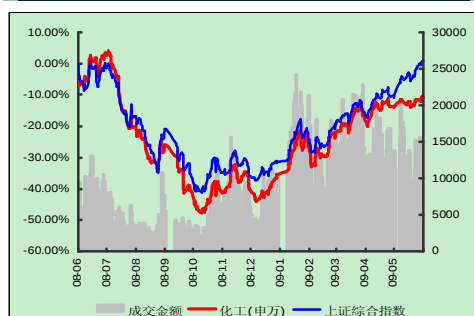


2009 年 06 月 12 日

两轮驱动，化工还有戏

投资要点：

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

行业研究员：茅玉峰

联系方式

电话：021-58766036

Email: maoyf@glsc.com.cn

行业研究员：王席鑫

联系方式

电话：0510-82833243

Email: wangxx@glsc.com.cn

独立性声明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

1 油价上涨下的投资。原油的上涨势必将改变下半年化工行业的投资方向，我们认为在油价上涨预期下，可以归纳出三条投资方向：

1、原油涨价预期下，替代型能源企业市场需求和价格上涨，盈利提升。

2、原油价格上涨，煤化工成本优势再次显现。

3、油价上涨，将导致石化类下游化工品价格的普涨。

1 通胀下的投资。实体经济部分数据出现回暖，全球股市大幅反弹，原油价格和其它大宗商品价格出现一轮涨势都表明，资本市场对未来通胀的预期在加大。我们认为这种预期会随着经济的转好，更加强烈，未来资源类股票将是很好的投资标的。

1 替代能源、煤化工、节能减排、资源类和纺织化工金融服务提供商是投资机会所在。

替代能源，进口液化石油气受益国内能源定价机制改革，下半年业绩有望超预期。标的公司为东华能源。

煤化工，油价反弹，下半年煤化工行业成本优势或再现。标的公司为丹化科技和 ST 金化。

节能减排，节能减排符合中国国情，能源价格上涨需求更旺。标的公司为烟台万华和双良股份。

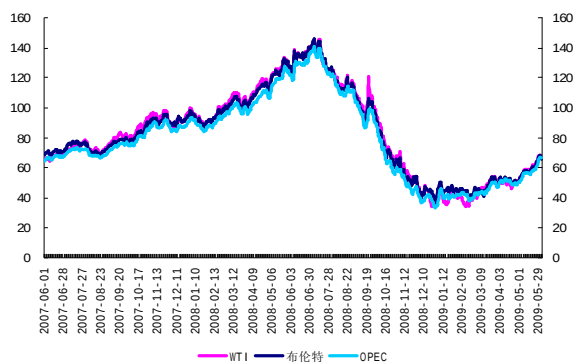
资源类和纺织化工金融服务贸易提供商，受益通胀预期。标的公司为澄星股份和东方市场。

一、化工的两条投资思路

（一）油价上涨下的投资

原油是绝大部分化工产品的最初始原料，因此，化工行业的景气度和投资方向与油价紧密相关。从上半年的走势来看，油价已经完成中期筑底过程，向上的趋势基本确立。

图 1：原油价格中期底部形成，向上趋势确立



数据来源：wind 国联证券

原油价格未来走势的关键在于基本面和本身的金融属性，未来继续上涨概率很大。

从现有的数据恢复情况看，全球经济在发展中国家带领下有复苏的迹象。目前，以中国和印度为代表的发展中国家继续保持稳定增长，部分发达国家经济数据也出现反弹。虽然在 2009 年全球经济仍会负增长（世行预计经济增长 -2.9%），但普遍的观点是到 2010 年全球经济增长将重新变为正数，幅度在 2% 左右（国际金融协会观点）。而且由于对经济的恶化已经有了最坏的预期，并在市场中得到反映，对资本市场而言，最坏的时刻已经过去。

从原油的供需面看，大多数产油国对油价的心理价位在 75 美元左右。因此，供给方为保证既得利益，会竭力采取各种供给方式，维持现有油价。而从需求面看，美国原油库存连续数周下降，市场需求还是较为充足，原油供需方在当前价位基本能保持平衡。

图 2: 国内社零总额和工业增加值 09 年底二季度触底

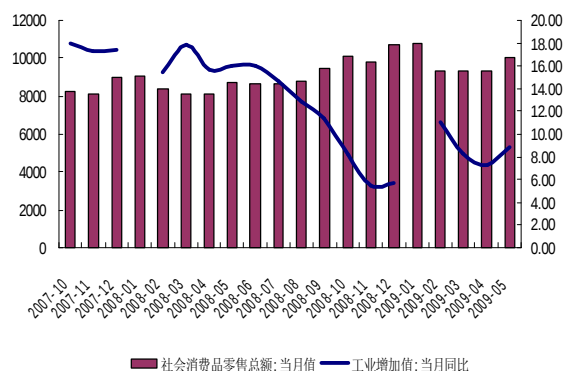


图 3: 先行指数宏观经济景气指数 09 年初即触底回升

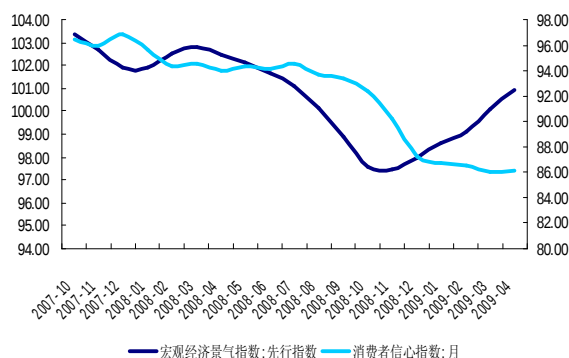


图 4: 美国进口数据仍在下滑, 但速度明显放缓

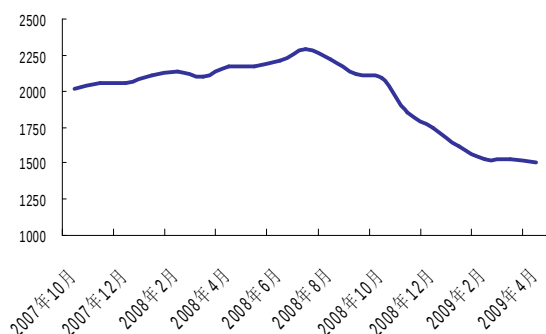


图 5: 美国就业人数 4 月小幅反弹, 失业率攀升速度放缓

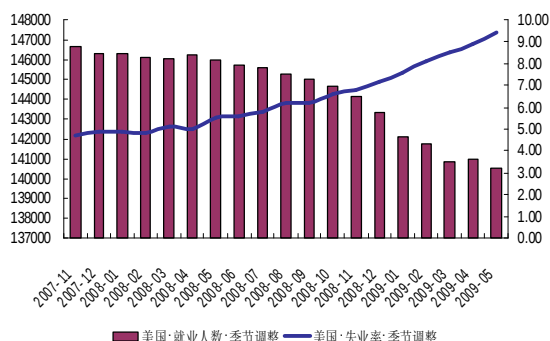


图 6: 美国个人总收入二季度反弹

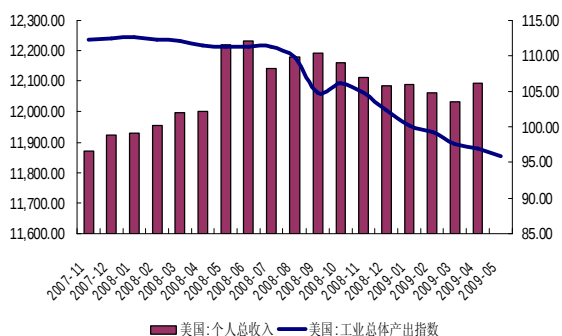


图 7: 美国新屋和成屋销售都出现反弹

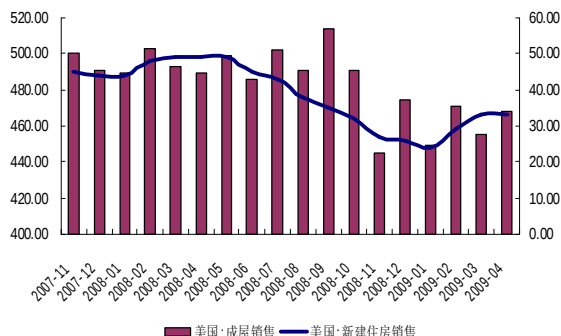


图 8: 欧洲地区进口贸易正在恢复, 但失业率仍在上升

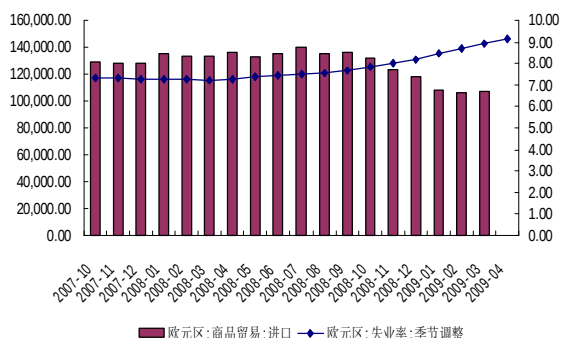
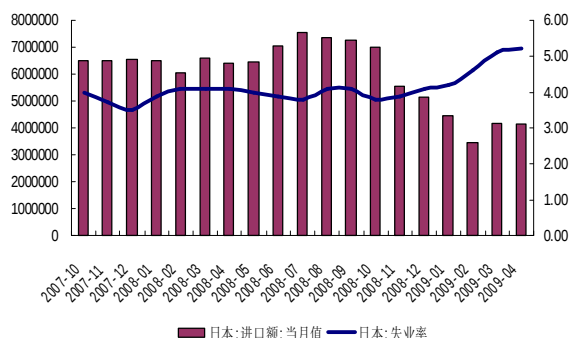


图 9: 日本进口贸易和失业率数据仍在恶化, 但速率放缓



资料来源: wind 国联证券

金融属性：原油作为大宗商品，还具有投资价值。由于各国大量供给流动性，资本市场普遍预期近期可能出现通货膨胀。特别是美国连续发行国债，而美联储又已发行货币的方式大量购买，导致全球市场中美元流动性过剩，未来美元贬值概率很大。一方面原油以美元来计价，另一方面在通胀预期下，投资者为规避风险，也会将资本向大宗商品转移，双重作用下，原油价格在下半年继续上涨的概率很大。

图 10：美元流动性过剩，美元未来继续贬值概率很大



数据来源：wind 国联证券

原油的上涨势必将改变下半年化工行业的投资方向，我们认为在油价上涨预期下，可以归纳出三条投资方向：

- 1、原油涨价预期下，替代型能源企业市场需求和价格上涨，盈利提升。
- 2、原油价格上涨，煤化工成本优势再次显现。
- 3、油价上涨，将导致石化类下游化工品价格的普涨。

(二) 通胀下的投资

通胀的问题，在各国为拯救经济危机，给市场大量注入流动性时就已经埋下。各国通常的做法，一是降低利率，二是通过数量扩张政策，不断给市场注入流动性。

以美国为例，为解决银行有毒资产，美国政府采取扩大货币供应量，给金融系统大量注入流动性。美联储在今年3月宣布将最多再购入3000亿美元国债的计划。而抵押贷款相关证券的购买计划则从8500亿美元上升到1.45万亿美元。除美国外，在上半年英国、日本和欧洲央行，也公布了自身的债券购买计划，大幅提高市场货币供应量。

而实体经济部分数据出现回暖，全球股市大幅反弹，原油价格和其它大宗商品价格出现一轮涨势都表明，资本市场对未来通胀的预期在加大。我们认为

这种预期会随着经济的转好，更加强烈，将是未来资本市场一个重要的投资方向。

图 11：国际黄金价格最近一年走势图



图 12：国际银价格最近一年走势图



图 13：国际铜价格最近一年走势图

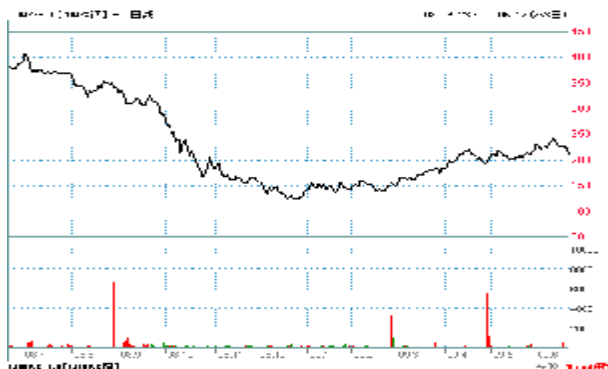


图 14：国际铝价格最近一年走势图

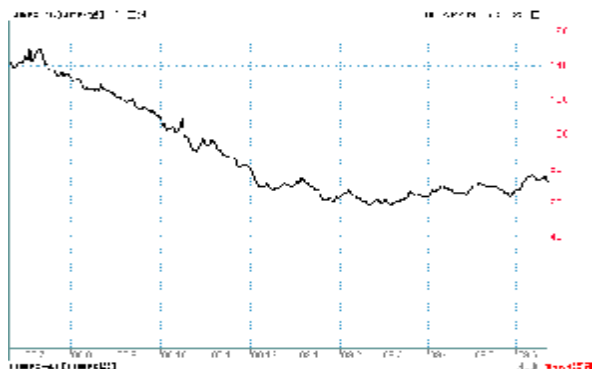


图 15：国际大豆价格最近一年走势图

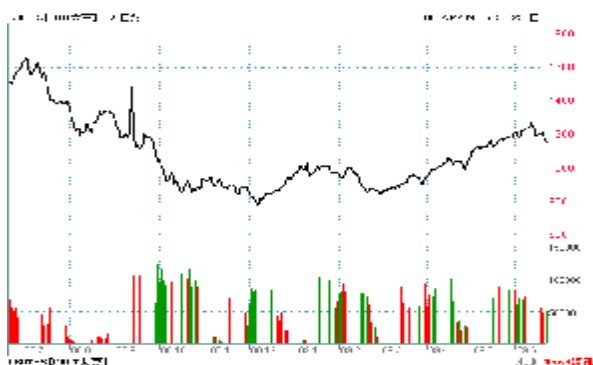
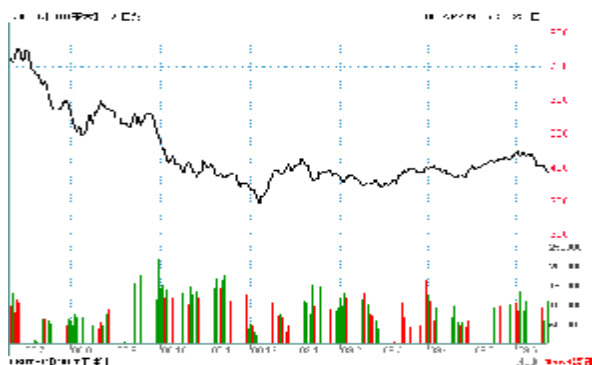


图 16：国际玉米价格最近一年走势图



资料来源：wind 国联证券

从上面的图中，也可以看到大宗商品在通胀预期下已经开始启动。在这样的投资思路下，我们认为未来资源类股票将是很好的投资标的。

二、相关子行业和公司投资机会分析

(一) 成品油、天然气涨价预期下的能源替代型公司

我们认为，09 年下半年油价上涨预期、国内成品油定价机制改革的落实以及未来天然气定价机制改革的出台，国内汽油、天然气等国内传统能源的价格正逐步与国际市场价格接轨，这改变了长期以来国内成品油、天然气价格低于或滞后于国际市场价格的状态，而这与其构成竞争关系的替代能源（液化石油气、甲醇、二甲醚等）来说则大大增强了替代能源的竞争力，从而提高了替代能源行业 and 公司的盈利能力。

基于上面的逻辑，我们重点挖掘 09 年下半年相关受益的能源替代型公司。

1、清洁能源进口 LPG 提供商---东华能源

公司主营是进口工业用和车用高纯度液化石油气(LPG)加工及销售业务，是华东地区最大的高品质工业燃气供应商。液化石油气是清洁能源的代表之一，进口液化石油气由于热效率高，广泛应用于工业燃气领域。在汽车燃料方面，国内部分城市和地区也在不断进行推广。

我们认为，09 年公司进口 LPG 业务景气度已反转，进口 LPG 业务盈利能力大幅提升。判断依据主要以下几点：

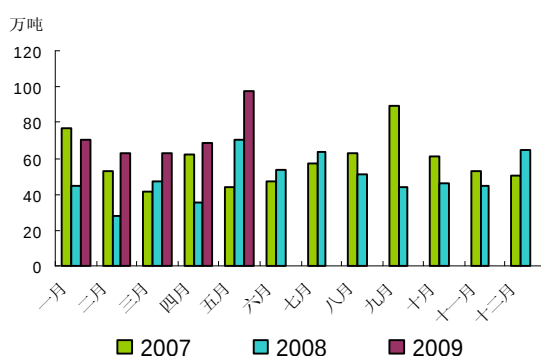
a、国际原油价格大幅下跌、运输费用的下降，使国际 LPG 价格较其他燃气的价格优势逐步显现，08 年四季度出现过国际 LPG 低于国产 LPG 的情况(如图 3)，这使得质量明显优于国产 LPG 的进口 LPG 的市场吸引力明显增加，国内企业进口积极性大幅提升，图 17 可以看出，09 年前三个月，国内进口 LPG 数量与 08 年同期相比快速增长，预计 4 月份国内 LPG 进口量还会继续增加。

图 17: 2008 年华东国产、进口 LPG 均价走势



资料来源: wind 国联证券

图 18: 09 年上半年国内进口 LPG 数量快速增长



b、随着我国对于成品油价格的改革，国内油价与国际油价逐步接轨，这对于石油的替代能源 LPG 来说无疑提高了其竞争优势。此外，油价的上行，将使石油液化气步入上行通道，在合理范围内，企业盈利能力增强。

c、长期受政府管控，价格较国际偏低的国内天然气价格，预期随着 09 年下半年、10 年初天然气定价机制改革的出台。近期市场传闻，国家发改委已经上报了天然气价格改革方案，未来拟以国际原油价格为基础，同时考虑附加条件来为天然气定价。目前来看，国内从海外进口液化天然气（LNG）时，都是约定与原油价格挂钩，这也是国内天然气价格要和原油价格接轨的出发点。

我们认为，国内天然气价格逐步上调已是必然趋势，这对于与天然气存在竞争关系的进口 LPG 来说，不仅在工业燃气领域能够巩固并扩大市场份额，还将在民用和汽车能源等其他领域争夺燃气市场份额。

同时，公司 20 万立方储罐项目于今年 2 月正式建成，并对外开始试运营。公司目前 20 万立方的储罐，全负荷运营时，参考长江国际的化工仓储业务，我们预计东华能源的年中转量在 200 万吨左右。公司 09 年的目标是达到 20 万吨的年中转量，我们判断这是较为保守的一个预期。预计 10 年达产后，化工仓储业务将为公司带来可观而稳定的利润和现金流。

此外，公司为提高公司 LPG 的销售规模，增加新盈利点，公司积极推进液化气加气业务，我们认为，与公司现有业务相比，加气站规模较小，目前还无法形成有力的补充。但长期来看，随着国家对新能源动力汽车支持力度的加大，公司加气业务的前景相当广阔。

值得一提的是，公司目前正发挥贸易、仓储和物流配送优势，实施多元化经营战略，09 年重点发展再生资源（废钢进口加工和物流配送）业务，拓展 LPG 应用。我们认为，该业务的拓展符合公司自身的企业特点。再生资源进口加工业务的拓展前景较为广阔，我们看好公司在该业务领域的发展前景。

综上所述，我们认为，公司依托自身的加工贸易、和仓储物流以及多年积累的海外资源、渠道优势，积极拓展延伸 LPG 产业链，并向符合未来发展趋势、节能环保的废钢进口加工贸易拓展，前期募投的化工仓储业务 09 年开始贡献利润，未来达产后（我们预计在 10 年以后）将使公司盈利能力增长一倍以上。根据工业燃气业务特性，我们判断公司业绩的提高将在今年 3、4 季度体现出来。我们认为，该公司将是下半年较好的投资标的，给予公司“推荐”的投资评级。

（二）被市场冷落的煤化工

煤化工行业属于石油替代型产业，08 年下半年油价从高位跌到谷底时，煤化工类上市公司成为机构投资者争相抛售的对象。即使现在，看好煤化工板块的也并不多。但是随着油价的逐渐反弹，我们基于以下一些理由认为，煤化工企业的投资吸引力将在下半年显现。

- （1）中国是产煤大国，随着油价的不断上行，煤化工的成本优势将重新显现；
- （2）目前煤化工企业处于低谷时期，股价和估值相对大盘都较低；
- （3）煤化工上市公司一般都位于资源地，有煤炭资源注入预期。
- （4）对于煤化工行业，投资者除要看油价趋势外，还需进行相对价格的比较。

以 PVC 行业为例，油价上行，推动前期有成本优势的乙烯、EDC 等石油法 PVC 企业原料价格上升，电石法 PVC 企业的成本优势开始重新显现。

表 1: PVC 生产成本

乙烯：760 美元/吨	EDC：400 美元/吨；
VCM：655-660 美元/吨	电石：2725-3025 元/吨
乙烯法（进口 EDC 和乙烯）：810.6 美元/吨（6478 元/吨）	
乙烯法（进口 VCM）：6302-6343 元/吨	
电石法（电石外购，100%开工）：5587-6539 元/吨	

资料来源：国联证券 化工易贸

综合分析，我们认为，在当前油价上涨以及未来通胀预期的背景下，下半年煤化工行业整体都会有一定的投资机会，可以适当关注。建议关注的标的公司为丹化科技、st 金化。

1、丹化科技—乙二醇龙头企业，成本优势明显

原油价格上涨使得煤化工成本优势显现，丹化科技是国内首个煤制乙二醇企业，主要生产原料为价格低廉的褐煤，生产成本锁定，成本和技术优势保证公司业绩的长期增长。

由于我国是“富煤缺油少气”的国家，煤炭储量丰富，价格低廉且供应稳定，采取 CO 催化偶联(草酸酯)法制备乙二醇，较当前主流方法具有成本优势。公司募投项目位于内蒙通辽，当地具有易于开采的煤矿。主要原料褐煤仅 100 元/吨，生产成本很低。当前，公司测算出的完全生产成本在 2625 元/吨（财务费用除外），成本和技术优势较国内外乙二醇生产企业非常明显。

目前国内市场中乙二醇生产基本在盈亏平衡点徘徊，即意味着在当前油价

下乙二醇的生产成本在 4000 元/吨。上半年，乙二醇价格有所反弹，国内乙二醇均价在 4300 元/吨左右，按此计算，丹化乙二醇的毛利在 38%以上。我们认为，随着未来油价的进一步上涨以及通胀预期，下半年将推升乙二醇的价格继续走高，而公司的生产成本已经锁定，预计 09，10 年的业绩有望超出市场此前的预期，给予“推荐”的投资评级。

2、ST 金化—资产注入预期、或将成为大型煤化工企业

公司目前主营业务为 PVC 业务，但公司的实际控制人河北冀中能源集团旗下非煤资产丰富，既有钾碱、三氯氢硅、电池和玻纤等业务，也有大量煤化工资产。冀中能源集团旗下共有两家上市公司——金牛能源（000937）和 ST 金化（600722）。我们认为，未来集团将金牛能源定位于大型煤炭企业和将金牛化工定位于大型煤化工企业的思路较为清晰，近期两家公司的公告也能看出端倪。我们判断，未来相关资产有望逐步注入到 ST 金化，只是在注入资产的内容和时间都存在着不确定性。

2008 年 7 月，ST 金化公告，公司计划通过向金牛能源和邢矿集团定向增发不超过 20000 万股，并以此次非公开发行的股份购买金牛能源下属邢台金牛玻纤有限责任公司 100%的股权及与公司相关的不超过 40000 万元流动资产和邢矿集团金牛钾碱分公司的全部资产；增发价格定在 6.91 元。后来因为玻纤产品和钾碱产品价格和原材料价格出现剧烈波动此次定向增发未能实施，我们认为，这次增发的举动表明冀中能源集团对于整合壮大金牛化工的意图十分明显。我们判断，未来只要时机成熟，玻纤、钾碱以及煤化工资产通过增发的方式进入金牛化工只是时间问题。

而从公司目前主营情况来看，公司控股子公司沧州沧井化工拥有 23 万吨混合法 PVC 生产装置，2008 年 3 月被金牛化工收购后于当年 4 月恢复生产，受益油价下跌，主要原材料 EDC 价格大幅下跌，09 年一季度，公司 PVC 的生产成本较电石法 PVC 有明显的成本优势、且混合法 PVC 产品质量优于电石法 PVC，从公司 09 年一季度报告看，公司营业收入达到 28534 万元，营业成本为 26374 万元，毛利率达到 7.56%，相比去年已经有了很大幅度的改善。我们判断，未来随着油价的上涨和通胀预期，下半年 PVC 价格将继续稳步上扬，09 年全年，公司 PVC 业务扭亏为盈的可能性非常大。

我们认为，公司 09 年现有主营 PVC 业务有望实现扭亏为盈，尽管公司未来注入资产的内容和时点具有较大的不确定性，但考虑到冀中能源集团煤化工资产注入的强烈预期，建议投资者重点关注下半年公司的情况。

（三）能源价格上涨关注受益节能减排化工企业

尽管全球经济依然处在金融危机的阴影之中，但 2008 年不断发生的极端天气，却在时时刻刻的提醒我们，全球气候正在持续的变暖。中国从 2008 年初的雪灾、到之后南方的洪水、再到今年的大旱，极端天气状况频频发生，无疑给我们敲响了气候的警钟。唯有发展建立在低碳排放基础上低碳经济，才是人类可持续发展的必然选择！结合我国目前的实际情况（工业化进程和碳排放总量继续增加），以及各项技术的投入成本和技术成熟度，我们认为中国低碳经济模式按重视程度由高到低应该是节能技术（提高能源利用效率）、可再生能源及核电、林汇、碳捕获及封存。

而从化工行业来看，我们看好化工新材料企业在节能减排特别是建筑节能领域的发展前景，重点推荐化工新材料企业烟台万华和苯乙烯生产企业双良股份。

1、烟台万华—国内建筑保温节能材料的领军企业

公司是国内新材料行业龙头企业，是中国唯一拥有聚氨酯原料 MDI 生产技术自主知识产权的企业，拥有烟台、宁波两个生产基地，目前产能 50 万吨/年，是亚太地区最大的最稳定的 MDI 供应商，08 年在国内市场占有率超过 1/3。

我们认为短期来看，海外市场的拓展将为公司未来 1-2 年 MDI 销量稳定增长提供保证。公司提前 6-7 年开始布局全球市场，凭借其产品质量优势（在美国，公认 MDI 质量最好为万华和拜尔；在欧洲，MDI 质量最好为万华和巴斯夫，而万华的价格较其他公司价格还要贵。），经过多年海外市场的探索，目前已经进入收获期，公司 09 年至今 MDI 出口出现了跳跃式增长。目前美国 MDI 市场容量为 120 万吨/年，欧洲为 130 万吨/年，而公司 08 年在美国和欧洲的销售量仅分别为 3-4 万吨，市场前景广阔。另外，东南亚、俄罗斯等国家对于 MDI 需求较好，也是公司着力开拓的市场。

可见，公司短期 MDI 销售增长将依靠海外来市场，而依靠海外市场的拓展，公司仅仅能实现稳定增长。未来要实现公司的新一轮快速成长，长期来说，需要看国内政府对于建筑节能规范是否会出台强有力的规范细则，和坚决地执行力度。从近期国家出台的建筑节能方面的政策规划，可以看出，政府关于建筑节能的政策正逐渐量化具体化。我们认为，尽管短期建筑节能政策执行会遇到多方面的阻碍，但是随着政府关于建筑节能政策相对以前进一步量化和深入，我们预计将拉动国内 MDI 需求量较快增长，带动行业景气度提前恢复。

我们认为，烟台万华作为国内新材料行业的龙头企业，技术创新能力是核心竞争力万华有着中国聚氨酯行业最具权威的实验室-国家认可实验室，其出

具的检测报告能被全世界 30 多个国家和组织相互承认；烟台万华目前技术研发人员已占公司员工总人数的 15% 左右，研发中心拥有七个研发部门，拥有博士 20 人，硕士 120 多人，为国内外客户提供优质的技术支持和售后服务。目前，公司依托光气化和加氢这两个技术平台进行横向多元化发展，公司即将开发出的新产品 HMDI、ADI、HMDA、PC 等市场前景广阔。

我们看好拥有技术、规模、服务等众多优势的烟台万华未来的长期发展。出口增长、建筑节能进入加速期都将保障公司未来两年主营业务 MDI 销量的增长，给予“推荐”的投资评级。

2、双良股份—余热利用龙头企业、09 年受益苯乙烯产品大幅涨价

公司目前主营业务主要分为两大类，一是以原中央空调为源头的制冷换热业务，目前主要分为三块：1 溴冷机业务，2 热交换器业务，3 空冷机业务；二是以苯乙烯和苯胺生产为主的化工业务。

公司溴冷机业务分为民用和工业用两类。其中，民用领域溴冷机是吸收式中央空调的主体设备。90 年代，由于电力供应的紧张，吸收式空调业务曾获得快速发展。但随着国内电力供应紧张形势的缓解，民用吸收式空调业务处于萎缩状态。而公司工业用溴冷机在国家节能减排政策的推动下，正处于高速扩张期。公司工业用溴冷机主要分为两种类型，余热型溴冷机和标准型溴冷机。公司是目前国内唯一一家拥有余热溴冷机技术的厂商。在突破氮肥企业余热利用技术后，公司目前正在积极拓展聚酯行业和多晶硅行业的余热利用技术，我们预计在这两个行业，公司以余热利用技术为媒介，以溴冷机为基础的热交换系统订单数量将快速增加。

公司空冷机业务主要是为电站提供热交换设备，该行业进入门槛较高。许多电厂均要求为其提供大型空冷器设备的厂商必须拥有大型电站空冷器设备正常运营的先例。公司在 07 年为河北国华定州发电有限责任公司提供 $2 \times 660\text{MW}$ 超临界电站空冷器，意味着此设备在正常运营半年后，公司将获得大型电厂对公司技术的认可，迈入国内大型空冷器市场的门槛，对公司空冷器业务的发展有划时代的意义。据了解公司目前签订的空冷器订单在 10 亿左右，其中 09 年 6 个亿，业务将能比 08 年增长 3 倍。

公司化工业务苯乙烯产品，在原有利士德一期 21 万吨苯乙烯产能基础上新建二期苯乙烯 21 万吨产能，二期产能已于 2008 年 4 月投产，目前公司拥有总产能 42 万吨苯乙烯，居国内苯乙烯产能第三，仅次于中海油壳牌石化 56 万吨、上海赛科石化 50 万吨产能。

进入 2009 年以来，受益于汽车产业振兴规划、家电下乡、建筑节能政策推广，苯乙烯下游 ABS、PS、SBR、EPS 等需求恢复迹象明显，较好的利润利于这类厂家转移成本，从而支撑了苯乙烯价格上涨。在外盘苯乙烯价格强劲

反弹的带动下，和上海赛科意料之外和计划之中的苯乙烯装置停产、检修，以及国内外苯乙烯相关下游产品在去库存化之后进行的补库存，拉动了对苯乙烯的需求，导致国内苯乙烯迅速上涨，而苯乙烯原料纯苯、乙烯价格上半年反弹幅度低于苯乙烯的反弹幅度，因此我们认为，公司 09 年苯乙烯业务毛利率将有较大幅度提升。而相对于 08 年全年苯乙烯亏损，盈利能力将超过预期。

我们认为，2009 年公司的苯乙烯业务相对于 2008 年将扭亏为盈，盈利超预期，而公司余热利用溴冷机、空冷器未来成长空间广阔，公司业绩将有很大提升，给予“推荐”的投资评级

（四）受益通胀的化工资源类企业和纺织化工金融服务提供商

1、受益通胀的化工资源类企业

油价上涨和通胀预期，将推动下半年上游化工原材料价格继续反弹，从而提高市场对化工行业的盈利预期，公司股价带来阶段性的上涨。我们认为，这是一个涉及化工行业的整体性机会，相关化工基础原材料的生产企业都可能因为产品价格上涨，而出现股价阶段性上涨的机会。磷矿资源的稀缺性使我们长期看好磷资源的投资机会，建议投资者关注精细磷化工龙头企业澄星股份。

澄星股份——磷矿电一体化的精细磷化工龙头企业

化工行业是典型的周期性行业，业绩波动起伏大。特别是在经济转型和资源价格暴涨暴跌的背景下，企业的盈利能力被大幅压缩。向上下游延长企业产业链，在企业内部形成一体化的产品体系，是保证企业在利润环节向上游转移过程中仍能获得稳定收益的必然选择。

磷化工行业中，磷矿石和电力价格占据了产品成本中较大的比重，企业向上游的一体化进程将能抵御上游成本增长带来的压力。而企业向下游的一体化进程，则能使企业实现技术升级，规避国家政策风险。因此，长期看，这样的企业必然具有良好的前景。所谓磷矿电一体化，就是指磷化工企业自身拥有磷矿、电力供应（其主要只小水电）等基础原料，来降低自身生产成本的一种结构模式，这种结构模式在国内的磷化工产业只有少数几个企业形成规模，而澄星股份是其中之一。

公司目前已经具备了从“矿山（磷矿、煤矿）-电力-黄磷-精细磷化工系列产品-磷化工产品物流配送”完整的产业链。其产品磷化工行业中具有很强的成本和质量优势，很明显的例子是随着 08 年四季度黄磷价格的大幅下跌，目前黄磷价格已跌至大部分中小磷化工企业的成本线，而澄星凭借其一体

化的成本优势，黄磷产品仍然维持 20%左右的毛利空间，其已完全能够抵御经济波动周期中化工产品暴涨暴跌的风险。

公司已经在云南地区获得 1.26 亿的磷矿资源储备，其中 7000 万吨具有采矿权，而另外的 6000 万吨左右拥有探矿权，且未来仍有获取磷矿资源的可能。公司目前的磷化工深加工产品包括磷酸、磷酸氢钙、三聚磷酸钠等技术含量较高的下游产品。其中，公司磷酸产能在 50 万吨左右，均达到食品级标准，有效规避了国家特别关税对磷化工产品的限制。未来公司将继续增产磷酸产能 24 万吨，将进一步提高公司在磷酸市场中的地位。公司牙膏级磷酸氢钙产品是中高档牙膏用磨擦剂，主要供应高露洁、黑人等国内外知名牙膏品牌，市场占有率在 90% 以上。

我们看好公司磷矿资源的长期价值、磷矿电一体化的成本优势和公司在磷酸和磷酸盐深加工领域的巨大技术和市场优势，以及对公司未来产能扩张的预期。预计下半年油价上涨和通胀预期，黄磷价格将继续反弹，公司未来成长性仍然较为明确和盈利能力较强。

2、受益通胀的纺织化工金融服务提供商

我们认为，下半年油价和通胀预期会推升资源品价格，而随着价格的上涨，市场分歧逐渐增大，企业套期保值的动力也会得到增强，这对于提供大宗商品交易平台服务的企业来说是无疑是一个很大的利好。建议投资者重点关注具有轻资产、高增长盈利模式的纺织品大宗交易金融服务提供商东方市场。

东方市场— 纺织行业的金融服务提供商

公司业务包括有形和无形市场两块。

无形市场业务主要包括：交易所运营、仓储物流、专业网站运营以及成立产业投资公司从事衍生的金融服务，其中交易所运营为公司未来最核心、成长性最好的业务，其它业务均以此为发展基础。公司设立了全国首家大宗纺织品网上交易平台“东方丝绸市场交易所”，收购绸都盛泽电子商务公司拥有的绸都网及经营性资产，收购物流公司的托运平台和仓库，与苏州国发设立纺织产业投资基金。其盈利模式是以东方丝绸交易所为平台建立大宗纺织品网上实时交易平台，通过为客户提供交易交收服务收取手续费，逐步推动纺织品交易形式向电子化、网络化发展，建立纺织品编码和标准体系；集中进行物流仓储和质量检验检测，以交收服务带动仓储物流业务，在仓储物流基础上开展仓单质押监管服务，产业投资公司尽管短期尚不能为上市公司带来明显效益，但将通过振兴当地经济、培育纺织行业优质企业，维护吴江盛泽的市场繁荣，有效支撑交易所业务。

有形市场业务包括房地产业务、循环经纪业务和油田开采业务。公司通过

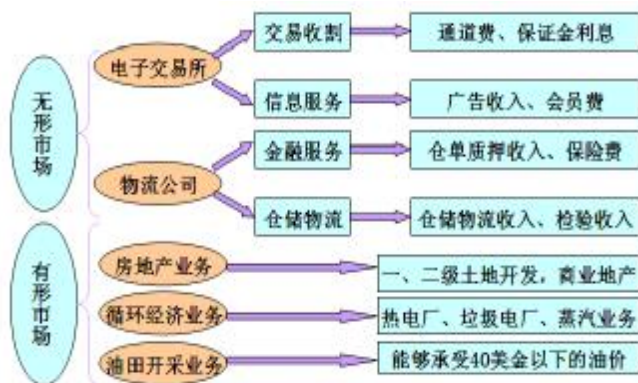
持有土地房产资源取得收入的方式有三种：土地开发、房地产开发和营业房租售，而一级市场土地开发仍是公司盈利主要来源，公司现有 1000 亩的工业用地，工业地转商业地，公司对其拆建改建之后，所产生的增值部分将归上市公司所有，这个项目是配合政府的改造项目，盈利相对是有保障的。预计随着上半年房地产行业 and 纺织行业的逐渐复苏，房地产业务将逐渐好转。

公司循环经济项目包括热电、垃圾焚烧发电、后整理示范区厂房出租三块业务，盛泽地区聚集了 2000 多个纺织生产企业，对汽、水、电有非常稳定的需求，而吴江市的蒸汽管网目前只允许公司发电厂使用，实际就是垄断了盛泽地区的蒸汽供应，因此盛泽热电厂一直是公司优质资产。而公司垃圾焚烧发电项目系吴江市政府项目，该项目不添加煤，而是将垃圾发酵，少量添加重油，目前吴江市政府给与其 95 元/吨垃圾的补贴，同时其电价比一般电价高 0.25 元，该项目未来预计贡献稳定收益。

而公司控股的松原油田开发面积 1.49 万平米，含油面积 0.77 万平米，地质储量 278.57 万吨，开采年限 12.5 年，已开采油井 70 口，日产油量 70 吨以上，2009 年度准备完成新井开发 20 口。公司称油价在 40 美金以下仍能撑得住，前期油价低位处于限产状态，预计随着油价逐步反弹，公司将逐步加大石油开采。

我们认为，公司未来核心业务的电子交易所业务成长性较好，但是房地产业务和循环经济业务对业绩影响较大，未来土地项目和房地产项目是否按计划完成较为关键。从成长性来看，公司核心发展的交易所业务未来两年增长超过 80%，未来三年公司复合增长率达到 40% 以上。考虑到下半年通胀预期，交易所交易套期保值业务交易量价齐升，以及国内房市和土地价格升温，利好公司房地产业务，给予推荐的投资评级，建议长期关注该公司的电子交易所模式的发展。

图 10：公司盈利模式：



数据来源：国联证券

(五) 投资组合

表 2: 化工行业投资组合一览

代码	公司名称	每股收益			收盘价	市盈率			投资评级
		2008A	2009E	2010E		2008A	2009E	2010E	
002221	东华能源	0.15	0.3	0.38	8.52	56.80	28.4	22.42	推荐
600475	丹化科技	0.21	0.68	1.12	18.3	87.14	26.91	16.34	推荐
600722	ST 金化	-3.54	0.2	0.36	5.34	N/A	26.70	14.83	推荐
600309	烟台万华	0.91	0.86	1.06	15.81	17.37	18.31	14.86	推荐
600481	双良股份	0.16	0.59	0.75	10.72	67	18.17	14.29	推荐
600078	澄星股份	0.2	0.4	0.5	7.79	38.95	19.48	15.58	推荐
000301	东方市场	0.14	0.22	0.31	5.24	37.43	23.82	16.9	推荐

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。