

化工行业

评级：看好

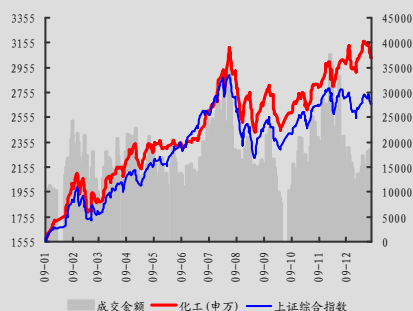
化工行业研究员

祖广平

010-88086830-693

zugp@rxzq.com.cn

化工（申万）与上证指数走势



把握政策、周期两条主线

——化工行业 2010 年投资策略

■ 09 年化工行业运行情况总结：复苏趋势明显。

09 年初以来，在汽车、建筑、电子、家电、纺织服装等各下游行业普遍好转的情况下，主要化工产品需求也逐步提升，大部分产品产量都呈现了逐月提升的形势；多数化工产品价格也有明显的上涨。

到 09 年 10 月份，化纤、橡胶、塑料几个子行业利润总额累计同比分别增长了 143.8%、61.0%、24.2%，化工原料及制品行业也基本实现利润同比由负转正。

■ 10 年化工行业投资策略：把握政策、周期两条主线。

政策方面，由 09 年 12 月份的中央经济工作会议可以发现如下一些投资机会：1、促进消费需求持续较快增长，相关受益行业有汽车、家电、地产、服装等，将对改性塑料、新材料、化纤染料等产生巨大需求；2、加快发展现代农业产业体系，将对化肥、农药市场产生较大的拉动作用；同时农村消费能力的提高，有利于家电、汽车销量上升，进而拉动对化工产品的需求；3、着力增强区域发展的协调性，将拉动基建、地产、交通运输等行业的发展，相关的化工子行业有塑料、橡胶、新材料等；4、着力抓好节能减排和应对气候变化工作，将给相关的化工新材料行业带来巨大的发展机遇。

根据行业运行周期，以下一些子行业可以持续关注。1、受益于汽车、家电行业复苏的子行业：改性塑料行业，新材料行业、石化行业；2、受益于纺织服装行业复苏的子行业：主要有化纤、印染行业；3、受益于基建投资的子行业：主要为纯碱行业、氯碱行业、部分新材料行业。

由政策、行业周期性特点，2010 年化工行业重点关注的方向有：建筑节能子行业，新材料行业，化纤印染行业，纯碱行业，农化行业。

■ 重点关注公司。

图表 1 重点公司盈利预测及估值（2009-12-30）

代码	简称	收盘价 (元)	EPS			PE			评级
			09E	10E	11E	09E	10E	11E	
600309	烟台万华	23.28	0.72	1.13	1.45	32.2	20.6	16.1	买入
002165	红宝丽	27.60	0.69	1.02	1.28	40.0	27.2	21.5	买入
002088	鲁阳股份	23.48	0.56	0.87	1.26	41.9	26.9	18.6	增持
600409	三友化工	8.49	0.08	0.30	0.53	102.1	28.2	16.0	增持
600143	金发科技	10.59	0.23	0.37	0.47	46.0	28.5	22.5	增持
600596	新安股份	44.35	1.18	1.81	2.40	37.6	24.5	18.5	买入
600352	浙江龙盛	11.66	0.50	0.67	0.86	23.3	17.5	13.5	买入
002254	烟台氨纶	35.90	0.58	1.18	1.69	61.9	30.3	21.3	增持

数据来源：日信证券

一、2009 年度行业运行情况：复苏趋势明显	4
1、生产销售：多数产品量价齐升	4
2、行业经营：盈利情况逐步改善	5
3、行业运行情况总结	5
二、2010 年投资策略：把握政策、周期两条主线	6
1、政策带来多重投资机会	6
2、部分子行业进入周期上升阶段	7
三、把握政策趋势，节能减排相关行业重点关注	8
1、政策不断出台，节能减排形势仍然严峻	8
2、建筑节能改造带来巨大的市场	9
3、工业节能也应引起足够重视	10
四、汽车家电行业复苏，相关化工企业受益	10
1、汽车家电行业复苏	10
2、改性塑料受益	11
五、纺织服装转暖，持续关注化纤印染	12
1、纺织服装行业转暖，出口恢复将带来第二次增长	12
2、持续关注化纤印染	12
六、下游普遍好转，纯碱行业蕴育机会	13
七、政策向三农倾斜，关注农药行业	14
1、“一号文件”将连续第七年聚焦三农	14
2、农药行业机会更大	14

八、重点公司业绩预测及评级	16
1、烟台万华（600309）：长期受益于节能减排政策	16
2、红宝丽（002165）：高速增长有保证	17
3、鲁阳股份（002088）：工业节能材料龙头企业	18
4、三友化工（600409）：下游行业复苏，业绩弹性大	19
5、金发科技（600143）：改性塑料业务全面复苏	20
6、新安股份（600596）：业绩将逐年上升	21
7、浙江龙盛（600352）：各项业务明显好转	22
8、烟台氨纶（002254）：氨纶逐步好转，芳纶潜力巨大	23

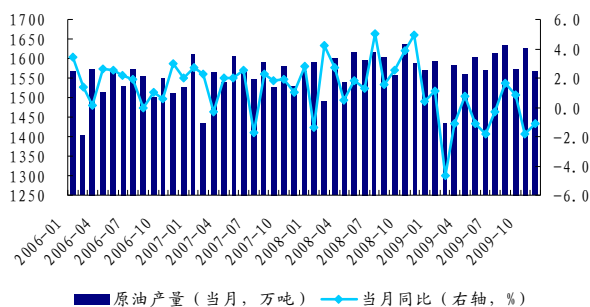
一、2009 年度行业运行情况：复苏趋势明显

1、生产销售：多数产品量价齐升

09 年初以来，在汽车、建筑、电子、家电、纺织服装等各下游行业普遍好转的情况下，主要化工品需求也逐步提升，大部分产品都呈现了产量逐月提升的形势。

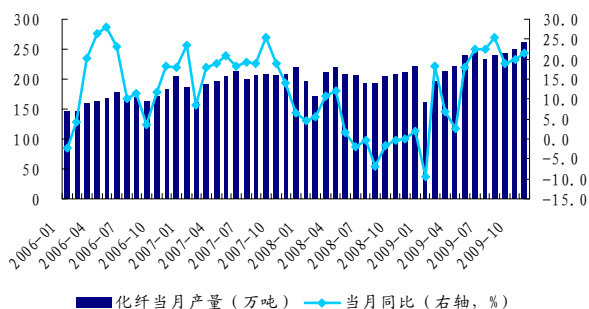
2 月份原油产量 1431.83 万吨，同比下降 4.63%，为 09 年最低点，此后原油月度产量基本保持了与 08 年同期相同的水平。其它化工产品产量月度逐步上升的趋势更加明显：乙烯 1 月份产量同比增长-11.62%，11 月份同比增长 33.56%；化纤产品 1 月份产量同比增长-9.59%，11 月份产量同比增长 21.41%，等等。各化工产品产量的增长，表明在下游各行业的拉动之下，化工行业整体进入了复苏阶段。

图表 2 国内原油月度产量及同比情况



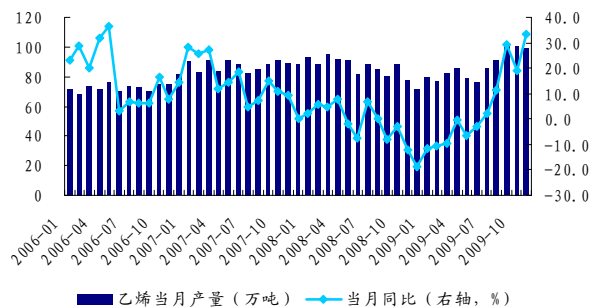
数据来源：WIND 资讯

图表 4 国内化纤月度产量及同比情况



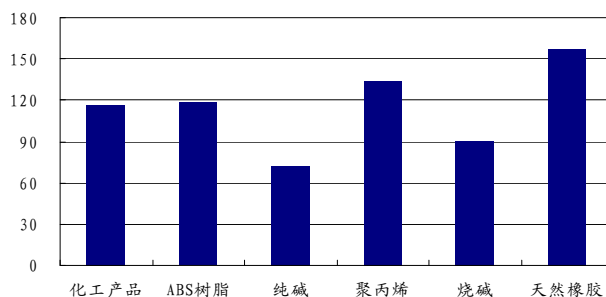
数据来源：WIND 资讯

图表 3 国内乙烯月度产量及同比情况



数据来源：WIND 资讯

图表 5 国内部分产品价格指数 (11 月比年初)



数据来源：WIND 资讯

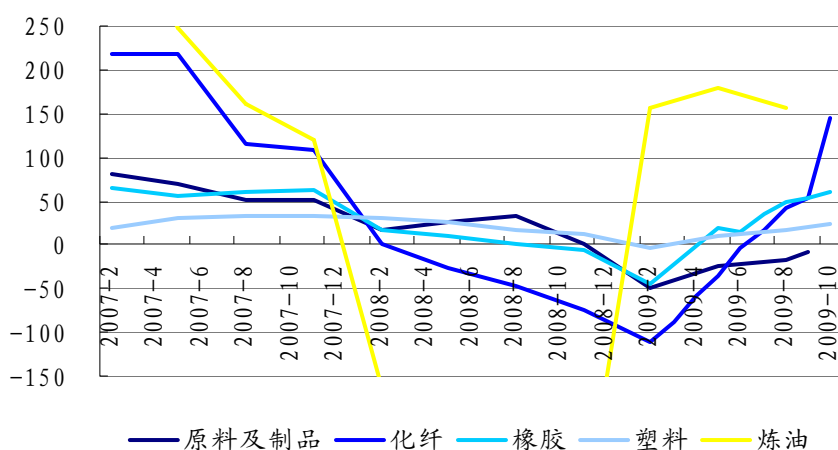
除了产品产量上升外，09 年多数化工产品价格也有明显的上涨。1-11 月份涨幅居前的产品有纯苯、苯胺、苯乙烯、乙二醇等，涨幅在 90%-150% 不等；涨幅较小的产品有化肥、纯碱等，其价格与年初相比涨幅在 -30% 到 0 之间。从整体看，由于上游原材料（原油、煤、天然气、矿产品等）价格上涨，以及下游需求逐步好转，化工产品价格也进入了上升通道；11 月份所有化工产品价格指数比年初上涨了 16.82%（见图表 5）。

2、行业经营：盈利情况逐步改善

从利润总额方面分析，行业回暖迹象非常明显。

09 年 2 月份，化工原料及制品、化纤、橡胶几个子行业利润总额同比均大幅下跌，跌幅在 40%-120%之间，塑料板块利润总额同比跌幅较小（-4.15%）；到 09 年 10 月份，化纤、橡胶、塑料几个子行业利润总额累计同比分别增长了 143.8%、61.0%、24.2%，化工原料及制品行业也基本实现利润同比由负转正。09 年炼油板块利润总额同比增长一直保持在 150%左右，原因为：08 年油价高企，炼油行业利润大幅缩水，基数较低；09 年成品油定价机制改革后，成品油价格可以更快地反应油价波动，炼油企业利润也相应得到了保障。

图表 6 几个主要子行业利润总额同比变动



数据来源：WIND 资讯，日信证券

3、行业运行情况总结

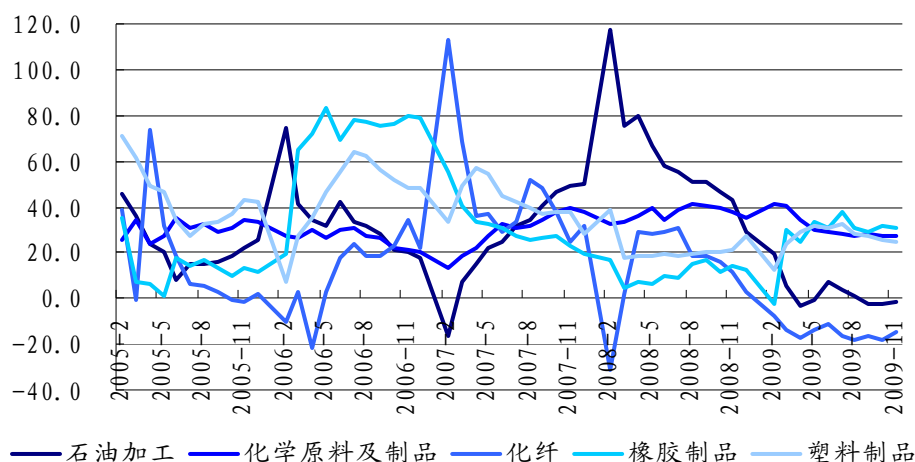
09 年化工行业呈现出“前低后高，逐步回暖”的特征，与整体经济环境的影响密不可分。

08 年底到 09 年初国家出台了一系列产业振兴规划、区域发展规划，以及其它抵御经济危机恢复经济增长的措施。随着各项政策的深入实施，国内多数行业均进入复苏阶段。而作为偏中游的化工行业，在众多下游行业如纺织服装、汽车、家电、建筑等复苏的形势下，其需求必然受到有力的拉动，从而带动整个行业复苏。

从 09 年化工行业的经营情况看，化纤、橡胶制品两个子行业 1-10 月累计利润同比增长较快，超过正常年份的利润增速（20%-50%左右），但是与 08 年较低的业绩关系密切；塑料子行业在 08 年较低的业绩基础上有 24%的增速，化学原料及制品 1-10 月业绩增速同比接近于零。在我国经济快速走出危机影响的背景下，有理由相信，10 年化工行业将继续有较好的业绩表现。

从 09 年化工行业固定资产投资情况看，化学原料及制品、橡胶制品、塑料制品行业固定资产投资累计同比与行业正常年份水平相当（20%-30%之间），而化学纤维、石油加工两个板块固定资产投资增速处于近几年以来的最低水平。总体上化工行业 09 年固定资产投资水平处于偏低状态，随着下游各行业需求的回升，将逐步缓解部分子行业产能过剩的形势，企业盈利能力将有所增强。

图表 7 各子行业固定资产投资累计增速



数据来源：WIND 资讯，日信证券

二、2010 年投资策略：把握政策、周期两条主线

1、政策带来多重投资机会

09 年 12 月初的中央经济工作会议提出以下一些要求。

1、着力促进经济平稳较快发展。增强内需特别是消费需求对经济增长的拉动作用，促进消费需求持续较快增长。国家对消费的刺激，相关受益行业有汽车、家电、地产、服装等，而上述这些行业的发展，必然对一大批化工产品如改性塑料、新材料、化纤染料等产生巨大的需求。

2、着力巩固农业农村经济发展和农民增收的基础。加快发展现代农业产业体系，实施新增千亿斤粮食生产能力建设规划，提高小麦和稻谷最低收购价，等等。国家对农业、农村、农民的重视程度逐年加强，农村经济的发展，农业生产需求的提升，将对化肥、农药市场产生较大的拉动作用；同时农村消费能力的提高，有利于家电、汽车销量上升，进而拉动对化工产品的需求。

3、着力增强区域发展的协调性。深入推进西部大开发，实施第二个 10 年开发规划，加大对民族地区、边疆地区的扶持力度，加快振兴东北地区等老工业基地，落实好促进中部地区崛起规划，积极支持东部地区率先发展，等等。09 年以来，国家批复了九个区域经济发展规划，比过去四年的总和还要多：长三角、珠三角、北部湾、环渤海、海峡西岸、东北三省、黄河三角洲、中部和西部。在十大产业振兴规划之后，九大区域经济发展规划将给国家经济带来新的增长带，同时也将拉动基建、地产、交通运输等行业的发展，相关的化工子行业有塑料、橡胶、新材料等。

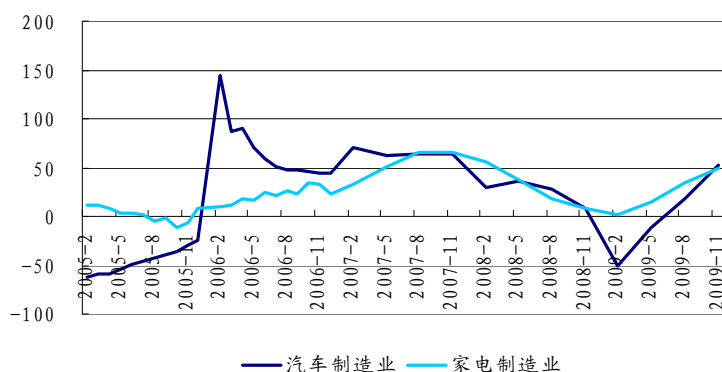
4、着力抓好节能减排和应对气候变化工作。确保完成“十一五”节能减排目标，积极推进十大重点节能工程，等等。在传统的化石类能源日益紧张、温室效应越来越严重的背景下，节能减排已经成为未来经济发展中的必然趋势。09 年底我国也做出了决定，到 2020 年全国单位国内生产总值二氧化碳排放比 2005 年下降 40%~45%；后续的节能减排政策，如“十二五”减排措施等，将给相关的化工材料行业带来巨大的发展机遇。

2、部分子行业进入周期上升阶段

化工行业具有强烈的周期性，其周期性受到大的经济环境的影响，同时又与化工行业内部的运行情况密切相关。09 年以来，化工行业逐步进入了周期向上的运行区间，其原因有：1、整体经济形势的好转。随着国家实施的一系列经济振兴措施，房地产、汽车、服装等多数的化工下游行业都有明显回升，拉动了化工产品的需求；2、化工企业盈利能力回升。受益于下游需求回升，09 年以来多数化工产品价格都有不同的上涨，前期各企业的高价库存也基本消耗完毕，为企业提升利润扫清了障碍。

由化工行业的周期性特点、与下游行业的密切关系，从下游、的运行周期来发现化工行业的投资机会，是一条有效的途径。受益于下游、正在进入周期上升阶段的化工子行业有以下几个。

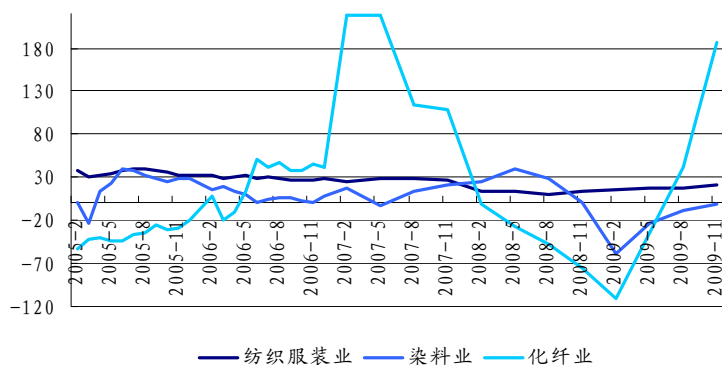
图表 8 汽车、家电行业累计利润同比增长情况（%）



数据来源：WIND 资讯，日信证券

受益于汽车、家电行业复苏的子行业。图表 8描绘了国内汽车、家电行业累计利润同比增长情况。很明显，09 年上半年以来汽车、家电行业盈利情况均出现了快速提升的趋势，到 11 月份这两个行业累计利润同比增长均达到了 50%。相关子行业有：改性塑料行业，新材料行业（MDI、硬泡聚醚等）、石化行业。

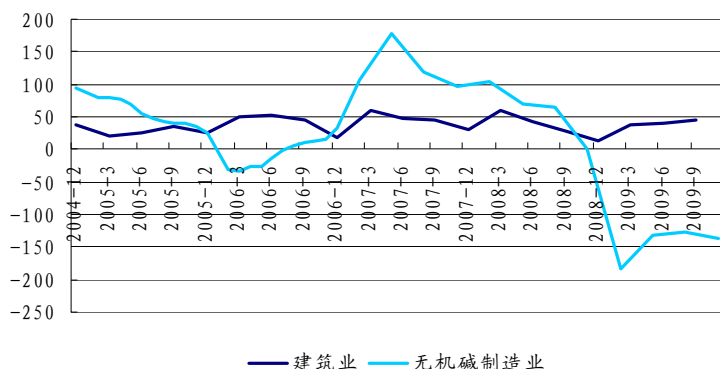
图表 9 纺织、染料、化纤行业累计利润同比增长情况（%）



数据来源：WIND 资讯，日信证券

受益于纺织服装行业复苏的子行业。主要为化纤、印染行业，由图表 9 可以看到，目前化纤、印染行业也处于复苏过程中，两个子行业的累计利润同比都有明显回升。由于我国纺织服装行业出口比重大，在 10 年经济继续回暖、出口形势好转的预期下，对化纤、印染行业的需求将进一步增加，因此这两个行业值得持续关注。

图表 10 建筑业及无机碱制造业累计利润同比增长情况 (%)



数据来源：WIND 资讯，日信证券

受益于基建投资的子行业。主要为纯碱行业、氯碱行业（产品为PVC、烧碱）、部分新材料行业（如保温材料、复合材料等）。图表 10 为建筑业及无机碱制造业（主要包括纯碱、烧碱）累计利润同比变动情况，可以看出无机碱行业与建筑业利润波动情况有着较高的一致性。由于基建投资、房地产等行业已经进入复苏阶段，对于纯碱、氯碱、保温材料等行业可以持续关注。

由政策、行业周期性特点，2010 年化工行业重点关注的方向有：建筑节能子行业，新材料行业，化纤印染行业，纯碱行业，农化行业。

三、把握政策趋势，节能减排相关行业重点关注

1、政策不断出台，节能减排形势仍然严峻

近年我国经济发展取得了较大的成果，但也付出了过大的资源环境代价。随着能源、资源、环境问题越来越突出，07 年我国发布实施了《应对气候变化国家方案》，成为第一个制定应对气候变化国家方案的发展中国家。在“十一五”规划中，我国明确提出，到 2010 年单位 GDP 能耗要比 2005 年降低 20% 左右，主要污染物排放总量减少 10%（近年来国家相关节能减排政策见图表 11）。

国务院办公厅 09 年 7 月份公布的数据显示，08 年底国内单位 GDP 的能耗比 2005 年下降了 10.01%，化学需氧量（水体污染的主要指标）的排放量比 2005 年下降了 6.61%。按“十一五”规划的目标，09、10 年平均每年单位 GDP 能耗应当比 05 年下降 5%；而 09 年前三季度单位 GDP 能耗下降了 3.46%，这意味着 2010 年单位 GDP 能耗下降幅度应当在 5.4% 左右，相当于以前一年半的节能减排任务要在一年之内完成，因此 2010 年节能减排形势仍然严峻。

图表 11 近年来国家有关节能减排的重要政策

时间	政策	政策内容
2005 年	“十一五”规划	单位 GDP 能耗降低 20%、主要污染物排放总量减少 10% 左右
2006 年 7 月	《“十一五”十大重点节能工程实施意见》	确定了十大节能工程，包括建筑节能、工业窑炉节能等方面
2007 年 6 月	《应对气候变化国家方案》	到 2010 年应对气候变化的具体目标、基本原则、重点领域和政策措施
2007 年 9 月	胡锦涛主席在 APEC 第十五次领导人非正式会议上发表讲话	提出发展低碳经济、研发和推广低碳能源技术、增加碳汇、促进碳吸收技术
2009 年 8 月	《关于积极应对气候变化的决议》	发展绿色经济、低碳经济，把积极应对气候变化作为实现可持续发展战略的长期任务纳入国民经济和社会发展规划
2009 年 11 月	国务院常务会议	提出 2020 年单位 GDP 的二氧化碳排放比 2005 年下降 40%至 45%，并作为约束性指标纳入国民经济和社会发展中长期规划

数据来源：日信证券

2、建筑节能改造带来巨大的市场

建筑是温室气体排放的主要来源之一，对气候变化有着重要影响。相关资料显示，我国每年城乡新建房屋建筑面积近 20 亿平方米，其中 80%以上为高耗能建筑；既有建筑近 400 亿平米，95%以上是高能耗建筑。目前，中国每年建筑耗能为 2.5 亿吨标准煤，占国家煤炭产量近 10%。

05 年我国修订了《民用建筑节能设计标准》，并颁布了《公用建筑节能设计标准》，要求新建建筑必须达到 50%节能率，2010 年节能率要达到 65%。根据这一要求测算，建筑节能改造将带来巨大的市场，主要受益产品为聚氨酯保温材料（以 MDI、硬泡聚醚为原料）。

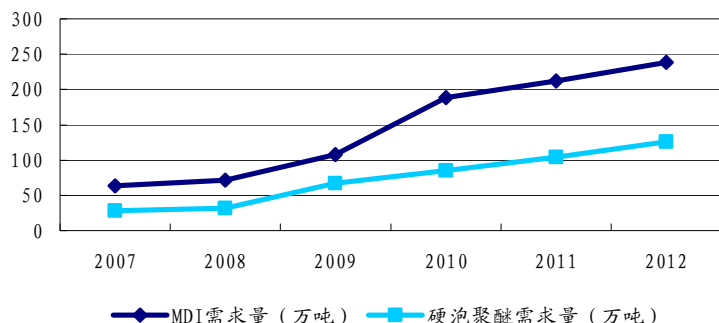
旧建筑改造需求。到 2020 年之前，若按目前我国城镇旧建筑（150 亿平米）中的 60%进行节能改造，改造量达 90 亿平方米；假定改造中保温材料应用聚氨酯份额为 20%（国外应用比例已达 50%，我国不足 10%），则到 2020 年仅旧建筑改造共需聚氨酯 320 万吨，年均 30 多万吨；相应需求 MDI 每年需求 16 万吨，硬泡聚醚 13 万吨。

新建房屋需求。08 年商品房施工面积 27 亿平米，近年来我国商品房施工面积年均增长在 20%左右。假定未来新建房屋继续保持每年 20%的增速，其中 20%采用聚氨酯材料保温；则 2012 年新建房屋对 MDI 需求量 70 多万吨，硬泡聚醚 60 万吨。

按以上的需求量估算，到 2012 年，MDI、硬泡聚醚的年均需求增速分别可达 21.8%、17.1%。

重点关注公司：烟台万华（600309）、红宝丽（002165）。

图表 12 MDI、硬泡聚醚需求增长情况



数据来源：日信证券

3、工业节能也应引起足够重视

根据《“十一五”十大重点节能工程实施意见》的统计数据，目前全国在用工业锅炉保有量 50 多万台，主要用于工厂动力、建筑采暖等领域，每年耗原煤约 4 亿吨。大部分锅炉设计效率为 72% - 80%，平均运行效率约 60% - 65%，平均运行效率比国外先进水平低 15 - 20 个百分点；每年排放烟尘约 200 万吨，二氧化硫约 600 万吨，是仅次于火电厂的第二大煤烟型污染源。工业窑炉方面，国内工业窑炉每年消耗原煤约 3 亿多吨，主要集中在建材和冶金行业，平均能效比国外先进水平低 20%-50%以上。

工业锅炉、窑炉存在的主要问题集中于能耗高、污染严重、缺乏能效标准和节能政策等方面。按 08 年我国煤炭总消耗量 27 亿吨计算，其中工业锅炉、窑炉消耗煤炭占比达 25.9%。作为节能减排的重要构成部分，工业节能也应引起足够重视。

陶瓷纤维是一种纤维状轻质耐火材料，其特点为重量轻、耐高温、热稳定性好、导热率低、比热小等，因此广泛应用于各类热工窑炉的绝热耐高温材料，其隔热效果明显，作为炉衬材料可大大降低热工窑炉的能源损耗。其下游行业主要包括机械、冶金、化工、石油、陶瓷、玻璃、电子等等。

除以上行业外，环保行业对废弃物的处理需要大量工业炉；除了在工业炉领域的应用，陶瓷纤维还广泛应用于过滤和催化剂载体、密封、摩擦等等领域；未来也有可能民用建筑节能领域大量应用。近年来，国内耐火材料制品产量年均增速在 20%以上，09 年也较快从经济危机的影响中恢复，近几个月产量同比增速在 30%以上。作为耐火材料中性能最优异的产品，陶瓷纤维值得重点关注。

相关上市公司：鲁阳股份（002088）。

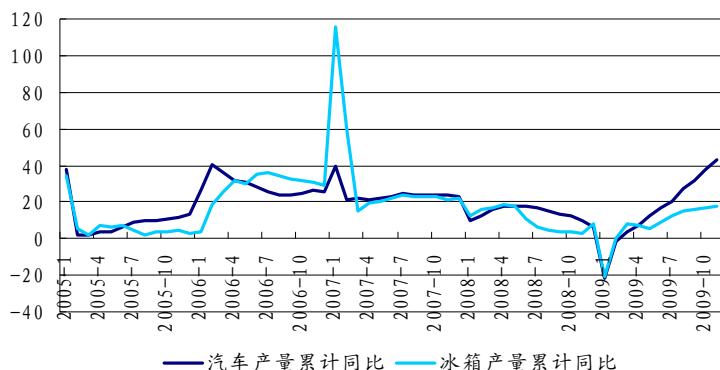
四、汽车家电行业复苏，相关化工企业受益

1、汽车家电行业复苏

09 年初以来，车市、家电市场持续出现了旺销势头。主要原因有以下几点：一是国家对汽车、家电行业的刺激政策持续发挥作用；二是汽车、家电的下乡工作，开辟了巨大的销售市场，使得

这两个行业迅速走出危机的阴影。截止到 09 年 11 月底，全国汽车、家电累计产量同比分别增长 43.2%、17.6%（见图表 13），两个行业累计利润同比增长均达到了 50%（见图表 8）。

图表 13 汽车、家电产量累计同比增长情况（%）



数据来源：WIND 资讯，日信证券

2、改性塑料受益

改性塑料具有重量轻、制造成本低、耐腐蚀、强度韧性高、阻燃等多项优点，因此在家电、汽车中广泛使用。作为一种轻质材料，改性塑料及其复合材料不仅可减轻汽车、家电零部件约 40% 的质量，而且还可使采购成本大幅降低；由于市场上对环保、安全性、经济性的要求不断提高，因此改性塑料的应用将更加广泛。

目前我国汽车改性塑料应用比例远小于世界平均水平。目前国际上单车改性塑料平均用量已达 150 千克，占汽车总重量的 13% 左右；而我国单车改性塑料平均用量不到 8%，相当于世界水平的 60%。按照每辆汽车改性塑料平均用量 100 千克计算，09 年仅新车就约有 140 万吨的改性塑料需求，另外保有车辆的维修、零部件生产用改性塑料将近 190 万吨。

按一台电视使用 2.5 公斤改性塑料，一台洗衣机使用 2 公斤改性塑料，一台电冰箱和一台空调各使用 1.5 公斤改性塑料进行估算，09 年上述几类家电制造业将有 60 万吨的改性塑料需求。如果再计入其它家电、电动工具等方面的用量，总需求量可达 500 万吨左右。随着未来改性塑料应用比例的提高，以及各下游行业的不断增长，预计改性塑料的需求增速将远超过国民经济增速。

图表 14 改性塑料需求预测

		新车	保有车	彩电	洗衣机	空调	冰箱	其它	合计
2009	产量（万台）	1407.9	-	10277.3	4783.0	8396.2	6081.0	-	-
	改性塑料用量（万吨）	140.8	187.3	25.7	9.6	12.6	9.1	110.0	495.0
2010	产量（万台）	1619.1	-	11818.9	5406.8	8486.2	7773.8	-	-
	改性塑料用量（万吨）	161.9	215.3	29.5	10.8	12.7	11.7	118.8	560.8

数据来源：WIND 资讯，日信证券

重点关注企业：金发科技（600143）。

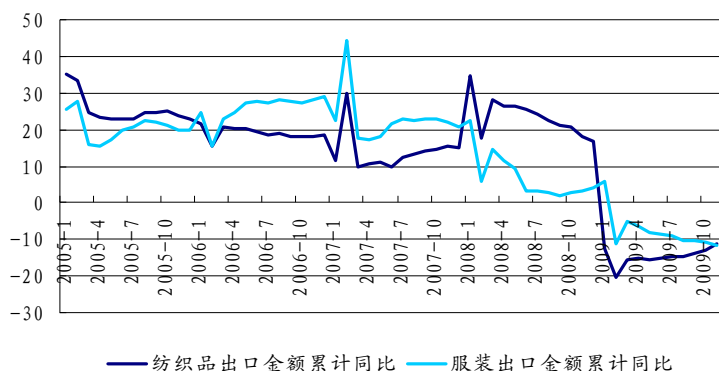
五、纺织服装转暖，持续关注化纤印染

1、纺织服装行业转暖，出口恢复将带来第二次增长

在经历 2008 年行业利润剧降之后，2009 年中国纺织服装运行状况得到改善：国内需求的稳步增加支撑了纺织服装的零售增长。由图表 9 可见，纺织服装行业的利润总额同比增速在 09 年初达到最低点（10%左右），之后一直保持了稳步提升的趋势，09 年 11 月份同比增长已达 21%。纺织服装业转暖，主要受益于国内消费、国家的纺织业振兴规划。

但是占到行业收入 1/4 的出口形势一直没有明显好转：截止 09 年 11 月，纺织品、服装出口累计金额同比分别下降了 11.2%、11.6%（见图表 15）。在全球经济复苏的预期下，有理由认为 10 年纺织服装行业将出口金额出现正增长；出口形势的好转，将给纺织服装行业带来第二次增长。

图表 15 纺织、服装出口金额同比增长情况



数据来源：WIND 资讯，日信证券

2、持续关注化纤印染

根据图表 9，化纤、印染行业随纺织服装行业而波动，在纺织服装业营利好转的背景下，化纤印染行业也将有较好的表现。

化纤方面，氨纶值得继续关注，主要基于以下几点理由。1、产品仍有提价空间。目前国内氨纶产品（40D）价格 47000 元/吨，仍处于历史较低位置，比 07 年最高价格低 50%（见图表 16）。2、供需情况较好。08 年行业产能扩张较快，而需求受到危机冲击明显，09 年行业产能扩张仅 2 万吨左右，预计 2010 年行业产能约 36.5 万吨；随着下游需求复苏，行业供需情况逐步改善。3、主要厂商经营形势好转，多数厂商的库存已经降至较低水平。预计 2010 年一季度末行业进入旺季后，产品价格、销售将有明显的提升。

染料行业仍可持续关注，主要基于以下几点理由。1、持续受益于纺织服装行业经营形势好转。2、行业产销量同比不断提升。根据浙江省统计数据，09 年中期染料行业产销量同比均出现负增长，之后增速一路上升，11 月份染料行业累计产量、销量同比分别增长 17%、18%，且销量增速大于产量增速，说明下游需求明显回升（见图表 17）。3、相关公司估值水平仍然较低。

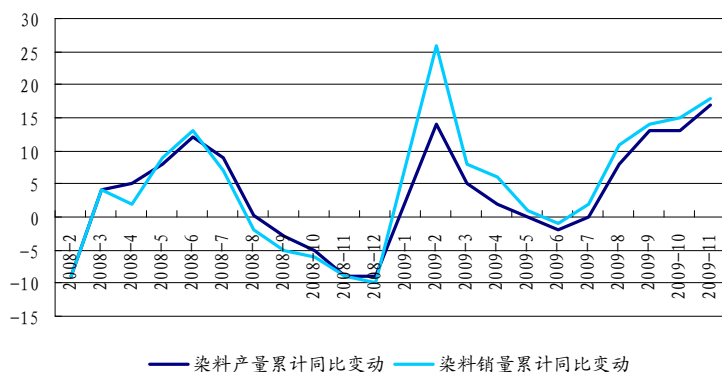
重点关注公司：华峰氨纶（002064）、浙江龙盛（600352）。

图表 16 氨纶价格走势（40D，元/吨）



数据来源：百川资讯

图表 17 浙江省染料产量及销量同比变动情况（%）



数据来源：日信证券

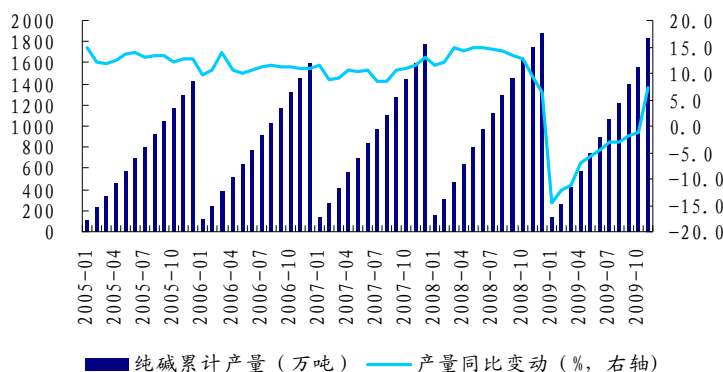
六、下游普遍好转，纯碱行业蕴育机会

纯碱的两个主要下游行业为玻璃、有色金属。由于房地产、建筑等行业持续回暖，对玻璃的需求日渐加大，玻璃行业呈现出库存下降、销售上涨态势：截止 09 年 9 月份，国内平板玻璃库存比年初下降了 20%。另外有色金属受到汽车、房地产、家电行业的影响，销售形势也有明显好转。

除前述两个大的下游之外，造纸、纺织、医药、食品、化工等下游行业均出现了复苏迹象。由于国内经济整体向好，因此纯碱的各个下游行业在未来也会有较好的经营形势，这必然加大对纯碱的需求量。根据 WIND 数据，09 年 11 月份全国纯碱累计生产 1836.87 万吨，同比增长 7.2%，而十月份纯碱累计产量同比-1.21%（见图表 18）。

预计 09 年纯碱需求量总计可达 2000 万吨，2010 年可达 2200 万吨以上，供需形势好于预期。

图表 18 国内纯碱累计产量及同比增速



数据来源: WIND 资讯

重点关注公司: 三友化工 (600409)。

七、政策向三农倾斜, 关注农药行业

1、“一号文件”将连续第七年聚焦三农

09 年中央“一号文件”, 即《中共中央、国务院关于二 00 九年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》, 是 04 年来中央一号文件第六次聚焦于三农。文件中强调, 要加大对农业的支持保护力度, 稳定发展农业生产。即将出台的 2010 年一号文件, 中央将继续聚焦三农, 推出一批新的强农惠农政策。

中央对三农持续的政策扶持, 将带来的效果有几方面。1、提高农民收入, 增强农村的消费能力。中央的经济刺激政策中, 一直把“三农”作为投入重点, 对农业的补贴标准、对补品的收购标准等都有一定提高。2、农业生产得到较大的支持。粮食播种面积、品种结构、高单产水平等, 都是政策的扶持重点。3、利好化肥、农药企业。国家对农业农村投入的不断增加, 将有利于粮播种面积的扩大; 另一方面, 化肥、农药的单位面积施用量也有较大增加, 对化肥、农药企业构成利好。

2、农药行业机会更大

化肥行业中, 由于氮肥、磷肥均存在着较严重的产能过剩, 制约了产品价格的反弹; 而已经签订的钾肥进口合同决定了 2010 年钾肥价格将在 2500 元/吨上下波动。相对化肥行业, 农药行业机会更大一些。

首先, 09 年国内外农产品价格大幅下跌, 农业种植投入降低, 影响到了农药价格, 因此农药企业开工率低, 库存更低; 近期农产品价格出现大幅上涨刺激农药需求, 未来几个月进入用药旺季, 较低的农药库存将给农药提价带来更强动力。

其次, 农药产业调整政策(《农药工业产业政策》和《农药生产准入条件》)正在酝酿中。其中影响较大的措施有, 到 2015 年农药企业数量减少 30%, 国内前 20 位企业的销售额达到总销售额

的 50%以上，“三废”排放量减少 30%，副产物资源化利用率提高 30%。一旦产业调整政策出台，将会淘汰一大批落后产能，优势企业的市场份额将得到进一步扩张。

再有，国际原油价格高涨，从两方面为农药涨价提供动力。在通胀预期的背景下，油价上涨预期将带动国际上主要农产品价格继续上扬形成对农药行业的有力支撑；另外油价上涨将使得各国更加重视新能源的开发，比如生物能源等，继而加大农药的施用量。

重点关注公司：江山股份（600389）。

八、重点公司业绩预测及评级

1、烟台万华（600309）：长期受益于节能减排政策

国内 MDI 产品龙头企业。08 年底，公司总产能达到 50 万吨；2010 年公司 MDI 总产能将达 80 万吨，继续保持国内第一的龙头地位。除产能领先外，公司产品也保持了多年来的高毛利率，即使在 08 年，其毛利率也超过了 30%。

长期受益于节能减排政策。公司的几个传统下游行业如冰箱冰柜、合成革、服装等均进入上升周期；从公司反映的情况看，下游拿货热情高涨，公司开工率也恢复到了正常水平。从未来发展趋势看，聚氨酯材料在建筑节能方向的优势逐步显现，市场前景广阔，必然受到政策的大力扶持；因此公司将长期受益于节能减排政策的推行。

业绩增长点。1、MDI 产销量扩张：公司现有产能 50 万吨，在建的宁波 30 万吨 MDI 产能将于 2010 年下半年投产；另外公司将利用老厂搬迁进行技改扩产，于 2013 年形成 MDI120 万吨、TDI30 万吨的生产规模。2、产品价格反弹：目前 MDI（M-200）价格为 15000 元/吨，较 09 年初有所反弹，但仍处于相对低位（07 年最高价格为 29500 元/吨）；因此在行业好转背景下，MDI 产品价格上涨空间较大。

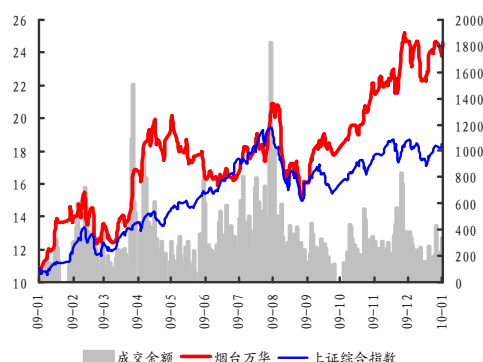
业绩预测。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.72 元、1.13 元、1.45 元，按 09 年 12 月 30 日收盘价 23.3 元计算，相应 PE 分别为 32.2 倍、20.6 倍、16.1 倍。建筑节能将给公司带来快速发展机遇，且公司成长性较好，给予“买入”评级。

图表 19 烟台万华（600309）业绩预测(万元)

	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	706552.00	1232000.00	2032800.00
营业收入	706552.00	1232000.00	2032800.00
二、营业总成本	564789.43	974811.56	1702363.36
营业成本	475316.80	818800.00	1301520.00
营业税金及附加	3897.99	6796.84	17463.26
销售费用	26043.64	45411.75	116677.24
管理费用	47785.65	83322.84	214082.89
财务费用	9487.62	16543.36	42505.17
资产减值损失	2257.74	3936.77	10114.81
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	1500.00	1000.00	1000.00
四、营业利润	143262.57	258188.44	331436.64
加：营业外收入	25000.00	5000.00	5000.00
减：营业外支出	200.00	200.00	200.00
五、利润总额	168062.57	262988.44	336236.64
减：所得税	26890.01	42078.15	53797.86
六、净利润	141172.56	220910.29	282438.78
减：少数股东损益	20967.92	32811.12	41949.76
母公司所有者净利润	120204.63	188099.17	240489.02
七、基本每股收益(元)	0.72	1.13	1.45

数据来源：公司公告，日信证券

图表 19 600309 与上证指数走势对比



数据来源：WIND 资讯

2、红宝丽（002165）：高速增长有保证

另一建筑节能受益企业。公司是国内硬泡聚醚、异丙醇胺的最大生产企业，目前拥有上两产品产能分别为 4 万吨、2 万吨。硬泡聚醚与 MDI 同为聚氨酯的原料，冰箱、冰柜及建筑节能的保温层均需使用这两种原料生产，因此公司将成为建筑节能的又一家受益企业。异丙醇胺可用于化工、医药、纺织、日化等多个行业，目前广泛用于生产水泥外加剂，可减少水泥生产过程中的能耗，市场潜力巨大。

经营形势好转。硬泡聚醚、异丙醇胺占公司营业收入比重分别为 70%、20%左右。根据公司 09 年三季报，09 年前三季度两产品销量同比增长分别为 22%、33%；两产品的毛利率比 08 年度也分别提高了 4 个、13 个百分点。短期看，公司经营形势好转得益于冰箱、水泥等传统行业复苏；长期看，公司将更多受益于聚氨酯材料在建筑节能领域的广泛使用。

业绩增长点。1、各产品产能扩张：2010 年公司新增 5 万吨硬泡聚醚产能，总产能达 9 万吨；另外异丙醇胺设备正在进行改造，完成后产能将由 2 万吨扩张到 4 万吨。2、公司受益于冰箱冰柜等下游行业需求回升，产品销量将有较大增长；3、产品价格反弹：目前硬泡聚醚价格约 11000 元/吨，08 年最高价格曾达到 15000 元/吨。

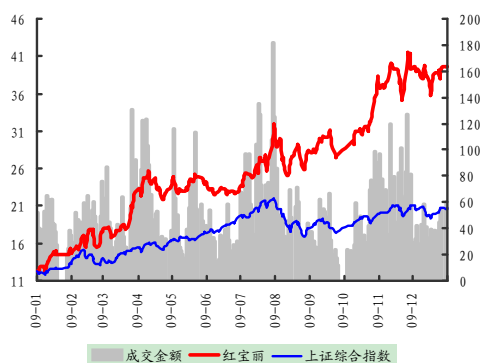
业绩预测。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.69 元、1.02 元、1.28 元，按 09 年 12 月 30 日收盘价 27.6 元计算，相应 PE 分别为 41.9 倍、27.2 倍、21.5 倍。与烟台万华相同，公司也将长期受益于建筑节能的推广，且公司在硬泡聚醚、异丙醇胺两行业内均拥有绝对优势，给予“买入”评级。

图表 21 红宝丽（002165）业绩预测(万元)

	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	94736.84	140000.00	176846.32
营业收入	94736.84	140000.00	176846.32
二、营业总成本	80026.26	118261.03	149385.91
营业成本	72208.42	106708.00	134792.26
营业税金及附加	267.31	395.03	499.00
销售费用	1885.26	2786.00	3519.24
管理费用	4244.21	6272.00	7922.71
财务费用	729.47	1078.00	1361.72
资产减值损失	691.58	1022.00	1290.98
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	14710.58	21738.97	27460.40
加：营业外收入	150.00	221.67	280.01
减：营业外支出	200.00	295.56	373.34
五、利润总额	14660.58	21665.08	27367.07
减：所得税	2932.12	4333.02	5473.41
六、净利润	11728.46	17332.06	21893.65
减：少数股东损益	909.91	1344.64	1698.53
母公司所有者净利润	10818.56	15987.42	20195.12
七、基本每股收益(元)	0.69	1.02	1.28

数据来源：公司公告，日信证券

图表 20 002165 与上证指数走势对比



数据来源：WIND 资讯

3、鲁阳股份（002088）：工业节能材料龙头企业

最大的陶瓷纤维生产企业。公司为国内最大的陶瓷纤维生产商，08 年陶瓷纤维产量超过 10 万吨，稳居国内第一位置；国内市场占有率也达到了 35% 的水平。公司的陶瓷纤维生产工艺、原料配方均有明显优势，可以满足不同层次的客户需求；而行业内其它企业多数仅能满足低端客户需求。

陶瓷纤维产品盈利前景乐观。陶瓷纤维的下游行业主要有冶金行业（占比 11%）、石化行业（占比 10%）、建材（占比 9%）、有色（占比 9%），其它包括火电、机械、船舶、汽车等等。由于上述大部分行业均已开始复苏，新建、改扩建项目必然大量增加，对陶瓷纤维的需求将迅速增长。另外，陶瓷纤维作为性能优异的工业环保节能材料（例如公司的硅酸镁纤维毯，使用一吨可减少二氧化碳排放 524 吨/年、二氧化硫 1.7 吨/年），在单台工业炉中的应用比例必然逐步提升，盈利前景乐观。

业绩增长点。09 年下半年，公司进行了增发，募资投向下项目：(1) 年产 2 万吨陶瓷纤维隔热板项目；(2) 年产 1600 万块莫来石纤维砖项目；(3) 年产 2 万吨可溶纤维系列产品建设项目；(4) 年产 18000 吨 1050 型陶瓷纤维针刺毡项目。未来公司业绩增长点在于行业复苏带来的产品销量、价格回升，以及新建项目的陆续投产。

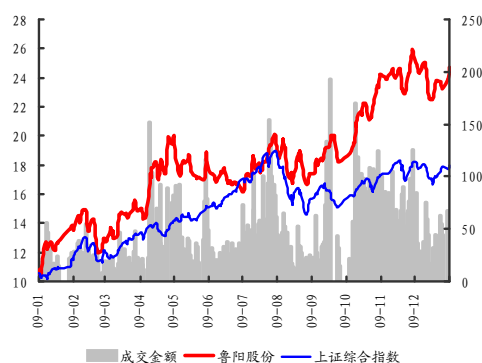
业绩预测。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.56 元、0.87 元、1.26 元，按 09 年 12 月 30 日收盘价 23.5 元计算，相应 PE 分别为 41.9 倍、26.9 倍、18.6 倍。工业节能材料的广泛应用将给公司带来巨大市场，且公司成长性较好，给予“买入”评级。

图表 23 鲁阳股份（002088）业绩预测(万元)

	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	77747.52	117431.15	141727.25
营业收入	77747.52	117431.15	141727.25
二、营业总成本	62903.43	93836.07	107623.49
营业成本	47814.72	71045.85	85744.99
营业税金及附加	788.77	1191.37	1143.71
销售费用	6922.28	10455.53	10037.26
管理费用	4799.29	7248.93	6958.94
财务费用	1824.92	2756.39	2646.12
资产减值损失	753.43	1138.00	1092.47
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	14844.09	23595.08	34103.76
加：营业外收入	100.00	100.00	100.00
减：营业外支出	200.00	200.00	200.00
五、利润总额	14744.09	23495.08	34003.76
减：所得税	1907.99	3040.43	4400.33
六、净利润	12836.10	20454.65	29603.43
减：少数股东损益	36.20	57.69	83.49
母公司所有者净利润	12799.90	20396.96	29519.94
七、基本每股收益(元)	0.56	0.87	1.26

数据来源：公司公告，日信证券

图表 21 002088 与上证指数走势对比



数据来源：WIND 资讯

4、三友化工（600409）：下游行业复苏，业绩弹性大

优势明显的纯碱厂商。公司目前纯碱产能 200 万吨，处于业内领先地位。另外，公司还有 30 万吨的 PVC、烧碱产能，以及 6 万吨有机硅项目。

公司的优势主要体现在原料、产品、销售渠道几方面。原料来源上，公司地处海盐产区，生产用原盐价格相对较低；生产所需电、气、水、石灰石等资源均由集团购得，成本相对稳定。产品方面，公司生产的重质纯碱，产品附加值高于轻质纯碱，为纯碱的发展方向；目前公司重质低盐纯碱占比高达 80%，处于全国首位。销售方面，公司与福耀玻璃集团、秦皇岛耀华玻璃、南玻等多家大型玻璃厂商建立了稳定的供货关系。

业绩增长点。未来公司业绩增长点主要来源于：玻璃、有色、造纸等各下游复苏，公司产品销量将有显著回升；目前纯碱价格约 1200 元/吨，距离 08 年高点 2100 元/吨仍有较大上涨空间。

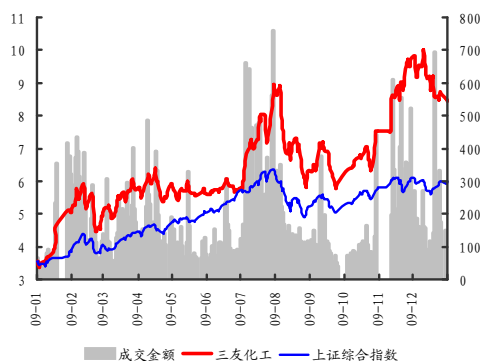
业绩预测。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.08 元、0.30 元、0.53 元，按 09 年 12 月 30 日收盘价 8.5 元计算，相应 10 年、11 年 PE 分别为 28.2 倍、16.0 倍。目前公司经营尚处于几年来的低点，各产品在未来的价格上升空间大，由此给公司带来较大的业绩弹性，给予“买入”评级。

图表 25 三友化工（600409）业绩预测(万元)

	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	503736.26	801098.90	910989.01
营业收入	503736.26	801098.90	910989.01
二、营业总成本	492407.82	758978.50	836286.25
营业成本	417652.75	640054.95	701043.96
营业税金及附加	1920.25	3053.79	3472.69
销售费用	26123.28	41544.22	47243.02
管理费用	37581.79	59766.85	67965.32
财务费用	9179.75	14598.69	16601.26
资产减值损失	-50.00	0.00	0.00
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	11328.45	42080.40	74662.76
加：营业外收入	500.00	500.00	500.00
减：营业外支出	100.00	100.00	100.00
五、利润总额	11728.45	42480.40	75062.76
减：所得税	2932.11	10620.10	18765.69
六、净利润	8796.34	31860.30	56297.07
减：少数股东损益	990.68	3588.23	6340.40
母公司所有者净利润	7805.66	28272.07	49956.68
七、基本每股收益(元)	0.08	0.30	0.53

数据来源：公司公告，日信证券

图表 22 600409 与上证指数走势对比



数据来源：WIND 资讯

5、金发科技（600143）：改性塑料业务全面复苏

改性塑料业务全面复苏。公司主营产品有增强增韧、阻燃、塑钢合金及其它改性塑料产品，下游行业结构为：家电（占比40%左右），汽车（占比超过20%），电动工具（10%左右）及其它（近30%）。

09年底国家实施了一系列政策，如汽车行业购置税继续优惠、以旧换新、汽车下乡等，以及家电下乡从价格范围、家电品种范围、地域范围都有所扩大；所有这些政策将在2010年持续推动汽车、家电等行业的快速发展，而公司的改性塑料需求也将有较大提升。

截止到09年11月份，国内汽车产量累计同比增长43.23%，家电制造业利润总额同比增长49.96%。公司的经营也受到拉动，业绩逐步好转：09年前三季度公司单季度营业收入分别为11.15亿元、16.75亿元、19.82亿元，上升势头明显。

业绩增长点。未来公司业绩增长点主要在于汽车、家电行业形势良好，对改性塑料的需求将大幅回升；公司预计，2010年改性塑料销量将有20%左右的增长。另外，公司正在进行降解塑料、碳纤维等新产品的研究开发工作，这些产品符合环保的大趋势，发展前景广阔。

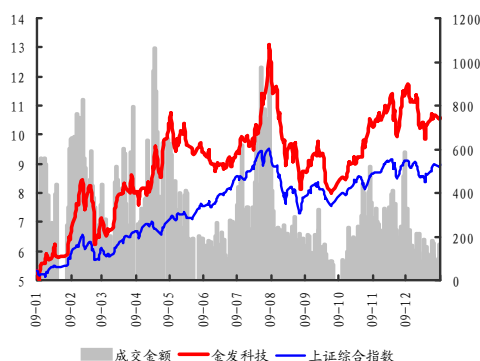
业绩预测。预计公司09-11年EPS分别为0.23元、0.37元、0.47元，按09年12月30日收盘价8.5元计算，相应10年、11年PE分别为28.5倍、22.5倍。目前公司经营尚处于几年来的低点，各产品在未来的价格上升空间大，由此给公司带来较大的业绩弹性，给予“买入”评级。

图表 27 金发科技（600143）业绩预测(万元)

	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	611224.54	885440.58	1183075.01
二、营业总成本	574203.92	824789.42	1106121.85
营业成本	523447.02	756355.11	1013313.79
营业税金及附加	600.37	869.72	1162.06
销售费用	19070.21	27625.75	35492.25
管理费用	33006.12	30990.42	35492.25
财务费用	13080.21	18948.43	23661.50
资产减值损失	(15000.00)	(10000.00)	(3000.00)
加：公允价值变动损益	18.00	10.00	10.00
投资收益	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	37038.61	60661.16	76963.16
营业外收入	900.00	200.00	200.00
营业外支出	50.00	100.00	100.00
四、利润总额	37888.61	60761.16	77063.16
所得税	5469.99	8772.11	11125.63
五、净利润	32418.62	51989.05	65937.53
少数股东损益	100.00	100.00	100.00
母公司所有者净利润	32318.62	51889.05	65837.53
六、每股收益（元）	0.23	0.37	0.47

数据来源：公司公告，日信证券

图表 23 600143 与上证指数走势对比



数据来源：WIND 资讯

6、新安股份（600596）：业绩将逐年上升

有机硅业务已经开始复苏。有机硅的主要下游行业有建筑、汽车、电子、印染、涂料等，目前有机硅产品价格已由 09 年初的 18500 元/吨上涨到 24000 元/吨，涨幅 29.7%。公司有机硅产品产销两旺，显示出良好的复苏特征。

近期草甘膦价格出现回升。受到农药行业整合、春季用药需求即将上升等因素的影响，近期国内草甘膦价格出现回升，由 21000 元/吨上升到 25500 元/吨，一个月内涨幅达 21%。目前公司拥有草甘膦原粉产能 8 万吨/年，正在建设 2.5 万吨/年的 IDA 法草甘膦装置。公司草甘膦生产工艺独特，草甘膦生产中的副产物氯甲烷用于有机硅生产，有机硅的副产物氯化氢又用于生产草甘膦，因此公司草甘膦毛利率一直高出其它企业 6-10 个百分点。草甘膦价格回升将进一步带动公司业绩上升。

业绩增长点。目前公司有机硅单体产能 10 万吨；与迈图合作建设的 10 万吨单体项目，将于 2010 年初达产；在下游产品方面，公司正不断进行拓展：目前公司已经具有 1 万吨 107 胶、3 万吨生胶和 1 万吨混炼胶的生产能力；正在建设的下游产品项目有：3 万吨 107 室温胶项目（共两套装置），于 2010 年陆续投产；2010 年上半年还有 1.5 万吨生胶装置投产；另外在建的 2.5 万吨草甘膦装置将进一步扩大公司生产规模。

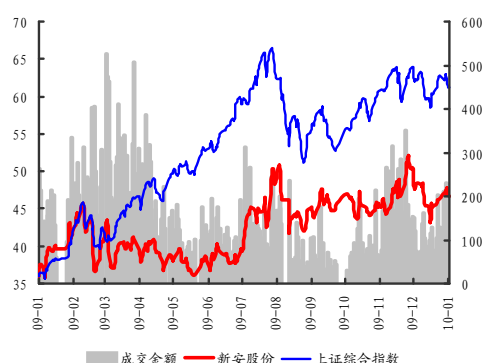
业绩预测。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 1.18 元、1.81 元、2.40 元，按 09 年 12 月 30 日收盘价 8.5 元计算，相应 10 年、11 年 PE 分别为 24.5 倍、18.5 倍。目前公司两个主要产品均处于价格上升阶段，未来产能扩张将加快业绩提升，给予“买入”评级。

图表 29 新安股份（600596）业绩预测(万元)

	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	346244.72	496390.02	633256.91
二、营业总成本	300999.53	425753.64	539295.50
营业成本	268815.18	375378.34	473616.91
营业税金及附加	1286.75	1844.73	2353.37
销售费用	10768.21	15437.73	19694.29
管理费用	24029.38	34449.47	43948.03
财务费用	100.00	143.36	182.89
资产减值损失	-4000.00	-1500.00	-500.00
加：公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00
投资收益	350.00	300.00	300.00
三、营业利润	45595.19	70936.38	94261.41
营业外收入	735.38	500.00	500.00
营业外支出	691.22	1000.00	1000.00
四、利润总额	45639.35	70436.38	93761.41
所得税	9127.87	14087.28	18752.28
五、净利润	36511.48	56349.11	75009.13
少数股东损益	165.80	368.27	817.95
母公司所有者净利润	36345.68	55980.84	74191.18
六、每股收益（元）	1.18	1.81	2.40

数据来源：公司公告，日信证券

图表 24 600596 与上证指数走势对比



数据来源：WIND 资讯

7、浙江龙盛（600352）：各项业务明显好转

国内最大染料生产企业。公司目前有分散染料产能 9.6 万吨，在国内市场占有率达 40%；间苯二胺产能 2.5 万吨，国内市场占有率达 80%；活性染料产能 3.8 万吨、减水剂产能 10 万吨，在国内市场占有率均处于行业前列。

各项业务明显好转。公司的染料产品用于印染、服装行业；减水剂产品主要应于用混凝土施工，可减少用水量、增加强度；间苯二胺产品主要应用于合成染料、生产轮胎帘子布等。上述几个主要用途均已出现了较好的市场形势，根据公司 09 年中报，公司分散染料毛利率 28.65%，与正常年份持平；活性染料毛利率 23.68%、减水剂毛利率 27.56%、中间体毛利率 38.92%，比 08 年度分别上升了 3、10、7 个百分点。各产品毛利率的提高，显示了公司各项业务已经明显好转。

业绩增长点。主要业绩增长点在于产能的扩张、下游需求上升带来的产品涨价。公司的分散染料产能在 2010 年可扩大到 12 万吨；活性染料产能在 2010 年将扩大到 6.5 万吨左右；间苯二胺产能将于 2010 年扩大到 4 万吨以上；减水剂将在两年内扩张产能到 30 万吨。另外公司将于 2010 年分两期增加纯碱产能共 40 万吨、硝酸产能 10 万吨。

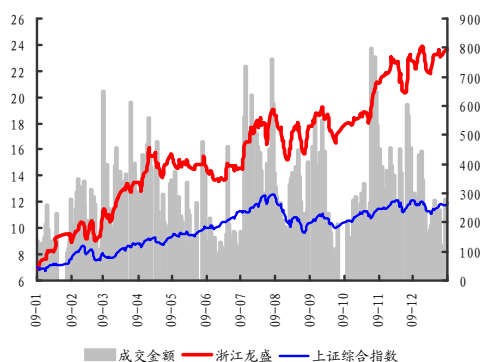
业绩预测。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.50 元、0.67 元、0.86 元，按 09 年 12 月 30 日收盘价 11.70 元计算，相应 10 年、11 年 PE 分别为 17.5 倍、13.5 倍。公司为国内最大的染料生产企业，纺织服装行业经营形势好转将给公司带来较好的市场前景，给予“买入”评级。

图表 31 浙江龙盛（600352）业绩预测(万元)

	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	409308.22	575660.40	791224.79
二、营业总成本	341620.17	480422.52	666966.10
营业成本	297220.76	418478.74	583324.44
营业税金及附加	1044.66	1469.23	2019.40
销售费用	12529.42	17621.67	24220.36
管理费用	22606.85	31794.78	43700.80
财务费用	5018.47	7058.10	9701.10
资产减值损失	3200.00	4000.00	4000.00
加：公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00
投资收益	5000.00	3000.00	3000.00
三、营业利润	72688.06	98237.88	127258.69
营业外收入	2000.00	2000.00	2000.00
营业外支出	1000.00	1000.00	1000.00
四、利润总额	73688.06	99237.88	128258.69
所得税	6143.56	8273.72	10693.25
五、净利润	67544.50	90964.17	117565.43
少数股东损益	2231.36	3005.04	3883.82
母公司所有者净利润	65313.14	87959.13	113681.62
六、每股收益（元）	0.50	0.67	0.86

数据来源：公司公告，日信证券

图表 25 600352 与上证指数走势对比



数据来源：WIND 资讯

8、烟台氨纶（002254）：氨纶逐步好转，芳纶潜力巨大

氨纶逐步好转。氨纶行业与纺织服装行业的经营形势关系密切。09 年受到国内纺织服装销售情况持续增长的带动，氨纶行业有所起色，但由于出口形势一直较差，所以行业开工率有所提升，但是产品价格提升幅度不大（上涨 20%-30%）。由于国内销售情况良好，在出口复苏的预期下，预计 2010 年对氨纶的需求量将有明显的提升，而氨纶的产能扩张很小（低于 6%），因此预计氨纶产品将进入持续上升阶段。目前公司氨纶产能 2.2 万吨，09 年中期营业收入占比 75%，营业利润占比 32%；营业利润占比较小，主要原因为 09 年上半年氨纶行业形势差，产品毛利率下降到 5.41%，而正常年份毛利率可达 30%。

芳纶潜力巨大。目前公司有芳纶 1313 产能 4300 吨，产能国内最大，世界第二。其下游主要为高温过滤材料、防护服等，可用于消防、军工、石油、钢铁等多个行业，而且新的应用领域正不断被开发出来，应用潜力巨大。09 年中期公司的芳纶 1313 产品毛利率为 34.5%，正常年份的毛利率可达 45%以上。

业绩增长点。产能增长：1、公司的一条氨纶生产线正在进行医用氨纶技改，2010 年底完成后产能由 0.2 万吨扩张到 0.5 万吨，售价可提高 10%；2、公司的芳纶 1414 项目将于 2010 年底建成，产能 1000 吨。产品提价：公司的氨纶产品仍处于较低价位，涨价空间较大。

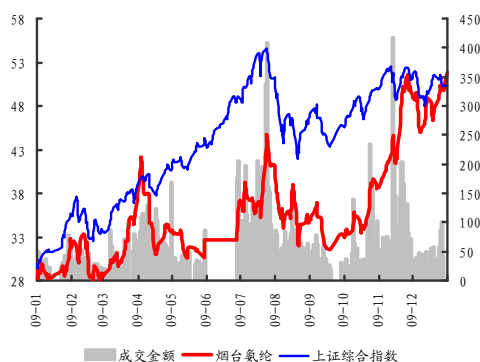
业绩预测。预计公司 09-11 年 EPS 分别为 0.58 元、1.18 元、1.69 元，按 09 年 12 月 30 日收盘价 35.9 元计算，相应 10 年、11 年 PE 分别为 30.2 倍、21.3 倍。目前氨纶价格尚处低位，公司业绩弹性大，且芳纶前景看好，给予“增持”评级。

图表 33 烟台氨纶（002254）业绩预测(万元)

	2009E	2010E	2011E
一、主营业务收入	145000.00	168450.00	203000.00
二、营业总成本	134800.96	144313.54	168455.12
营业成本	121500.00	126135.00	144825.00
营业税金及附加	578.09	671.58	809.32
销售费用	3507.35	4074.57	4910.29
管理费用	10357.36	12032.39	14500.30
财务费用	-641.83	2000.00	2410.21
资产减值损失	-500.00	-600.00	1000.00
加：公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00
投资收益	120.00	120.00	120.00
三、营业利润	10319.04	24256.46	34664.88
营业外收入	1600.00	200.00	200.00
营业外支出	50.00	50.00	50.00
四、利润总额	11869.04	24406.46	34814.88
所得税	1548.35	3183.89	4541.69
五、净利润	10320.69	21222.57	30273.19
少数股东损益	925.51	1903.14	2714.76
母公司所有者净利润	9395.18	19319.43	27558.43
六、每股收益（元）	0.58	1.18	1.69

数据来源：公司公告，日信证券

图表 26 002254 与上证指数走势对比



数据来源：WIND 资讯

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写,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。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、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。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有,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,需注明出处为日信证券研究部,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。