



证券研究报告·上市公司简评

化学原料

增发掀起成长大幕，从周期景气走向产业高端独占天时

事件

5月25日晚，**滨化股份**发布非公开发行预案，计划以不低于18.27元的价格发行不超过10000万股，募集资金用于化工分公司搬迁和技术改造，以及废渣综合利用制砖项目。

公告披露，搬迁和改造项目包括离子膜烧碱36万吨、片碱10万吨、环氧丙烷12万吨、化工助剂2万吨、氯丙烯6万吨和聚醚8万吨。较之原产能增加了11万吨烧碱、6万吨氯丙烯和8万吨聚醚，建设周期18个月。根据公司测算，项目利润总额5.33亿元。废渣制砖项目拟搬迁东瑞公司4条生产线并新建6条，使总产能达到4亿块，预计利润总额3111万元，建设期9个月。

简评

搬迁掀起成长大幕，为进一步发展打开空间

公司化工分公司地处滨州市区，主要产能包括25万吨烧碱和12万吨环氧丙烷，占地300亩左右，周边基本没有闲置土地，对公司长期发展形成较大制约。本次搬迁采用产能置换方式，新装置建设完成后老装置停工，对公司日常经营的持续性不产生影响。老厂区土地如果进行销售，预计还能有几个亿的销售收入。搬迁项目将为公司进一步成长打开空间。

新增项目预计增厚摊薄后业绩0.22元，12年起逐渐体现

我们对项目的增量进行简单估算，假设聚醚价格15000元，净利率6%、烧碱每吨2500元，净利率15%、氯丙烯价格7000元，净利率10%粗略估算，新增项目净利润约1.4-1.5亿元，考虑制砖项目，合计增加的净利润在1.7亿左右，增发摊薄后业绩增量在0.22元左右。预计这部分业绩将在未来两年逐渐体现。一定程度上解决了市场对于公司短期(12-13年)业绩增量的疑虑。

产业链向下不断纵深，进一步增强盈利能力

氯丙烯主要下游环氧氯丙烷国内缺口较大：氯丙烯主要用于生产环氧氯丙烷、丙烯醇和甘油等，也是部分农药、医药和香料的原料。其最主要下游是环氧氯丙烷，在我国需求结构为环氧树脂85.6%，合成甘油4.2%，氯醇橡胶3%，其他7.2%。2009年国内环氧氯丙烷产能56万吨，但由于装置相对老化，实际产出仅28万吨（开工率长期不超过50%），自给率仅65%，供不应求现象较为严重，预计2012年国内环氧氯丙烷需求将达到70万吨。

聚醚产品凭借环氧丙烷供应保障竞争力可期：聚醚是环氧丙烷的主要下游，未来2-3年内，环氧丙烷预计将处于供应紧张、价格高企的状态。公司装置实现产业链向下延伸，凭借原料保障，竞争力可期。

请参阅最后一页的重要声明

滨化股份(601678)

维持

买入

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440209110419

联系人：胡璇

huyu@csc.com.cn

010-85130575

发布日期：2011年5月26日

当前股价：18.52元

目标价格6个月：30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
-10.79/-1.86	7.15/11.91	58.90/56.34
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)		122.23
流通市值(亿元)		39.73
近3月日均成交量(万)		1312.69
主要股东		
张忠正		10.50%

股价表现



相关研究报告

- 11.05.10 诸多景气因素集中催化，滨化股份主要产品联袂走强
- 11.04.14 成长疑虑解决，价格启动在望

HTTP://RESEARCH.CSC.COM.CN

增发仅是高成长之始，长期目标剑指产业转型

值得关注的一点是，不论是聚醚还是氯丙烯的下游环氧氯丙烷都是**陶氏化学**的优势产业，印证了我们在之前报告中“公司与陶氏存在多方面合作基础，四氯乙烯或仅是开始”的判断。公司在增发预案中也表示，**本次增发是实现从基础化工原料向高端新型精细化学品、化工新材料产品的转变的第一步**，其核心是围绕有机氯产品实现产业链纵深，本次增发项目仅仅是掀开高成长大幕的一角。从长期看，公司发展规划剑指产业转型与升级，长期成长性没有问题。

主要产品持续高景气，中报超预期可能性大，全年无忧

目前，公司主要产品均处于持续高景气状态：环氧丙烷国内 2 年内基本没有新产能投放，**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**，供给紧缺不断加剧，目前华东价格在 16400 元左右非常坚挺，而原料丙烯成本稳中有降，盈利空间丰厚；烧碱价格受益于全国电荒和外需旺盛（日本地震使其从烧碱出口国变为进口国，亚太地区烧碱全面紧缺）5 月份以来大幅上扬，**公司电力自给率高达 90%**，充分受益；三氯乙烯受氟化工产品景气拉动，价格稳定在高位，盈利丰厚。我们判断公司 5 月份业绩较之 4 月份又将有显著增厚，中报超预期可能性很大，全年业绩无忧。

图 1：烧碱价格强劲提升

单位：元/吨

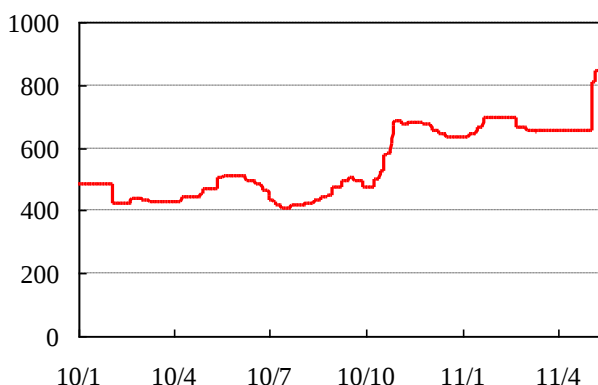


图 2：环氧丙烷价格持续高走，价差扩大

单位：元/吨

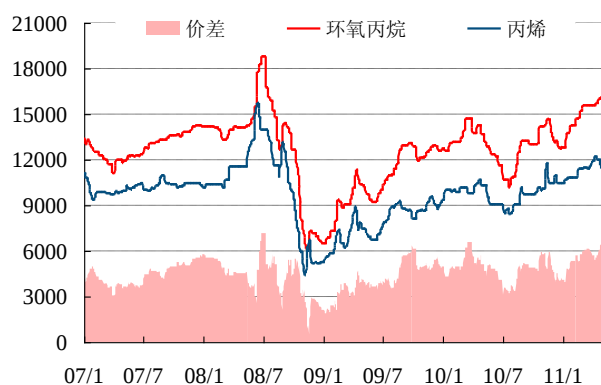
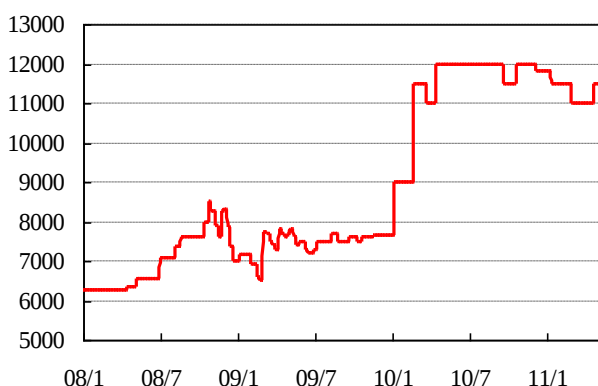


图 3：11 年以来三氯乙烯价格快速上涨

单位：元/吨



资料来源：百川资讯，中信建投证券研究发展部

注：环氧丙烷与丙烯价差为环氧丙烷-0.83 丙烯价格

从周期景气走向产业高端独占天时，增发价有力支撑股价，重申“买入”评级

我们认为，公司目前处于周期景气不断向好的阶段，本次增发推进公司由周期景气走向产业高端，可谓占尽天时。我们谨慎维持公司 2011-13 年每股 1.20、1.24 和 1.36 元的假设（未考虑增发摊薄），增发价 18.27 元对应 2011 年 PE 仅 15 倍左右，对股价支撑非常有力。公司业绩超预期可能性非常大。给予 2011 年 25 倍市盈率，目标价格 30 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	4,636.70	4,869.46	5,235.37
营业收入增长率	30.78%	29.72%	5.02%	7.51%
EBITDA（百万）	520.72	1,064.93	1,082.25	1,189.43
EBITDA 增长率	21.96%	104.51%	1.63%	9.90%
净利润（百万）	337.28	791.83	814.80	897.38
净利润增长率	26.44%	134.77%	2.90%	10.14%
ROE	10.89%	21.33%	19.78%	19.64%
EPS（元）	0.800	1.200	1.235	1.360
P/E	23.15	15.44	15.00	13.62
P/B	2.63	3.29	2.97	2.68
EV/EBITDA	16.20	10.80	10.04	8.67



分析师介绍

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 021-68825001 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

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@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



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。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会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。