

化工：复苏渐行渐近，低碳大势所趋

2010 年度投资策略报告

报告关键点：

- 📖 化纤、TDI、纯碱、PVC行业陆续复苏
- 📖 化工行业中节能、碳减排、新能源相关板块受益于低碳经济发展
- 📖 维持行业“领先大势-A”评级

报告摘要：

- 化工行业走出底部，复苏渐行渐近：受益于我国宏观经济的持续好转，2009年石油和化工行业经济运行明显呈现回升态势，出现了产值和产量双双增长的局面。2010年我国经济将继续保持稳定增长，外需的恢复值得期待，我们判断明年化工行业的复苏是大概率事件。
- 开工率决定复苏顺序：从复苏的顺序看，我们倾向于按照开工率的高低来排序，目前开工率很高的化纤行业将成为领头羊，与家具相关的TDI行业开工率也是较高的，和房地产相关的纯碱和PVC行业的开工率正在逐步回升。
- 化纤行业率先复苏：09年依靠下游纺织服装行业的内需增长，化纤行业就保持了较高的开工率，尤其是粘胶短纤和氨纶这两个品种维持在满负荷运转。我们判断2010年我国纺织服装出口增速在10% - 15%左右，外需的冲击将拉动粘胶短纤和氨纶进入新一轮景气。推荐三友化工、山东海龙、澳洋科技、华峰氨纶、烟台氨纶、友利控股。
- 软质家具的需求拉动TDI行业繁荣：我国软质家具的产量09年下半年明显恢复，沙发和床垫等软质家具对海绵的需求增加，家具的出口也在逐步恢复。TDI反倾销措施将继续保持5年，我们判断TDI的价格在这个旺季有望继续上扬。上市公司中沧州大化权益产能大幅增长，业绩弹性较大。
- 纯碱和氯碱行业跟随房地产行业复苏：纯碱和PVC受房地产行业需求影响巨大，房地产行业的景气将带动纯碱和氯碱行业在2010年逐步复苏。玻璃行业进入景气，纯碱全行业亏损的局面难以持续，纯碱的涨价已经开始。国际原油价格的趋势性上涨，使得我国电石法PVC重拾信心，行业的复苏只是事件问题。建议关注三友化工、山东海化、双环科技、中泰化学、英力特。
- 化工行业中节能、碳减排、新能源相关板块受益于低碳经济的发展：发展节能和新能源，正所谓开源节流。节能对于减少碳排放具有立竿见影的优点，应该是优先采取的措施。而发展新能源，降低对化石能源的依靠是长期的发展方向，但是新能源具有投入大、成本高等缺点，大规模的替代传统能源尚需时日。如果哥本哈根达成协议，碳减排需求的
- 增长，带来碳交易市场规模的迅速扩大，碳排放权进一步衍生为具有投资价值和流动性的金融资产。
- 节能先行：节能重点关注建筑节能、工业节能两个领域。在我国建筑能耗约占全国总能耗的30%，我国的建筑能耗较发达国家高3倍以上，因此建筑节能是我国节能的重点之一。聚苯乙烯和聚氨酯在不同的节能标准下处于不同的发展阶段。工业低位热能的利用上，溴化锂机组具有独特的优势，发展空间广阔。建议关注双良股份、烟台万华、红宝丽。
- 碳减排交易和碳捕捉与封存：我国碳减排资源丰富化工中，尤其是氟化工的企业，CDM交易量巨大，获益颇丰。我们判断未来碳交易价格将上涨，这类公司将受益。碳捕捉与封存是目前还处于技术开发阶段，作为解决碳排放的重要手段，发展前景广阔。重点推荐巨化股份、天科股份。
- 动力电池是新能源车的核心：镍氢电池和锂电池处于不同的发展阶段，前者是目前的现实选择，后者代表发展方向。镍氢动力电池建议关注中炬高新、科力远，锂离子动力电池建议关注中国宝安、杉杉股份、江苏国泰、华芳纺织、佛塑股份、佛山照明。

化工

领先大势-A

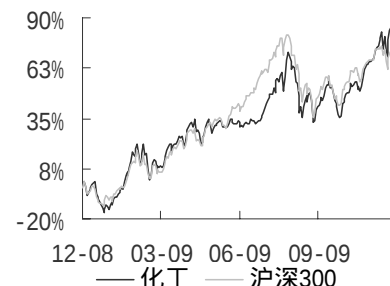
上次评级	领先大势-A
基础化工	领先大势-A
化纤	领先大势-A
化肥与农用化工	领先大势-A
特种化工	领先大势-A

报告日期

2009-12-03

首选股票	目标价	评级
600409 三友化工	13	买入-A
002092 中泰化学	22.25	增持-A
002064 华峰氨纶	22.5	增持-A
600230 沧州大化	34	买入-A
600872 中炬高新	17.6	买入-A
600478 科力远	23	买入-A
600481 双良股份	26.25	买入-A
600309 烟台万华	25	买入-A
002165 红宝丽	29.4	增持-A

12 个月行业表现



研究员

刘军 021-68766167	首席行业分析师 liujun@essence.com.cn
谭志勇 021-68765172	助理行业分析师 tanzy2@essence.com.cn

前期研究成果

化工：中美两国力促哥本哈根会议取得成功	2009-11-27
化工：全面复苏可期	2009-11-05
建筑节能：刻不容缓	2009-10-26

1. 化工行业走出底部，复苏渐行渐近

1.1. 行业运行呈现回升态势

受益于我国宏观经济的持续好转，石油和化工行业经济运行明显呈现回升态势，出现了产值和产量双双增长的局面。

数据显示，到 10 月底，全国石油和化工行业规模以上生产企业共 34183 家，当月实现工业总产值 6121.7 亿元，同比增长 9.9%，增速比上月加快 6.6 个百分点。其中，化工行业产值 3569.1 亿元，同比增长 21.2%，比上月加快 9.3 个百分点；石油和天然气开采行业产值 696.1 亿元，同比下降 16.6%，降幅比上月缩小 7.1 个百分点；炼油行业产值 1715.7 亿元，同比增长 5.1%，增速比上月加快 3.9 个百分点。

10 月份，重点跟踪的 70 余种（类）石油和化工产品中，产量同比下降的 9 种，占 12.7%；增长的 62 种，占 87.3%，其中增速超过 10% 的种（类）达 73.2%，继续保持快速增长的势头。其中，原油产量 1625.5 万吨，同比下降 1.8%，是少数产量下降的主要产品之一；天然气产量 71.9 亿立方米，同比增长 10.2%；原油加工量 3328.6 万吨，再创年内新高，同比增长 10.4%；成品油产量 2003.4 万吨，同比增长 9.4%；乙烯产量 100.4 万吨，连续第二个月突破 100 万吨，同比增长 19%；化肥产量（折纯）551.3 万吨，同比增长 20.8%；农药产量 16.9 万吨，同比增长 26.8%；轮胎产量 5902.3 万条，同比增长 19.5%。此外，合成树脂产量同比增长 29.7%，合成橡胶产量同比增长 9.6%，合成纤维单体及聚合物产量同比增长 17%，涂料、颜料和染料同比分别增长 23.4%、52.5% 和 41.7%。

1.2. 2010 年景气复苏值得期待

市场底部已经探明，大部分行业的开工率有所提高。10 月份，硫酸行业装置开工率约为 87.4%，纯碱行业装置开工率约为 84.6%，烧碱行业装置开工率约为 81%，电石行业装置开工率约为 78.6%，聚氯乙烯装置开工率约为 58%，甲醇装置开工率约为 53%，磷肥行业装置开工率约为 71.2%，炼油行业装置开工率约为 88%。上述行业除硫酸、炼油装置开工率有所提高外，其余均有不同程度的下降。

10 月份石油和化工行业出口交货值降幅明显缩小，表明外需环境有所改善。当月出口交货值 332.8 亿元，创年内新高，同比下降 7.6%，比上月缩小 6.9 个百分点。1~10 月累计，全行业出口交货值为 2918.5 亿元，同比下降 19.8%，比上月累计缩小 1.1 个百分点；其中化工行业出口交货值为 2431.18 亿元，同比下降 19.3%，回升迟缓。在化工行业中，无机化工原料行业出口交货值同比下降 26.6%，化肥行业下降 20.9%，农药下降 38.8%，合成材料下降 33.3%，橡胶制品下降 6.4%。海外需求的恢复程度直接影响行业的复苏进程。

10 月份，全行业投资增速继续放缓，其中化工行业投资虽然继续保持较快增速，但减缓的趋势明显。据统计，1~10 月累计，全国石油和化工行业固定资产投资实际完成 7699.5 亿元，同比增长 10.7%，比 1~9 月减缓 0.9 个百分点。分行业看，油气开采行业和炼油行业投资继续下降，分别完成 1488.6 亿元和 885.4 亿元，同比分别下降 14.9% 和 14.4%；化工行业投资完成 5145.2 亿元，占全行业投资总额的 66.8%，同比增长 26.6%，比 1~9 月减缓 1.4 个百分点。

2. 复苏从政策驱动逐步转向需求驱动

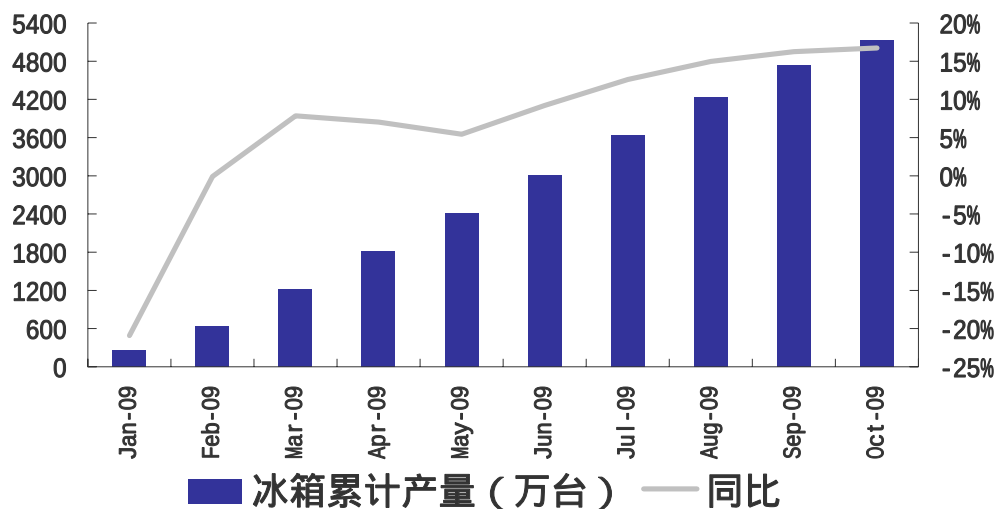
2.1. 汽车和家电的刺激政策拉动原材料需求

2009 年 1~10 月份，国内冰箱累计产量 5126.03 万台，较去年同期增长 16.73%，洗衣机累计产量 3814.02 万台，较去年同期增长 11.03%，彩电累计产量 8207.93 万台，较去年同期增长 4.22%。

家电下乡以及以旧换新，推动了塑料相关产品的需求量，前三季度国内五大合成树脂

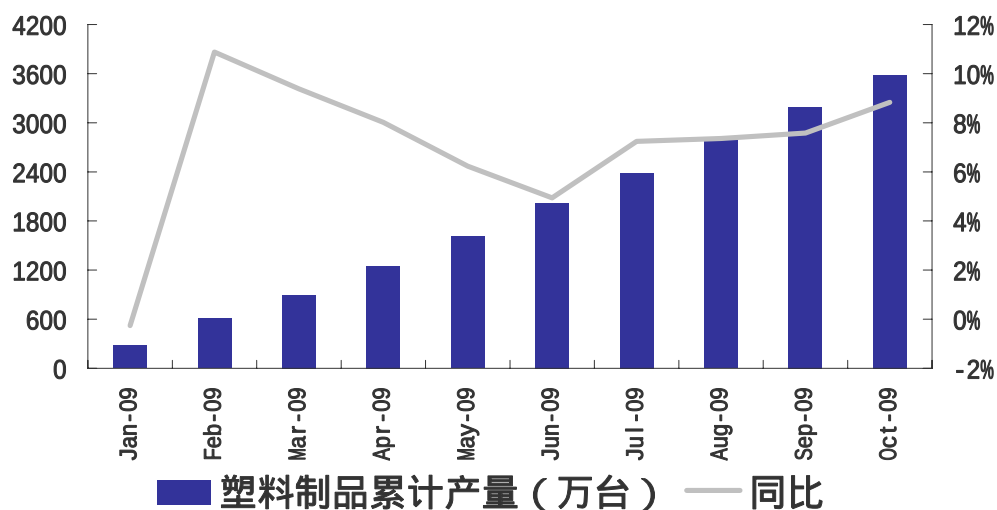
表观消费量为 3449.1 万吨，比上年同期增加 17.1%，其中聚乙烯表观消费量为 1132.7 万吨，同比增长 29.8%；聚丙烯为 908.2 万吨，同比增长 19.8%；聚氯乙烯为 816.5 万吨，同比增长 9.7%；聚苯乙烯为 301.5 万吨，同比增长 3.5%；ABS 树脂为 290.2 万吨，同比增长 3.8%。

图 1 冰箱累计产量图



数据来源：安信证券研究中心

图 2 塑料制品累计产量图

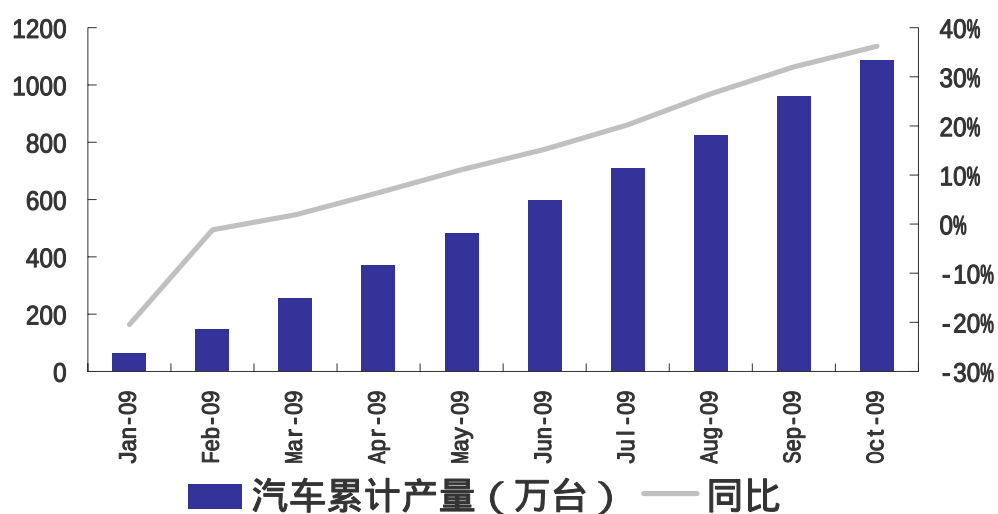


数据来源：安信证券研究中心

2009 年 10 月份国内汽车产量 131.09 万辆，较去年同期增长 78.56%，1~10 月份国内汽车累计销量 1089.14 万辆，较去年同期增长 37.71%，创历史新高。销量上升的主要动力在于国家相关刺激汽车消费政策的实施。

汽车产销量的良好数据拉动了橡胶的需求量，1~10 月份合成橡胶累计产量 223.6 万吨，同比增加 5.4%，橡胶轮胎外胎累计产量 5.4 亿条，同比增加 14.5%。

图3 汽车累计产量图



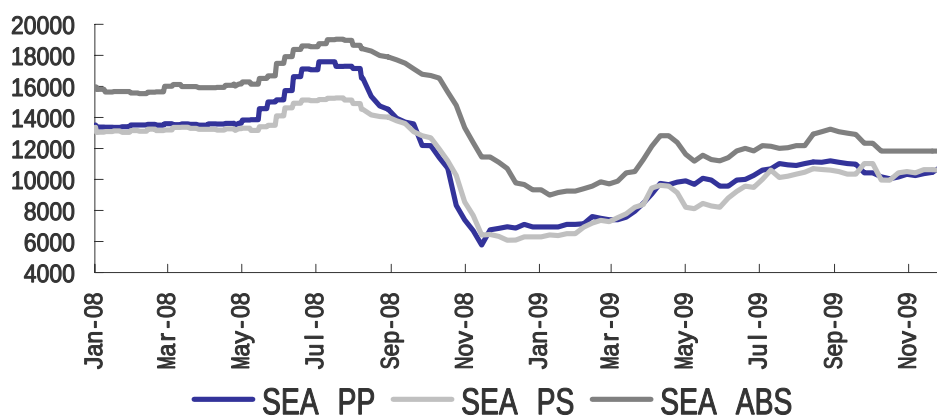
数据来源：安信证券研究中心

2.2. 树脂原料价格反弹明显

在油价不断高涨以及国内需求不断回升的推动下，塑料原料 PE、PP、PS、ABS 等的价格均出现较大幅度的反弹。

图4 东南亚合成树脂到岸完税价走势图

东南亚合成树脂到岸完税价（元/吨）



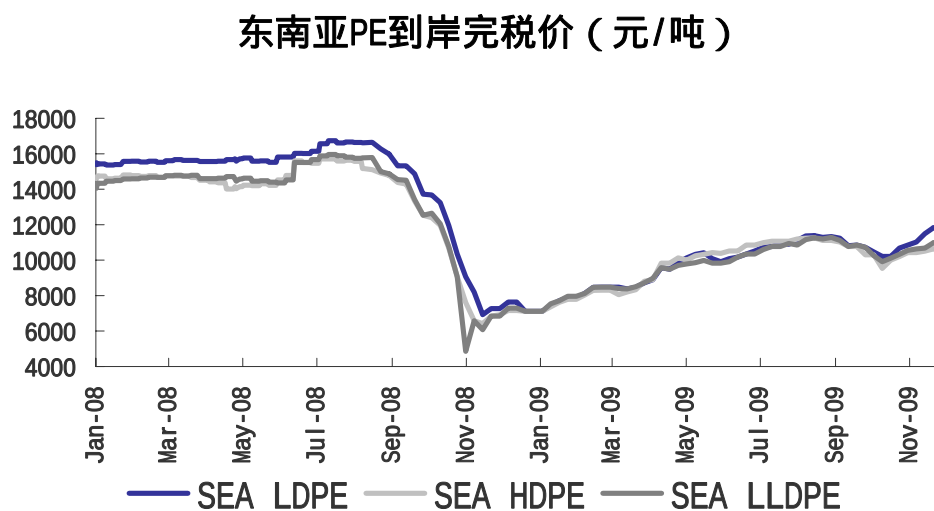
数据来源：安信证券研究中心

图5 长三角合成树脂价格走势



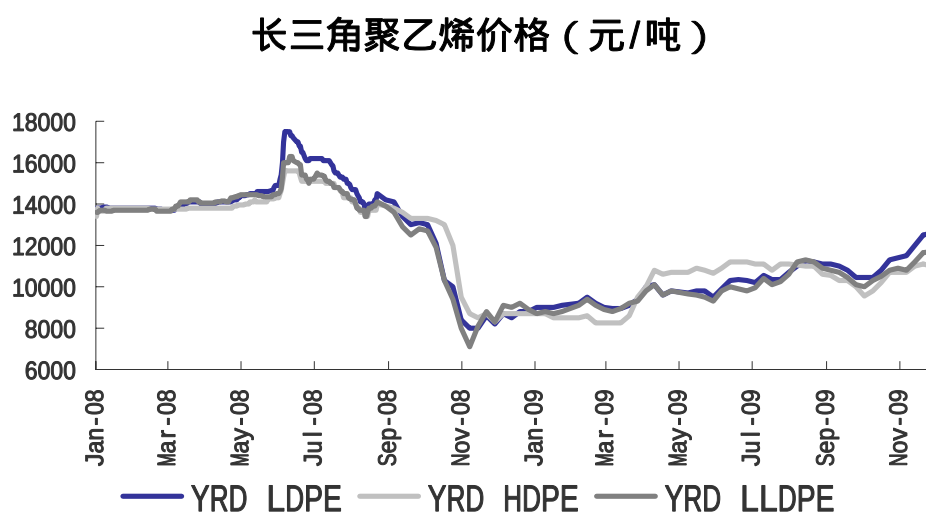
数据来源：安信证券研究中心

图6 东南亚聚乙烯到岸完税价走势



数据来源：安信证券研究中心

图7 长三角聚乙烯价格走势



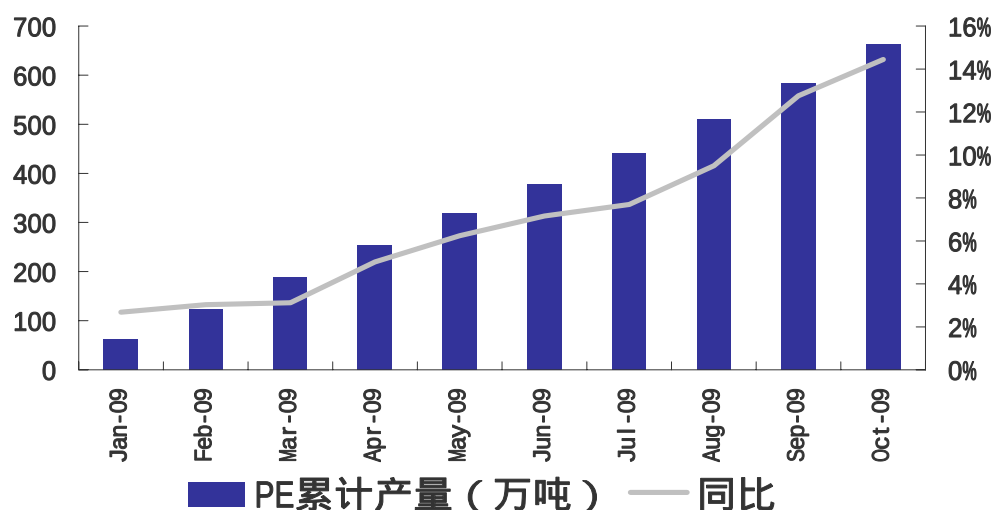
数据来源：安信证券研究中心

2.3. 塑料原料产量和消费量不断增加

前三季度全国五大合成树脂产量为 2196 万吨,同比增加 1.9%,其中聚乙烯产量为 568 万吨,同比增长 6.3%;聚丙烯为 593 万吨,同比增长 7.3%;聚氯乙烯为 671 万吨,同比下降 6.4%。

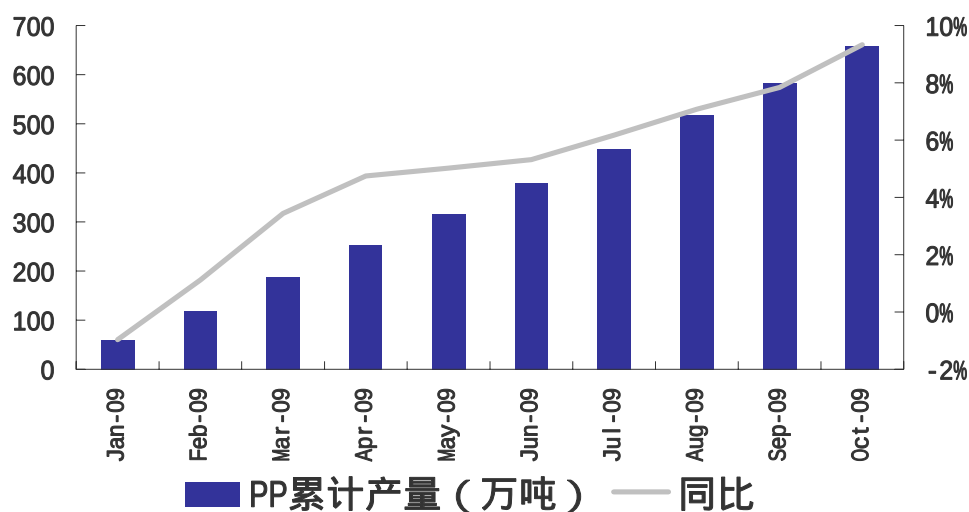
前三季度国内五大合成树脂表观消费量为 3449.1 万吨,比上年同期增加 17.1%,其中聚乙烯表观消费量为 1132.7 万吨,同比增长 29.8%;聚丙烯为 908.2 万吨,同比增长 19.8%;聚氯乙烯为 816.5 万吨,同比增长 9.7%;聚苯乙烯为 301.5 万吨,同比增长 3.5%;ABS 树脂为 290.2 万吨,同比增长 3.8%。

图8 聚乙烯累计产量图



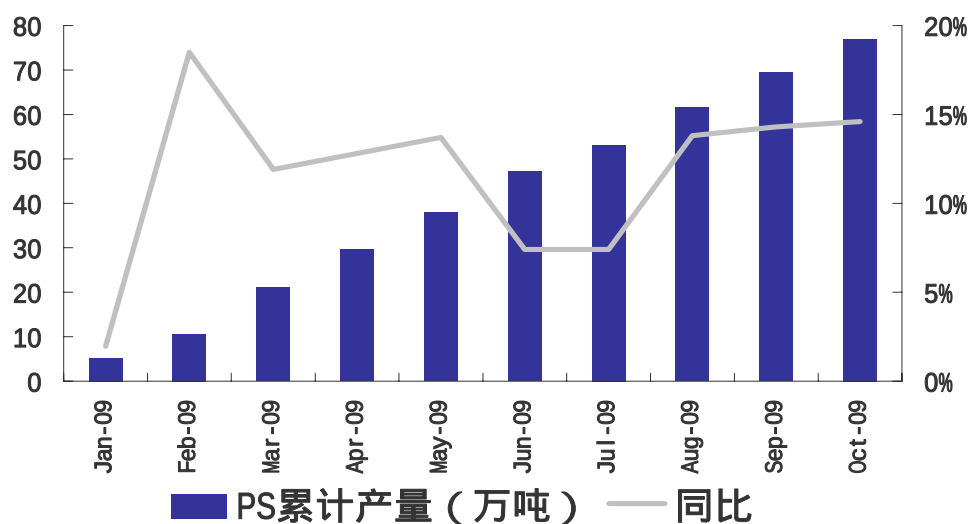
数据来源：安信证券研究中心

图 9 聚丙烯累计产量图



数据来源：安信证券研究中心

图 10 聚苯乙烯累计产量图



数据来源：安信证券研究中心

3. 开工率决定复苏顺序

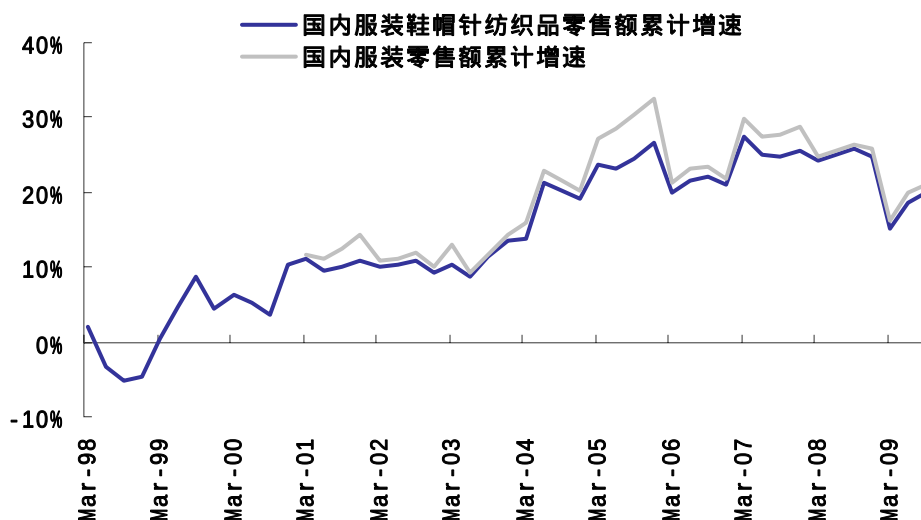
中国宏观经济保持稳定发展，需求正从财政政策拉动，逐渐转向内生性的需求驱动。从国际情况看，欧美经济出现了触底反弹的迹象。基础化工行业作为周期性行业受需求拉动的影响非常显著，我们判断 2010 年化工行业的复苏是值得期待的。从复苏的顺序看，我们倾向于按照开工率的高低来排序，目前开工率很高的化纤行业将成为领头羊，与家具相关的 TDI 行业开工率也是较高，和房地产相关的纯碱和 PVC 行业的开工率正在逐步回升。

3.1. 化纤行业需求旺盛，有望率先复苏

3.1.1. 依靠内需，化纤开工率维持高位

2009 年纺织服装内需市场的回暖是超出此前市场的预期，国内服装的零售增速 09 年快速回升，到 09 年 10 月份的增速已经恢复到 08 年的平均增速 25% 附近。

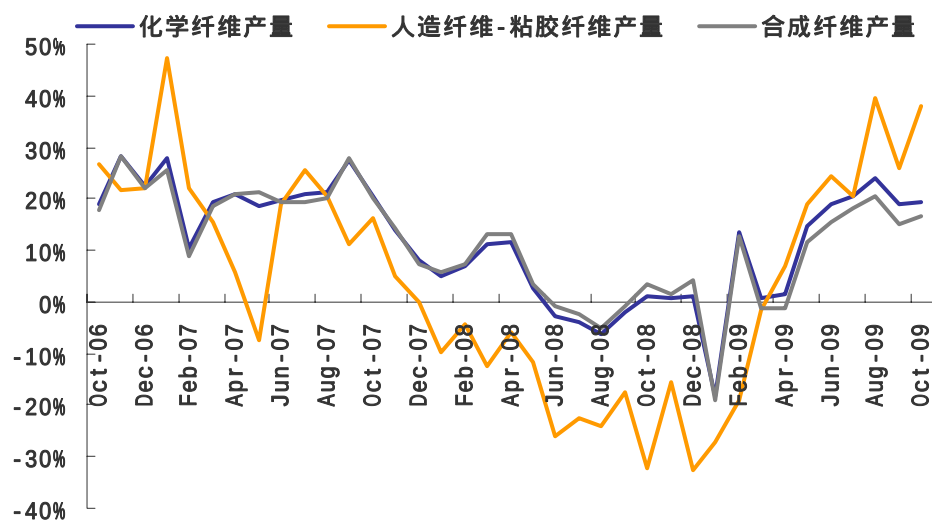
图 11 国内纺织服装零售情况



数据来源：安信证券研究中心

09 年化学纤维的产量出现了快速回升的态势，合成纤维中腈纶和锦纶的产量增速较快，09 年 10 月份的增速分别是 43.44%和 62.58%,产量最大的涤纶产品 10 月增速也达到了 15.75%，粘胶纤维的产量增速一路上扬，10 月增速高达 37.97%。需求旺盛导致化纤行业的开工率均处于高位，粘胶和氨纶行业开工率均在 90%以上，腈纶和锦纶在 70~80%，涤纶开工率在 60%以上。

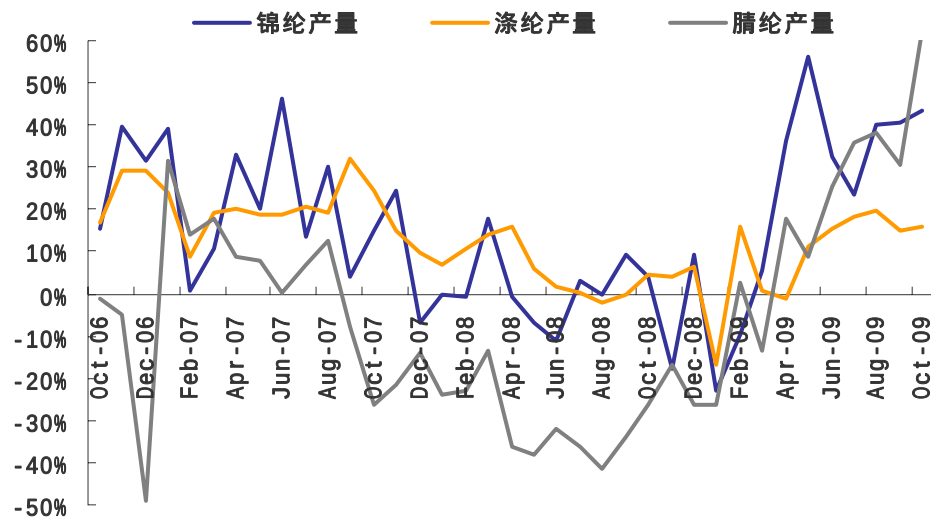
图 12 化学纤维产量增速



数据来源：安信证券研究中心

注：化学纤维包括合成纤维和人造纤维

图 13 涤纶、锦纶、腈纶产量增速

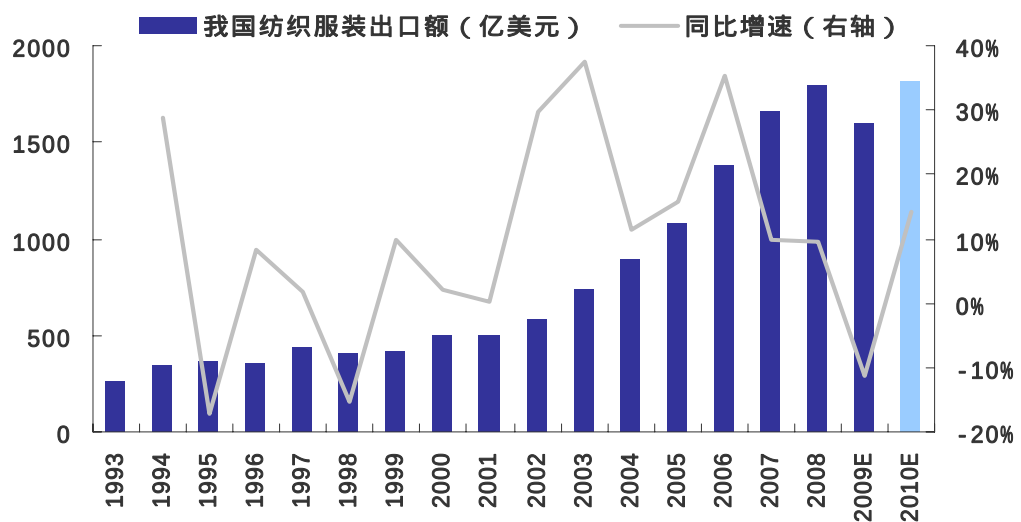


数据来源：安信证券研究中心

3.1.2. 2010 年纺织服装出口将复苏，有望成为价格催化剂

安信证券纺织服装行业分析师预计 2010 年我国纺织服装出口增速在 10% - 15%左右，国内纺织服装消费市场保持稳定增长。

图 14 我国纺织服装出口额



数据来源：CEIC，安信证券研究中心

化纤行业在内需的支撑下，开工率已经达到较好的水平，如果 2010 年我国纺织服装出口增速从 09 年的负增长恢复到 10% - 15%左右，外需的冲击将成为化纤涨价的催化剂。尤其对于粘胶和氨纶这种开工率已近满负荷，产量相对较小的化纤品种。

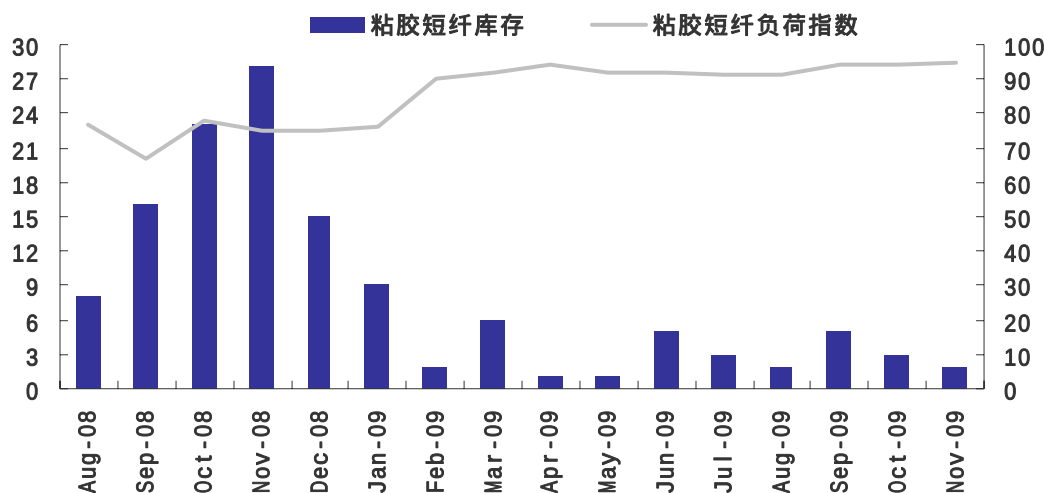
3.1.3. 粘胶短纤将受益于棉花价格的支撑

3.1.3.1. 粘胶短纤开工率持续位于高位

粘胶短纤的开工率从二季度开始明显回升，连续三个季度维持在 90% 以上，同时企业的库存不断降低。

粘胶短纤需求的回升除了和国内服装的需求迅速恢复有关，我们判断还有个重要的因素是粘胶与棉花的价差一度下滑到 1000 多元 / 吨，导致粘胶的性价比优于棉花，消费量大幅上升，这种结构的变化应该是粘胶保持高开工率的重要原因。

图 15 粘胶短纤开工负荷以及库存

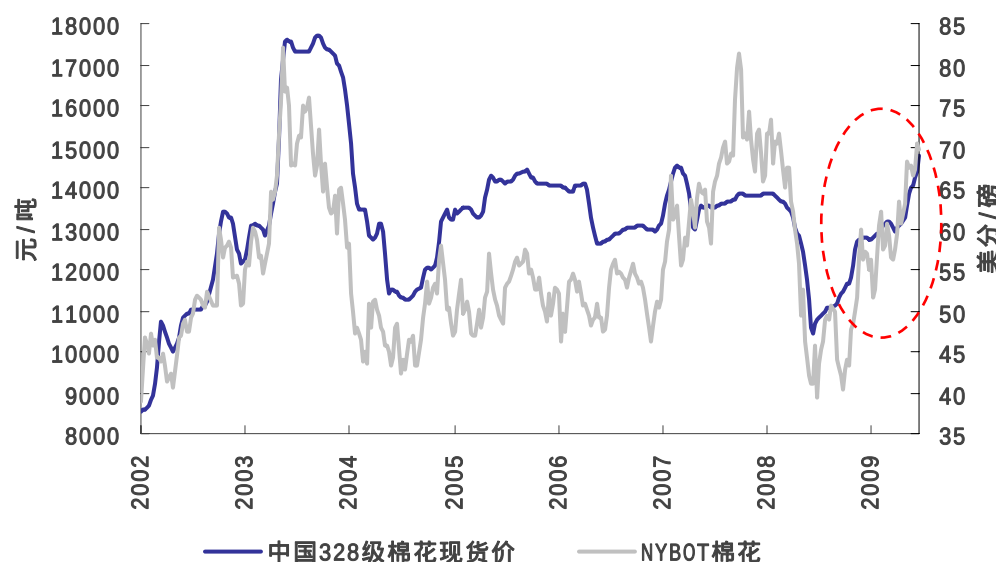


数据来源：安信证券研究中心

3.1.3.2. 2010 年棉花价格创新高是大概率事件

国内外棉花价格创出今年以来的新高。由于前期价格低迷，09/10 种植季的棉花继续减产。全球的库存消费比从 57.8% 下降到 49.8%，下降近 8 个百分点，是 10 年以来的低位，相当于 02-04 年的水平。而 02-04 年那段历史，也是 2001 年世界经济危机之后，价格下跌，产量收缩，伴随着后来的经济和需求恢复，导致库存消费比不断下降。NYBOT 棉花价格从 2001 年 11 月的 30 美分/磅的最低点，上涨至 2003 年 11 月的 82 美分/磅。站在 2009 年四季度，我们同样可以看到供应的收缩和需求的恢复。这也使得未来一年棉花价格继续上行变成大概率事件。

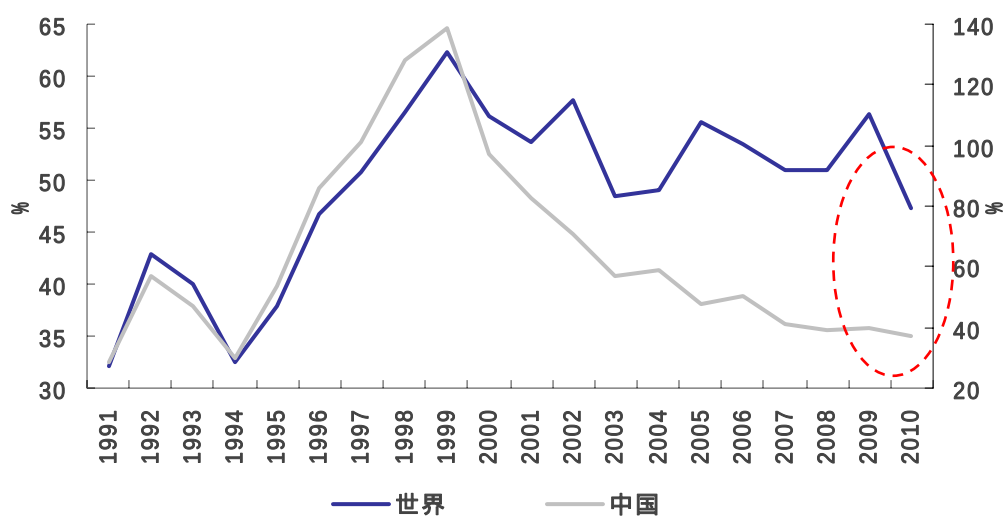
图 16 国内棉花现货价格和国际棉花期货价格



数据来源：Bloomberg，中国棉花信息网，安信证券研究中心

新棉收购价从去年的 5.4 元/公斤，一路上扬至 7 元/公斤。从这样估计来年棉花的成本价可能高达 16000 元/吨。我们安信证券农业分析师预计 2010 年棉花价格继续上行的可能性较大，价格可能会突破前期高点，达到 20,000 元/吨。

图 17 世界和中国的期末棉花库存消费比



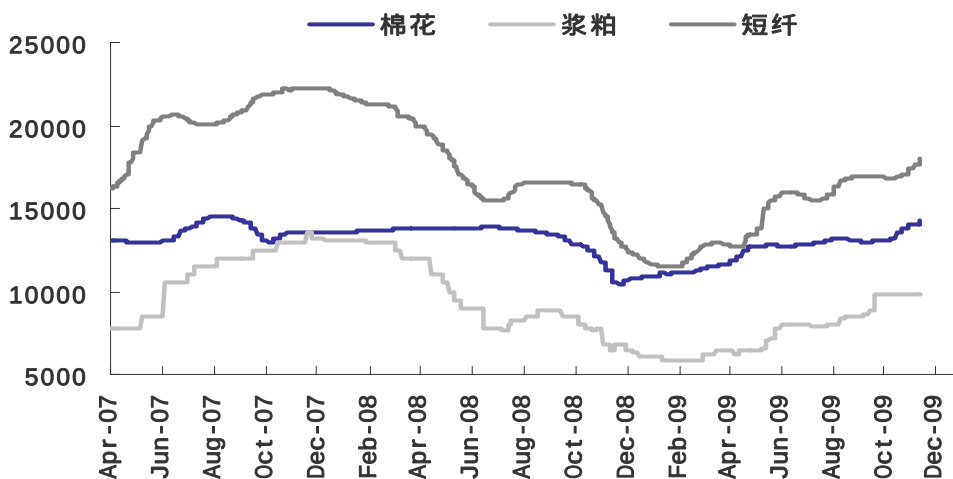
数据来源：USDA，安信证券研究中心

3.1.3.3. 粘胶短纤通过提价转移成本能力强

我们跟踪的数据显示，07年至今粘胶短纤的价格均价高于棉价4329元/吨，如果棉价上涨到20000元/吨，粘胶价格有望超越07年的高点，创出新高。

近期随着棉花价格的上扬，粘胶短纤的原材料棉浆粕持续上涨，推动粘胶成本上升，粘胶和棉浆粕的价差在缩小，由于需求旺盛，开工率高，粘胶企业通过不断涨价来转移成本，目前出厂价格已经到达19500元/吨以上。

图 18 棉花、棉浆粕、粘胶短纤价格趋势 单位：元/吨



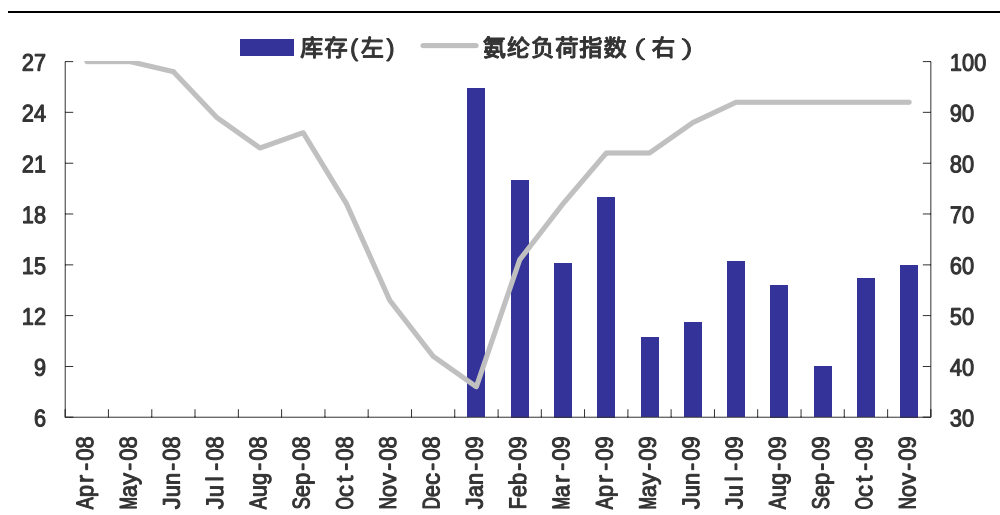
数据来源：化纤第一网，安信证券研究中心

3.1.4. 氨纶历来是弹性最强的化工产品之一

3.1.4.1. 氨纶开工率持续位于高位，库存呈降低态势

08年初到现在氨纶的开工率指数呈现出“V”字型走势，至09年中期以后负荷指数基本维持在90%以上；09年初以来，氨纶库存天数基本呈现下降态势，目前氨纶库存约在15天左右的较低水平，我们判断在外需逐步复苏的背景下，氨纶的提价将是水到渠成的事情，2010年氨纶价格将呈现逐月走高的态势，全年不排除有突破60000元/吨的可能。

图 19 氨纶库存、开工率图 单位：天、%



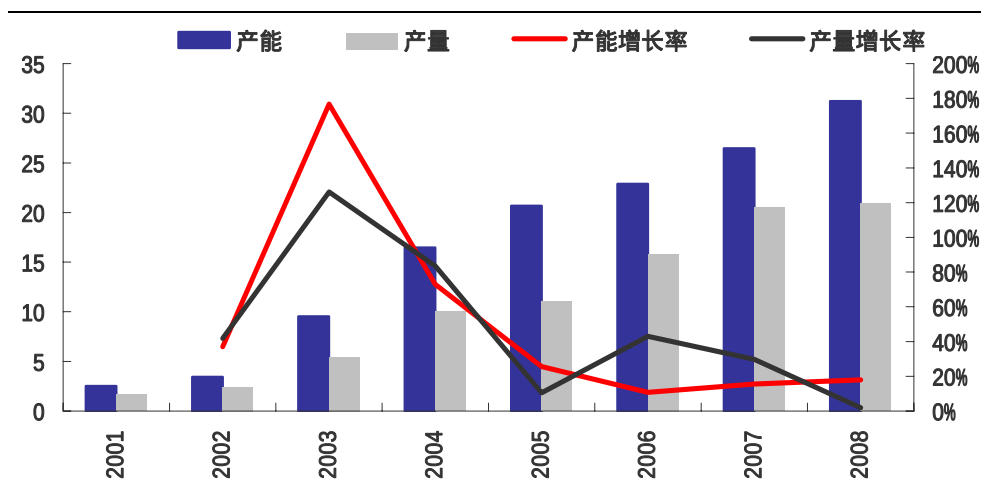
数据来源：化纤第一网，安信证券研究中心

3.1.4.2. 氨纶新增产能有限

我国氨纶产能扩张非常迅速，从 2001 年的 2.51 万吨迅速扩能到 2008 年的 31.21 万吨，复合增长率达到 43.34%。目前我国氨纶产能约占世界 60% 左右。氨纶每年度的产量与/产能之比基本与价格走势吻合，在 2007 年这一比值达到了 77.48%，在高利润的刺激下，2007、2008 氨纶产能继续扩张，供给的扩张遇到金融危机导致氨纶价格下滑很大，价格由 2007 年的最高点 9.5 万元/吨下滑到 2009 年初的 4 万元/吨。价格的迅速下滑使得原本有扩能计划的厂家均搁浅了，09 年氨纶行业新投产约 3 万吨左右，韩国晓星越南 0.8 万吨、土耳其 0.7 万吨，友利控股 1.2 万吨等，65000 元/吨以下未来将没有新产能投放。

2010 年新增产能几乎没有，只有烟台氨纶在 2010 年年底有 5000 吨的医用氨纶投产，释放肯定要到 2011 年。因此，2010 年的氨纶供需应该出现偏紧的局面。

图 20 氨纶产能、产量及其增长率 单位：万吨、%



数据来源：第一纺织网、安信证券研究中心

表 1 国内氨纶主要生产厂家的产能

公司名称	2008 年底实际产能（吨）	生产工艺	2009 年新增在建产能（吨）
晓星（HYOSUNG）	38700	连续纺	
英威达（INVISTA）	36400	连续纺	6000 吨 连续纺
华峰氨纶	42000	东洋纺（12000 吨）	

烟台氨纶	22000	连续纺 (30000 吨) 东洋纺	
友利控股	20000	东洋纺 (11500 吨) 日清纺 (8500 吨)	12000 吨 连续纺

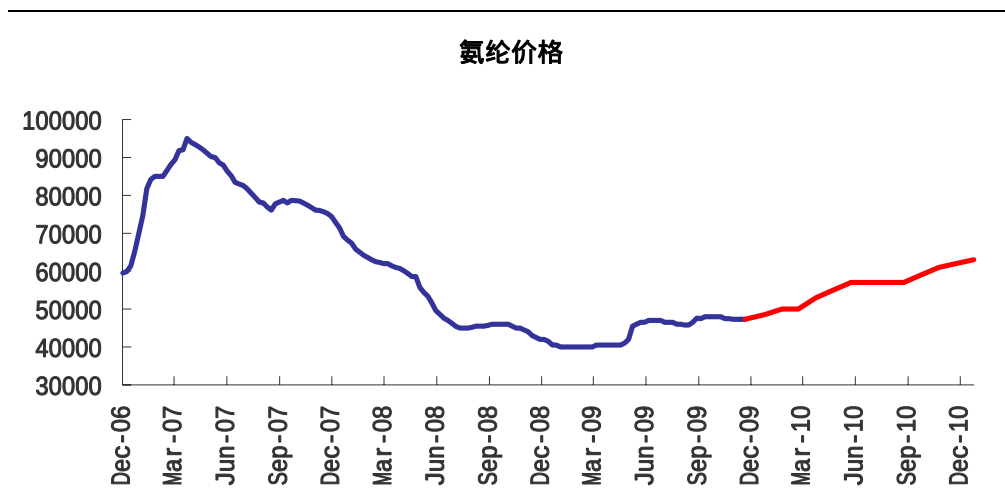
数据来源：安信证券研究中心

3.1.4.3. 氨纶价格弹性十足

氨纶行业 3-4 年一个完整周期，与 GDP 的相关性并不强，其周期性来自于投资回报率和产能扩张的起伏，供给波动比需求更大。氨纶行业 06 年的高投资额在 07-08 年释放产能，供过于求，产品价格步入下降通道已有 1 年半。氨纶行业规模小，使用应用范围广，吨投资高收益率也高，因此强周期特点更明显。在高开工率以及较低库存的现实条件下，外需的复苏将是氨纶提价的一个较大边际增量，全年氨纶价格不排除有突破 60000 元/吨的可能。

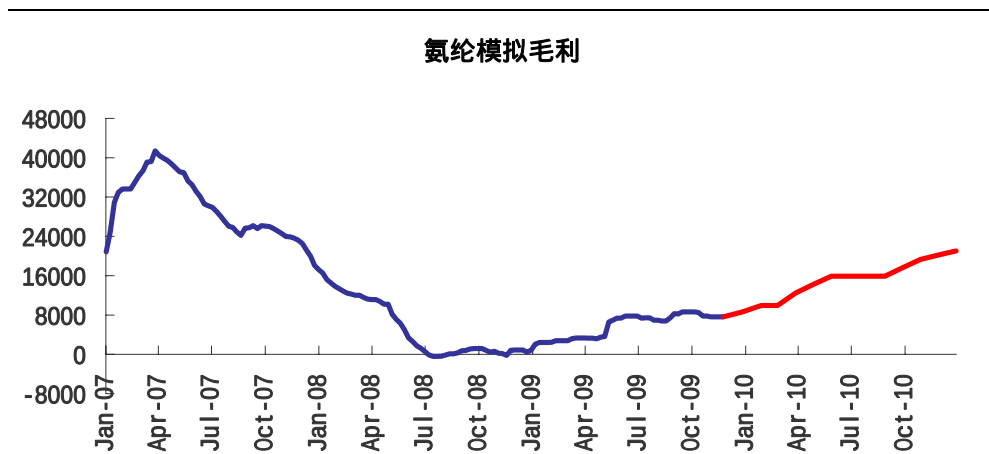
从我们模拟的毛利变化趋势来看，进入 09 年以来，尤其是二季度以来，氨纶行业的盈利能力恢复较为明显，目前在氨纶 40D 均价 48000 元/吨时，行业平均吨毛利已经超过 7500 元/吨，毛利率 18% 左右，在氨纶 40D 均价达到 60000 元/吨时，吨毛利将达到 18000 元/吨，毛利率 35% 左右。

图 21 氨纶价格趋势 单位：元/吨



数据来源：化纤第一网，安信证券研究中心

图 22 氨纶模拟毛利 单位：元/吨



数据来源：化纤第一网，安信证券研究中心

3.1.5. 粘胶短纤和氨纶行业上市公司

3.1.5.1. 粘胶上市公司

粘胶短纤的上市公司我们重点推荐山东海龙和三友化工，山东海龙是国内最大的粘胶短纤企业，拥有 27 万吨产能，受益于粘胶涨价的弹性最大。棉浆粕完全自给，抵御风险能力较强。三友化工已经启动粘胶短纤业务的注入，今年首先收购 39.87% 股权，明年从集团收购其余股份。公司的纯碱和 PVC 业务明年也将复苏，业绩弹性很大。详见公司报告部分。

3.1.5.2. 氨纶上市公司

华峰氨纶，公司是我国最大的氨纶生产企业。08-09 年新增 2 万吨产能，扩产后公司产能达到 4.2 万吨，占国内总量的 14%，列国内第一，世界第三。公司氨纶产能最大，主业非常突出，99% 的利润来源于氨纶，盈利能力对价格非常敏感。股价表现的催化剂将来自氨纶价格反弹或下游行业开工率上升。

友利控股，氨纶是公司的传统主业，公司其他业务主要是房地产和场地租赁等。公司现有氨纶产能 2 万吨左右，2009 年 8 月新建 1.2 万吨氨纶的试车，投产后公司合并产能将达到 3.2 万吨，其中，上市公司氨纶权益产能约 2.634 万吨，其中子公司江阴友利特种纤维有限公司从 2007 年起享受“两免三减半”政策；四川恒创特种纤维有限公司从 2006 年起享受“两免三减半”政策。

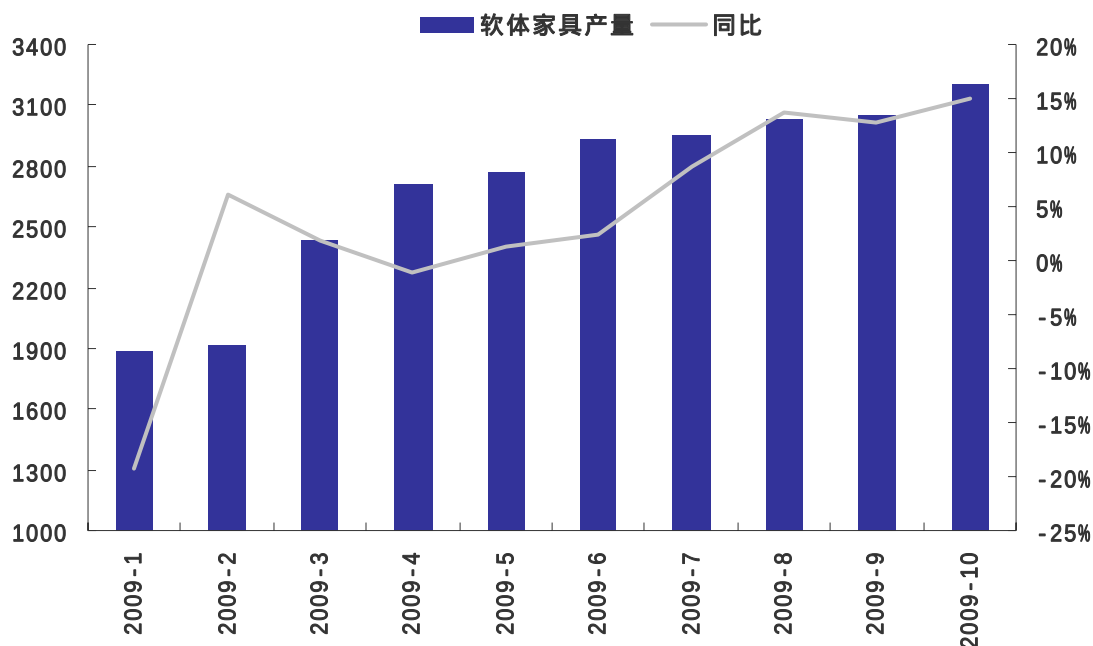
烟台氨纶，公司是国内氨纶、间位芳纶的龙头企业。目前，公司拥有氨纶产能 2.5 万吨，间位芳纶 4300 吨，产能在全球排名第二。公司新增 2010 年底拟投产的 5000 吨医用氨纶和 1000 吨对位芳纶项目。此外，公司开发出的芳纶产品主要应用在高温过滤，防护服装，占据国内大半市场份额，公司芳纶业务绝大部分用于出口，将大大受益于外需复苏。

3.2. 软质家具的需求拉动 TDI 行业繁荣

3.2.1. 软质家具需求增长

我国软质家具的产量 09 年下半年明显恢复，沙发和床垫等软质家具对海绵的需求增加，这应该与房地产销售数据吻合。汽车行业对汽车座椅的需求也随汽车的销售火爆大幅增加，从而对 TDI 的需求起到了很强的拉动作用。我国是世界主要的沙发和床垫制造国，家具的出口正在逐步复苏，2010 年出口还有改善空间。

图 23 我国软质家具产量及其增速 单位：套，%



数据来源：安信证券研究中心

3.2.2. TDI 正处于需求旺季

09 年 7 月份以来，TDI 价格出现持续上涨，从 22500 元/吨上涨至目前的 29000 元/吨。同时 9 月份以后 TDI 进入传统的旺季，旺季将持续到 2010 年春节前。目前房地产的交易非常活跃，推动家具的需求保持增长，我们判断 2010 年 TDI 价格将继续位于高位。

3.2.3. TDI 反倾销措施继续保持 5 年

2008 年 11 月 21 日，商务部决定对原产于日本、韩国和美国的进口甲苯二异氰酸酯所适用的反倾销措施进行期终复审调查。2009 年 11 月 21 日公告期终复审裁定：自 2009 年 11 月 21 日起，对原产于日本、韩国和美国的进口甲苯二异氰酸酯实施反倾销措施，实施期限为五年。这意味着 2003 年 11 月 22 日开始的 TDI 反倾销措施，继续保持 5 年。

反倾销税率实施以后，国外企业进口量大幅减少，对其生产布局产生了较大影响。拜耳、利安德、陶氏和罗地亚部分装置纷纷关闭，并转向集中化生产。巴斯夫和拜耳更相继转向在国内投资建厂，巴斯夫的 16 万吨 TDI 已经建成投产，拜耳的 25 万吨正在建设，预计 2010 年投产。我们认为，由于国际 TDI 下游产业向中国转移，TDI 向中国集中的趋势应该继续，我国将成为世界最大的制造国，TDI 不但能够自给，还能够大量出口

表 2 反倾销实施后国外企业的关停情况 单位：万吨

供应商	产地	2003	2004	2005	2006	2007	2008	国家
陶氏	Freeport(OLD)	闲置	闲置	关闭	5.9	5.9	5.9	美国
罗地亚	法国	11.5	11.5	11.5	无	无	无	法国
利安德	Lake Charles	13.6	13.6	关闭	关闭	关闭	关闭	美国
BASF	Rubicon Geismar	3.6	3.6	3.6	关闭	关闭	关闭	美国
BAYER	Martinsville	4.9	4.9	关闭	关闭	关闭	关闭	美国
	Leverkusen	3.6	关闭	关闭	关闭	关闭	关闭	德国
	Antwerp	3	关闭	关闭	关闭	关闭	关闭	比利时
	Coatzacoalcas	4	关闭	关闭	关闭	关闭	关闭	墨西哥
	Niihama	1.3	关闭	关闭	关闭	关闭	关闭	日本

数据来源：贝茨聚氨酯网，安信证券研究中心

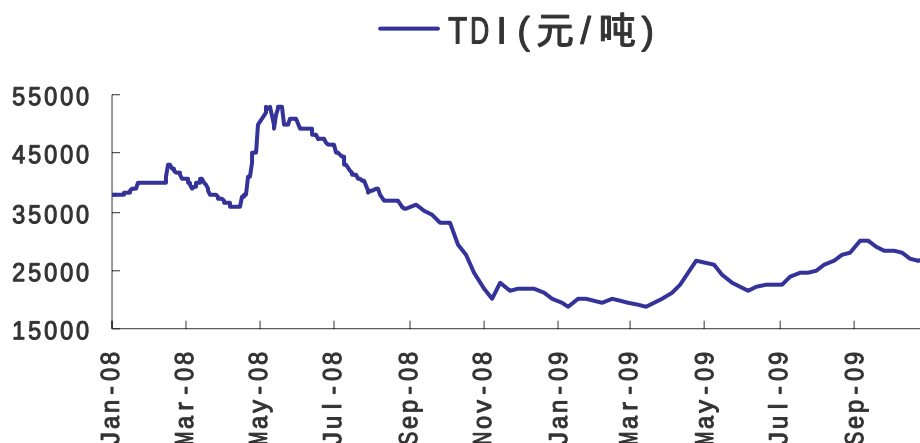
表 3 我国 TDI 产能和国际巨头向中国转移情况 单位：万吨

供应商	产地	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
BASF	上海	0	0	0	13	16	16	16
BAYER	上海	0	0	0	0	0	0	25（在建）
甘肃银光	甘肃	2.5	2.5	5	5	5	5	7
蓝星太原	太原		3	3	3	3	3	3
沧州大化	沧州	2	2	3	3	3	3	8
烟台巨力	山东	0	0	0	1.5	2	2	2
锦西化工	葫芦岛	0	0	0	0	0	0	5
总计		4.5	7.5	11	25.5	29	29	66（实际41）

数据来源：贝茨聚氨酯网，安信证券研究中心

3.2.4. TDI 是价格弹性最大的化工品之一

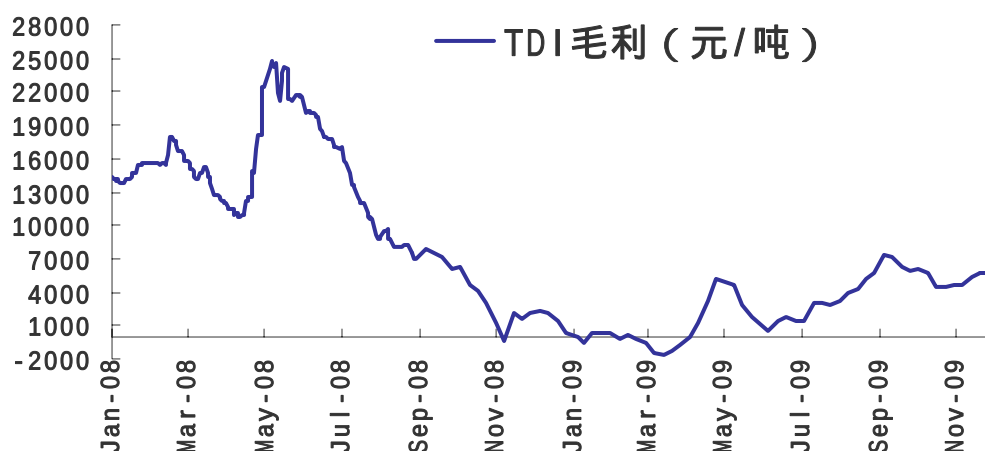
TDI 是价格弹性最大的化工产品中之一，在 08 年 5 月最高价达到 53000 元/吨，受金融危机影响，价格最低出现在 09 年的 3 月，跌至 18800 元/吨。价格的波动范围和幅度不可谓不大。由于 TDI 不属于大宗产品，技术壁垒高，生产企业有限，因此，其价格很容易受到操控，这是价格弹性大的主要原因。

图 24 TDI 价格趋势 单位：元 / 吨


数据来源：安信证券研究中心

3.2.5. TDI 盈利不断改善

我们模拟的 TDI 行业毛利今年以来不断恢复，企业的盈利不断改善，08 年高峰时毛利曾经达到 25000 元 / 吨，目前仅为 5800 元 / 吨，我们判断毛利将随着价格的上升继续提高。

图 25 TDI 行业毛利 单位：元 / 吨


数据来源：安信证券研究中心

3.2.6. TDI 行业上市公司

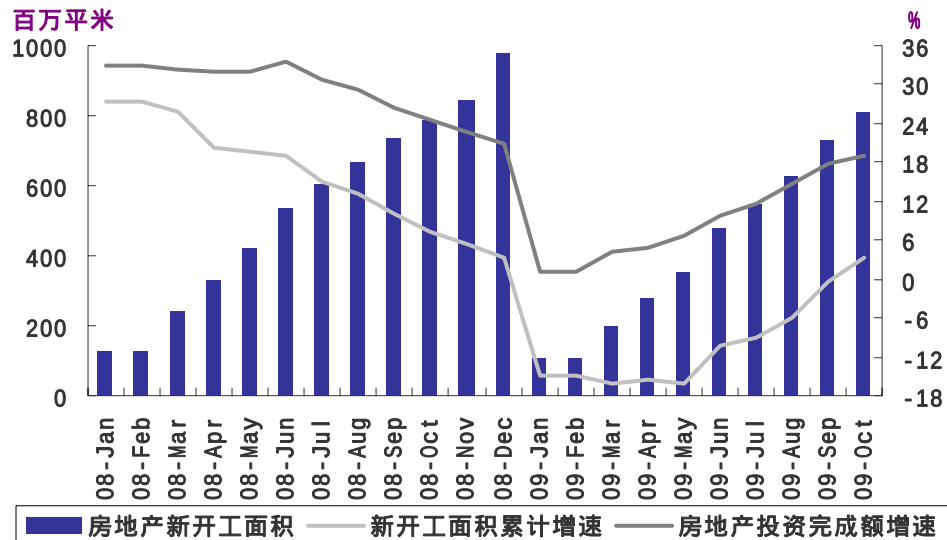
TDI 行业的上市公司主要是沧州大化和锦化氯碱，沧州大化的 5 万吨 TDI 于 2009 年 8 月 31 日生产出合格产品，目前负荷逐步提高。公司的 TDI 产能从 3 万吨提高到 8 万吨，权益产能从 1.5 万吨提高到 6.5 万吨，产能的大幅增加为 2010 年公司业绩的增长提供了保证。锦化氯碱的 5 万吨 TDI 公司参股了 40%，将会在 2010 年贡献投资收益。详见公司报告部分。

3.3. 纯碱和氯碱行业跟随房地产行业复苏

3.3.1. 房地产行业数据趋于乐观

从我国房地产行业的关键指标看，房地产投资和新开工面积自今年二季度开始缓慢复苏，到今年 10 月份，房地产累计新开工面积实现正增长，趋势非常明显。化工行业的纯碱和 PVC 受房地产行业需求影响巨大，房地产行业的景气将带动纯碱和氯碱行业在 2010 年逐步复苏。

图 26 房地产投资和新开工面积 单位：百万平米、%



数据来源：安信证券研究中心

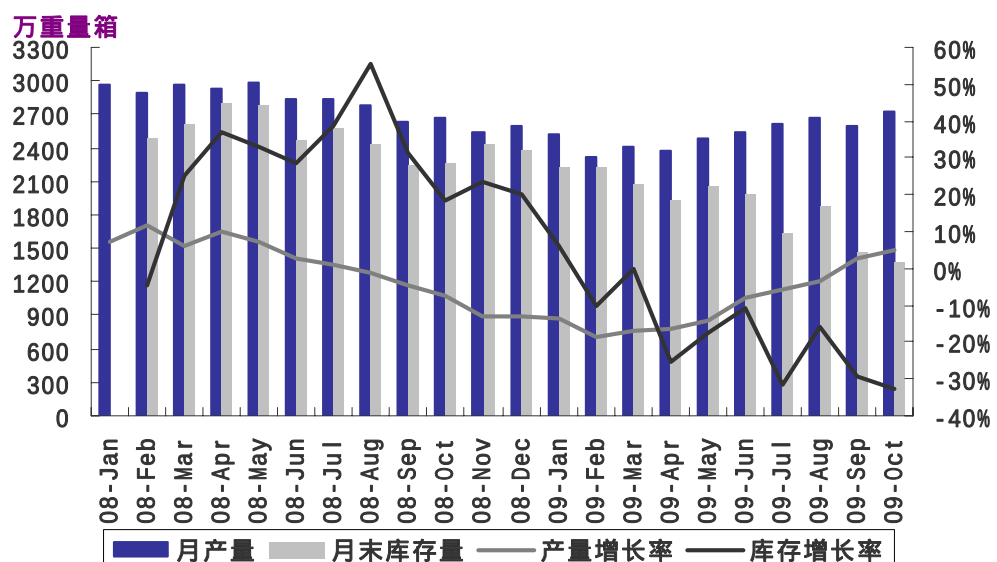
3.3.2. 玻璃行业数据预示纯碱行业明年将出现拐点

3.3.2.1. 玻璃行业库存处于低位

随着库存的消化和需求的转暖，今年 3 月份开始平板玻璃价格出现了明显的回升，部分品种（如 6mm 浮法玻璃和 8mm 浮法玻璃）价格已经创出了近三年的新高。随着玻璃价格的持续上扬，玻璃企业复产的动力很强。

从我国重点联系玻璃的生产指标来看，由于 2008 年关闭熔窑导致的供给大幅收缩，随着经济一季度见底复苏，玻璃需求回升，企业的库存量开始持续回落。今年 2 月份开始至今玻璃企业的库存都是负增长的，而玻璃的产量在 8 月份之前也一直处在负增长的状态。

图 27 我国重点联系玻璃企业月度产量及库存情况 单位：万重量箱、%

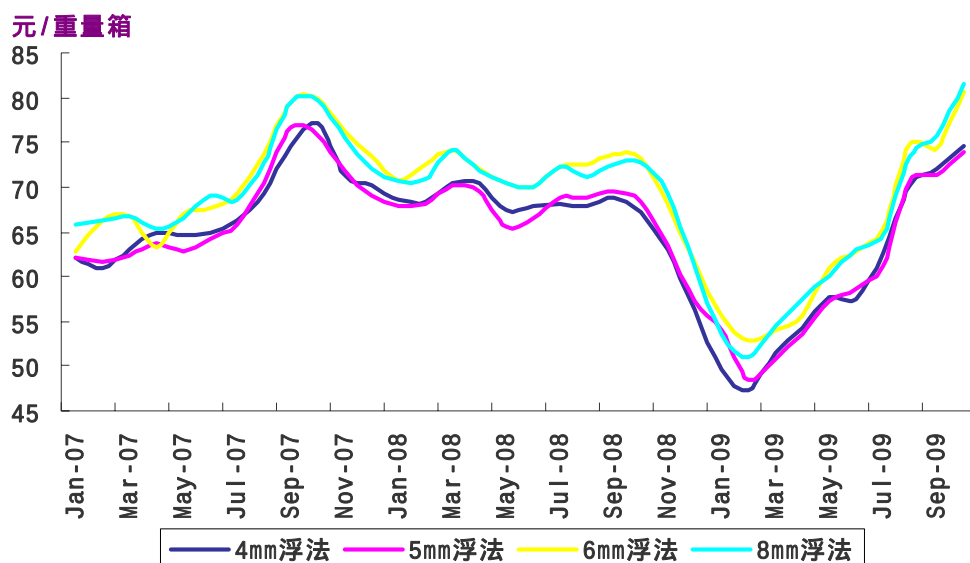


数据来源：安信证券研究中心

3.3.2.2. 玻璃价格创新高，复产和扩产动力强劲

随着库存的消化和需求的转暖，今年 3 月份开始平板玻璃价格出现了明显的回升，部分品种（如 6mm 浮法玻璃和 8mm 浮法玻璃）价格已经创出了近三年的新高。随着玻璃价格的持续上扬，玻璃企业复产的动力很强。

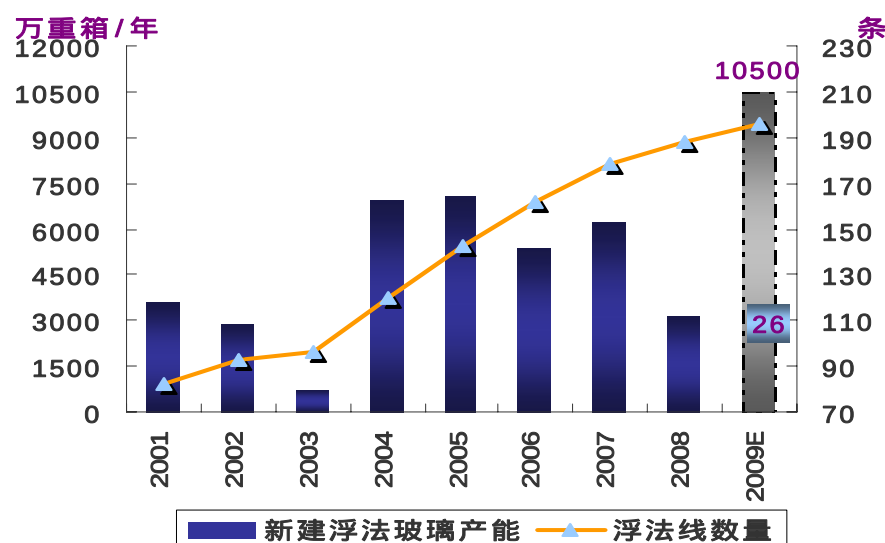
图 28 主要浮法玻璃品种价格走势 单位：元 / 万重量箱



数据来源：安信证券研究中心

据协会统计的数据，今年将要投产的浮法生产线达到 26 条（含复产的线），产能达到 1.05 亿重量箱。考虑窑龄到期等因素关闭的产能，今年浮法玻璃的产能净增量在 5300 万重量箱。玻璃的复产和扩产对 2010 年纯碱的需求有利。

图 29 我国浮法玻璃新建产能情况 单位：万重量箱 / 年、条

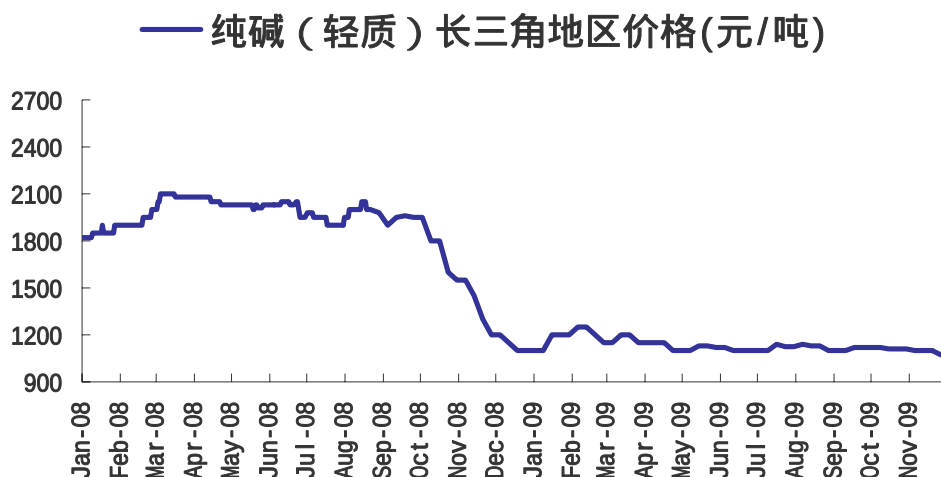


数据来源：安信证券研究中心

3.3.2.3. 纯碱销量恢复，但价格尚处于底部

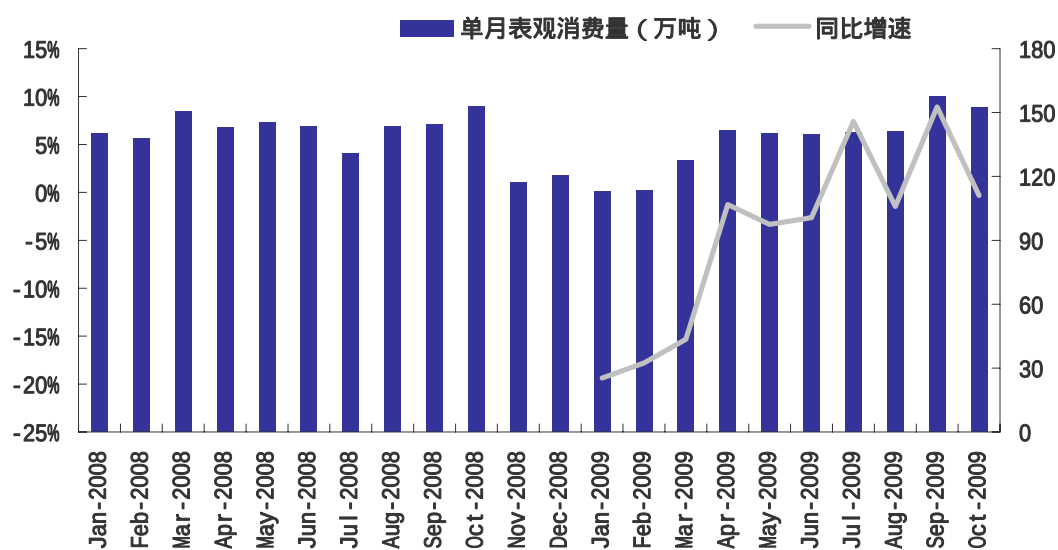
进入 09 年纯碱的产量逐步恢复，四月份的产量首次同比出现正增长，单月产量已经达到金融危机前的水平，开工率维持在 85% 左右。表观消费量已经回到金融危机前的水平，但价格仍让处于底部区域。

图 30 纯碱价格走势 单位：元/吨



数据来源：安信证券研究中心

图 31 纯碱表观消费量恢复到正常水平 单位：万吨，%

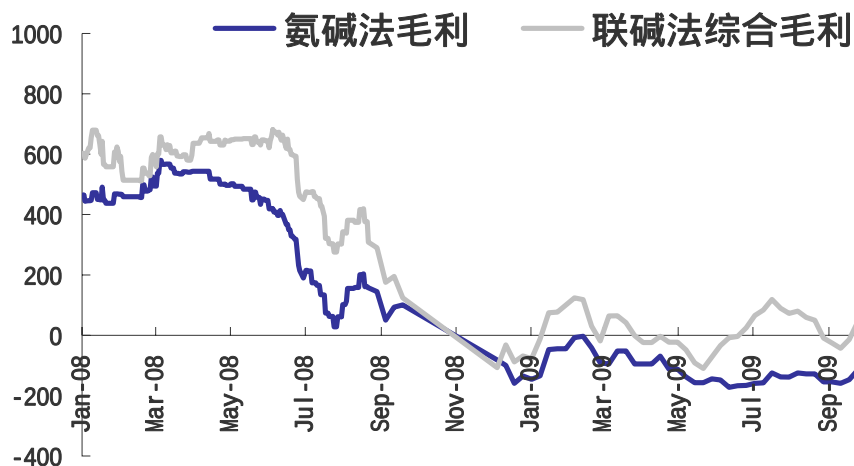


数据来源：安信证券研究中心

3.3.2.4. 纯碱行业拐点在 2010 年

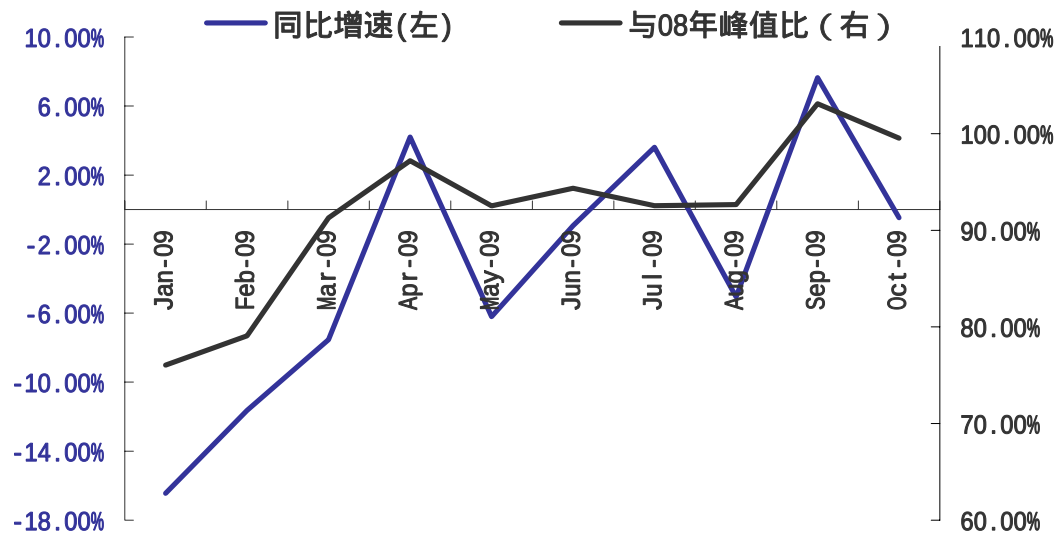
纯碱的产量和 08 年最高峰月产量的比值已经超过 100%，说明下游行业对纯碱的需求恢复。尤其是玻璃行业已经进入景气之中，但目前纯碱处于全行业亏损的境地，显然这种局面不会持续太久。近期，纯碱的价格已经开始出现 50 元/吨的上调，我们判断纯碱行业在 2010 年进入景气周期。

图 32 氨碱法和联碱法仍然处于亏损状态 单位：元 / 吨



数据来源：安信证券研究中心

图 33 纯碱产量逐步恢复，月产量超过 08 年峰值



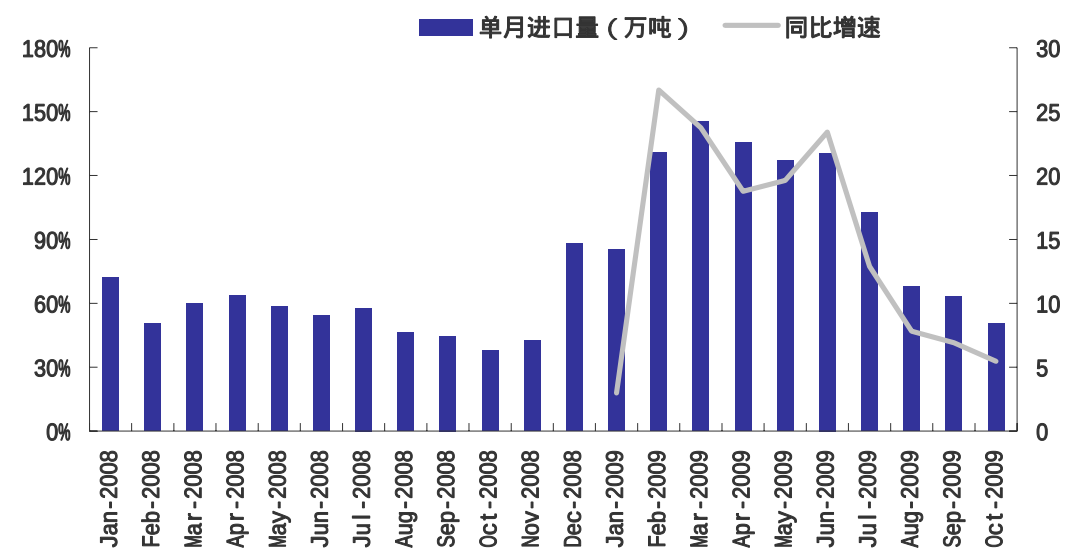
数据来源：安信证券研究中心

3.3.3. 原油价格长期看涨，电石法 PVC 重获竞争优势

3.3.3.1. PVC 进口量随油价上涨回归合理

2009 年上半年，由于国际原油位于低位，我国 PVC 进口量迅猛攀升。但下半年国际原油涨到 70 美元 / 桶以上，国际乙烯法成本优势不再，PVC 的进口量明显回落。

图 34 PVC 进口量迅猛攀升后回归合理 单位：万吨

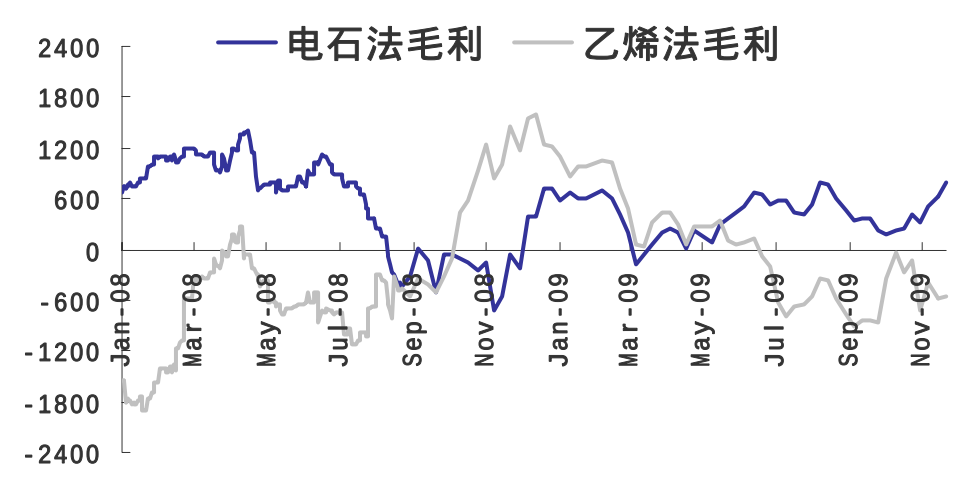


数据来源：安信证券研究中心

3.3.3.2. 原油价格的系统性上涨趋势，使竞争优势逆转

我们宏观部门判断美元将长期处于贬值趋势之中，国际原油价格将出现系统性的上涨，国外以石油法为主的 PVC 将处于竞争逆势，电石法的 PVC 优势逐步显现。从下图的模拟毛利变化趋势可以清楚的发现，电石法的毛利处于上升通道，而乙烯法的毛利已经接近亏损边缘。

图 35 电石法 PVC 重获竞争优势 单位：元 / 吨

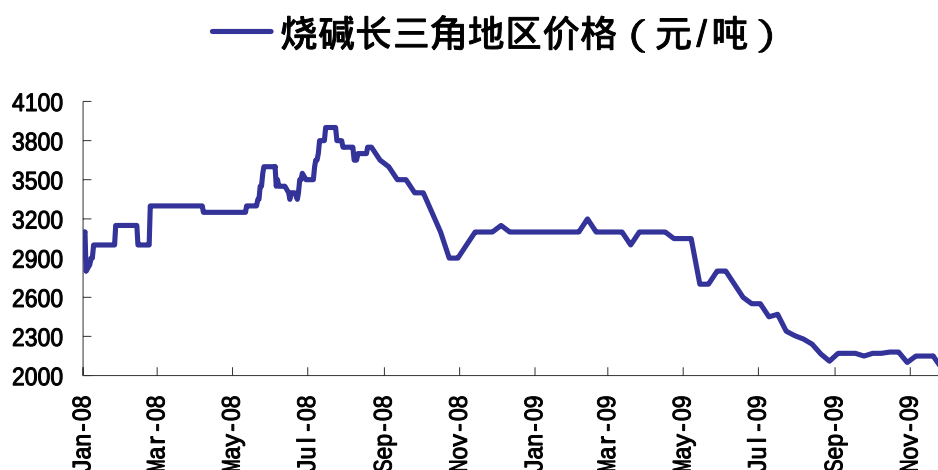


数据来源：安信证券研究中心

3.3.3.3. 氯碱产品价格尚未走出底部

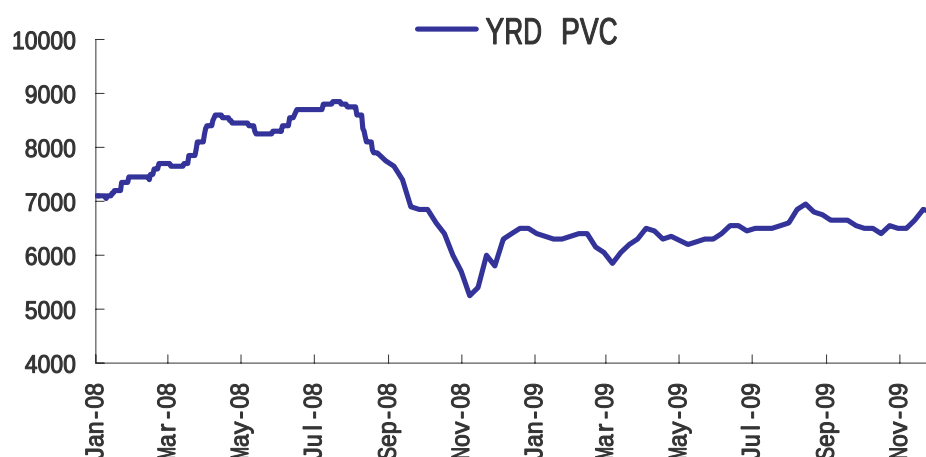
氯碱行业的主要产品烧碱和 PVC 受物料平衡影响互相牵制，PVC 的价格受国际成本支撑，价格和开工率逐步走高，但烧碱市场产品库存积压，同时出口不畅，导致烧碱价格出现压力。PVC 的期货价格长期高于现货，说明市场对明年的原油价格比较乐观。

图 36 烧碱价格走势图 单位：元/吨



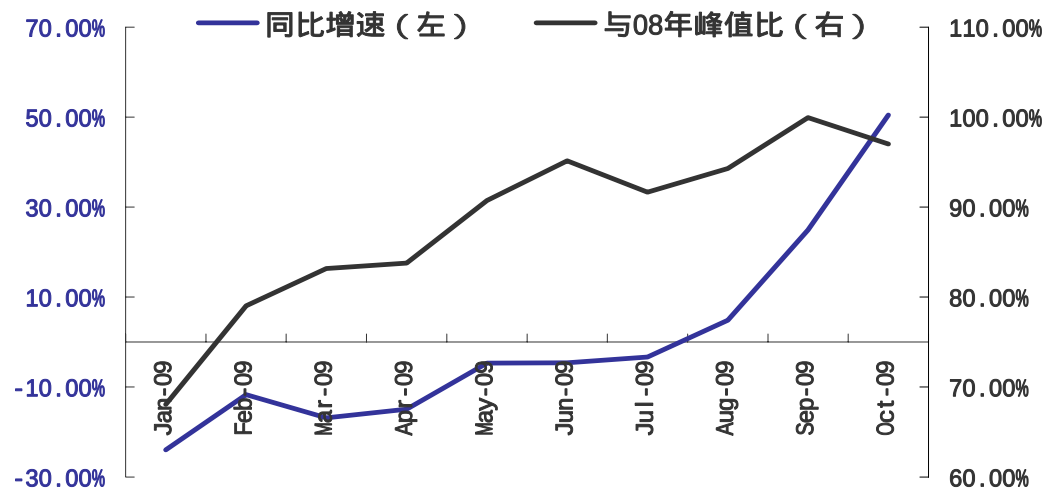
数据来源：安信证券研究中心

图 37 PVC 价格走势图 单位：元/吨



数据来源：安信证券研究中心

图 38 PVC 产量增速迅速增长，接近 08 年峰值产量



数据来源：安信证券研究中心

3.3.3.4. 房地产对 PVC 行业影响巨大，景气复苏只是时间问题

PVC 相当部分用于房地产行业的铝塑门窗、给排水管以及家装等，我们判断房地产行业的复苏以及原油价格的上涨，对 PVC 产生支撑，行业的景气复苏只是时间问题。

3.3.4. 纯碱和氯碱的上市公司

我们判断 2010 年纯碱和氯碱行业陆续迎来新一轮景气，纯碱企业建议关注三友化工、山东海化、双环科技，氯碱公司建议关注中泰化学、英力特。详见公司报告部分。

4. 当低碳经济成为趋势

4.1. 我国对发展低碳经济态度积极

4.1.1. 我国积极参与哥本哈根会议，率先作出减排承诺

国务院总理温家宝在 11 月 25 日主持召开的国务院常务会议决定到 2020 年单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%—45%，这将作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划，并制定相应的国内统计、监测、考核办法，以及相应的政策措施和行动。这是中国首次宣布温室气体减排清晰量化目标，也是发展中国家中率先作出减排承诺的国家。中国在哥本哈根气候变化大会召开前夕提出“清晰的量化目标”，已远远超出了“巴厘路线图”对发展中国家的要求，显示了中国力促哥本哈根大会取得成功的认真态度，将对大会的预期结果产生不可低估的积极影响。

4.1.2. 美国公布将在哥本哈根会议承诺的减排指标

美国政府 11 月 25 日公布了即将在哥本哈根气候变化大会（12 月 7 日至 12 月 18 日召开）上承诺的温室气体减排指标，承诺 2020 年的温室气体排放量在 2005 年的水平上减少 17%，仅相当于在 1990 年的水平上减少 4%（与今年 6 月份美国众议院通过的《清洁能源与安全法案》一致，该法案将在 2010 年初提交美国参议院讨论），尽管与发展中国家要求发达国家 2020 年在 1990 年水平上至少减排 40% 相比差距较远，但这一表态在似乎表明美国参议院通过《清洁能源与安全法案》的可能性大大提高，美国的这一表态是积极、进步的。此外，奥巴马总统也将出席哥本哈根会议（此前，白宫新闻发言人曾表示，如果奥巴马的出席无助于哥本哈根会议达成有效协议，那么奥巴马将不会出席此次会议），推动哥本哈根会议取得实质性结果。

4.1.3. 中美两国力促哥本哈根会议取得成功

美国总统奥巴马 12 月访华期间发表的《中美联合声明》指出，双方决心根据各自国情采取重要减缓行动，并认识到两国在促成加强世界应对气候变化能力的可持续成果方面具有重要作用，双方致力于在哥本哈根会议达成最终的法律协议。同时，两国成立了中美清洁能源联合研究中心，其中，建筑能效、清洁煤（包括碳捕集与封存）、清洁汽车被列为该研究中心三大优先课题。

4.1.4. 化工行业中节能、碳减排交易、新能源相关板块受益低碳经济的发展

从低碳经济的发展趋势看，节能、碳减排、新能源这三个方向值得关注。发展节能和新能源，正所谓开源节流。节能对于减少碳排放具有立竿见影的优点，应该是优先采取的措施。而发展新能源，降低对化石能源的依靠是长期的发展方向，但是新能源具有投入大、成本高等缺点，大规模的替代传统能源尚需时日。如果哥本哈根会议达成协议，碳减排需求的增长，带来碳交易市场规模的迅速扩大，碳排放权进一步衍生为具有投资价值和流动性的金融资产。

4.2. 节能先行

节能重点关注建筑节能、工业节能两个领域。

4.2.1. 建筑节能

4.2.2. 建筑节能是我国节能的重点之一

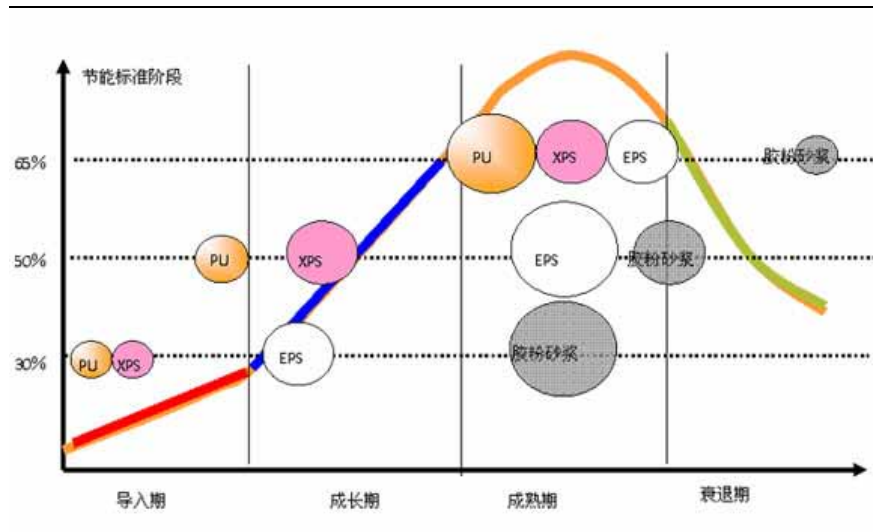
根据有关部门测算，房屋住宅的能量损失大致为墙体约占 50%；屋面约占 10%；门窗约占 25%；地下室和地面约占 15%。我国建筑要在 2010 年实现节能率 50%，需对建筑外墙进行全面改造，墙体保温材料的市场将会大幅度增加。

在我国建筑能耗约占全国总能耗的 30%，我国的建筑能耗较发达国家高 3 倍以上，因此建筑节能是我国节能的重点之一。建筑能效也是中美清洁能源联合研究中心的优先课题之一。

4.2.3. 苯乙烯和聚氨酯在节能上各有擅长

建筑节能保温材料主要有发泡聚苯乙烯（EPS）、挤出聚苯乙烯（XPS）、聚氨酯（PU）、胶粉砂浆等，它们在不同的节能标准下处于不同的发展阶段。在 50% 节能标准下，EPS 和 XPS 占有优势，随着节能标准的不断提高，PU 的优势逐步显现。

图 39 各种保温材料在不同的节能标准下处于不同的发展阶段



数据来源：贝茨聚氨酯网，安信证券研究中心

4.2.4. 建筑节能统计、监测、考核日益严格

住房和城乡建设部建筑节能与科技司 10 月 23 号发出《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》，组织起草了《建筑能耗和节能信息统计体系实施方案》、《建筑节能监测体系实施方案》、《建筑节能考核体系实施方案》（简称“三个方案”），修订了《民用建筑能耗和节能信息统计报表制度》（简称“报表制度”）。

“报表制度”和“三个方案”从制度和细节各个方面详细规定了民用建筑能耗和节能统计、监测、考核工作的开展，为多年以来对民用建筑节能的推广工作由侧重口号宣传推进到制度落实提供了一套可操作性的详细办法；修订了《民用建筑能耗和节能信息统计报表制度》，增加了节能信息统计报表制度，这类统计所取得信息的最终目的是为有效推进建筑节能；《建筑能耗和节能信息统计体系实施方案》为建筑节能提供基础数据；《建筑节能监测体系实施方案》保障建筑节能统计数据的质量；《建筑节能考核体系实施方案》确保建筑节能有效落实，考核结果将抄报中央组织人事部门，把对建筑节能的经济激励纳入到对地方政府的考核重点。

统计、监测、考核日益严格将改变建筑节能雷声大雨点小的困境，对于外墙保温材料的发展是极大的促进。

4.2.4.1. 相关上市公司

建议关注双良股份、烟台万华、红宝丽，详见公司报告部分。

4.2.5. 工业节能

工业节能领域目前主要是高位热能的余热发电，比如水泥企业的高温余热发电，硫磺制酸的高温余热发电。但是大量低位热能无法得到有效回收，在低位热能的利用上，溴化锂机组具有独特的优势，回收热能分温度范围宽泛，最低可以回收 20~70℃ 的余热，而且不但可以输出热量，也可以输出冷量，发展空间广阔。双良股份的余热利用溴化锂机组，已经在石油、化工、纺织、钢铁、食品、冶金等行业应用，还有很多等待拓展的领域，市场空间广阔。

4.3. 碳减排交易和碳捕捉与封存

4.3.1. 碳交易市场发展迅速

2005 年京都议定书正式生效后，全球碳交易市场出现了爆炸式的增长。2008 年全球碳交易市场价值达 1263.5 亿美元，比 2007 年的 630 亿美元上升了 100.6%。其中，2008 年 CDM 一级市场规模为约 65 亿美元，由于受经济危机的影响，略低于 2007 年的约 74 亿美元；但由于二级市场(交易所交易和柜台交易)活跃，2008 年 CDM 二级市场规模为约 262 亿美元，远高于 2007 年的 54 亿美元。一级市场加上二级市场，2008 年 CDM 市场为约 327 亿美元，高于 2007 年的 128 亿美元。

如果哥本哈根谈判能够就减排取得一致，尤其是如果美国能够加入哥本哈根协议，全球对碳交易的需求将迅速膨胀，潜在可注册 CDM 项目体量巨大，碳交易将获得巨大发展。

4.3.2. 我国碳减排资源丰富，长期受益

中国拥有巨大的碳排放资源。目前我国提供的碳减排量已占到全球市场的 1/3 左右，居全球第二。据世界银行测算，全球二氧化碳交易需求量超过 2 亿吨。发达国家在 2012 年要完成 50 亿吨温室气体的减排目标，中国市场出售的年减排额已达到全球的 70%，这决定了至少有 30 亿吨来自购买中国的减排指标。我国已经确定碳减排的规划，在努力实现这一目标的过程中，通过大力推广节能减排技术，努力提高资源使用效率，必将有大批项目可被开发为 CDM 项目。

即使考虑到中国最终也会承担减排义务，需要去购买碳减排量，作为全球碳交易市场的一部分，中国的碳减排资源必然是市场化定价的。同时伴生的事实可能是中国所有的企业都将承担减排义务，超出义务的减排量是可以到碳交易市场去出售的。

4.3.3. 碳捕捉与封存技术

4.3.3.1. 碳捕捉与封存概念

碳捕捉与封存(简称 CCS)是一种将工业和能源排放源产生的 CO₂ 进行收集、运输并安全存储到某处使其长期与大气隔离的过程。CCS 主要由捕捉、运输、封存三个环节组成。

CO₂ 的捕捉，指将 CO₂ 从化石燃料燃烧产生的烟气中分离出来，并将其压缩的过程。碳捕捉的主要目标是化石燃料电厂、钢铁厂、水泥厂、炼油厂、合成氨厂等 CO₂ 的集中排放源。分离 CO₂ 的方法包括：变压吸附、化学吸收、物理吸收、膜分离等。

CO₂ 的运输，指将分离并压缩后的 CO₂ 通过管道或运输工具运至存储地。目前最可行的办法是利用管道输送。

CO₂ 的存储，指将运抵存储地的 CO₂ 注入到如地下盐水层、废弃油气田、煤矿等地质结构层或者深海海底或海床以下的地质结构中。目前，主要的封存方式有地质封存、海洋封存和碳酸盐矿石固存等等。另外，一些工业流程也可在生产过程中利用和存储少量被捕捉的 CO₂。

4.3.3.2. 碳捕捉与封存技术分类

根据碳封存地点和方式的不同,可将碳封存方式分为地质封存、海洋封存、碳酸盐矿石固存以及工业利用等。其中,每种封存方式又包括不同的具体技术。

碳的地质封存技术是直接将 CO₂ 注入地下的地质构造当中,如油田、天然气储层、含盐地层和不可采煤层等都适合 CO₂ 的储存。将 CO₂ 注入正接近枯竭的油田以提高石油采收。这种方案比较具有吸引力,因其能够从额外开采的石油中部分补偿 CO₂ 的储存成本,因此,此技术在美国已经有应用。

表 4 碳封存技术分类

方式	技术	碳封存技术 研 究 示 范		一定经济条件下可行	成熟化市场
		阶段	阶段		
地质封存	强化采油 (EOR)				符合
	天然气或石油层			符合	
	盐沼池构造			符合	
	提高煤层气 (ECBM)		符合		
海洋封存	直接注入 (溶解型)	符合			
	直接注入(湖泊型)	符合			
碳酸盐矿石					
封存	天然硅酸盐矿石	符合			
	废弃物料		符合		
工业利用					符合

数据来源：安信证券研究中心

CO₂ 的海洋封存主要有 2 种方案:一种是通过船或管道将 CO₂ 输送到封存地点,并注入 1000m 以上深度的海中,使其自然溶解;另一种是将 CO₂ 注入 3000m 以上深度的海里,由于 CO₂ 的密度大于海水,因此会在海底形成固态的 CO₂ 水化物或液态 CO₂“湖”,从而大大延缓了 CO₂ 分解到环境中的过程。海洋封存尚未进入实际应用,也没有小规模试点示范,仍然处在研究阶段。

矿石碳化是利用 CO₂ 与金属氧化物发生反应生成稳定的碳酸盐从而将 CO₂ 永久性地固化起来。这些物质包括碱性和碱土氧化物,如氧化镁(MgO)和氧化钙(CaO)等,一般存在于天然形成的硅酸盐岩中,例如蛇纹岩和橄榄石。这些物质与 CO₂ 化学反应后产生诸如碳酸镁(MgCO₃)和碳酸钙(CaCO₃,石灰石)。由于自然反应过程比较缓慢,因此需要对矿物作增强性预处理,但这是非常耗能的,前景不是很乐观。

工业利用实质上是 将 CO₂ 作为反应物生产含碳化工产品,从而达到封存的目的。这些含碳化工产品包括尿素、甲醇的生产,也可应用于园艺、冷藏冷冻、食品包装、焊接、饮料和灭火材料等方面。

4.3.3.3. 碳捕捉与封存成本高昂

从成本的分布来看,成本最高的是碳捕捉过程,燃煤或者燃气电厂的碳捕捉成本在 15~75 美元/吨,相比较合成氨工业碳捕捉成本在 5~25 美元/吨,碳封存技术中地质储存的成本比较低,但是矿石碳化的成本就非常高

随着技术开发的进步,规模经济的扩大等,未来碳捕捉与封存技术的费用将会降低。根据预测,在未来 10 年,捕捉的费用将可能下降 20%~30%。更多的新技术目前尚在研究和示范阶段,只有这些技术的成熟运用将可望有更多的降价空间。运输和存储的费用

也将随着技术的进一步成熟和规模化的增加而逐渐下降。只有当总成本降到 25 ~ 30 美元/吨 CO₂ 时, 碳捕捉与封存技术才可能大规模适用。

表 5 碳捕捉与封存成本

环节	项目	单位 CO ₂ 成本(美元/吨)
碳捕捉	燃煤或者燃气电厂	15--75
	合成氨	5--25
	其他工业过程	5--115
	盐水层	0.5--8
	废弃的油气田	2--6
地质存储	强化开采油	1.2--3
	强化开采煤层气	5--10
深海封存	管道	6--31
	船舶或移动平台	12--16
矿石碳化		50--100
地质存储的检测		0.1--0.3
运输		1--8

数据来源：安信证券研究中心

4.3.3.4. 我国碳捕捉与封存技术的研发情况

中国和美国成立了中美清洁能源联合研究中心清洁煤（包括碳捕集与封存）被列为该研究中心三大优先课题之一。

2008 年 7 月, 中国华能集团正式宣布在北京成立的燃煤电厂二氧化碳捕集示范工程建成投产。这个位于北京的华能高碑店项目是华能公司第一个碳捕捉项目, 目前每年可以捕捉 3000 吨二氧化碳。上海石洞口第二发电厂是该华能公司开发的第二个碳捕捉项目, 在今年年底完工后, 该项目每年将捕捉多达 10 万吨二氧化碳。

2009 年 3 月, 神华集团表示其正在研究利用碳捕获和封存技术减少煤制油项目的二氧化碳排放, 目前正在进行示范项目的研究、开发和评估工作。这一为神华集团位于鄂尔多斯 100 万吨直接煤制油示范项目配套的工程, 将大大减少生产过程中二氧化碳的排放, 以实现煤的清洁利用。天科股份参与此项目, 提供变压吸附分离 CO₂ 的技术, 封存的技术则来自美国。

4.3.4. 相关上市公司

化工行业中巨化股份、三爱富、柳化股份、兴化股份均有 CDM 项目, 其他行业如水电和风电也有 CDM 项目, 但是和化工行业的碳减排交易量比起来, 实在是小巫。化工中尤其是氟化工的企业, CDM 交易量巨大, 获益颇丰。我们判断如果哥本哈根谈判能够就减排取得一致, 未来碳交易价格将上涨, 这类公司均将受益。碳捕捉与封存是目前还处于技术开发阶段, 作为解决碳排放的重要手段, 发展前景广阔。重点推荐巨化股份, 天科股份。详见公司报告。

4.4. 新能源车用动力电池

新能源本文仅仅讨论动力电池和替代燃料

4.4.1. 动力电池是新能源车的重点

4.4.1.1. 新能源车的支持政策 2010 年陆续出台

国家发改委汽车专家组组长近日透露, “新能源汽车发展规划”已上报国务院, 预计明年 3 月份正式颁布。据悉, 国家有关部门也将在明年推出针对新能源汽车发展的五项配套措施。政策性补贴是推动新能源汽车最关键的一步。

各地方政府也在拟定对新能源车的支持政策, 上海正在制定《关于促进上海新能源汽车

车产业发展的若干政策规定》，计划从 2010 年起，节能 20% 以上的新能源汽车无须通过拍卖，可直接获得上海新增汽车牌照。此外，此类车还能获得部分购置税补贴。重庆市政府将向重庆市民购买长安汽车生产的杰勋混合动力轿车提供每辆 3.6 万元现金补贴。深圳市政府有关部门正在为“市民购买新能源汽车给予多少金额的补贴”进行广泛深入的市场调研。

4.4.1.2. 锂离子动力电池和镍氢动力电池将共同繁荣

在镍氢电池领域，我们在技术和资源上均具有优势，我国的氢氧化镍性能世界领先，稀土资源丰富，具有得天独厚的资源优势。混合动力汽车采用镍氢电池，将是新能源汽车发展初期的现实选择。

锂离子动力电池的材料我国处于跟踪国际水平的研发阶段，很多核心的原材料正处于攻关之中，比如电解液中的六氟磷酸锂，长寿命电池隔膜等。电池的一致性问题一直困扰这生产企业，一致性问题无法解决导致电池的充电寿命大幅下降。同时，充电设施的标准尚未统一，大规模的推广有赖充电设施的普及。

因此，混合动力汽车是新能源车的过度产品，使用锂离子电池的插电式电动车是发展方向。我们认为锂离子动力电池和镍氢动力电池将在一段时期内共同繁荣

4.4.1.3. 相关上市公司

镍氢动力电池建议关注中炬高新、科力远，锂离子动力电池建议关注中国宝安、杉杉股份、江苏国泰、华芳纺织、佛塑股份、佛山照明。

红宝丽：受益建筑节能弹性最大

公司快报

报告关键点：

- 硬泡聚醚受益建筑节能聚氨酯外墙保温材料推广
- 延伸硬泡聚醚至终端PU板研发、生产、销售
- 公司未来各类产品产能成倍增长

报告摘要：

- 硬泡聚醚受益建筑节能聚氨酯外墙保温材料推广：低碳经济的国家战略与全球大势，必然要求建筑节能的有效推进，中美清洁能源联合研究中心成立后的三个优先研究课题中就有建筑节能，足见建筑节能刻不容缓。实际上，我国住建部已经出台相关建筑节能统计、监测、考核细则，并与各个地方政府官员政绩直接挂钩，同样凸显了中央政府对于推进建筑节能的决心。而事实上，新型外墙保温材料在建筑上的应用并不会增加建筑施工太多成本，初步估计大约在每建筑平方米100元左右，而其按照65%的节能标准设计所能节约下来的能耗，大约在6年之内即可收回初期外墙保温材料的投入。目前之所以建筑节能推行不力，一方面是政策强制执行力度不够，另一方面是消费者的观念尚未转变过来。我们判断，随着低碳经济深入人心，建筑节能的推进将是水到渠成之事，外墙保温材料PU板将从中受益。我们初步测算，若按照聚氨酯板和聚苯板各占建筑保温施工面积的40%计算，那么硬泡聚醚受益建筑节能的弹性最大，将贡献边际增量40%~65%。
- 公司未来各类产品产能成倍增长：由于各类产品的供不应求，公司在今年底扩建的硬泡聚醚5万吨成功后，届时总产能将达到9万吨，占国内市场份额的20%以上，雄踞硬泡聚醚国内龙头地位；异丙醇胺也将在现有2万吨产能的基础上扩建至4万吨，为国内唯一能生产异丙醇胺的公司。
- 延伸硬泡聚醚至终端PU板研发、生产、销售：公司于2009年5月份成立了红宝丽新材料有限公司，专注于下游硬泡聚氨酯的研发、生产、销售，面对建筑节能政策的国家战略，且PU板组合料中聚合MDI国内外产能的急剧释放导致聚合MDI将由精细化工产品转变为大宗化工产品，而实际应用中，硬泡聚醚对PU板性能的改进起关键作用，公司将充分利用在硬泡聚醚领域的丰富经验，向下游延伸至PU板的研发、生产、销售，打造PU板一体化产业链。
- 维持增持-A投资评级，长期看好公司发展前景：我们假设今、明两年硬泡聚醚、异丙醇胺、水泥外加剂的销量分别为5.2万吨、7万吨；1.8万吨、2.3万吨；0.5万吨、0.75万吨。预计2009、2010年的EPS分别为0.73元，0.98元，按照2010年30倍估值，目标价29.4，维持增持-A投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	736.5	889.9	821.0	1,149.6	1,496.4
Growth(%)	32.5%	20.8%	-7.7%	40.0%	30.2%
净利润	55.8	67.0	115.5	154.5	188.1
Growth(%)	80.3%	20.1%	72.3%	33.8%	21.7%
毛利率(%)	19.7%	17.4%	25.2%	25.1%	25.5%
净利润率(%)	7.6%	7.5%	14.1%	13.4%	12.6%
每股收益(元)	0.35	0.43	0.73	0.98	1.19
每股净资产(元)	2.63	2.94	3.59	4.42	5.41
市盈率	77.9	64.9	37.6	28.1	23.1
市净率	10.5	9.4	7.7	6.2	5.1
净资产收益率(%)	14.4%	15.6%	22.2%	24.0%	23.9%
ROIC(%)	32.1%	13.9%	19.7%	26.7%	25.2%
EV/EBITDA	21.0	29.2	25.3	19.7	15.3
股息收益率	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%	1.3%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **29.40 元**

期限： 6 个月 上次预测： 29.40 元

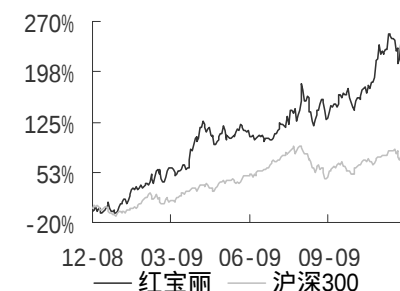
现价： 29.17 元

报告日期： **2009-12-03**

市场数据

总市值(百万元)	4,594.28
流通市值(百万元)	2,438.61
总股本(百万股)	157.50
流通股本(百万股)	83.60
12 个月最高/最低	10.00/29.58 元
十大流通股东(%)	57.00%
股东户数	11,032

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.33	28.99	179.50
绝对收益	15.85	46.65	263.40

研究员

刘军 首席行业分析师

021-68766167 liujun@essence.com.cn

谭志勇 助理行业分析师

021-68765172 tanzy2@essence.com.cn

前期研究成果

红宝丽：专注节能市场开拓

2009-11-04

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-11-30

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	736.5	889.9	821.0	1,149.6	1,496.4	成长性					
减: 营业成本	591.4	734.7	614.1	860.7	1,114.3	营业收入增长率	32.5%	20.8%	-7.7%	40.0%	30.2%
营业税费	2.6	2.5	2.8	3.9	5.0	营业利润增长率	98.7%	3.8%	72.3%	33.8%	33.1%
销售费用	15.1	16.8	16.3	22.8	29.7	净利润增长率	80.3%	20.1%	72.3%	33.8%	21.7%
管理费用	29.8	34.1	36.7	51.5	67.0	EBITDA 增长率	58.3%	4.7%	55.2%	30.8%	30.6%
财务费用	10.7	12.1	3.9	5.6	7.5	EBIT 增长率	73.5%	4.8%	55.5%	33.9%	33.1%
资产减值损失	1.5	1.1	-5.5	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	61.3%	20.3%	52.1%	33.9%	21.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	177.3%	7.4%	-0.9%	28.8%	25.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	176.4%	11.8%	22.0%	23.3%	22.4%
营业利润	85.4	88.7	152.7	204.3	271.8	利润率					
加: 营业外净收支	0.7	1.4	-	-	-	毛利率	19.7%	17.4%	25.2%	25.1%	25.5%
利润总额	86.1	90.1	152.7	204.3	271.8	营业利润率	11.6%	10.0%	18.6%	17.8%	18.2%
减: 所得税	26.6	17.7	27.5	36.8	68.0	净利率	7.6%	7.5%	14.1%	13.4%	12.6%
净利润	55.8	67.0	115.5	154.5	188.1	EBITDA/营业收入	14.7%	12.7%	21.4%	20.0%	20.1%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	13.0%	11.3%	19.1%	18.3%	18.7%
货币资金	214.9	188.9	122.4	135.0	169.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	59	50	68	57	43
应收帐款	76.2	84.5	158.8	222.3	289.4	流动营业资本周转天数	129	186	186	151	166
应收票据	69.3	98.5	88.9	124.4	162.0	流动资产周转天数	177	191	210	191	202
预付帐款	30.2	11.2	65.9	142.7	242.1	应收帐款周转天数	30	34	53	59	61
存货	102.0	60.2	72.9	102.2	132.3	存货周转天数	46	33	29	27	28
其他流动资产	0.0	7.1	-1.1	-12.6	-27.5	总资产周转天数	250	260	311	273	263
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	202	254	284	231	225
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	14.4%	15.6%	22.2%	24.0%	23.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.3%	11.3%	16.2%	17.3%	16.8%
固定资产	120.5	127.2	183.8	180.6	174.7	ROIC	32.1%	13.9%	19.7%	26.7%	25.2%
在建工程	0.5	0.8	18.2	14.1	12.0	费用率					
无形资产	23.3	62.7	60.6	58.6	56.6	销售费用率	2.1%	1.9%	2.0%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	4.3	2.1	3.0	3.4	3.6	管理费用率	4.0%	3.8%	4.5%	4.5%	4.5%
资产总额	641.1	643.2	773.3	970.6	1,214.8	财务费用率	1.5%	1.4%	0.5%	0.5%	0.5%
短期债务	110.0	100.0	120.0	153.8	208.9	三费/营业收入	7.5%	7.1%	6.9%	6.9%	7.0%
应付帐款	43.0	36.7	42.3	59.3	76.8	偿债能力					
应付票据	30.3	11.1	34.1	47.8	61.9	资产负债率	35.3%	28.0%	26.9%	28.2%	29.8%
其他流动负债	12.5	26.0	20.1	21.4	23.1	负债权益比	54.6%	38.8%	36.8%	39.3%	42.5%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.18	2.59	2.51	2.66	2.72
其他非流动负债	0.4	5.8	5.8	5.8	5.8	速动比率	1.73	2.24	2.15	2.28	2.34
负债总额	226.5	179.8	208.1	273.9	362.2	利息保障倍数	8.99	8.34	39.72	37.75	37.04
少数股东权益	11.2	15.4	24.2	35.9	50.1	分红指标					
股本	75.0	112.5	157.5	157.5	157.5	DPS(元)	-	0.14	0.22	0.29	0.36
留存收益	328.4	335.5	383.5	503.3	645.0	分红比率	0.0%	33.6%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	414.7	463.4	565.2	696.7	852.7	股息收益率	0.0%	0.5%	0.8%	1.1%	1.3%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	59.5	72.4	115.5	154.5	188.1	EPS(元)	0.35	0.43	0.73	0.98	1.19
加: 折旧和摊销	12.0	12.5	19.0	19.9	20.7	BVPS(元)	2.63	2.94	3.59	4.42	5.41
资产减值准备	1.5	1.1	-5.5	1.0	1.0	PE(X)	77.9	64.9	37.6	28.1	23.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.5	9.4	7.7	6.2	5.1
财务费用	12.0	8.3	14.0	3.9	5.6	P/FCF	-14.1	-247.4	30.7	1,638.5	135.4
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	5.9	4.9	5.3	3.8	2.9
少数股东损益	3.7	5.3	9.7	13.0	15.8	EV/EBITDA	21.0	29.2	25.3	19.7	15.3
营运资金的变动	-128.4	-5.1	-96.3	-161.7	-186.0	CAGR(%)	41.2%	41.2%	27.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-46.6	96.6	46.4	32.3	47.1	PEG	1.9	1.6	1.4	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-35.6	-44.9	-91.0	-11.0	-11.0	ROIC/WACC	2.9	1.3	1.8	2.4	2.3
融资活动产生现金流量	221.0	-77.7	-18.6	-18.1	-8.9	REP	1.3	4.0	3.8	2.2	1.9

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

三友化工：主要产品将陆续进入景气周期

公司快报

报告关键点：

- 计划收购三友兴达化纤100%股权
- 主要产品均陆续进入景气周期
- 提高盈利预测和目标价

报告摘要：

- **计划收购三友兴达化纤100%股权**：首先在09年底前支付3.05亿元直接收购信达资产持有的三友兴达化纤39.87%的股权，明年再向集团增发收购三友兴达化纤其他股权。三友兴达化纤拥有16万吨粘胶短纤产能，处于国内第四位。
- **粘胶短纤业务处于景气上升周期**：粘胶短纤的开工率已经三个季度维持在90%以上，随着2010年我国服装出口的好转，我们判断粘胶处于景气上升阶段。同时，棉花价格由于欠产将持续上涨，粘胶企业完全可以将成本转移到下游，因此，粘胶价格将跟随棉花价格上涨。
- **粘胶短纤盈利弹性强，提升公司业绩弹性**：公司拥有自备的10万吨棉浆粕产能，其余所需的木浆从国外进口，进口的木浆成本较低，而烧碱则由上市公司直供，原料便宜使得公司成本居于行业优势地位。2010年底公司还有新建的8万吨粘胶投产。粘胶价格波动性较强，07年最高价曾达到22000元/吨，目前市场价格为19500元/吨。随着景气的上升，以及棉花价格的支撑，明年价格完全有可能创新高。因此，粘胶资产的注入将显著提高公司业绩弹性。
- **主要产品均陆续进入景气周期**：公司拥有200万吨纯碱和30万吨PVC的能力，都将受益于房地产的复苏，目前玻璃行业已经处于景气之中，纯碱行业全行业亏损的局面不会持续，纯碱将进入涨价周期。随着房地产的复苏以及看多国际油价，我们认为PVC价格的上涨可期。因此，2010年公司的主要业务都将步入景气，盈利有望大幅回升。
- **提高盈利预测和目标价**：我们估计公司2009年的每股收益为0.14元，提高2010年盈利预测至0.65元，维持“买入-A”评级，按照2010年20倍的目标PE，提高目标价至13元。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **13.00 元**

期限： 6 个月 上次预测： 9.60 元

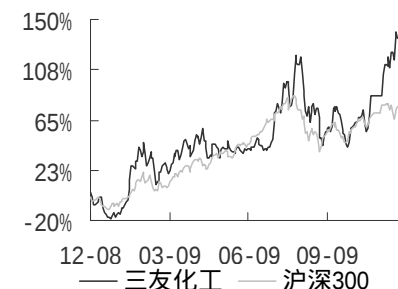
现价： 9.75 元

报告日期： **2009-12-09**

市场数据

总市值(百万元)	9,156.58
流通市值(百万元)	9,156.58
总股本(百万股)	939.14
流通股本(百万股)	939.14
12 个月最高/最低	3.26/10.34 元
十大流通股东(%)	59.50%
股东户数	89,442

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	26.34	37.30	62.78
绝对收益	30.01	50.73	140.35

研究员

刘军 首席行业分析师

021-68766167 liujun@essence.com.cn

谭志勇 助理行业分析师

021-68765172 tanzy2@essence.com.cn

前期研究成果

三友化工：粘胶注入提升业绩弹性

2009-11-17

三友化工：纯碱和 PVC 两大业务都将受益于房地产的复苏

2009-07-30

三友化工：2008 年四季度亏损拖累全年业绩

2009-02-16

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,874.3	5,084.2	3,965.7	9,450.9	11,813.6
Growth(%)	47.5%	31.2%	-22.0%	138.3%	25.0%
净利润	370.0	232.2	146.9	716.6	881.4
Growth(%)	110.1%	-36.3%	-36.6%	366.0%	28.8%
毛利率(%)	10.5%	5.3%	14.4%	19.3%	19.3%
净利润率(%)	8.4%	4.1%	3.3%	6.4%	6.6%
每股收益(元)	0.34	0.22	0.14	0.65	0.84
每股净资产(元)	1.94	2.88	3.59	4.10	4.73
市盈率	27.8	43.7	68.8	14.8	11.5
市净率	4.9	3.3	2.7	2.3	2.0
净资产收益率(%)	20.3%	8.6%	4.4%	18.6%	19.8%
ROIC(%)	31.9%	11.2%	6.1%	15.8%	16.4%
EV/EBITDA	57.3	-124.6	23.0	8.5	6.7
股息收益率	0.7%	3.5%	0.7%	2.0%	2.6%

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,874.3	5,084.2	3,965.7	9,450.9	11,813.6	成长性					
减: 营业成本	3,468.3	4,815.7	3,392.7	7,630.8	9,538.5	营业收入增长率	47.5%	31.2%	-22.0%	138.3%	25.0%
营业税费	30.3	33.6	58.3	138.9	173.6	营业利润增长率	102.7%	-38.9%	-40.9%	430.5%	31.2%
销售费用	194.6	224.6	138.7	330.5	408.5	净利润增长率	110.1%	-36.3%	-36.6%	366.0%	28.8%
管理费用	222.4	271.7	136.6	325.5	406.9	EBITDA 增长率	-172.5%	-173.1%	-705.5%	180.6%	24.0%
财务费用	61.8	69.4	69.0	106.8	105.5	EBIT 增长率	-84.0%	932.3%	-196.7%	321.5%	27.7%
资产减值损失	44.1	1.5	1.5	22.5	5.4	NOPLAT 增长率	96.9%	-32.0%	-29.4%	298.3%	19.8%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	93.8%	29.7%	53.9%	14.9%	5.0%
投资和汇兑收益	61.6	17.0	-	-	-	净资产增长率	19.8%	48.1%	24.5%	14.5%	15.4%
营业利润	467.6	285.5	168.8	895.8	1,175.2	利润率					
加: 营业外净收支	-7.0	17.1	17.1	-	-	毛利率	10.5%	5.3%	14.4%	19.3%	19.3%
利润总额	460.6	302.6	185.9	895.8	1,175.2	营业利润率	12.1%	5.6%	4.3%	9.5%	9.9%
减: 所得税	90.6	70.4	39.0	179.2	293.8	净利率	8.4%	4.1%	3.3%	6.4%	6.6%
净利润	370.0	232.2	146.9	716.6	881.4	EBITDA/营业收入	2.8%	-1.5%	12.0%	14.2%	14.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	-0.6%	-4.8%	6.0%	10.6%	10.8%
货币资金	585.6	1,055.1	991.4	756.1	945.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	205	190	242	122	120
应收帐款	217.5	156.0	314.8	776.0	679.0	流动营业资本周转天数	-56	-31	-2	34	39
应收票据	182.6	244.7	217.3	388.4	485.5	流动资产周转天数	140	118	186	94	89
预付帐款	175.1	318.7	322.1	329.7	339.3	应收帐款周转天数	20	12	17	14	15
存货	229.8	155.6	325.3	522.7	653.3	存货周转天数	20	14	22	16	18
其他流动资产	0.0	0.0	-3.5	-3.5	-3.5	总资产周转天数	385	359	571	269	234
可供出售金融资产	28.3	-	-	-	-	投资资本周转天数	179	207	381	208	183
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0	ROE	20.3%	8.6%	4.4%	18.6%	19.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.6%	4.0%	2.2%	9.7%	11.0%
固定资产	2,647.7	2,728.3	2,606.3	3,781.0	4,071.5	ROIC	31.9%	11.2%	6.1%	15.8%	16.4%
在建工程	140.7	1,025.5	1,686.8	614.7	611.8	费用率					
无形资产	22.2	34.3	34.4	34.5	34.6	销售费用率	5.0%	4.4%	3.5%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	65.0	80.2	241.1	142.4	148.0	管理费用率	5.7%	5.3%	3.4%	3.4%	3.4%
资产总额	4,314.6	5,818.0	6,755.9	7,362.0	7,984.5	财务费用率	1.6%	1.4%	1.7%	1.1%	0.9%
短期债务	461.2	397.6	586.2	1,026.9	1,047.1	三费/营业收入	12.4%	11.1%	8.7%	8.1%	7.8%
应付帐款	996.1	1,093.8	808.7	836.3	966.9	偿债能力					
应付票据	211.8	650.8	836.6	627.2	784.0	资产负债率	57.7%	53.5%	50.2%	47.6%	44.3%
其他流动负债	350.8	309.0	145.6	185.4	178.0	负债权益比	136.3%	115.1%	100.6%	91.0%	79.6%
长期借款	444.0	642.8	992.8	812.8	542.8	流动比率	0.69	0.79	0.91	1.03	1.04
其他非流动负债	24.7	19.0	19.0	19.0	19.0	速动比率	0.57	0.72	0.77	0.84	0.82
负债总额	2,488.6	3,113.0	3,388.8	3,507.5	3,537.7	利息保障倍数	-0.39	-3.54	3.45	9.38	12.13
少数股东权益	218.0	221.7	235.5	326.8	409.2	分红指标					
股本	546.0	939.1	939.1	939.1	939.1	DPS(元)	0.06	0.34	0.07	0.19	0.25
留存收益	1,062.0	1,533.8	2,192.6	2,588.5	3,098.4	分红比率	18.6%	153.8%	50.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,826.0	2,705.0	3,367.2	3,854.5	4,446.8	股息收益率	0.7%	3.5%	0.7%	2.0%	2.6%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	370.0	232.2	146.9	716.6	881.4	EPS(元)	0.34	0.22	0.14	0.65	0.84
加: 折旧和摊销	132.5	171.6	239.2	336.2	378.8	BVPS(元)	1.94	2.88	3.59	4.10	4.73
资产减值准备	44.1	1.5	1.5	22.5	5.4	PE(X)	27.8	43.7	68.8	14.8	11.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.9	3.3	2.7	2.3	2.0
财务费用	-	64.7	77.7	69.0	106.8	P/FCF	-	-27.2	-7.6	73.9	46.8
投资收益	-61.6	-17.0	-	-	-	P/S	2.3	1.8	2.3	1.0	0.8
少数股东损益	46.4	26.2	16.2	107.5	97.0	EV/EBITDA	57.3	-124.6	23.0	8.5	6.7
营运资金的变动	-718.1	-396.1	-513.5	-989.7	189.8	CAGR(%)	24.7%	56.0%	69.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	281.9	156.5	-40.7	300.0	1,657.8	PEG	1.1	0.8	1.0	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-313.0	-539.4	-920.1	-360.1	-675.1	ROIC/WACC	3.5	1.2	0.7	1.7	1.8
融资活动产生现金流量	-354.4	852.4	936.8	-18.9	-640.7	REP	0.7	2.4	3.2	1.1	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

中泰化学：打造国内最大氯碱化工基地

公司快报

报告关键点：

- 原油价格长期看涨，电石法PVC竞争优势持续显现
- 烧碱开工率上升至80%以上，价格见底信号明确
- 打造我国最大氯碱化工基地

报告摘要：

- 原油价格长期看涨，电石法PVC竞争优势持续显现：2009年上半年由于乙烯价格处于低位，国际上以乙烯法为主导的PVC产品成本优势明显，导致2009年上半年我国PVC大量进口，抑制了国内产能的释放，随着油价的稳步上升，乙烯法成本也跟随上升，我国以电石法为主导的PVC竞争优势再度显现，并且我们判断这种优势将在今后很长一段时间得以持续。国内电石法PVC又以拥有煤炭资源的西部PVC企业竞争力最强，中泰化学位于新疆，煤炭资源丰富，随着公司自备电厂的配套到位，公司PVC成本将由目前的5000元/吨（不含税）下降至4000元/吨。
- 烧碱开工率上升至80%以上，价格见底信号明确：烧碱（98%浓度）价格2009年5月份以后一路下滑，由3000元/吨下滑至近2000元/吨，随着库存的消耗，烧碱开工率稳步上升，随着下游造纸、氧化铝、纺织印染等的开工率上升，烧碱的需求量上升是可以预见的，我们判断烧碱价格将在2010年上半年可见提价迹象，并稳步上涨至2600元/吨的合理价格。
- 打造我国最大氯碱化工基地：公司目前已具有46万吨PVC、35万吨烧碱、20万吨电石的年产能。未来的新增产能将不断投产，其中PVC2010年、2011年将分别有40万吨产能投放，烧碱2010年2011年将分别有30万吨产能投放，电石在2010年、2011年将分别有20万吨产能投放，公司将成为中国最大的氯碱企业。随着国家对新疆准东煤电煤化工基地的规划，配套的铁路、水库建设已经开始，该地区发展前景巨大。公司准东黄草湖煤矿区147亿吨的煤炭储量为后续大发展提供了充足的资源，这些资源储备都提供了公司较高的安全边界。未来公司规划进行3000万吨/年的煤矿建设，以供电厂、电石和PVC基地使用。
- 首次覆盖给予增持-A投资评级：假设2010年电石法PVC均价7300元/吨，烧碱2550元/吨，公司PVC销量64万吨，烧碱销量41万吨，我们预计2010年EPS在0.89元，给予25倍市盈率，6个月目标价22.25元，首次覆盖给予增持-A投资评级，考虑到国家对新疆加大投资以及公司自有煤炭资源丰富，我们建议关注相关国家政策的落实以及公司煤炭资源开发进展程度。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,408.6	3,432.1	3,356.3	4,875.1	6,911.6
Growth(%)	45.2%	42.5%	-2.2%	45.3%	41.8%
净利润	218.4	122.0	49.5	479.6	863.2
Growth(%)	71.0%	-44.1%	-59.4%	869.1%	80.0%
毛利率(%)	25.5%	17.7%	14.1%	25.9%	28.2%
净利润率(%)	9.1%	3.6%	1.5%	9.8%	12.5%
每股收益(元)	0.41	0.23	0.09	0.89	1.61
每股净资产(元)	4.44	4.65	4.74	5.65	7.07
市盈率	49.5	88.6	218.5	22.5	12.5
市净率	4.5	4.3	4.2	3.6	2.8
净资产收益率(%)	9.3%	4.8%	2.0%	16.6%	23.9%
ROIC(%)	16.2%	6.6%	3.6%	11.9%	17.5%
EV/EBITDA	12.7	30.0	25.9	11.0	7.3
股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	2.4%

评级：
增持-A

上次评级：

目标价格： **22.25 元**

 期限： 6 个月 上次预测：
 现价： 19.59 元

报告日期： **2009-12-06**

市场数据

总市值(百万元)	10,517.09
流通市值(百万元)	8,380.04
总股本(百万股)	536.86
流通股本(百万股)	427.77
12 个月最高/最低	5.78/21.60 元
十大流通股东(%)	37.93%
股东户数	50,786

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	16.83	6.67	102.03
绝对收益	21.44	25.08	183.01

研究员

刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
谭志勇	助理行业分析师
021-68765172	tanzhy2@essence.com.cn

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,408.6	3,432.1	3,356.3	4,875.1	6,911.6	成长性					
减: 营业成本	1,794.5	2,824.0	2,882.1	3,614.2	4,960.8	营业收入增长率	45.2%	42.5%	-2.2%	45.3%	41.8%
营业税费	16.5	18.5	8.4	12.1	17.2	营业利润增长率	101.2%	-54.8%	-58.3%	1184.7%	80.0%
销售费用	136.1	225.8	201.4	292.5	414.7	净利润增长率	71.0%	-44.1%	-59.4%	869.1%	80.0%
管理费用	170.3	188.9	100.7	146.3	207.3	EBITDA 增长率	166.8%	-5.8%	27.5%	136.9%	47.2%
财务费用	28.1	46.4	120.5	170.1	165.0	EBIT 增长率	75.0%	-43.1%	3.4%	372.2%	62.4%
资产减值损失	3.1	10.7	-5.9	8.8	10.8	NOPLAT 增长率	52.1%	-32.7%	-11.2%	331.5%	62.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	64.2%	61.5%	31.9%	10.8%	6.3%
投资和汇兑收益	0.4	-	-	-	-	净资产增长率	91.7%	4.8%	2.1%	19.1%	25.1%
营业利润	260.5	117.7	49.1	631.1	1,135.8	利润率					
加: 营业外净收支	-9.9	15.0	16.0	-	-	毛利率	25.5%	17.7%	14.1%	25.9%	28.2%
利润总额	250.6	132.7	65.1	631.1	1,135.8	营业利润率	10.8%	3.4%	1.5%	12.9%	16.4%
减: 所得税	30.1	11.8	13.0	126.2	227.2	净利率	9.1%	3.6%	1.5%	9.8%	12.5%
净利润	218.4	122.0	49.5	479.6	863.2	EBITDA/营业收入	18.3%	12.1%	15.7%	25.7%	26.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	12.0%	4.8%	5.1%	16.4%	18.8%
货币资金	1,055.7	174.2	635.6	787.5	991.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	271	235	278	237	194
应收帐款	58.1	43.6	60.6	88.1	124.9	流动营业资本周转天数	-20	6	14	0	1
应收票据	42.5	36.6	27.6	40.1	56.8	流动资产周转天数	142	123	139	143	135
预付帐款	151.0	537.1	785.6	1,097.2	1,524.9	应收帐款周转天数	6	4	5	4	4
存货	130.0	125.6	156.8	196.6	269.9	存货周转天数	15	14	16	13	12
其他流动资产	-0.0	-	0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	468	468	641	575	470
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	303	346	506	418	320
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	22.0	22.6	38.9	38.9	38.9	ROE	9.3%	4.8%	2.0%	16.6%	23.9%
投资性房地产	-	-	9.6	9.6	9.6	ROA	5.3%	2.5%	0.7%	6.0%	9.4%
固定资产	2,231.5	2,254.6	2,921.4	3,489.2	3,961.2	ROIC	16.2%	6.6%	3.6%	11.9%	17.5%
在建工程	300.3	1,295.9	2,307.1	2,315.0	2,320.5	费用率					
无形资产	82.3	83.6	80.8	78.1	75.5	销售费用率	5.7%	6.6%	6.0%	6.0%	6.0%
其他非流动资产	101.3	172.0	184.5	228.3	304.9	管理费用率	7.1%	5.5%	3.0%	3.0%	3.0%
资产总额	4,174.7	4,745.9	7,208.6	8,368.6	9,678.3	财务费用率	1.2%	1.4%	3.6%	3.5%	2.4%
短期债务	320.0	1,162.0	1,186.1	1,347.3	1,053.3	三费/营业收入	13.9%	13.4%	12.6%	12.5%	11.4%
应付帐款	572.1	619.1	1,026.5	1,287.2	1,766.9	偿债能力					
应付票据	10.0	-	79.0	99.0	135.9	资产负债率	42.9%	47.4%	64.7%	63.7%	60.8%
其他流动负债	217.1	164.6	122.5	170.6	238.8	负债权益比	75.3%	90.2%	183.0%	175.8%	155.0%
长期借款	608.0	298.0	1,898.0	1,898.0	1,898.0	流动比率	1.23	0.47	0.61	0.66	0.77
其他非流动负债	14.3	6.0	31.0	67.2	118.6	速动比率	1.12	0.40	0.55	0.60	0.70
负债总额	1,792.7	2,250.4	4,661.4	5,333.9	5,883.4	利息保障倍数	10.27	3.54	1.41	4.71	7.88
少数股东权益	27.0	27.5	29.8	52.6	93.4	分红指标					
股本	268.4	536.9	536.9	536.9	536.9	DPS(元)	0.00	0.00	0.03	0.27	0.48
留存收益	2,086.6	1,931.2	1,980.5	2,445.3	3,164.6	分红比率	0.6%	0.2%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	2,382.0	2,495.5	2,547.2	3,034.7	3,794.9	股息收益率	0.0%	0.0%	0.1%	1.3%	2.4%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	220.6	120.9	49.5	479.6	863.2	EPS(元)	0.41	0.23	0.09	0.89	1.61
加: 折旧和摊销	151.4	250.3	358.5	449.9	540.9	BVPS(元)	4.44	4.65	4.74	5.65	7.07
资产减值准备	3.1	10.7	-5.9	8.8	10.8	PE(X)	49.5	88.6	218.5	22.5	12.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.5	4.3	4.2	3.6	2.8
财务费用	-	27.6	49.1	120.5	170.1	P/FCF	-77.3	-11.4	20.6	178.6	54.9
投资收益	-0.4	-	-	-	-	P/S	4.5	3.2	3.2	2.2	1.6
少数股东损益	2.2	-1.1	2.6	25.2	45.4	EV/EBITDA	12.7	30.0	25.9	11.0	7.3
营运资金的变动	35.8	-157.4	242.0	45.5	186.7	CAGR(%)	31.8%	95.9%	202.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	448.5	311.3	767.2	1,179.3	1,812.0	PEG	1.6	0.9	1.1	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-1,135.1	-1,594.5	-2,016.3	-1,000.0	-1,000.0	ROIC/WACC	1.9	0.8	0.4	1.4	2.1
融资活动产生现金流量	1,531.0	379.2	1,636.8	-152.9	-717.9	REP	1.1	3.8	5.8	1.6	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

华峰氨纶：氨纶龙头，业绩弹性显著

公司快报

报告关键点：

- 氨纶开工率持续位于高位，库存呈降低态势
- 氨纶价格弹性十足，盈利弹性极大
- 首次覆盖给予增持-A投资评级

报告摘要：

- 氨纶开工率持续位于高位，库存呈降低态势：2009年纺织服装内需市场的回暖是超出此前市场的预期，国内服装的零售增速09年快速回升，到09年10月份的增速已经恢复到08年的平均增速25%附近。08年初到现在氨纶的开工率指数呈现出“V”字型走势，至09年中期以后负荷指数基本维持在90%以上；09年初以来，氨纶库存天数基本呈现下降态势，目前氨纶库存约在15天左右的较低水平，我们判断在外需逐步复苏的背景下，氨纶的提价将是水到渠成的事情，2010年氨纶价格将呈现逐月走高的态势，全年不排除有突破60000元/吨的可能。此外，氨纶业界预计65000元/吨以下未来将没有新产能投放。
- 氨纶价格弹性十足，盈利弹性极大：从我们模拟的毛利变化趋势来看，进入09年以来，尤其是二季度以来，氨纶行业的盈利能力恢复较为明显，目前在氨纶40D均价48000元/吨时，行业平均吨毛利已经超过7500元/吨，毛利率18%左右，在氨纶40D 均价达到60000元/吨时，吨毛利将达到18000元/吨，毛利率35%左右。
- 公司是我国最大的氨纶生产企业：08-09 年新增2 万吨产能，扩产后公司产能达到4.2万吨，占国内总量的14%，列国内第一，世界第三。公司氨纶产能最大，主业非常突出，99%的利润来源于氨纶，盈利能力对价格非常敏感。氨纶40D价格每上涨1000元/吨（税前），约增厚EPS0.06元。
- 首次覆盖给予增持-A投资评级：氨纶价格弹性较大，历史上氨纶40D价格曾经摸高至10万元/吨，低点则跌至4万元/吨，正是由于氨纶价格的高弹性，导致公司股价的弹性也较大，我们认为公司目前的股价已经在较大程度上反映了氨纶未来提价的预期，我们假设2010年氨纶40D均价57800元/吨，公司销量3.1万吨（由于氨纶产能一般是40D核算，4.2万吨40D的产能实际上高估了细旦丝的产量，即使满负荷生产，氨纶的实际产量也只能达到40D产能的75%~80%），则2010年公司EPS为0.9元，按照25倍估值，6个月目标价22.5元，首次覆盖给予增持-A投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,433.5	1,015.7	1,148.5	1,538.1	1,615.0
Growth(%)	87.7%	-29.1%	13.1%	33.9%	5.0%
净利润	380.5	163.6	116.9	331.3	390.5
Growth(%)	549.4%	-57.0%	-28.6%	183.5%	17.9%
毛利率(%)	44.6%	18.1%	16.7%	32.1%	34.5%
净利润率(%)	26.5%	16.1%	10.2%	21.5%	24.2%
每股收益(元)	1.03	0.44	0.32	0.90	1.06
每股净资产(元)	3.15	3.54	3.85	4.66	5.44
市盈率	17.3	40.1	56.2	19.8	16.8
市净率	5.7	5.0	4.6	3.8	3.3
净资产收益率(%)	32.7%	12.5%	8.2%	19.3%	19.4%
ROIC(%)	39.7%	9.9%	7.5%	20.8%	24.2%
EV/EBITDA	5.8	38.6	22.5	11.5	9.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	1.5%	1.8%

评级：

增持-A

上次评级：

目标价格： 22.50 元

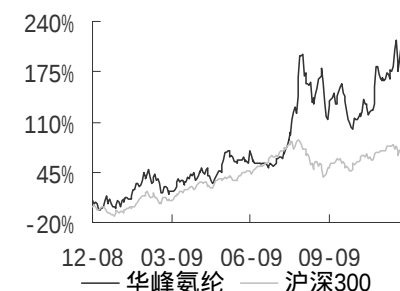
 期限： 6 个月 上次预测：
 现价： 19.80 元

报告日期： 2009-12-05

市场数据

总市值(百万元)	7,310.16
流通市值(百万元)	6,197.23
总股本(百万股)	369.20
流通股本(百万股)	312.99
12 个月最高/最低	5.73/21.10 元
十大流通股东(%)	74.71%
股东户数	25,830

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.27	18.03	141.63
绝对收益	14.44	36.44	222.61

研究员

刘军 首席行业分析师

021-68766167 liujun@essence.com.cn

谭志勇 助理行业分析师

021-68765172 tanzy2@essence.com.cn

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,433.5	1,015.7	1,148.5	1,538.1	1,615.0	成长性					
减: 营业成本	794.6	832.0	956.7	1,044.0	1,057.1	营业收入增长率	87.7%	-29.1%	13.1%	33.9%	5.0%
营业税费	9.0	6.9	4.1	5.5	5.8	营业利润增长率	562.0%	-87.1%	77.6%	213.1%	17.9%
销售费用	19.1	20.3	17.2	23.1	24.2	净利润增长率	549.4%	-57.0%	-28.6%	183.5%	17.9%
管理费用	55.5	77.0	45.9	61.5	64.6	EBITDA 增长率	596.2%	-71.7%	66.3%	86.4%	11.0%
财务费用	9.0	-4.3	16.0	10.3	2.3	EBIT 增长率	500.4%	-88.1%	113.5%	184.8%	15.4%
资产减值损失	3.5	13.8	-16.0	3.9	1.6	NOPLAT 增长率	468.7%	-59.1%	-18.1%	160.7%	15.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	63.8%	8.1%	-5.8%	-0.9%	-8.4%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	46.0%	12.6%	8.8%	20.8%	16.9%
营业利润	542.8	70.1	124.5	389.7	459.4	利润率					
加: 营业外净收支	12.0	6.0	13.0	-	-	毛利率	44.6%	18.1%	16.7%	32.1%	34.5%
利润总额	554.8	76.1	137.5	389.7	459.4	营业利润率	37.9%	6.9%	10.8%	25.3%	28.4%
减: 所得税	174.3	-87.6	20.6	58.5	68.9	净利润率	26.5%	16.1%	10.2%	21.5%	24.2%
净利润	380.5	163.6	116.9	331.3	390.5	EBITDA/营业收入	44.6%	17.8%	26.2%	36.5%	38.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	38.5%	6.5%	12.2%	26.0%	28.6%
货币资金	78.8	24.8	214.9	464.6	797.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	167	293	319	230	184
应收帐款	144.6	101.0	132.8	177.9	186.8	流动营业资本周转天数	90	167	157	141	154
应收票据	112.4	116.0	157.3	210.7	221.2	流动资产周转天数	121	198	194	228	303
预付帐款	21.6	14.4	35.2	57.8	80.8	应收帐款周转天数	31	46	39	39	43
存货	293.0	208.5	235.9	257.4	260.7	存货周转天数	51	92	72	58	58
其他流动资产	-	-	0.0	-	0.0	总资产周转天数	357	623	568	470	497
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	325	592	528	381	346
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	32.7%	12.5%	8.2%	19.3%	19.4%
投资性房地产	-	-	9.6	9.6	9.6	ROA	21.3%	9.4%	6.2%	15.6%	16.7%
固定资产	679.1	973.3	1,059.3	905.9	749.0	ROIC	39.7%	9.9%	7.5%	20.8%	24.2%
在建工程	428.6	258.1	12.9	6.5	3.2	费用率					
无形资产	24.2	28.5	27.0	25.7	24.4	销售费用率	1.3%	2.0%	1.5%	1.5%	1.5%
其他非流动资产	3.3	7.3	7.0	7.0	7.0	管理费用率	3.9%	7.6%	4.0%	4.0%	4.0%
资产总额	1,785.7	1,731.9	1,892.0	2,123.2	2,339.9	财务费用率	0.6%	-0.4%	1.4%	0.7%	0.1%
短期债务	231.1	303.1	323.4	222.5	120.2	三费/营业收入	5.8%	9.2%	6.9%	6.2%	5.6%
应付帐款	164.6	56.4	106.1	115.7	117.2	偿债能力					
应付票据	-	-	13.1	14.3	14.5	资产负债率	34.9%	24.5%	24.8%	19.0%	14.1%
其他流动负债	76.3	13.6	45.6	70.6	96.9	负债权益比	53.7%	32.4%	33.0%	23.5%	16.4%
长期借款	150.0	50.0	-	-	-	流动比率	1.38	1.24	1.66	2.89	4.69
其他非流动负债	1.3	0.5	0.5	0.5	0.5	速动比率	0.76	0.64	1.15	2.26	3.90
负债总额	623.9	424.1	469.3	404.3	329.9	利息保障倍数	61.29	-15.24	8.80	39.02	204.36
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	184.6	369.2	369.2	369.2	369.2	DPS(元)	0.01	0.01	0.09	0.27	0.32
留存收益	977.2	938.6	1,053.5	1,349.7	1,640.8	分红比率	0.5%	1.2%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,161.8	1,307.8	1,422.7	1,718.9	2,010.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.5%	1.5%	1.8%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	380.5	163.6	116.9	331.3	390.5	EPS(元)	1.03	0.44	0.32	0.90	1.06
加: 折旧和摊销	88.1	115.3	160.7	161.2	161.5	BVPS(元)	3.15	3.54	3.85	4.66	5.44
资产减值准备	3.5	13.8	-16.0	3.9	1.6	PE(X)	17.3	40.1	56.2	19.8	16.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.7	5.0	4.6	3.8	3.3
财务费用	-	4.5	4.6	16.0	10.3	P/FCF	2,177.7	1,121.9	34.9	26.7	15.5
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	4.6	6.5	5.7	4.3	4.1
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	5.8	38.6	22.5	11.5	9.7
营运资金的变动	-166.1	-57.3	-10.3	-109.7	-18.3	CAGR(%)	-4.5%	33.6%	50.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	310.7	240.8	267.3	397.0	537.4	PEG	-3.8	1.2	1.1	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-480.3	-243.7	-	-	-	ROIC/WACC	4.3	1.1	0.8	2.2	2.6
融资活动产生现金流量	224.7	-51.0	-80.7	-210.6	-221.7	REP	0.5	3.8	5.1	1.8	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

沧州大化：受益软体家具外需复苏

公司快报

报告关键点：

软质家具的需求拉动TDI行业繁荣

维持2010年EPS1.71元不变，维持买入-A投资评级，6个月目标价34元

报告摘要：

- 软质家具的需求拉动TDI行业繁荣：2009年初以来软体家具沙发、床垫等需求逐月复苏，产量同比增速逐月攀升，至10月份软体家具产量同比增加15%，这主要受益于国内房屋销售数据的持续好转，我们判断，2010年随着欧美等实体经济的继续复苏，家具等出口依赖性产业将迎来持续增长，沙发、床垫等的外需增量将带动海绵需求，进而TDI的需求量上升。
- TDI价格弹性极大，盈利的恢复将是暴发性的：TDI属于精细化工类别，价格极富弹性，历史上最高价格是2007年10月份达到56000元/吨，受经济危机影响，最低谷跌至2009年初时候的18000元/吨，目前TDI价格反弹至29000元/吨左右，我们判断在内外需复苏的背景下，2010年TDI价格将实现均价30000元/吨，沧州大化原有3万吨TDI的完全成本约在17000元（税后）左右，新建的5万吨TDI由于有6万吨配套DNT装置，原材料成本将下降2000元/吨左右，我们判断随着TDI价格的上涨，以及公司新建5万吨TDI装置的顺利投产，未来TDI将为公司贡献绝大部分利润，我们假设2010年TDI均价为30000元/吨，新建5万吨按照80%的开工率，产量是4万吨，原有3万吨TDI达产，考虑到再建6万吨DNT对成本降低的贡献，则2010年TDI贡献每股收益1.50元。
- 尿素业务未来面临天然气提价的风险，盈利能力将可能下降：由于天然气相对煤炭属于更清洁的能源，加上国内天然气供给短缺的现实，天然气优先民用的国家战略方向不变，同时，国内尿素产能已经面临过剩局面，尿素不再像几年前属于国家管制价格的产品，再给予气头尿素优惠天然气价格已经不具备现实意义，尿素用天然气价格未来必然面临上调，只是时间和幅度问题，我们测算，若尿素价格不变，天然气价格每上涨0.1元/立方米（税前），将冲减公司EPS0.1元。正常情况下尿素业务约贡献EPS0.4元左右。
- 维持2010年EPS1.71元不变，维持买入-A投资评级，6个月目标价34元：我们保守假设2010年TDI的含税均价为30000元/吨，新建5万吨按照80%的开工率，产量是4万吨，原有3万吨TDI达产，考虑到再建6万吨DNT对成本降低的贡献，则2010年TDI贡献每股收益1.50元（TDI价格每上涨1000元/吨，增厚EPS0.16元），同时考虑到2010年天然气涨价的可能，我们保守估计尿素业务每股收益0.20元，则2010年的每股受益为1.71元，维持“买入-A”评级，6个月目标价为34元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,502.3	2,021.6	2,402.9	3,863.6	4,315.1
Growth(%)	-8.8%	34.6%	18.9%	60.8%	11.7%
净利润	78.9	166.1	88.7	444.2	560.1
Growth(%)	-25.7%	110.6%	-46.6%	400.6%	26.1%
毛利率(%)	28.3%	26.1%	21.6%	27.9%	29.4%
净利润率(%)	5.2%	8.2%	3.7%	11.5%	13.0%
每股收益(元)	0.30	0.64	0.34	1.71	2.16
每股净资产(元)	4.78	5.49	5.67	7.47	9.36
市盈率	77.9	37.0	69.2	13.8	11.0
市净率	5.0	4.3	4.2	3.2	2.5
净资产收益率(%)	5.4%	14.8%	7.5%	25.7%	25.9%
ROIC(%)	5.2%	11.9%	7.2%	18.7%	19.0%
EV/EBITDA	21.8	17.2	20.6	8.6	7.1
股息收益率	0.4%	0.5%	0.4%	2.2%	2.7%

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：
34 元

期限： 6 个月 上次预测： 33.00 元

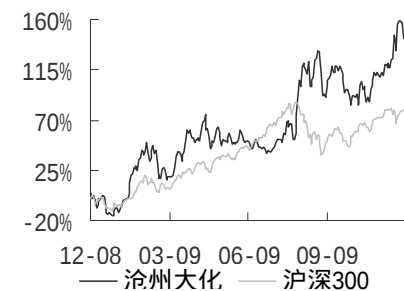
现价： 22.59 元

报告日期：
2009-12-05

市场数据

总市值(百万元)	5,858.30
流通市值(百万元)	5,858.30
总股本(百万股)	259.33
流通股本(百万股)	259.33
12 个月最高/最低	7.80/24.45 元
十大流通股东(%)	69.29%
股东户数	20,890

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.68	(0.40)	62.42
绝对收益	15.85	18.01	143.40

研究员

刘军

021-68766167

谭志勇

021-68765172

首席行业分析师

liujun@essence.com.cn

助理行业分析师

tanzy2@essence.com.cn

前期研究成果

沧州大化：5 万吨 TDI 试车成功

2009-09-02

沧州大化：TDI 行业拐点显现

2009-08-17

沧州大化：TDI 走出爆炸阴影，业绩大幅增长

2008-08-08

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,502.3	2,021.6	2,402.9	3,863.6	4,315.1	成长性					
减: 营业成本	1,077.2	1,493.4	1,883.3	2,784.3	3,045.3	营业收入增长率	-8.8%	34.6%	18.9%	60.8%	11.7%
营业税费	3.3	4.6	3.5	5.6	6.3	营业利润增长率	-4.2%	49.5%	-47.6%	350.0%	26.1%
销售费用	11.2	9.4	13.9	19.3	21.6	净利润增长率	-25.7%	110.6%	-46.6%	400.6%	26.1%
管理费用	183.9	176.0	235.1	270.5	302.1	EBITDA 增长率	-4.2%	28.6%	-8.3%	146.6%	20.4%
财务费用	25.7	30.1	68.4	88.9	91.8	EBIT 增长率	-6.1%	45.6%	-30.8%	248.8%	23.4%
资产减值损失	12.1	25.7	50.9	29.6	9.0	NOPLAT 增长率	-54.0%	161.0%	-32.6%	248.8%	23.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	13.1%	11.6%	33.8%	21.4%	10.3%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	3.2%	14.9%	3.3%	31.7%	25.2%
营业利润	188.9	282.5	147.9	665.4	839.1	利润率					
加: 营业外净收支	-74.9	-1.7	-	-	-	毛利率	28.3%	26.1%	21.6%	27.9%	29.4%
利润总额	114.0	280.8	147.9	665.4	839.1	营业利润率	12.6%	14.0%	6.2%	17.2%	19.4%
减: 所得税	47.6	70.4	37.0	166.4	209.8	净利率	5.2%	8.2%	3.7%	11.5%	13.0%
净利润	78.9	166.1	88.7	444.2	560.1	EBITDA/营业收入	22.0%	21.0%	16.2%	24.9%	26.8%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	14.3%	15.5%	9.0%	19.5%	21.6%
货币资金	259.2	459.1	374.5	539.7	595.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	234	154	194	179	176
应收帐款	36.3	7.0	13.3	21.4	23.9	流动营业资本周转天数	55	12	-11	8	31
应收票据	31.3	1.1	4.9	7.8	8.7	流动资产周转天数	129	116	130	131	169
预付帐款	94.8	22.0	311.7	739.9	1,208.3	应收帐款周转天数	7	5	2	2	2
存货	185.5	180.5	354.8	524.5	573.7	存货周转天数	44	33	40	41	46
其他流动资产	2.3	18.1	-17.7	-70.7	-128.6	总资产周转天数	532	485	536	434	460
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	457	381	395	312	322
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	5.4%	14.8%	7.5%	25.7%	25.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.8%	6.9%	2.7%	9.6%	10.8%
固定资产	902.9	827.7	1,761.2	2,070.6	2,151.2	ROIC	5.2%	11.9%	7.2%	18.7%	19.0%
在建工程	274.3	951.8	925.9	1,068.1	1,094.5	费用率					
无形资产	32.3	85.9	131.3	128.9	126.5	销售费用率	0.7%	0.5%	0.6%	0.5%	0.5%
其他非流动资产	584.0	488.0	252.2	182.7	150.5	管理费用率	12.2%	8.7%	9.8%	7.0%	7.0%
资产总额	2,403.0	3,041.2	4,112.0	5,212.9	5,803.8	财务费用率	1.7%	1.5%	2.8%	2.3%	2.1%
短期债务	399.5	383.5	600.0	499.8	399.6	三费/营业收入	14.7%	10.7%	13.2%	9.8%	9.6%
应付帐款	187.7	273.2	632.4	935.0	1,022.7	偿债能力					
应付票据	-	34.3	82.3	121.7	133.1	资产负债率	48.4%	53.2%	64.2%	62.8%	58.2%
其他流动负债	80.5	217.1	238.2	330.4	433.3	负债权益比	93.8%	113.5%	179.4%	168.9%	139.1%
长期借款	470.2	649.6	949.6	1,249.6	1,249.6	流动比率	0.88	0.71	0.62	0.87	1.07
其他非流动负债	1.8	-	-	-	-	速动比率	0.61	0.52	0.41	0.61	0.80
负债总额	1,163.0	1,616.7	2,640.5	3,274.4	3,376.2	利息保障倍数	8.34	10.38	3.16	8.49	10.14
少数股东权益	288.7	333.0	325.0	374.4	436.7	分红指标					
股本	259.3	259.3	259.3	259.3	259.3	DPS(元)	0.10	0.13	0.10	0.51	0.65
留存收益	692.0	832.1	887.2	1,304.7	1,731.6	分红比率	32.9%	20.3%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,240.1	1,424.5	1,471.5	1,938.5	2,427.6	股息收益率	0.4%	0.5%	0.4%	2.2%	2.7%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	66.4	210.4	88.7	444.2	560.1	EPS(元)	0.30	0.64	0.34	1.71	2.16
加: 折旧和摊销	116.1	112.6	173.5	206.9	226.2	BVPS(元)	4.78	5.49	5.67	7.47	9.36
资产减值准备	12.1	25.7	50.9	29.6	9.0	PE(X)	77.9	37.0	69.2	13.8	11.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	5.0	4.3	4.2	3.2	2.5
财务费用	34.1	27.1	32.2	68.4	88.9	P/FCF	63.3	46.9	-75.2	-1,673.0	75.7
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	4.1	3.0	2.6	1.6	1.4
少数股东损益	-12.5	44.3	22.2	54.9	69.2	EV/EBITDA	21.8	17.2	20.6	8.6	7.1
营运资金的变动	-77.2	239.6	-1.7	-134.1	-264.8	CAGR(%)	95.9%	44.1%	86.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	195.8	637.0	402.1	690.4	691.6	PEG	0.8	0.8	0.8	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-340.2	-525.5	-951.0	-603.0	-303.0	ROIC/WACC	0.5	1.2	0.7	1.9	1.9
融资活动产生现金流量	186.7	88.4	498.2	-22.4	-360.1	REP	6.8	2.7	3.6	1.2	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

中炬高新：国内镍氢动力电池组技术龙头

公司快报

报告关键点：

- 动力电池是低碳经济皇冠上的一颗璀璨明珠
- 公司是国内镍氢动力电池组技术龙头

报告摘要：

- 动力电池是低碳经济皇冠上的一颗璀璨明珠：美国政府11月25日公布了即将在哥本哈根气候变化大会（12月7日至12月18日召开）上承诺的温室气体减排指标，承诺2020年的温室气体排放量在2005年的水平上减少17%；国务院总理温家宝在11月25日主持召开的国务院常务会议决定到2020年单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降40%—45%，这将作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划。美国总统奥巴马本月访华期间发表的《中美联合声明》表明双方致力于在哥本哈根会议达成最终的法律协议。同时，两国成立了中美清洁能源联合研究中心，其中，清洁汽车、建筑能效、清洁煤（包括碳捕集与封存）被列为该研究中心三大优先课题。清洁汽车的最关键部位是动力电池，动力电池的产业化与低成本化将决定清洁汽车的发展进程。我们认为动力电池领域，锂电池是战略选择，而镍氢电池则是现实选择，未来很长一段时间镍氢电池将与锂电池共存共荣。
- 国内镍氢动力电池组技术龙头：公司拟投资13.15亿元建设年产3.63亿安时镍氢动力电池总成扩产项目，将占国内车用动力电池市场份额36%，公司参加国家“863”镍氢动力电池项目，主持镍氢动力电池行业标准制定，通过北方质量监督检验鉴定试验所的国家强制性检验，并有3年多与整车厂商的合作经验。尤其值得一提的是公司在电池成组方面的技术领先优势，实际上单体镍氢电池的生产技术门槛并不高，但是单体电池的成组技术，即串联后的多节单体电池如何保证一致性及运行过程中的稳定性是非常关键的，公司在电池成组技术方面已经申请多项国家专利。
- 传统调味品、租赁业务稳定发展：目前出租业务每年为公司提供8000万的净现金流。调味品业务近两年获得了较快的发展，目前调味品的产能已经提升至10万吨，预计明年三期投产后，产能有望达到30万吨。随着业务的扩展，公司逐步拓展内地市场，目前来看产能仍在超负荷运作。传统业务为公司的健康运营提供了坚实的保障。公司曾于2001年、2002年通过资产置换置入一块总面积为2000亩以上的土地，当时该土地每亩作价31万元，中山市去年4000元/㎡的平均地价，我们认为土地开发过程中将给公司带来丰厚的利润。
- 维持长期买入-A投资评级：基于我们对国家推进节能与新能源汽车的战略决心，以及公司在镍氢动力电池方面的领先技术，我们维持对公司长期买入-A投资评级，6个月目标价17.6元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,047.5	966.5	1,546.6	2,580.6	3,869.2
Growth(%)	21.2%	-7.7%	60.0%	66.9%	49.9%
净利润	74.0	79.7	149.2	298.7	628.8
Growth(%)	133.3%	7.8%	87.0%	100.2%	110.5%
毛利率(%)	27.6%	23.0%	30.3%	35.9%	41.8%
净利润率(%)	7.1%	8.3%	9.6%	11.6%	16.3%
每股收益(元)	0.10	0.11	0.21	0.41	0.87
每股净资产(元)	2.15	2.56	2.72	3.08	3.85
市盈率	109.2	101.3	54.2	27.1	12.9
市净率	5.2	4.4	4.1	3.6	2.9
净资产收益率(%)	5.5%	4.6%	7.9%	13.9%	23.4%
ROIC(%)	19.0%	11.8%	13.9%	16.8%	23.7%
EV/EBITDA	48.9	55.8	37.8	19.5	10.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	1.1%	2.3%

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **17.60 元**

期限： 6 个月 上次预测： 17.60 元

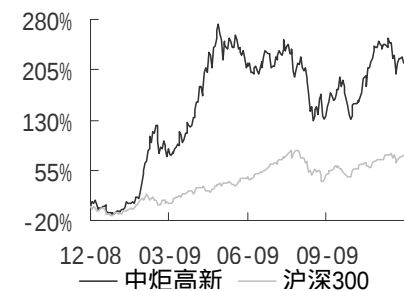
现价： 11.17 元

报告日期： **2009-12-04**

市场数据

总市值(百万元)	8,089.49
流通市值(百万元)	8,089.49
总股本(百万股)	724.22
流通股本(百万股)	724.22
12 个月最高/最低	3.11/13.40 元
十大流通股东(%)	21.72%
股东户数	120,609

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(13.02)	4.21	131.76
绝对收益	(7.53)	22.62	215.50

研究员

刘军 首席行业分析师

021-68766167 liujun@essence.com.cn

谭志勇 助理行业分析师

021-68765172 tanzy2@essence.com.cn

前期研究成果

中炬高新：电池霸主 地产新贵

2009-05-13

中炬高新：动力电池霸主显露雏形

2009-04-29

中炬高新：万事具备，只欠订单

2009-02-20

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	1,047.5	966.5	1,546.6	2,580.6	3,869.2	成长性					
减: 营业成本	758.3	744.2	1,078.2	1,654.3	2,253.4	营业收入增长率	21.2%	-7.7%	60.0%	66.9%	49.9%
营业税费	19.5	13.5	18.0	30.1	45.1	营业利润增长率	73.7%	-29.6%	110.6%	132.1%	110.5%
销售费用	74.3	77.8	124.1	207.1	310.6	净利润增长率	133.3%	7.8%	87.0%	100.2%	110.5%
管理费用	78.7	80.0	148.0	247.0	370.3	EBITDA 增长率	29.0%	-8.4%	60.5%	109.4%	95.2%
财务费用	18.9	28.0	37.4	74.5	117.4	EBIT 增长率	39.3%	-17.8%	89.6%	125.8%	101.5%
资产减值损失	-6.5	-1.3	-4.2	3.1	5.1	NOPLAT 增长率	43.4%	10.7%	68.3%	100.1%	101.5%
加: 公允价值变动收益	0.2	-0.7	1.3	-	-	投资资本增长率	78.8%	42.1%	66.0%	43.0%	41.6%
投资和汇兑收益	1.4	50.8	10.7	-	-	净资产增长率	3.4%	19.1%	6.0%	13.4%	25.1%
营业利润	105.8	74.6	157.0	364.5	767.4	利润率					
加: 营业外净收支	0.1	29.9	25.0	-	-	毛利率	27.6%	23.0%	30.3%	35.9%	41.8%
利润总额	106.0	104.5	182.0	364.5	767.4	营业利润率	10.1%	7.7%	10.2%	14.1%	19.8%
减: 所得税	20.2	18.6	27.3	54.7	115.1	净利率	7.1%	8.3%	9.6%	11.6%	16.3%
净利润	74.0	79.7	149.2	298.7	628.8	EBITDA/营业收入	14.8%	14.7%	14.7%	18.5%	24.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	11.9%	10.6%	12.6%	17.0%	22.9%
货币资金	380.0	289.4	254.7	431.8	600.3	运营效率					
交易性金融资产	1.3	0.7	2.0	2.0	2.0	固定资产周转天数	70	90	58	37	30
应收帐款	124.6	75.7	93.3	155.8	233.5	流动营业资本周转天数	127	278	278	252	235
应收票据	2.1	0.8	0.2	0.3	0.4	流动资产周转天数	359	538	385	318	293
预付帐款	89.0	162.6	210.8	284.8	385.6	应收帐款周转天数	37	29	15	13	14
存货	817.1	852.6	1,337.2	2,051.6	2,794.5	存货周转天数	165	311	255	236	225
其他流动资产	8.1	85.3	-54.2	-214.1	-431.9	总资产周转天数	845	968	700	549	485
可供出售金融资产	-	27.6	75.3	75.3	75.3	投资资本周转天数	253	425	414	377	357
持有至到期投资	31.7	62.5	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	23.5	22.8	62.4	62.4	62.4	ROE	5.5%	4.6%	7.9%	13.9%	23.4%
投资性房地产	706.5	678.6	673.9	673.9	673.9	ROA	3.4%	3.2%	4.6%	6.9%	11.0%
固定资产	239.9	243.8	252.1	284.5	361.7	ROIC	19.0%	11.8%	13.9%	16.8%	23.7%
在建工程	26.1	32.2	388.9	619.2	1,111.3	费用率					
无形资产	67.8	65.7	57.3	53.6	50.3	销售费用率	7.1%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
其他非流动资产	35.2	47.0	15.6	16.4	17.1	管理费用率	7.5%	8.3%	9.6%	9.6%	9.6%
资产总额	2,552.8	2,647.2	3,369.4	4,497.4	5,936.6	财务费用率	1.8%	2.9%	2.4%	2.9%	3.0%
短期债务	294.7	327.1	735.3	1,000.0	1,200.0	三费/营业收入	16.4%	19.2%	20.0%	20.5%	20.6%
应付帐款	259.8	199.9	272.9	418.8	570.4	偿债能力					
应付票据	4.8	17.3	13.1	20.1	27.4	资产负债率	39.0%	29.9%	41.6%	50.4%	53.0%
其他流动负债	307.0	94.3	33.7	-19.7	-99.8	负债权益比	63.9%	42.7%	71.3%	101.6%	112.7%
长期借款	111.6	126.6	326.6	826.6	1,426.6	流动比率	1.62	2.23	1.73	1.90	2.10
其他非流动负债	5.4	7.3	11.9	11.9	11.9	速动比率	0.69	0.93	0.48	0.46	0.46
负债总额	995.4	791.7	1,403.0	2,267.0	3,145.9	利息保障倍数	6.61	3.66	5.19	5.89	7.53
少数股东权益	99.0	335.1	252.3	262.4	283.5	分红指标					
股本	724.2	724.2	724.2	724.2	724.2	DPS(元)	-	-	0.06	0.12	0.26
留存收益	735.5	798.1	989.9	1,243.8	1,783.0	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,557.4	1,855.5	1,966.4	2,230.4	2,790.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	1.1%	2.3%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	85.7	85.9	149.2	298.7	628.8	EPS(元)	0.10	0.11	0.21	0.41	0.87
加: 折旧和摊销	29.9	39.1	32.9	37.1	44.9	BVPS(元)	2.15	2.56	2.72	3.08	3.85
资产减值准备	-6.5	-1.3	-4.2	3.1	5.1	PE(X)	109.2	101.3	54.2	27.1	12.9
公允价值变动损失	0.2	0.7	1.3	-	-	PB(X)	5.2	4.4	4.1	3.6	2.9
财务费用	31.9	21.7	33.0	37.4	74.5	P/FCF	-18.8	-32.1	-82.5	74.6	74.7
投资收益	-1.4	-50.8	-10.7	-	-	P/S	7.7	8.4	5.2	3.1	2.1
少数股东损益	7.3	3.1	5.6	11.2	23.5	EV/EBITDA	48.9	55.8	37.8	19.5	10.8
营运资金的变动	-15.7	-35.7	-413.9	-591.6	-625.0	CAGR(%)	53.4%	96.6%	77.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	106.9	107.0	-202.4	-167.1	194.6	PEG	2.0	1.0	0.7	-0.3	-0.1
投资活动产生现金流量	173.5	-218.7	-383.1	-303.0	-620.0	ROIC/WACC	1.8	1.1	1.3	1.6	2.2
融资活动产生现金流量	-119.4	21.8	596.5	600.5	493.9	REP	4.5	5.3	2.9	1.8	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

科力远：打造镍氢动力电池一体化产业链

公司快报

报告关键点：

- 动力电池是低碳经济皇冠上的一颗璀璨明珠
- 公司立足于打造镍氢动力电池一体化产业链

报告摘要：

- 动力电池是低碳经济皇冠上的一颗璀璨明珠：美国政府11月25日公布了即将在哥本哈根气候变化大会（12月7日至12月18日召开）上承诺的温室气体减排指标，承诺2020年的温室气体排放量在2005年的水平上减少17%；国务院总理温家宝在11月25日主持召开的国务院常务会议决定到2020年单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降40%—45%，这将作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划。美国总统奥巴马本月访华期间发表的《中美联合声明》表明双方致力于在哥本哈根会议达成最终的法律协议。同时，两国成立了中美清洁能源联合研究中心，其中，清洁汽车、建筑能效、清洁煤（包括碳捕集与封存）被列为该研究中心三大优先课题。清洁汽车的最关键部位是动力电池，动力电池的产业化与低成本化将决定清洁汽车的发展进程。我们认为动力电池领域，锂电池是战略选择，而镍氢电池则是现实选择，未来很长一段时间镍氢电池将与锂电池共存共荣。
- 打造镍氢动力电池一体化产业链：公司领先国内其他上市公司，最早战略性地着手汽车用动力电池及其产业化推广，并利用自身在原材料泡沫镍和超霸动力电池集成技术的优势进军未来市场巨大的汽车用动力电池产业。为实现优势互补、充分发挥金川集团有限公司的资源优势和经济实力以及本公司的行业资源优势与技术研发优势，实现原材料、技术、资金、市场、管理的有机整合，2009年10月16日，公司董事会审议通过了与金川集团有限公司签订《战略合作框架协议》的议案，合资成立兰州金科电池有限责任公司，公司及公司全资子公司湖南欧力科技开发有限责任公司合计持股51%，合资公司将实现镍氢二次电池、动力电池等产品的投资、研发、生产、经营等相关资源的整合。
- 长期看好公司发展前景，建议买入：公司力求打造镍矿、泡沫镍、镍氢单体电池、镍氢电池组等一体化产业链，未来将充分分享清洁汽车的盛宴。公司目前欠缺的是与整车厂商的磨合以及取得相关认证，我们认为随着国家在节能与新能源汽车领域相关政策的出台，公司的价值将逐渐被市场再认识。长期来看，维持买入-A评级，6个月目标价23元。

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **23.00 元**

期限： 6个月 上次预测： 23.00 元

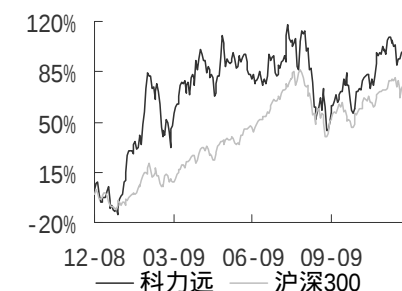
现价： 18.47 元

报告日期： **2009-12-05**

市场数据

总市值(百万元)	5,287.60
流通市值(百万元)	3,668.52
总股本(百万股)	286.28
流通股本(百万股)	198.62
12个月最高/最低	7.88/21.50 元
十大流通股东(%)	16.65%
股东户数	38,043

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.38)	3.77	16.60
绝对收益	(0.21)	22.18	97.58

研究员

刘军 首席行业分析师

021-68766167 liujun@essence.com.cn

谭志勇 助理行业分析师

021-68765172 tanzy2@essence.com.cn

前期研究成果

- 科力远：开创了中国企业起诉国际巨头知识产权侵权并获胜的先例 2009-10-11
- 科力远：高瞻远瞩汽车动力电池 2009-06-19
- 科力远：诉讼启动行业整合进程 2008-11-13

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	881.3	1,701.3	1,786.4	2,322.3	3,483.4
Growth(%)	36.1%	93.0%	5.0%	30.0%	50.0%
净利润	25.6	35.8	34.7	113.6	196.0
Growth(%)	254.4%	39.8%	-3.1%	227.0%	72.6%
毛利率(%)	1.7%	1.3%	6.0%	10.0%	11.0%
净利润率(%)	2.9%	2.1%	1.9%	4.9%	5.6%
每股收益(元)	0.09	0.13	0.12	0.40	0.68
每股净资产(元)	1.16	2.17	2.28	2.54	2.99
市盈率	207.2	148.3	153.0	46.8	27.1
市净率	16.0	8.6	8.1	7.3	6.2
净资产收益率(%)	7.7%	5.8%	5.3%	15.6%	22.9%
ROIC(%)	8.3%	8.4%	5.7%	11.5%	17.1%
EV/EBITDA	128.2	-181.9	111.3	36.3	22.6
股息收益率	0.0%	0.4%	0.0%	0.6%	1.1%

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	881.3	1,701.3	1,786.4	2,322.3	3,483.4	成长性					
减: 营业成本	866.1	1,678.9	1,679.2	2,090.1	3,100.3	营业收入增长率	36.1%	93.0%	5.0%	30.0%	50.0%
营业税费	1.5	1.4	1.4	1.9	2.8	营业利润增长率	240.8%	-21.4%	-91.3%	5174.7%	97.5%
销售费用	9.9	23.3	24.5	31.8	47.7	净利润增长率	254.4%	39.8%	-3.1%	227.0%	72.6%
管理费用	19.1	49.4	51.8	67.3	101.0	EBITDA 增长率	4395.2%	-254.0%	-271.4%	207.8%	63.6%
财务费用	15.1	18.2	18.7	28.3	31.7	EBIT 增长率	-83.0%	1519.6%	-132.4%	509.7%	78.2%
资产减值损失	0.4	10.4	6.1	4.0	8.7	NOPLAT 增长率	106.2%	23.9%	0.8%	172.8%	62.3%
加: 公允价值变动收益	0.9	-1.1	2.1	-2.1	-	投资资本增长率	22.5%	50.0%	34.5%	8.6%	18.3%
投资和汇兑收益	10.9	-0.1	-5.0	-	-	净资产增长率	6.8%	86.8%	5.3%	11.3%	17.5%
营业利润	27.0	21.2	1.8	96.8	191.2	利润率					
加: 营业外净收支	-0.4	25.5	40.0	40.0	45.0	毛利率	1.7%	1.3%	6.0%	10.0%	11.0%
利润总额	26.5	46.7	41.8	136.8	236.2	营业利润率	3.1%	1.2%	0.1%	4.2%	5.5%
减: 所得税	0.9	10.8	7.1	23.3	40.2	净利率	2.9%	2.1%	1.9%	4.9%	5.6%
净利润	25.6	35.8	34.7	113.6	196.0	EBITDA/营业收入	2.3%	-1.8%	2.9%	7.0%	7.6%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	-0.4%	-3.7%	1.1%	5.4%	6.4%
货币资金	65.0	168.8	119.3	151.1	214.2	运营效率					
交易性金融资产	1.6	-	2.1	-	-	固定资产周转天数	116	70	80	66	48
应收帐款	108.9	270.3	255.7	332.4	498.7	流动营业资本周转天数	91	76	113	112	88
应收票据	13.2	13.5	29.4	38.2	57.3	流动资产周转天数	133	119	166	147	127
预付帐款	67.4	229.7	231.4	233.5	236.6	应收帐款周转天数	42	36	49	44	41
存货	80.8	106.9	230.0	286.3	424.7	存货周转天数	32	21	35	40	37
其他流动资产	-0.0	0.0	-7.4	-7.4	-7.4	总资产周转天数	262	200	264	229	186
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	220	157	210	193	146
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	20.8	4.2	20.0	20.0	20.0	ROE	7.7%	5.8%	5.3%	15.6%	22.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	4.0%	2.9%	2.5%	7.2%	9.7%
固定资产	274.3	390.4	406.7	447.4	489.8	ROIC	8.3%	8.4%	5.7%	11.5%	17.1%
在建工程	2.8	20.3	40.2	26.1	39.6	费用率					
无形资产	11.6	35.9	36.0	36.1	36.2	销售费用率	1.1%	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%
其他非流动资产	1.7	4.7	11.0	11.0	15.4	管理费用率	2.2%	2.9%	2.9%	2.9%	2.9%
资产总额	648.0	1,244.6	1,374.5	1,574.7	2,025.0	财务费用率	1.7%	1.1%	1.0%	1.2%	0.9%
短期债务	255.7	299.8	452.2	434.2	479.6	三费/营业收入	5.0%	5.3%	5.3%	5.5%	5.2%
应付帐款	35.0	124.0	115.0	143.2	212.3	偿债能力					
应付票据	5.0	195.9	13.8	17.2	25.5	资产负债率	48.7%	50.1%	52.5%	53.8%	57.8%
其他流动负债	19.9	0.3	16.0	78.8	208.9	负债权益比	95.0%	100.6%	110.3%	116.5%	136.9%
长期借款	-	-	120.0	170.0	240.0	流动比率	1.07	1.27	1.44	1.54	1.54
其他非流动负债	0.2	4.0	4.0	4.0	4.0	速动比率	0.81	1.09	1.06	1.11	1.08
负债总额	315.8	624.1	721.0	847.4	1,170.3	利息保障倍数	-0.26	-3.47	1.10	4.43	7.03
少数股东权益	-	2.5	2.5	2.5	2.5	分红指标					
股本	123.7	286.3	286.3	286.3	286.3	DPS(元)	0.01	0.07	-	0.12	0.21
留存收益	208.6	331.7	364.7	438.5	566.0	分红比率	9.6%	55.5%	0.0%	30.0%	30.0%
股东权益	332.3	620.5	653.5	727.3	854.7	股息收益率	0.0%	0.4%	0.0%	0.6%	1.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	25.6	35.8	34.7	113.6	196.0	EPS(元)	0.09	0.13	0.12	0.40	0.68
加: 折旧和摊销	25.6	34.2	32.1	36.9	42.1	BVPS(元)	1.16	2.17	2.28	2.54	2.99
资产减值准备	0.4	10.4	6.1	4.0	8.7	PE(X)	207.2	148.3	153.0	46.8	27.1
公允价值变动损失	-0.9	1.1	2.1	-2.1	-	PB(X)	16.0	8.6	8.1	7.3	6.2
财务费用	13.4	17.1	18.2	18.7	28.3	P/FCF	-	-24.6	4,701.8	124.6	72.2
投资收益	-10.9	0.1	5.0	-	-	P/S	6.0	3.1	3.0	2.3	1.5
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	128.2	-181.9	111.3	36.3	22.6
营运资金的变动	-122.3	-157.6	-304.9	-53.5	-128.0	CAGR(%)	64.2%	76.2%	111.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-65.3	-47.3	-206.3	127.1	150.6	PEG	3.2	1.9	1.4	-0.5	-0.3
投资活动产生现金流量	-11.0	-112.5	-98.0	-59.0	-100.1	ROIC/WACC	0.9	0.9	0.6	1.2	1.8
融资活动产生现金流量	47.5	216.5	253.7	-30.3	24.8	REP	4.8	6.9	8.1	3.7	2.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

双良股份：受益低碳经济与淡水资源紧缺

公司快报

报告关键点：

- 低经济大势所趋，公司受益建筑节能和工业节能
- 淡水资源紧缺开启公司空冷器业务和海水淡化业务广阔市场
- 维持盈利预测和买入-A投资评级

报告摘要：

- 低经济大势所趋：11月25日，中美两国领导人分别作出各自的减排承诺，其中，中国首次作出到2020年单位GDP二氧化碳排放量较2005年下降40%~45%的数量化减排的承诺，而美国总体奥巴马也宣布美国到2020年要比2005年减排二氧化碳17%，两个世界上二氧化碳排放量最大的国家将力促哥本哈根会议达成具有法律效力的全球减排协议，低碳经济已成大势，依据中美两国领导人签订的《中美联合声明》，未来建筑能耗的降低以及各方面工业能耗的降低将从国家战略层面得以推行。双良股份的化工业务苯乙烯以及拟建的EPS立足于建筑节能，机械业务中的余热利用溴冷机致力于工业节能。公司化工业务、溴冷机业务将受益国家低碳经济发展战略。
- 淡水资源紧缺开启公司空冷器业务和海水淡化业务广阔市场：淡水资源目前已经不再是人们传统意义上的可再生资源，它也将面临日益紧缺的局面。我国作为世界上淡水资源最为匮乏的国家之一，一方面需要加强淡水资源的合理利用，另一方面就是通过海水淡化的“开源”之举缓解日益紧缺的淡水资源。近期，国内各个城市相继掀起的水价上涨态势正是对目前淡水资源定价扭曲的一种市场反馈。公司机械业务中的空冷器致力于节约淡水资源，在北方缺水地区的电站、钢铁厂、化工厂等应用领域广阔，尤其是随着公司进入五大电力集团的空冷器市场，未来空冷器的年10亿产值的目标将很快实现。机械业务中的海水淡化，则立足于淡水资源的“开源”，在沿海一系列城市具备广阔的市场空间，随着海水淡化订单的到位，这一块将为公司未来开辟一块较大的新增利润。
- 维持盈利预测和买入-A投资评级：基于公司节能节水的战略布局，我们长期看好公司的发展前景，需要留意的是公司目前化工业务中的苯乙烯业务盈利的稳定性，因为目前苯乙烯在收入结构中占了公司收入中的大部分。鉴于EPS和海水淡化业务未来盈利的实现还需要一个过程，目前尚不好作出盈利预测，我们暂时不考虑这两块的盈利。维持2009、2010年EPS0.63元、1.05元不变，6个月目标价26.25元，维持买入-A投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,985.4	3,914.7	4,158.8	5,810.2	7,040.2
Growth(%)	97.5%	31.1%	6.2%	39.7%	21.2%
净利润	127.1	105.3	425.9	709.8	928.3
Growth(%)	34.3%	-17.1%	304.4%	66.7%	30.8%
毛利率(%)	14.0%	11.1%	19.0%	21.8%	22.8%
净利润率(%)	4.3%	2.7%	10.2%	12.2%	13.2%
每股收益(元)	0.19	0.16	0.63	1.05	1.38
每股净资产(元)	1.70	2.96	3.37	4.09	4.88
市盈率	104.8	126.5	31.3	18.8	14.3
市净率	11.6	6.7	5.8	4.8	4.0
净资产收益率(%)	15.4%	4.7%	19.5%	26.8%	29.3%
ROIC(%)	14.0%	6.5%	19.5%	28.2%	29.7%
EV/EBITDA	42.0	51.9	21.7	14.2	11.1
股息收益率	0.2%	1.1%	1.9%	3.2%	4.2%

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **26.25 元**

期限： 6 个月 上次预测： 26.25 元

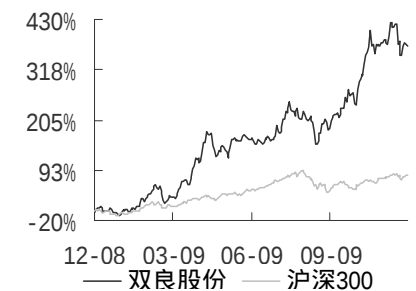
现价： 19.71 元

报告日期： **2009-12-03**

市场数据

总市值(百万元)	13,305.62
流通市值(百万元)	13,247.97
总股本(百万股)	675.07
流通股本(百万股)	672.14
12 个月最高/最低	3.87/22.73 元
十大流通股东(%)	63.82%
股东户数	50,828

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(5.78)	33.27	286.00
绝对收益	(1.26)	50.93	369.90

研究员

刘军 首席行业分析师

021-68766167 liujun@essence.com.cn

谭志勇 助理行业分析师

021-68765172 tanzy2@essence.com.cn

前期研究成果

双良股份：海水淡化、EPS 提升公司未来盈利空间

2009-11-27

双良股份：参股物联网公司，率先“感知中国”

2009-10-27

双良股份：风雨彩虹，铿锵双良

2009-09-24

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,985.4	3,914.7	4,158.8	5,810.2	7,040.2	成长性					
减: 营业成本	2,567.1	3,481.5	3,368.4	4,545.9	5,435.4	营业收入增长率	97.5%	31.1%	6.2%	39.7%	21.2%
营业税费	1.9	2.0	2.2	3.0	3.7	营业利润增长率	31.8%	-35.8%	313.2%	67.7%	31.5%
销售费用	128.7	150.3	145.6	209.2	260.5	净利润增长率	34.3%	-17.1%	304.4%	66.7%	30.8%
管理费用	60.5	86.8	87.3	122.0	147.8	EBITDA 增长率	90.0%	-14.3%	139.5%	54.8%	28.4%
财务费用	37.4	32.8	25.3	23.0	26.2	EBIT 增长率	41.2%	-32.0%	242.9%	64.0%	31.1%
资产减值损失	4.0	35.0	17.2	47.3	35.6	NOPLAT 增长率	64.1%	-40.4%	265.3%	63.1%	30.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.4%	22.0%	12.8%	23.6%	15.2%
投资和汇兑收益	7.5	-2.1	-	-	-	净资产增长率	7.5%	74.0%	14.1%	21.1%	19.5%
营业利润	193.3	124.1	512.8	859.8	1,131.0	利润率					
加: 营业外净收支	-4.7	-5.5	-	-	-	毛利率	14.0%	11.1%	19.0%	21.8%	22.8%
利润总额	188.7	118.6	512.8	859.8	1,131.0	营业利润率	6.5%	3.2%	12.3%	14.8%	16.1%
减: 所得税	12.3	24.0	69.2	120.4	164.0	净利率	4.3%	2.7%	10.2%	12.2%	13.2%
净利润	127.1	105.3	425.9	709.8	928.3	EBITDA/营业收入	10.4%	6.8%	15.3%	17.0%	18.0%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	7.7%	4.0%	12.9%	15.2%	16.4%
货币资金	388.1	847.6	630.3	681.0	804.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	116	112	121	84	68
应收帐款	207.1	296.7	364.3	508.9	616.6	流动营业资本周转天数	34	46	62	61	70
应收票据	98.4	237.5	273.9	382.6	463.6	流动资产周转天数	134	146	161	129	133
预付帐款	71.8	79.7	113.4	158.8	213.2	应收帐款周转天数	23	23	28	25	27
存货	521.6	437.7	435.6	587.9	702.9	存货周转天数	48	45	40	34	35
其他流动资产	-	-0.0	11.4	26.7	45.0	总资产周转天数	316	306	324	257	247
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	210	200	220	186	183
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	119.0	119.1	119.1	119.1	119.1	ROE	15.4%	4.7%	19.5%	26.8%	29.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	5.9%	2.6%	11.7%	16.4%	18.7%
固定资产	999.0	1,428.3	1,370.3	1,334.6	1,317.0	ROIC	14.0%	6.5%	19.5%	28.2%	29.7%
在建工程	432.9	78.6	340.7	576.7	789.0	费用率					
无形资产	77.2	75.4	74.8	74.3	73.7	销售费用率	4.3%	3.8%	3.5%	3.6%	3.7%
其他非流动资产	64.9	80.3	73.5	49.9	21.4	管理费用率	2.0%	2.2%	2.1%	2.1%	2.1%
资产总额	2,980.0	3,680.9	3,807.3	4,500.5	5,165.6	财务费用率	1.3%	0.8%	0.6%	0.4%	0.4%
短期债务	376.5	580.7	480.2	700.1	640.9	三费/营业收入	7.6%	6.9%	6.2%	6.1%	6.2%
应付帐款	321.2	285.6	323.0	435.9	521.2	偿债能力					
应付票据	31.0	-	-	-	-	资产负债率	61.5%	45.8%	40.2%	38.7%	36.2%
其他流动负债	320.5	493.5	569.5	685.7	826.5	负债权益比	159.8%	84.4%	67.2%	63.2%	56.7%
长期借款	673.2	204.6	1.0	1.0	1.0	流动比率	1.11	1.28	1.20	1.35	1.52
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.66	0.97	0.89	0.99	1.12
负债总额	1,832.8	1,684.7	1,529.9	1,742.1	1,870.0	利息保障倍数	6.17	4.78	21.27	38.37	44.24
少数股东权益	149.0	92.4	88.6	115.2	150.0	分红指标					
股本	612.0	675.1	675.1	675.1	675.1	DPS(元)	0.05	0.21	0.38	0.63	0.83
留存收益	386.2	1,228.7	1,513.8	1,968.1	2,470.6	分红比率	24.1%	133.7%	60.0%	60.0%	60.0%
股东权益	1,147.2	1,996.2	2,277.5	2,758.4	3,295.7	股息收益率	0.2%	1.1%	1.9%	3.2%	4.2%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	176.4	94.6	425.9	709.8	928.3	EPS(元)	0.19	0.16	0.63	1.05	1.38
加: 折旧和摊销	79.6	109.0	98.5	102.6	108.1	BVPS(元)	1.70	2.96	3.37	4.09	4.88
资产减值准备	4.0	35.0	17.2	47.3	35.6	PE(X)	104.8	126.5	31.3	18.8	14.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	11.6	6.7	5.8	4.8	4.0
财务费用	-	31.2	36.6	25.3	23.0	P/FCF	105.9	-23.7	-165.2	147.9	36.8
投资收益	-7.5	2.1	-	-	-	P/S	4.5	3.4	3.2	2.3	1.9
少数股东损益	49.3	-10.7	17.7	29.6	38.7	EV/EBITDA	42.0	51.9	21.7	14.2	11.1
营运资金的变动	-473.0	-363.0	-66.3	-291.5	-194.8	CAGR(%)	61.2%	117.0%	40.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-210.3	-65.4	518.4	620.8	942.1	PEG	1.7	1.1	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-101.2	-105.2	-303.0	-303.0	-303.0	ROIC/WACC	1.1	0.5	1.6	2.3	2.4
融资活动产生现金流量	336.2	563.9	-482.7	-433.5	-642.4	REP	5.8	10.9	3.2	1.8	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

烟台万华：建筑节能开启广阔市场

公司快报

报告关键点：

- 聚合MDI受益建筑节能聚氨酯外墙保温材料推广
- 纯MDI受益于制鞋、氨纶的外需复苏
- 公司产能大幅增长，迎战建筑节能市场到来

报告摘要：

- 聚合MDI受益建筑节能聚氨酯外墙保温材料推广：低碳经济的国家战略与全球大势，必然要求建筑节能的有效推进，中美清洁能源联合研究中心成立后的三个优先研究课题中就有建筑节能，足见建筑节能刻不容缓。实际上，我国住建部已经出台相关建筑节能统计、监测、考核细则，并与各个地方政府官员政绩直接挂钩，同样凸显了中央政府对于推进建筑节能的决心。而事实上，新型外墙保温材料在建筑上的应用并不会增加建筑施工太多成本，初步估计大约在每建筑平方米100元左右，而其按照65%的节能标准设计所能节约下来的能耗，大约在6年之内即可收回初期外墙保温材料的投入。目前之所以建筑节能推行不力，一方面是政策强制执行力度不够，另一方面是消费者的观念尚未转变过来。我们判断，随着低碳经济深入人心，建筑节能的推进将是水到渠成之事。
- 纯MDI受益于制鞋、氨纶的外需复苏：制鞋业作为我国传统的出口依赖性产业，在2008年底2009年初遭遇经济危机打击最严重时，出口增速基本为负，但是从2009年初以来，出口增速转正迹象逐月显现，至10月份出口同比增速已经达到7%以上，我们判断随着欧美等经济体复苏的加快，鞋类出口量有望进一步增长。纯MDI作为鞋底原液的一种原料，受益明显。此外，下游氨纶行业的复苏也将带动纯MDI的需求量上升。
- 公司产能大幅增长，迎战建筑节能市场到来：公司2009年全年产销量将达到40万吨，宁波二期30万吨MDI项目预计2010年年中建成投产，估计年底能够达产，届时公司MDI产能将达到80万吨。此外，11月24日公司董事会决议称，拟通过烟台万华老厂搬迁，将原老厂区20万吨MDI产能扩建至60万吨，若全部达产将实现120万吨MDI产能；搬迁项目还包括拟建30万吨TDI产能。2011年能够贡献产销量75万吨以上，预计2010年产销量将达到55万吨。在市场开拓方面，控股股东烟台万华集团拟收购匈牙利博苏化学，进军欧洲市场。
- 维持前次盈利预测和投资评级，提高12个月目标价至32.7元：假设2010年聚合MDI销量33万吨，含税均价19000元/吨，纯MDI销量22万吨，含税均价21000元/吨，则2010年EPS约1.09元，基于公司长期发展空间巨大，给予30倍市盈率，12个月目标价32.7元，维持买入-A投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,803.6	7,704.4	7,073.0	10,438.5	15,777.8
Growth(%)	57.8%	-1.3%	-8.2%	47.6%	51.1%
净利润	1,481.3	1,509.7	1,268.9	1,806.7	2,782.0
Growth(%)	71.6%	1.9%	-16.0%	42.4%	54.0%
毛利率(%)	40.4%	31.3%	32.8%	35.9%	39.1%
净利润率(%)	19.0%	19.6%	17.9%	17.3%	17.6%
每股收益(元)	0.89	0.91	0.76	1.09	1.67
每股净资产(元)	2.67	3.28	3.66	4.69	6.30
市盈率	26.2	25.7	30.6	21.5	14.0
市净率	8.8	7.1	6.4	5.0	3.7
净资产收益率(%)	38.2%	32.3%	24.5%	27.2%	31.2%
ROIC(%)	39.3%	28.6%	20.9%	23.1%	25.2%
EV/EBITDA	15.6	21.3	22.7	14.3	9.2
股息收益率	1.2%	2.1%	1.0%	1.4%	2.1%

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： **32.70 元**

期限： 6 个月 上次预测： 25.00 元

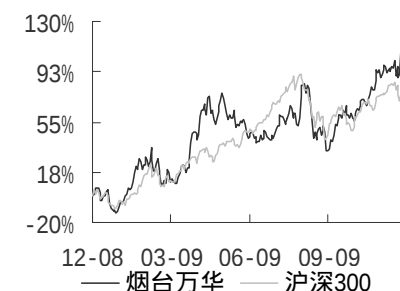
现价： 24.50 元

报告日期： **2009-12-03**

市场数据

总市值(百万元)	40,751.69
流通市值(百万元)	40,751.69
总股本(百万股)	1,663.33
流通股本(百万股)	1,663.33
12 个月最高/最低	9.70/25.30 元
十大流通股东(%)	60.75%
股东户数	65,904

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	9.22	38.59	36.54
绝对收益	13.74	56.25	120.44

研究员

刘军 首席行业分析师

021-68766167 liujun@essence.com.cn

谭志勇 助理行业分析师

021-68765172 tanzy2@essence.com.cn

前期研究成果

烟台万华：建筑节能或将打开市场空间
 2009-11-30

烟台万华：志存高远
 2009-09-29

烟台万华：沧海横流方显英雄本色
 2009-03-05

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-11-30**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	7,803.6	7,704.4	7,073.0	10,438.5	15,777.8	成长性					
减: 营业成本	4,651.7	5,294.2	4,753.5	6,694.6	9,611.1	营业收入增长率	57.8%	-1.3%	-8.2%	47.6%	51.1%
营业税费	66.7	48.6	39.0	57.6	87.0	营业利润增长率	82.3%	-30.0%	-14.0%	75.5%	74.5%
销售费用	223.5	207.1	191.0	281.8	426.0	净利润增长率	71.6%	1.9%	-16.0%	42.4%	54.0%
管理费用	571.2	454.2	509.3	626.3	946.7	EBITDA 增长率	75.2%	-25.9%	-1.8%	66.8%	61.7%
财务费用	53.7	50.8	141.7	256.7	310.5	EBIT 增长率	84.9%	-29.4%	-8.2%	76.0%	69.5%
资产减值损失	19.9	0.3	16.3	25.3	40.1	NOPLAT 增长率	80.9%	3.3%	-11.0%	45.3%	49.6%
加: 公允价值变动收益	-4.4	-0.8	-	-	-	投资资本增长率	42.1%	21.8%	31.6%	36.7%	28.5%
投资和汇兑收益	148.3	4.9	-	-	-	净资产增长率	53.0%	22.8%	11.7%	28.1%	34.3%
营业利润	2,360.8	1,653.3	1,422.2	2,496.3	4,356.4	利润率					
加: 营业外净收支	121.4	372.4	331.0	-	-	毛利率	40.4%	31.3%	32.8%	35.9%	39.1%
利润总额	2,482.2	2,025.7	1,753.2	2,496.3	4,356.4	营业利润率	30.3%	21.5%	20.1%	23.9%	27.6%
减: 所得税	785.4	267.6	263.0	374.4	1,089.1	净利率	19.0%	19.6%	17.9%	17.3%	17.6%
净利润	1,481.3	1,509.7	1,268.9	1,806.7	2,782.0	EBITDA/营业收入	33.9%	25.5%	27.2%	30.8%	32.9%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	30.9%	22.1%	22.1%	26.4%	29.6%
货币资金	1,370.1	1,271.6	2,133.4	2,187.7	3,255.6	运营效率					
交易性金融资产	59.3	-	-	-	-	固定资产周转天数	145	150	193	167	128
应收帐款	366.5	308.3	484.0	714.4	1,079.7	流动营业资本周转天数	96	159	198	185	197
应收票据	1,072.1	946.2	734.8	1,084.5	1,639.2	流动资产周转天数	135	184	244	226	212
预付帐款	543.3	703.1	1,397.2	2,374.7	3,778.1	应收帐款周转天数	16	16	20	21	21
存货	650.9	600.4	704.5	992.1	1,424.4	存货周转天数	26	29	33	29	28
其他流动资产	-	5.0	305.0	5.0	5.0	总资产周转天数	296	361	501	456	377
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	249	328	454	414	362
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	34.7	185.3	190.9	190.9	190.9	ROE	38.2%	32.3%	24.5%	27.2%	31.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	22.3%	22.4%	12.6%	14.6%	17.7%
固定资产	3,168.3	3,270.8	4,312.5	5,358.2	5,863.2	ROIC	39.3%	28.6%	20.9%	23.1%	25.2%
在建工程	138.0	376.5	1,388.3	1,494.1	1,022.1	费用率					
无形资产	130.8	143.8	139.0	134.4	129.9	销售费用率	2.9%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
其他非流动资产	60.4	51.5	50.3	45.5	43.0	管理费用率	7.3%	5.9%	7.2%	6.0%	6.0%
资产总额	7,594.4	7,862.7	11,840.0	14,581.5	18,431.1	财务费用率	0.7%	0.7%	2.0%	2.5%	2.0%
短期债务	1,108.3	839.1	4,400.0	5,500.6	6,778.6	三费/营业收入	10.9%	9.2%	11.9%	11.2%	10.7%
应付帐款	286.2	201.9	290.7	409.4	587.8	偿债能力					
应付票据	43.0	7.7	85.3	120.2	172.6	资产负债率	41.6%	30.7%	48.6%	46.5%	43.2%
其他流动负债	571.6	138.5	287.4	461.3	724.2	负债权益比	71.1%	44.3%	94.6%	87.1%	76.0%
长期借款	299.5	412.5	512.5	512.5	512.5	流动比率	1.59	1.93	1.10	1.18	1.50
其他非流动负债	303.8	16.2	16.1	16.1	16.1	速动比率	1.34	1.63	0.97	1.02	1.31
负债总额	3,155.9	2,413.3	5,755.7	6,787.6	7,960.4	利息保障倍数	44.95	33.52	11.04	10.73	15.03
少数股东权益	514.5	632.0	831.2	1,114.8	1,551.5	分红指标					
股本	1,663.3	1,663.3	1,663.3	1,663.3	1,663.3	DPS(元)	0.29	0.50	0.23	0.33	0.50
留存收益	2,260.0	3,152.6	3,589.8	5,015.8	7,255.8	分红比率	32.1%	55.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	4,438.5	5,449.4	6,084.3	7,794.0	10,470.7	股息收益率	1.2%	2.1%	1.0%	1.4%	2.1%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	1,696.9	1,758.1	1,268.9	1,806.7	2,782.0	EPS(元)	0.89	0.91	0.76	1.09	1.67
加: 折旧和摊销	234.6	257.6	362.0	458.9	525.0	BVPS(元)	2.67	3.28	3.66	4.69	6.30
资产减值准备	19.9	0.3	16.3	25.3	40.1	PE(X)	26.2	25.7	30.6	21.5	14.0
公允价值变动损失	4.4	0.8	-	-	-	PB(X)	8.8	7.1	6.4	5.0	3.7
财务费用	42.4	53.8	22.4	141.7	256.7	P/FCF	-278.6	61,612.8	17.4	-47.3	369.0
投资收益	-148.3	-4.9	-	-	-	P/S	5.0	5.0	5.5	3.7	2.5
少数股东损益	215.5	248.4	221.3	315.1	485.3	EV/EBITDA	15.6	21.3	22.7	14.3	9.2
营运资金的变动	-202.6	-111.2	-740.4	-1,939.1	-2,901.0	CAGR(%)	7.7%	22.9%	37.7%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,282.4	2,000.2	1,269.9	923.5	1,241.9	PEG	3.4	1.1	0.8	-0.2	-0.1
投资活动产生现金流量	-366.8	-925.9	-2,706.5	-1,301.0	-551.0	ROIC/WACC	4.2	3.0	2.2	2.4	2.7
融资活动产生现金流量	232.3	-1,164.0	2,876.1	301.9	132.9	REP	1.6	1.8	1.9	1.4	1.0

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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。如引用发布,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤 021-67865293	上海联系人 zhuxian@essence.com.cn	凌洁 021-68765237	上海联系人 lingjie@essence.com.cn
梁涛 021-68766067	上海联系人 liangtao@essences.com.cn	李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essence.com.cn
南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essence.com.cn	张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essence.com.cn
周蓉 010-66581676	北京联系人 zhourong@essence.com.cn	马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essence.com.cn
李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essence.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essence.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essence.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essence.com.cn
李瑾 0755-82558084	深圳联系人 lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

上海
上海市浦东新区 528 号上海证券大厦北塔 2008 室
邮编: 200120
电话: 021-68801200

北京
北京市西城区金融大街 28 号院盈泰中心二号楼三层
邮编: 100032
电话: 010-66578819

深圳
深圳市福田区金田路 4018 号安联大厦 35 层
邮编: 518026
电话: 0755-82825555