

2010-03-01

化工

维持

买入

坚持超配，3 月份推荐湖北宜化，浙江龙盛，东华能源，氨纶板块

◇报告摘要：坚持超配，3 月份推荐湖北宜化，浙江龙盛，东华能源，氨纶板块。从我们所推荐的具体板块氮肥、磷肥、氨纶、粘胶以及纯碱板块的实体经济运行上看，其基本上需求拉动的价格上涨仍在继续。

◆推荐逻辑与标的（每周一发出的推荐品种以未来一个月为时间基准，每周我们将对推荐品种进行滚动调整）：

展望未来 3 个月，从我们所推荐的具体板块氮肥、磷肥、氨纶、粘胶以及纯碱板块的实体经济运行上看，其基本上需求拉动的价格上涨仍在继续，也就是其基本面持续好转中。因此我们继续建议在大盘调整中应积极加仓上述子行业。

对中国石化，我们认为其相对沪深 300 的 PE、PB 仍然远低于历史平均水平，从配置角度仍然可以超配。因此总体上我们继续维持超配石化和化工的观点，如果出现较大调整，我们认为可以加大持仓。

月度策略（未来一个月：3 月）：推荐湖北宜化，浙江龙盛，东华能源，氨纶板块。

季度策略（未来三个月：2 月-4 月）：推荐中泰化学，华峰氨纶，烟台氨纶，上海家化，海利得，东华科技，澳洋科技，山东海龙。

年度策略（未来一年：2 月-12 月）：推荐浙江龙盛，湖北宜化，烟台氨纶，上海家化。

板块投资机会：一季度：春耕行情（氮肥、磷肥）+ 周期拐点向上（氨纶、粘胶）。

1、氮肥：目前尿素出厂价格已经从底部回升至 1800 元/吨的水平。2010 年化肥特别是氮肥关税政策已经推出，明显利好生产企业。目前的尿素价格水平对于部分用无烟块煤为原料的小氮肥企业仍然没有利润空间，故有较强支撑。天然气的紧张以及其明年强烈的价格上涨预期也将使氮肥价格具有刚性上涨趋势，我们预计尿素出厂价格 2010 年有望达到 1800 元/吨的均价。我们在 3 个月的投资周期中推荐煤头氮肥企业，推荐标的：湖北宜化/三环科技/华鲁恒升/鲁西化工/柳化股份。

2、磷肥：目前国际硫磺和合成氨价格上涨，因为原料成本推动和需求旺季来临前的储备开始，国际磷肥价格继续在上漲中，DAP 价格 CFR 价格达到 450 美元/吨左右。国内磷肥将在国际磷肥价格支撑下出现新一轮的上涨。对大型磷肥企业来说，他们的硫磺库存一般为 2-3 个月的使用量，从短期的角度看，对相关公司的业绩明显是正面影响；而且国内合成氨来源大多为煤头，这对合成氨能自给的公司如湖北宜化等亦是利好。另外，国际磷肥去库存化的结束也将推动磷肥价格上涨。总体上我们判断磷肥在 3 个月内价格具有向上的趋势，向下具有成本刚性的支撑。推荐标的：湖北宜化。

3、氨纶：氨纶 40D 目前价格水平为 54000-57000 元/吨。我们氨纶价格上半年仍有较大上涨空间。上半年氨纶行业新增产能 3 千吨，下半年不超过 1.95 万吨，全年产能增速小于 10%，供给缺口短期难以填补，继续推荐氨纶板块，推荐标的：华峰氨纶/烟台氨纶/友利控股。

4、粘胶：目前粘胶企业开工满负荷库存少，目前粘胶价格维持在 19400-19600 元/吨，棉短绒和浆粕价格已经出现回落态势。预期粘胶价格将在 3 季度突破 20000 元/吨，粘胶吨毛利将不断扩大。目前粘胶上游浆粕生产商出现了停工现象，我们认为粘胶价格上涨并非行业性的机会，受益最大的将是具有大量棉短绒和棉浆粕低价库存的企业。这一点在出口持续复苏的背景下，我们认为部分粘胶企业将完全有能力将上游成本的上涨压力转嫁出去。推荐标的：山东海龙/澳洋科技。

分析师：

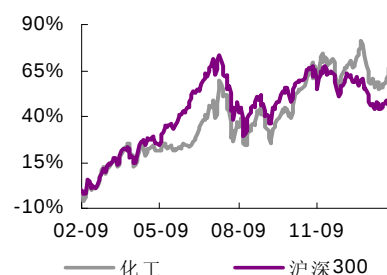
高峥 张力扬 程磊

021-22169049

gaozheng@ebcn.com

名称	价格	涨跌幅
己二酸	21000 元/吨	+14%
纯碱	1500 元/吨	+13%
天然橡胶	24700 元/吨	+11%
原油期货	79.66 美元/吨	+7%
氨纶 40D	54000 元/吨	+6%
国内硫酸	458 元/吨	+6%
天然气期货	4.813 美元/mmbtu	-12%
国际尿素	268 美元/吨	-5%

行业与上证指数对比图



◆上周化工品价格回顾(原油价格使用美国 NYMEX 西德州轻质原油期货价格, 其他化工品价格使用华东市场价格):

与春节前收盘价相比, 本周 NYMEX 原油期货价格上涨 7%。NYMEX 天然气期货下跌 12%。甲醇价格上涨 3%, 甲苯价格平稳, 苯价格平稳, 二甲苯价格平稳。

国际尿素价格下跌 5%, 国内尿素价格上涨 2%, 磷肥价格平稳。国际钾肥价格平稳

聚合 MDI 价格平稳, TDI 价格平稳。PVC (电石法) 价格上涨 2%、PVC (乙烯法) 价格上涨 1%。电石价格上涨 1%。烧碱价格平稳, 纯碱价格上涨 13%。

粘胶短纤价格上涨 3%, 粘胶长丝价格平稳, 短丝级棉浆粕价格上涨 4%, 氨纶 40D 价格上涨 6%, 纯 MDI 价格上涨 3%, PTMEG 价格平稳。涤纶短纤价格上涨 2%, 涤纶原料 PTA 价格上涨 3%、乙二醇价格下跌 1%。PET 切片价格上涨 1%, 锦纶 6 价格平稳, 锦纶 6 原料己内酰胺价格上涨 1%, 锦纶 66 价格平稳, 锦纶 66 原料己二酸价格上涨 14%。间苯二酚价格平稳。

国内硫磺价格上涨 4%, 国际硫磺价格上涨 3%, 国内硫酸价格上涨 6%, 醋酸价格上涨 3%, BDO 价格上涨 2%, 有机硅价格平稳, 天然橡胶价格上涨 11%。DMF 价格平稳。

推荐标的:

湖北宜化: 氮肥/磷肥/PVC/季戊四醇

1、现有化肥业务贡献稳定业绩

预计现有尿素业务在明后年将继续小幅扩张, 赢利能力略微增加: 联合化工 (120 万吨/年尿素) 随着开工率提高而成本降低利润增加; 贵州宜化 (45 万吨/年尿素) 赢利能力因税收减免到期的负面因素和煤矿投产的正面因素而保持稳定; 湖南宜化 (40 万吨/年尿素) 赢利能力随着成本控制能力增加; 本部尿素业务 (65 万吨/年尿素) 预计 1 季度环比盈利大幅提升。预计磷肥业务随着高价库存硫磺问题解决和江家墩磷矿石项目投产而恢复正常, 其正常赢利能力大致每吨 200-300 元的净利润。3 年内我们预测湖北宜化的尿素产能有望达到 350 万吨/年, 磷肥方便 DAP 产能有望达到 150 万吨/年左右。按照目前的价格水平计算, 化肥业务 3 年内有望可以贡献大约 100 亿元左右的销售收入。其盈利水平大致 12 亿元左右。

2、新增 10 万吨/年保险粉业务将增加整体季戊四醇产业链的盈利能力

新增 10 万吨/年保险粉的主要原料为公司季戊四醇产品副产物以及公司

其他产品，该项目的投产使得公司产业链趋向完善，增加了季戊四醇产品的盈利能力。展望未来 3 年，预计季戊四醇以及保险粉板块大致可以贡献 12 亿元的左右的销售收入，正常盈利水平大致在 1 亿元左右。

3、新增海吉氯碱以及青海宜化的氯碱业务给公司增加新的利润增长点：

公司未来在氯碱业务的战略已经趋于向西部转移，其完善的成本控制能力以及内蒙和青海相对较低的能源成本使得公司能够赚取超出行业平均水平的超额利润。未来氯碱产品将成为公司整体业务链中和化肥业务相当的重要收入和利润组成板块。1-2 年内公司将成为国内行业前列的氯碱生产企业。3 年内我们预测湖北宜化的 PVC 产能有望达到 120 万吨/年的产能，收入有望达到 80 亿元，盈利能力大致在 8 亿元左右。

4、我们依然看好公司符合产业演进大方向的发展模式：低成本下的外延扩张和上下游一体化。

宜化的高成长性主要在于强成本控制能力下的外延扩张。我们认为这种战略符合全球大宗化工品行业演进方向，也符合目前中国化工行业发展阶段的客观情况。公司目前依然沿这个方向前进，我们认为未来 3 年内公司销售收入有望达到 200-250 亿元左右，正常情况下盈利大致在 20 亿元左右。公司股价依然具有巨大的空间，我们预计公司 09、10 年每股收益分别为 0.45 和 1.20 元，维持公司“买入”的投资评级，由于季节性因素，我们认为公司 3 个月目标价格可以看到 30 元左右。

浙江龙盛：染料

1、目前浙江龙盛产品销售情况良好产品毛利率仍然保持在较高水平。此外染料行业目前仍然处于整合期间，浙江龙盛有望成为此次金融危机的最大受益者，进一步巩固龙头地位。目前较低的估值水平并且存在催化剂，建议买入持有浙江龙盛，预计本周龙盛的股票在二级市场有较好表现。

2、目前中国染料的年产量达 70 万吨，占全球总产量的 60% 以上。由于产业链配套（下游纺织品也在向中国集中）、环保等原因

，全球染料以及相关行业呈现向中国集中化趋势。在全球纺织印染行业向中国集中的大背景下，公司作为国内染料企业龙头，目前在业务上积极横向和纵向扩张。

3、未来两年业绩增长确定。公司将进行现有业务扩张以及产业链延伸。横向来看，公司围绕分散染料、活性染料、减水剂等主要业务扩大产能，计划进一步提高市场占有率。纵向来看，公司中间体间苯二胺、间苯二酚和对苯二胺项目，以及联碱等无机化工领域进行积极地布局。可以明确看到的增长为：2010~2011 年，公司在分散染料、活性染料，减水剂、间苯二胺等品种的产能增速保持在 30%-50%。另外，基于公司过去的

稳健成长性，我们可以乐观期待公司在其他领域的增长。

4、染料行业集中度高、中间体相对垄断使得公司具有较强定价能力。以分散染料行业为例，龙盛的分散染料产量占全国总产量的 30% 左右。闰土占总产量的 15% 左右，吉华占 10% 左右。分散染料行业产能 CR3 高达 55%，由此可见该行业集中度相当高。而下游印染企业小而多，仅龙盛的印染企业客户就多达上千家。而公司在中间体方面的相对垄断更是公司拥有了巨大的话语权。因而我们从行业属性和公司能力上判断，龙盛在染料业务上已经具有了一定的定价能力。

5、由于因为公司的业务复杂、成本难以拆分、价格难以跟踪而是公司股票价值一直处于低估状态。我们认为公司处于一个集中度较高而且在继续集中的行业，增长比较确定，作为该行业的龙头，我们认为公司股票可以享受高估值。根据我们的跟踪，目前公司染料销售量超出预期，我们维持 2010 年公司的盈利预测，同时考虑公司业绩释放节奏略微调低公司 2009 年的业绩预测。预计公司 2009、2010 年 EPS 分别为 0.51、0.75 元，结合目前市场估值水平，我们给予 2010 年业绩 20 倍 PE 估值水平，业绩目标价 15.0 元，给予“买入”评级。公司各项财务指标良好，目前公司股票是化工股中稳健投资品的首选之一，值得大资金重点配置

东华能源：能源

1、公司是走向区域垄断的优质 LPG 运营商：

公司是华东地区最大的高品质工业用燃气供应商，公司连续多年占据中国进口液化气市场 4.85% 以上的份额，进口液化气数量连续多年位居全国前七名。公司经营的 LPG 目前 96.8% 作为燃气使用，其中工业燃气用途约占 90%。随着公司的并购和租赁，公司 LPG 库的年有效运营产能已经在过去的基础上翻了 10 倍（从 30 万吨扩张到约 300 万吨），未来的成长空间巨大。同时公司将在江苏、安徽、湖北，浙江、福建北部形成区域垄断的格局，从而有利于公司 LPG 运营的毛利率稳定并逐步提高。

2、公司码头仓储业务具有资源稀缺型：

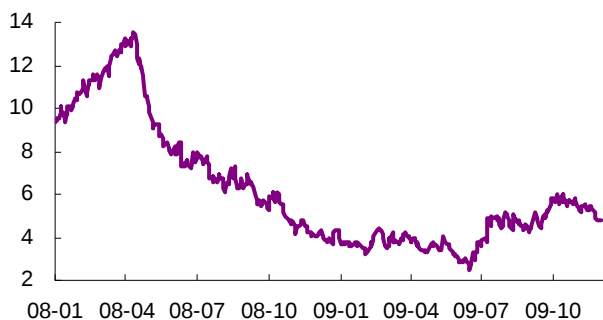
公司的自有码头在保税区内属于不可多得的优质资源，即使在长江流域，只有下游地区才有 5 万吨级码头，并且现在已经开发殆尽。公司码头仓储业务模式等同于保税科技的模式，考虑到保税科技的小储罐较多，其毛利率要高于行业平均毛利率，我们预计公司能获得超过 50% 的毛利率。对比具有同样仓储容量的保税科技，目前保税科技的市值约 20 亿，而东华能源的市值仅 25 亿，我们认为公司具有较大的市值膨胀空间。

3、盈利预测与投资评级：

公司经营具有较大的季节波动性，一般而言，4 季度的业绩超过全年的 50%。10 年业绩增长主要依托的是宁波 LPG 库周转率的提升，我们预

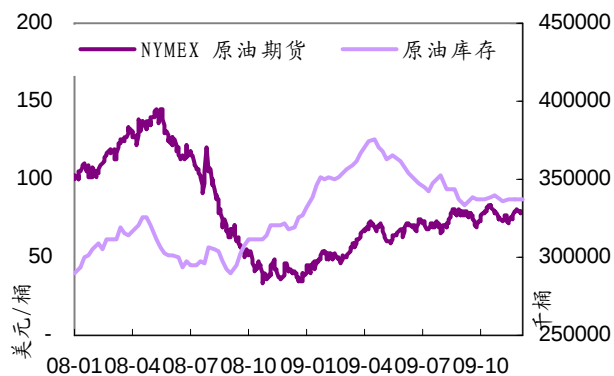
计如果宁波库能有 40 万吨的销量，将增厚业绩 0.2 元，同时仓储业务将从 10 年下半年开始恢复利润贡献。我们预计公司 10、11 年的业绩分别为 0.53、0.81 元，考虑到公司的 LPG 业务具有区域垄断性，码头仓储业务具有资源稀缺性，同时公司也具有较大的业绩弹性，我们首次给予公司“买入”的投资评级，给予目标价 15.90 元。

图表 3-1 化工：NYMEX 天然气（期货）



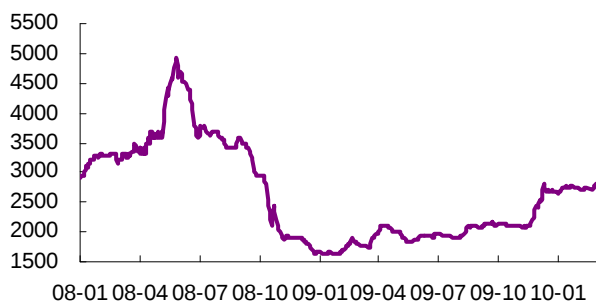
资料来源：光大证券研究所

图表 3-2 化工：NYMEX 原油期货和原油库存



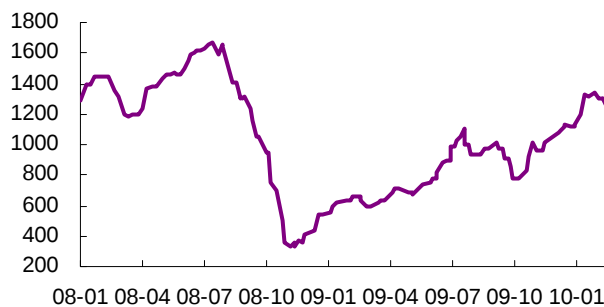
资料来源：光大证券研究所

图表 3-3 化工：甲醇 长三角地区（元/吨）



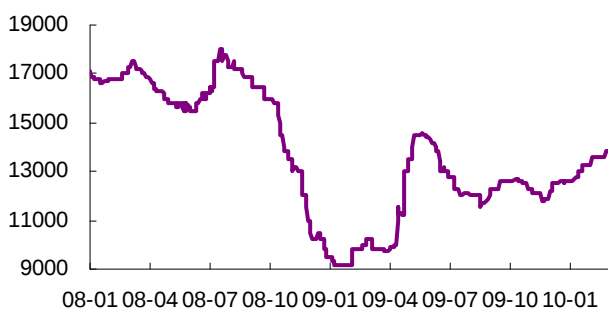
资料来源：光大证券研究所

图表 3-4 化工：乙烯（韩国 FOB）



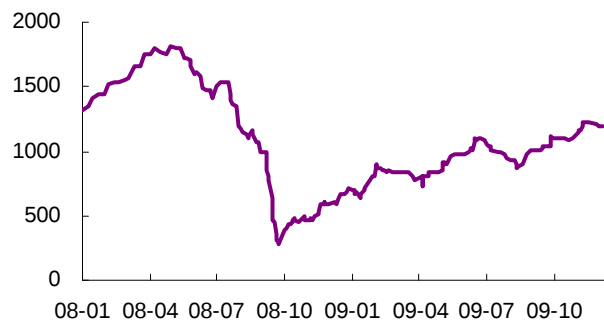
资料来源：光大证券研究所

图表 3-5 化工：1,4-丁二醇 长三角地区



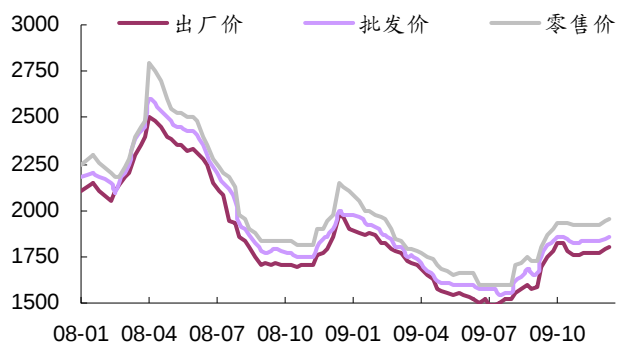
资料来源：光大证券研究所

图表 3-16 化工：丙烯（韩国 FOB）



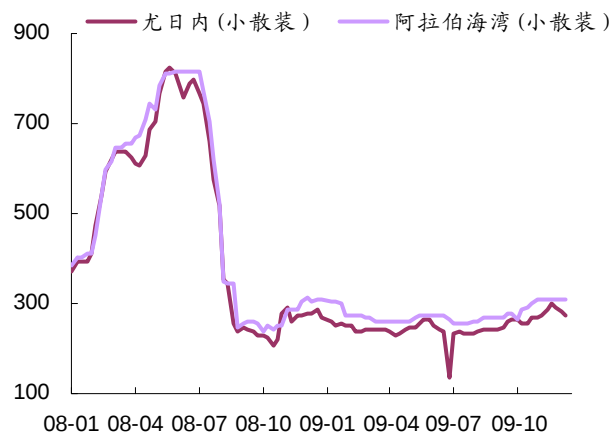
资料来源：光大证券研究所

图表 3-17 化工：国内尿素



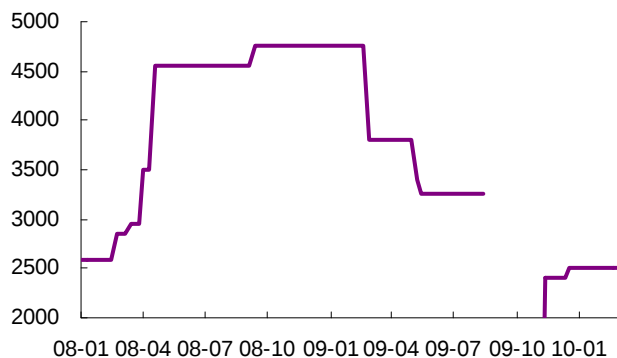
资料来源：光大证券研究所

图表 3-18 化工：国际尿素



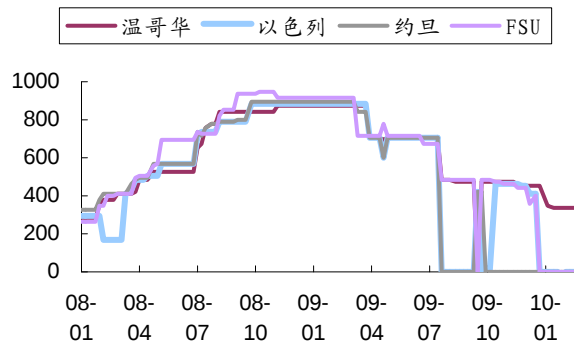
资料来源：光大证券研究所

图表 3-19 化工：盐湖钾肥出厂价



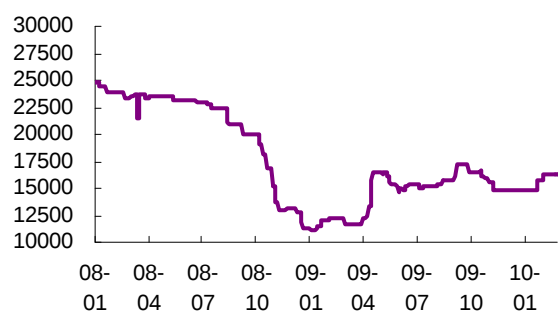
资料来源：光大证券研究所

图表 3-20 化工：国际氯化钾



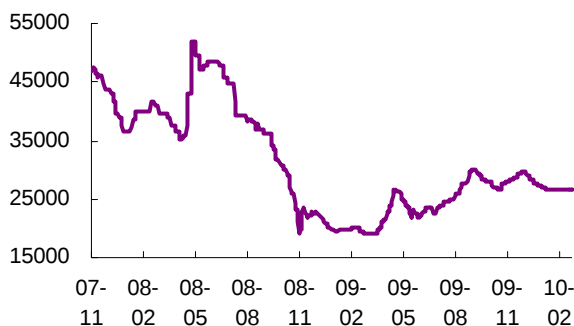
资料来源：光大证券研究所

图表 3-21 化工：聚合 MDI 地区均价



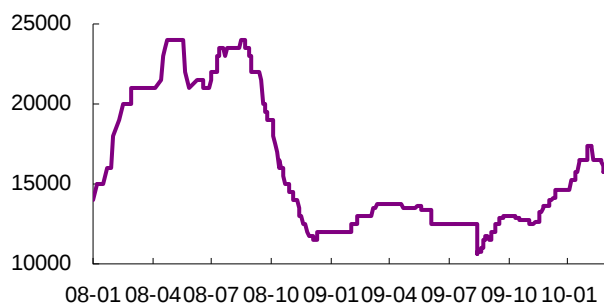
资料来源：光大证券研究所

图表 3-22 化工：TDI 长三角地区



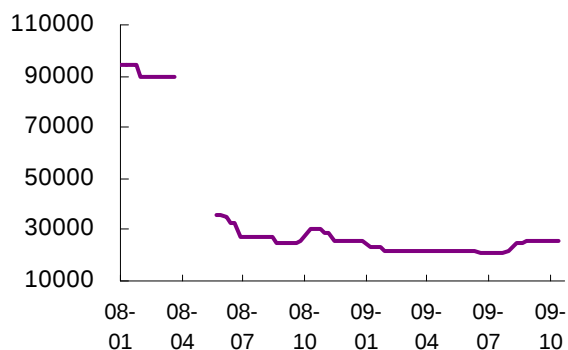
资料来源：光大证券研究所

图表 3-23 化工：黄磷 长三角地区



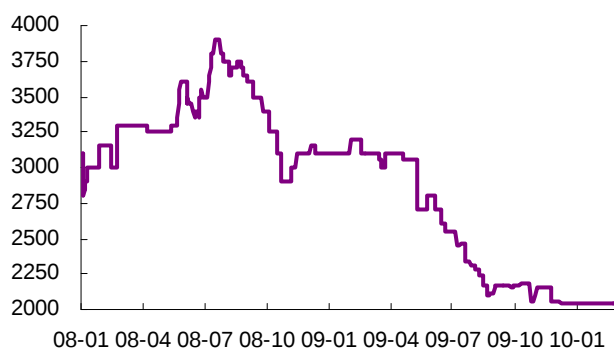
资料来源：光大证券研究所

图表 3-24 化工：草甘磷



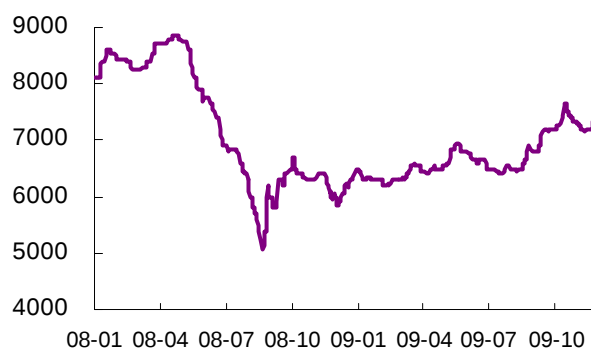
资料来源：光大证券研究所

图表 3-25 化工：烧碱（99%）长三角地区



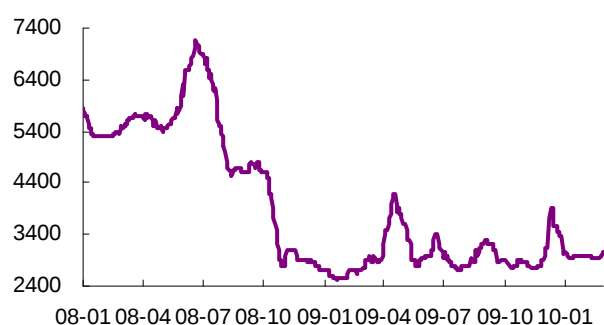
资料来源：光大证券研究所

图表 3-26 化工：PVC（乙炔法）长三角地区



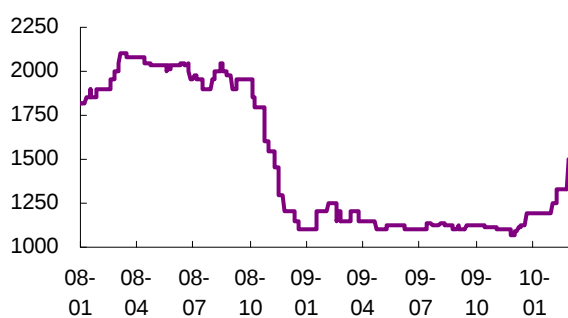
资料来源：光大证券研究所

图表 3-27 化工：醋酸 长三角地区



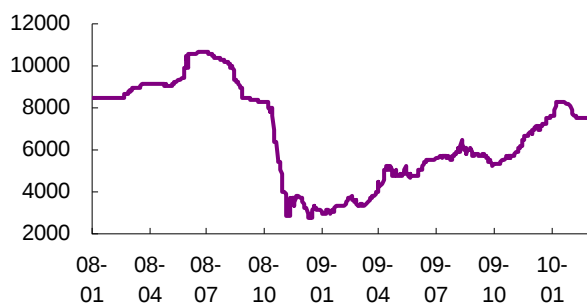
资料来源：光大证券研究所

图表 3-28 化工：纯碱（轻质）长三角地区



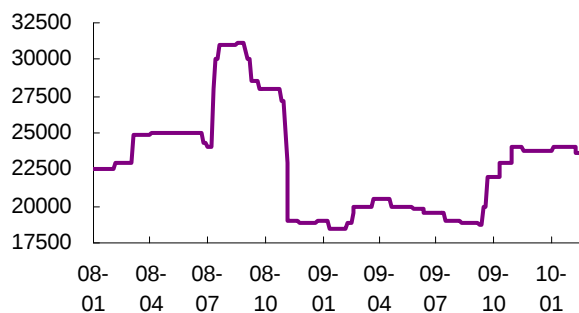
资料来源：光大证券研究所

图表 3-29 化工：苯 长三角地区



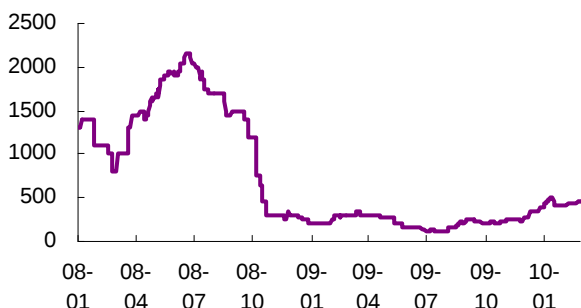
资料来源：光大证券研究所

图表 3-30 化工：有机硅 长三角地区



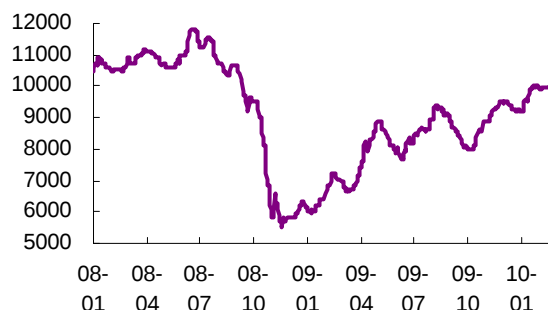
资料来源：光大证券研究所

图表 3-31 化工：硫酸（98%） 长三角地区



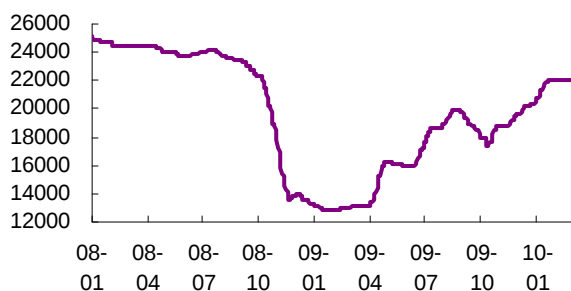
资料来源：光大证券研究所

图表 3-32 化工：PET（纤维级） 长三角地区



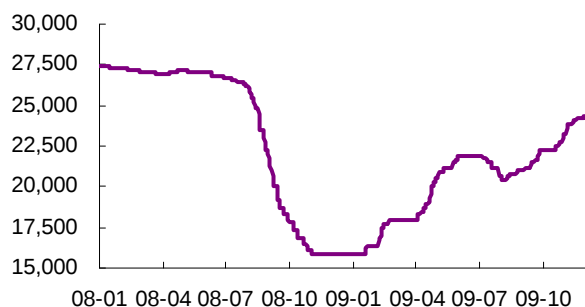
资料来源：光大证券研究所

图表 3-33 化工：PA6（常规纺） 长三角地区



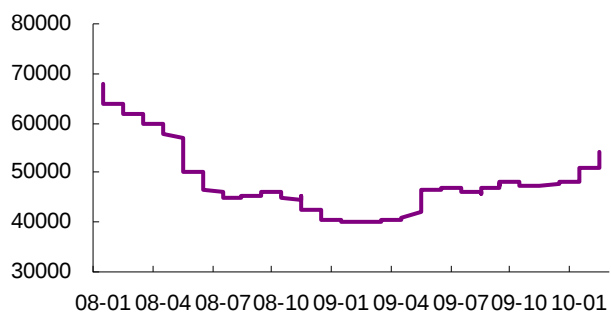
资料来源：光大证券研究所

图表 3-34 化工：PA66（长丝级） 长三角地区



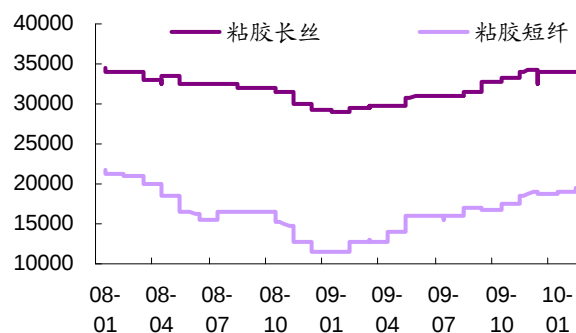
资料来源：光大证券研究所

图表 3-35 化工：氨纶



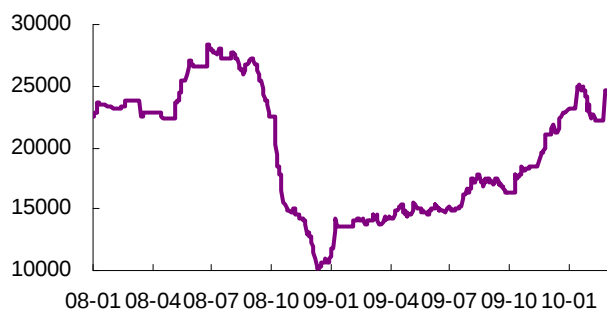
资料来源：光大证券研究所

图表 3-36 化工：粘胶纤维



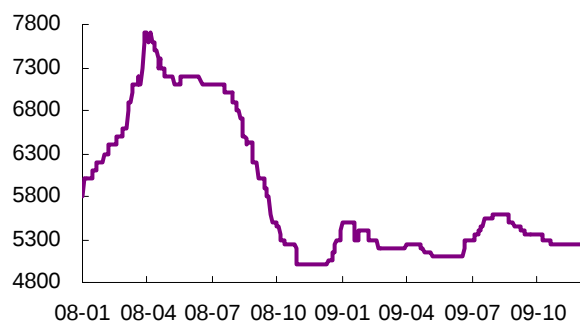
资料来源：光大证券研究所

图表 3-37 化工：天然橡胶



资料来源：光大证券研究所

图表 3-38 化工：DMF 长三角地区



资料来源：光大证券研究所

行业重点上市公司评级与估值指标

股票名称	股票代码	评级	股票价格		EPS（元/股）			PE（倍）		
			（元）							
			2010-3-1	2008	2009	2010	2008	2009	2010	
湖北宜化	000422	买入	21.42	0.49	0.45	1.20	44	48	18	
浙江龙盛	600352	买入	12.50	0.36	0.51	0.75	35	25	17	
东华能源	002221	买入	11.74	0.15	0.18	0.53	78	65	22	
华峰氨纶	002064	买入	23.24	0.44	0.30	1.18	53	77	20	
东华科技	002140	买入	43.26	0.95	1.85	2.59	46	23	17	

资料来源：光大证券研究所

分析师介绍

高崢，华东师范大学金融学硕士，Johns Hopkins University-南京大学中美中心硕士交流生，华东理工大学化学工程学士、英语专业学士。05年7月开始在德勤华永会计师事务所从事审计工作，07年7月加入光大证券销售交易部，09年3月开始在光大证券研究所从事化工行业研究。

张力扬，石油大学化学工程学士，南开大学金融学硕士。6年石油化工工作经验，06年6月开始在长江证券研究所从事石化化工行业证券分析，07年7月加入光大证券研究所。2008年获得基础化工行业“新财富最佳分析师”。

程磊，南京工业大学化学工程学士，南京大学管理学硕士。09年6月加盟光大证券研究所。

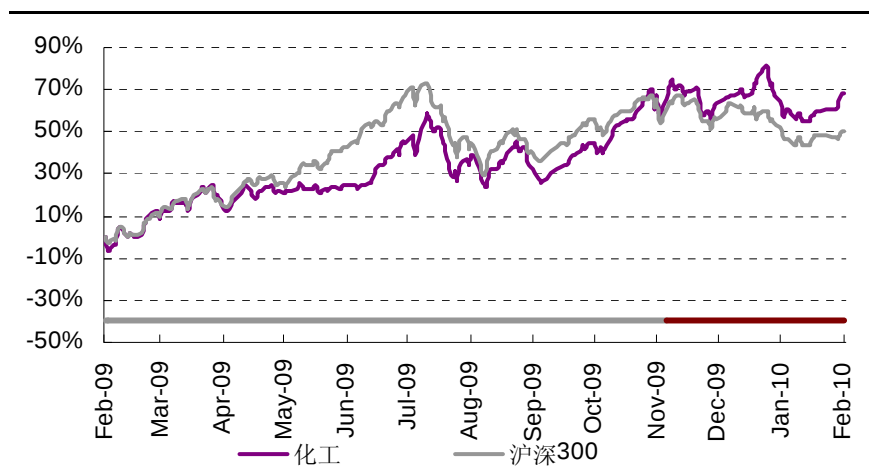
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

化工

分析师：高崢



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2009-11-30	买入
2009-12-07	买入
2009-12-14	买入
2009-12-21	买入
2009-12-28	买入
2010-01-18	买入
2010-01-19	买入
2010-01-25	买入
2010-02-01	买入
2010-02-08	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。