



中信建投证券
CHINA SECURITIES

CHINA SECURITIES RESEARCH

证券研究报告·上市公司简评

化学原料

P0 景气走向波峰收敛，产业深化成就未来看点

事件

2月8日晚，**滨化股份**公布2011年年报，当年实现销售收入46.1亿，同比增长29%，净利润6.09亿，同比增长80.51%，每股收益0.92元。

简评

环氧丙烷与烧碱景气分别推动上下半场

2011年，公司主要产品包括：烧碱43万吨，环氧丙烷20万吨，二氯丙烷和三氯乙烯分别为3.5和8.2万吨，烧碱和环氧丙烷是公司业绩的主要来源。

上半年，国内环氧丙烷供需矛盾激化，景气强势启动，产品价格最高突破17000元/吨，公司拥有17万吨环氧丙烷生产线（实际能够超负荷生产），在此过程中充分受益，2011年产品实现销售收入24.2亿元，毛利率23.15%。

下半年，环氧丙烷价格受到需求不振影响有所回落，公司另一大产品烧碱（产能45万吨）受供给限制，价格高涨，为公司带来丰厚利润。2011年，公司烧碱业务销售收入9.55亿，毛利率44.58%。

2012年供需紧中稍松，景气呈现波峰收敛

2012年，国内环氧丙烷供给呈现同比紧中稍松态势。供给方面，**DOW**在泰国的40万吨装置2011年底投产，约有一半产品供给国内；国内也有少量产能（约5-10万吨）投放，一定程度上增加了供给；但国家对氯醇法的逐渐限制和石油法2长达-3年的建设周期确保了2014年之前国内难以出现大规模的产能增量。从需求方面看，下游家电、汽车、房地产等领域的预期低迷一定程度上将使需求增速放缓。但综合看，环氧丙烷供需从紧的现状暂时不会发生方向性改变，特别地，一季度末的季节性抢货旺季在大概率上会对环氧丙烷价格形成有力推动。

总体看，我们预计今年环氧丙烷景气仍将有一番作为，但其走势预计将如我们在年度策略报告中指出的呈现逐渐波峰收敛。

氯碱产业链走向高端的先行者，产业深化成就未来看点

公司作为国内氯碱企业产业链深化的先行者，在高附加值氯产品领域的不断延伸奠定了公司抢进的盈利能力。在其他氯碱企业困扰于PVC需求低迷、盈利下滑时，公司通过利用氯元素生产环氧丙烷、三氯乙烯等高附加值产品获得较高盈利。有机氯产品及其下游衍生是国内先进氯碱企业的发展方向，也是当年**DOW**等国际巨擘成长壮大的重要手段。未来，公司与**DOW**

滨化股份 (601678)

调低

增持

梁斌

liangbin@csc.com.cn

010-85130913

执业证书编号：S1440510120027

发布日期：2012年2月9日

当前股价：12.97元

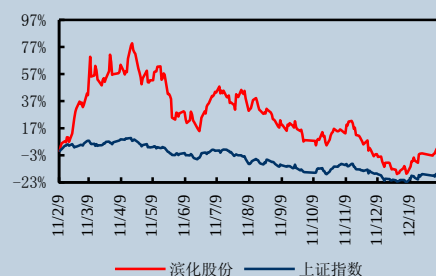
目标价格6个月：17.9元

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
15.60/7.09	-17.44/-10.98	-0.87/15.26
12月最高/最低价(元)		30.73/10.33
总股本(万股)		66000.00
流通A股(万股)		21450.00
总市值(亿元)		85.60
流通市值(亿元)		27.82
近3月日均成交量(万)		466.62
主要股东		
张忠正		10.50%

股价表现



相关研究报告

11.10.30	三季报简评：业绩略低于预期，PO景气仍可持续
11.07.20	中报及增发简评：业绩符合预期，景气仍将持续
11.07.11	环氧丙烷景气奠定坚实业绩，下半年再续可期



合作及增发搬迁项目（增加离子膜烧碱 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、聚醚 8 万吨和双氧水和过氧化氢各 3 万吨，以及 4-8 万吨四氯乙烯），虽然总体而言对公司业绩贡献不算很大（预计贡献 0.2-0.25 元），但如果视作氯碱产业链深化的开端，长期仍有较大看点。

预计公司 12-13 年每股 0.99、1.15 元，增持评级

我们预计公司 2012 年环氧丙烷景气仍有一定可持续性；近 2 年，规划项目成为业绩增量的主要贡献者；从长期看，公司未来的产业深化仍是看点。预计公司 12-13 年每股收益 0.99、1.15 元，受到系统性因素影响，我们略微下调其估值水平和投资评级，按 18 倍估值计算，目标价 17.9 元，增持评级。

预测和比率

	2010A	2011A	2012F	2013F
营业收入（百万）	3,574.50	4,612.7	4,658.96	5,290.30
营业收入增长率	30.78%	29.04%	8.65%	13.55%
EBITDA（百万）	520.72	1121.12	960.59	1,106.22
EBITDA 增长率	21.96%	115.60%	-4.35%	15.16%
净利润（百万）	337.28	608.81	656.55	757.92
净利润增长率	26.44%	80.51%	-3.18%	15.44%
ROE	10.89%	17.99%	16.48%	17.37%
EPS（元）	0.800	0.920	0.995	1.148
P/E	16.21	14.10	13.04	11.29
P/B	1.84	2.33	2.15	1.96
EV/EBITDA	11.51	7.85	7.65	6.23



分析师介绍

报告贡献人

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。2011 年新财富基础化工行业入围。

胡彧 010-85130575 huyu@csc.com.cn

社保基金销售经理

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

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@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

机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫒 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn



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。本报告清晰准确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。

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