

行业研究

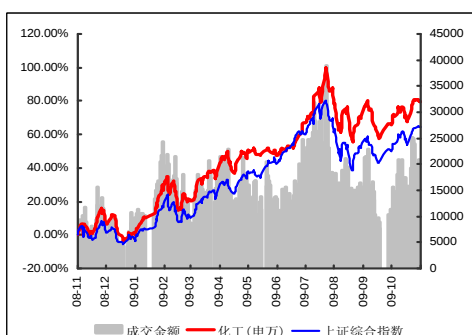
石油化工

寻找 2010 年化工行业的蓝海

2009 年 11 月 30 日

评级：优异

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。

化工行业 2010 年年度策略报告

摘要：

- 2010 年化工行业将延续从 09 年开始的复苏，但是与市场乐观情绪相比，我们认为这一过程将是渐进的和反复的，产能过剩问题将给复苏进程带来不小压力。
- 对于行业，我们给予以下四个判断：
 1. 油价将在振荡中缓慢上行；
 2. 产能过剩短期内不会被消化，中东低价石化产品和国际贸易壁垒将给化工行业带来冲击；
 3. 投资拉动转向消费拉动，靠近消费终端的企业机会更大；
 4. 行业整体缺乏政策性机会，但是不排除政府在其它领域实行的政策将惠及部分化工企业，重点关注节能减排和“三农”政策带来的政策性机遇。
- 基于以上思路，在策略选择上，将挑选这样一些品种：第一产能并未过剩，或是还需要进口的产品。在油价上涨和需求恢复的过程中，这些产品价格上涨的概率较大；第二寻找具有资源和成本优势的企业，这些企业在未来残酷的竞争中更容易赢得生存优势，并获得发展；第三受益于国家政策和产业调整方向的企业，这些企业容易摆脱行业整体的低迷，走出独立的行情；第四受益于消费复苏，并靠近消费终端的企业。
- 主要策略方向：
 1. 节能减排受益企业，标的公司双良股份、烟台万华、红宝丽和江苏国泰；
 2. 农化行业，标的公司诺普信、扬农化工和湖北宜化；
 3. 煤化工行业，标的公司丹化科技和皖维高新；
 4. 磷化工，标的公司澄星股份；
 5. 消费受益企业，标的公司上海家化和浙江龙盛。

引言：对化工行业的基本判断

经历了 08、09 年的萧条以后，2010 年化工行业将会延续 09 年开始的复苏进程。与市场的乐观情绪相比，我们认为这一复苏过程将会是反复的、渐进的，尤其是近两年我国化工行业产能过剩，将会给复苏带来不小的压力。

我们对 2010 年化工行业的预测将基于以下一些判断：

1.从成本角度，油价继续在振荡中缓慢上行，这对化工行业来说喜忧参半。喜的是，油价上涨，将可能带动下游产品价格上升。忧的是，许多化工子行业产能过剩，在供需失衡下，成本的上涨并不意味着产品价格一定上涨，甚至毛利空间反被上升的成本压缩。

2.产能过剩短期内不会被消化，国外产品尤其是中东低价产品将给化工行业的未来，带来长期的冲击。化工行业一直是产能过快增长的重灾区，虽然政府已经着手去产能化的进程，但这是一个很长的过程。特别是在部分子行业，产能过剩问题，将长期存在。因此，我们在选择投资品种时，更倾向于选择那些国内产能不足，生产进口替代型产品的企业。

3. 我们认为 09 年国内经济复苏政策将从投资拉动向消费拉动转变。而这一过程中，更贴近于消费终端，甚至本身就具有消费产品属性的化工企业将是最大的受益者。

4.国家政策对企业的意义毋庸置疑。但由于行业产能过剩严重，政府对化工行业的整体政策将以调整为主，缺乏整体性的政策机会。但是我们并不排除政府实行的其他政策会惠及部分子行业。在各类政策性机遇中，我们将集中关注与节能减排和“三农”政策相关的化工企业。

1.油价在振荡中缓慢上行

国际油价是由一个涉及全球经济、政治的极其复杂的均衡机制决定的。石油消费量和供给量、全球经济恢复情况、美元汇率、全球原油库存（尤其是美国原油和成品油库存）、替代能源发展、气候状况、突发政治和经济事件冲击以及投机资金炒作等，诸如此类因素都从各个方面影响着油价。因素的太过多样性，使预测油价近乎不可能，从历史看，也很少有机构能准确预测油价的短期波动。因此，在这里，我们将更着重于从长期的角度去寻求油价的走势规律。并试图通过对原油供给与需求、经济恢复情况以及美元汇率等几个主要因素分析，来揭示未来的油价走势——**油价将在振荡中缓慢上行。**

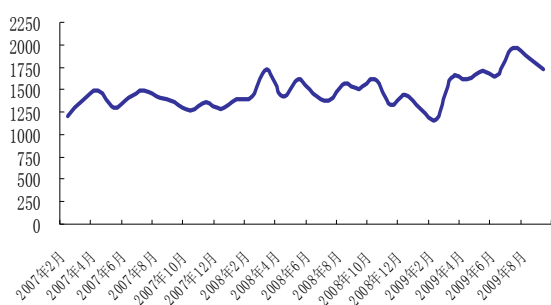
1.1 全球经济恢复，石油需求提升

世界经济最差的时期已经过去，正处于逐步恢复中。以中国和印度为代

表的新经济体国家将是拉动世界经济复苏的龙头。即使以今年来看，在经济危机的大背景下，中国经济仍实现了强劲增长，GDP 达到 8% 的目标不是问题。在 EIA 的最新预测，将 2010 年的全球原油需求预测提高了 20 万桶/每天，其中主要贡献就来自于中国和亚洲的增量。而实际数据也支持这一观点，从图表 1 可以看到，在 09 年中国原油月度进口也保持着较快增长。

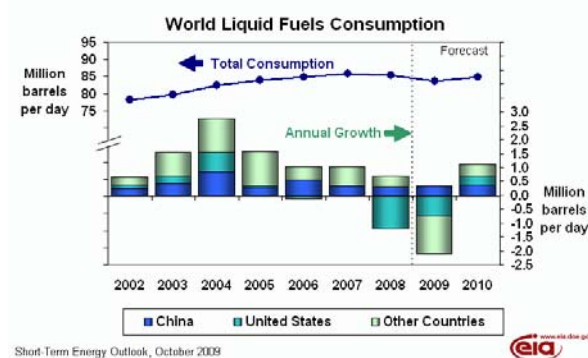
除中国外，美国和欧洲地区尽管复苏缓慢，但经济数据上还是表现出了积极的迹象。综合判断，我们认为原油需求的上升，是确定性事件，也是推动油价上涨的重要基本面因素。

图表 1: 国内原油进口量保持增长



数据来源: wind 国联证券研究所

图表 2: 美国EIA对原油需求最新预测



数据来源: EIA 国联证券研究所

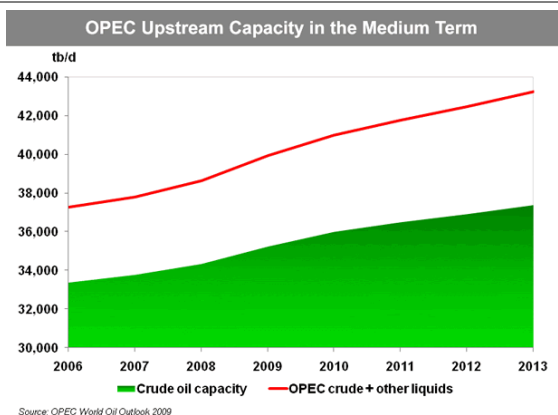
1.2 供给产能大幅提升，但受制政治和OPEC因素，产量提升有限

国际原油的供给主要由 OPEC 国家主导。OPEC 国家依靠其占到世界 3/4 的原油储量和低廉的原油开采成本，以及协调一致的限产行动直接影响世界原油的供给量。

08~09 年，全球原油产能保持了一定增长速度。但这部分产能的增长主要集中在 OPEC 国家。对于非 OPEC 国家，虽然俄罗斯等国家产油能力有所上升，但是墨西哥和北海油田产量都有减少的迹象，我们认为未来非 OPEC 组织提高产量的潜力不大。

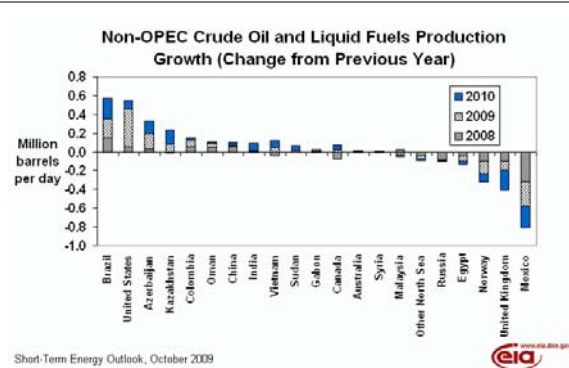
从历史看，为保证自身利益，OPEC 向来有通过下调产量保持价格的传统。而从政治上考虑，OPEC 组织以伊斯兰国家为主，其几个主要核心国家如伊朗、叙利亚、委内瑞拉等，与美国为首的西方国家长期处于政治敌对状态。它们更希望通过提高油价冲击美国经济。因此，我们判断 OPEC 国家原油产能虽然保持一定的增长速度，但其不会通过提高供应来使市场失衡，未来原油市场供需仍将保持基本平衡。

图表 3: OPEC国家原油产能稳定增长



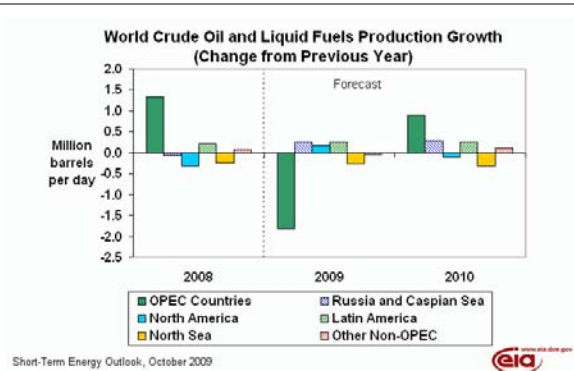
资料来源: OPEC 国联证券研究所

图表 4: 非OPEC国家石油产量增长情况预测



资料来源: EIA 国联证券研究所

图表 5: 在金融危机中, 大幅削减产量的是OPEC国家



资料来源: EIA 国联证券研究所

1.3 通胀释放、美元汇率下跌以及投机因素将使原油在振荡中上行

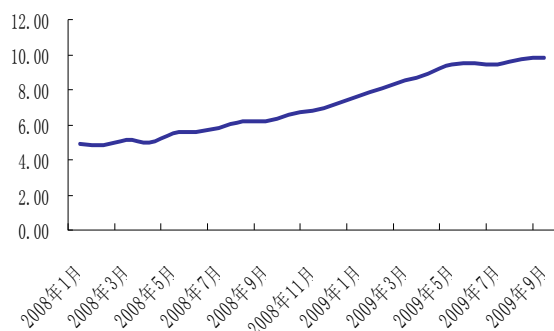
经济危机期间, 各国政府通过量化宽松政策, 向金融和实体经济注入了大量流动性。当经济开始复苏, 企业投资增加, 大量货币流入实体经济后, 通货膨胀是可以预见的后果。其结果必然导致以原油为代表的资源品和大宗商品价格的上涨。

目前, 对于通胀的预期已经形成市场的共识, 部分国家开始实行退出政策。而美国经济虽然已出现复苏迹象, 但还很不稳固。特别是其失业率居高不下。“无就业复苏”将给美国政府带来巨大政治压力, 因此, 短期内美国不会改变当前的政策。一旦其它国家先于美国进入紧缩通道, 意味着美元面临更大的贬值压力。而在当前原油以美元计价的体系下, 原油的金融属性将使其受到避险资金追捧, 从而使油价上涨。不仅如此, 其它大宗商品价格在油价带动下也面临巨大的上涨压力。

当然, 油价的走高不会是一帆风顺, 国际游资的套利性质将会在这一过程中助涨助跌, 从而使油价呈现反复振荡的格局。但总体判断, 油价上行的

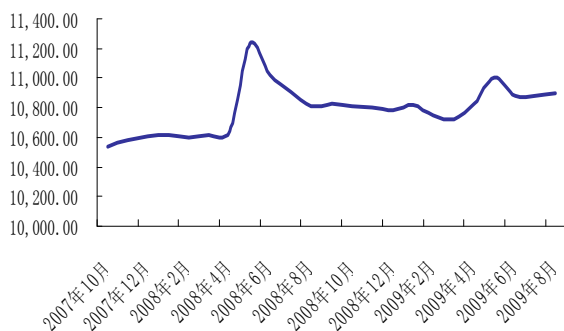
趋势是确定的。

图表 6: 美国失业率仍在攀升



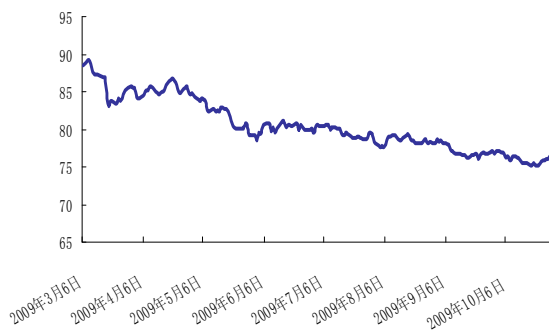
资料来源: wind 国联证券研究所

图表 8: 美国个人可支配收入没有很大起色



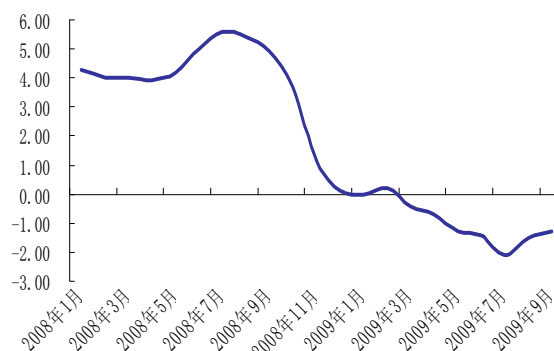
资料来源: wind 国联证券研究所

图表 10: 美元指数 10 月 6 日澳元加息后创出新低



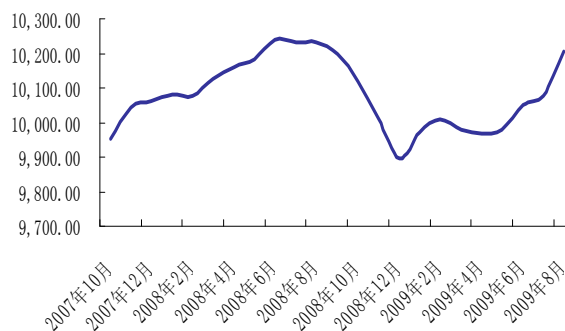
资料来源: wind 国联证券研究所

图表 7: 美国CPI指数同比仍为负值



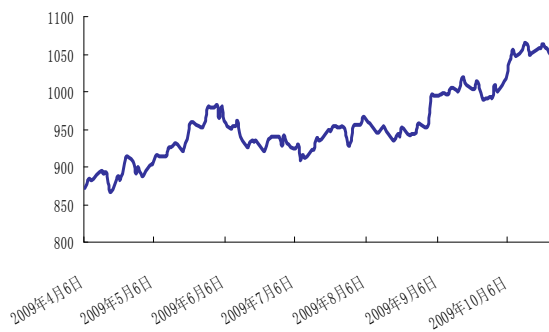
资料来源: wind 国联证券研究所

图表 9: 美国个人消费支出开始回暖



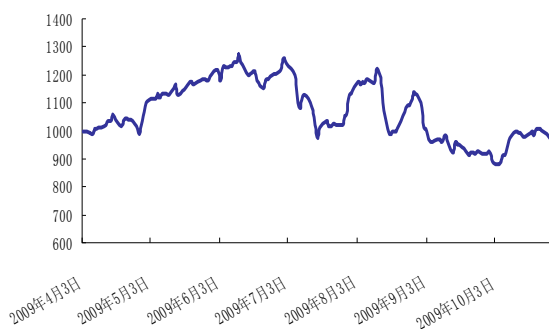
资料来源: wind 国联证券研究所

图表 11: 黄金价格 10 月 6 日澳元加息后创出新高



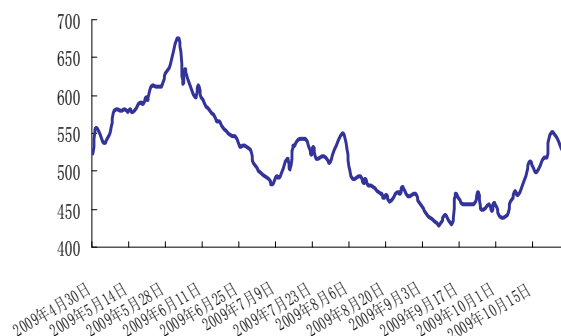
资料来源: wind 国联证券研究所

图表 12: 大豆期货在澳元加息后一度反弹



资料来源: wind 国联证券研究所

图表 13: 小麦在澳元加息前后也出现反弹



资料来源: wind 国联证券研究所

2. 化工行业在内忧外患中前行

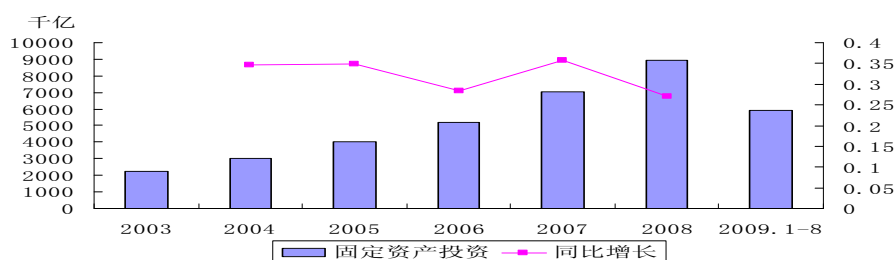
2.1 内忧: 国内去产能化道路艰辛

原油直接决定大部分化工产品的原材料价格和能源成本, 基于油价保持缓慢振荡上行的判断, 化工产品价格中长期也将保持这一趋势; 但是短期内, 决定产品价格的基本因素在于产品的原材料供给、供求关系和产能利用状况。

由于化工行业产能过剩严重, 油价上涨下, 虽然企业面临成本的上升压力, 但是其价格恢复情况仍不容乐观, 价格走势主要取决于下游需求的恢复情况。从图表 14 可以看到, 国内化工行业固定资产投资额一直保持着高速增长, 产能增速远超需求。中短期看, 产能过剩的问题将是制约化工产品价格反弹的根本原因, 去产能化道路将十分艰辛!

政策上, 我们认为国家已经对行业产能过剩问题有较充分的认识。因此, 在国务院发布《石化产业调整和振兴规划》中, 除农化产品外, 其它化工子行业都是以结构调整为主。但由于地方和企业利益作祟, 今年化工项目投资仍然增长很快。照此情况来看, 未来部分产品产能相对过剩的问题不但不能解决, 还将进一步加剧。

图表 14: 化工行业固定资产投资额



资料来源: 中华商务网 国联证券研究所

2.2 外患：中东低成本石化产品冲击亚洲，国际贸易壁垒摩擦升温

中短期看，国内面临的问题是产能过剩。而长期来看，中东地区低成本装置的投产和贸易壁垒带来的冲击更令人担忧。

中东地区油气资源储量丰富，发展石化产业条件得天独厚。中东除了拥有全球 3/4 的石油探明储量外，还拥有丰富的天然气资源。世界已探明天然气储量 146 万亿立方米，其中中东为 50 万亿立方米，占 1/3 左右。凭借其资源优势，中东地区化工产品成本优势非常明显。例如，中东地区乙烯成本最低可达 100 美元/吨，而采用石脑油路线的美国乙烯生产成本为 300 美元/吨，亚太地区乙烯成本为 320~340 美元/吨，而国内采取石脑油裂解装置生产的乙烯的平均成本则高达 530 美元，比中东地区高出 4 倍多。

依托低成本优势，中东石化产业正处于一个高速发展时期。据悉，中东一批世界级化工装置将相继于 2009~2010 年投产，同时，受自身需求所限，其 70%~80% 产品要外销。甲醇、乙二醇、聚乙烯、聚丙烯和苯乙烯等主要石化产品基本都需要出口。这将给全球石化工业带来新的市场分配和调整，并对我国产生巨大影响。我们估计从 2010 年开始，中东石化产品将会大量进入中国，行业将迎来来自海外的严峻挑战。我国的聚乙烯、甲醇、尿素等大宗化工产品将会受到严重冲击。

而出口壁垒是化工行业面临的第二个问题。经济危机使今年国内的出口出现下降。统计显示，1~8 月，全行业出口交货值同比下降 22%。其中，基础化工原料制造业下降 29.7%，化肥行业下降 26.5%，农药下降 39.3%，合成材料制造业下降 35.7%。但随着全球经济的回暖，市场预期中国出口将逐渐恢复。但是在经济复苏初期，在政治经济压力下，各国都有采取贸易保护主义的倾向。今年以来我国在国际贸易上摩擦频发，出口形势依然严峻。且近期针对我化工产品的国际贸易摩擦有扩大频发的趋势，如不能妥善解决，将使短期内出口形势雪上加霜。

内忧外患之中，我们判断国内化工行业的复苏之路将会非常艰辛。在这一过程中，国内产能相对不足，生产进口替代型产品的企业具有相对优势。而从资源的角度，能与中东低成本石化产品相抗衡的具有资源优势的煤头和气头企业也同样具有比较优势。我们在策略中将会沿着这条思路去选择一些具有相对成本优势的企业作为投资标的。

3. 下游产业复苏强劲，靠近终端消费化工品受益

回顾今年化工行业的运行情况：08 年末在前期产品价格大幅下跌后，大量化工产品跌破成本线，迫使企业大量去库存化。因此，09 年春节后，企业开始进行了一轮补库存过程，直接导致一季度化工产品整体产销量价齐升，

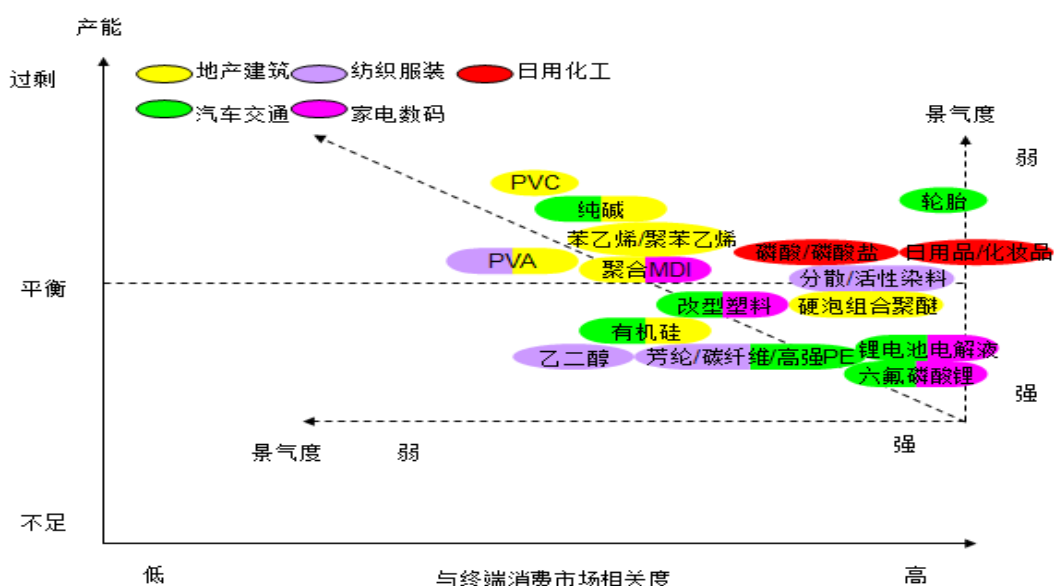
价格强劲反弹。进入二季度后，与企业开工率恢复速度相比，需求并没有如期增长，化工产品价格出现一波调整，但随后逐渐步入平缓期。三季度以后，经济平稳运行，市场对未来通胀预期推升了大宗产品价格上涨，石油价格振荡走高。成本推动下，化工产品价格总体出现反弹，但是下游需求仍然不足以支撑过剩的产能，化工品价格虽上涨呼声很高，但实际上涨幅度有限。

我们判断，未来油价上涨是大概率事件。这意味着企业成本上升。那么，需求将成为决定产品价格上涨的最重要因素。09年国家投资是拉动国内需求上涨的主导力量。但一味以投资拉动，将使国家经济增长缺乏后劲。可以预想，未来政府将会出台大量促进消费的政策。也就意味着，靠近消费品的相关行业需求增长速度将会加快。

事实上，在09年，国家就已通过出台新的房贷政策、汽车消费政策以及家电下乡政策等，拉动国民消费需求的增长。在政策推动下，这些行业今年的增长都相当令人满意。我们预计10年，国家可能出台更多的行业需求拉动政策、减税政策等促进国民消费。消费复苏将是2010年的一个重要投资主题。

一旦消费复苏，受益最大就是贴近于消费终端，甚至本身就具有消费产品属性的企业。我们认为，产品靠近相关终端消费领域，如汽车、地产和道路基建、家电、通信电子、服装纺织、农业、食品、日用品等的精细化工、新材料等企业的盈利能力将能保持快速增长。它们也将是我们10年所选择的重要投资品种。

图表 15: 产能/内需相关度框架图



资料来源：国联证券研究所

4.政策性机会的预判

化工行业最大的问题是产能过剩，因此在政策层面很难出现整体性的政策机会，未来国家将对行业采取严格的产业调控政策。但是我们并不排除政府实行的其他政策会惠及部分子行业。我们认为节能减排和三农政策，将是10年重要的主题性政策投资机遇。

4.1 节能减排唱大戏

节能减排是我们中期策略报告的重要主题。我们的着眼点就在于国内巨大的能源压力和环境压力，以及在即将召开的哥本哈根会议上，中国可能面临的国际社会压力。这些预期，在2010年同样有效。

从能源结构看，我国富煤、缺油、少气的资源格局和高速的经济发展速度，直接导致在油价上涨趋势下，国内能源成本大幅攀升。而对化工企业而言，资源和能源成本占据其总成本的大部分，企业和国家都有足够的动力去推行节能措施。

09年10月21日，国家住房和城乡建设部发布《关于征求民用建筑能耗和节能信息统计报表制度和建筑能耗统计、监测、考核实施方案（征求意见稿）意见的函》，首次将建筑节能从口号落实到具体的操作办法。特别是在意见函中，将把对建筑节能的考核纳入到对当地政府的考核中，将直接促进地方政府对建筑节能实施情况的监督。这意味着原来仅仅是概念的建筑节能市场空间将在未来被真正打开。而作为建筑节能主要原料提供者的化工企业如双良股份、烟台万华和红宝丽将是最大的受益者。我们认为除建筑节能外，动力电池、余热利用等诸多节能领域都将会迎来较大的发展机会。

4.2 对农业政策的期待

农业问题历来是国家的重中之重，凡涉及到农业生产的行业，国家在政策上也给与区别对待。在《石化行业调整振兴规划》中，国家对农化的政策，仍是以保障供应为主，对技术改造、成本降低给与一定的支持。

而且，从历年来国家农业政策的发布情况，每年的年底都是国家密集出台并调整明年农业收购和扶助政策的时间。今年10月12日召开的国务院常务会议，已明确提出明年小麦各品种最低收购价每市斤均提高3分钱，其中，白小麦每市斤提高到0.9元，红麦和混合麦每市斤提高到0.86元。同时适当提高稻谷特别是优质稻最低收购价格，并及时向社会公布。继续实施玉米、大豆、油菜临时收储政策，完善操作办法和机制。而年初的重头戏——中央一号文件也已连续六年锁定“三农”问题。

从以往的股市表现看，这段时间也均是涉农类股票表现相对较好的时期。

我们选取了近四年年初左右的数据，发现 08 年、09 年农化指数均要大幅领先于上证指数（09 年钾肥指数落后，是由于盐湖钾肥长时间停牌导致）。而 07 年氮肥、农药指数要领先于上证指数，06 年氮肥和钾肥指数领先于上证指数。因此，我们同样有理由期待在 2010 年年初，随着国家农业政策的出台，农化类企业能够获得较好的表现。

5. 化工行业的投资策略

经过前面我们对 2010 年行业状况的判断，我们的投资思路已经非常清晰。我们将挑选这样一些品种：第一产能并未过剩，或是还需要进口的产品。在油价上涨和需求恢复的过程中，这些产品价格上涨的概率较大；第二寻找具有资源和成本优势的企业，这些企业在未来残酷的竞争中更容易赢得生存优势，并获得发展；第三受益于国家政策和产业调整方向的企业，这些企业容易摆脱行业整体的低迷，走出独立的行情；第四受益于消费复苏，并靠近消费终端的企业。

5.1 节能减排受益企业

化工行业中，与节能减排相关，并能直接转化成利益的，我们看好建筑节能相关企业和动力电池相关企业。主要标的公司包括双良股份、烟台万华、红宝丽和江苏国泰。

双良股份（600481）：双良股份分业务机械和化工两大系列。机械业务以热交换处理技术为核心，紧扣节能、节水主题，衍发出溴冷机、空冷器、热交换和海水淡化四个系列。公司余热溴冷机是节能市场重要的产品，近三年该项业务一直保持着高增长、高毛利两个特征。预计 2010 年，该项业务的增长超过 40%。空冷器是公司短期内成长最快的业务之一，2010 年在大型空冷领域有望再度获得突破式的进展。我们预计其明年增长率在 100%左右。公司海水淡化项目预计年底完成，项目全部建成达产后每年形成 9 套 LT-MED/12000 吨海水淡化设备建设规模，每套设备销售金额在 8000~10000 万元，将能给公司带来巨大的收入和利润。公司化工业务现有苯乙烯产能 42 万吨，目前正在抓紧建设下游一期 24 万吨/年 EPS 项目，预计 2010 年中期投产。建筑节能材料市场空间正在打开，公司 EPS 项目的建成将能直接填补新拓展的市场空间，前景看好。而且公司日前公告出资 3000 万元认购先施科技 582 万股股权，占据该公司股本的 27.17%。先施科技是 RFID 市场的龙头企业，目前正在积极谋划上市。我们认为这笔股权投资将在未来给公司带来巨大的投资收益。我们预计公司 09~11 年的 EPS 分别为 0.60 元、0.80 元和 1.10 元，给与公司“推荐”的投资评级

烟台万华 (600309): 公司主要产品为 MDI, 是生产聚氨酯的主要原料之一。目前公司拥有 MDI 产能 50 万吨, 其中权益产能 42 万吨, 到 2010 年将扩产至 80 万吨。随着国内建筑节能市场的打开, 公司作为聚氨酯的上游原料供应商, MDI 的需求未来有望大幅增长。公司通过子公司北京科聚控股万华容威 80% 的股权, 而万华容威的主要产品聚醚多元醇是聚氨酯的另一个重要原料, 目前产能 7 万吨。这一产品将会同样受益于建筑节能市场的增长。我们预测公司 09~11 年的业绩分别为 0.80 元、1.10 元和 1.50 元, 给与公司“推荐”的投资评级。

红宝丽 (002165): 公司主营聚氨酯、异丙醇胺系列产品。目前公司具有 4 万吨硬泡组合聚醚 (实际产量可达 5 万吨), 到 2010 年该产品产能将扩展至 9 万吨, 将占据国内产能的 23%。而异丙醇胺目前具有 2 万吨产能, 到 2010 年将扩产到 4 万吨, 届时公司将成为世界上最大的异丙醇胺生产企业。此外, 公司还拥有 1 万吨水泥外加剂的生产能力。公司硬泡组合聚醚是重要的建筑节能材料, 是聚氨酯的重要原料。公司 2010 年, 主要产品产能将翻番。而建筑节能市场的打开, 将能很好的消化公司产品产能的增长。同时, 公司也在积极拓展硬泡组合聚醚在电冰箱、集装箱中的市场份额。我们预计公司 09~10 年业绩分别为 0.6 元、1.00 元和 1.25 元, 给与公司推荐的投资评级。

江苏国泰 (002091): 公司业务为纺织品和服装进出口贸易, 以及化工新材料, 锂电池电解液和硅烷偶联剂产品, 目前公司重点开发锂电池电解液的核心原材料六氟磷酸锂, 项目已处于中试到量产阶段。化工新材料业务是公司未来业绩增长点, 公司现有电解液产能 2500 吨, 新增 2500 吨年底前投产, 届时公司产能达到 5000 吨。公司另一看点在六氟磷酸锂产品, 12 月进行中试, 一旦投入批量生产将能给公司带来巨大收益。初步预计公司 2009-2011 年的每股盈利分别为 0.62 元、0.74 元、0.92 元, 给予“推荐”的投资评级。

5.2 农化行业迎利好

从历年的股市分析, 农化行业在一年年底和年初的交接之际往往有较好的表现, 主要原因在于: 1 政策上将集中密集出台对农业各种扶持政策, 特别是中央已经连续六年将三农问题作为一号文件下发; 2 冬储和春耕的影响。农资产品的需求具有很强的季节性特征, 在经历长时间的淡季后, 冬储和春耕的到来将能直接拉高农化产品价格, 给股市以刺激。特别是在今年, 国内农化产品普遍过剩, 农化产品价格基本都在成本线附近徘徊, 企业盈利很差。这也直接导致农化企业在市场表现不好, 在持续低迷以后, 我们判断农化股也有补涨的需求。主要标的公司包括诺普信、扬农化工和湖北宜化。

诺普信 (002215): 公司是国内农药制剂行业的龙头。与原药产能大幅过

剩不同，制剂企业的竞争力集中体现在销售网络。公司通过多次收购以及大量招聘销售人员、铺设网络，已经形成了全国性的销售体系。我们认为公司在 08 年底大量招收的销售人员经过一年的销售实践后，个人能力将会有大幅提高。到 2010 年个人绩效和销售收入会有加大增长，同时，公司的一系列收购行动，有利于公司迅速贴近当地市场。我们预测公司 09~11 年的业绩分别为 0.6 元、0.9 元和 1.2 元，给与公司“推荐”的投资评级。

扬农化工 (600486): 公司是国内菊酯行业的绝对龙头，并享有定价权。公司目前拥有卫生菊酯产能 2000 吨，农药菊酯产能 3000 吨。公司卫生菊酯产品在国内市场占据 70% 的市场份额，具有绝对的龙头地位。而农药菊酯占据了 30% 的市场份额。我们认为今年是公司发展过程中的一个相对低谷，但公司的长期发展潜力仍在。预计公司 09~11 年的业绩为 1.4 元、1.7 元和 2.1 元，给与“推荐”的投资评级。

湖北宜化 (000422): 湖北宜化现在的经营处于底部时期，虽销售收入有所增长，但利润大幅下滑。主要原因是公司尿素、磷铵以及 PVC 产品价格大幅下降，盈利水平在底部徘徊。但是从市场情况看，这一状况已经在慢慢好转。受出口、需求和通胀影响，尿素价格已呈现明显上升趋势。

我们认为湖北宜化最大的优势在于具有资源优势和一体化的产业链，并拥有足够的业绩弹性。在春耕之前，化肥价格出现普涨，那么湖北宜化将是一个非常好的投资标的。预计公司 09~11 年的业绩为 0.5 元、1.1 元和 1.2 元，给与“推荐”的投资评级。

5.3 煤化工行业

我们之所以看好明年煤化工的发展，主要是基于以下的理由。在油价上涨过程中，煤化工成本优势将逐渐体现。对于拥有煤矿资源的煤化工企业，一般都具有完整的产业链，能够锁定成本，而产品价格的提升将给它们带来纯收益。而另一方面，由于国际上煤化工并非主流，因此煤化工技术在国内的发展相对领先，如丹化科技煤制乙二醇技术，就是世界的首创。技术上的突破，使其更加容易获得成本优势。我们相对看好行业的龙头，标的公司为丹化科技和皖维高新。

丹化科技 (600844): 公司在建基地位于内蒙古通辽市，一期工程在建年产 20 万吨乙二醇并联产 10 万吨草酸项目。原材料为价格较低的褐煤，公司采用煤气化两步法制备乙二醇及草酸工艺，技术先进，成本优势明显。通辽金煤将是公司未来发展重点，也是未来业绩的主要增长点。

我们看好公司煤质乙二醇项目的发展前景，但这些都要等到公司一期项目顺利投产才能验证，在项目尚未投产前，我们只能耐心等待。我们认为，

如果 9 月初公司多机试产顺利将成为股价短期上涨的直接催化剂，但试产仍然需要半年左右的运行才能确定项目顺利投产。随着未来油价的进一步上涨以及通胀预期，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，如果项目进展顺利，未来成长性和发展空间巨大，给予“推荐”的投资评级。

皖维高新(600063): 公司主要产品为聚乙烯醇 PVA 及延伸产品高强高膜聚乙烯醇纤维。此外公司还拥有 240 万吨水泥及熟料生产能力，主要用于处理生产聚乙烯醇产生的电石渣和粉煤灰。年底前将陆续建成 5000 吨高强高膜聚乙烯醇纤维新增生产线和 5 万吨醋酐生产线。随着新建项目的不断完成，公司收入和盈利能力都将获得大幅提升。我们判断随着经济的回暖，公司 PVA 价格也将逐步攀升。我们预计公司 09 年、10 年和 11 年的业绩分别为 0.21，0.60 和 0.75 元，给予“推荐”的投资评级。

5.4 磷化工-----通胀预期下受益下游食品、日化、电子行业复苏

进入十一月份，枯水期来临，磷化工上游产品黄磷价格将逐步上涨，黄磷与其下游产品磷酸和磷酸盐的价格具有联动性。一般来说，黄磷价格的上涨将能带动磷酸价格的同步上涨，而磷酸盐价格要滞后 3~6 个月，但趋势向上。磷酸和磷酸盐主要应用于食品、日化和电子工业，靠近终端需求，而食品、日化行业需求相对稳定，随着经济复苏，出口回暖，预计电子工业需求将逐渐回升。黄磷价格将会上涨，磷化工公司存在投资机会，值得提前布局。

对于磷化工企业来说，对上游资源的控制程度和下游产品的精细化程度是产业链中最重要的两个环节。标的公司为澄星股份。

澄星股份 (600078): 磷化工精细化程度国内领先，食品级磷酸、牙膏级磷酸氢钙是其优势产品，公司前期在宣威、弥勒进行黄磷尾气和废渣回收利用循环经济项目以及在江阴本部利用余热发电项目。根据测算，该项目将能直接降低黄磷生产成本接近 2000 元/吨，大幅降低黄磷生产成本。此外，公司拟增发收购的雷打滩水电站，属于清洁能源，未来将使公司黄磷成本继续下降，确保公司在磷化工生产一体化水平。预计公司 09，10，11 年每股收益为 0.15，0.58 和 0.77 元，给予“推荐”的投资评级。

5.5 下游产业复苏强劲,靠近终端消费化工品受益

如我们前文的分析，我们认为，靠近终端消费化工品，未来盈利将随着内需的复苏，相关下游产业的强劲复苏、而上游原材料价格由于产能过剩，传导效果较差，保持快速增长。我们重点推荐纺织行业相关的染料生产企业浙江龙盛、国内日化行业龙头上海家化。

浙江龙盛 (600352): 纺织需求具有较强刚性，09 年国内需求增长相当程度弥补了出口下滑的不利影响，10 年随着出口复苏，纺织行业景气度有望

继续提升。公司所处染料行业是纺织行业的上游产业链，与纺织品产销量紧密相关，且行业集中度高，在纺织相关行业中率先复苏的可能性较大，公司作为龙头企业，经营状况有望持续好转。公司立足染料产品，目前已逐步形成分散染料、活性染料及相关中间体和基础化工产品一体化产业链模式，凭借其一体化技术和规模优势，保持了远高于同行的毛利率水平，并不断巩固扩大市场份额。此外，公司通过向上游中间体和基础化工产品延伸，不仅实现了一体化成本和规模优势，而且实现了多元化的产品布局，未来中间体业务和无机化工将为国内公司提供新的利润增长点。我们预计公司 09~11 年每股收益分别为 0.5 元、0.62 元、0.70 元，给予“推荐”的投资评级。

上海家化 (600315): 日化行业可以说是化工行业最贴近终端消费市场的代表子行业，国内日化行业同国外相比尚处于发展初期，发展空间广阔。上海家化凭借其东方特色、中华民族中草药配方与现代生物技术的独特定位，有望成为未来中国的“宝洁”、欧莱雅。

公司是国内日化行业的领军企业，产品研发、各品牌培育运营、营销渠道建设均处于快速拓展阶段，其中六神、佰草集已成功孵化为公司明星品牌，佰草集预计 09 年实现收入 5 亿多元，随着未来新增店铺继续快速增长，以及单店单产的提升，未来两年复合增长有望超过 40%。此外，公司其他品牌产品也逐渐从培育阶段进入收获期，预计家安今年的增长有望翻番，而男士品牌高夫系列，全年则有望实现 50% 以上的增长，成功的品牌运营经验使我们看好未来公司其他品牌的业绩表现。

我们预计 09-11 年公司每股收益分别为 0.71 元、1 元和 1.51 元，预计明年世博会到来，公司品牌宣传、新产品投入的力度和速度将加快（特别是佰草集、家安和高夫），给予“推荐”的投资评级。

6. 投资组合

图表 16: 重点公司评级

证券简称	EPS			PE		PB		评级
	2008A	2009E	2010E	2009	2010	2009	2010	
双良股份	0.16	0.6	0.8	34	25.9	3.72	3.02	推荐
烟台万华	0.91	0.8	1.1	26.6	19.37	4.9	3.8	推荐
红宝丽	0.6	0.6	1	44.2	26.53	7	5.7	推荐
江苏国泰	0.53	0.62	0.74	41.7	35	7.4	6.2	推荐
丹化科技	0.06	0.14	0.88	189	30	-	-	推荐
皖维高新	0.174	0.21	0.6	53.8	18.8	2.37	2.07	推荐
澄星股份	0.179	0.15	0.58	55.7	14.9	3.56	2.87	推荐
浙江龙盛	0.71	0.5	0.62	0.5	0.62	3.85	3.3	推荐
上海家化	0.57	0.71	1	41.5	29.6	7.51	5.99	推荐

数据来源：国联证券研究所

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%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	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

免责声明:

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。