

行业底部复苏与企业个性成长

——化工 2010 年投资策略

行业评级

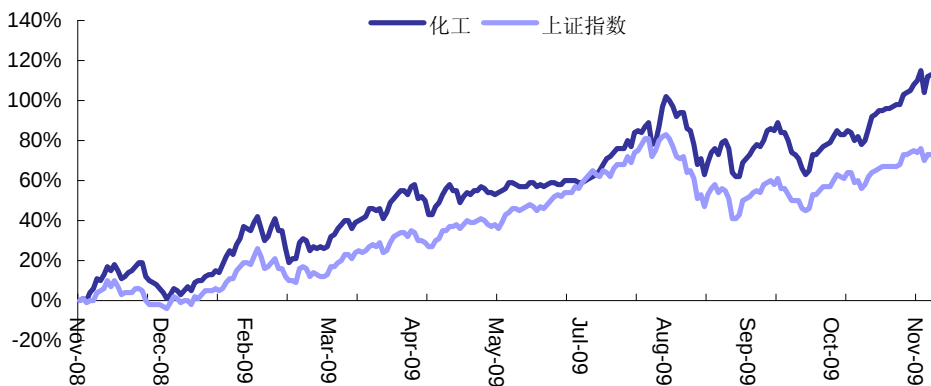
增持/ 维持评级

相关研究

《化工:适合一直超配的行业-化工行业 2009 年投资策略》200812

- 2010 年我们判断化工行业整体盈利将从底部复苏, 逐渐恢复至合理盈利水平。其中大宗原材料底部复苏的节奏会相对较快, 代表行业为纯碱、氯碱、MDI。我们维持化工行业“增持”评级。
- 具有资源、技术、服务、并购能力的企业仍将表现出较好的个性成长能力。在行业整体平稳增长的过程中, 这些公司的成长显得格外亮丽。建议关注: 资源(兴发集团)、技术(江苏国泰)、服务(红宝丽、诺普信、芭田股份)、并购(湖北宜化、久联发展)等。
- 我们预计 2010 年纯碱行业产能利用率将上升至 90%以上, 行业毛利率将恢复至 15-20%。建议关注双环科技、山东海化、三友化工。双环科技主要市场在两湖两广, 将最先受益于南方纯碱的复苏。山东海化和双环科技公司业绩对纯碱价格弹性较大。
- 在地产新开工拉动、国际原油价格上涨的双重利好影响下, 电石法 PVC 价格中长期上涨趋势已经形成。我们预计 2010 年国内电石法 PVC 华东地区均价将达到 7000 元/吨。英力特和湖北宜化对 PVC 价格的敏感性较为敏感。英力特拥有 90%自供电, 发电成本仅 0.2 元/度, 成本优势突出。
- 2008 年产能快速释放之后, MDI 行业产能投放速度下降, 行业维持前期的竞争格局, 我们判断 MDI 盈利好转将快于其他子行业, 持续时间较长, 2010 年行业全球 MDI 开工率将有望恢复到 2007 年水平。关注烟台万华。
- 当前化工行业整体 PE、PB 水平处于历史平均水平, PE 高于市场平均水平, PB 与市场平均水平相当。我们重点关注的上市公司 2009PE30 倍以上, 2010 年 PE20 倍以上, PB3 倍以上。对于处于周期性底部的行业来说, 当前估值合理。
- 基本面好转是股价持续上涨的动力。产品价格上涨将成为周期类公司股价的刺激因素, 定期报告业绩超预期将成为成长类公司股价的刺激因素。

最近 52 周股价表现



分析师
 肖晖
 +755-82493656
 xiaohui@lhqz.com

李辉
 +755-82364424
 lihuijs@lhqz.com

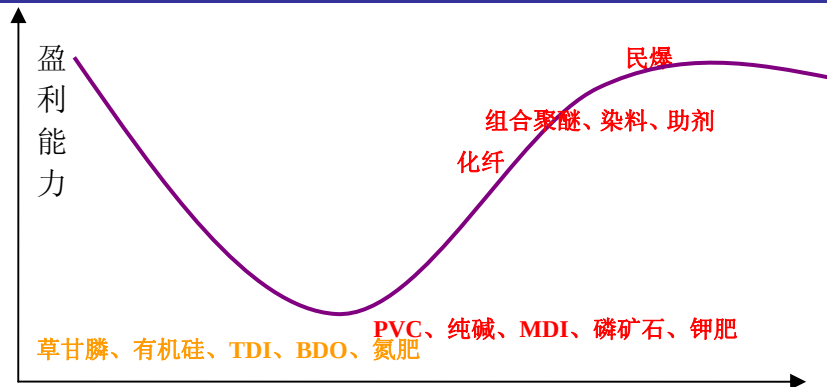
行业底部复苏+企业个性成长

化工行业具有典型的周期性波动特征，化工企业也有着各自成长的模式。两者结合我们将化工企业划分为三类：周期波动型、成长型和成长+周期波动型。

2010 年我们判断化工行业整体盈利将逐渐恢复，并将恢复至合理盈利水平。其中大宗原材料底部复苏的节奏会相对较快，代表行业为纯碱、氯碱、MDI。具有资源、技术、服务、并购能力的企业仍将继续表现出较好的个性成长能力。

我们继续维持化工行业“增持”评级，建议投资者关注我们对化工各细分子行业的评级。

图 1、周期变化图



资料来源：联合证券研究所

大宗原材料将较早复苏

2008 年底宏观经济进入下降区间，我们关注需求平稳的子行业，企业可以维持当期的开工率，更早到达低谷。2009 年中期，宏观经济已经见底，并有逐渐复苏的预期，我们更加关注子行业的供需关系，关注哪一个子行业可以率先走出低谷。

展望 2010 年，投资、消费、出口带来的需求复苏都将是缓慢的过程，产能过剩仍然是行业的主旋律。在这一时点，我们判断 2010 年行业盈利将逐渐好转，并恢复至合理水平。

综合需求和供给的简要分析，大宗原材料供给扩张相对较小，我们判断这些子行业盈利将较早恢复，代表子行业为氯碱、纯碱、MDI。这些子行业产能增加需要的时间要 1-2 年以上，因而行业好转可以持续的时间相对较长。

需求继续恢复增长

2009 年下游衣食住行四类需求逐渐恢复。农业需求最为刚性，化肥类产品主要经过了去库存的过程。服装需求也表现了较高的粘性。汽车消费在 2009 年快速增长。随着地产销售在 2009 年上半年火爆之后，地产新开工也开始逐渐好转。

2010 年我们预计农资和服装消费仍然会继续好于 2009 年。地产成交量有望

于 2009 年持平，新开工将继续好转。

产能过剩、竞争激烈

2009-2010 年都将成为化工行业产能快速释放的两年。需求增长平稳（低于或与 GDP 增速同步）、产业成熟如纯碱、氯碱、尿素，产能增加速度较慢。前期盈利能力高、行业容量增长快、技术壁垒容易突破，产能扩张速度越快、扩张规模越大。

前期少数企业可以生产的 TDI、有机硅、BDO 产品，随着产能释放，新进入者越来越多，竞争格局恶化。

表 1、主要行业产能利用率

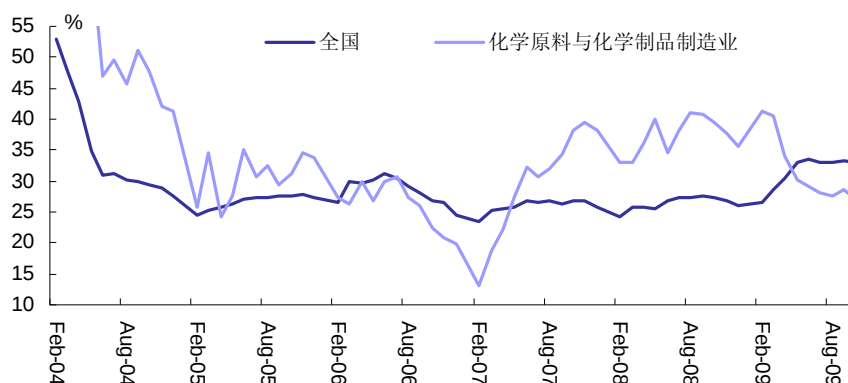
	2008 开工率	2008 产量	2008 产能	2009 产能	2010 产能	竞争格局
纯碱	84%	1882	2300	2420	2650	
氯碱 PVC	55.79%	882	1580			
尿素	94.17%	5650	6000	6200	6700	
MDI	75.32%	58	77	112	144	
TDI	51.82%	22.8	44	44	85	充分竞争
有机硅	78.59%	50.3	64	80	150	充分竞争
BDO	55.29%	11.5	20.8	42.3	47.8	充分竞争

资料来源：联合证券研究所整理

化工行业固定资产投资增速自 2007 年持续超过全国固定资产投资平均水平，2009 年 Q3 开始化工行业固定资产投资增速下降。我们预计下降的趋势将进一步持续至 2010-2011 年以后，待整个化工行业盈利快速增加时，再出现反转。

根据我们的微观了解和数据统计，2009-2010 年大量化工新增产能释放，产能过剩的现状将继续延续。

图 2、固定资产投资增速



资料来源：国家统计局

较先复苏的子行业

纯碱——行业开工率将提高至 90%以上

11 月南方纯碱价格出现小幅上涨，涨幅在 50 元/吨左右，我们判断这一现象反映出纯碱下游需求逐渐改善。纯碱销售受运输半径影响，广东、湖北等省份平

板玻璃产量同比大幅增长，导致南方纯碱市场率先复苏。

我们预计 2009 年、2010 年平板玻璃产量增速分别为 5.5%、10%，其它行业对纯碱需求增速与 GDP 增速相当，分别为 8.3%和 8.5%，2010 年纯碱表观消费量将达到 1955 万吨，估计 250 万吨净出口量，2010 年纯碱产量有望达到 2205 万吨。我们预计 2009 年底实际产能为 2450 万吨，对应行业开工率将达到 90%。

随着需求恢复，纯碱行业盈利转好趋势已经形成。我们预计 2010 年行业平均开工率 90%，这意味着纯碱行业将恢复到合理毛利率(如 2004-2006 年)，而不会出现价格的快速大幅上涨(如 2007 年)。我们判断 2010 年行业毛利率在 15-20% 左右。若除平板玻璃行业外其他行业对纯碱的需求恢复速度超出我们的预期，则纯碱行业盈利将会大幅度提高。

我们维持纯碱行业“增持”评级，建议关注双环科技、山东海化、三友化工。双环科技主要市场在两湖两广，将最先受益于南方纯碱的复苏。山东海化和双环科技公司业绩对纯碱价格弹性较大。

表 2、纯碱消费预测

年份	表观消费量 (万吨)	平板玻璃 (万重量箱)	平板玻璃消耗纯碱 (万吨)	其它行业消耗纯碱 (万吨)	其他行业同比增速	GDP 增速
2001	806.40	20964.12	209.64	596.76		
2002	933.48	23445.56	234.46	699.02	17.14%	9.10%
2003	1006.14	27702.60	277.03	729.11	4.30%	10.00%
2004	1135.67	37026.17	370.26	765.41	4.98%	10.10%
2005	1247.14	40210.24	402.10	845.04	10.40%	10.40%
2006	1427.86	46574.70	465.75	962.11	13.85%	11.60%
2007	1593.79	53918.07	539.18	1054.61	9.61%	13.00%
2008	1670.49	55184.63	551.85	1118.64	6.07%	9.00%
2009E	1793.69	58219.78	582.20	1211.49	8.30%	8.30%
2010E	1954.88	64041.76	640.42	1314.47	8.50%	8.50%

资料来源：联合证券研究所预测

表 3、纯碱产能投放进程统计

省	投资方	产能(万吨)	开工日期	预计投产
青海柴达木	青海昆仑碱业	100	2008	2010.08
青海柴达木	青海碱业	120	2008	2010Q2
湖北宜昌	中石化湖北化肥分公司	60	预计 2010 年	2011 年
陕西绥德	光宇集团	100	规划年内	2011
江苏淮安	台玻	100	2009.10	2011.Q4
江西吉安	江西碱业	60	2009.4	2010.10
四川	和邦股份	60		2009Q2
江苏徐州	徐州丰城盐化工有限公司	50	2009.4	2010H1
陕西榆林	榆天化	40	2009 年初	
江苏楚州	江苏省井神盐业有限公司	60	2009.10	2011.4
安徽	中盐红四方	60	预计 2010 年	
大连	大化集团	60 (搬迁)		2009Q4
浙江	龙化	40(30)		2010 底

资料来源：联合证券研究所整理

表 4、纯碱上市公司对比分析

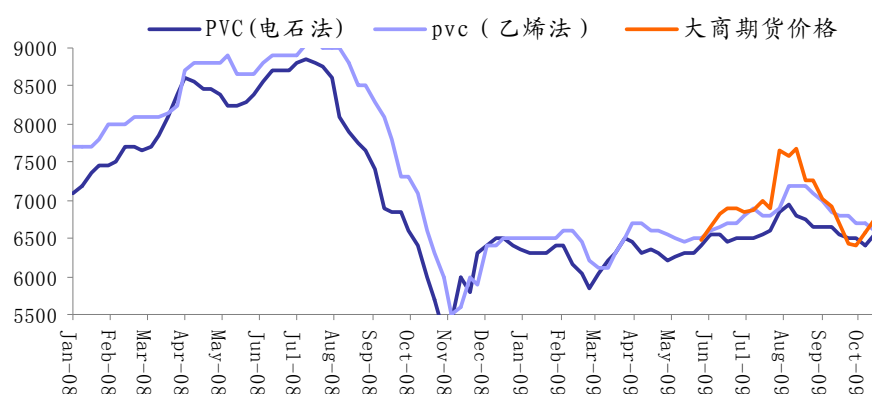
简称	总股本 (亿股)	盈利预测		市盈率		PB	权益产能 (万吨)	每股产 产能
		09EPS	10EPS	09PE	10PE			
青岛碱业	3.96	-0.25	0.01	-	670	1.89	60	15.16
三友化工	9.39	0.13	0.28	52.46	24.36	2.86	200	21.3
双环科技	4.64	0.06	0.27	148.50	33.00	2.31	120	25.86
山东海化	8.95	-0.78	0.21	-	36.38	2.01	280	31.28

资料来源: WIND 联合证券研究所

氯碱——油价推动均价上涨

在地产新开工拉动和国际原油价格上涨的双重利好影响下,国内电石法 PVC 中长期上涨趋势已经形成。我们预计 2010 年国内电石法 PVC 华东地区均价将达到 7000 元/吨。

图 3、PVC 价格走势图



资料来源: 化工在线

PVC 与原油价格联动

根据我们的测算,原油价格在 50-80 美元/桶之间,国内电石法 PVC 价格与油价存在较强的联动性。低于 50 美元/桶,乙烯法 PVC 成为主流,也体现为国内 PVC 价格与油价联动。超过 80 美元/桶,国内电石法 PVC 价格将更取决于供需关系,如 2008 年中期原油价格 140 美元/桶时,国内 PVC 最高价格也只有 8800 元/吨。

原油价格 50 美元/桶时,电价 0.3 元/度生产的 PVC 还无法显示成本优势。当油价达到 80 美元/桶时,电价 0.5 元/度生产的 PVC 也将要开工。

表 5、国内电石法 PVC 与油价相关性

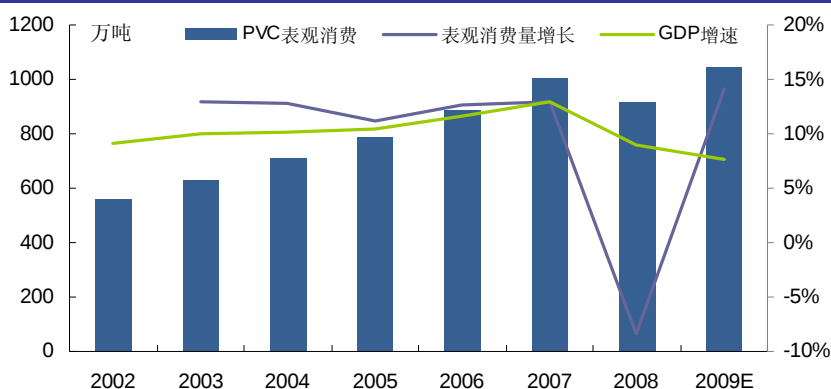
乙 烯 法 PVC- 电 石 法 PVC 的成本差异(元/吨)		电 价 (元/千瓦时)				
		0.3	0.35	0.4	0.45	0.5
原油 价 格 (美 元 / 桶)	50	124.92	-201.08	-528.08	-853.08	-1180.08
	55	322.50	-3.50	-330.50	-655.50	-982.50
	60	520.07	194.07	-132.93	-457.93	-784.93
	65	717.65	391.65	64.65	-260.35	-587.35
	70	915.22	589.22	262.22	-62.78	-389.78
	75	1112.80	786.80	459.80	134.80	-192.20
	80	1310.37	984.37	657.37	332.37	5.37

资料来源：联合证券研究所测算

PVC 与需求相关性

2009 年 1-9 月以来，我国 PVC 的表观消费量累计同比增长 9%，且每月都呈现同比正增长，表现了国内 PVC 需求旺盛。

图 4、国内 PVC 表观消费量增长



资料来源：中国石油化工协会、联合证券研究所预计

在地产新开工的带动下，如果 2010 年国内 PVC 的需求增长至 15%，那么国内电石法 PVC 的需求量将达到 978 万吨，相当于电石开工率 83%，电价在 0.40 元/度的水平下电石 PVC 具有成本优势，对应的 PVC 成本为 7000 元/吨，这也是我们对 2010 年 PVC 均价的预计（即华东地区电石 PVC 均价 7000 元/吨）。

表 6、PVC 价格对需求的敏感性测算

表观消费增长	表观消费量	电石法 PVC 产量	电石开工率	电价	电石法 PVC 价格
%	万吨	万吨	%	元/度	元/吨
0%	1000	850	72	0.35	6597
5%	1050	893	76	0.35	6597
10%	1100	935	80	0.4	6924
15%	1150	978	83	0.4	6924
20%	1200	1020	87	0.45	7249

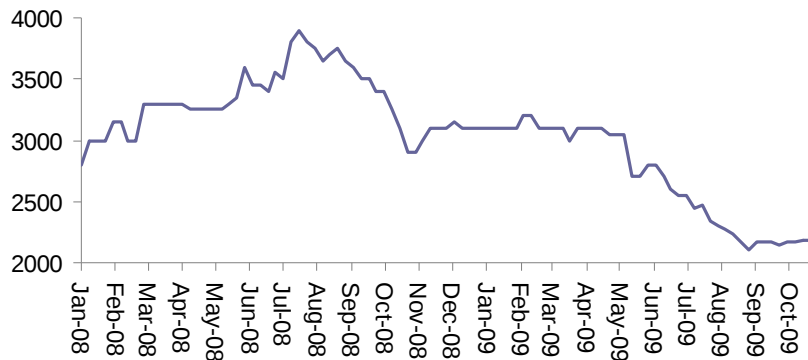
资料来源：联合证券研究所测算

烧碱价格已经见底

2009 年 Q3 国内 PVC 价格上涨,但是 PVC 企业并没有体现出盈利增长,主要原因在于电石法 PVC 开工率的提高增加了烧碱供应,烧碱需求仍然低迷,最终带来烧碱价格下跌抵消了 PVC 价格涨幅。

2010 年我们测算烧碱的供需关系将逐渐好转,在当前价格下烧碱的毛利率下降至 27%,这也意味着烧碱价格下跌的空间已经很小。

图 5、烧碱价格在 2009Q3 大幅度下跌



资料来源:化工在线

表 7、烧碱开工率将回升

	产量 (万吨)			耗碱量 (万吨)			
	2008	2009	2010	2008	2009	2010	增长率
造纸	8391	9146	10060	450	450	450	0%
氧化铝	2279	2322	3000	200	232	333	43.5%
其他行业	-	-	-	1151	1266	1393	10%
合计				1801	1948	2176	11.7%
烧碱开工率					78.8%	81.4%	

数据来源:联合证券研究所整理

表 8、32%离子膜烧碱 (折百) 成本

项目	单耗	单价	合计
原盐	1.62	170	275.4
水	2.4	0.6	1.44
电力	2400	0.4	960
合计			1236.84
人工			100
折旧			200
合计			1536.84

数据来源:化学工业,联合证券研究所整理

PVC 价格弹性

从事 PVC 生产的上市公司众多,英力特和湖北宜化对 PVC 价格的敏感性较为敏感。英力特拥有 90%自供电,发电成本仅 0.2 元/度,成本优势非常突出。

表 9、PVC 企业敏感性

	烧碱 (万吨)	PVC (万吨)	电石 (万吨)	总股本 (万股)	每股 PVC 产能 (吨)	每股电石产能 (吨)	每股烧碱 产能 (吨)
英力特	25	33	57	17871.7	18.46	31.89	13.99
中泰化学	35	46	20	53686	8.57	3.73	6.52
新疆天业	24	32	32	43859.2	7.30	7.30	5.47
金路集团	27	30	0	60918.2	4.92	0	4.43
南化股份	16	16	8.5	23514.8	6.80	3.61	6.80
湖北宜化	48	60	95	54237.81	11.06	17.52	8.85
神马实业	40	40	0	44228	9.04	0	9.04
山东海化	20	25	16.5	89509.2	2.79	1.84	2.23
三友化工	30	30	0	93913.6	3.19	0	3.19

资料来源：联合证券研究所整理

MDI——进入快速复苏周期

2008 年以来，国内 MDI 行业已经从成长期过渡到成熟期，企业盈利也将出现大幅度波动。MDI 行业一直维持前期的竞争格局，产能进入缓慢释放期，我们判断 MDI 行业盈利的好转将快于其他子行业，持续的时间也会较长。

供给进入缓慢释放期

全球 MDI 已经度过了产能过剩释放期，2010-2011 年只有烟台万华宁波 30 万吨 MDI 项目投产，其余拟建项目至今都处于环评和审批过程之中。

表 10、MDI 拟在建项目

生产企业	地址	新产能	备注
烟台万华	烟台	18 扩 20 万吨/年	完成
烟台万华	宁波	24 扩 30 万吨/年	进行中
	宁波	新建 30 万吨/年	预计 2010 年初投产
巴斯夫	重庆	40 万吨/年	环评，计划 2011 年投产
亨斯迈	上海	聚合 MDI 24 扩 48 万吨/年 纯 MDI 10 扩 40 万吨/年	环评阶段
亨斯迈	上海	新建 40	审批阶段

资料来源：联合证券研究所整理

表 11、国内 MDI 现有产能

生产企业	地址	项目	规模 (万吨)
烟台万华	烟台	07 年 12 万吨，08 年扩至 18 万吨	18
	宁波	05 年 11 月建成 16 万吨， 06 年扩至 24 万吨，08 年至 30 万吨	30
上海联恒	上海	06 年 11 月投产	24
NPU	瑞安	08 年投产	5
上海拜耳	上海	08 年 10 月投产	35

资料来源：联合证券研究所整理

竞争格局维持

MDI 行业一直没有新的企业进入,这也表明了 MDI 相对于其他化工行业具有较高的技术壁垒。

沙特在 2009 年计划开始建设 5 万吨 MDI 项目,以延续这个国家做大石化下游产业链的方向。

表 12、全球产能分布

	已有产能	计划新建产能	
NPU	40	40	2009 年 7 月开始计划
拜耳	146	关闭德国 16 万产能	2009 年 4 月关闭
巴斯夫	110	重庆 40 万产能项目	推迟
亨斯迈	100	08 年初在荷兰设计的 40 产能	暂停
烟台万华	50	30	在建
BorsodChem	32	关闭匈牙利 6 万吨产能	09 年 4 月关闭
陶氏化学	76		
沙特		5	2009 年计划
合计	554		

资料来源:联合证券研究所整理

全球 MDI 需求增长与供给增长基本一致

2007 年我国 MDI 需求增长速度放缓,尤其是在 2008 年。下游需求的快速增长和潜在应用领域的推广,我们预计 2009-2010 年国内 MDI 的需求仍将保持 15% 以上的增速,快于 GDP 增速。

表 13、MDI 需求预测

	产量(万吨/万台)			消耗 MDI 量(万吨)		
	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
皮革浆料	110	105	115.5	10.5	10	11.0
鞋底原液	22.8	22.5	23.6	7.1	7	7.4
氨纶	20.2	21.3	23.4	4	4.2	4.6
其他				4	4.4	4.84
纯 MDI 合计				25.6	25.6	27.8
冰箱、冰柜	5477	7432	8918	16.4	22.3	26.8
其他行业				41.1	45.2	54.3
聚合 MDI 合计				57.5	67.5	81.0
MDI 总消费				83.1	93.1	108.8

资料来源:联合证券研究所预测

2008 年全球 MDI 产能快速释放,2007-2010 年间相当于 MDI 产能每年增速 7%。如果考虑 2011 年也没有产能投放,2007-2011 年间相当于 MDI 产能每年增速 5%,基本与全球需求增速相一致。

经过产能快速释放后,MDI 行业开工率将逐渐提高。根据我们的估计 2010 年行业开工率将恢复至 2007 年水平。

表 14、国内 MDI 产需 (万吨)

年份	全球产能	中国产能	产量	需求量	进口依存度	需求量增速
2000		2	2	15.5	87.10%	
2001		4	2.7	18.7	85.56%	20.65%
2002		8	4.6	26.6	82.71%	42.25%
2003		8	7	32	78.13%	20.30%
2004		12	9	43.6	79.36%	36.25%
2005		28	10.4	51	79.61%	16.97%
2006		60	26.2	63	58.41%	23.53%
2007	491.7	60	36.5	74	50.68%	17.46%
2008	572	112	50.3	81.4	38.21%	10.00%
2009E	572	114	80	93.1	14.07%	14.37%
2010E	602	144	100	108.8	9.19%	16.86%

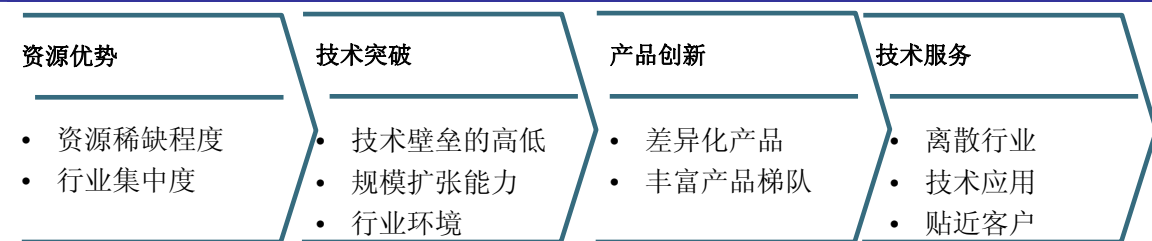
资料来源：联合证券研究所测算

持续成长的明星股

经历 2003-2008 年化工行业周期，一些化工企业凭借自身能力迅速发展，成为明星。新的成长型企业不断显现，在行业“资源——技术——产品——服务”的价值链上构筑核心优势，并购也正在成为化工行业中的新机遇。

这些企业的存在为化工行业投资增添了很多乐趣，尤其是在行业整体平稳增长的过程中，这些公司的成长显得格外亮丽。(请参照我们的研究报告《行业研究：化工行业的耀眼新星》200909)

图 6、四种不同的竞争力模式



资料来源：联合证券研究所

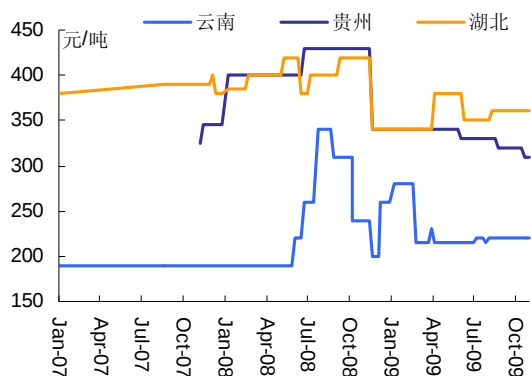
资源优势

随着磷矿石集中度逐渐提高，我们判断“磷”将继“钾”之后成为具有资源属性的化工产品。

兴发集团将凭借资源优势和地域优势将成为未来磷化工行业的最大受益者，公司矿、电、磷一体化模式在行业低谷期显示了较强的抗风险能力，精细化发展方向和资源产量增加将使公司价值安全边际逐步提高。

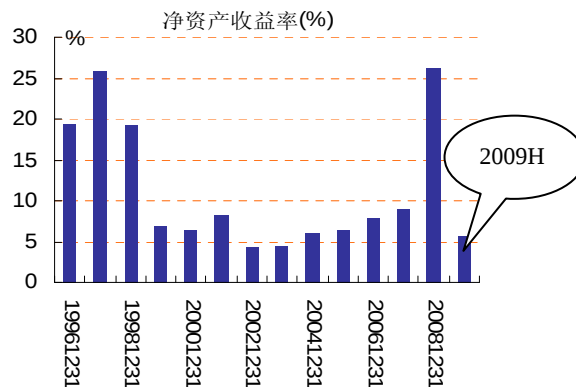
云天化资产注入实现整体上市后，也将成为磷化工行业的最有力竞争者。

图 7、金融危机前后国内磷矿石价格平稳



资料来源：中华商务网

图 8、兴发集团的抗风险能力



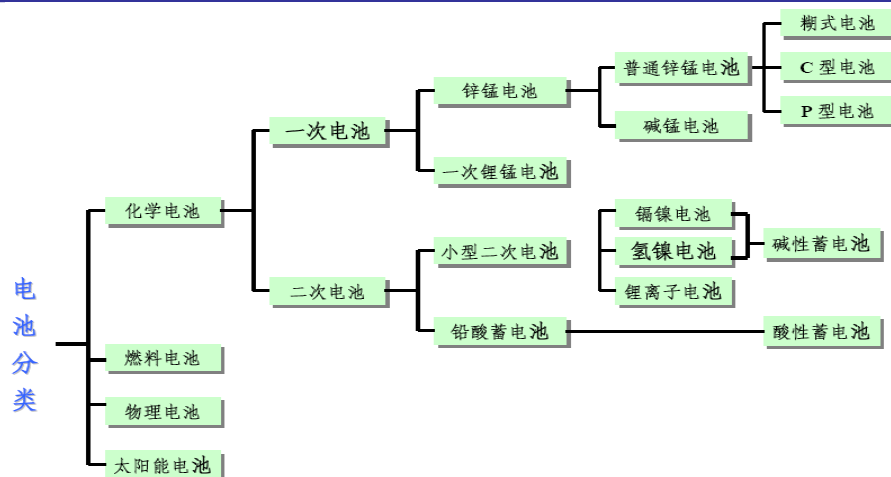
资料来源：公司公告

技术突破

技术类公司具有一定的不确定性，技术壁垒、公司规模扩张能力、行业环境成为这类公司快速发展的三大要素。未来新动力汽车发展将促进化工新材料应用。

江苏国泰在锂电池电解液方面优势突出，并可能在上游电解质生产方面实现突破，有望成为技术突破类的代表企业。其他如红星发展、湘潭电化可以生产锰酸锂正极材料的原料电解二氧化锰，也可能将受益于该行业的发展，但是风险更大。

图 9、新动力汽车推广带来化工新材料的发展



资料来源：公司公告

技术服务

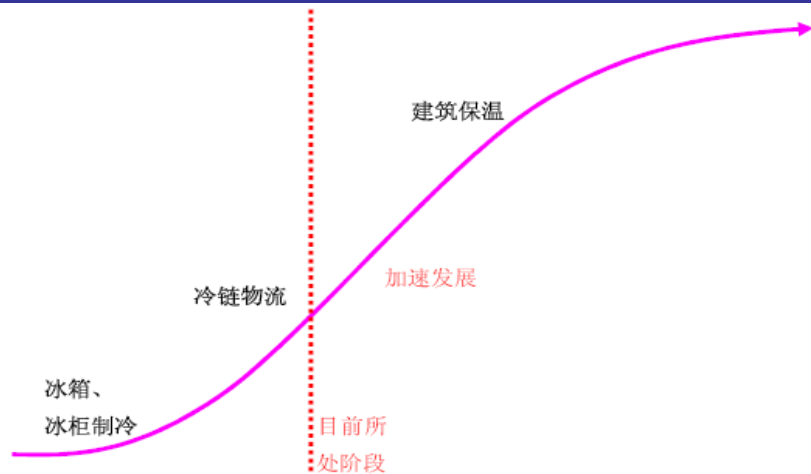
技术服务类公司在产品批次多、客户需求变化快的离散型行业中，依靠研发、生产、销售和服务一体化优势，走出一条“轻资产、弱周期、高回报”的特色道路。

这类企业的商业模式符合当前中国社会产业发展的方向，公司以专业的技术能力和个性化的服务能力来赢得客户，从而快速做大。代表企业有红宝丽、硅宝科技、品牌农资诺普信和芭田股份等。

红宝丽已经表现出快速的增长潜力，公司现有市场占有率逐渐提高，两种主

要产品组合聚醚和异丙醇胺都处于成长期，需求增长快速。

图 10、我国硬泡聚氨酯还处于导入期



资料来源：联合证券研究所

并购

化工行业逐渐进入成熟期，央企在化工行业整合并购中的作用并不突出，这为地方国企、民营企业提供了横向扩张的机会。代表型企业为湖北宜化、久联发展，行业的龙头企业都存有并购机遇。

表 15、湖北宜化发展历程

时间	项目	效果
2001.10	受让太平洋热电 36.5%股权	保障了原料蒸汽供应，为后面发展氯碱打下基础
2007	成立贵州新宜矿业公司	先后获得安利来煤矿、恒泰煤矿、瑞信煤矿的采矿权，大幅降低贵州宜化的尿素成本
2007	收购双环集团	控股双环科技，联碱产能达到 120 万吨，世界第一。双环生产和运营效率大幅度提高
2007.4	成立太平洋化工	新增 PVC 产能 12 万吨，烧碱产能 5 万吨
2007.6	成立湖南宜化公司	新增 40 万吨尿素产能，10 万吨甲醇产能
2008.1	合资成立内蒙古联合化工	获得廉价天然气资源，新增 100 万吨尿素产能，合计 250 万吨产能，国内第一
2008.4	收购太原非凡高新技术发展有限公司	获得山西鹿台山煤矿采矿权，煤炭产能 30 万吨
2009.6	收购内蒙海吉氯碱公司	获得丰富电石资源，未来新增 PVC 产能 40 万吨，跻身行业前五

资料来源：联合证券研究所整理

化工行业整体估值合理

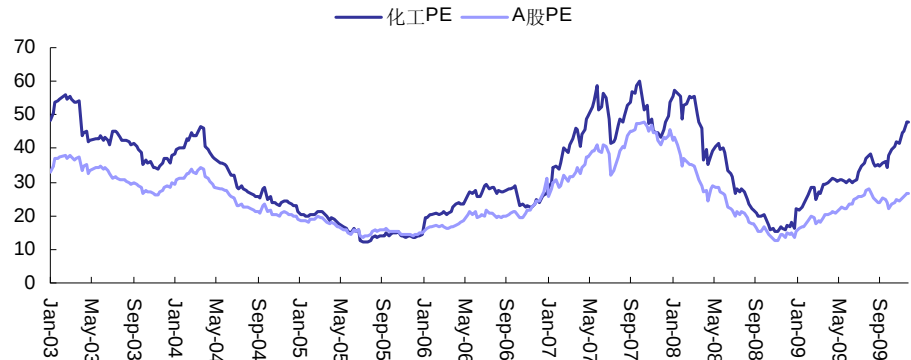
行业总体水平

当前化工行业整体 PE、PB 水平处于历史平均水平，PE 高于市场平均水平，PB 与市场平均水平相当。

化工行业处于上升周期过程中，PE 水平高于市场平均水平（2006-2008 上半年）；当化工行业处于下降周期或底部时，PE 水平与市场平均水平基本一致（2005、2008 下半年）。

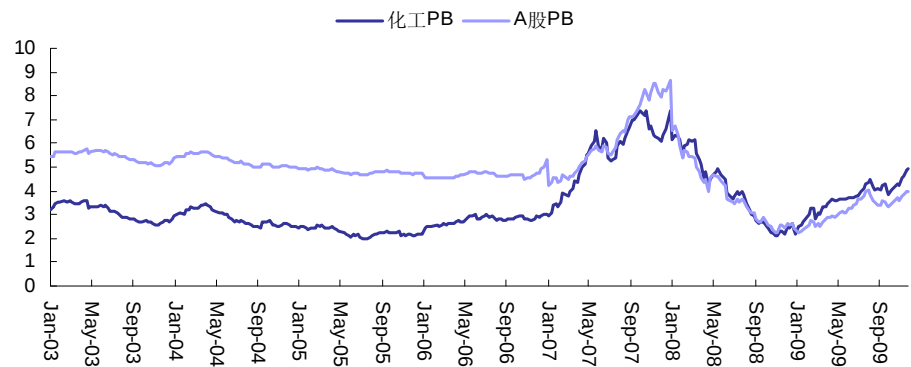
自 2007 年开始，化工行业 PB 一直与市场平均水平保持一致。

表 16、化工行业 PE 估值



资料来源：Wind

表 17、化工行业 PB 估值



资料来源：Wind

重点关注的上市公司

我们重点关注的上市公司 2009PE30 倍以上，2010 年 PE20 倍以上，PB3 倍以上。对于处于周期性底部的行业来说，当前估值合理。

基本面好转成为股价持续上涨的动力。产品价格上涨将成为周期类公司股价的刺激因素，定期报告业绩超预期将成为成长类公司股价的刺激因素。

季节性因素到来将成为股价上涨的催化剂。农资类公司股价通常会在一季度季节性旺季中充分表现，大宗化学商品类公司股价通常会在二、三季度季节性旺季中充分表现。

表 18、重点公司估值

名称	EPS			PE			PB	评级
	2009	2010	2011	2009	2010	2011		
澄星股份	0.26	0.34	0.35	33.77	25.82	25.09	3.06	中性
兴发集团	0.64	0.88	1	28.83	20.97	18.45	3.64	增持
华鲁恒升	0.93	1.2	1.24	21.8	16.89	16.35	3.21	增持
湖北宜化	0.41	1.06	1.24	47.93	18.54	15.85	3.93	增持
英力特	0.53	1.08	1.12	35.47	17.41	16.79	7.81	增持
山东海龙	0.3	0.52	0.66	30.5	17.6	13.86	4.38	中性
双环科技	0.03	0.27	0.34	320	35.56	28.24	1.85	增持
山东海化	-0.78	0.21	0.27	-10.35	38.43	29.89	2.2	增持
久联发展	0.66	0.74	0.81	29.55	26.35	24.07	3.03	增持
南岭民爆	0.41	0.44	0.49	60.34	56.23	50.49	4.68	中性
红宝丽	0.66	0.8	1.26	42.68	35.21	22.36	6.91	增持
诺普信	0.58	0.9	1.18	46.52	29.98	22.86	8.71	增持
烟台万华	0.73	1.06	1.38	29.64	20.42	15.68	7.44	增持

资料来源：联合证券研究所预测

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳罗湖深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层
邮政编码: 518001
TEL: (86-755) 8249 3932 FAX: (86-755) 8249 2062
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 17 层
邮政编码: 200120
TEL: (86-21) 5010 6028 FAX: (86-21) 6849 8501
E-MAIL: lzrd@lhqz.com

免责声明

本研究报告仅供联合证券有限责任公司（以下简称“联合证券”）客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易，包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易，有很大的风险，可能并不适合所有投资者。

联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2009 年 联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容，务必联络联合证券研究所客户服务部，并需注明出处为联合证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。