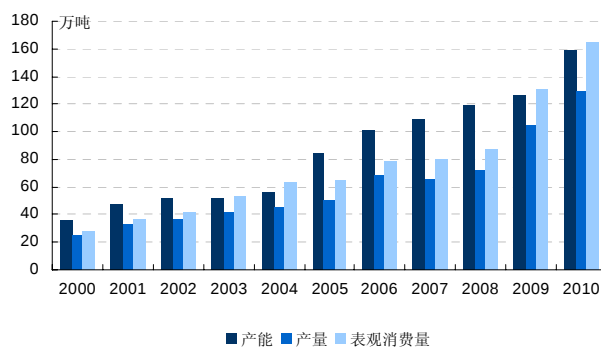
环氧丙烷主要用于生产聚醚多元醇、丙二醇及非离子型表面活性剂、油田破乳剂、阻燃剂、农药乳化剂等（图 3），国内需求增长较快（图 4），由于下游聚醚、表面活性剂等产品仍然处于产能的快速增长期，因此预计环氧丙烷的需求仍将保持快速增长，2010 年国内消费环氧丙烷 165 万吨，其中进口 36 万吨。

图 3 我国环氧丙烷下游消费构成（2009 年）



资料来源：CPCIF，兴业证券研究所

图 4 我国环氧丙烷生产及消费情况

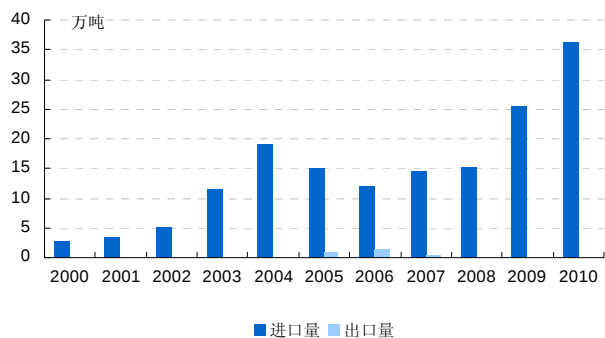


资料来源：CPCIF，兴业证券研究所

虽然国内产能近年来扩张迅速，但是由于环氧丙烷重要原料丙烯价格居高不下，

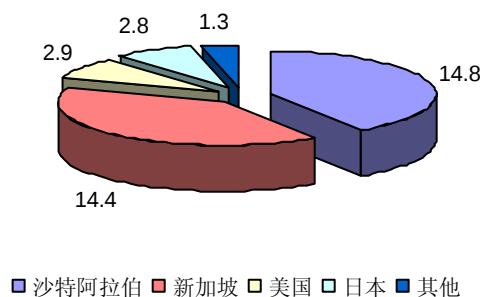
一定程度上限制了产能的发挥，也造成了我国目前仍需进口相当数量的环氧丙烷（图 5），由于环氧丙烷是液体，不便长途运输，因此我国进口的环氧丙烷主要来自于沙特阿拉伯（14.8 万吨）、新加坡（14.4 万吨）等国家（图 6），分别对应表 1 中的沙特阿拉伯 Petro Rabigh 和新加坡 Seraya 装置。

图 5 我国环氧丙烷进出口情况



资料来源：中国海关，兴业证券研究所

图 6 2010 年我国环氧丙烷主要进口国



资料来源：中国海关，兴业证券研究所

表 1 国外主要环氧丙烷生产企业及产能统计

生产厂家	区域	具体地址	产能 (万吨)
陶氏化学	北美洲	美国德州	73
		美国路易斯安那州	33
	欧洲	德国 Stade	63
拜耳/莱昂德尔	南美洲	巴西 Aratu	25
	北美洲	美国德州 Bayport	60
	欧洲	荷兰 Maasvlakte	29
莱昂德尔	北美洲	美国德州 Channelview	55
	欧洲	荷兰 Botlek	25
		法国 Fos	22
巴斯夫	欧洲	比利时 Antwerp	30
		德国路德维希港	13
		西班牙 Tarragona	20
西班牙 RepsolYPE	欧洲	西班牙 Puertollano	12
		日本千叶	25
住友化学	亚洲	日本 Sodegaura	18
日本 Nihon Oxirane	亚洲	日本鹿岛	11
日本旭硝子	亚洲	日本 Tokuyama	8
日本德山公司	亚洲	新加坡 Seraya	25
Ellba Eastern	亚洲	沙特阿拉伯 Petro Rabigh	20
沙特拉比格炼化	欧洲	荷兰 Moerdijk	25
Ellba CV	北美洲	美国德州 Portneches	24
亨斯迈	欧洲	德国 Cologne	21
英力士烯烃	欧洲	荷兰 Moerdijk	21
壳牌	亚洲	韩国蔚山	27
SKC	国外合计		683

资料来源：CPCIF，兴业证券研究所

2.2 2011-2012 整体供应偏紧，价格将步入上行通道

国内环氧丙烷的主要生产企业包括滨化股份、中海壳牌、天津大沽、山东金岭、中石化镇海炼化等（表 2），除中海壳牌和中石化镇海炼化外，其余企业均采用氯醇法生产工艺，而目前全球采用氯醇法路线的环氧丙烷产能占总产能的 40%-45%，共氧化法占 55%-60%。

表 2 国内主要环氧丙烷生产企业及产能统计

生产厂家	生产方法	2010 年产能
中海壳牌石油化工	共氧化法	25.0
中石化镇海炼化有限公司	共氧化法	28.5
天津大沽化工	氯醇法	15.0
锦化化工集团	氯醇法	12.0
山东滨化	氯醇法	18.0
江苏金浦锦湖化工	氯醇法	8.0
上海高桥石化	氯醇法	8.0
山东金岭集团	氯醇法	10.0
山东东大化学	氯醇法	6.0
山东东辰集团	氯醇法	5.0
山东兖矿集团	氯醇法	5.0
江苏中山化工	氯醇法	4.0
沈阳金碧兰化工	氯醇法	4.0
山东石大胜华化工	氯醇法	4.0
福建湄洲湾氯碱工业	氯醇法	4.0
中石化巴陵石化	氯醇法	1.0
总计		157.5

资料来源：CPCIF、环球聚氨酯，兴业证券研究所

氯醇法生产工艺相对成熟，投资门槛较低，对丙烯、氯气等原料的纯度要求也不高，因此是国内采用的主流工艺，但是其生产过程中产生的大量废水、废渣对环境污染严重（表 3）。据悉，未来氯醇法环氧丙烷有可能被工信部列入限制类目录，即禁止投资新建项目，同时要求企业对现有生产能力进行改造升级。

表 3 环氧丙烷两种生产工艺比较

项目	氯醇法	共氧化法
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，治污费用较高	无公害
技术来源	国产化	需引进
万吨产能投资*	2500 万	1.5 亿
规模效益	2-10 万吨/年	20 万吨/年以上

备注：万吨产能投资由典型装置数据计算，氯醇法装置包含综合利用设备，共氧化法装置一般副产苯乙烯、叔丁醇等产品

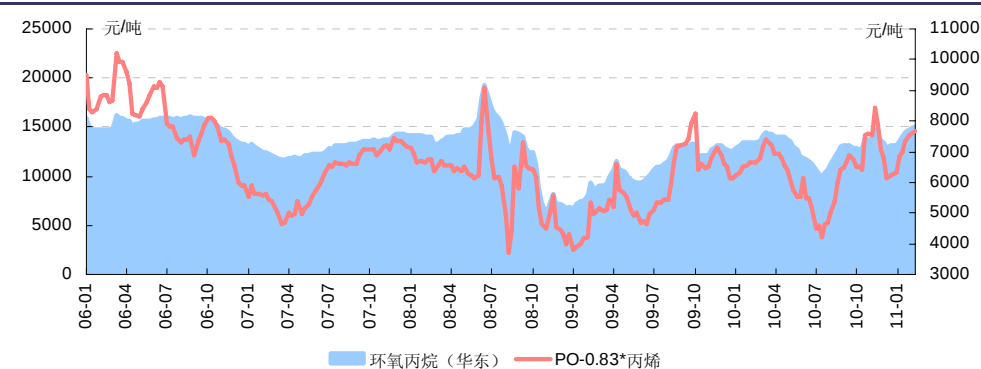
资料来源：滨化股份招股书、CPCIF，兴业证券研究所

2010 年 10 月，上海高桥石化环氧丙烷装置（8 万吨）由于环保问题而彻底停产，此外，锦化化工（12 万吨）、福建湄洲湾氯碱（4 万吨）等的产能也因为环保或经营不善等问题而基本处于停产状态，而今年新增的主要产能只有淄博永大的 5 万吨（7 月投产），明年也仅有江苏中山化工（约 6 万吨）等少数新增产能。同时下游聚醚在今明两年将有 70 万吨以上的新增产能（其中今年 40 万吨，折合环氧丙烷需求约 30 万吨），因此今明两年环氧丙烷的整体供应将处于偏紧状态，在油价上涨的背景之下，环氧丙烷价格整体将步入上升通道。

2.3 沙特装置检修或将进一步推动价格上行

环氧丙烷的主要生产原料为丙烯，因此其整体价格走势基本跟随丙烯价格，产品盈利水平（体现为环氧丙烷-丙烯价差）的剧烈波动往往对应供求关系的显著变化，尤其是大型环氧丙烷装置的投产、检修，如镇海炼化 28 万吨装置于 2010 年 7 月投产，造成 7 月前后环氧丙烷-丙烯价差大幅缩小（图 7）。

图 7 环氧丙烷价格和价差



资料来源：隆众石化，兴业证券研究所

根据沙特拉比格炼化 2010 年 12 月公布的年度检修计划，其 20 万吨环氧丙烷装置将于今年 4 月进行为期一个月的停产检修，虽然公司表示将预先储备产品以满足客户需求，但是由于 3、4 月正值下游聚醚等产品的开工旺季，因此我们预计此次检修仍将造成国内环氧丙烷阶段性的供应紧张，环氧丙烷价格具备冲击历史高点的可能，同时盈利水平也将显著提升。

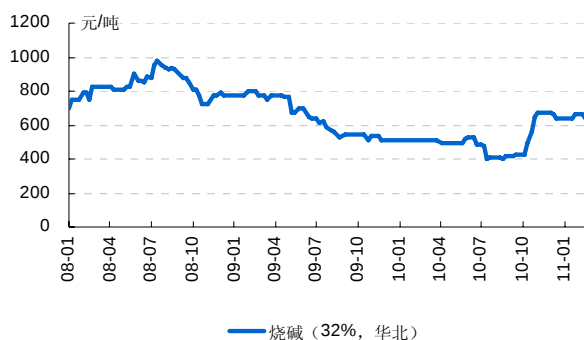
由于中海壳牌等装置都配套聚醚等下游产品，而公司的产品绝大部分外销（2010 年销售 20.07 万吨），因此将是环氧丙烷价格上涨最大的受益者。此外，公司未来计划围绕环氧丙烷开发高附加值下游产品，在尽享行业景气的同时也能培育新的利润增长点。

3、烧碱、三氯乙烯贡献稳定

公司其他产品主要包括烧碱（包括粒碱、片碱、液碱等）和三氯乙烯，自 2010

年初以来，上述产品价格伴随经济复苏、下游景气提升、节能减排从底部上涨（图 8、图 9），我们预计未来上述产品价格整体将维持稳定。

图 8 08 年以来华北地区 32%烧碱价格



资料来源：隆众石化，兴业证券研究所

图 9 08 年以来华东地区三氯乙烯价格



资料来源：百川资讯，兴业证券研究所

公司建基于高效生产技术的循环经济产业链和节本降耗能力保证了公司产品的低成本和高质量（表 4、表 5）。以烧碱产品为例，公司 2010 年烧碱装置的开工率为 101.4%，高于全国平均水平近三十个百分点。因此我们预计公司的烧碱、三氯乙烯业务在未来仍将贡献稳定收益，同时伴随公司烧碱装置的改造完毕，2011 年公司烧碱产品中固态碱（片碱、粒碱）销售比例将有明显提升，从而提升产品的平均单价和利润水平。

表 4 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，兴业证券研究所

表 5 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，兴业证券研究所

4、首次给予“推荐”评级

基于前述内容，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.36、1.61、1.88 元，公司是环氧丙烷价格上涨最大的受益者，且业绩弹性较大（假设成本不变，则环氧丙烷含税销售价格每上涨 1000 元/吨，公司 2011 年 EPS 增厚 0.28 元），烧碱、三氯乙烯等产品也具备很强的竞争力，未来在环氧丙烷下游产品领域的开发值得期待，首次给予“推荐”的投资评级。

表、公司盈利预测假设

年份		2010	2011E	2012E	2013E
环氧丙烷	销量（万吨）	20.1	20.1	21.0	21.0
	单价（万元/吨）	1.13	1.32	1.34	1.35
	收入（百万元）	2,087	2,663	2,818	2,836
	毛利率	19.4%	28.1%	26.0%	26.4%
烧碱	销量（万吨）	42.6	42.6	45.0	49.0
	单价（万元/吨）	0.14	0.16	0.17	0.18
	收入（百万元）	604	692	769	879
	毛利率	23.2%	32.3%	35.7%	38.7%
三氯乙烯	销量（万吨）	4.7	5.0	8.0	9.3
	单价（万元/吨）	0.80	0.78	0.85	0.85
	收入（百万元）	371	385	684	798
	毛利率	41.4%	35.0%	39.2%	39.2%
其他	收入（百万元）	512	614	737	885
	毛利率	2.3%	5.0%	8.0%	10.0%
	收入（百万元）	3,575	4,359	5,008	5,398
总计	同比增长	30.8%	21.9%	14.9%	7.8%
	整体毛利率	21.9%	26.2%	26.6%	27.6%
营业费用 /主营业务收入		2.08%	2.10%	2.10%	2.10%
管理费用 /主营业务收入		5.51%	5.30%	5.20%	5.10%
财务费用 /主营业务收入		1.50%	0.52%	0.15%	-0.15%
实际税率		20.61%	19.84%	20.51%	20.72%
少数股东损益比例		6.56%	7.45%	8.12%	7.79%

备注：销售单价均为不含税价格

数据来源：兴业证券研究所整理

表、公司盈利预测结果

项目	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（万元）	3575	4359	5008	5398
增长率 %	30.8%	21.9%	14.9%	7.8%
营业利润（万元）	462	823	992	1154
增长率 %	52.3%	78.3%	20.5%	16.3%
净利润（万元）	337	601	710	827
增长率 %	26.4%	78.1%	18.2%	16.5%
最新摊薄每股收益（元）	0.77	1.36	1.61	1.88
每股净资产（元）	7.04	8.30	9.92	11.80
动态市盈率（倍）	29.16	16.37	13.85	11.89
市净率（倍）	3.18	2.69	2.25	1.89

数据来源：兴业证券研究所整理

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1306	1526	2459	3492
货币资金	311	452	1237	2169
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	87	109	125	135
其他应收款	7	11	13	13
存货	140	172	189	208
非流动资产	2835	2746	2631	2525
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	51	51	51	51
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	2612	2528	2432	2330
在建工程	54	37	28	24
油气资产	0	0	0	0
无形资产	105	105	105	105
资产总计	4140	4272	5090	6017
流动负债	901	469	514	549
短期借款	285	100	100	100
应付票据	0	0	0	0
应付账款	219	257	294	313
其他	397	111	120	137
非流动负债	48	2	3	2
长期借款	45	0	0	0
其他	3	2	3	2
负债合计	949	471	517	552
股本	440	440	440	440
资本公积	2011	2011	2011	2011
未分配利润	581	1108	1782	2567
少数股东权益	95	148	210	276
股东权益合计	3192	3801	4573	5466
负债及权益合计	4140	4272	5090	6017

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	337	601	710	827
折旧和摊销	233	132	134	136
资产减值准备	7	-7	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	54	23	8	-8
投资损失	-30	-60	-72	-86
少数股东损益	30	62	81	90
营运资金的变动	753	49	102	65
经营活动产生现金流量	-131	688	770	892
投资活动产生现金流量	-33	30	42	56
融资活动产生现金流量	290	-577	-26	-16
现金净变动	126	141	786	932
现金的期初余额	466	311	452	1237
现金的期末余额	592	452	1237	2169

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	3575	4359	5008	5398
营业成本	2793	3216	3675	3907
营业税金及附加	23	35	40	43
销售费用	74	92	105	113
管理费用	197	231	260	275
财务费用	54	23	8	-8
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	30	60	72	86
营业利润	462	823	992	1154
营业外收入	3	5	5	5
营业外支出	1	2	2	2
利润总额	463	826	995	1157
所得税	95	164	204	240
净利润	368	662	791	917
少数股东损益	30	62	81	90
归属母公司净利润	337	601	710	827
EPS (元)	0.77	1.36	1.61	1.88

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	30.8%	21.9%	14.9%	7.8%
营业利润增长率	52.3%	78.3%	20.5%	16.3%
净利润增长率	26.4%	78.1%	18.2%	16.5%
盈利能力(%)				
毛利率	21.9%	26.2%	26.6%	27.6%
净利率	9.4%	13.8%	14.2%	15.3%
ROE	10.9%	16.4%	16.3%	15.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	22.9%	11.0%	10.2%	9.2%
流动比率	1.45	3.26	4.79	6.36
速动比率	1.29	2.89	4.42	5.98
营运能力(次)				
资产周转率	0.91	1.04	1.07	0.97
应收帐款周转率	45.26	43.31	42.77	41.50
每股资料(元)				
每股收益	0.77	1.36	1.61	1.88
每股经营现金	0.52	1.56	1.75	2.03
每股净资产	7.04	8.30	9.92	11.80
估值比率(倍)				
PE	29.16	16.37	13.85	11.89
PB	3.18	2.69	2.25	1.89

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% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。