



成长疑虑解决，价格启动在望

滨化股份 (601678)

1 季度业绩 0.24 元符合预期，全年 1.1 元无忧

14 日晚，公司公布一季报，当期实现每股收益 0.236 元，净利润 1.56 亿元。预计投资收益将在 2 季度确认，我们测算 3 月份单月利润在 6000 万左右，考虑一季度是传统淡季，即使假设 4-12 月业绩与 3 月持平，谨慎预测全年 1.1 元没有问题。

联手陶氏建设四氯乙烯，消除成长疑虑

公司计划与陶氏合作建设 4 万吨四氯乙烯，并有扩产至 8 万吨的能力。四氯乙烯主要用于干洗剂、环保制冷剂 and 金属清洗剂，全球产能处于从欧美向发展中国家转移的趋势。国内需求增速 8-10%，自给率仅 30-40%，基本均为低端产品，无法应用于干洗和环保制冷，2010 年进口 4.29 万吨，同比增长 120%。按 8 万吨估算将增厚公司业绩 0.3 元以上。公司与陶氏存在更广泛的互补基础，本次合作将消除市场对于公司长期成长性的疑虑。

亚太 PO 供给连续受挫，产业链走向旺季，胶着打开，启动在望

日本地震使住友化学和 NOC 共计 38 万吨产能陷于停滞；新加坡 Ella Eastern's 公司 20 万吨装置意外事故停车；沙特 Rabigh 预计 4-5 月份检修。连续事件导致近期亚太地区 2-5 名的 4 套环氧丙烷装置均无法正常供给，我国环氧丙烷进口依赖率 25%，主要从新加坡和中东进口，短期供给偏紧激化趋势几成定局。

国内受到下游聚醚产能利用率低、库存较高的压力，环氧丙烷价格呈现高位企稳的胶着状态。国内各企业聚醚与环氧丙烷价格上周密集上调 1-200 元，我们认为随着下游需求开始放量，价格胶着状态逐渐被打破，环氧丙烷景气将再次步入上行通道。

滨化股份：成长性更兼弹性，重申买入评级

公司作为环氧丙烷价格弹性高达 0.18 元/1000 元的龙头，将充分在价格进一步上行的过程中受益，与陶氏化学的合作进一步坚定了市场对于公司长期成长性的信心。预计公司 2011-13 年每股收益分别为 1.10、1.21 和 1.34 元。按照 2011 年 25 倍市盈率计算，目标价格 27.5 元，重申“买入”评级。

预测和比率

	2010A	2011F	2012F	2013F
营业收入（百万）	3,574.50	4,555.30	4,824.45	5,235.37
营业收入增长率	30.78%	27.44%	5.91%	8.52%
EBITDA（百万）	520.72	979.76	1,057.67	1,189.43
净利润（百万）	337.28	727.36	796.04	897.25
ROE	10.89%	19.76%	19.52%	19.82%
EPS（元）	0.800	1.102	1.206	1.359
P/E	25.74	18.68	17.07	15.15
P/B	2.93	3.69	3.33	3.00
EV/EBITDA	17.95	13.16	11.61	9.87

请参阅最后一页的重要声明

维持

买入

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440209110419

联系人：胡彧

huyu@csc.com.cn

010-85130575

发布日期：2011 年 4 月 15 日

当前股价：20.79 元

目标价格 6 个月：27.5 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
1.56/-2.15	43.19/35.34	34.28/37.05
12 月最高/最低价（元）		30.73/14.95
总股本（万股）		66000.00
流通 A 股（万股）		21450.00
总市值（亿元）		137.21
流通市值（亿元）		44.59
近 3 月日均成交量（万）		1391.23
主要股东		
张忠正		10.50%

股价表现



相关研究报告

- 11.03.27 环氧丙烷：旺季渐近，蓄势待发
- 11.02.24 PO 渐入高潮，畅享弹性美妙

环氧丙烷受益聚醚产能区域不均衡，高弹性推动业绩提升
HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

滨化股份 1 季报 0.24 元符合预期，全年 1.1 元无忧

滨化股份发布 1 季报，当期每股收益 0.236 元，不考虑投资收益净利润同比增长 152%，符合我们的预期。

表 1：滨化股份 1 季报核心数据

财务项目	数据	去年同期	同比增幅
营业收入	11.276 亿元	8.531 亿元	32.18%
净利润	1.558 亿	0.8242 亿元	89.04%*
每股收益	0.236 元	0.15 元	57.33%
毛利率	25.66%	20.26%	5.4 个百分点
净利率	13.82%	9.66%	4.16 个百分点

资料来源：公司公告

预计投资收益将在 2 季度体现。根据测算公司 3 月份单月净利润 6000 万元左右。一季度是传统淡季，当期环氧丙烷均价 14600 元左右，即使是业绩最高的 3 月份，均价也低于目前的 15800 元。考虑环氧丙烷价格仍处于上行通道，即使谨慎假设 4-10 月盈利与 3 月相同，全年净利润也将在 $1.56 + 0.6 \times 9 = 6.96$ 亿元，考虑 0.6 元投资收益(合 4000 万元)，全年近 7.6 亿元，亦即每股 1.15 元。我们对公司全年 1.1 元的业绩预测实现无忧。

滨化股份与陶氏合作建设四氯乙烯装置，解决成长性疑虑

3 月 30 日，滨化股份宣布与陶氏化学(DOW)签订合作备忘录，计划合资建立年产 4 万吨四氯乙烯装置(有提升至 8 万吨的能力)，预计投产时间 2014 年，双方各占 50% 股权。我们认为，这一合作符合我们前期报告中对公司“向环氧丙烷、含氯产品下游业务进行探索和发掘”的期待，一方面实现了产业链分子充分利用，增厚了公司长期盈利预期；更关键的是建立了与陶氏合作的机制，未来双方将在更多领域有合作机会。

四氯乙烯：欧美产能转移，国内供不应求，发展正当其时

四氯乙烯主要作为新一代干洗剂、环保制冷剂 R152 中间体、高效金属清洗剂应用，少量用于医药中间体。由于生产过程中副反应复杂，多数情况下作为副产物产出，其质量往往难以保证。目前，全球四氯乙烯产能在 60 万吨左右，欧洲和美国产能占 70% 以上，主要生产企业包括英国 ICI，美国 DOW 和法国 ATOChem 等。由于四氯乙烯生产过程中有较大污染威胁，欧美地区正在逐渐把产能向发展中国家转移。

图 1：四氯乙烯主要用于生产干洗剂和环保制冷剂

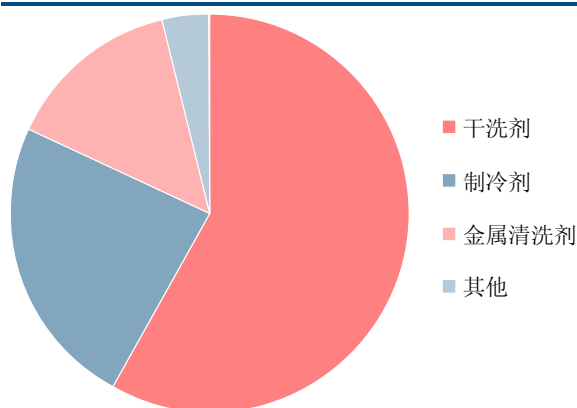


图 2：四氯乙烯国际贸易量中我国进口占比最大

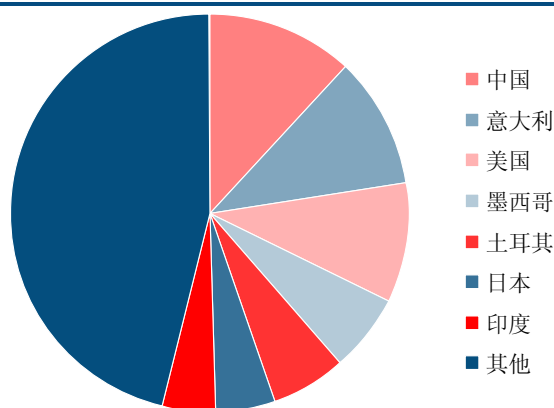
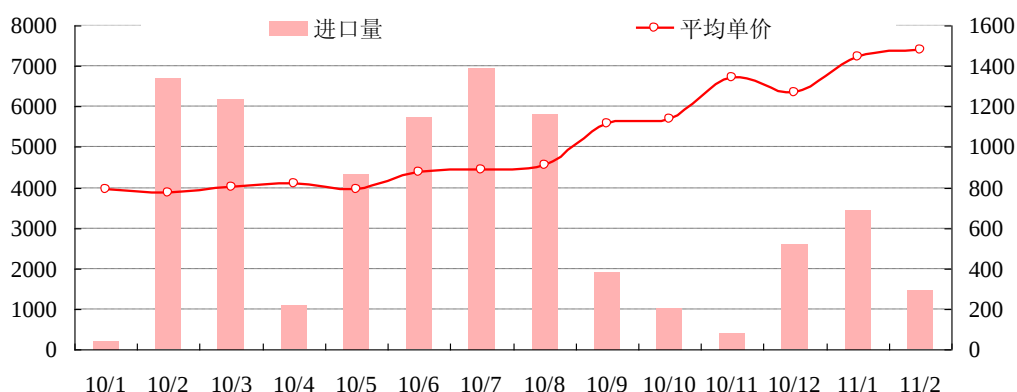


图 3：2010 年以来，我国四氯乙烯进口价格不断攀升

单位：吨(左轴)，美元/吨(右轴)



资料来源：中信建投证券研究发展部，化工在线，ICON Group

近年来，随着服装干洗、环保替代等市场迅速发展，我国四氯乙烯需求日益提高，目前国内四氯乙烯需求在 6-7 万吨，年均需求增速在 8-10% 左右。目前国内产能 2-3 万吨，均为数千吨的小装置，不但产能远不足以自给，且基本均为低端产品，只能用于金属清洗等低端领域，干洗等高附加值行业需求基本依靠进口。2009 年，我国已成为全球最大的四氯乙烯进口国；2010 年，进口量达到 4.29 万吨，同比增长 120%，且价格不断攀升。

规划产能盈利可观，未来或有更多合作点，成长性疑虑消除

规划产能技术先进，盈利能力可观：陶氏是全球掌握先进四氯乙烯生产技术的几家企业之一，公司规划的 4 万吨三氯乙烯装置具有世界级规模。预计将采用目前国际先进的 PPG 技术，成本相对低廉，产品能够满足干洗、环保制冷剂等高端需求，有效填补国内缺口。按照目前四氯乙烯进口价格折算的约 9500 元/吨、毛利率 40% 估算，4 万吨产能将贡献 1.5 亿元毛利，净利润预计不低于 1 亿元，如果将产能扩大到 8 万吨，则预计可增厚公司业绩 0.3 元以上。我们认为，项目建设从时间上看有一定超预期可能，且不排除这一合作未来向进一步下游延伸的可能性。

滨化与陶氏具有多方面合作基础，未来或有更多看点：我们认为，本次备忘录更重要的意义在于建立了公司与陶氏合作的机制与平台，双方具有多方面的合作基础。从陶氏公司针对这一合作披露的相关信息（参看 <http://www.businesswire.com/news/dow/20110329005776/en>）看，本次合作是基于扩展在亚太地区生产能力的公司战略进行的，未来陶氏将在中国大举建设高端产能的热情很高。陶氏在环氧丙烷下游聚醚等领域有深厚的技术积淀，而公司拥有雄厚的原料供应能力和中国市场资源，双方存在多方面合作基础，未来或将有更多看点。

我们认为，目前市场对于公司的疑虑主要集中在长期成长性上，与陶氏的合作项目为公司长期发展提供了保证，能够有效打消成长性疑虑。

亚太环氧丙烷供给连续受挫，聚醚走向旺季，胶着打开，启动在望

日本地震对 PO 影响不容忽视，时滞或长于甲乙酮但终将显现

日本千叶共拥有 38 万吨 PO 产能（包括住友化学 20 万吨和 Nihon Oxirane 18 万吨）处于地震波及区域，且上游丙烯的供应受到影响，预计 2 个月内无法正常生产。区域上与 PO 基本在同一位置的甲乙酮已经如我们之前报告的预期出现了迅猛的价格上行。PO 与甲乙酮相比，价格反映有所滞后，主要原因在于首先我国从日本直

接进口的 PO 量较少（2010 年占进口总量的 7.75%），影响是间接行为；另一方面，前期市场对 PO 涨价预期强烈，提前储备的库存量大于甲乙酮，对于供给紧缩的短期承受能力更强。但从长期来看，除了日本以外的亚洲地区 PO 无法自给自足，这一减产终将通过改变亚太地区 PO 供需、缩紧亚洲地区的供应而最终反应到国内。

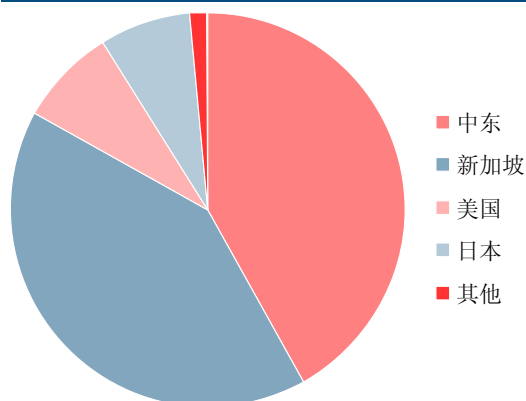
表 2：日本甲乙酮与环氧丙烷情况对比

产品	产能	占全球比例	占亚洲比例	受灾产能	受灾产能占比
甲乙酮	30.5 万吨	15.25%	29.8%	27.5 万吨	90.1%
环氧丙烷	62.5 万吨	6.83%	20.9%	38 万吨	60.8%

资料来源：中信建投证券研究发展部

新加坡 25 万吨装置意外停车，中东检修渐临，激化短期供需矛盾

根据普氏能源(Platts)报道，位于新加坡的 **Ellba Eastern** 装置 PO/SM 装置由于进料不当发生停车事故，何时重开尚未确定（参看 <http://www.platts.com/RSSFeedDetailedNews/RSSFeed/Petrochemicals/8710238>）。**Ellba Eastern** 为 55 万吨苯乙烯和 25 万吨环氧丙烷联产装置，预计本次关停将引发提前检修，按照时间 1-2 个月估算，将造成 3-5 万吨环氧丙烷缺口。新加坡是我国进口 PO 的主要来源，2010 年我国从新加坡进口 PO 达 14.4 万吨，占我国进口总量的 41%，主要由该国 **Ellba Eastern**（25 万吨）和 **Seraya**（16 万吨）两家企业供应。适逢环氧丙烷下游聚醚逐渐进入旺季的时期，预计此次关停将在短期内激化供给紧张的局面。

图 4：新加坡是我国最重要的 PO 进口来源之一

表 2：我国周边主要 PO 装置情况

排序	国家或地区	装置名称	装置规模
1	韩国	SKC	27 万吨
2	新加坡*	Ellba Eastern	25 万吨
3	沙特阿拉伯**	PetroRabigh	20 万吨
4	日本***	住友化学	20 万吨
5	日本***	Nihon Oxirane	18 万吨
6	新加坡****	Seraya	16 万吨

*发生意外事故停车，预计检修期 1-2 个月

**预计今年 4-5 月分停车检修

***受地震影响，预计将有至少 1 个月停车

****预计 7 月份检修 1 个月

资料来源：百川资讯，中信建投证券研究发展部

另一方面，沙特 **PetroRabigh** 的 20 万吨装置计划在 4-5 月份进入检修，这意味着短期内我国周边排名第二到第五的 4 套环氧丙烷装置均无法正常供货（排名第 6 的 **Seraya** 装置预计 7 月份也将进入检修），第一名韩国 SKC 装置主要供国内需求，外销很少。目前我国环氧丙烷对外依存度在 25% 左右，周边大型装置的供给能力的密集减供，将迅速激化环氧丙烷供需偏紧的现状。

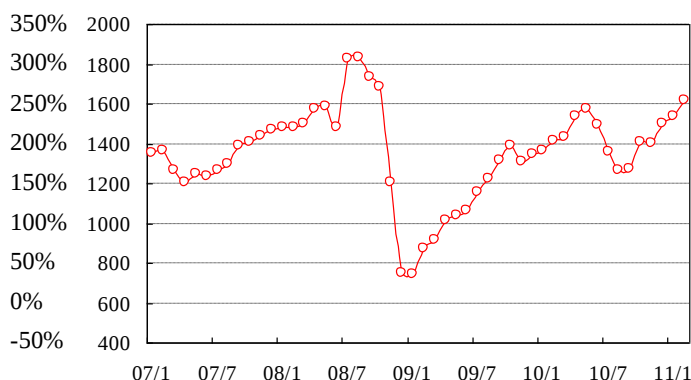
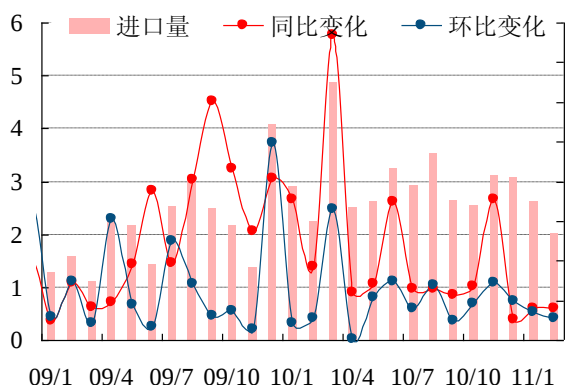
我国环氧丙烷进口量跌价涨，3 月份趋势或进一步从紧

今年 12 月份以来，我国环氧丙烷进口量出现了同比、环比同时下降，而与此同时，位于环氧丙烷终端下游的冰箱等领域产量处于同比增长；且国内受上海高桥 8 万吨装置关闭影响，供给不增反降。国内供需偏紧的情况下进口下降表明环氧丙烷供需偏紧是整个亚太地区，乃至全球范围内的普遍现象。随着日本、新加坡和沙特供给先后陷于无力，我们预计 4 月份及长期的趋势会进一步从紧。

图 5: 我国环氧丙烷进口量同、环比均下降 单位: 万吨

图 6: 我国环氧丙烷进口价格不断上涨 单位: 美元/吨

单位: 美元/吨



数据来源: 百川资讯

外盘高企带动国内聚醚 PO 共涨，产业链价格传导打通，继续上行可待

从 3 月中旬到 4 月初，国内环氧丙烷-聚醚产业链的供需博弈处于胶着状态。一方面，环氧丙烷供需不断紧缺的趋势受到了市场的广泛认同，长期来看产品价格走高的确定性很强；另一方面，虽然目前聚醚和聚醚下游对于目前的价格尚能较好接受，但目前聚醚开工率尚低（且聚醚厂商担心产品价格疲软，刻意延缓开工率的提升），库存较多，终端下游对于进一步涨价的接受程度尚待进一步确认。

3 月末，受到日本地震和新加坡 **Ellba Eastern** 25 万吨装置停车消息刺激，东南亚市场聚醚价格出现跳涨。受此因素影响，国内聚醚市场应声转暖，聚醚价格受外盘拉动，3 月份最后一周价格小幅上涨 1-200 元/吨，且市场对未来价格的预测趋势向好，主要聚醚厂商下游订单开始增长。

上周末以来，各大厂商聚醚和环氧丙烷价格开始出现密集上调，幅度在 100-200 元左右，据报道 4 月 11 日 **滨化股份** 环氧丙烷报价上调 300 元至 15800 元。我们认为，这一上涨一方面是受到日本地震和新加坡装置停产消息刺激，更重要的是聚醚下游旺季到来，库存日渐低趋，需求逐步放量所致。我们认为，环氧丙烷与聚醚价格几乎同步上涨表明价格传递链条初步打通，三月中旬以来的胶着状态即将结束，在全球环氧丙烷紧缺的大背景下，未来价格将步入新一轮上行通道。

图 7: 近期环氧丙烷与软泡聚醚的价差稳定在 700 元/吨

单位: 元/吨



数据来源: 百川资讯, 中信建投证券研究发展部



滨化股份：成长性更兼弹性，重申买入评级

我们坚定地认为 2011-12 年将是环氧丙烷价格走向高潮的时期，公司作为环氧丙烷价格弹性高达 0.18 元/1000 元（按摊薄后股本估算）的环氧丙烷龙头，将充分在价格进一步上行的过程中受益。同时，公司与陶氏化学的合作进一步坚定了市场对于公司长期成长性的信心。

我们谨慎预计公司 2011-13 年每股收益分别为 1.10、1.21 和 1.34 元。随着 PO 价格的不断高企，业绩有进一步上调空间，同时期待公司通过进一步产业链延伸提升盈利空间和增长潜力。按照 2011 年 25 倍市盈率计算，目标价格 27.5 元，重申“买入”评级。



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15%以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15%以上。



分析师介绍

基金研究服务

梁斌：中国科学技术大学工商管理硕士，基础化工行业分析师；6 年化工行业工作经验，善于从产业链角度发现和挖掘投资机会。

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 010-85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 010-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话：(8621) 6880-5588

传真：(8621) 6880-5010

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会因仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。