

滨化股份 601678.SH

产品景气程度高 业绩持续可期

事件:

公司公布年报:2011 年公司全年实现营业收入 4,612,702,323.36 元,较 2010 年增长 29.04%;实现净利润 608,806,138.88 元,较 2010 年增长 80.51%;实现摊薄后每股收益 0.92 元。

研究结论

- 业绩低于预期,主要原因为公司资产减值及所得税调整因素影响。公司为其子公司—东瑞化工计提固定资产减值损失 31,000,000.00 元,同时因 2011 年企业所得税税率由 15%提高到 25%所致。
- 主要经营指标均有改善,其中主要产品毛利率均有提高。公司的综合毛利率由 2010 年的 21.9%提升至 2011 年的 26.6%,主要产品的盈利状况均出现大幅改善。其中环氧丙烷的毛利率由 2010 年的 19.37%提升至 2011 年 23.15%,烧碱毛利率由 2010 年的 23.19%至 2011 年的 44.58%。三氯乙烯产品表现相对较弱,但在公司业务中占比较小。
- 主要产品景气程度仍高,盈利能力持续可期。公司的主要产品环氧丙烷、烧碱产品景气程度仍高。2011 年国内环氧丙烷仍有约 30 万吨的供应缺口,占总需求的 17%,未来中长期来看,新增供应产能有限;烧碱受下游氧化铝行业及出口带动,同时受电力成本制约,价格仍会受到支撑。
- 公司产品一体化程度高,长期看点为与陶氏的四氯乙烯合作项目。我们认为公司发展循环经济,产品一体化程度高,综合能耗物耗持续改善,同时公司也积极寻求新的增长空间。公司于 2011 年 3 月与美国陶氏化学公司签署《理解备忘录》,合资建设世界级、高品质四氯乙烯项目,目前,合资、合作的各项前期工作按计划顺利推进。
- 根据最新数据,我们下调对公司 2012—2013 年的盈利预测为 1.01、1.12 元(原预测为 1.11、1.27 元),预测公司 2014 年 EPS 为 1.28 元,参考行业内可比公司 12 年平均 15.6 倍的估值水平,我们认为给予滨化股份 12 年 16 倍的 PE 估值较为合理,对应目标价 16.16 元,维持公司买入评级。
- 风险因素: 1) 原材料及产品的价格波动; 2) 装置运行稳定性。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

杨云

8621-63325888-6071

yangyun@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210040004

王晶

8621-63325888-6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860200010013

联系人

谢建斌

8621-63325888-8511

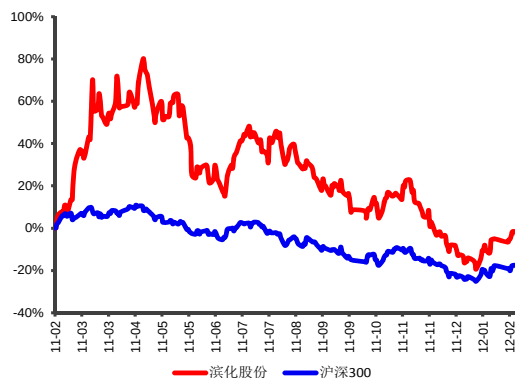
xiejianbin@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2012 年 2 月 08 日)	12.97 元
目标价格	16.16 元
总股本/A 股 (百万股)	660
A 股市值 (亿元)	85.6
国家/地区	中国
行业	化工
报告发布日期	2012 年 02 月 09 日

股价表现



财务预测

单位: 百万元

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	4613	5473	6811	8243
同比(%)	29%	19%	24%	21%
归属母公司净利	609	664	738	847
同比(%)	81%	9%	11%	15%
毛利率(%)	26.6%	24.5%	22.8%	21.7%
ROE(%)	16.6%	15.4%	14.6%	14.3%
每股收益(元)	0.92	1.01	1.12	1.28
P/E (倍)	14.06	12.90	11.59	10.10
P/B (倍)	2.33	1.98	1.69	1.45
EV/EBITDA (倍)	8	8	7	7

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目录

公司主要产品经营数据	4
环氧丙烷 仍享受行业景气周期	4
环氧丙烷全球供应格局 未来全球新增产能有限.....	4
国内环氧丙烷中长期内仍有缺口	5
环氧丙烷盈利能力 预计与丙烯保持稳定的价差.....	6
烧碱产品 业绩可期	6
烧碱新增产能较多 但公司受益于氯碱不平衡	6
烧碱的进出口数据	7
烧碱的下游数据 氧化铝行业增速较快	8
估值与投资建议	9
风险因素.....	9

图表目录

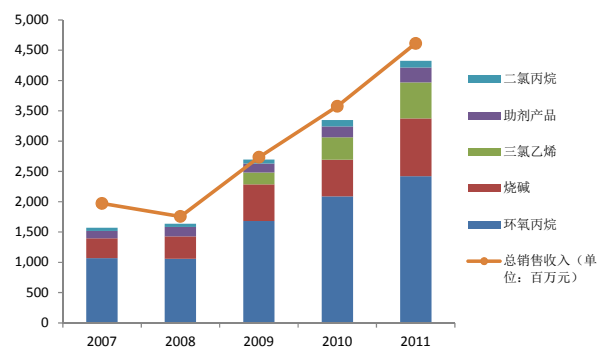
图 1 公司的产品销售	4
图 2 公司的产品毛利率	4
图 3 全球环氧丙烷需求及开工率	4
图 4 2011 年全球 PO 有效产能分布	5
图 5 2011 年全球 PO 供应工艺	5
图 6 中国 PO 产能	5
图 7 中国 PO 进口国别	5
图 8 PO 与丙烯价格	6
图 9 中国的烧碱产能及产量	7
图 10 烧碱及 PVC 的价格	7
图 11 中国烧碱的进出口数据	8
图 12 2011 年液碱的出口国别	8
图 13 中国化纤产量及增速	8
图 14 中国氧化铝产量及增速	8
图 15 中国机制纸产量及增速	9
图 16 中国合成洗涤剂产量及增速	9
附图：相关上市公司近期资金流向	11
表 1 可比上市公司估值	9
附表：财务报表预测与比率分析	10

公司主要产品经营数据

2011 年，公司装置运行稳定，公司实现营业收入 461,270.23 万元，同比增长 29.04%，实现归属母公司的净利润 60,880.61 万元，同比增长 80.51%。

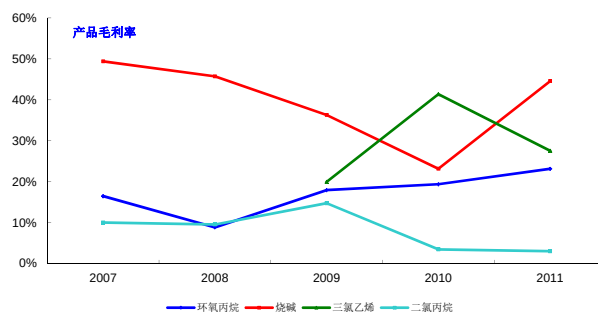
公司的主要经营指标均有改善，综合毛利率由 2010 年的 21.9% 增至 2011 年的 26.6%，其中环氧丙烷的毛利率由 2010 年的 19.37% 增至 2011 年 23.15%，烧碱毛利率由 2010 年的 23.19% 增至 2011 年的 44.58%。

图 1 公司的产品销售



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 2 公司的产品毛利率



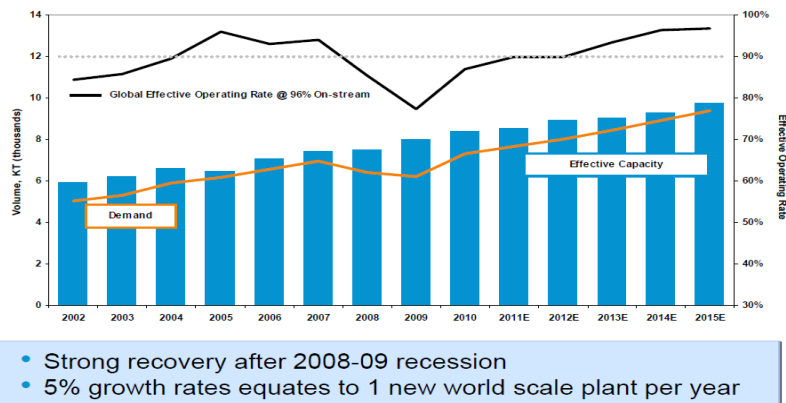
资料来源：公司公告，东方证券研究所

环氧丙烷 仍享受行业景气周期

环氧丙烷全球供应格局 未来全球新增产能有限

2011 年底全球的环氧丙烷（简称 PO）有效总产能约为 900 万吨，2012 年除中国外，全球新释放的产能主要为陶氏在泰国合资装置的 39 万吨/年的装置（已开车，配套的丙二醇装置，外销量为 25 万吨/年）以及韩国 SKC 新增 7 万吨产能（2012 年下半年开车），未来三年内全球新增产能有限。

图 3 全球环氧丙烷需求及开工率

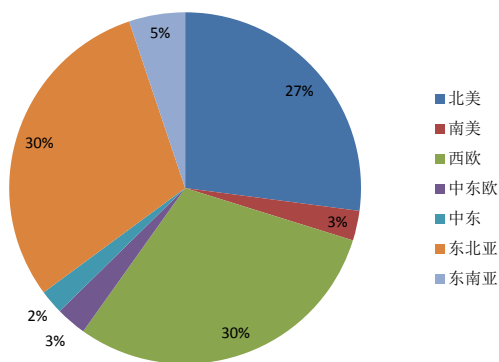


- Strong recovery after 2008-09 recession
- 5% growth rates equates to 1 new world scale plant per year

资料来源：SRI, LBY, 东方证券研究所

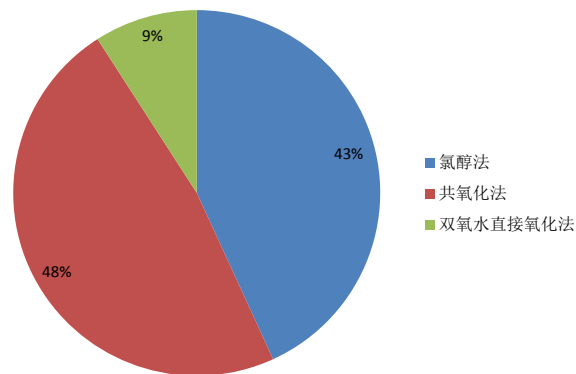
环氧丙烷的生产工艺主要有三种：氯醇法、共氧化法、双氧水直接氧化法。未来新增产能有限，其中氯醇法受环保及能耗的影响、共氧化法的投资成本高。双氧水直接氧化法符合未来节能发展的方向，将主导未来环氧丙烷的生产，但目前全球双氧水直接氧化法的技术主要掌握在陶氏、巴斯夫等化工巨头手中。

图 4 2011 年全球 PO 有效产能分布



资料来源：CCIN，IHS，东方证券研究所

图 5 2011 年全球 PO 供应工艺



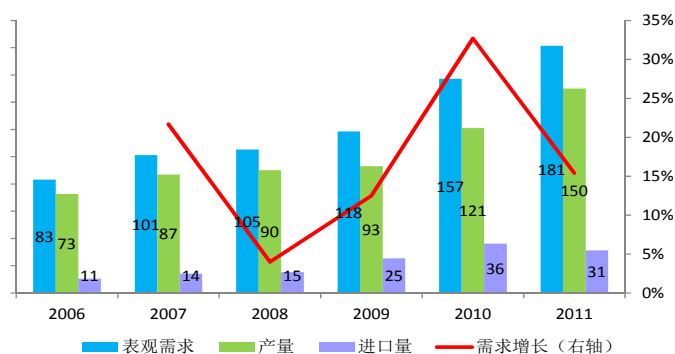
资料来源：CCIN，IHS，东方证券研究所

国内环氧丙烷中长期内仍有缺口

至 2011 年底，中国环氧丙烷的产能约为 170 万吨，产量估计约为 150 万吨，进口量为 31 万吨，表观需求同比增长约 15%。我们认为中国未来相当长的一段时间仍是环氧丙烷的净进口国。

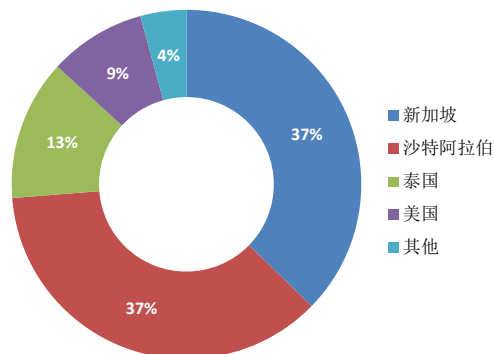
2012 年国内环氧丙烷的新增供应量增加，主要为 2011 年 10 月陶氏化学在泰国 39 万吨/年环氧丙烷项目的投产，国内市场每月增加了 1 到 2 万吨的进口量，同时鲁北化工 12 万吨/年环氧丙烷项目的投产，也增加了 2012 年环氧丙烷的市场供应。

图 6 中国 PO 产能



资料来源：环球聚氨酯，东方证券研究所

图 7 中国 PO 进口国别

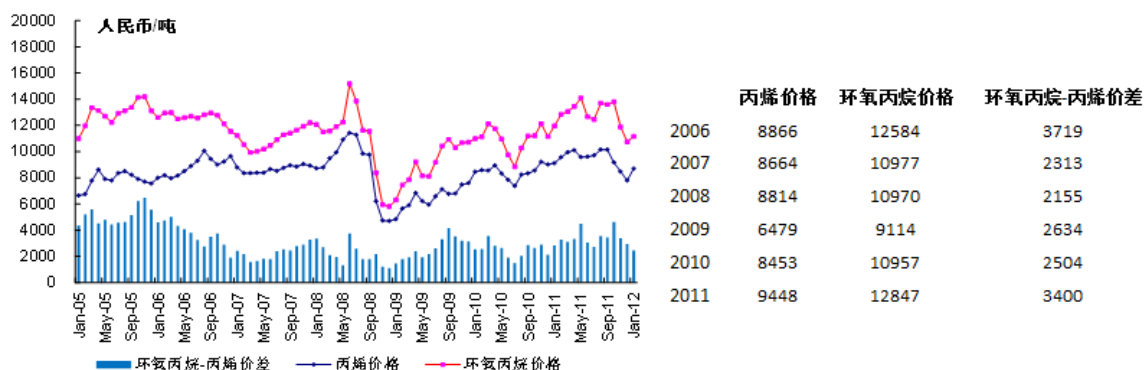


资料来源：海关资料，东方证券研究所

环氧丙烷盈利能力 预计与丙烯保持稳定的价差

环氧丙烷的直接原材料是丙烯，其价格与丙烯相关程度高。从当前新增产能的投放进度及未来环氧丙烷与丙烯供应量的增长趋势来看，我们认为未来环氧丙烷仍能保持与丙烯平均在 3000 元/吨以上的价差，盈利能力维持。

图 8 PO 与丙烯价格



资料来源：隆众石化，东方证券研究所

产品价格不含税

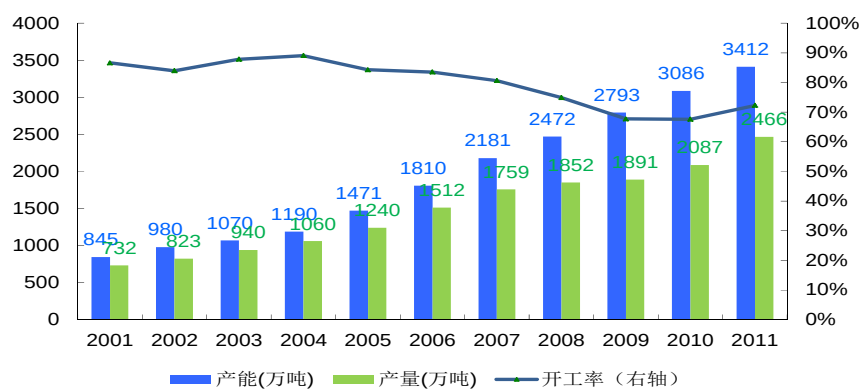
烧碱产品 业绩可期

烧碱新增产能较多 但公司受益于氯碱不平衡

2011 年中国的烧碱价格攀升至历史高位，烧碱行业的利润也相应创新高，这主要是由于 1) 下游氧化铝行业需求稳定，2) 上半年日本地震影响及出口带动，3) 烧碱的联产相关产品 PVC 走弱，致使高成本的氯碱装置开工下降造成烧碱供应减少。我们认为烧碱行业的今后发展如下：

- 行业产能依旧过剩，但西部地区的新增产能增加明显。据中国氯碱网统计，2011 年我国烧碱装置总能力达到 3412.1 万吨/年，与 2010 年相比增长 12.9%，而 2012 年中国计划投建的烧碱产能仍有 800 多万吨。烧碱是典型的高能耗行业，国内新增的产能多建立在西部如宁夏、内蒙、陕西等地区，利用当地能源价格低的优势。
- “以碱补氯”的局面仍将维持，PVC 行业是西部地区氯的主要消耗用途，PVC 行情的持续低迷将会支撑烧碱的价格。
- 出口仍将持续，中国的烧碱出口对象主要是澳大利亚，全球氧化铝行业的走强也带动了烧碱的出口。

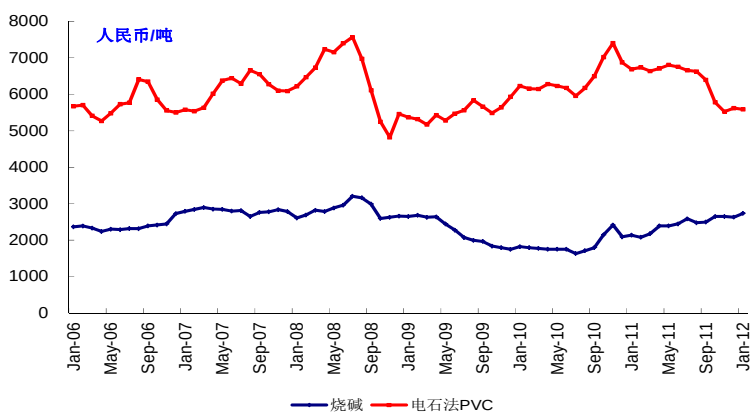
图 9 中国的烧碱产能及产量



资料来源：WIND，中国氯碱网，东方证券研究所

烧碱的价格与 PVC 的价格关系基本呈负相关。

图 10 烧碱及 PVC 的价格

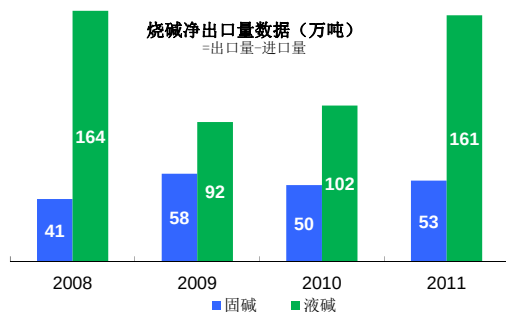


资料来源：隆众石化，东方证券研究所

烧碱的进出口数据

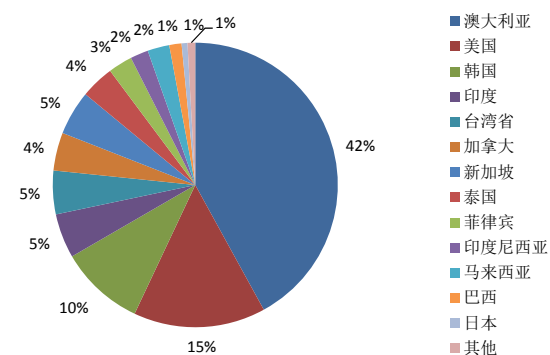
2011 年国内的烧碱出口增速较多，固碱由于易于存储运输，出口国别的分布较为均匀，面向全球 152 个国家。而液碱的出口增速较快，其中主要的出口地为澳大利亚。

图 11 中国烧碱的进出口数据



资料来源：海关数据，东方证券研究所

图 12 2011 年液碱的出口国别

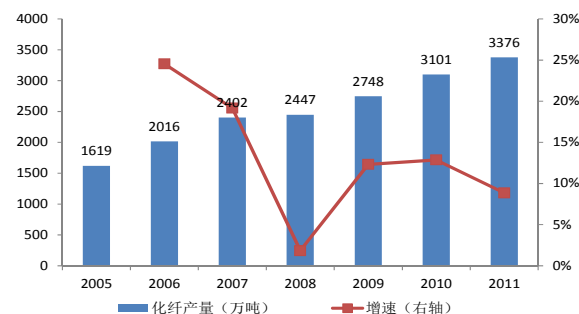


资料来源：海关数据，东方证券研究所

烧碱的下游数据 氧化铝行业增速较快

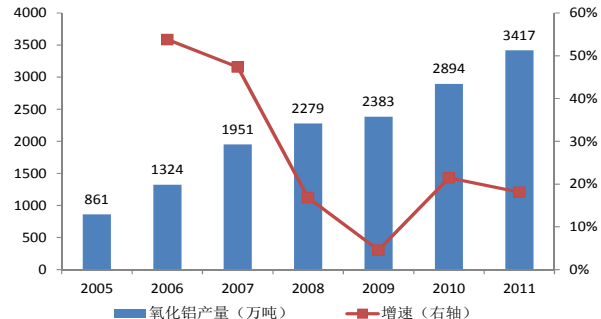
烧碱的主要下游用途为造纸、纺织、日化、氧化铝等行业。从近年来下游的发展来看，氧化铝的增速较快，近 5 年来产量的平均增速在 20% 以上。化纤和合成洗涤剂的需求较为稳定。

图 13 中国化纤产量及增速



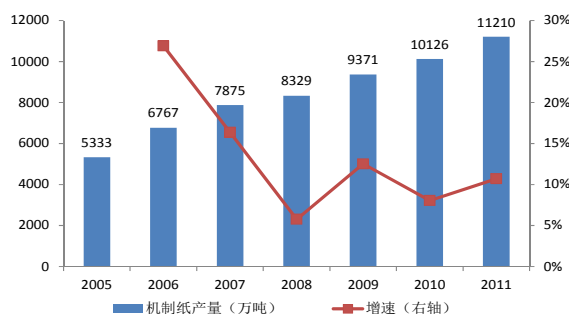
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 14 中国氧化铝产量及增速



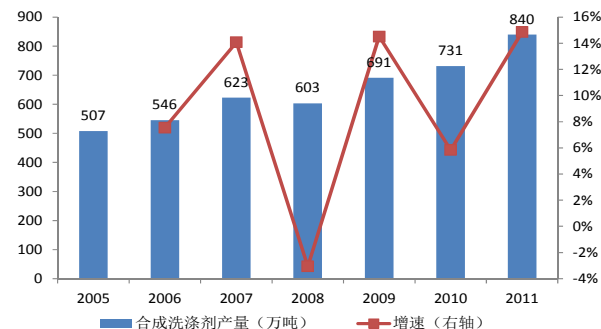
资料来源：WIND，东方证券研究所

图 15 中国机制纸产量及增速



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 16 中国合成洗涤剂产量及增速



资料来源：WIND，东方证券研究所

估值与投资建议

根据最新数据，我们下调对公司 2012-2013 年的盈利预测为 1.01、1.12 元（原预测为 1.11、1.27 元），预测公司 2014 年 EPS 为 1.28 元，参考行业内可比公司 12 年平均 15.6 倍的估值水平，我们认为给予滨化股份 12 年 16 倍的 PE 估值较为合理，对应目标价 16.16 元，维持公司买入评级。

表 1 可比上市公司估值

公司	当前股价	EPS			PE		
		2010	2011E	2012E	2010	2011E	2012E
山东海化	6.5	0.0486	0.3676	0.3575	133.74	17.68	18.18
英力特	13.34	0.7218	0.7	0.75	18.48	19.06	17.79
内蒙君正	16.35	0.9348	0.9461	1.1594	17.49	17.28	14.10
华鲁恒升	9.04	0.4	0.41	0.63	22.60	22.05	14.35
烟台万华	14.81	0.6959	0.9	1.09	21.28	16.46	13.59
平均	12.01	0.56	0.66	0.80	42.72	18.51	15.60

资料来源：WIND，东方证券研究所

取自 2012 年 2 月 8 日收盘价

风险因素

- 1、原材料及产品的价格波动。
- 2、装置的运营稳定性。



附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1646	2047	2804	3850	营业收入	4613	5473	6811	8243
现金	473	820	1397	1954	营业成本	3385	4132	5255	6458
应收账款	41	109	162	190	营业税金及附加	39	43	51	61
其它应收款	7	65	94	72	营业费用	89	109	136	165
预付账款	58	80	100	102	管理费用	214	285	378	440
存货	151	207	263	323	财务费用	35	4	-20	-46
其他	916	766	789	1210	资产减值损失	29	1	7	7
非流动资产	2877	3082	3105	3124	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	55	55	55	55	投资净收益	35	35	35	35
固定资产	2606	2784	2743	2698	营业利润	856	934	1040	1193
无形资产	139	149	163	178	营业外收入	3	3	3	3
其他	78	94	144	193	营业外支出	1	2	3	2
资产总计	4524	5129	5909	6975	利润总额	858	935	1040	1194
流动负债	688	598	673	964	所得税	208	224	250	286
短期借款	333	200	200	200	净利润	651	710	790	907
应付账款	204	165	210	414	少数股东损益	42	47	52	60
其他	151	233	262	350	归属于母公司净利润	608.8	664	738	847
非流动负债	41	40	-45	-178	EBITDA	1018	1074	1163	1295
长期借款	30	36	-48	-183	EPS (元)	0.92	1.01	1.12	1.28
其他	11	4	3	5					
负债合计	729	638	628	786	主要财务比率				
少数股东权益	123	169	221	281	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	660	660	660	660	成长能力				
资本公积	1802	1791	1791	1791	营业收入	29.0%	18.6%	24.5%	21.0%
留存收益	1207	1870	2609	3456	营业利润	85.5%	9.1%	11.3%	14.7%
归属母公司股东权益合计	3669	4322	5060	5907	归属于母公司净利润	80.5%	9.0%	11.3%	14.8%
负债和股东权益	4524	5129	5909	6975	获利能力				
					毛利率	26.6%	24.5%	22.8%	21.7%
					净利率	9.4%	13.2%	12.1%	10.8%
					ROE	16.6%	15.4%	14.6%	14.3%
					ROIC	16.3%	15.1%	14.3%	14.0%
					偿债能力				
					资产负债率	16.1%	12.4%	10.6%	11.3%
					净负债比率				
					流动比率	2.39	3.42	4.17	3.99
					速动比率	2.18	3.08	3.78	3.66
					营运能力				
					总资产周转率	1.06	1.13	1.23	1.28
					应收账款周转率	72	73	50	47
					应付账款周转率	16.02	22.41	27.99	20.70
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.92	1.01	1.12	1.28
					每股经营现金流	0.88	1.21	1.17	1.18
					每股净资产	5.56	6.55	7.67	8.95
					估值比率				
					P/E	14.06	12.90	11.59	10.10
					P/B	2.33	1.98	1.69	1.45
					EV/EBITDA	8	8	7	7

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn