

景气下滑，突出防御

研究结论

- 我们对历史上原油价格五次明显的上涨进行了回顾分析，结果表明，在决定原油价格的众多因素中，战争导致的石油供应中断和新经济体崛起带来的需求激增是历次石油价格暴涨的主要因素；美元指数与油价走势之间并无必然的负相关性，通常只在世界经济走势发生较大波动，而其对油价的作用与需求或战争的作用同向时，美元指数会对油价的走势起到推波助澜的作用；无论是石油的长期供给指标还是短期供给指标，其与原油价格走势间的相关性均较弱，显示供给指标并非油价的决定性因素；金融市场上的投资基金大多属于策略交易者或价格跟随者，投资交易可以加大油价短期内的波动，但不会对中长期趋势产生实质性影响
- 展望 09 年，无论是从政治博弈、需求还是汇率的角度分析，均对油价走势构成较大的压力，我们判断 09 年油价运行区间 30—60 美元/桶，均价在 45 美元/桶左右，2010 年油价均价可能会回升至 50—55 美元/桶。随着做空动量的逐渐释放、美国实体经济运行趋势的明朗和夏季用油高峰的到来，09 年上半年原油价格反弹的概率较大
- 分别对油气勘探开采、炼油与销售、石化、天然气与管道等不同业务板块进行估值，当油价运行在 45—55 美元/桶区间时，中国石化的价值中枢为 6.8 元/股，中国石油为 9.7 元/股，相较不同原油价格假设下两公司的盈利水平，我们判断未来 1—2 年中国石化和中国石油的市盈率运行中枢分别为 13—16 倍和 14—20 倍
- 08 年上半年原油价格的高企和成品油价格的管制使得国内炼油行业巨额亏损，当油价从历史高点快速回落时，炼油毛利迅速好转，中国石化业绩转好的弹性大于中国石油，因此建议投资者看跌油价时，进攻性地配置中国石化，看平或看涨油价时防御性地配置中国石油。但 09 年的情况可能不太相同，在炼油毛利相对稳定和正常的情况下，油价维持低位对中国石化、中国石油的业绩和估值构成较大压力，09 年的配置策略建议以突出防御性为主，油价反弹时防御性地配置中国石油，油价持平或走弱时防御性地配置中国石化。
- 基础化工不同子行业的国内外比较表明，无论是从自身盈利的波动性、还是与 GDP 的相关性来看，农药行业的防御性均是最突出的。另外，国内上市公司不同产品盈利能力跟踪显示，尿素、磷铵、PVC，和 MDI 等产品的盈利能力已与前期低点接近，需求弹性较小的传统产品有望率先走出低谷，相对看好化肥中的尿素。建议重点关注营运资金充足，拥有一定技术壁垒，产品种类丰富的农药公司，如扬农化工，诺普信，长期关注新安股份；相对关注规模较大，产品种类丰富的尿素公司如柳化股份



东方证券
ORIENT SECURITIES

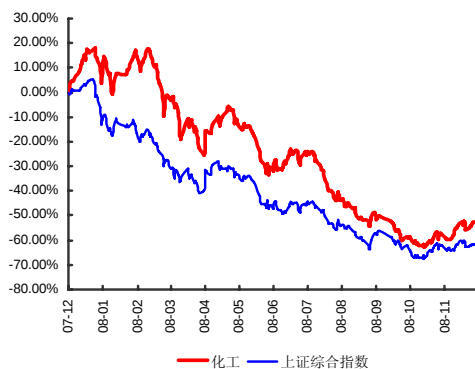
报告日期 2008 年 12 月 23 日

王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888×6072
wangjing@orientsec.com.cn

庄琰 化工行业分析师
8621-63325888×6069
zhuangyan@orientsec.com.cn

杨云 化工行业分析师
8621-63325888×6071
yangyun@orientsec.com.cn

行业表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	9.82%	-2.66%	-57.48%
相对表现 (%)	9.79%	-2.74%	6.78%

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

目 录

一、国际原油价格：	5
历史回顾	5
历史给我们的启示	6
政治博弈在石油定价中的作用	6
消费增长在石油定价中的作用	8
美元汇率在石油定价中的作用	10
石油供给在石油定价中的作用	10
期货市场以及投资基金在石油定价中的作用	11
未来展望	12
政治博弈	12
原油需求	13
美元汇率	14
油价判断	15
二、两大石油公司估值及投资策略	16
两大石油公司估值	16
油气开采	16
炼油与销售	16
石化	18
天然气与管道业务	19
两大公司估值	19
投资策略	20
三、基础化工投资策略	22
行业比较	22
国际经验：农药行业具有较好的防御性	22
国内经验：农药行业仍显稳健	23
行业盈利能力回顾：距离“最差”还有多远？	23
投资策略：首选农化	26
需求稳定	26
供给并不明显过剩	28
提高粮食收购价格、加大直补力度利好农资企业	29
行业整合蕴藏投资机会	31

投资策略	32
分析师承诺	34
投资评级说明	34

图表目录

图 1 国际原油价格历史走势	5
图 2 世界原油证实储量分布(2007 年底)	7
图 3 世界煤炭储量分布(2007 年底)	7
图 4 世界原油和煤炭储采比 (2007 年底)	8
图 5 美国实际 GDP 指数波动图	8
图 6 世界原油消费增长情况 (单位: 千桶/天)	10
图 7 分阶段消费增长情况	9
图 8 不同国家石油需求净增加 (千桶/天)	10
图 9 不同国家在全球净增加中的比重 (%)	9
图 10 原油价格与美元指数走势	10
图 11 世界原油储采比 (年)	12
图 12 美国商业库存 (千桶) 与原油价格的关系	11
图 13 美国期交所非商业持仓比例及净多头寸 (右轴) 与油价走势	12
图 14 全球原油需求增速和 GDP 增速	14
图 15 美元指数	15
图 16 美元指数与原油价格 (美元/桶)	15
图 17 美国 321 炼油指数情况 (单位: 美元/桶)	17
图 18 美国 321 炼油毛利指数	17
图 19: 中国石化历年炼油与销售板块 EBIT、补贴	18
图 20 EPS 与原油价格 (单位: 亿元, 元/股, 美元/桶)	18
图 21 乙烯与石脑油价格走势及价差情况 (单位: 美元/吨)	18
图 22 乙烯石脑油年均价差	18
图 23. 美国农药化工行业盈利能力波动率小, 与 GDP 相关性低	22
图 24. 美国各化工子行业历史盈利能力	22
图 25 化学品制造业利润与房地产投资增速相关度高	23
图 26 农药行业与房地产投资增速相关性较小	23
图 27 农药行业盈利能力较强, 稳定性较高	23
图 28 农用菊酯毛利率仍维持在历史平均水平	24
图 29 华鲁恒升尿素吨毛利已接近低点	24
图 30 六国化工盈利能力已处于历史低点	25

图 31 PVC 企业在下半年处于亏损边缘	25
图 32 烟台万华毛利率水平接近历史低点	26
图 33 山东海化毛利率水平.....	26
图 34 农药需求与农作物种植面积相关性较高	27
图 35 尿素需求与农作物种植面积的相关性大于其它化肥	27
图 36 我国农产品产量稳步增长.....	27
图 37 农产品种植面积保持稳定.....	27
图 38 中国农药原药产量持续增长	28
图 39 我国二溴菊酸和 DV 菊酸甲酯 （吨）近年进出口情况	28
图 40 国际国内尿素价格.....	29
图 41 国际国内二铵价格	29
图 42 国际农药市场销售实际增速与粮食价格正相关	30
图 43 国内粮食收购价格与农化产品需求增速正相关	30
表 1 不同油价假设下三大公司探明已开发油气储量估值（美元/桶，元/股）	16
表 2 中国石化、中国石油不同业务板块估值	19
表 3 不同油价假设下中国石化、中国石油业绩预测	20
表 4 国外同类石化公司估值比较	20
表 5 亚洲地区氮元素平衡表	29
表 6 我国对种粮农民直补资金	31
表 7 2007 年以来国家公布的农药行业重要政策规章	31
表 8 世界主要农药公司并购路线图	32

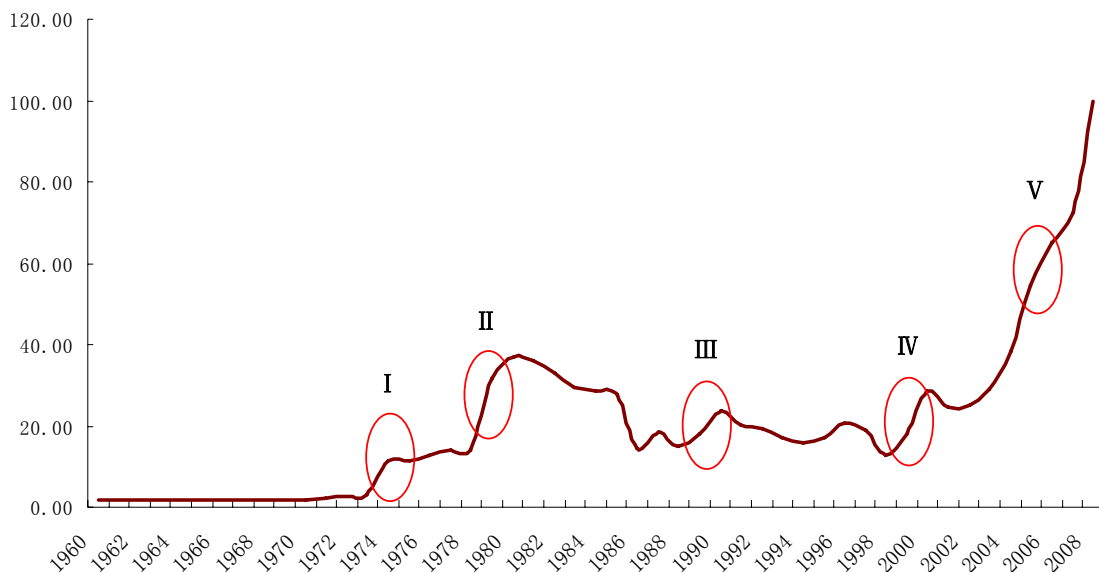
一、国际原油价格：

2008 年的原油价格走势可谓波澜壮阔，虽然上世纪 70 年代初期和末期的两次石油危机导致油价在短期内上涨了 2-3 倍，但这种在短短不到 4 个月的时间即跌去 70% 的走势的确“前无古人”。

历史回顾

回顾石油的历史，原油价格共经历了五次明显的上涨：

图 1 国际原油价格历史走势



来源：BP 能源统计

第I次（1973-1974 年），1950~1973 年期间，原油价格被七大公司人为压得很低，平均每桶约 1.80 美元，仅为煤炭价格的一半左右。经过 OPEC 的斗争，到 1973 年 1 月才上升到 2.95 美元/桶。产油国对资本主义旧的石油体系，特别是价格过低很不满意。60 年代末-70 年代初适逢日本经济迅速崛起，重化工业进程如火如荼进行之时，西方世界对石油的需求急剧增长，但是却不肯对主要生产石油的发展中国家的提价要求作出让步，双方的矛盾日益尖锐，大有剑拔弩张之势。1973 年 10 月，第四次中东战争爆发，阿拉伯国家纷纷要求支持以色列的西方国家改变对以色列的庇护态度，决定利用石油武器教训西方大国，引发了第一次石油危机。10 月 16 日，石油输出国组织决定提高石油价格，第二天，中东阿拉伯产油国决定减少石油生产，并对西方发达资本主义国家实行石油禁运。因为当时，包括主要资本主义国家特别是西欧和日本用的石油大部分来自中东，美国用的石油也有很大一部分来自中东。石油提价和禁运立即使西方国家经济出现一片混乱。提价以前，石油价格每桶只有 3.01 美元，两个月后，到 1973 年底，石油价格达到每桶 11.651 美元，提价 3~4 倍。石油提价大大加大了西方大国国际收支赤字，最终造成了 1973~1975 年的战后资本主义世界最大的一次经济危机。

第II次（1978-1980），1978 年底，伊朗爆发伊朗革命，之后伊朗和伊拉克开战，石油日产量锐减，引发第二次石油危机。危机中石油产量从每天 580 万桶骤降到 100 万桶以下，全球市场上每天都有 560 万桶的缺口。油价在 1979 年开始暴涨，从每桶 13 美元猛增至 1980 年的 35 美元，上涨近 3 倍。第二次石油危机造成 70 年代末西方经济的全面衰退。

第三次（1988-1990），80年代末，随着两伊战争的结束和美、苏世界两极体系的瓦解，伊、科争端又突出起来。伊拉克希望在新的国际形势下，迅速实现国家的发展，解决长期困扰它的出海口问题，免除两伊战争中欠下的巨额债务，成为海湾的地区性强国。1990年7月中旬，由于石油政策、领土纠纷、债务等问题，伊拉克与科威特和阿拉伯联合酋长国之间的争端突然公开化。1990年7月，伊拉克在向科威特提出一系列要求遭到拒绝后，悍然于9月入侵科威特。伊拉克入侵科威特事件引起了全世界极大震惊。联合国先后多次通过反对伊拉克入侵科威特并对伊实施制裁的决议。时任美国总统的老布什表示，如果世界上最大石油储备落入萨达姆的控制中，那么美国人的就业机会、生活方式都将蒙受灾难。1991年1月美国向伊拉克开战。海湾战争期间，原油价格从低点15美元左右，最高涨至40美元，涨幅2.7倍。但高油价持续的时间不长，与前两次石油危机相比，对世界经济的影响要小得多。

第四次（1999-2000），20世纪90年代以来，美国经济出现了二战以后罕见的持续性的高速度增长，以信息网络为代表的新经济成为经济快速增长的引擎。由于克林顿政府采取了强有力的增税减支政策，美国联邦财政赤字由1992年的2892亿美元逐步减少到1996年的1168亿美元，1998年度就已实现了728亿美元的财政盈余，不仅如此，西欧经济也呈现出类似的迹象，新经济在亚洲的崭露头角也使该地区逐渐走出金融危机的阴影，经济的复苏、欧佩克的减产和主要石油消费国产量的降低使得国际原油价格由1999年左右的18美元/桶上涨至2000年的28.5美元/桶，涨幅近60%。我们注意到，这是5次石油上涨过程中涨幅最小、持续时间最短的一次。

第五次（2003-2008.7），网络经济泡沫的破灭和911恐怖袭击事件极大地打击了美国经济，美国经济在本世纪初陷入了衰退，美元指数也进入长达7年的漫漫熊市。但与以往不同的是，以中国、印度为首的亚洲新兴经济体在本世纪初迅速崛起，重工业进程对能源消耗的与日俱增，在能源供给刚性、需求不断增长和美元持续贬值的情况下，2003年以来原油价格出现了波澜壮阔的上涨，由最初的25美元/桶上涨至最高147美元/桶，最高涨幅6倍，是历史上持续时间最长、涨幅最大一次。

历史留给我们的启示

政治博弈在石油定价中的作用

石油作为一种相对煤炭更加高效的能源，上世纪以来在各国经济发展、甚至战争中起到了至关重要的作用。

与煤炭不同，石油资源的分布极不均匀，呈现高度的垄断特性。根据BP能源统计，截至2007年底，世界原油证实储量的61%位于中东地区，呈现极度的不均衡，与煤炭储量亚太、欧洲、北美三足鼎立分布的局面形成鲜明对比。从储采比来看，全球原油储采比仅41.6年，远低于煤炭133年的水平。

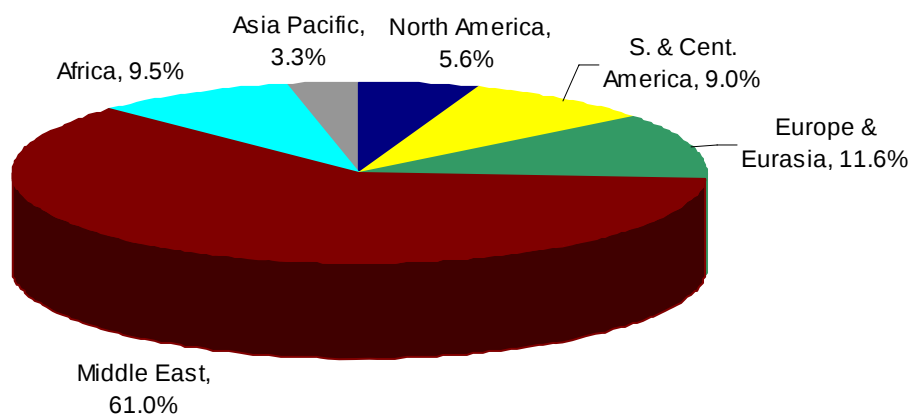
资源的稀缺性和垄断性突出了原油在各国经济发展中的战略地位，也正因如此，盛产石油的中东地区成为各方政治力量角逐和博弈的场所，石油带给中东人民的除了美元财富，还有连年不断的战火。

中东地区的地缘政治成为近代影响石油供给的主要因素，从而主导了国际原油价格。在国际原油价格5次明显的上涨中，前三次均与中东地区的局部战争有关，第五次油价的上涨虽然有着亚太新经济体崛起的背景，但不能忽视的是，其间也伴随911恐怖袭击之后，美国对阿富汗和伊拉克的局部战争，可见政治博弈和战争因素始终是引起油价大幅波动的主导因素之一。

油价上涨对西方主要原油消费国的负面影响是显而易见的，70、80年代初的两次石油危机直接导致了西方主要资本主义国家经济的持续衰退。以美国为例，历史上可统计的明显的经济衰退有4次，1929-1933年的经济衰退是资本主义供需基本矛盾不断激化的结果，1948-1949年的衰退是二战后经济危机的集中体现，70-80年代的经济衰退则直接与两次石油危机造成的过高能源价

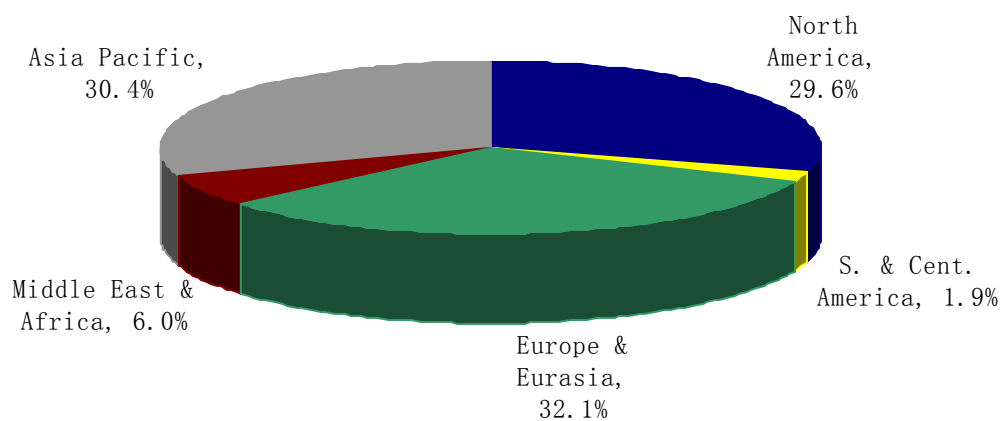
格有关，直到 90 年代美国经济才逐渐走出经济滞胀的怪圈，迎来战后持续高速增长的 10 年，而进入 21 世纪，网络经济泡沫的破灭导致美国经济又一次陷入衰退。

图 2 世界原油证实储量分布(2007 年底)



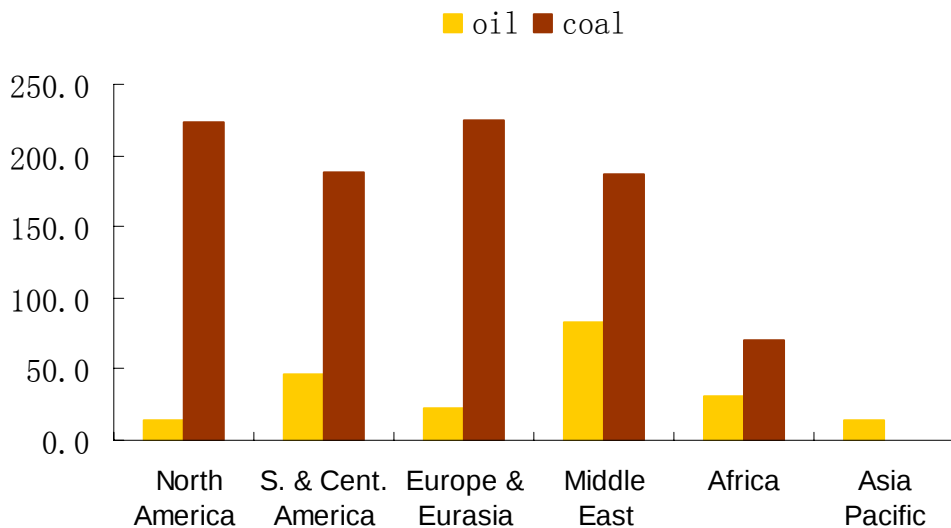
来源：BP 能源统计

图 3 世界煤炭储量分布(2007 年底)



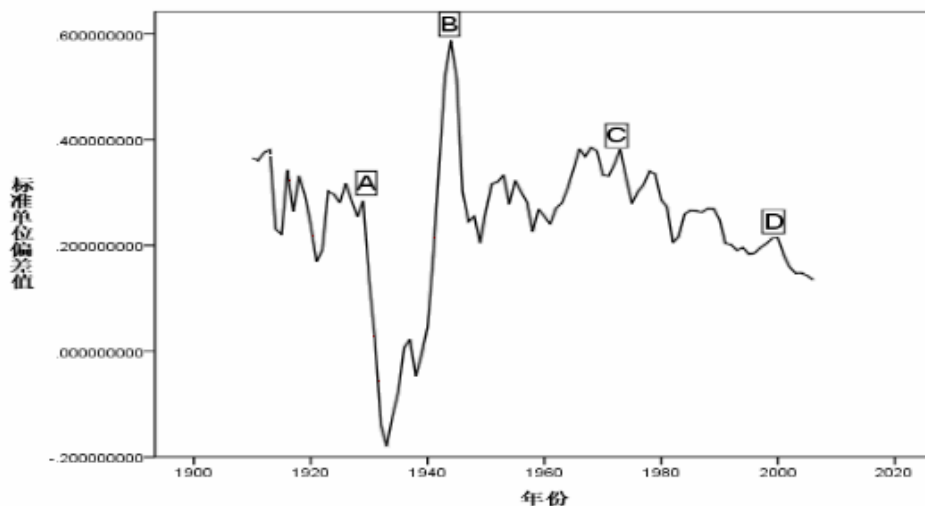
来源：BP 能源统计

图 4 世界原油和煤炭储采比（2007 年底）



来源：BP 能源统计

图 5 美国实际 GDP 指数波动图



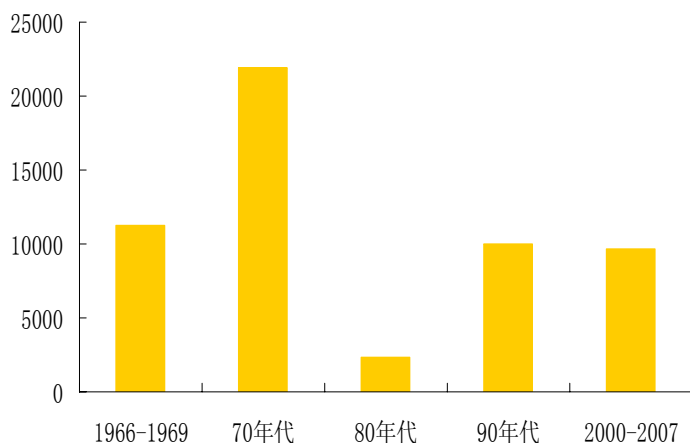
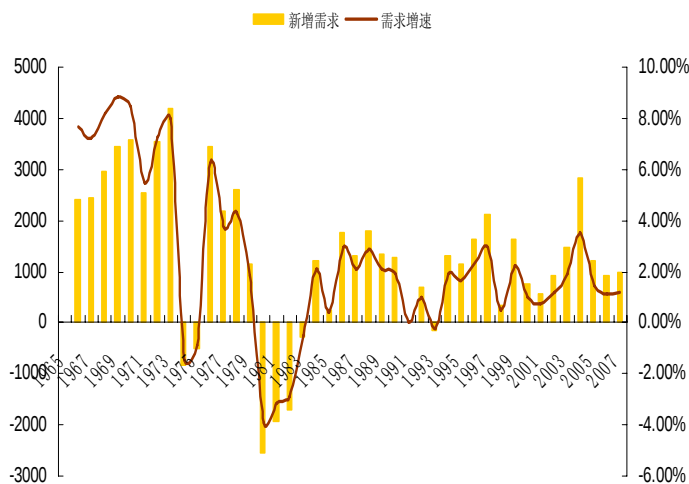
来源：美国经济周期研究

消费增长在石油定价中的作用

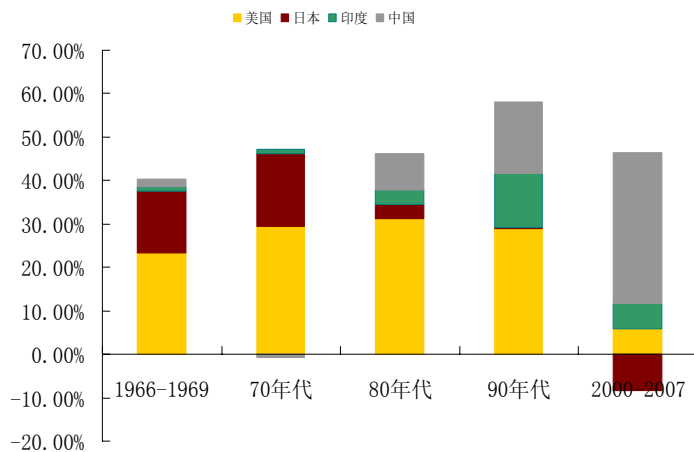
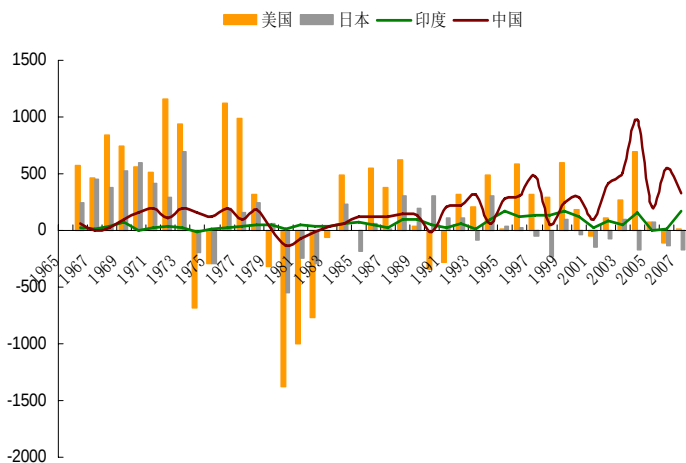
消费增长对原油价格的影响是显而易见的。

随着西方战后经济的发展，尤其是日本经济的崛起和重化工业进程的深化，全球原油需求增量在 60-70 年代出现了突飞猛进的增长，虽然其间经历了两次石油危机，但即便以石油危机后油价回落的低点（1986 年，14 美元/桶）衡量，仍然较 60 年代上涨了近 7 倍。石油危机虽然对原油的重新定价功不可没，但 10 年后的原油均衡价格跃上新台阶却与需求增长不无关系。

2003 年以来的石油消费需求增长远较 60-70 年代为低，几乎与 90 年代的增量相当，但本轮原油价格上涨的幅度和持续的时间创历史之最，可是如以目前快速回落后 45 美元/桶的油价衡量，相当于上涨前 20 美元/桶的 2.25 倍，涨幅较上一轮为小，或许可以理解为价格上涨超过需求基本面支撑因素后的理性回归。

图 6 世界原油消费增长情况（单位：千桶/天）
图 7 分阶段消费增长情况


来源：BP 石油统计

图 8 不同国家石油需求净增加（千桶/天）
图 9 不同国家在全球净增加中的比重（%）


来源：BP 能源统计，东方证券

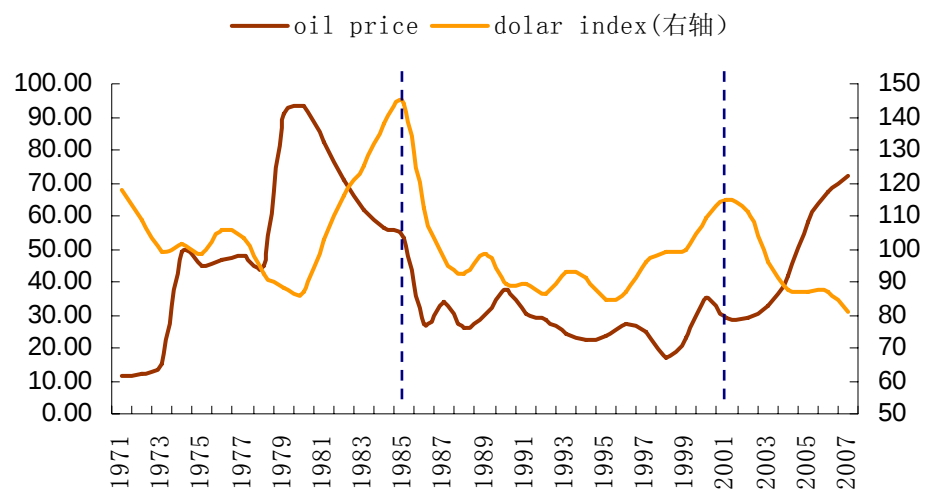
美元汇率在石油定价中的作用

从历史上看，油价走势与美元汇率在两个阶段有比较强的负相关关系，第一个阶段是 1970-1985 年，第二个阶段是 2004-2008 年，而在 1985 至本世纪初的时间内与油价无负相关关系，从持续时间上看，概率各占一半。

但仔细分析不难发现，两个有显著负相关关系时间段内，均伴随着战争爆发和需求激增的因素，如 1970-1985 期间，爆发了第四次中东战争和伊朗革命，而期间也恰逢日本重化工业进程如火如荼进行，世界原油消费跃上新台阶之时，之后虽然在广场协议的作用下，美元迅速贬值，但由于日本、美国等西方国家经济逐渐陷入衰退，油价并未显著走强，反而一直维持在 14-30 美元/桶的低价位区间，直到 2003 年以后，随着以中国、印度为代表的亚洲新兴经济体的崛起，世界原油需求增量有进入新一轮增长高峰的迹象，原油价格开始上升，而此时的弱势美元无疑对油价的上涨起了推波助澜的作用。

我们认为，原油价格虽然受美元影响，但两者之间也并无必然的负相关关系，美元更多是在显著的影响因素如战争、需求激增等出现后，起到推波助澜的作用，而在需求、经济增长较平稳之时，往往与油价间的相关性要小得多，如 1985 至 2001 年，美国经济整体运行平稳，在以网络为代表的新经济的引领下出现了战后罕见的持续增长，虽然期间经历了 88-91 年的经济衰退和互联网泡沫的破灭，但其程度和影响相比 70 年代初和 80 年代初主要西方经济体全面衰退而言要小得多。

图 10 原油价格与美元指数走势



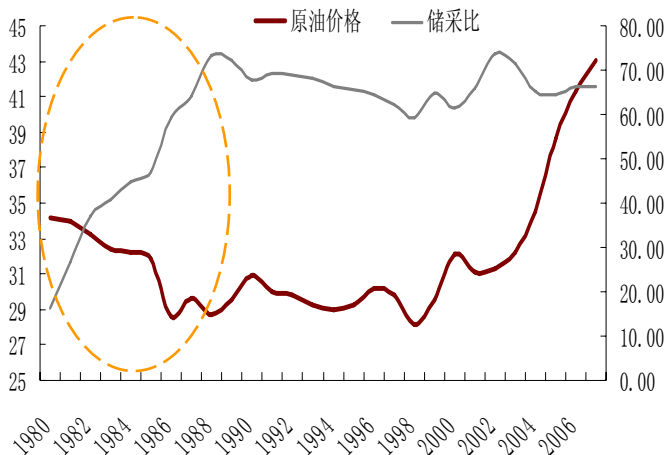
来源：东方证券

石油供给在石油定价中的作用

除去突发因素造成的石油短期供给会对油价产生比较明显的影响以外，如两次石油危机，事实上石油资源量的主要供给指标，如储采比、美国商业库存等对油价的影响是比较弱的，通常只在某些特定的时间段（图中黄色椭圆圈出部分）与油价成反比关系，如在 90 年代后半段美国经济运行平稳之时，商业库存与油价间的反比关系较明显，但这些供给指标很难解释油价的长期趋势，也很难解释油价在局部时间段过大的涨幅或跌幅。从储采比来看，1980 年全球原油储采比仅 29 年，2007 年这一数字上升到 41.6 年，油价却比 80 年代初高出近 1 倍；美国的商业库存在 2003 年创近 20 年的新低，维持在 9.3 亿桶左右，低于 07 年的 10 亿桶，但 03 年的油价却远低于 07 年。可见，

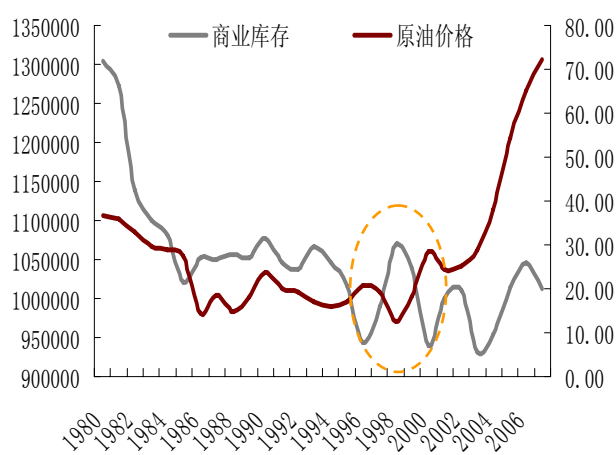
供给在油价的众多决定因素中并非居于主导地位，在判断油价中长期走势时，其作用甚至小于需求因素。

图 11 世界原油储采比（年）



来源：BP 能源统计，IEA，东方证券

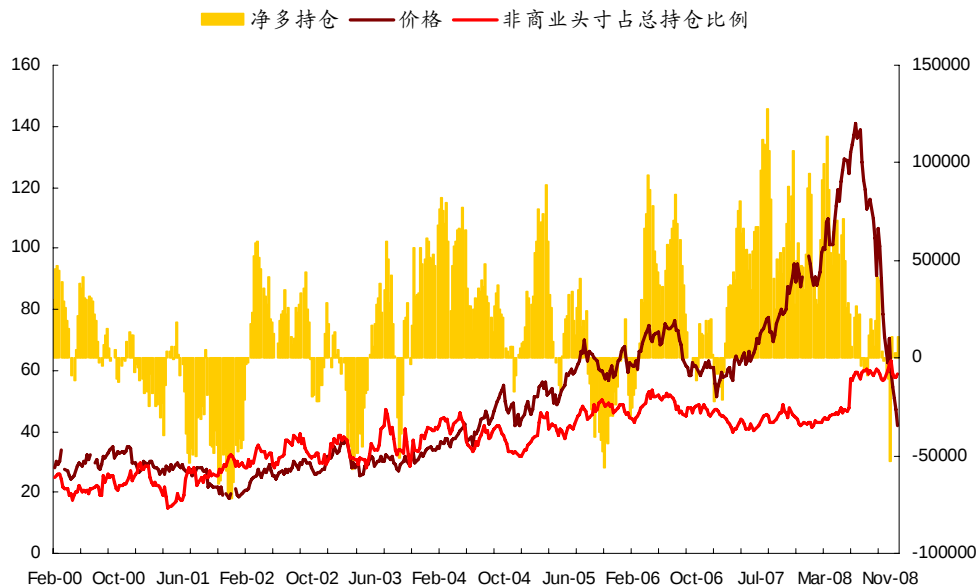
图 12 美国商业库存（千桶）与原油价格的关系



期货市场以及投资基金在石油定价中的作用

价值“发现”是期货市场的基本功能之一。

2003 年以来，随着原油价格的飙升，人们对投资基金疯狂炒作间接推高油价的诟病不绝于耳。诚然，在观察投资基金持仓比例及净多持仓时发现，其与原油期货价格之间具有比较强的正相关性，但我们认为，并不能据此认为投资基金可以主导油价，油价归根结底还是由需求、美元汇率等基本因素决定，投资基金大多属于策略交易者或价格跟随者。当然，金融交易的属性可能使期货价格短期内大幅脱离基本面，但长期来看必然向基本面回归。

图 13 美国期交所非商业持仓比例及净多头寸（右轴）与油价走势


来源：CFTC

未来展望

由上述分析可以看出，在原油价格的众多影响因素中，各国之间的政治博弈和全球原油需求增速是决定中长期走势的决定性因素；美元汇率与油价之间并无绝对的负相关性，但在一些特定的历史阶段，尤其是在美国经济出现较大衰退而美国以外的经济体对原油需求大幅增长之时，弱势美元对油价的飙升起到推波助澜的作用；供给对油价的影响并不显著，往往在特定的时间段内有效，整体与油价的相关性较弱；期货市场的交易者大多是策略交易者或价格跟随着，因此持仓情况短期对油价有影响，但中长期看其影响关系可能倒置。

政治博弈

首先，在目前美国经济自顾不暇、伊拉克战争遭到美国民众广泛质疑之时，很难设想美国再有能力发动局部战争。

美国媒体曾经这样评论小布什，历史上没有哪一任总统象他那样与某一集团（指石油财团）走得这样近，而布什政府对油价听之任之、甚至“火上浇油”的举动引起了美国民众的不满。

奥巴马在竞选美国总统的讲演中多次提及中东外交政策，其措词比前任布什政府要缓和得多，包括其承诺尽快结束伊拉克战争，提出 16 个月的撤军时间表，不在伊拉克境内谋求永久性的军事基地，也不保留战斗部队，在伊朗问题上，愿意无条件地与伊朗谈判解决分歧等等。可以预见，地缘局势紧张在推升油价方面的作用将是有限的。

在推动新能源发展方面，奥巴马也比布什政府激进得多，计划加大对新能源和高科技的投入，未来1500亿美元将用于替代能源的研究，并为相关公司提供税务优惠等等。

其次，从美国目前深陷次贷危及、经济陷入全面衰退的情况来看，适当的低油价对经济的恢复是有帮助的。

最后，从大国博弈的角度分析，回顾历史不难发现，伴随着每次非美国经济体的快速发展之后，均会在美国的主导下发生利益格局的重新划分，例如，日本在60-70年代飞速发展，但以美国为首的美欧国家却在1985年的广场协议中逼迫日元升值，之后美元指数大幅回落，但日本经济却逐渐陷入衰退的泥潭，至今未走出低谷，“广场协议”被许多人视为“日本失去的10年”的罪魁祸首；90年代，随着前苏联的解体 and 世界两极经济的结束，亚洲四小龙在区域牵制方面的战略地位逐渐弱化，在美元升值的背景下，1997年金融危机在亚洲各国全面爆发，并直接导致了后续的俄罗斯金融危机，这场危机使得亚洲一些国家多年积累的财富骤然消失，并且使刚刚有所企稳的俄罗斯经济继续遭受重创，而此时的美国经济却在高科技的引领下“独善其身”；进入本世纪，美国的互联网泡沫破灭，经济陷入温和衰退，以中国、印度为代表的亚洲新兴经济体的崛起和美元的疲软推高了油价，主要产油国赚得“盆满钵满”，俄罗斯经济迅速崛起，1998年俄罗斯GDP增速为-4.5%，2003年上升到7.3%，2007年GDP增速高达8.1%，伴随着俄罗斯经济的崛起，美俄之间的矛盾逐渐公开化，标志性事件是今年8月8日爆发的格鲁吉亚危机，历史似乎又站在相似的十字路口，利益格局会如何重新划分、什么会成为导火索？或许美元走强和压低油价是较为直接的方式，今年7月以来油价快速回落对俄罗斯国经济的打击已经有目共睹。

当然，低油价在打击俄罗斯、巴西等主要资源输出国经济的同时，也对中国、印度等资源净进口国构成利好，这或许成为我们国家抵御全球新一轮经济衰退的有利条件。

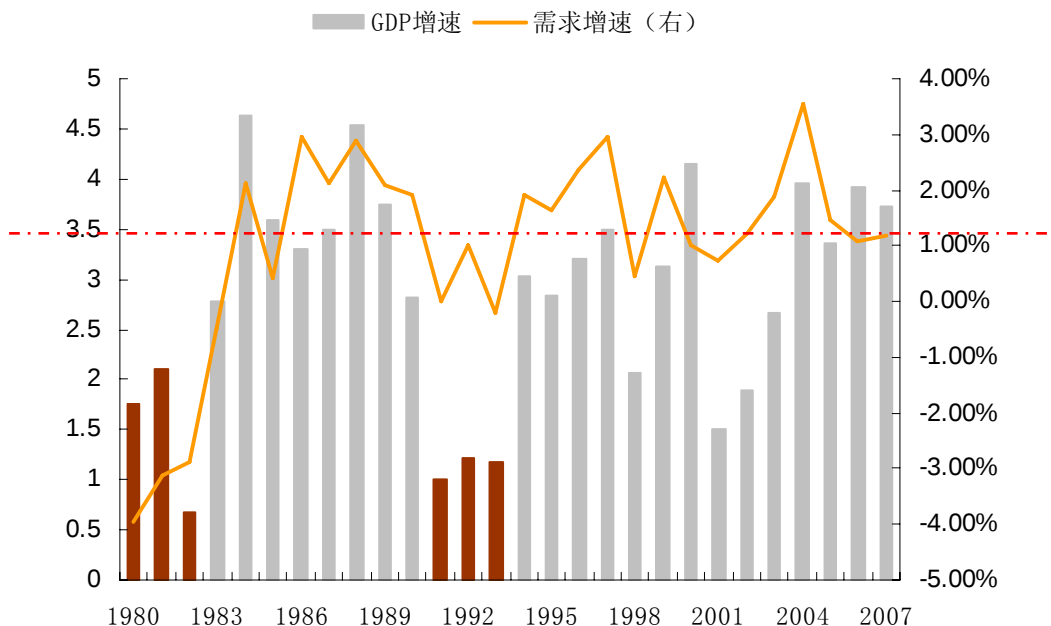
原油需求

在美国次贷危机影响下，美国经济逐步陷入衰退，并逐渐波及到全球，包括美国、欧盟、日本、中国在内的所有主要经济体同时陷入衰退，国际形势不容乐观，国际能源署、欧佩克等组织频繁下调09年全球原油需求预期。

从历史来看，在上世纪80年代初和90年代初，全球GDP增速显著低于2%，世界经济陷入严重的衰退，当时全球原油消费需求陷入负增长，2001年美国网络泡沫导致的经济衰退对传统产业影响较小，但当时的全球原油消费需求增速也仅在1%左右，此次经济危机程度显然较为严重，因此不能排除09年全球原油需求陷入负增长的可能性。

从近几年原油消费对宏观经济的弹性系数来看，一般维持在0.5左右，花旗和摩根斯坦利对09年全球经济增速的预期分别为0.5%、0.9%，IMF的预测值为1.85%，我们预计09年全球原油消费8662万桶/天，增速在0.5%左右，即每天净增加43万桶，而2001年-2007年间原油需求的年均增量在120万桶，2004年增量最高达281.5万桶/天。

全球原油需求减速对油价的压力是不言而喻的

图 14 全球原油需求增速和 GDP 增速


来源：IMF, BP 能源统计

美元汇率

美元汇率不是决定原油价格的主要因素，但在一些关键性因素导致油价趋势出现转折之后，它会对油价的走势推波助澜，放大其涨/跌幅。

一般而言，汇率是在经常项目、资本与金融项目、政治与政策因素影响之下，资本流动的结果，因此一国汇率水平与本国的国际收支、国民收入、财政收支、利率等密切相关。

从历史上看，美元经历了 2 次明显的升值和 3 次明显的贬值，其波动要比美国 GDP 小很多。我们发现，虽然经济复苏并不必然导致美元升值，但两次明显的升值却都与美国经济走强相伴，而美元的两次升值也均导致了非美国区域爆发危机。

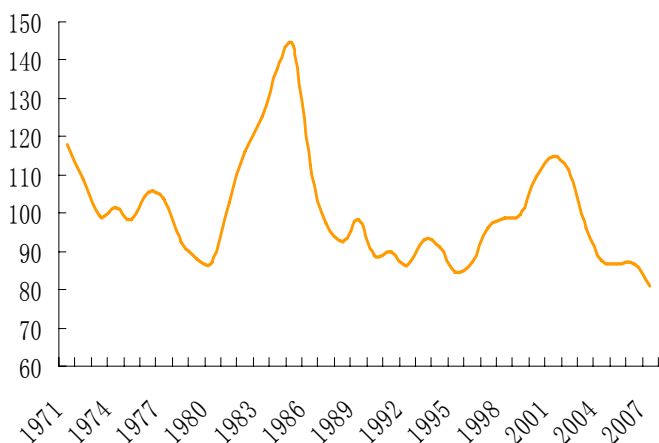
第一阶段是 1980-1985 年，期间美元迅速升值，墨西哥、巴西等国货币大幅贬值，拉美爆发了严重的债务危机，美国在里根政府大幅降低税率的刺激下，经济逐渐复苏，走出了 70 年代末、80 年代初的低谷；第二个阶段是 1995-2000 年，90 年代美国在新经济的带动下，迎来了战后持续增长的黄金 10 年，但我们记忆犹新的是，1997 年开始金融危机席卷亚洲各国。

2001 年以后，随着美国互联网泡沫的破灭和 911 恐怖袭击的发生，国际资本大量撤出美国，美联储持续降息放出美元，美元迅速贬值，2003 年 6 月美元一年期利率降到 1% 这样危险的程度。为了缓解美元的迅速贬值，美联储转而求助升息，到 2006 年底，美元一年期利率升高到 5.25%。但在美元维持低利率期间，国际资本迅速推高原材料价格，对美国经常项目的压力逐渐加大，导致美

元进一步贬值，反过来推高了原材料价格。美联储通过升息来维持美元的努力完全落空，反而引爆了“次贷危机”。次贷危机将全球经济拖入困境，欧盟、日本经济纷纷告急，各国央行纷纷大幅减息、注资以缓解流动性危机，由于欧洲的货币政策和经济指标相对美国之后，利差的存在和避险要求的提升促使美元指数在今年7月迅速反弹，由最初的70左右上涨到最高88.5，反弹幅度26.4%，最近开始回落至78.5附近。

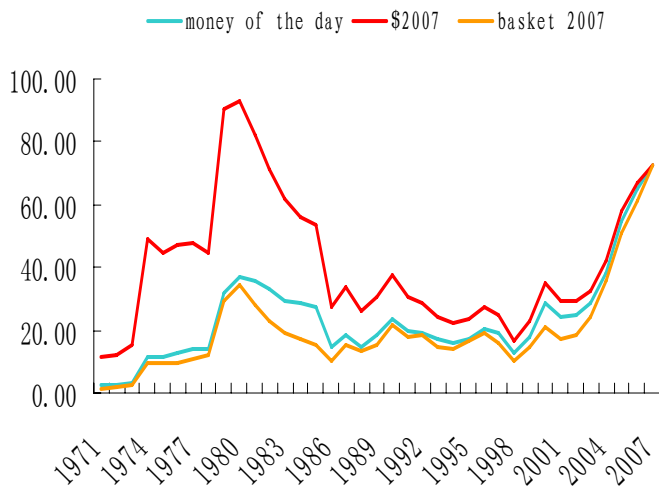
我们认为，虽然以目前美国的经济情况来看，短期消费、房地产难有起色，出口似乎是唯一的救命稻草，弱势美元恰好利于出口，因此对美国经济有利，但是从中长期来看，似乎强势美元更符合美国利益，原因如下：1) 美国是高消费的国家，消费在经济总量中的比重高达70%，靠美元贬值促进出口进而拉动经济显得勉为其难；2) 强势美元可以压低大宗商品价格，在减少贸易赤字方面不见得比弱势美元作用小，另外强势美元可以吸引更多国际资本回流美国，重塑投资者信心，无论从改善国际收支、还是刺激消费方面均是有利的。因此，从中长期看，美元会随着美国经济的复苏逐步震荡走高，当然期间的短暂波动难以避免

图 15 美元指数



来源:东方证券

图 16 美元指数与原油价格（美元/桶）



油价判断

从影响油价的两个主要因素——政治博弈和需求的角度来看，09年的油价走势不乐观；从历史上看，即便美元阶段性贬值，当其对油价的影响作用与主要影响因素的作用相反时，其影响力也不甚明显，如果未来半年到一年伴随着美国经济走出低谷，美元逐步走强，那么油价更会“雪上加霜”，因此，总体我们对09年的油价走势较为悲观。

但并不意味着没有反弹和交易性的机会，我们判断明年上半年油价反弹概率较大，原因有三：1) 08年底-09年初国际油价的跌幅和跌速较大，市场做空动量被逐渐消化；2) 奥巴马年初就职以后，美国一些宏观经济政策取向会逐渐明朗，如果经济下半年逐渐企稳的话，油价会提前有所反映；3) 每年二季度末至三季度是欧美国家夏季用油高峰，届时供需面会为反弹提供支撑。

我们判断09年的油价运行区间30-60美元/桶，均价在45美元/桶左右，2010年油价均价可能会回升至50-55美元/桶。

二、两大石油公司估值及投资策略

两大石油公司估值

油气开采

原油价格的下跌直接压缩了油气开采企业的利润空间，并对油气公司油气资产的估值产生较大影响。

我们按照中国石油、中国石化、中海油年报中披露的探明已开发储量数据，按照实际可开采年限进行贴现，长期贴现率选取 8%，其上游油气储量价值如下表所示。

表 1 不同油价假设下三大公司探明已开发油气储量估值（美元/桶，元/股）

中国石化	30	35	40	45	50	55	60	65	70	75	80
22	1.1	1.8	2.5	3.0	3.5	4.0	4.4	4.9	5.3	5.7	6.1
21	1.2	1.9	2.6	3.1	3.7	4.1	4.6	5.0	5.4	5.8	6.2
20	1.4	2.1	2.7	3.3	3.8	4.3	4.7	5.1	5.5	6.0	6.4
19	1.5	2.2	2.9	3.4	3.9	4.4	4.9	5.3	5.7	6.1	6.5
18	1.6	2.3	3.0	3.6	4.1	4.5	5.0	5.4	5.8	6.2	6.6
中国石油	30	35	40	45	50	55	60	65	70	75	80
22	2.1	3.5	4.8	5.9	6.8	7.8	8.6	9.4	10.2	11.0	11.8
21	2.4	3.7	5.1	6.1	7.1	8.0	8.9	9.7	10.5	11.3	12.1
20	2.7	4.0	5.3	6.4	7.4	8.3	9.2	10.0	10.8	11.6	12.4
19	2.9	4.3	5.6	6.6	7.6	8.6	9.4	10.2	11.0	11.8	12.6
18	3.2	4.5	5.9	6.9	7.9	8.8	9.7	10.5	11.3	12.1	12.9
中海油	30	35	40	45	50	55	60	65	70	75	80
22	0.90	1.47	2.03	2.49	2.91	3.31	3.67	4.01	4.35	4.69	5.03
21	1.02	1.58	2.15	2.60	3.02	3.42	3.79	4.13	4.46	4.80	5.14
20	1.13	1.70	2.26	2.71	3.14	3.53	3.90	4.24	4.58	4.92	5.26
19	1.24	1.81	2.37	2.83	3.25	3.65	4.01	4.35	4.69	5.03	5.37
18	1.36	1.92	2.49	2.94	3.36	3.76	4.13	4.46	4.80	5.14	5.48

注：表中 30、35、40 等为不同油价假设，22、21、20 等为上游油气开采的现金成本假设（不包括特别权益金）

来源：东方证券

可见，不同原油价格下公司油气储量价值差异较大，45-55 美元/桶的油价假设下，中国石油、中国石化上游油气储量资源价值分别为 3.1-4.4 元/股和 6.1-8.6 元/股。

炼油与销售

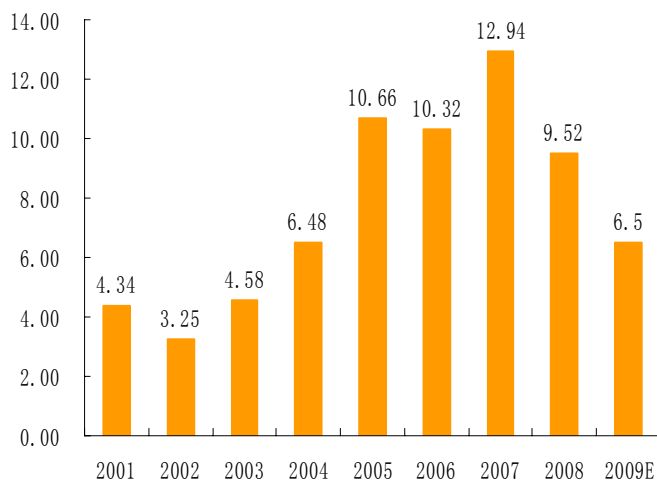
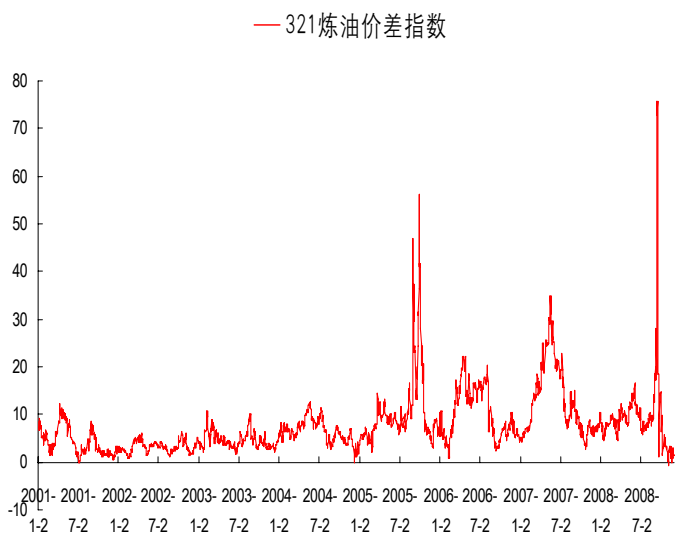
7 月份以来，随着原油价格的回落和美国次贷危机的凸现，国际市场成品油价格迅速回落，全球炼油毛利大幅降低，但预计全年炼油毛利仍然处于历史上较高的水平，09 年在下游消费逐渐降低的预期下，炼油毛利将呈下降趋势。

以 45 美元/桶的原油假设来看，其水平大致相当于 04 年的油价水平，而 04 年美国 321 炼油毛利指数平均在 6.48 美元/桶。我们预测，09 年全球炼油价差也将维持在 6.5 美元/桶左右，扣除完全成本后，预计国内炼油销售环节的利润在 2-2.5 美元/桶，这一水平也是中国石化以往油价运行较为平稳年限中的平均水平。

以 2-2.5 美元/桶的炼油毛利估算，中国石化、中国石油 09 年炼油销售环节的税后利润分别为 125 亿-156 亿和 92 亿-116 亿，折合每股收益 0.14 元/股-0.18 元/股和 0.05 元/股和 0.06 元/股，分别以 15 倍和 13 倍 P/E 估值，中国石化、中国石油炼油销售板块价值分别为 2.1-2.7 元/股和 0.65-0.78 元/股。

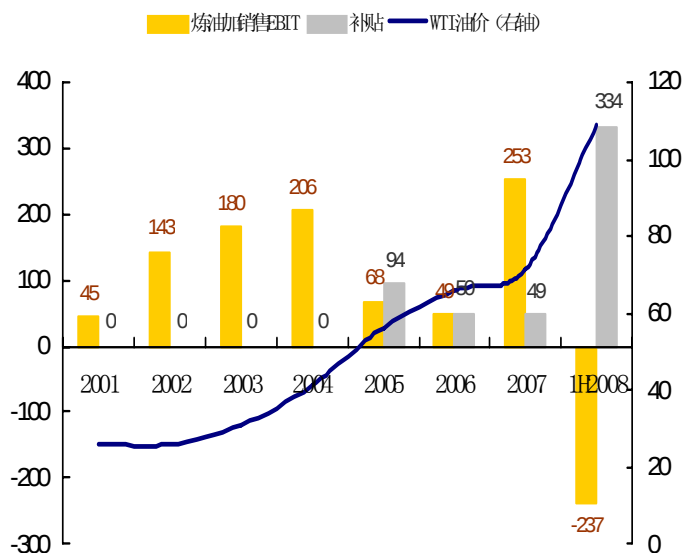
图 17 美国 321 炼油指数情况（单位：美元/桶）

图 18 美国 321 炼油毛利指数



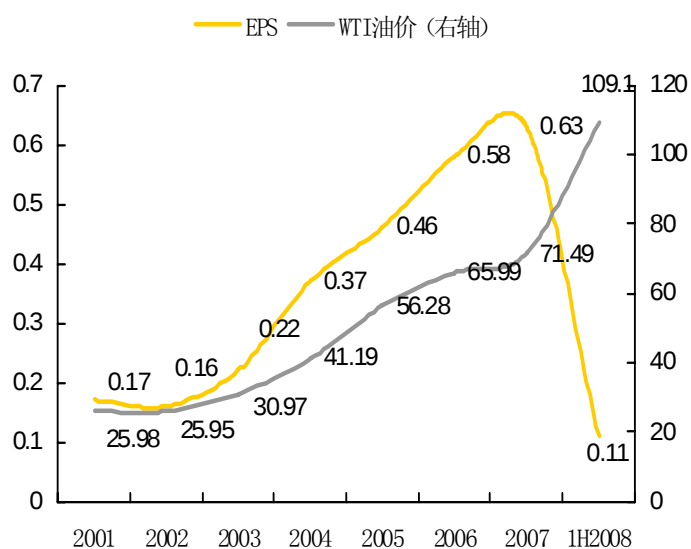
来源：bloomberg

图 19：中国石化历年炼油与销售板块 EBIT、补贴



来源：公司公开资料，东方证券整理

图 20 EPS 与原油价格（单位：亿元，元/股，美元/桶）



石化

在下游需求旺盛和产能投放较少的情况下，石化行业在 04-06 年迎来景气高峰，之后随着原油价格的持续高企，转嫁能力逐渐转弱，行业景气开始下降，08 年随着次贷问题导致的经济衰退逐渐严重，主要化工产品毛利快速下降，预计 09 年石化行业盈利情况将持续恶化，主要石化产品的 EBIT 利润率将下跌到 2-3% 的水平。

中国石化与中国石油的乙烯年加工能力分别为 650 万吨和 250 万吨左右，预计 09 年两大公司石化板块的税前利润分别为 50 亿左右和 15 亿左右，折合每股收益分别为中国石化 0.043 元/股和 0.0065 元/股，以 15 倍 P/E 估值，石化板块的价值为中国石化 0.65 元/股，中国石油 0.10 元/股。

图 21 乙烯与石脑油价格走势及价差情况（单位：美元/吨）

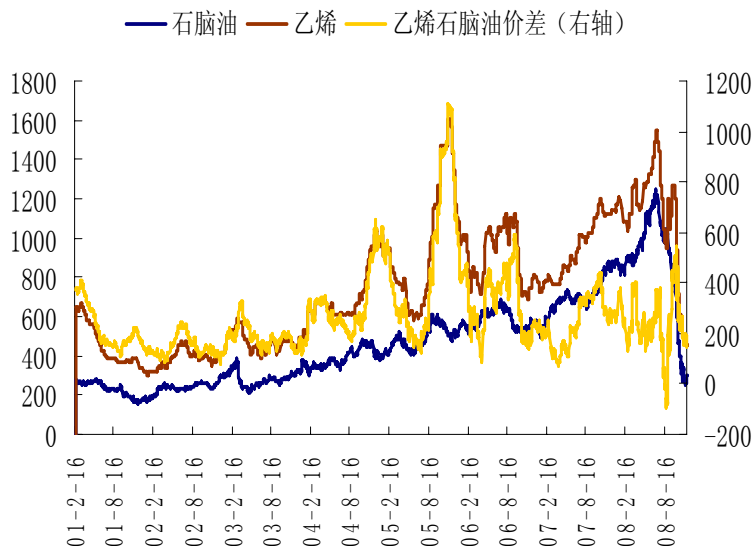
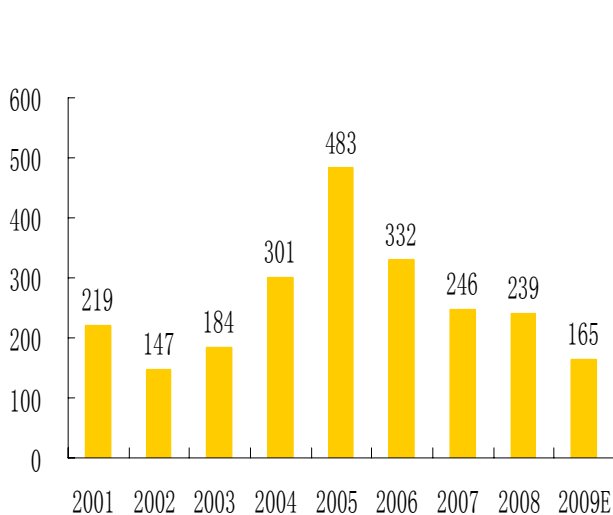


图 22 乙烯石脑油年均价差



来源：bloomberg

天然气与管道业务

与中国石化不同，中国石油还有一块天然气与管道业务。

中国石油在我国天然气市场中占有主导地位，基本形成了覆盖广泛的天然气骨干管网，在我国西北、西南、华北、华中和长江三角洲地区形成了区域天然气供应网络，有利于抓住我国天然气市场迅速增长的市场机遇。截止 2007 年底，拥有天然气管道 22043 公里，占全国的近 80%，此外，公司在原油和成品油管道运输方面也处于市场领导地位。拥有并经营的原油和成品油管道长度分别为 10559 公里和 2669 公里。

目前中国石油拥有 7 条天然气管网干线，分别为川渝环网、西气东输一线、陕京一线、陕京二线、忠武线、涩宁兰线和连接西气东输与陕京二线的冀宁县。随着国内天然气消费量的逐步增加，中国石油的天然气管网资源的价值将得到提升。

中国石油天然气与管道业务收入增长稳定，近几年的年均增幅保持在 48.5% 左右，且板块盈利能力较强，EBIT margin 维持在 28%，预计 09 年该板块将实现税前利润 171 亿左右，合计每股收益 0.075 元/股，以 20 倍 P/E 估值，中国石油天然气与管道业务的每股价值为 1.5 元。

两大公司估值

综上所述，将两大石油公司各个板块的估值加总，其结果如表 2。当油价运行在 45-55 美元/桶区间时，中国石化的价值中枢为 6.8 元，中国石油 9.7 元。

表 2 中国石化、中国石油不同业务板块估值

	中国石化	中国石油
油气勘探与开采业务(元/股)	3.1-4.4	6.1-8.6
炼油与销售业务(元/股)	2.1-2.7	0.65-0.78
石化业务(元/股)	0.65	0.10
天然气与管道业务(元/股)	——	1.5
合计(元/股)	6.8	9.7
市值（亿元）	5895	17687

来源：东方证券

09 年不同油价假设下，两大公司的业绩预测如表 3，以 6.8 元/股和 9.7 元/股的价值中枢衡量，未来 1-2 年中国石化和中国石油的市盈率中枢分别为 13-16 倍和 14-20 倍。

表 3 不同油价假设下中国石化、中国石油业绩预测

	中国石化（元/股）	中国石油（元/股）
40 美元/桶	0.37	0.38
45 美元/桶	0.43	0.49
50 美元/桶	0.49	0.58
55 美元/桶	0.54	0.67
60 美元/桶	0.59	0.75

来源：东方证券

投资策略

与国外同类公司比较，中国石化、中国石油的估值并不具备优势，而原油价格大幅下跌对两大公司估值的负面影响更是不可小视。

08 年上半年原油价格的高企和成品油价格的管制使得国内炼油行业巨额亏损，因此油价从历史高点快速回落时，国内炼油毛利迅速好转，中国石化业绩转好的弹性大于中国石油，因此前一阶段建议投资者看跌油价时，进攻性地配置中国石化，看平或看涨油价时防御性地配置中国石油。

但 09 年的情况可能不太相同。众所周知，炼油毛利不可能无限扩大，在经济预期下滑、消费不断萎缩的情况下，国内成品油价格的下调只是时间和程度的问题，因此在炼油毛利相对稳定和正常的情况下，油价维持低位对中国石化、中国石油 09 年的业绩和估值构成较大压力，09 年的配置策略建议以防御性为主，油价反弹时防御性地配置中国石油，油价持平或走弱时防御性地配置中国石化。

表 4 国外同类石化公司估值比较

股票名称	P/E			P/B	P/S	市值 (百万人民币)
	07	08	09			
北美						
ExxonMobil	9.56	8.68	11.72	3.05	0.69	2608506
Chevron	8.61	6.36	10.03	1.66	0.54	984015
ConocoPhillips	6.72	4.57	7.62	0.82	0.32	517692
OccidentalPetroleum	9.54	6.32	13.37	1.70	1.94	313065
EnCana	14.99	7.19	9.87	1.41	1.32	227254
DevonEnergy	15.31	6.44	12.34	1.17	2.00	201570
SuncorEnergy	16.32	7.95	10.66	1.61	0.96	131392
CanadianNaturalResources	28.67	7.15	7.90	1.47	1.75	136464
ImperialOil	12.81	9.79	15.53	3.80	1.05	192856
Apache	9.20	6.01	11.02	1.34	1.91	170594
Hess	10.41	6.25	11.62	1.78	0.99	143269
Average	12.92	6.97	11.06	1.80	1.22	511516
西欧						

RoyalDutchShell	5.47	5.52	7.15	1.33	0.38	1115449
BP	6.70	5.06	7.40	1.74	0.55	964217
TOTAL	6.58	6.24	7.45	1.33	0.62	891912
Enerdis	5.93	5.69	7.05	1.80	0.52	632162
StatoilHydro	9.33	6.32	7.80	3.22	2.35	349845
BGGroup	16.41	10.14	12.01	1.07	0.30	313859
RepsolYPF	6.88	5.97	6.72	3.42	0.89	173999
ConstellationEnergyPartners	29.80	29.87	30.04	0.62	0.21	172359
OMV	5.26	2.67	3.71	2.45	0.41	50629
GalpEnergiaSGPS	13.54	12.78	12.96	0.00	0.00	56002
Average	10.59	9.02	10.23	1.70	0.62	472043
亚太地区						
ChinaPetroleum&Chemical	17.59	9.99	7.18	4.25	3.80	633618
CNOOC	8.48	6.07	7.96	3.43	1.73	284044
WoodsidePetroleum	23.04	9.95	12.83	3.06	2.94	105499
OriginEnergy	38.05	21.98	17.54	0.45	0.07	64733
StatoilHydro	22.77	16.31	23.27	2.30	1.24	38893
NipponOil	5.96	NA	10.85	1.95	1.31	44613
RelianceIndustries	14.91	13.34	9.34	1.22	0.27	307635
Oil&NaturalGasCorp	11.35	6.47	6.77	2.70	2.51	219968
PTT	6.12	5.60	6.27	1.16	0.16	98495
PTTEExploration&Production	12.40	7.88	9.62	0.00	0.00	68156
IndianOilCorp	5.86	9.37	8.44	1.74	1.08	73107
Average	15.14	10.70	10.92	2.02	1.37	176251
加勒比及拉美地区						
PetroleoBrasileiro	13.68	6.95	8.02	—	—	662179
PetrobrasEnergia	9.59	4.42	4.00	0.60	0.71	13745
TeeKay	11.30	3.98	5.75	1.00	0.53	7753
Average	11.52	5.11	5.92	0.53	0.41	227892
东欧						
Gazprom	10.47	2.80	3.00	0.94	0.32	603490
RosneftOil	17.48	3.26	4.87	0.64	0.72	260806
LUKOIL	4.18	2.26	3.48	—	—	191287
TNK-BPHolding	3.62	1.50	2.77	—	—	69869
Gazpromneft	5.96	1.85	3.22	—	—	66441
Surgutneftegaz	5.45	5.29	8.01	—	—	129433
Average	7.86	2.83	4.22	0.26	0.17	220221

来源：bloomberg，东方证券整理

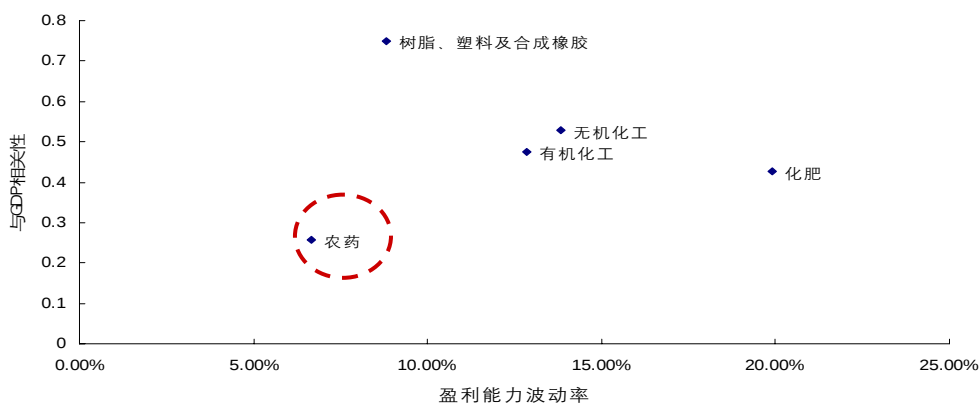
三、基础化工投资策略

行业比较

国际经验：农药行业具有较好的防御性

通过对美国各化工子行业近 15 年盈利能力变化的分析我们发现，农药化工的盈利能力的波动率最小，约为 7%，而且其盈利能力与 GDP 的相关系数最低，仅为 0.23。因此其经济周期波动的情况下，农药化工抵御风险的能力是最强的。

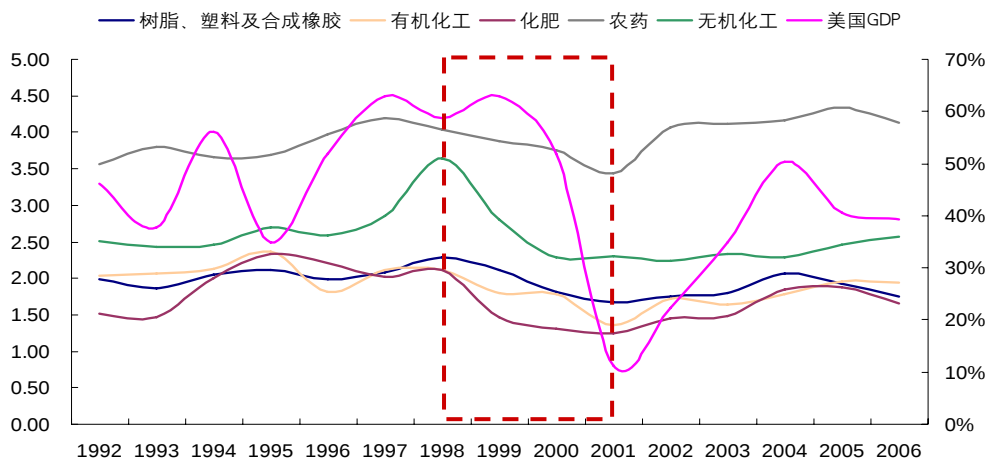
图 23. 美国农药化工行业盈利能力波动率小，与 GDP 相关性低



资料来源：US Census Bureau, 东方证券研究所综合分析

农药化工行业的盈利能力最强：农药化工行业创造出的增加值与总产值之比约在 50%-60%，远高于其他化工行业水平。

图 24. 美国各化工子行业历史盈利能力



资料来源：US Census Bureau, wind, 东方证券研究所综合分析

在上次美国经济下滑时，美国 GDP 在 1999 年从顶峰开始下滑，各化工子行业盈利能力则基本上从 1998 年就开始下滑，到 2001 年的低点时，有机化工子行业盈利能力下跌 35%，无机化工子行

业下跌 37%，树脂、塑料和合成橡胶行业盈利能力下跌 26%，化肥下跌 41%，而农药行业的盈利能力则仅仅下跌 15%，其抵御经济波动的能力凸现。

国内经验：农药行业仍显稳健

2000 年以来，我国经济发展与房地产投资密切相关，化工行业整体的利润增速水平也与房地产投资增速密切相关。而农药行业与房地产投资的相关性则较低，受房地产投资的影响相对较小。

图 25 化学品制造业利润与房地产投资增速相关度高

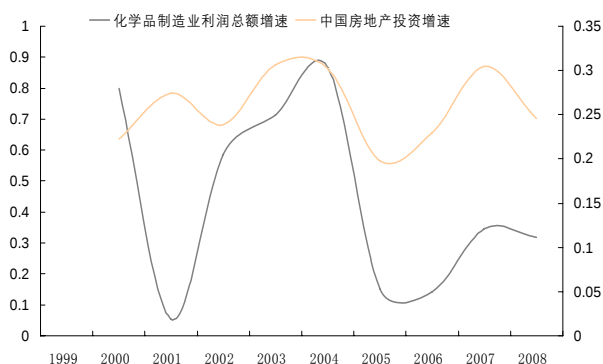
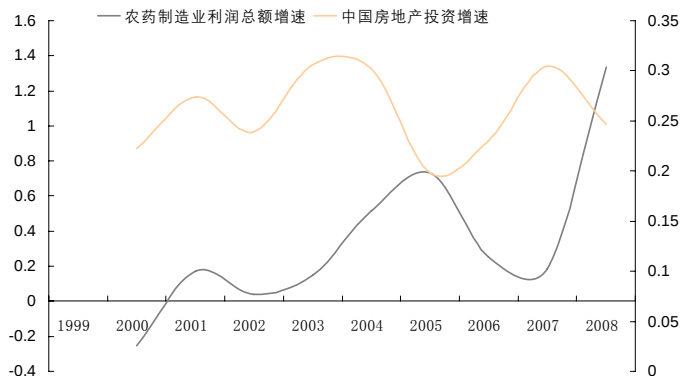


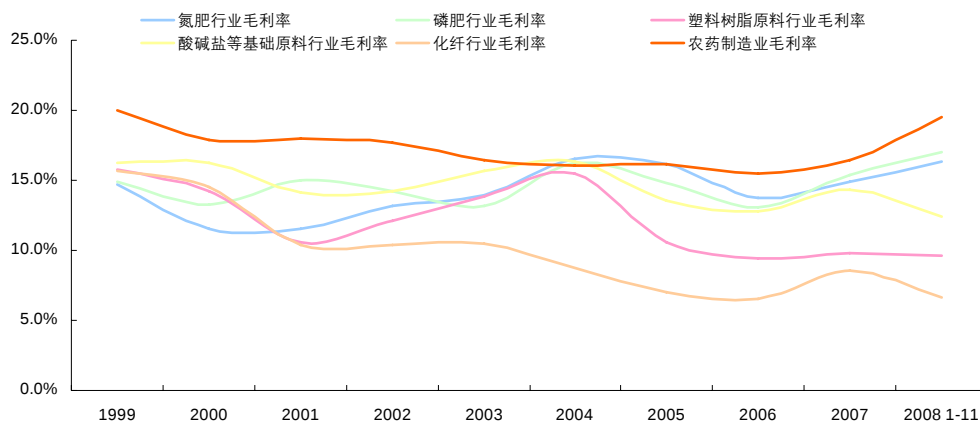
图 26 农药行业与房地产投资增速相关性较小



资料来源：国家统计局，Wind，东方证券研究所

从盈利表现来看，1999 年以来我国化工行业的整体盈利能力均呈现逐年下滑的趋势，化纤、塑料制品和酸碱盐等行业表现的尤为明显，但农药制造业的整体毛利率水平较为稳定，而且受益于农药行业调整和部分农药产品的需求旺盛，我国农药行业的盈利能力在近年还呈上升趋势。

图 27 农药行业盈利能力较强，稳定性较高

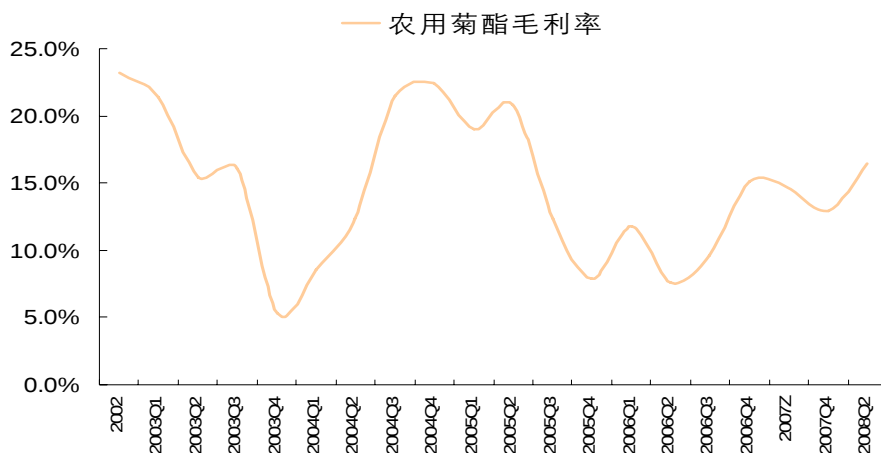


资料来源：国家统计局，东方证券研究所综合分析

行业盈利能力回顾：距离“最差”还有多远？

我们重点跟踪了几家有代表性上市公司的盈利能力，分产品看，除了农用菊酯等少数几个盈利稳定的品种外，大多数化工产品的毛利水平下降到了上市以来的最低，如尿素、磷铵、PVC，和 MDI 等，未来随着经济的企稳，价格有望率先反弹。

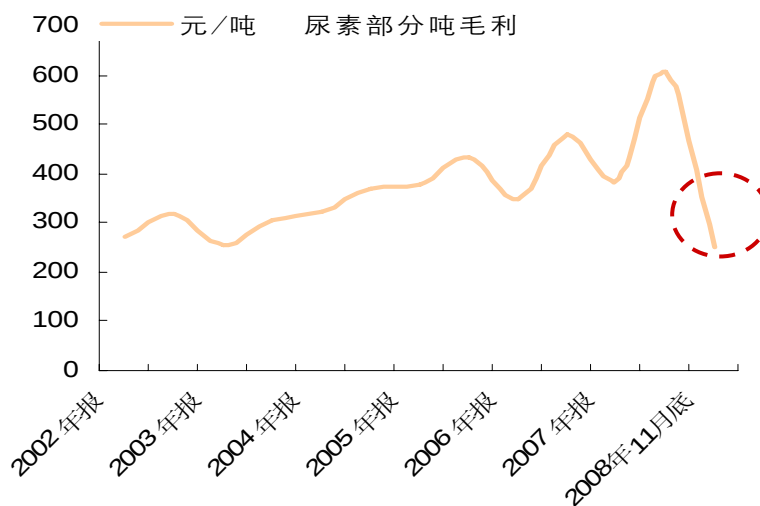
图 28 农用菊酯毛利率仍维持在历史平均水平



资料来源：东方证券研究所

尿素出口关税上调，国内市场价格下跌，煤炭等原材料价格下滑缓慢，导致尿素行业三季度盈利能力受到较大打击。

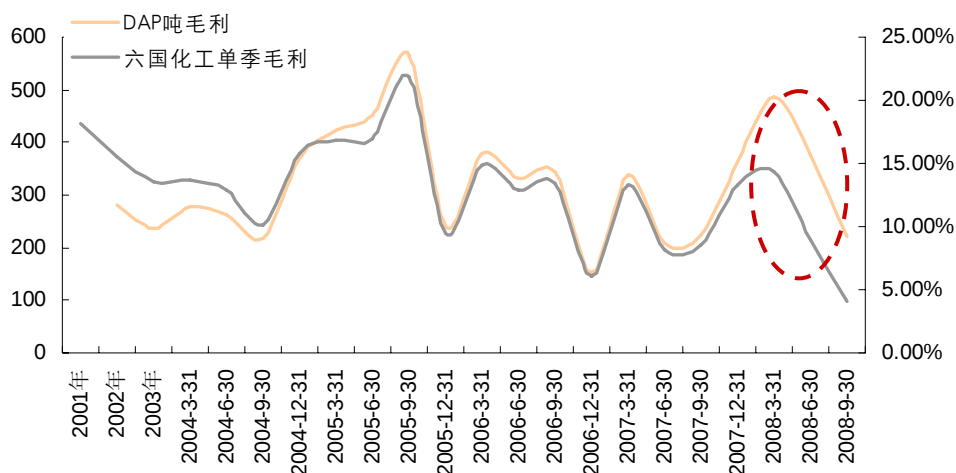
图 29 华鲁恒升尿素吨毛利已接近低点



资料来源：东方证券研究所

受高价硫磺库存高企，DAP 价格大幅下跌影响，磷肥行业三季度以来盈利水平出现大幅下滑，盈利能力处于历史低位。但目前国内国际磷肥价格仍然较高，未来价格有进一步下跌的风险。

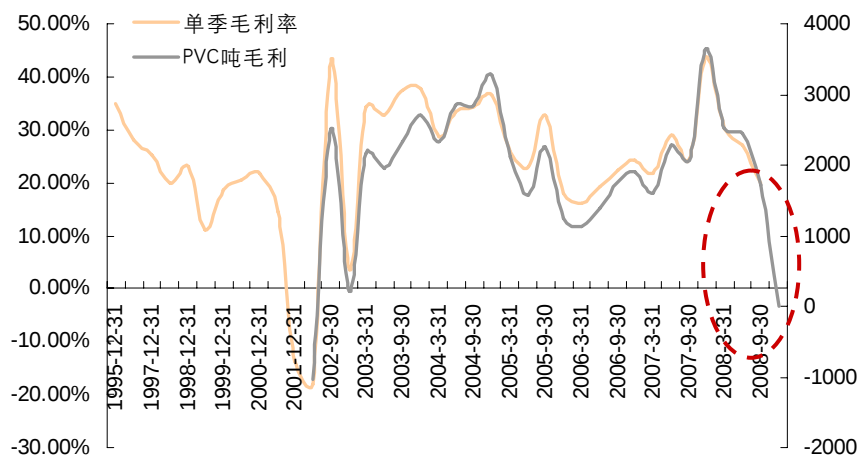
图 30 六国化工盈利能力已处于历史低点



资料来源：东方证券研究所

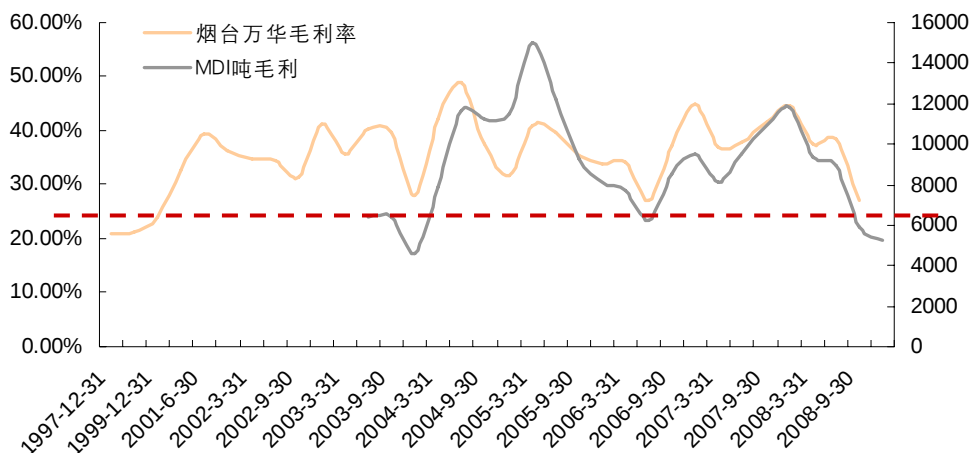
今年年中电石价格大幅上升，国内电石法 PVC 企业成本压力加大，此后受原油价格拖累，国外乙烯价格大幅下降，乙烯法 PVC 大幅降价，对国内市场造成极大冲击，三、四季度国内大部分电石法 PVC 处于亏损边缘，行业开工率较低。2008 年 PVC 行业整体盈利能力较差。

图 31 PVC 企业在下半年处于亏损边缘



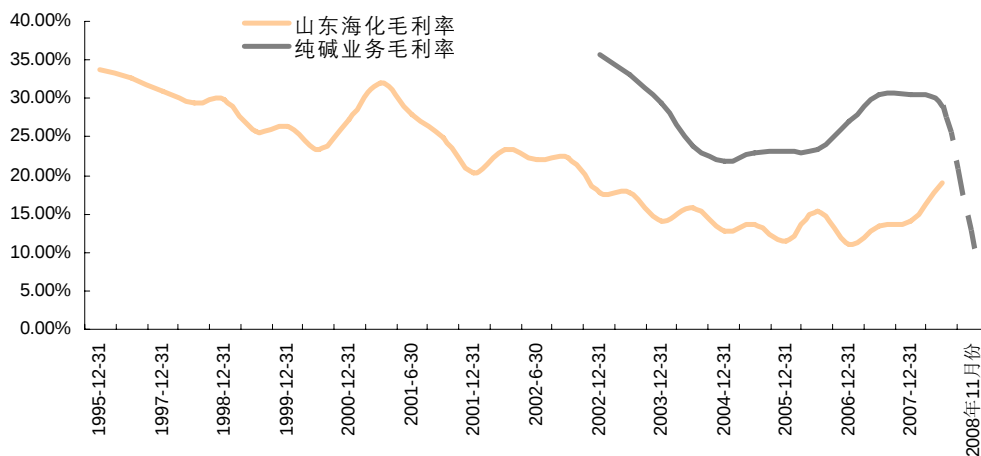
资料来源：东方证券研究所

受房地产市场，鞋业，纺织等行业低迷，行业产能扩张较大的影响，我国的 MDI，聚合 MDI 企业盈利能力在今年也出现了大幅的下滑，烟台万华毛利率水平已经接近历史最低水平。

图 32 烟台万华毛利率水平接近历史低点


资料来源：东方证券研究所

同样受制于下游的需求低迷，国内纯碱价格在下半年出现大幅下跌，预计山东海化的纯碱上市公司的纯碱业务毛利率水平也将大幅下滑。纯碱行业的复苏同样有待于房地产行业与汽车行业的转暖。

图 33 山东海化毛利率水平


资料来源：东方证券研究所

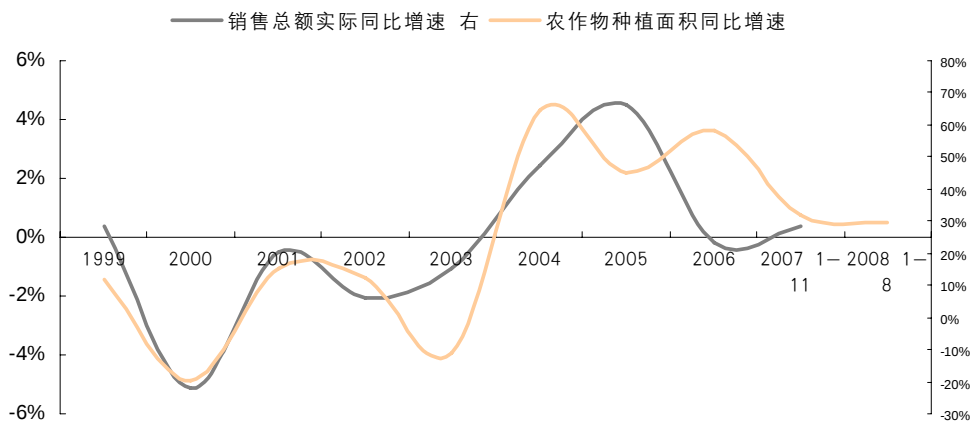
投资策略：首选农化

在 09 年化工行业的配置上，我们首推农化行业。

需求稳定

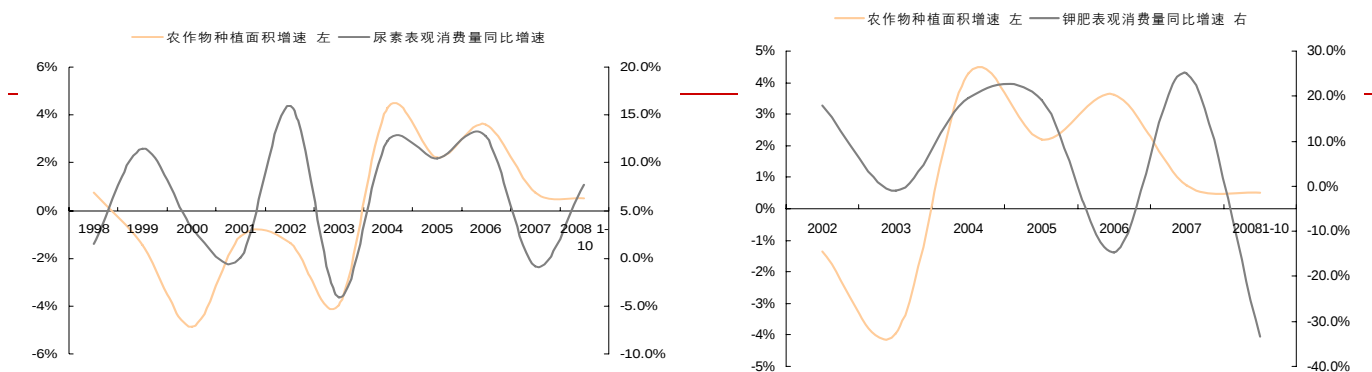
相对于其他化工产品而言，农化产品需求与 GDP 相关性较小，而与我国的农作物种植面积和产量的相关性较大。明年在国家支农政策的扶持下，预计主要农作物的种植面积和产量均将较今年有所提高，因此国内的农药和尿素的需求都将保持稳定或略有增长，其中低毒农药需求增速应仍能保持较快速的增长；尿素的需求增速有可能维持近 10 年来年均 6-8% 的增长速度。

图 34 农药需求与农作物种植面积相关性较高



资料来源: USDA, 国家统计局, 东方证券研究所 注: 农作物选取大豆、玉米、小麦、大米

图 35 尿素需求与农作物种植面积的相关性大于其它化肥



资料来源: USDA, Wind, 海关, 东方证券研究所 注: 农作物选取大豆、玉米、小麦、大米

图 36 我国农产品产量稳步增长

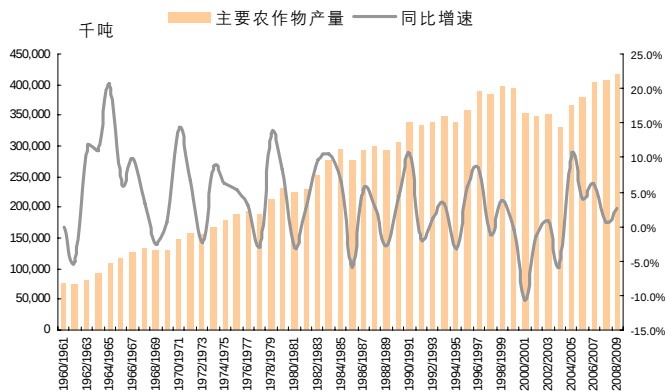
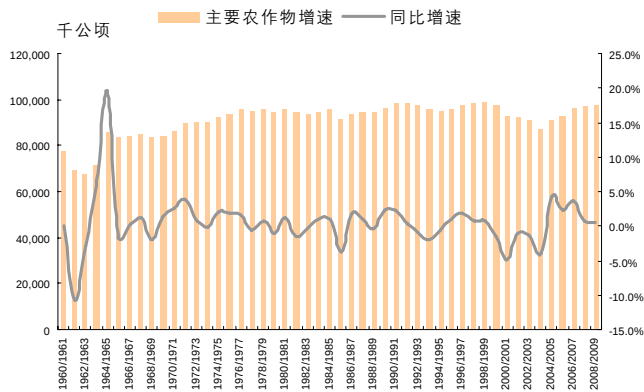


图 37 农产品种植面积保持稳定



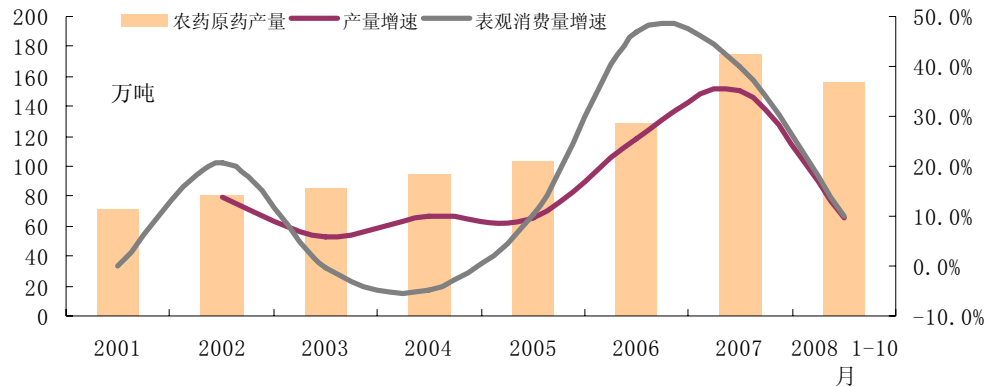
资料来源: USDA, 东方证券研究所

供给并不明显过剩

农药属于精细化工类产品，种类繁多，具有一定的技术壁垒，因此其供给过剩的压力相对较小。我国农药原药质量自十五计划以来已经有了较大的提高，成本较低，因此在国际市场上一般能够占据一席之地。

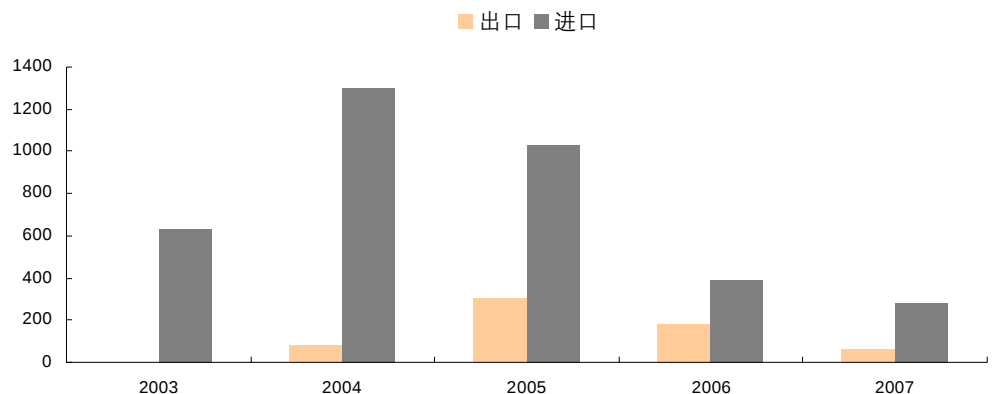
而且目前部分原药中间体目前仍然依赖进口，如用于生产功夫菊酯的三氟氯菊酸等，而用于生产敌杀死等溴氰菊酯的原药二溴菊酸常年来依赖进口，扬农化工在扩产 100 吨二溴菊酸及溴氰菊酯项目后不仅可以供应国内市场，还大量出口。我们认为随着低毒农药的市场开发力度的不断加大，这些拥有重要农药中间体研发和生产能力的企业将通过其技术力量和成本优势在国内国际市场竞争中做出良好表现。

图 38 中国农药原药产量持续增长



数据来源：WIND

图 39 我国二溴菊酸和 DV 菊酸甲酯（吨）近年进出口情况



资料来源：中国海关，东方证券研究所 注：海关税号 29162010

国内尿素企业新增产能较多，据我们的不完全统计，2008-2010 年我国计划建设的尿素项目约合计 640 万吨（折纯）左右，大多数将于 2009 年之前建成，平均每年新增产能 200-300 万吨左右。考虑到我国尿素需求量可能以 6-8% 左右的速度增长，年增需求量 160 万吨左右，仍有 40-140 万吨需要出口消化。但我们认为，一方面在行业不好的情况下小型氮肥企业的开工率可能会下降，

新建产能也可能推迟，实际产量的增加可能没有我们预想的多，另一方面，中国所处的东南亚及南亚地区的氮元素缺口很大，中国有着很大的出口市场，这部分产量可以通过出口消化，中国尿素对国际市场价格的影响较大，在国家适度控制化肥出口的政策下，尿素的出口环境相对较好。

我们认为，相对于其他的化工企业，农药和尿素市场的供求关系相对较好，行业盈利水平有望维持在历史的平均水平。

表 5 亚洲地区氮元素平衡表

千吨	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012
World	3,286	5,843	7,673	11,550	11,059
N.America	(7,506)	(8,203)	(8,384)	(8,501)	(8,725)
E.Asia	(2,761)	(1,365)	(389)	245	1,809
S.Asia	(4,841)	(4,777)	(4,907)	(4,295)	(4,695)
W.Asia	5,471	6,348	7,268	9,128	10,260

资料来源：FAO，东方证券研究所

图 40 国际国内尿素价格

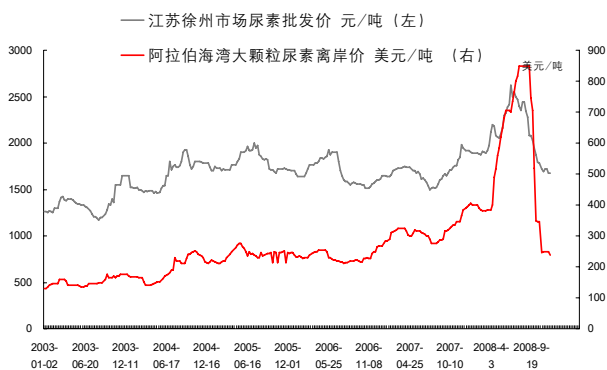
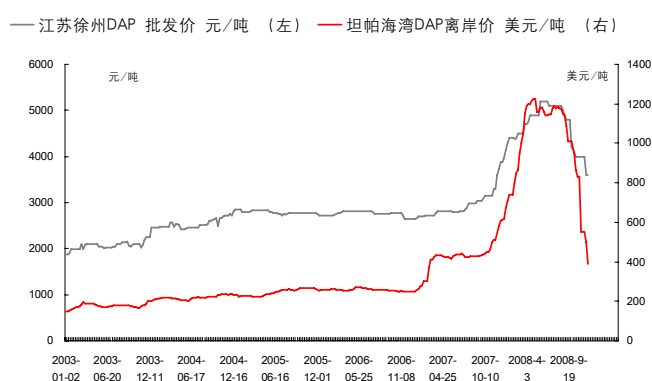


图 41 国际国内二铵价格

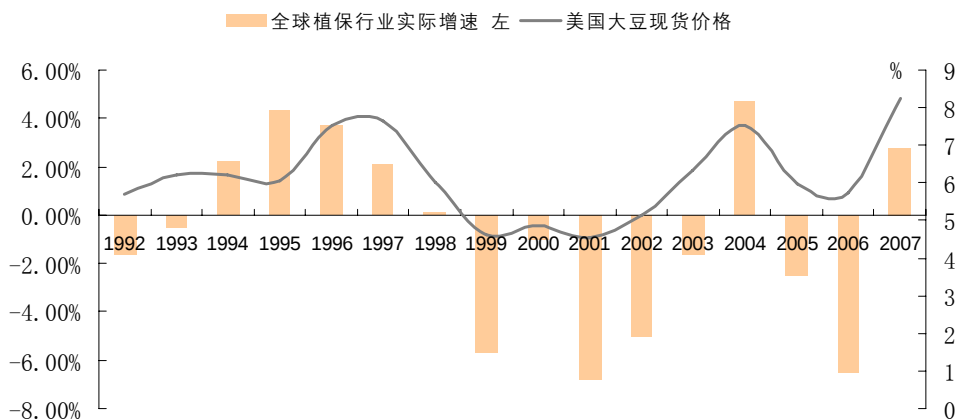


资料来源：中国化肥信息，中华商务网，东方证券研究所

提高粮食收购价格，加大直补力度利好农资企业

以国际的经验来看，农化产品的需求增速是与农产品价格正相关的。目前我国的新的支农政策将给我国农化产品的发展带来新的机遇

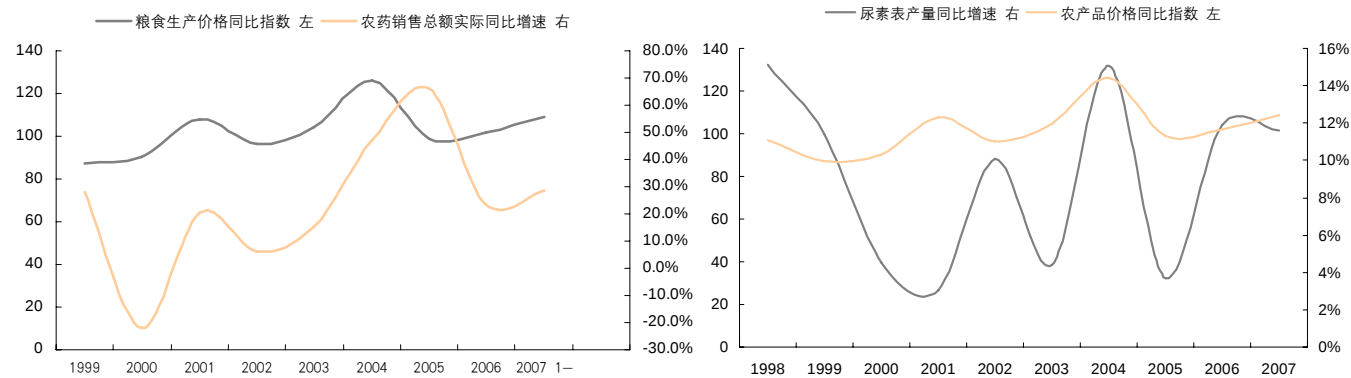
图 42 国际农药市场销售实际增速与粮食价格正相关



资料来源：Phillips McDougall, Bloomberg, 东方证券研究所

虽然我国的粮食价格没有完全的市场化，但是为了保障农民的生产积极性，我国从2004年开始实行粮食最低收购价格政策。从国际统计局公布的数据来看，每次粮食生产价格（收购价格）的上涨都伴随着农化产品，尤其是农药产品需求增速的上涨。目前国家发改委决定从明年新粮上市起较大幅度提高2009年生产的小麦最低收购价水平。每50公斤白小麦、红小麦、混合麦最低收购价格分别提高到87元、83元、83元，比2008年分别提高10元、11元、11元。稻谷最低收购价格也要较大幅度提高，预计国家在2009年调高粮食收购价格也会提高我国农化产品的需求。

图 43 国内粮食收购价格与农化产品需求增速正相关



资料来源：国家统计局，东方证券研究所。注：2007年的粮食价格指数为名义价格指数。

此外，自2004年以来，国家还通过加大对种粮农民的直补力度来保障农民的种粮积极性，直补金额从2004年的116亿元上升到了2008年的867亿元（含农资补贴和粮食综合直补），财政部经济建设司司长也表示，2009年国家将进一步提高农资综合直补，这将进一步提高农民对农化产品的购买能力。

表 6 我国对种粮农民直补资金

直补金额 亿元	2004	2005	2006	2007	2008
农资直补			120	276	716
粮食直补	116	132	142	151	151
合计	116	132	262	427	867

资料来源：财政部，东方证券研究所

行业整合蕴藏投资机会

为了更好的引导农药行业整合研发资源和市场资源,提高我国农药行业的综合竞争力,国家自 2007 年起相继出台了诸多整顿行业秩序的政策,这些政策的实施迈出了整治我国农药行业的坚实一步,预计农药产品名称可由目前的 1.6 万个减少到 1700 个,农药登记的数量也将明显减少,“一药多名”、产品数量多等问题将得到解决,农药标签也将得到进一步规范。上述政策的实施还将导致:

- 新药注册成本的大幅上升(由原来的 8-9 万元上升到现在的 50-60 万元)
- 新建企业门槛提高(控制原药扩产,原药企业注册资金由 1000 万提高到 5000 万,制剂由 500 万提高到 1000 万)
- 环保要求更为严格,环保投入提高(环保投入比例高 8-15%,新的更严格的规定将继续推出)

这些政策的推出表明了政府推动农药行业整合的决心。上市农药公司多数为农药行业的龙头,未来将能明显的受益于行业整合,其中,新安股份,江山股份,扬农化工,南京红太阳,山东大成,湖北沙隆达等公司还参与了《有机磷类农药工业水污染物排放标准》征求意见稿的制定工作,我们从政策的制定过程也可以看出,上市农药公司在未来的行业整合过程中将得到政府部门的有力支持。

表 7 2007 年以来国家公布的农药行业重要政策规章

名称	发布时间	发布单位	主要内容
修订《农药管理条例实施办法》的决定	2007-12-8	农业部	农药临时登记证的累积有效期由四年缩短到三年
农药标签和说明书管理办法	2007-12-8	农业部	规范了农药标签和说明书的管理,进一步明确了标签应当标注的内容和不得标注的内容,同时规定农药名称应当标注在标签的显著位置,商标标注的单字面积不得大于产品名称标注的单字面积
农药名称登记核准和管理规定	2007-12-8	农业部	从 2008 年 1 月 8 日起,停止批准商品名称;自 2008 年 7 月 1 日起,生产的农药产品一律不得使用商品名称
农药登记资料规定	2007-12-8	农业部	提高农药登记门槛,减少临时登记与正式登记的差距,尤其是提高了临时登记在农药残留方面的要求,以确保农产品质量安全;对于已批准正式登记的产品,在其申请续展时,应按新规定补充所缺少的试验资料或综合报告,以便对其进行再评价
规范农药名称的公告	2007-12-12	农业部,发改委	农药名称一律使用通用名称或简化通用名称,直接使用的卫生农药以功能描述词语和剂型作为产品名称
农药产品有效成分含量管理公告	2007-12-12	农业部,发改委	规范了农药产品的有效成分含量,即有效成分和剂型相同产品的有效成分含量的设定梯度不得超过 5 个;添加渗透剂或增效剂的农药产品,有效成分含量不得降低

停止甲胺磷等五种高毒农药的生产、流通、使用	2008-1-9	农业部，发改委，工商局	停止甲胺磷等五种高毒农药的生产、流通、使用
关于进一步加强农药行业管理工作的通知	2008-2-2	发改委	自 2008 年 3 月 1 起，新开办的农药企业核准资金最低要求为：原药企业注册资金不低于 5000 万元，投资规模不低于 5000 万元（不含土地使用费），其中环保投资不低于投资规模的 15%；制剂（加工、复配）（包括鼠药、卫生用药）企业注册资金不低于 3000 万元，投资规模不低于 2000 万元（不含土地使用费），环保投资应不低于投资规模的 8%。不再受理分装企业、乳油和微乳剂制剂加工企业核准。制剂（加工、复配）企业新增原药生产，须重新核准。
《有机磷类农药工业水污染物排放标准》（二次征求意见稿）	2008-11-14	环保部	执行更为严格的水污染物排放标准，新建企业 2008 年 7 月 1 日起执行，现有企业 2010 年 7 月 1 日起执行。

资料来源：农业部，发改委，环保部，东方证券研究所

表 8 世界主要农药公司并购路线图

	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
Ciba					合并成 Novartis											
Sandoz																
Merck																
Zeneca																
ISK Biosciences																
Chlorothalonil																
Bayer																
Rhone-Poulenc																
Hoechst																
Schering																
Monsanto																
Dupont																
Griffin																
BASF																
Shell																
Cyanamid																
American Home product																
Dow																
Sentrachem																
Eli Lilly																
Rohm&Haas																
United Phosphorus Lim																
AG Value																
SWAL Corporation																
Cequisa																
Reposo																
Cropserve																
Cerexagri																

来源：世界农药新进展，philips mcdougall，agrow，东方证券研究所

投资策略

农药行业因其稳定的盈利特性和与 GDP 的低相关度而具有较好的防御性；化肥需求较为稳定，目前无论是从价格、还是盈利来看，尿素的情况基本与历史最差接近，在社会库存和企业库存较低的情况下，尿素行业的盈利能力有望率先走出谷底。建议关注杨农化工、诺普信、柳化股份和新安股份

业绩趋好，压力犹存

研究结论

- 中国石化是上下游一体化的大型石油化工企业，原油年产量 2.5 亿桶，原油加工量 12.5 亿桶，乙烯产量 650 万吨，不仅拥有国内近“半壁江山”的石化产品加工和生产能力，而且掌握并控制了经济发达地区主要石化产品的销售渠道和网络。
- 近些年随着一批炼油、乙烯技改和脱瓶颈项目的实施，中国石化的单套炼油装置和单套乙烯装置的产能均有了大幅提高，物耗、能耗等成本相应下降，公司在炼油、石化领域的技术、成本和管理优势突出
- 中国未来几年的产业结构仍将以重化工业为主，国内对石化产品需求的增速将高于世界平均水平，位于这一需求增速较快市场的核心企业——中国石化具有难以复制的“自然资源”、“客户资源”、“营销网络”、“生产规模”等竞争优势，会在中长期内享受市场增长所带来的回报
- 08 年上半年国际原油价格大幅飙升，考虑到国内消费者的承受能力和维持宏观经济稳步运行，国家对成品油价格实施了从紧控制，中国石化炼油业务蒙受了巨额的亏损，上半年业绩同比出现大幅下滑，下半年以来随着国际油价的快速回落，中国石化炼油毛利逐渐恢复，预计 08 年 4 季度-09 年 1 季度公司业绩仍有较好的表现
- 但是，随着全球经济的逐渐衰退，成品油消费趋于萎缩，09 年的国际油价面临较大压力，均价较 08 年有较大的回落，全年均价预计在 45-50 美元/桶。油价位于低位区间运行对于公司的业绩和估值形成较大压力
- 40 美元/桶、45 美元/桶、50 美元/桶、55 美元/桶、60 美元/桶等不同原油价格假设下，中国石化 09 年的业绩预测分别为 0.37 元/股、0.43 元/股、0.49 元/股、0.54 元/股和 0.50 元/股，当油价运行在 45-55 美元/桶区间时，中国石化的价值中枢为 6.8 元/股，未来 1-2 年市盈率运行中枢分别为 13-16 倍



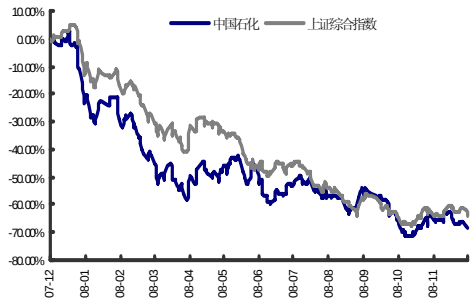
东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶

石油化工行业首席分析师
8621-63325888×6072
wangjing@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (下调)
股价 (2008 年 12 月 23 日)	7.35
目标价格 (6 个月)	8
总股本/A (亿股)	867/128
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告日期	2008 年 12 月 23 日

股价表现



财务预测

	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	1204843	1670994	1132535	1375354
营业利润(百万)	78142	42379	49743	59989
净利润(百万)	57153	34954	40613	48253
EBITDA(百万)	126416	102093	130156	160852
每股收益(元)	0.63	0.39	0.45	0.54
市盈率(X)	12	19	16	14
EV/EBITDA(X)	9	11	8	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及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	181535	265788	177558	215676	营业收入	1204843	1670994	1132535	1375354
现金	8364	11600	7862	9548	营业成本及税金	1012961	1518375	1007981	1224663
应收账款	22947	31825	21570	26194	营业税金及附加	34304	0	0	0
其它应收款	11822	16396	11113	13495	营业费用	22564	31294	21210	25757
预付账款	9402	14093	9356	11367	管理费用	35964	49878	33806	41054
存货	116049	173951	115478	140302	财务费用	4890	12367	18093	22189
其他	12951	17923	12180	14770	资产减值损失	7458	7458	7458	7458
非流动资产	537037	637365	738070	833255	公允价值变动收益	-3211	-15000	0	0
长期投资	31335	31335	31335	31335	投资净收益	5756	5756	5756	5756
固定资产	361148	448665	534168	616751	营业利润	78142	42379	49743	59989
无形资产	15232	22542	29852	37162	营业外收入	6828	6559	6648	6619
其他	129322	134823	142715	148007	营业外支出	2059	2332	2241	2271
资产总计	718572	903153	915629	1048931	利润总额	82911	46606	54151	64337
流动负债	261757	427574	396772	480149	所得税	25758	11651	13538	16084
短期借款	36954	138044	171582	228163	净利润	57153	34954	40613	48253
应付账款	93049	139476	92592	112496	少数股东损益	2206	1240	1441	1712
其他	131754	150054	132598	139491	归属于母公司净利润	54947	33714	39173	46541
非流动负债	130468	139249	148031	156812	EBITDA	126416	102093	130156	160852
长期借款	77708	86489	95271	104052	EPS (元)	0.63	0.39	0.45	0.54
其他	52760	52760	52760	52760					
负债合计	392225	566823	544803	636961	主要财务比率				
少数股东权益	25398	26638	28079	29791	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	86702	86702	86702	86702	成长能力				
资本公积	38391	38391	38391	38391	营业收入	13.5%	38.7%	-32.2%	21.4%
留存收益	175856	199599	232654	272087	营业利润	8.2%	-45.8%	17.4%	20.6%
归属母公司股东权益合计	300949	309692	342747	382180	归属于母公司净利润	5.5%	-38.6%	16.2%	18.8%
负债和股东权益	718572	903153	915629	1048931	获利能力				
					毛利率	15.9%	9.1%	11.0%	11.0%
现金流量表					净利率	4.6%	4.6%	2.0%	3.5%
单位:百万元					偿债能力				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	资产负债率	54.6%	62.8%	59.5%	60.7%
经营活动现金流	124250	58853	136610	134834	净负债比率				
净利润	57153	34954	40613	48253	流动比率	0.69	0.62	0.45	0.45
折旧摊销	43384	47348	62319	78674	速动比率	0.23	0.20	0.14	0.15
财务费用	4890	12367	18093	22189	营运能力				
投资损失	-5756	-5756	-5756	-5756	总资产周转率	1.84	2.06	1.25	1.40
营运资金变动	11735	-21822	24175	-12758	应收账款周转率	54	54	38	51
其它	12844	-8237	-2835	4232	应付账款周转率	13.96	13.06	8.69	11.94
投资活动现金流	-114772	-143152	-158456	-169213	每股指标 (元)				
资本支出	110638	140352	155656	166413	每股收益	0.63	0.39	0.45	0.54
长期投资	-140	0	0	0	每股经营现金流	1.43	0.68	1.58	1.56
其他	-4274	-2800	-2800	-2800	每股净资产	3.47	3.57	3.95	4.41
筹资活动现金流	-8781	87534	18108	36064	估值比率				
短期借款	6439	101090	33538	56580	P/E	16.85	27.47	23.64	19.90
长期借款	-27857	8781	8781	8781	P/B	3.08	2.99	2.70	2.42
普通股增加	0	0	0	0	EV/EBITDA	9	11	8	7
资本公积增加	784	0	0	0					
其他	11853	-22337	-24211	-29297					
现金净增加额	633	3236	-3738	1686					

来源: 东方证券

中国石油 601857.SS

油价下跌，估值中枢下移

研究结论

- 中国是目前国内最大的石油天然气生产商，年产原油 8.3 亿桶，天然气 550 亿立方米，油气储量仅次于埃克森美孚，是世界油气储量排名第二的大型一体化能源公司，在国内油气勘探销售领域居绝对垄断地位。公司过往几年的业绩实现了平稳快速增长，未来公司将加快实施资源、市场和国际化三大战略，建成具有较强竞争力的国际能源公司
- 国内油气资源相对稀缺但增储前景乐观。中国油气资源的探明率相对较低，随着勘探投入的加大和勘探技术的突破，我国油气储量还有相当一段稳定增长期，四川普光气田和冀东南堡油田的发现绝非偶然且只是开始，从这个意义上讲，主要勘探领域位于国内的石油巨头未来储量增长前景值得期待
- 08 年上半年国际原油价格大幅飙升，考虑到国内消费者的承受能力和维持宏观经济稳步运行，国家对成品油价格实施了从紧控制，中国石油的炼油业务也蒙受了一定的亏损，盈利能力受到政策性压制。
- 08 年 7 月以来国际原油价格从高点迅速回落，随着全球经济的逐渐衰退和油品消费的萎缩，09 年的国际油价面临较大压力，均价较 08 年有较大回落，预计全年均价在 45-50 美元/桶。油价位于低位区间使得油气能源生产企业的估值中枢大幅下移
- 40 美元/桶、45 美元/桶、50 美元/桶、55 美元/桶、60 美元/桶等不同原油价格假设下，中国石油 09 年的业绩预测分别为 0.38 元/股、0.49 元/股、0.58 元/股、0.67 元/股和 0.75 元/股，当油价运行在 45-55 美元/桶区间时，中国石油的价值中枢为 9.7 元/股，未来 1-2 年市盈率运行中枢分别为 14-20 倍



王晶 石油化工行业首席分析师
8621-63325888 x 6072
wangjing@orientsec.com.cn

投资评级	买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2008 年 12 月 23 日)	10.45
目标价格 (6 个月)	11
总股本/A (亿股)	1830/40
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告日期	2008 年 12 月 23 日



财务预测	2007A	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	835037	1018077	524480	611064
营业利润(百万)	193958	169117	131859	154680
净利润(百万)	143494	132464	103208	121441
EBITDA(百万)	270726	186301	156338	191167
每股收益(元)	0.74	0.68	0.53	0.63
市盈率(X)	14	17	20	17
EV/EBITDA(X)	9	13	16	13

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及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

附表 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	236228	461554	257436	189565	营业收入	835037	1018077	524480	611064
现金	88589	234456	149357	68816	营业成本及税金	487112	740814	339702	391573
应收账款	18419	12802	6757	8501	营业税金及附加	68678	0	0	0
其它应收款	15444	17504	8483	9934	营业费用	41345	50408	25968	30255
预付账款	20386	32068	15166	16385	管理费用	49324	60136	30980	36094
存货	88467	156987	73659	81968	财务费用	2869	-1992	-3666	-244
其他	4923	7736	4014	3961	资产减值损失	-1948	1801	2161	1537
非流动资产	757864	665576	816440	975102	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	22686	18792	20794	22858	投资净收益	6301	2206	2524	2832
固定资产	247803	417081	558739	690756	营业利润	193958	169117	131859	154680
无形资产	20022	21357	22303	23140	营业外收入	3098	1749	2053	1977
其他	467353	208346	214604	238348	营业外支出	4231	5286	4902	4856
资产总计	994092	1127130	1073876	1164666	利润总额	192825	165580	129010	151801
流动负债	201654	258111	163025	179179	所得税	49331	33116	25802	30360
短期借款	18734	13540	14412	16589	净利润	143494	132464	103208	121441
应付账款	104460	154537	70732	81353	少数股东损益	8920	7660	5968	7022
其他	78460	90033	77881	81236	归属于母公司净利润	134574	124804	97240	114419
非流动负债	77367	49431	50522	52415	EBITDA	270726	186301	156338	191167
长期借款	35305	30516	28801	27439	EPS (元)	0.74	0.68	0.53	0.63
其他	42062	18915	21721	24976	主要财务比率				
负债合计	279021	307542	213547	231594	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	37704	45364	51332	58354	成长能力				
股本	183021	183021	183021	183021	营业收入	21.2%	21.9%	-48.5%	16.5%
资本公积	122192	122192	122192	122192	营业利润	0.8%	-12.8%	-22.0%	17.3%
留存收益	373240	469336	504174	569972	归属于母公司净利润	-1.2%	-7.3%	-22.1%	17.7%
归属母公司股东权益合计	677367	774225	808998	874719	获利能力				
负债和股东权益	994092	1127130	1073876	1164666	毛利率	41.7%	27.2%	35.2%	35.9%
现金流量表					净利率	4.6%	16.1%	12.3%	18.5%
单位:百万元					偿债能力				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	资产负债率	28.1%	27.3%	19.9%	19.9%
经营活动现金流	210819	107085	152997	159624	净负债比率				
净利润	143494	132464	103208	121441	流动比率	1.17	1.79	1.58	1.06
折旧摊销	73899	19176	28145	36732	速动比率	0.73	1.18	1.13	0.60
财务费用	2869	-1992	-3666	-244	营运能力				
投资损失	-6301	-2206	-2524	-2832	总资产周转率	0.92	0.96	0.48	0.55
营运资金变动	-10963	-34431	25031	1617	应收账款周转率	51	58	49	71
其它	7821	-5925	2803	2911	应付账款周转率	5.34	5.72	3.02	5.15
投资活动现金流	-187046	71179	-178102	-192862	每股指标 (元)				
资本支出	180692	-65419	175701	190716	每股收益	0.74	0.68	0.53	0.63
长期投资	-12335	-6118	2208	2312	每股经营现金流	1.15	0.59	0.84	0.87
其他	-18689	-358	-192	166	每股净资产	3.70	4.23	4.42	4.78
筹资活动现金流	-6878	-32396	-59995	-47303	估值比率				
短期借款	3578	-5194	872	2177	P/E	18.63	20.09	25.79	21.91
长期借款	4904	-4789	-1715	-1361	P/B	3.70	3.24	3.10	2.87
普通股增加	4000	0	0	0	EV/EBITDA	9	13	16	13
资本公积增加	62395	0	0	0					
其他	-81755	-22414	-59152	-48118					
现金净增加额	16935	145867	-85100	-80541					

来源：东方证券

农用菊酯增长迅速 明年业绩稳中有升

投资要点:

- 技术优势: 扬农化工是我国唯一一家从原材料到产品配套生产的龙头菊酯企业, 其在菊酯市场的地位一直牢不可动。公司掌握许多重要菊酯中间体的生产技术, 如贲亭酸甲酯, 二溴菊酸等, 具有较强的技术垄断优势。
- 卫生用菊酯需求稳定: 目前公司卫生用菊酯的销售额和毛利润对公司的贡献均约占 1/3 左右。公司卫生用菊酯的国内市场占有率在 70% 以上, 垄断性强; 而且产品主要供生产家庭喷雾杀虫剂、蚊香等产品, 需求量和利润水平平均较为稳定, 将成为公司稳定的利润来源。
- 农用菊酯市场广阔: 随着甲胺磷等高毒农药完全停止生产使用, 高毒农药留下的市场空间依然很大。在国家颁布的第三批高毒农药替代品种中就有多种菊酯类产品, 其中高效氯氟氰菊酯是公司的主要农药品种, 市场销售好。今年中期公司农用菊酯销售增长 47% 以上, 预计明后年仍有望保持 20-30% 左右的增长。
- 草甘膦业务价减量增: 公司将在 2009 年上半年投产 3 万吨 IDA 法草甘膦, 届时将使公司的草甘膦产量扩大三倍。目前草甘膦市场价格下滑至 25000 元/吨左右, 但公司签订的合同基本采用成本加合理利润的模式, 因此利润水平将能得到一定保证。
- 财务风险较低: 公司经营上一贯保守稳健, 多年来营运资金充足, 资产负债率较低。虽然目前增发方案尚无进展, 公司自行投入资金建设草甘膦项目, 但目前公司的货币资金和资产负债率仍处于较好的水平。
- 我们预计扬农化工 2009-2010 年的每股收益分别为 1.55, 1.61, 2.07 元。综合扬农竞争优势, 基于公司历史 18 倍左右的 PE 水平, 目标价 29 元, 维持买入评级。

风险因素:

- 农用菊酯市场开拓低于预期。
- 草甘膦价格下滑幅度超出预期, 导致草甘膦项目盈利能力过低, 以及由此引发的财务风险。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰 化工行业分析师
8621-63325888 × 6069
zhuangyan@orientsec.com.cn

杨云 化工行业分析师
8621-63325888 × 6071
zhuangyan@orientsec.com.cn

王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888 × 6072
wangjing@orientsec.com.cn

行业评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2008 年 12 月 19 日) 25.49 元

目标价格 (6 个月) 29 元

总股本/A 股 (万股) 11700/11700

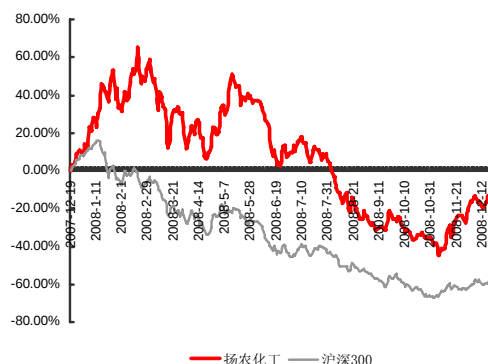
A 股市值 (百万元) 2982

国家/地区 中国

行业 农药

报告日期 2008 年 12 月 22 日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测

	2005A	2006A	2007E	2008E
营业收入	1416	2363	2952	3795
同比(%)	32%	67%	25%	29%
归属母公司净利润	92	182	188	242
同比(%)	91%	97%	3%	29%
毛利率(%)	15.5%	15.9%	14.5%	14.5%
ROE(%)	12.1%	19.7%	17.8%	19.4%
每股收益(元)	0.79	1.55	1.61	2.07
P/E	24.94	12.67	12.26	9.54
P/B	3.01	2.49	2.18	1.85

资料来源: 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

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	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	915	1634	1901	2501	营业收入	1416	2363	2952	3795
现金	354	712	746	1014	营业成本	1196	1988	2525	3247
应收账款	180	273	342	439	营业税金及附加	6	10	12	16
其它应收款	5	11	13	17	营业费用	18	26	38	49
预付账款	66	110	140	179	管理费用	60	71	124	159
存货	171	284	361	464	财务费用	17	14	7	5
其他	140	244	300	388	资产减值损失	14	5	0	0
非流动资产	704	834	977	931	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	645	690	922	875	营业利润	104	249	246	319
无形资产	37	36	36	35	营业外收入	21	20	20	20
其他	22	108	19	21	营业外支出	7	20	20	20
资产总计	1619	2468	2878	3432	利润总额	119	249	246	319
流动负债	761	1305	1596	1956	所得税	24	62	61	80
短期借款	7	20	20	20	净利润	95	187	184	239
应付账款	345	596	757	974	少数股东损益	2	5	5	6
其他	409	689	818	962	归属于母公司净利润	92	182	188	242
非流动负债	72	213	195	195	EBITDA	209	358	380	482
长期借款	65	195	195	195	EPS (元)	0.79	1.55	1.61	2.07
其他	7	18	0	0	主要财务比率				
负债合计	833	1518	1791	2151	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	21	26	31	37	成长能力				
股本	117	117	117	117	营业收入	31.6%	66.9%	24.9%	28.5%
资本公积	454	454	454	454	营业利润	39.7%	139.1%	-1.5%	29.9%
留存收益	194	353	485	673	归属于母公司净利润	90.8%	96.9%	3.4%	28.5%
归属母公司股东权益	765	924	1056	1244	获利能力				
负债和股东权益	1619	2468	2878	3432	毛利率	15.5%	15.9%	14.5%	14.5%
现金流量表					净利率	6.5%	7.7%	6.4%	6.4%
单位:百万元					ROE	12.1%	19.7%	17.8%	19.4%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	12.6%	20.6%	18.0%	27.5%
经营活动现金流	181	426	374	488	偿债能力				
净利润	95	187	184	239	资产负债率	51.4%	61.5%	62.2%	62.7%
折旧摊销	87	95	128	158	净负债比率				
财务费用	17	14	7	5	流动比率	1.20	1.25	1.19	1.28
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	0.98	1.03	0.97	1.04
营运资金变动	-31	112	38	64	营运能力				
其它	13	18	17	21	总资产周转率	1.00	1.16	1.10	1.20
投资活动现金流	-221	-229	-269	-111	应收账款周转率	8	9	9	9
资本支出	257	229	269	111	应付账款周转率	3.89	4.22	3.73	3.75
长期投资	0	-0	0	0	每股指标 (元)				
其他	36	0	0	0	每股收益	0.79	1.55	1.61	2.07
筹资活动现金流	161	161	-70	-109	每股经营现金流	1.55	3.64	3.19	4.17
短期借款	7	13	0	0	每股净资产	6.54	7.90	9.03	10.63
长期借款	-37	130	0	0	估值比率				
普通股增加	17	0	0	0	P/E	24.94	12.67	12.26	9.54
资本公积增加	233	0	0	0	P/B	3.01	2.49	2.18	1.85
其他	-59	17	-70	-109	EV/EBITDA	10	6	6	4
现金净增加额	113	358	35	268					

资料来源：东方证券研究所

蓄势待发

投资要点:

- 综合分析, 诺普信是国内唯一一家上市的农药制剂企业, 其在销售网络、物流配送、企业管理和研发效率等均居于制剂企业领先地位。而且上市后公司知名度进一步提高, 公司的品牌效应将大大增强。
- 销售策略得当是公司的一大看点。鉴于农药制剂的销售对象极其分散, 诺普信充分的利用其经销商资源, 在重点区域精选培养 1350 多个基层中心店。此外, 诺普信还派驻大批销售人员长期对农民进行用药指导并积极反馈当地需求。
- 在流动资产管理方面, 公司在旺季对重点客户采用“翻单制”赊账, 在淡季回收账款, 坏账率很低。此外, 公司充分利用农业部信息、经销商反馈和自身的经验来安排生产计划, 生产灵活性高, 较少出现生产积压。
- 公司议价能力突出, 原药价格下跌的格局有利于公司扩大毛利。由于农民对农药价格敏感度不高, 而品牌依赖度较强, 所以公司在终端的议价能力很强, 一般很少出现降价情况。而且再加上各厂家的市场占有率低, 厂家之间极少出现价格战的情况。所以公司在原药价格下跌的情况下, 无需下调产品价格, 有望获得更高毛利。
- 预计诺普信 08、09、10 年 EPS 为 0.55 元、0.82 元、1.15 元, 目前股价对应 2009 年 22 倍 PE, 考虑到公司的高成长性给予, 给予增持评级。

风险因素:

- 公司销售策略未能奏效, 市场份额无法有效增加。
- 销售费用和管理费用进一步增长, 吞噬公司盈利增长。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨云 化工行业分析师
8621-63325888 × 6071
yangyun@orientsec.com.cn

庄琰 化工行业分析师
8621-63325888 × 6069
zhuangyan@orientsec.com.cn

王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888 × 6072
wangjing@orientsec.com.cn

行业评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2008 年 12 月 19 日) 17.9 元

目标价格 (6 个月) 20 元

总股本/A 股 (万股) 15600/15600

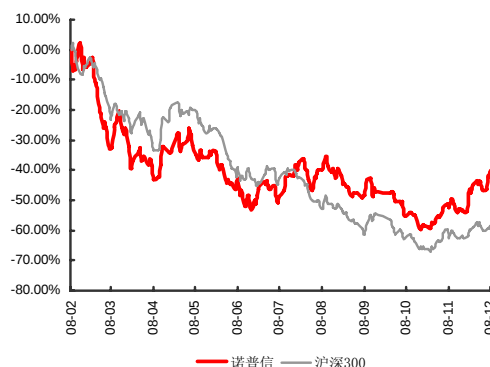
A 股市值 (百万元) 2792

国家/地区 中国

行业 农药

报告日期 2008 年 12 月 22 日

股价表现



财务预测

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	722	1112	1335	1735
同比(%)	131%	54%	20%	30%
归属母公司净利润	63	86	128	179
同比(%)	112%	35%	49%	41%
毛利率(%)	34.1%	35.2%	36.0%	35.0%
ROE(%)	34.9%	16.0%	19.3%	21.4%
每股收益(元)	0.41	0.55	0.82	1.15
P/E	47.68	35.38	23.71	16.86
P/B	16.63	5.68	4.58	3.60

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及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

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	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1479	2945	2563	3429	营业收入	3828	7421	5425	6185
现金	821	1713	1477	2217	营业成本	2707	4467	4111	4558
应收账款	46	113	77	90	营业税金及附加	16	52	38	43
其它应收款	7	19	12	15	营业费用	104	111	130	155
预付账款	96	148	139	153	管理费用	262	275	271	340
存货	478	875	806	893	财务费用	30	24	8	10
其他	31	77	52	61	资产减值损失	20	32	0	0
非流动资产	1676	2012	2312	2272	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	23	24	24	24	投资净收益	1	7	7	7
固定资产	940	1613	1919	1810	营业利润	690	2468	874	1085
无形资产	284	292	285	280	营业外收入	40	5	0	0
其他	429	83	84	157	营业外支出	17	42	0	0
资产总计	3156	4957	4876	5701	利润总额	714	2431	874	1085
流动负债	1288	1273	1193	1394	所得税	180	608	218	271
短期借款	432	100	100	200	净利润	534	1823	655	814
应付账款	348	447	493	547	少数股东损益	39	97	81	164
其他	508	726	600	647	归属于母公司净利润	495	1826	609	684
非流动负债	221	285	282	282	EBITDA	845	2643	1105	1348
长期借款	130	130	130	130	EPS (元)	1.72	6.37	2.12	2.39
其他	92	156	153	153	主要财务比率				
负债合计	1509	1558	1475	1677	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	191	289	369	534	成长能力				
股本	287	287	287	287	营业收入	32.9%	93.9%	-26.9%	14.0%
资本公积	172	172	172	172	营业利润	44.3%	257.4%	-64.6%	24.2%
留存收益	997	2651	2572	3032	归属于母公司净利润	50.1%	269.3%	-66.6%	12.3%
归属母公司股东权益	1455	3110	3031	3491	获利能力				
负债和股东权益	3156	4957	4876	5701	毛利率	29.3%	39.8%	24.2%	26.3%
现金流量表					净利率	12.9%	24.6%	11.2%	11.1%
单位:百万元					ROE	34.0%	58.7%	20.1%	19.6%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	39.9%	100.3%	31.6%	39.4%
经营活动现金流	712	1945	985	1079	偿债能力				
净利润	534	1823	655	814	资产负债率	47.8%	31.4%	30.3%	29.4%
折旧摊销	124	151	223	253	净负债比率				
财务费用	30	24	8	10	流动比率	1.15	2.31	2.15	2.46
投资损失	-1	-7	-7	-7	速动比率	0.77	1.61	1.46	1.81
营运资金变动	22	-243	74	-28	营运能力				
其它	3	197	31	38	总资产周转率	1.46	1.83	1.10	1.17
投资活动现金流	-581	-525	-524	-204	应收账款周转率	62	82	50	65
资本支出	703	510	520	200	应付账款周转率	9.96	11.25	8.75	8.76
长期投资	0	1	0	0	每股指标 (元)				
其他	122	-14	-4	-4	每股收益	1.72	6.37	2.12	2.39
筹资活动现金流	130	-528	-697	-134	每股经营现金流	2.48	6.78	3.43	3.76
短期借款	183	-332	0	100	每股净资产	5.07	10.84	10.57	12.17
长期借款	59	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	14.96	4.05	12.15	10.82
资本公积增加	-0	0	0	0	P/B	5.09	2.38	2.44	2.12
其他	-112	-196	-697	-234	EV/EBITDA	9	3	7	5
现金净增加额	250	892	-236	741					

资料来源：东方证券研究所

产业链逐渐深化 长期盈利将提升

投资要点:

- 新安股份近期竞争优势仍然源自其草甘膦和有机硅产业链之间的氯循环以及其在草甘膦和有机硅领域的规模优势;中期新安股份的发展看点在于其在有机硅下游领域的开拓;长期公司的发展则取决于其在公司第三产业链如高分子材料领域的发展。应该说公司中长期的发展看好,但短期或有风险。
- **草甘膦暴利时代结束 规模成本优势确保公司龙头地位:**转基因作物对草甘膦的需求增量的贡献可能低于市场预期,需求增速很有可能将在 2009 年开始放慢,预计供过于求现象将在 2009 年开始出现,如果美洲草甘膦单位使用量不出现明显上升、我国农药环保措施不能淘汰小产能,那么整体行业的盈利能力将会有较大幅度的下降。但作为行业龙头,新安股份通过其规模优势、成本优势、和稳定的客户群仍将能够保证销量并获得超出行业平均水平的收益。此外公司还在积极开拓下游制剂的国外市场,这将有利于公司长期的发展。
- **有机硅看下游发展:**近几年我国有机硅单体产能扩充很快,预计在 2009 年到 2010 年有机硅单体的供求关系将逐渐逆转,国内单体的盈利空间将不断减小。目前我国有机硅下游产品开发力度不够,空间依然广阔,将是未来有机硅企业的发展看点。新安股份在今年进一步加大对下游产品的开发力度,收购深圳天玉并扩大下游硅橡胶产能。预计随着公司产业链的逐渐延伸和产品的不断丰富,下游有机硅产品的盈利能力将逐步增强,公司将继续向高附加值的精细化工企业迈进。
- 考虑公司本部 08 年开始享受优惠税率,预计公司 2008-2010 年 EPS 分别为 6.37、2.13 和 2.39 元。目前公司的股价相当于 2009 年 16.5 倍 PE,我们认为该价格反映了公司目前可见的价值。考虑到公司具有长远的发展计划和持续的发展动力,但短期公司仍有一定的经营风险,我们维持公司增持的投资评级。

风险因素:

- 国际国内宏观经济对农业、地产、电子电器的影响过大使得公司产品盈利水平大大低于我们的预期;
- 公司对有机硅下游市场开拓速度低于我们预期;



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

化工行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

杨云

化工行业分析师

8621-63325888 × 6071

yangyun@orientsec.com.cn

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

公司评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2008 年 12 月 19 日) 35.04 元

目标价格(6 个月) 37 元

总股本/A 股(万股) 28679//28679

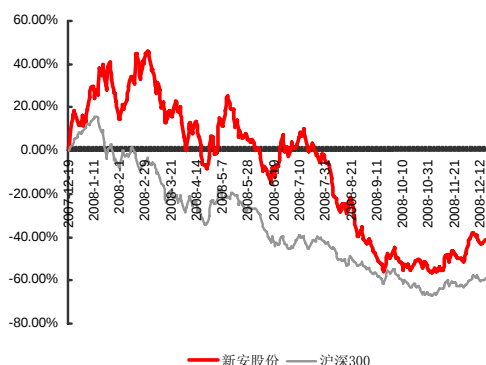
A 股市值(百万元) 10049

国家/地区 中国

行业 化工

报告日期 2008 年 12 月 22 日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	3828	7421	5425	6185
同比(%)	33%	94%	-27%	14%
归属母公司净利润	495	1826	609	684
同比(%)	50%	269%	-67%	12%
毛利率(%)	29.3%	39.8%	24.2%	26.3%
ROE(%)	34.0%	58.7%	20.1%	19.6%
每股收益(元)	1.72	6.37	2.13	2.39
P/E	14.96	4.05	12.15	10.82
P/B	5.09	2.38	2.44	2.12

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及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

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	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	1479	2945	2563	3429	营业收入	3828	7421	5425	6185
现金	821	1713	1477	2217	营业成本	2707	4467	4111	4558
应收账款	46	113	77	90	营业税金及附加	16	52	38	43
其它应收款	7	19	12	15	营业费用	104	111	130	155
预付账款	96	148	139	153	管理费用	262	275	271	340
存货	478	875	806	893	财务费用	30	24	8	10
其他	31	77	52	61	资产减值损失	20	32	0	0
非流动资产	1676	2012	2312	2272	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	23	24	24	24	投资净收益	1	7	7	7
固定资产	940	1613	1919	1810	营业利润	690	2468	874	1085
无形资产	284	292	285	280	营业外收入	40	5	0	0
其他	429	83	84	157	营业外支出	17	42	0	0
资产总计	3156	4957	4876	5701	利润总额	714	2431	874	1085
流动负债	1288	1273	1193	1394	所得税	180	608	218	271
短期借款	432	100	100	200	净利润	534	1823	655	814
应付账款	348	447	493	547	少数股东损益	39	97	81	164
其他	508	726	600	647	归属于母公司净利润	495	1826	609	684
非流动负债	221	285	282	282	EBITDA	845	2643	1105	1348
长期借款	130	130	130	130	EPS (元)	1.72	6.37	2.12	2.39
其他	92	156	153	153					
负债合计	1509	1558	1475	1677	主要财务比率				
少数股东权益	191	289	369	534	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
股本	287	287	287	287	成长能力				
资本公积	172	172	172	172	营业收入	32.9%	93.9%	-26.9%	14.0%
留存收益	997	2651	2572	3032	营业利润	44.3%	257.4%	-64.6%	24.2%
归属母公司股东权益	1455	3110	3031	3491	归属于母公司净利润	50.1%	269.3%	-66.6%	12.3%
负债和股东权益	3156	4957	4876	5701	获利能力				
					毛利率	29.3%	39.8%	24.2%	26.3%
现金流量表					净利率	12.9%	24.6%	11.2%	11.1%
单位:百万元					ROE	34.0%	58.7%	20.1%	19.6%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	39.9%	100.3%	31.6%	39.4%
经营活动现金流	712	1945	985	1079	偿债能力				
净利润	534	1823	655	814	资产负债率	47.8%	31.4%	30.3%	29.4%
折旧摊销	124	151	223	253	净负债比率				
财务费用	30	24	8	10	流动比率	1.15	2.31	2.15	2.46
投资损失	-1	-7	-7	-7	速动比率	0.77	1.61	1.46	1.81
营运资金变动	22	-243	74	-28	营运能力				
其它	3	197	31	38	总资产周转率	1.46	1.83	1.10	1.17
投资活动现金流	-581	-525	-524	-204	应收账款周转率	62	82	50	65
资本支出	703	510	520	200	应付账款周转率	9.96	11.25	8.75	8.76
长期投资	0	1	0	0	每股指标 (元)				
其他	122	-14	-4	-4	每股收益	1.72	6.37	2.12	2.39
筹资活动现金流	130	-528	-697	-134	每股经营现金流	2.48	6.78	3.43	3.76
短期借款	183	-332	0	100	每股净资产	5.07	10.84	10.57	12.17
长期借款	59	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	14.96	4.05	12.15	10.82
资本公积增加	-0	0	0	0	P/B	5.09	2.38	2.44	2.12
其他	-112	-196	-697	-234	EV/EBITDA	9	3	7	5
现金净增加额	250	892	-236	741					

资料来源：东方证券研究所

产品逐渐丰富 受益区域市场

投资要点:

- 柳化股份的优势在于产品线丰富, 抗风险能力较强; 而且产品的局部垄断性较强, 价格也往往高于其他地区。短期内公司将受益于尿素产量的扩张和价格的回升, 收购双氧水公司股权也将增厚公司业绩。而随着公司对壳牌煤气化技术的不断吸收完善, 未来公司的成本优势也将逐渐体现。
- 尿素盈利能力将有望回升: 今年 8 月份以来, 由于产品价格下滑幅度过快, 而煤炭成本下跌幅度有限, 导致企业盈利能力出现了大幅的下降; 但目前产品价格已经企稳, 煤炭价格进一步回落, 公司销售情况良好, 预计随着用肥季节的到来, 公司尿素产品的盈利能力将回升到历史合理的水平。公司 2008 年下半年尿素产量明显扩张, 30 万吨大颗粒尿素投产, 预计未来实际年产量在 40 万吨左右, 而原有的 20 万吨尿素将被用于复合肥的生产。
- 硝酸、硝酸铵将贡献稳定利润: 相对而言, 公司的硝酸铵产品的需求波动性较小, 客户比较稳定, 主要民爆企业在产品提价后对硝酸铵价格的接受能力加强, 预计随着国家基础设施建设的展开, 硝酸铵产品的需求量有可能上升。虽然目前化工品价格下降较多, 但预计未来这部分业务的毛利率依然能够保持在 30% 以上。
- 双氧水增厚业绩: 广西区内陆续上了几个大型纸浆项目 (如金光和斯特拉恩索), 增加了区内对双氧水的需求量, 而且双氧水运输半径较小, 当地企业将较有优势。由于盛强化工的原料气使用柳化合成氨的废气, 因此成本较低, 波动性少, 盈利能力较强, 预计双氧水产品的毛利可达 50% 左右。
- 公司经营状况在逐渐好转, 产品线也在逐渐丰富, 未来随着公司对壳牌煤气化技术的进一步吸收和改善, 以及对上游煤矿资源的进一步拓展, 公司综合性煤化工企业的优势将逐渐体现。考虑到盛强化工将于明年并表, 我们预计公司 2008-2010 年业绩分别为 0.58, 0.71, 0.81 元, 目前股价对应 2009 年 EPS13.6 倍左右, 维持其买入的投资评级。

风险因素:

- 尿素需求量严重不足, 毛利润水平低于预期
- 壳牌煤气化装置运行的稳定性
- 公司财务风险



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰 化工行业分析师
8621-63325888 × 6069
zhuangyan@orientsec.com.cn

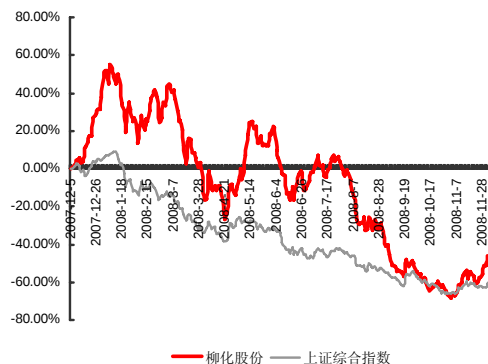
杨云 化工行业分析师
8621-63325888 × 6071
yangyun@orientsec.com.cn

王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888 × 6072
wangjing@orientsec.com.cn

公司评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2008 年 12 月 19 日) 9.64 元
目标价格 (6 个月) 12 元
总股本/A 股 (万股) 26623//26623
A 股市值 (百万元) 2566
国家/地区 中国
行业 化肥

股价表现



资料来源: WIND

财务预测

主要财务指标	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	1224	1839	2003	2104
同比(%)	16%	50%	9%	5%
归属母公司净利润	136	154	189	216
同比(%)	13%	13%	23%	15%
毛利率(%)	23.3%	21.1%	22.2%	22.9%
ROE(%)	10.6%	10.7%	11.7%	11.9%
每股收益(元)	0.513	0.577	0.708	0.812
P/E	15.10	13.41	10.93	9.53
P/B	1.60	1.44	1.28	1.14

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及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

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	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	531	992	1077	1131	营业收入	1224	1839	2003	2104
现金	197	368	401	421	营业成本	939	1450	1559	1622
应收账款	58	102	114	124	营业税金及附加	7	10	11	12
其它应收款	1	2	2	2	营业费用	27	51	50	53
预付账款	118	261	281	292	管理费用	73	97	112	112
存货	137	231	249	259	财务费用	28	62	75	74
其他	18	29	31	33	资产减值损失	0	1	1	1
非流动资产	2348	2808	3075	3166	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	2	5	59	59	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	1757	2492	2644	2700	营业利润	149	166	195	231
无形资产	130	130	130	130	营业外收入	9	4	4	4
其他	460	181	242	277	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2879	3801	4152	4296	利润总额	158	170	198	234
流动负债	743	1322	1329	1146	所得税	22	22	21	24
短期借款	355	705	682	471	净利润	137	154	205	238
应付账款	178	258	286	293	少数股东损益	0	1	16	21
其他	210	358	361	382	归属于母公司净利润	136	154	189	216
非流动负债	832	1032	1186	1286	EBITDA	249	382	467	524
长期借款	810	1010	1164	1264	EPS (元)	0.51	0.58	0.71	0.81
其他	22	22	22	22	主要财务比率				
负债合计	1575	2354	2515	2433	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	13	14	30	51	成长能力				
股本	222	266	266	266	营业收入	15.8%	50.3%	8.9%	5.0%
资本公积	639	639	639	639	营业利润	8.5%	11.8%	17.2%	18.4%
留存收益	430	528	702	907	归属于母公司净利润	13.1%	12.6%	22.7%	14.7%
归属母公司股东权益	1291	1433	1607	1813	获利能力				
负债和股东权益	2879	3801	4152	4296	毛利率	23.3%	21.1%	22.2%	22.9%
现金流量表					净利率	11.2%	8.4%	9.4%	10.3%
单位:百万元					ROE	10.6%	10.7%	11.7%	11.9%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROIC	7.5%	7.9%	8.6%	9.4%
经营活动现金流	82	285	446	516	偿债能力				
净利润	137	154	205	238	资产负债率	54.7%	61.9%	60.6%	56.6%
折旧摊销	72	154	197	219	净负债比率				
财务费用	28	62	75	74	流动比率	0.71	0.75	0.81	0.99
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.53	0.58	0.62	0.76
营运资金变动	-152	-87	-32	-16	营运能力				
其它	-2	2	1	1	总资产周转率	0.49	0.55	0.50	0.50
投资活动现金流	-634	-592	-454	-300	应收账款周转率	21	21	17	16
资本支出	551	588	400	300	应付账款周转率	5.95	6.66	5.73	5.60
长期投资	-83	4	54	0	每股指标 (元)				
其他	-167	0	0	0	每股收益	0.51	0.58	0.71	0.81
筹资活动现金流	596	477	41	-195	每股经营现金流	0.31	1.07	1.68	1.94
短期借款	275	350	-24	-210	每股净资产	4.85	5.38	6.04	6.81
长期借款	337	200	154	100	估值比率				
普通股增加	31	44	0	0	P/E	15.10	13.41	10.93	9.53
资本公积增加	275	0	0	0	P/B	1.60	1.44	1.28	1.14
其他	-322	-118	-89	-85	EV/EBITDA	12	8	7	6
现金净增加额	44	170	33	20					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

王晶(博士)：石油与化工行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

庄琰：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

杨云：化工行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 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。
- 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。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“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。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、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：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn