

湘财证券研究所

石油和化工研究小组

王 强

Tel: 021-68634518-8221

Email: wq2835@xcsc.com

张啸伟

Tel: 021-68634518-8221

Email: zxw2838@xcsc.com

高 为

Tel: 021-68634518-8608

Email: gw2603@xcsc.com

相关研究报告：

《发改委首次明确成品油定价机制将“微调”，中石化将最受益》（2010.01.29）

《调研深度报告-东华能源（002221.SZ）：LPG 问鼎区域龙头，化工仓储迎来新元年》（2010.01.29）
《2010 年度策略报告_石化行业_油价 80 美元，中石化 or 中石油？》（2010.01.08）

《2010 年原油价格报告-国际油价温和上涨 N 形，均价 80 美元，高点上 90》（2010.01.08）

《国 III 汽油提升炼油毛利 0.3 美元桶，中石化最受益》（2009.12.25）

《成品油定价机制“满周岁”始“化妆”？》（2009.12.24）

《中国石化（600028.SH）大消费中的估值洼地，行权到期临近、资产注入预期催化大涨》（2009.12.15）

《天然气价格改革专题三：上下游联动，下游城市燃气业在夹缝中的期待》（2009.12.03）

《天然气价格改革专题一：进口气价倒逼 VS 社会承受能力，“综合性价格”改革方案将胜出？》（2009.11.17）

□ 受益独山子大石化，7 万吨己二酸产能大释放，成为公司业绩主要增量

独山子大石化 2010 年全面投产为公司提供更多的优质原料，公司 7 万吨己二酸自 09 年 10 月中旬正式投产以来，开工率在 90%以上；2010 年除检修 1 个月外，将满负荷运转，我们预计己二酸产量可达 6.3 万吨以上。

□ 受益反倾销带来的进口替代，近期部分工厂将检修加剧供应紧张

下游聚氨酯对己二酸的需求年均增长 15%，能基本消化近两年的新增产能，使国内产能基本匹配需求；另一方面，2009 年 11 月商务部对占进口量 80%以上的美国、欧盟和韩国 3 地的己二酸实行反倾销税，有利于行业的进口替代；近期华东市场己二酸价格已达 19,000 元，占国内产能约 1/5 的山东洪业将于 3 月份检修、其他部分工厂也将安排检修，这将加剧未来市场供应的持续紧张，或将继续拉升己二酸价格；总体来看，我们预计 2010-2011 年己二酸价格将高位运行。

□ 公司已二酸的原料优势大于运输劣势，副产品业绩贡献被忽略

己二酸的主要原料纯苯在疆内价格比华东市场低 1000 元左右，到华东地区的运费比竞争对手高 300 元/吨；因此总体来看，己二酸的原料优势明显，在浙江等市场报价比竞争对手低 500 元/吨左右，具有明显的价格优势。

公司 7 万吨己二酸产能将产生 1.2 万吨左右的副产品二元酸酯，由于二元酸酯技术指标不达标，无法实现市场正常价，因此其业绩贡献被市场所忽略。公司技术中心将调整工艺流程、提升产品合格率作为今年的重点任务，预计明后年二元酸酯将能实现市场正常价、己二酸的制造成本也将下降 1000 元/吨左右；即便如此，副产品二元酸酯相当于是“零成本额外收入”，贡献 EPS 0.15 元不容小觑。

□ 甲乙酮原料优势仍在，价格回升带来业绩弹性

甲乙酮的主要原料是液化气中的 C4，公司与独山子石化有长期合作关系，其液化气成本比华东、华南低 1000 元/吨左右，与运费贵 600 元/吨的劣势相比，原料优势仍在，目前综合成本 5000 元/吨左右。公司甲乙酮业务 09 年 3 季度扭亏以来，甲乙酮价格已经逼近 9000 元/吨，不排除下半年随着下游需求高涨而向 11000 元/吨的历史高位迈进；公司 2010 年甲乙酮产量将接近 3 万吨，甲乙酮业务具有较大的业绩弹性，同时 2 万吨副产品 MTBE 也将贡献不小的业绩。

□ 塑料、沥青、期货业务基本稳定，天然气业务贡献利润有限、酒店扭亏在明年

公司塑料业务收入和盈利基本稳定；沥青业务受原料渣油减少和独山子石化改炼轻油影响，工艺需有所调整；期货公司目前没有进一步增资的计划；天然气输送量 2010 年预计达到 2 亿方，可实现盈亏基本平衡；酒店扭亏在明年。

投资建议：我们预计公司 2009-2011 年 EPS 分别为 0.08 元、0.72 元和 0.93 元，对应目前 11 元的股价（2 月 24 日），市盈率分别为 137 倍、15 倍和 12 倍，首次给予“买入”评级，目标价 15 元。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。