

2007 年 07 月 31 日

行业策略报告

## 化工行业 07 年中期投资策略

化工行业研究员：付云峰、程磊

### 创新是公司长期增长的原动力

(021) 62481416 62481265  
fuyf1@pasc.com.cn

#### 投资要点

- 06 年及 07 年上半年，化工行业在旺盛的需求下获得了快速增长，化学原料及化学制品制造业各月份累计销售收入增速保持在 25%左右。伴随着销售收入的快速增长，化工行业的利润总额也节节攀升。进入 2007 年，在丰厚的利润驱动下，化工行业的固定资产投资额触底反弹。化工各子行业发展并不平衡，化学原料与化学制品、基础化学原料及合成材料三个子行业利润增幅均超过了 60%，其中基础化学原料达到了 194.12%；利润增幅超过 40%的子行业有农药、专用化学品和橡胶制品。
- 中国化工行业经过近几年的发展，已经有了一定的基础。但在新的发展时期，高能耗、高污染的粗放型发展方式已经阻碍了中国化工行业在质量上的进一步发展。今后的中国化工行业必然要走一条通过资源的高效利用和循环利用，形成低消耗、低排放和高效率的节约型增长方式的道路。自主创新就是这样一个顺应历史性的变革，完全体现节约型增长方式的唯一途径和方法，从而提高中国整个化工行业的竞争力，把中国建设成节约型、创新型国家。
- 要建设创新性国家，企业作为创新的主体，中国将从产业政策和税收优惠上大力支持企业创新。在国家大力提倡节能、降耗，减排、环保，出口退税政策调整以及资源价格必然上涨的情况下，有利于帮助引导企业通过引进消化吸收先进的新材料工艺生产适合自己的产品；通过改进新工艺降低成本；通过煤炭的清洁高效气化，发展煤化工；通过为客户提升价值的价值创新模式，提升公司的核心竞争力，实现公司的长期增长。
- 因此我们认为创新是公司长期增长的原动力，我们将从“新材料、新技术、新能源和新模式”四个方面来阐述：新材料的缺口大、壁垒高给企业带来持续高利润；新技术创造核心竞争力；现代煤化工是我国新能源的现实选择；为客户提升价值的价值创新销售模式。
- 我们强烈推荐的新材料公司有：星新材料、天富热电、新安股份，烟台万华和鲁阳股份；新技术公司有：ST 丹科、柳化股份、华星化工和东华科技；新能源公司有：广汇股份；新模式公司有：金发科技、德美化工和 ST 中鼎。
- 风险提示：新材料、新技术项目进程是否顺利和知识产权能否得到有效保护的风险，煤化工项目的风险来自产品价格波动，而新的销售模式风险来自技术销售人员的流失。

公司代码	公司名称	股价 07.06.30	07EPS(E)	08EPS(E)	07PE	08PE	本次评级
600299	星新材料	45.51	1.10	1.56	41	29	强烈推荐
600509	天富热电	17.54	0.42	0.86	42	20	强烈推荐
600596	新安股份	43.19	1.32	1.58	33	27	强烈推荐
600309	烟台万华	38.19	0.84	1.11	47	34	强烈推荐
002088	鲁阳股份	33.34	0.85	1.22	39	27	强烈推荐
600844	ST 丹科	15.16	0.26	0.57	58	27	强烈推荐
600423	柳化股份	17.75	0.86	1.11	21	16	强烈推荐
002018	华星化工	15.88	0.60	1.02	26	16	强烈推荐
002140	东华科技	49.52	1.05	1.27	47	39	强烈推荐
600256	广汇股份	9.42	0.46	0.54	20	17	强烈推荐
600143	金发科技	38.54	0.72	1.05	54	37	强烈推荐
002054	德美化工	17.83	0.52	0.66	34	27	强烈推荐
000887	ST 中鼎	9.33	0.29	0.31	32	30	强烈推荐

资料来源：平安证券综合研究所

# 目 录

<b>一、化工行业 2006 及 2007 上半年回顾</b> .....	<b>4</b>
1.1 销售收入和利润总额快速增长.....	4
1.2 上半年固定资产投资强劲反弹.....	5
1.3 子行业发展不平衡.....	5
<b>二、化工行业展望</b> .....	<b>6</b>
2.1 产能继续扩张.....	6
2.1 化工行业需要走产业结构调整和创新之路.....	6
<b>三、创新面临着国家政策支持的历史机遇</b> .....	<b>7</b>
<b>四、创新是节能环保的必然要求</b> .....	<b>7</b>
<b>五、出口退税政策调整有利于引导企业进行创新</b> .....	<b>8</b>
<b>六、资源价格上升将迫使企业通过创新降低成本提高竞争力</b> .....	<b>9</b>
<b>七、创新是公司长期增长的原动力</b> .....	<b>9</b>
7.1 新材料：缺口大、壁垒高带来持续高利润.....	10
7.2 新技术：技术创造核心竞争力.....	12
7.3 新能源：现代煤化工是我国新能源的现实选择.....	13
7.4 新模式：为客户创造价值.....	14
<b>八、化工行业重点公司推荐</b> .....	<b>15</b>
8.1 星新材料——不与上游争资源、不与下游争市场.....	15
8.2 天富热电——高科技项目塑造公司未来.....	15
8.3 新安股份——循环经济下的有机硅生产企业.....	16
8.4 烟台万华——世界级 MDI 龙头.....	16
8.5 鲁阳股份——节能先锋.....	17
8.6 ST 丹科——技术领先的醋酐龙头.....	17
8.7 柳化股份——新技术创造新价值.....	17
8.8 华星化工——不断进取的草甘膦龙头.....	17
8.9 东华科技——高速成长的化工工程企业.....	18
8.10 广汇股份——一颗冉冉升起的能源新星.....	18
8.11 金发科技——改性塑料龙头.....	18
8.12 德美化工——与客户共同成长.....	19
8.13 ST 中鼎——非轮胎橡胶制品龙头.....	19
<b>九、风险提示</b> .....	<b>21</b>

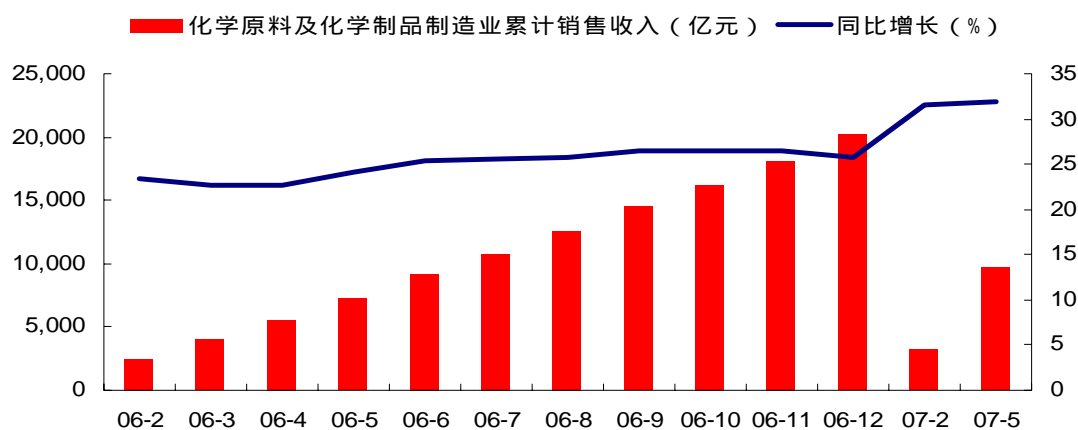
## 一、化工行业 2006 及 2007 上半年回顾

### 1.1 销售收入和利润总额快速增长

2006 年，中国国民经济发展势头良好，GDP 首次突破 20 万亿，同比增长 11.1%。化工行业在旺盛的需求下也获得了快速增长，化学原料及化学制品制造业各月份累计销售收入增速保持在 25%左右，全年销售收入达到 20,148 亿元。

2007 年，中国经济延续了近几年的增长态势。中国人民银行研究局在 07 年 6 月 29 日的一份报告中预测，2007 年我国 GDP 增长率为 10.8%。报告认为，未来我国 GDP 增长率将呈现高位回调的趋势，但回调的幅度不会很大。对 2007 年二至四季度 GDP 增长率的预测值分别为 10.9%、10.7%和 10.6%，2007 年上半年和全年 GDP 增长率分别为 11.0%和 10.8%。与经济加速增长相对应，化工行业在上半年出现加速增长的趋势。化学原料及化学制品制造业销售各月份累计销售收入增速达到 30%以上。截至 5 月份，累计销售收入就达到了 9,733 亿元，占 2006 年全年的 48%。

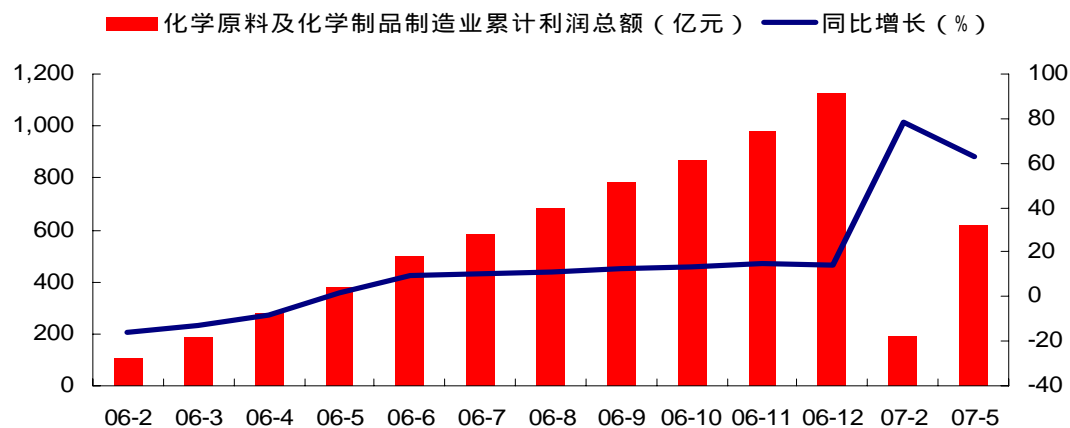
图表1 2006 年 2 月~2007 年 5 月化学原料及化学制品制造业累计销售收入



资料来源：中国石油和化学工业协会

伴随着销售收入的快速增长，化工行业的利润总额也节节攀升。2006 年下半年以来，化学原料及化学制品制造业各月份累计利润总额增速始终保持在 10%以上，最高时超过 15%，全年利润总额达到 1,125 亿元。进入 2007 年，利润总额进一步加速增长。前两个月累计利润总额增速达到了 78%，这和 2006 年基数较小有一定关系。前 5 个月累计利润总额增长了 63%。截至 5 月末，累计利润总额达到 617 亿元，占 2006 年全年的 55%。

图表2 2006 年 2 月~2007 年 5 月化学原料及化学制品制造业累计利润总额

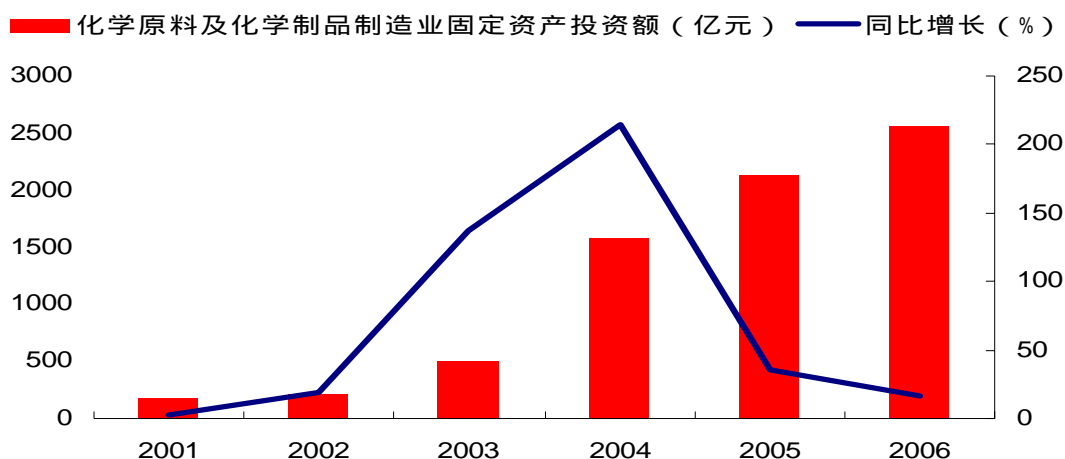


资料来源：中国石油和化学工业协会

## 1.2 上半年固定资产投资强劲反弹

化工行业的投资高峰出现在 2004 年,当年化学原料及化学制品制造业固定资产投资额增速是上一年的 214%。随后的两年时间,随着国家宏观调控的深入,化工行业的固定资产投资大幅下降。2006 年,化学原料及化学制品制造业固定资产投资额同比只增长了 17%。

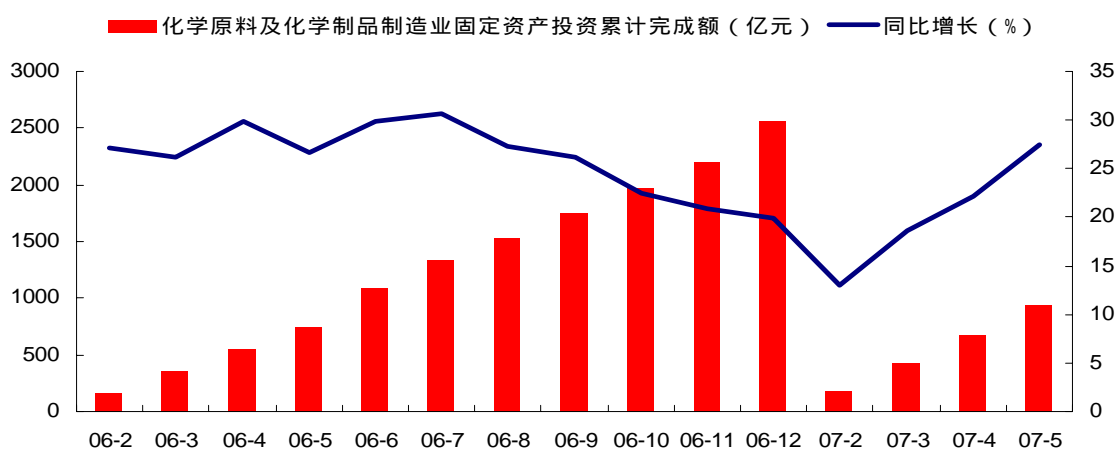
**图表3 2001 年~2006 年化学原料及化学制品制造业固定资产投资额**



资料来源：国家统计局

进入 2007 年,在丰厚的利润驱动下,化工行业的固定资产投资额触底反弹。前两个月,化学原料及化学制品制造业固定资产投资累计完成额同比增幅只有 13%。但在之后的三个月里增速大幅回升,分别达到了 19%、22%和 27%。

**图表4 2006 年 2 月~2007 年 5 月化学原料及化学制品制造业固定资产投资累计完成额**



资料来源：中国石油和化学工业协会

## 1.3 子行业发展不平衡

目前化工各子行业发展并不平衡。化学原料与化学制品、基础化学原料及合成材料三个子行业利润增幅均超过了 60%；其中基础化学原料达到了 194.12%。利润增幅超过 40%的子行业有农药、专用化学品和橡胶制品。

**图表5 2007年1~5月化工行业各子行业销售收入和成本增幅比较**

	收入增幅 (%)	成本增幅 (%)	利润增幅 (%)
化学原料及化学制品	31.89	30.50	62.69
基础化学原料	30.49	24.93	194.12
肥料	23.35	24.68	32.68
农药	24.92	23.86	41.49
涂料、油墨、颜料	29.92	31.04	27.05
合成材料	40.97	39.13	64.70
专用化学品	38.67	39.37	45.32
橡胶制品	29.80	30.04	57.38

资料来源：中国石油和化学工业协会

产量方面，进入2007年，中央对于农业的支持力度加大，化肥和农药产品产量增长较快。钾肥需求旺盛，维持了较高的产量增幅；磷肥则由于产能过剩，产量增速较小。农药产量维持了去年以来的高速增长态势，1~5月份同比增长了25%。烧碱和纯碱增长平稳。精甲醇则由于下游需求旺盛，产量有所放大，同比增长了40.6%。

**图表6 2007年1~5月部分化工产品产量**

单位：万吨

	产量	去年同期产量	同比增长 (%)
化肥	2,357.4	2,057.1	14.6
尿素	1,028.8	893.0	15.2
磷肥	529.0	469.0	12.8
钾肥	82.4	66.4	24.1
农药	69.6	55.7	25.0
烧碱	688.0	598.0	15.0
纯碱	692.7	627.9	10.3
精甲醇	388.6	276.4	40.6

资料来源：中国石油和化学工业协会

## 二、化工行业展望

### 2.1 产能继续扩张

目前原油价格高位运行，而化工品价格并没有出现新一轮上涨，表明油价对下游化工产品的价格影响已经趋弱，需求减弱的因素占据了主导作用。同时，2007年化工行业固定资产投资仍有比较大的增幅，随着新增产能在未来一段时间的集中释放，大部分化工产品的产能仍将快速增长，部分产品供应紧张的局面会得到进一步缓解。

预计全行业收入和利润会继续保持小幅增长，但利润率出现下降，大部分产品价格还会有下调的空间，应该是不可避免的现实。当然，具体产品的供求形势也不尽一致，其后市走势可能会不一样，个别化工产品价格仍有可能上涨。另外，鉴于成本的刚性和长期需求的增长，下跌的空间和幅度可能不会太大，同时也很难再次大幅攀升。

### 2.1 化工行业需要走产业结构调整和创新之路

经过近几年的高速发展，中国化工行业已经有了相当的发展规模，但和发达国家的化工行业相比，技术水平相对较低，产业布局不合理，优势的子行业不突出，主要还是依赖于高能耗和高污染行业的发展，在这种情况下，通过自主创新，调整产业结构，实现化工行业增长方式的根本改变是今后中国化工行业提升行业竞争力的唯一途径和方法。

发展循环经济，走可持续发展之路，“十一五”期间将成为各行各业工作的重中之重。在这一大背景下，化工行业加大产业结构和产品结构调整的力度，通过资源的高效利用和循环利用，形成低消耗、低排放和高效率的节约型增长方式，促进产业升级和技术升级已经势在必行。

行。未来几年内，技术含量高、有利于环保、可实现资源循环利用的新型化工项目将成为发展重点。

### 三、创新面临着国家政策支持的历史机遇

“十一五”规划中，创新作为一种国家中长期战略被置于非常重要的地位。管理层对创新提出了较高的期待，要全面落实科学发展观、推进产业结构升级和深入实施科教兴国战略必须依靠创新。根据国家中长期科学和技术发展规划纲要，科技体制改革的重点任务是：支持鼓励企业成为技术创新的主体。建设以企业为主体、产学研结合的技术创新体系，并将其作为全面推进国家创新体系建设的突破口。市场竞争是创新的重要动力，创新是企业提高竞争力的根本途径。只有以企业为主体，才能坚持创新的市场导向，有效整合产学研的力量。随着国家对创新的日益重视，相关的创新型上市公司将受益匪浅。

**图表7 创新作为一种国家中长期战略被置于非常重要的地位**

创新目标	具体措施	受益上市公司
核心目标	在引进、消化吸收的基础上，提高集成创新和自主创新能力。以科技进步和劳动力素质提高来实现长期可持续发展，以科技和人才强国，以技术创新实现产业结构调整 and 增长方式转变。	
制度建设	创新形成制度	形成以产学研相结合的国家创新体系
	创新保护制度	加大知识产权保护力度，健全知识产权保护体系
	创新激励制度	在财税、金融和政府采购方面提供支持，发展创业风险投资
培育创新机构	中介机构	加强技术咨询、技术转让等中介服务
	创新研发机构	加强国家工程中心、企业技术中心建设，鼓励应用技术研发机构

资料来源：平安证券综合研究所整理

### 四、创新是节能环保的必然要求

我国“十一五”规划指出：能源产业，要强化节约和高效利用的政策导向，坚持节约优先、立足国内、煤为基础、多元发展，构筑稳定、经济、清洁的能源供应体系。我们总体认为：在我国，平衡能源供求除扩大能源供应渠道、增加能源供给总量外，提倡节能优先将是未来几十年我国能源政策的重要主题，节能将成为我国“十一五”时期经济发展的热点之一。根据《“十一五”期间各地区单位生产总值能源消耗降低指标计划》：“十一五”期间，全国单位 GDP 能源消耗指标从 2005 年的 1.22 吨标煤/万元下降到 2010 年的 0.98 吨标煤/万元，降幅 20% 左右。同时《计划》指出：单位国内生产总值能源消耗指标是具有法律效力的约束性指标，各省（区、市）要将其纳入经济社会发展综合评价、绩效考核和政绩考核，并分解落实到各市（地）、县及有关行业和重点企业。

**图表8 “十一五”期间单位国内生产总值能源消耗降低指标计划**

单位产值能耗	2005 年（吨标煤/万元）	2010 年（吨标煤/万元）	降幅(%)
全国	1.22	0.98	20
节能目标高于全国平均的省份			
山西	2.95	2.21	25
内蒙古	2.48	1.86	25
山东	1.28	1.00	22

资料来源：平安证券综合研究所整理

在不断完善环境治理和能源节约等方面的管理体系和法律框架建设的同时，我国政府在“十一五”经济社会发展规划中明确提出了环保的约束性指标：到 2010 年，在保持国民经济平稳较快增长的同时，使重点地区和城市的环境质量得到改善，生态环境恶化趋势基本遏制。单位国内生产总值能源消耗比“十五”期末降低 20% 左右；主要污染物排放总量减少 10%；森林覆盖率由 18.2% 提高到 20%。此外，中央首次将环保指标纳入了地方政府的考核体系，现在国务院已经批准将“十一五”规划中提出的二氧化硫和化学需氧量减排指标分解到各省（区、

市)，并建议各省（区、市）应当尽快进一步分解到所属各市、县，落实到排污单位和治理项目。

从政府在过去通过宏观经济调控对高污染、高耗能产业的整顿清理，以及调整高耗能产品的出口退税率等方面所做的工作来看，我国的环境保护和能源节约及新能源开发政策正在逐步与国际环保政策的发展趋势相吻合，即从源头上消除污染、耗能产品的生产，提倡循环经济，实现经济的可持续发展。与过去相比，中国工业污染防治战略目前正在发生重大变化，逐步从末端治理向源头和全过程控制转变，从浓度控制向总量和浓度控制相结合转变，从点源治理向流域和区域综合治理转变，从简单的企业治理向调整产业结构、清洁生产和发展循环经济转变，全国环保工作已进入以保护环境优化经济增长的新阶段。

**图表9 各种化工产品生产成本中能源所占的比例**

产品	所占生产成本的比例(%)
化学肥料	60-70
大型合成氨	75
中型合成氨	70
小型合成氨	73
烧碱	60
黄磷	60
纯碱	20
电石	75

资料来源：中国化工信息网

“太湖蓝藻事件”已经引发了社会对环保的极大关注，过去以破坏环境来获得发展的模式必须得到改正。而化工行业相对于其他行业来说是个高污染高能耗的行业，在全国对节能环保的要求越来越高的情况下，化工行业的环保投入将越来越高，其生产成本将越来越高，企业的盈利能力将显著下降，有的子行业中的生产企业由于环保成本的提高将面临关门的危险，其子行业的开工率将显著下降，这样就会影响到其上下游子行业的供求关系，比较明显的例子就是纺织行业，现在的影响还不是太明显，但随着时间的推移，这种影响就会显露出来。希望投资者对此要引起特别的注意。

目前化工行业对资源严重依赖，并且能耗巨大，造成了对社会环境的污染以及资源的过多消耗，这将影响我国化工企业的可持续发展。因此，积极进行持续创新，提高资源的使用效率，是节能环保的必然要求，也是建设友好社会的必然要求。

## 五、出口退税政策调整有利于引导企业进行创新

从今年7月1日开始，我国将实行新的出口退税政策，553项高耗能、高污染、资源性产品的出口退税将被取消，2268项容易引起贸易摩擦的商品的出口退税率将进一步降低。根据已经公布的调整目录，化工产品首当其冲，约380个税号的化工产品完全取消了出口退税，另外170余个税号化工产品的出口退税率绝大部分降低到5%。包括有机、无机、农药、染料、颜料、橡胶、轮胎、化肥等行业均将遭受不同程度的冲击。

尽管从短期利益来看，出口退税率的调整将给化工企业带来很大的利益损失，但是从长远发展的角度来看，调整大量“高污染、高耗能、资源性”化工产品的退税率势在必行。

**1、缓解贸易顺差、降低反倾销压力：**调整出口退税后，短期内必将造成许多利润本就十分微薄的化工产品的出口量减小，这样能暂时减小贸易顺差，同时国家面对国际上对我国反倾销的压力也会有所缓解。

**2、促进产业结构调整、实现良性发展：**从化工领域各行各业了解的情况来看，受此次出口退税调整影响最大的是一些技术落后，完全以价格优势进军国际市场的小企业，而对那些一直以提高产品质量和附加值为目标的企业来说，这次调整恰恰给他们提供了一个更加良好的发展环境。通过这次出口退税的调整，必将引起产业结构的大面积调整，充分整合现有资源，引导企业寻求以高质量、高附加值谋发展的道路，从而解决低端产品产能过剩的问题。

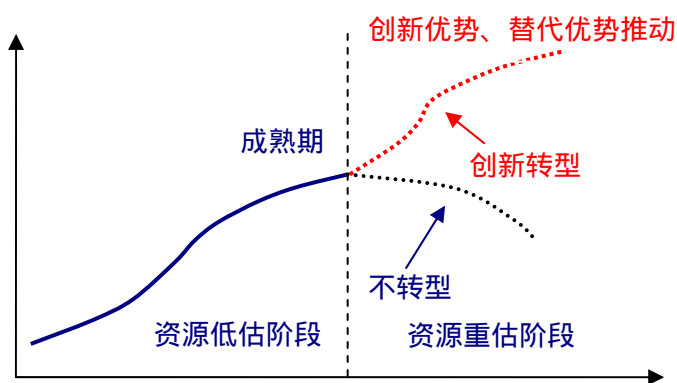
**3、刺激创新、合理利用资源：**化工企业想通过国家政策扶持来降低成本已不太可能，企业只有通过技术创新，不断优化工艺，提高原材料的利用率来提升产品的利润空间，这样不仅提高了企业自身的核心竞争力，同时也提高了资源的利用率，使有限的资源得到合理利用。

## 六、资源价格上升将迫使企业通过创新降低成本提高竞争力

在过去，劳动力、原油、煤炭、电力、土地等资源的低价格纵容了化工企业高耗能、低附加值地粗放经营模式，阻碍了企业和行业通过提高技术和效益增强竞争力、形成自主品牌和自我创新能力，资源低价格是化工产业结构从劳动密集向资本密集和技术密集转变的障碍。

随着资源价格的不断提高，现在成本优势将面临日益严峻的挑战，转型压力日益突出。此时，替代成本优势和技术优势就具有巨大潜力，发展科技的边际效益较高。只有通过转型才能获得新生，否则就有可能走向衰落。在经济全球化的背景下，面对国外跨国巨头的外忧，国内资源价值重估的内患，中国的化工行业需要把握中国国内消费不断增长的机遇，利用好天时（政策支持）地利（地域宽广、市场巨大）人和（人口众多，消费拉动），通过创新提高资源的使用效率，以降低成本提高竞争力。

**图表10 化工行业在资源价格上升阶段需要创新来提升竞争力**



资料来源：平安证券综合研究所

## 七、创新是公司长期增长的原动力

企业的竞争优势来源于其运用资源的能力和创新能力，我们将企业获取竞争优势的途径分为三个：资源获取、能力发展、全球化运作。这三个途径可以看作企业的发展过程。

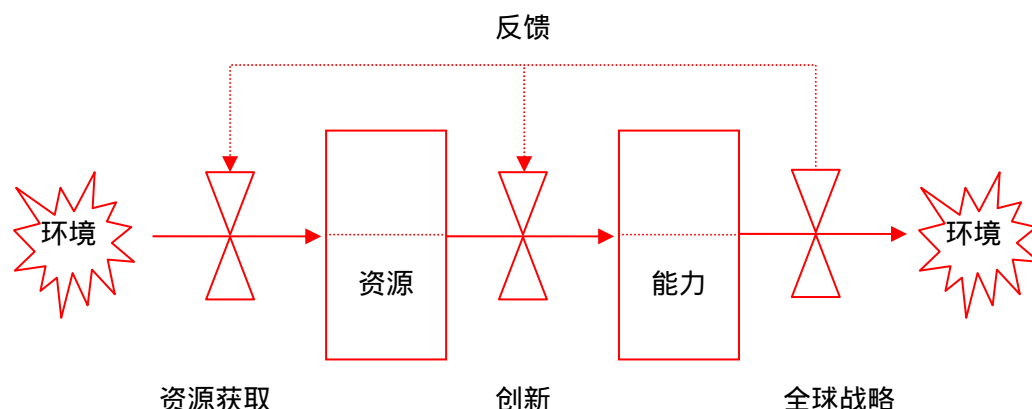
**图表11 企业创新发展阶段特征**

企业发展阶段	资源获取	能力发展	全球化运作
技术特征	移植、使用	吸收、引进	创新、创造
技术来源	引进为主、存在仿制，技术依存性高	引进与开发并重，具有产品创造性模仿能力	自主开发为主，技术独立
技术水平	远远落后于世界水平	与世界水平相差一、二代	具有世界水平
阶段目标	资源	能力	机会
阶段特征	落后	追赶	跨越

资料来源：平安证券综合研究所

**资源获取阶段：**包括有形资源的积累和无形资源的获取，这个阶段主要利用技术引进，外包等形式来提高企业资源存量。**能力发展阶段：**主要是在引进的基础上，通过二次创新提高企业动态资源的运用能力。随着企业的技术能力的提高，其获得技术的难度越来越大，并且企业要提高自己的竞争力，也要开放自己的新产品，这样企业在内因和外因的作用下，选择自主创新的道路。**全球化运作阶段：**随着企业竞争优势的加强，以及全球经济一体化的形势下，企业将渐进走向国际化，参与世界范围内的竞争。

图表12 企业通过创新获取竞争优势途径



资料来源：平安证券综合研究所

我们将化工企业的创新分为四种类型：新技术、新材料、新能源和新模式。四种创新形式从影响企业利润的实际功效上则可能同样重要。

图表13 化工企业的创新类型

创新类型	创新功效	上市公司
新技术	降低生产成本、减少三废排放、提升综合竞争力	ST 丹科：羰基化合成醋酐技术 柳化股份、双环科技：SHELL 煤气化技术 华鲁恒升：水煤浆气化技术 湖北宜化：型煤气化技术 烟台万华：世界领先的光气化技术 东华科技：提供化工技术服务
新材料	高附加值产品	星新材料：有机硅、双酚 A、PPO 新安股份：有机硅 金发科技：改性塑料 天富热电：SiC 晶片 鲁阳股份：陶瓷纤维
新能源	提高煤炭的利用价值	广汇股份：LNG、煤化工 天富热电：煤化工
新模式	为客户创造价值，获取超额利润	ST 花炮：获得北京市场专营权 金发科技、德美化工、ST 中鼎：为客户创造价值

资料来源：平安证券综合研究所

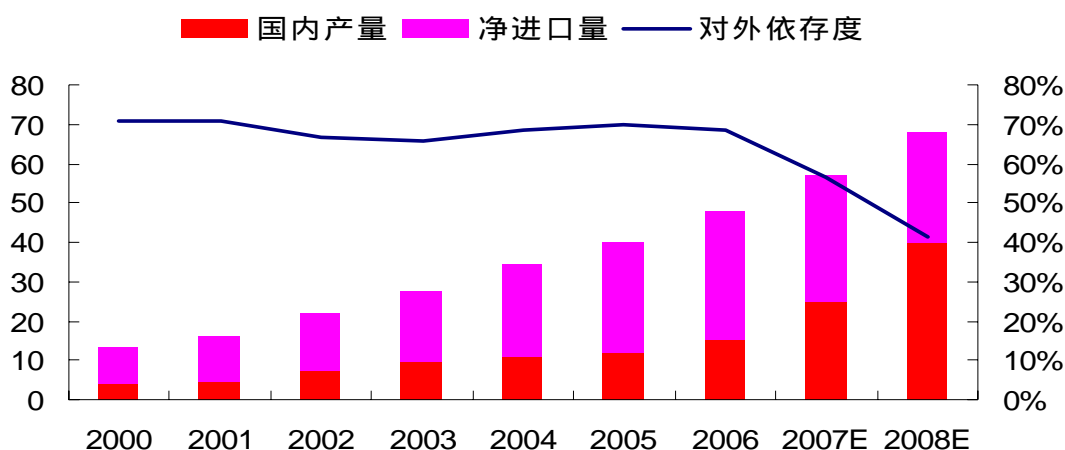
## 7.1 新材料：缺口大、壁垒高带来持续高利润

所谓新材料就是指那些新出现或已在发展中的、具有传统材料所不具备的优异性能和特殊功能的材料。化工新材料是新材料产业的主要组成部分，是化学工业中最具活力和发展潜力的新领域。目前，化工新材料主要包括有机硅材料，有机氟材料，炭材料，聚碳酸酯（PC）、聚甲醛（POM）、聚酰胺（尼龙，PA）、聚苯醚（PPO）等通用工程塑料，特种工程塑料，聚氨酯，功能高分子材料，复合材料，膜材料等。与化工新材料相关行业包括化工新材料所需要的关键原料及下游加工行业等。相关个股包括星新材料（600299）、烟台万华（600309）、新安股份（600596）等。

### 7.1.1 对外依存度高

经过几年的发展，我国化工新材料产业已经初具规模，而且在少数领域有较强的国际竞争力。但是与先进国家比，我们仍存在生产能力不足、产品质量差、产品规格少、没有实现系列化等缺点，因此许多重要产品和高性能产品仍需依赖进口。一般来说，技术难度越大，产能缺口越大，对国外的依存度就大，比如有机硅行业和碳纤维行业等。

图表14 中国有机硅单体的净进口量和对外依存度情况



资料来源：平安证券综合研究所

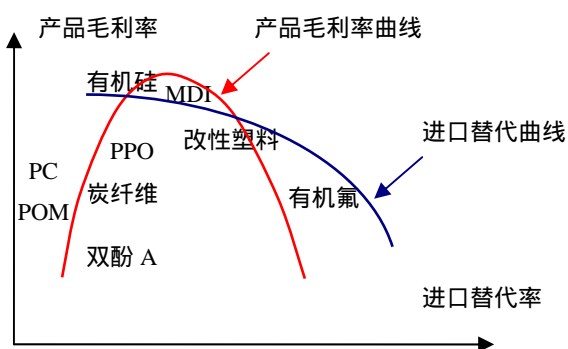
### 7.1.2 技术壁垒高

化工新材料的技术壁垒普遍较高，目前国内还是主要依赖进口相关产品或者对进口技术进行消化吸收并创新。比如 MDI 行业，具有明显的“寡头”性质。目前，世界上真正掌握 MDI 核心技术的只有 8 家公司，均为诸如巴斯夫、拜耳等国际知名的化工企业，国内只有烟台万华（600309）掌握了此项技术。

### 7.1.3 产品附加值高

化工新材料产品的附加值普遍较高，相关上市公司的盈利能力强。比如有机硅行业，最近几年的行业毛利率都远高于普通化工产品的毛利率，以新安股份（600596）的有机硅产品为例，其 06 年的毛利率高达约 50%，而普通化工品的毛利率一般不到 20%。一般而言，化工新材料产品都经历了一个国外技术封锁、市场垄断、产品高价高毛利——自主研发、装置建成、国外倾销——国家保护、反倾销、合作、市场稳定、合理价格的过程。

图表15 新材料产品毛利率与进口替代率关系情况



资料来源：平安证券综合研究所

### 7.1.4 革命性新材料出现将改变产业发展路径

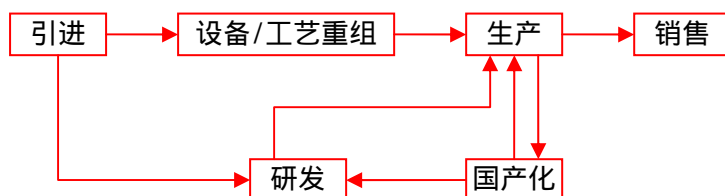
一般而言，革命性的新材料被研发出来并商业化运作后，往往带来相关产业的突变。例如，随着国产 SiC 晶片的商业化进程，困扰我国发展第三代的半导体基础原料问题得到了解决，高品质 LED 和半导体器件的生产成本将大幅降低，被国外生产商控制原料的发展瓶颈也获得了根本性的扭转，相关产业群将蓬勃发展。因此，SiC 晶片的国产化进程将改变半导体产业的发展路径。

## 7.2 新技术：技术创造核心竞争力

### 7.2.1 技术创新模式

技术创新，是指企业应用创新的知识和新技术、新工艺，采用新的生产方式和经营管理模式，提高产品质量，开发生产新的产品，提供新的服务，占据市场并实现市场价值。技术创新已经不是单纯技术概念，而是技术与经济结合的经济学范畴的概念，涵盖企业运行的全过程。由于我国的科技力量还比较薄弱，一般采取的是通过引进吸收并改进的方式进行技术创新，如下图所示。

图表16 技术创新过程模式

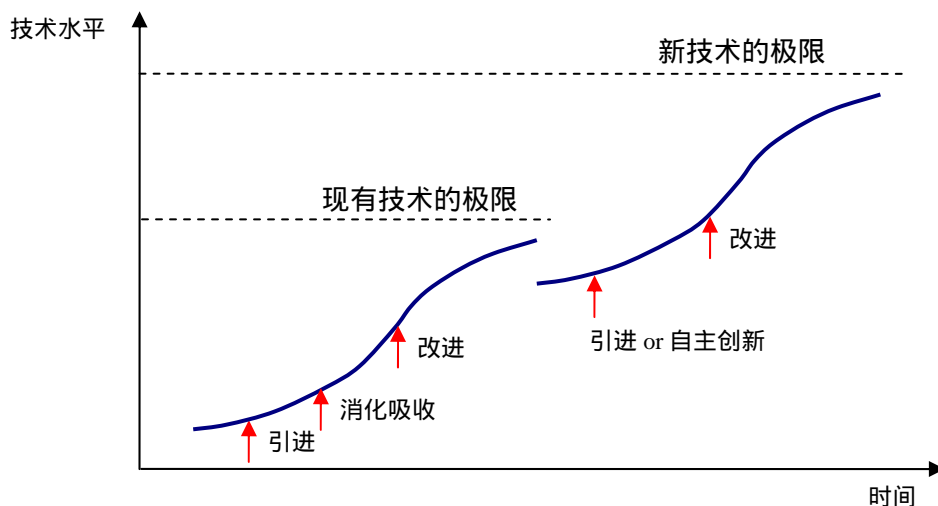


资料来源：平安证券综合研究所

### 7.2.2 技术创新带来核心竞争力

当技术发展突破原有的技术范式，出现新的技术发展轨迹，由于技术领先者存在资源依赖性，即技术发展摧毁了领先者苦心经营多年建立起来优势，并使其转换成本很高，蒙受更大的损失。后来者可以利用技术跃迁带来的机会，跳过现有的技术，直接紧随新技术，从而获得核心竞争力。

图表17 技术创新带来核心竞争力



资料来源：平安证券综合研究所

以煤气化技术为例，Shell 和 Texaco 技术是当今国际上比较先进的洁净煤气化技术，也是国内使用较多的最新技术。Shell 技术上不仅可以基本做到零排放，还可以节约能源，大幅度提高煤炭的利用效率，是属于高效节能环保型的高新技术。目前一些合成氨生产公司所采用的固定床间歇式气化技术，煤耗较高，约为 2.06 吨/吨氨（原煤），采用 Shell 技术后吨氨的煤耗大幅度下降，仅为 1.33 吨/吨氨（原煤），煤耗下降 35%，节能效果十分显著；而且原料煤由原来的块煤改为粉煤后，可以通过使用不同的煤种而达到降低成本的目的。上述两个因素可以大大降低原料煤的消耗量，降低企业生产成本。因此采用了新技术的企业将获得很大的竞争优势。

图表18 Lurgi、Texaco 和 Shell 技术指标比较

	Lurgi 煤气化	Shell 煤气化	Texaco 煤气化
碳转化率	90%	99%	96%
氧耗[Nm(氧)/1000Nm(CO+H <sub>2</sub> )]	430	330	410
比煤耗[kg(煤)/1000Nm(CO+H <sub>2</sub> )]	680	588	640
有效成分 CO+H <sub>2</sub>	75%	90%	77%
使用原料	块煤	干燥粉	水煤浆

资料来源：平安证券综合研究所

## 7.3 新能源：现代煤化工是我国新能源的现实选择

### 7.3.1 油价高位运行

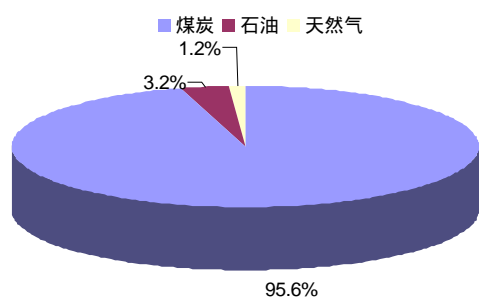
自从 20 世纪中期石油取代煤炭成为世界能源消费结构中的主导以来，至今其仍在能源消费结构中占 40% 左右。石油是对国际形势变化高度敏感的商品，国际市场的油价经常出现较剧烈的波动，世界已经经历了 3 次石油危机，目前 Brent 原油价格维持在 70 美元/桶左右。考虑到 OPEC 会员国增产空间已经不大，国际地缘政治风险因素仍然存在，美国和中国对石油的强劲需求等因素对原油价格的影响，预计国际原油价格在未来较长的时期内将维持高位运行。

### 7.3.2 煤化工是中国“富煤少油缺气”的能源状况的必然选择

全世界煤炭产量约 50 亿吨，我国 2004 年产量 21.1 亿吨，居世界第一，其次为美国，再次为印度和俄罗斯。我国含煤面积 55 万平方公里，资源总量 55965.63 亿吨，资源保有量 10077 亿吨，资源探明率 18%，经济可开发剩余可采储量 1145 亿吨。在世界已探明的化石能源储量中，中国的煤炭占世界总量的 15%，石油占 2.7%，天然气占 0.9%。中国化石能源总量（约 46 万亿吨标准煤）中，95.6% 为煤炭，3.2% 为石油，1.2% 为天然气。“富煤少油缺气”是我国的基本国情。

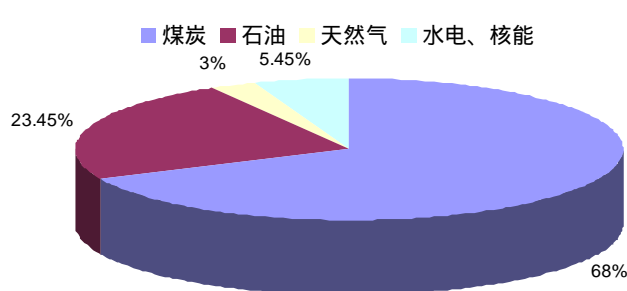
据统计 2005 年中国总的能源消费量达 21.1 亿吨标准煤，其中煤炭占 68%，石油占 23.45%，天然气占 3%，水电和核能共占 5.45%。基于我国的能源情况，以煤为原料的煤化工产业对我国的发展有着举足轻重的战略意义。

图表19 我国化石能源储量结构



资料来源：平安证券综合研究所

图表20 2005 年我国能源消费结构



资料来源：平安证券综合研究所

中国发展煤化工具备了良好的竞争优势，而发展煤化工是中国“富煤少油缺气”能源状况的必然选择，是提升煤炭价值的有效途径，是国家新能源战略的现实选择。当然，发展煤化工也不能一哄而上，其发展要受到煤炭资源、水资源以及环境容量的限制，根据对上述条件的分析，我们认为在中国的山西、内蒙古、宁夏和新疆具备发展煤化工的先决条件。

### 7.3.3 现代煤化工要体现为规模化、更环保节能、更经济

煤化工属基本原材料工业，规模效应明显，有条件的要尽量上大型煤化工装置，还可以考虑与其他资源结合起来建设大型化工综合性联合企业。煤化工装置再生产甲醇等后加工产品，煤电化多联产一体化优势明显。这些项目投资很大，要一百亿甚至几百亿元，可以一次规划，分期实施。国外的煤化工公司投资规模基本都在几十亿到几百亿美元，如南非的萨索尔公司，仅鲁奇煤气化炉就有 97 台，年耗煤 4000 多万吨/年，销售收入达 70 多亿美元。其后续加工

产品主要是煤制油，另外除了化肥之外，还有甲醇及其下游有机化工产品，产品达到几百种之多。国外的甲醇装置大部分以天然气为原料，建设规模至少在 60 万吨/年以上。而我国甲醇则都是以煤为原料，目前最大的装置规模才 20 万吨/年。

辨证地讲，并不是规模越大越好，不同原料煤有不同的经济规模，新上的煤化工项目要采用经济规模。小装置一是能耗高、消耗高、技术水平低、效益不好；二是焦油和焦炉气数量少，不好回收利用，很多小煤化工企业白白地把它放掉，造成环境污染。据初步统计 2004 年我国焦炭产量达到 1.7 亿吨，居世界第一，副产约 420 亿立方米的焦炉气，大约有 1/3 没有被利用。规模化的现代煤化工发展方向为煤制醇醚、煤液化以及煤经甲醇制烯烃。

**图表21 煤直接液化、间接液化和转化为醇醚燃料三种主要转化途径情况**

项目	醇醚燃料	直接液化	间接液化
煤种适应性	强	差	强
吨产品煤耗(吨)	甲醇：1.6 二甲醚：2.5	4-4.5	4.5-5.5
100 万吨/年建设投资(亿元)	30-40	Sasol:100	65
吨产品成本(元)	甲醇：900-1100 二甲醚:2000-2300	成品油：1500 (对应原油约 20 美元/桶)	成品油：3000 (对应原油约 35 美元/桶)
效益规模(万吨/年)	可大可小	>200	>100
产品种类	单一	汽油、柴油、其他烃类	汽油、柴油、其他烃类
生产过程中环境评价	较好	固体废物较多	一般
应用方式	汽油低比例掺烧甲醇基本和目前汽油一样使用。高比例掺烧或纯甲醇燃料以及二甲醚燃料，需新建加油系统和改造汽车发动机	直接使用	直接使用

资料来源：煤化工发展与规划，平安证券综合研究所整理

在目前国际油价高位运行的背景下，我们认为现代煤化工具有很强的竞争优势，即使国际油价回落到 30 美元/桶，现代煤化工也能保持盈利，具有较强的抗风险能力。通过对煤化工产业的前景分析，我们认为醇醚燃料是潜力巨大的替代能源，尤其是二甲醚是替代 LPG 的最佳选择，甲醇作为燃料和原料，其需求必将大幅增长；而煤液化由于投资大和技术风险，国家对此仍持谨慎的态度；而甲醇制烯烃由于其成本低，是较有前景的煤化工发展方向。

## 7.4 新模式：为客户创造价值

### 7.4.1 销售模式创新

一般而言，创新更多的关注技术、新产品，而新模式则通过为客户创造价值，给自身带来超额利润。模式创新主要指销售模式创新和开辟新渠道。模式创新显然并不是一件容易的事，应根据企业的产品品种、行业销售环境、企业资金情况，充分认证变革时间、程度和风险，真正通过模式创新适应市场的变化，实现销售利润的最大化。每一个成功的新模式尝试，都是基于对消费行为变化的精准把握——或迎合消费者潜在的行为习惯，或改变其消费习惯。

以金发科技为例，公司就通过模式创新为客户创造价值。公司的售前业务人员根据客户需要挑选出最适合的塑料，并积极参与到客户的模具开发、加工成型等后续工作中去，为客户提供可满足不同需求的系统解决方案；售中技术人员负责为客户提供及时的生产指导，进行现场技术服务；售后技术人员提供完善的技术服务，帮助客户迅速解决所遇到的问题。正是有了配合默契的售前、售中、售后这三个环节的服务保障体系，公司才能伴随客户共同成长。

### 7.4.2 渠道垄断

超额利润来源于商品实现价格超过其实际价值的部分，因此垄断高价是超额利润最本质的来源，各种形式的垄断也就成为超额利润的最主要来源。在油品销售行业、食用盐行业、民用爆破行业等，由于国家限制产品销售、强制产品定价或限制性原料供应，中石化、中石油、云南盐化等企业在这些产业的运营资本均获得了很高的投资回报率。

## 八、化工行业重点公司推介

### 8.1 星新材料——不与上游争资源、不与下游争市场

星新材料是国内目前综合的化工新材料上市公司，公司拥有世界排名第三位、全国排名第一的有机硅装置，亚洲唯一的连续法 PBT 工程塑料生产装置，以及国内领先的 PPO 等工程塑料、双酚 A、环氧树脂、彩色显影剂等产品生产装置。其产品产能变化情况如下表所示。

图表22 星新材料产品产能情况

产品系列	产品	2004	2005	2006	2007E	2008E	备注
有机硅系列	有机硅单体	7	10	10	20	20	国内第一；公司正在吸收罗地亚有机硅技术
苯酚/丙酮 - 双酚 A - 环氧树脂系列	苯酚/丙酮	4.5	12	12	12	12	国内第三
	双酚 A	4.1	4.1	4.1	4.1	13.1	国内第一
	环氧氯丙烷	0	0	0	3	3	
	环氧树脂	2.3	2.3	3	3	8	国内第一
工程塑料系列	PBT	2	2	2	8	8	亚洲唯一的连续法生产装置
	PPE	0	0	0	1	1	国内唯一；07 年初投产；世界五大通用工程塑料之一
橡胶系列*	氯丁橡胶	0	0	2.5	2.5	2.5	国内占有率达 60% 以上
	丁二烯	0	0	3	3	3	
钛白粉系列*	BA01 - 01	2.7	2.7	2.7	2.7	2.7	
设备系列	离子膜电解槽	50	100	120	120	120	世界第三，国内唯一
研究院所系列*	中蓝连海设计研究院						
	化工部长沙设计研究院						1200 吨/年电子级环氧树脂

资料来源：公司公告，平安证券综合研究所；标\*部分代表此次定向发行置入

随着本次定向增发的进行，公司迈开了整体上市第一步，我们预计罗地亚有机硅业务，阿迪苏等优质资产将持续注入，公司将成为国内最大的综合类新材料上市公司，长期增长可期。

图表23 蓝星集团其他新材料业务及相关科研院所情况介绍

产品或项目	产能(万吨/年)	行业排名	备注
聚碳酸酯(PC)	1		蓝星天津化工在建
聚甲醛(POM)	4	国内第一	2007年建成；世界第三大工程塑料
阿迪苏蛋氨酸	20	世界第二	法国阿迪苏公司是全球最大的专业动物营养添加剂企业，在全球拥有5家主要生产工厂，拥有792项技术专利，经销网络遍及全球140个国家和地区，年营业收入50亿。
罗地亚有机硅业务	22	原世界第五	拥有6%的全球有机硅产品市场份额，其生产技术在国际上处于领先地位，拥有3000多个产品、500项专利，2005年实现销售收入41.7亿元，利润5.4亿元。
中蓝晨光化工研究院		国内第一	国家有机硅工程技术研究中心、国家受力结构工程塑料工程技术研究中心、国家合成树脂质量监督检验中心、中国氟硅有机材料工业协会有机硅专业委员会、全国塑料标准化技术委员会、中国工程塑料协会工程塑料合金及改性专业委员会等均依托在晨光院

资料来源：平安证券综合研究所

公司新材料产品的种类最齐全、储备最丰富，未来的持续发展潜力巨大；而且公司新材料业务均处于行业龙头地位，具有较强的规模优势以及一体化优势；同时公司产品定位为：市场价格制定者。综上所述，公司是值得长期持有的战略性品种。

我们预计公司 07、08 年每股收益分别为 1.10 和 1.56 元。随着 07 年公司 10 万吨有机硅新项目投产、苯酚/丙酮业务的走强、双酚 A 业务的复苏，08 年高毛利的 PPO 项目开始贡献利润，以及公司面临着整体上市的机遇，我们维持公司“强烈推荐”评级。

### 8.2 天富热电——高科技项目塑造公司未来

公司利用新疆当地的煤、电、热资源优势，以国内外工业化的高新技术项目为切入点，向新能源、新技术、新材料等高新产业领域进军，促进公司价值链的再造。

公司自主创新的无机功能性材料 SiC 晶片以及超级电容电极材料和炭小球这样的高科技项目将给公司的盈利模式、收益状况和估值带来实质性的改变。特别是公司的 SiC 晶片项目在产品成本上具有非常大的优势（我们预计公司产品的成本约为 100 美元，而主要竞争对手的成本约为 300 美元），将给公司产品在国际市场的开拓上占有先机，我们预计公司将以碳化硅晶体为制高点，通过自主创新，延伸碳化硅产业链，不断做强作大，给公司带来巨大的利润。目前，公司碳化硅晶片的产业链已经打通，而碳化硅晶片作为 LED 和第三代半导体产业链的最上游，是产业链中技术壁垒最高的，是产业链的核心和基础，公司将通过 SiC 晶片来占据未来产业链的制高点，从而得到迅速发展，获得极高的收益。

公司已开始在炭小球保健及食品上进行积极的市场化探索，这将有利于公司开拓新的利润增长点，也有利于降低公司面临的市场风险，我们预计一旦成熟后，公司控股的合达炭素将同中国医药对外贸易公司组建合资公司，销售炭小球保健品及食品，从而获取更大的利润空间。

我们预计公司 07、08 和 09 年每股收益分别为 0.42、0.86 和 1.41 元。考虑到碳化硅晶体的巨大技术壁垒和巨大的市场前景，而公司是国内目前碳化硅晶体生产的唯一企业，具有很强的成本优势；以及公司炭小球项目开始市场化运作，我们维持公司“强烈推荐”评级。

### 8.3 新安股份——循环经济下的有机硅生产企业

新安股份的主营产品为有机硅和草甘膦，目前有机硅总产能达 8 万吨/年，公司镇江 5 万吨草甘膦项目一期 2.5 万吨已经建成，二期已开始建设。公司利用农药副产氯甲烷作原料，有独特的优势，目前经济效益是最好的，并体现了循环经济的特点。公司 2006 年年报显示，其有机硅毛利高达 50%。同时新安股份已经进入了下游深加工产品的生产，目前公司下游产品比例已占单体的 50%，已具备了年产 2 万吨高温硅橡胶产能，3000 吨混炼胶产能。

我们预计公司 07、08 年每股收益为 1.32、1.58 元，公司 10 万吨有机硅新项目预计将于 08 年年底投产，考虑到公司循环经济效应明显，维持“强烈推荐”评级。

### 8.4 烟台万华——世界级MDI龙头

公司主营聚氨酯原料——MDI 系列产品，是中国唯一一家，全球五家之一的拥有自主知识产权的 MDI 生产商。目前烟台本部具有 12 万吨的产能，宁波基地具有 16 万吨的产能。公司积极向海外扩张，2006 年公司出口聚合 MDI 约 6 万吨，海外收入占总收入的 16%。这成为公司成功实施国际化战略的最好注脚（海外战略有利于公司牵制其他 MDI 巨头，并掌握国内市场 MDI 价格话语权），预计未来海外市场比重将达到 20%左右。

图表24 国内 MDI 生产商产能

生产商	产能(万吨/年)	地点	备注
烟台万华	12	烟台	
宁波万华	16	宁波	07 年下半年进行“16 改 24”
上海联恒异氰酸酯	24	上海	处于停产状况
拜耳	35	上海	8 万吨/年精馏装置已投产，08 年 35 万吨/年装置将投产
合计	89		

资料来源：平安证券综合研究所

经过 2006 年的努力，烟台万华出口能力得到明显提高，由于产量的限制，2006 年其产品处于供不应求状态。在 2007 年产量再度放大的情况下，在国内外市场将具备更大拓展余地，其国内市场领军地位也将在 2007 年进一步巩固。

我们预计公司 07、08 年每股收益分别为 0.84 和 1.11 元。与国际 MDI 巨头相比，烟台万华在核心技术和产品规模上不存在差距；经营毛利率和净资产收益率水平都可以与国外化工新材料巨头媲美；再加上地处全球化工新材料消费增长最快的地区，更熟稔中国国情，销售优势明显，理应获得高一些的溢价。综上所述，我们维持公司“强烈推荐”评级。

## 8.5 鲁阳股份——节能先锋

鲁阳股份是亚洲最大的陶瓷纤维系列产品生产企业，具备陶瓷纤维生产工艺和生产设备的自主知识产权，目前已经形成了 1050、1260、1400、1600（即产品的极限使用温度）等四大系列，包括棉、毯、毡、板、模块、纸、纺织品、浇注料、可塑料、纤维喷涂料等十余种形态的 100 多种产品，07 年 10 月公司陶瓷纤维棉的生产能力将达到 9 万吨/年，预计 08 年相关产能将达到 11 万吨/年。

陶瓷纤维是一种纤维状轻质新型绝热节能材料，具有耐高温、热稳定性好、重量轻、节能效果显著等特点，可广泛应用于工业、民用及国防军工领域的耐高温、绝热部位。随着各国对节能的重视，陶瓷纤维得到了很好的应用和快速发展。公司作为陶瓷纤维龙头，在倡导节能的大背景下，将保持持续高速发展。

我们预计公司 07 和 08 年每股收益分别为 0.85 和 1.22 元。考虑到公司产品适用温度范围广，能很好的满足不同客户的需求，未来成长空间巨大，我们给予公司“强烈推荐”评级。

## 8.6 ST 丹科——技术领先的醋酐龙头

丹化醋酐是国内技术最先进的醋酐生产企业，2003 年，公司通过引进技术并消化创新，建成国内首套也是亚太地区唯一一套、全球第七套羰基化合成醋酐生产装置，成为全球继塞拉尼斯、伊斯曼、BP 后第四个掌握羰基合成技术自主知识产权的企业。该套装置的建成是我国在精细煤化工领域的重大突破。

丹化醋酐是丹化集团本次借壳 ST 大盈（拥有丹化醋酐 75% 的股权）后，置入上市公司的优质资产。目前公司已形成了 7 万吨的醋酐产能，规模优势明显，成为兼具技术优势及规模优势的醋酐龙头企业。

我们预计公司 07 和 08 年每股收益分别为 0.26 和 0.75 元。考虑到公司是具有技术和规模优势的醋酐龙头企业，以及未来公司有可能利用先进技术在煤化工领域进行拓展，我们给予公司“强烈推荐”评级。

## 8.7 柳化股份——新技术创造新价值

虽然目前公司的 Shell 装置的生产情况不是很理想，从双环科技（000707）另一套 Shell 装置调研的情况来看，新技术引进吸收过程中的波折十分正常，只要掌握好技术关键点，运行周期短、负荷低的问题能够得到有效的解决。公司已经与双环科技的技术人员展开了交流，我们相信随着设备和工艺参数的进一步优化，公司的 Shell 装置能较快实现稳定长周期运行。

由于国内天然气价格与国外天然气价格存在较大的差距，国家发改委已启动天然气价格机制改革，使原来比较低廉的清洁能源的价格逐步与国际价格接轨。目前国内气头合成氨装置面临着天然气涨价的不利因素，生产成本有一定的提高，煤头企业将比气头企业更具成本竞争优势。同时柳化股份在煤头的化肥企业中成本优势也较明显。我们预期公司新装置正常连续运行后，公司将成为煤化工龙头企业。

我们预计公司 07、08 年每股收益分别为 0.87、1.11 元。考虑到新技术创造新的价值，维持对公司的“强烈推荐”评级。

## 8.8 华星化工——不断进取的草甘膦龙头

华星化工从 2004 年开始生产草甘膦，采用的是 IDA 法（二乙醇胺到亚胺基二乙酸到双甘磷到草甘膦）。华星化工通过技术攻关，获得了重大工艺突破，掌握并应用了国际先进的空气氧化法（国内为双氧水氧化法），可节约原料成本近 500 元/吨，同时可使氧化收率提高至 98%~99%（双氧水氧化相应为 85%），在国内草甘膦生产领域处于领先水平。

此外，公司掌握了用亚胺基二乙腈代替二乙醇胺进行合成 IDA 的方法，该法可以利用我国西南地区丰富而又廉价的天然气，而且以天然气生产亚胺基二乙腈产业化的技术已被攻克，国

内已有一套 3000 吨/年的装置正常运行。公司将与四川化工研究院合作在西南地区投资亚胺基二乙腈以解决公司的原料问题，我们预计公司未来草甘膦扩产中将采用这一新工艺。

我们预计公司 07、08 年的每股收益分别达到 0.60 元和 1.02 元。考虑到公司在草甘膦行业中的龙头地位，以及亚胺基二乙腈合成 IDA 技术可能发生突破，我们维持公司“强烈推荐”评级。

### 8.9 东华科技——高速成长的化工工程企业

公司在化学工业建设的诸多细分领域具有较强的技术优势、领先的市场地位和较高的市场占有率。例如：在大型甲乙酮生产装置的建设市场中处于垄断地位；在化肥工业的磷复肥、尿素及合成氨项目的建设市场中分别拥有 65%、30%左右的占有率；在无机化学品领域的大型硫酸、甲醇项目建设市场中分别拥有 65%、30%左右的占有率；在化工涂料领域的钛白项目建设市场中拥有 45%的占有率；在煤化工领域比较全面涉及了各种当今世界上最先进的煤化工技术，并与具有自主知识产权的国内各科研机构，保持着良好的合作关系。

由于目前总承包项目的承揽，涉及到相关公司的资质、注册资金以及营运资金，随着公司募集资金的到位，公司的注册资本及营运资金将较充裕，再加上公司作为化工行业细分领域的工程设计与总承包龙头，承接项目的优势明显，未来公司将有能力获得更多更大的总承包项目，从而使公司驶入高速发展的快车道。

由于工程设计和总承包行业属于人才密集型，当一个设计企业发展到一定规模后将面临人才的匮乏的瓶颈，而设计行业的产能扩张就在于通过并购获得相关的人才和资质，从而促进公司的利润高速增长。我们预计当公司面临发展瓶颈时将会通过并购来获得持续的高速发展。

我们预计公司 07、08 年的 EPS 分别为 1.05 元和 1.27 元。考虑到公司是化工行业细分领域的工程设计与总承包龙头，公司已签订并在执行中的合同较多，以及制约公司长期发展的“资金和人才”瓶颈随着募集资金的到位而得到消除，我们认为公司将保持高速增长，维持公司“强烈推荐”评级。

### 8.10 广汇股份——一颗冉冉升起的能源新星

公司目前正在实施产业战略转型，主营业务将由过去的“以住宅消费服务为主，现代物流、液化天然气、石材、化学建材并举”的产业结构，调整为“以能源为主导”的产业新格局，从而可以确保公司未来持续、稳定、健康的发展。随着公司投资 16 亿元建设的“广汇美居物流园”和投资 15 亿元建设的“液化天然气”两个项目都已进入收获期。公司的产业结构已经发生了根本的变化，新的产业格局已经初具雏形。

公司投资建设的“液化天然气”项目一期工程自 2004 年 9 月试运营以来情况良好，目前日处理天然气能力已达到设计能力。下游市场一期工程日产 150 万立方米、年产 5 亿立方米的供气合同已全部签满。公司是国内最大的天然气液化厂，LNG 业务具备气源和运输两大优势，主要的利润来源为天然气的液化。同时新桥投资也退出了 LNG 公司，我们预计公司的 LNG 规模将扩张，从而促进公司长期稳定发展。

公司充分利用新疆哈密当地的丰富资源，建设 120 万吨甲醇/80 万吨二甲醚项目，具有巨大的成本优势，同时该项目副产 5.5 亿方天然气，将成为公司 LNG 业务气源的有力补充。

我们预计公司 07、08、09 年每股收益分别为 0.46、0.54、0.86 元（09 年业绩为定向增发摊薄后）。考虑到公司在 LNG 行业内的地位，未来 LNG 二期项目的实施，以及公司依托新疆丰富的资源，在新能源产业上的战略布局，我们认为公司的合理目标价位为 18 元，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

### 8.11 金发科技——改性塑料龙头

金发科技是目前国内改性塑料行业中技术水平最突出（首批自主创新企业）、品种最全（60 多个品种 2000 多种牌号的产品）、规模最大（生产改性塑料 17 万吨）的企业。由于持续进

行研发投入、良好的市场开拓能力、高效的管理团队和经营机制，公司形成了自己独特的核心竞争力，获得了竞争优势。

同时公司以开始实行股权激励计划，该激励计划对业绩的约束是：每一年度净利润较上一年增长率达到 20%，且前一年度公司扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于 18%。相关激励计划的实施将进一步提高公司经营层的积极性，创造出更好的业绩，并给股东带来更大的回报。

我们预计金发科技 07、08 年的 EPS 分别为 0.72 和 1.05 元，考虑到公司在产品原有应用领域的巩固，并不断在新领域进行开拓，未来公司的业绩将保持较快速度的增长，我们维持公司“强烈推荐”的投资评级。

## 8.12 德美化工——与客户共同成长

06 年公司通过调整产品结构、客户结构，实施 100 大客户战略，加强与客户的合作开发，积极满足客户的需求并进行现场技术服务，不断提高公司产品差异化和个性化的竞争能力；公司就通过渠道创新为客户创造价值。我们预计公司主要产品纺织助剂毛利率将保持稳中有升。

合资公司德美瓦克集德美强大的营销网络、完善的技术服务以及瓦克先进的生产技术、卓越的品牌优势于一身，优势明显。我们预计合资公司未来几年业绩将保持约 25%~30% 的增长。同时公司将与主业无关的油墨企业转让，并收购绍兴德美（每年将新增利润 800 万左右），这些举措都充分说明了公司围绕纺织印染助剂做强做大的决心。

我们预计公司 07、08 年的 EPS 分别为 0.52 和 0.66 元（不考虑收购宜宾天原和辽宁奥克带来的投资收益），考虑到公司通过渠道创新带来新价值，我们给予公司“强烈推荐”的投资评级。

## 8.13 ST中鼎——非轮胎橡胶制品龙头

中鼎密封件通过资产重组上市，公司是国内液压气动密封件、汽车非轮胎橡胶制品（制动、减震除外）行业的龙头企业。2003~2005 年，公司连续 3 年排名中国橡胶制品（非轮胎）企业销售收入排行榜首位。橡胶密封件主要应用于汽车、机械设备行业等领域。随着国家对汽车、机械设备行业的重视，下游行业的高速发展，带来橡胶密封件快速发展的机遇。同时，在全球汽车、机械基地向中国转移的背景下，国内橡胶密封件企业具有较大的成本竞争优势，善于把握机会的企业不断脱颖而出，而 ST 中鼎就是其中的佼佼者。

图表25 SWOT 分析

优势	劣势
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ <b>规模优势。</b> 公司是国内最大的非轮胎橡胶制品龙头企业，产品种类齐全。</li> <li>➢ <b>技术优势。</b> 公司为国家级企业研发中心和国家级火炬计划重点高新技术企业、并拥有博士后工作站。同时集团公司通过跨国并购引进技术，从而不断给整个中鼎体系注入新技术。</li> <li>➢ <b>先入优势。</b> 公司已通过美国通用、福特、克莱斯勒、日本三菱、美国德尔福等国际知名的汽车及零部件企业的认证，有利于与下游合作规模的不断扩大。</li> <li>➢ <b>人力成本优势。</b> 地处安徽，劳动力资源相对丰富，具备一定的劳动力成本优势。</li> <li>➢ <b>区位优势。</b> 公司地处安徽宁国，离上海，南京，广州，北京等中国汽车基地的距离都不远，而且交通便捷。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 公司仍然属于国内龙头公司，要进入全球橡胶制品（非轮胎）行业 50 强，规模和实力有待进一步提高。</li> <li>➢ 公司高档产品结构相对较少，市场需要继续开发，使储备品能够充分应用。</li> <li>➢ 自动化程度有待提高。</li> </ul>
机遇	挑战
<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 国家扶持的汽车零部件出口基地企业。</li> <li>➢ 汽车零配件本地化趋势和下游汽车行业更新换代加速给公司带来增长的机会。</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➢ 随着中国零部件进口关税的降低，大批进口汽车零部件特别是一些关键零部件相继涌入国内市场，给包括本公司在内的国内众多企业造成了一定的冲击。</li> <li>➢ 一些跨国汽车零部件公司瞄准中国市场，挟资本、技术、管理等巨大优势，纷纷来中国投资办厂，抢占国内市场份额。</li> </ul>

额。

- 跨国汽车公司以及国内各主要汽车厂家纷纷推出新车型，公司如果不能适应产品的推陈出新，进入高层次的配套领域或新车型的供货平台，将失去企业进一步发展、壮大的机会。

资料来源：平安证券综合研究所

我们预计公司 07、08 年的 EPS 分别为 0.29 元和 0.31 元。考虑到公司是非轮胎橡胶制品龙头企业，定位于“汽车零部件超市”，研发先行，具有一定的成本竞争优势，我们给予“强烈推荐”的投资评级。

**图表26 重点跟踪的上市公司业绩预测和评级**

公司代码	公司名称	股价 07.06.30	07EPS(E)	08EPS(E)	07PE	08PE	本次评级
600299	星新材料	45.51	1.10	1.56	41	29	强烈推荐
600509	天富热电	17.54	0.42	0.86	42	20	强烈推荐
600596	新安股份	43.19	1.32	1.58	33	27	强烈推荐
600309	烟台万华	38.19	0.84	1.11	47	34	强烈推荐
002088	鲁阳股份	33.34	0.85	1.22	39	27	强烈推荐
600844	ST 丹科	15.16	0.26	0.57	58	27	强烈推荐
600423	柳化股份	17.75	0.86	1.11	21	16	强烈推荐
002018	华星化工	15.88	0.60	1.02	26	16	强烈推荐
002140	东华科技	49.52	1.05	1.27	47	39	强烈推荐
600256	广汇股份	9.42	0.46	0.54	20	17	强烈推荐
600143	金发科技	38.54	0.72	1.05	54	37	强烈推荐
002054	德美化工	17.83	0.52	0.66	34	27	强烈推荐
000887	ST 中鼎	9.33	0.29	0.31	32	30	强烈推荐

资料来源：平安证券综合研究所

## 九、风险提示

- **新材料、新技术项目进程是否顺利的风险：**由于新材料行业的技术壁垒比较高，产品从中试到商业化生产装置的放大具有比较大的风险，而且即使化工产品新装置投产也不可避免的存在较大的风险，需要一定的磨合时间。化工新材料、新技术项目进展不顺利将影响相关公司的盈利状况和估值，投资者应予重点关注。
- **知识产权能否得到有效保护：**特别对“配方型”核心技术的新材料企业而言，由于国内知识产权保护的实施力度有限，相关公司难以完全杜绝部分关键技术外流的可能性。若干年里，国内市场可能会出现一些模仿者，增加的产能将从供应方面影响相关产品的价格。
- **煤化工产品价格波动风险：**由于化工产品的价格波动较大，如果煤化工的主要产品：甲醇、二甲醚等的价格波动将影响相关煤化工项目的收益。
- **新模式下技术销售人员流失的风险：**由于模式创新主要是通过技术销售人员来实现的，这些人员的流失将影响公司的销售，从而影响公司为客户创造价值。

平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价上涨幅度在 20%以上）
- 推荐（预计 6 个月内，股价上涨幅度介于 10%至 20%之间）
- 中性（预计 6 个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计 6 个月内，股价下跌幅度超过 10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2007 版权所有。保留一切权利。

## **平安证券有限责任公司**

### **综合研究所**

地址：深圳八卦三路平安大厦三楼

邮编：518029

电话：4008866338 传真：(0755) 82449257