

推荐 (维持)

结构调整, 紧抓消费和产业升级两大主题

2010 年 6 月 9 日

基础化工行业 2010 年度中期投资策略

上证指数 2584

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	158	9.8
总市值 (亿元)	6887	3.4
流通市值 (亿元)	4973	3.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7.7	-6.6	69.0
相对表现	-2.9	19.0	77.4



相关报告

考虑到二季度化工上市公司股价回调后已基本反映市场对下半年化工景气度下滑的预期, 维持基础化工“推荐”的评级。我们致力于寻找在产业升级和经济转型大环境中茁壮成长的化工相关上市公司, 它们将是 10 年下半年的亮点。

- **经济转型势在必行。**08 年以来过度刺激的政策延缓了经济转型的到来, 今年房地产政策的调控和欧元区的债务危机, 均在迫使政府必须坚决推进经济转型, 未来将是新兴经济和内需的天下。
- **下半年有效需求的相对疲软将困扰大部分的传统化工品。**化工传统子行业下半年依旧受困于产能的过剩和内外需景气度下降的冲击。化工传统子行业步入调整期, 真正的结构调整将在未来一到两年见到成效。预计下半年原油价格将在 80 美元/桶上下波动, 相对应的化工品的价格将在上半年的均价上下。
- **维持基础化工行业“推荐”的评级。**考虑到二季度基础化工尤其是传统化工板块的大幅回调, 目前其股价已基本反映下半年景气度下调的预期。我们认为随着下半年保障性住房的大量开工及外围经济的企稳, 部分基础化工上市公司将逐渐显现投资的吸引力; 而化工行业又是新兴子行业和公司充满崛起机会的行业, 这些投资亮点不容错过, 故维持“推荐”评级。
- **化工板块相关的上市公司中与终端消费直接或间接相关的公司将具比较稳定的业绩表现。**而其中又可分为两类: 一是适应经济转型大局、消费品质提升的消费升级类子行业, 如 PU 革行业、高端消费类塑料 (膜) 行业等; 另一种是与传统消费紧密相关的子行业, 比如纺织化学品行业等。重点推荐和关注的公司有浙江龙盛、禾欣股份、沧州明珠和通产丽星等。
- **在产业升级的大进程中, 化工企业中如下几类公司将是未来的胜利者:** 一是在全球低端产业向我国转移之后, 那些已经具备承接中高端产业转移技术实力和综合能力的企业, 它们将向国外企业发起直接挑战; 另一类则是随新兴产业的壮大而发展起来的附属产业; 最后一类则是自身技术进步或是模式创新出现的新产业。重点推荐和关注的公司有新纶科技、普利特、烟台氨纶、鼎龙股份、回天胶业、多氟多、当升科技、利尔化学、联化科技、诺普信等。

廖振华

0755-83734406
 liaozhenhua@cmschina.com.cn
 S1090210040005

李荣耀 (研究助理)

张啸伟 (研究助理)

袁孝锋

S1090208070224

重点公司主要财务指标

	股价	09EPS	10EPS	11EPS	09PE	10PE	PB	评级
浙江龙盛	10.96	0.46	0.64	0.80	24	17	3.5	强烈推荐-A
新纶科技	31.88	0.48	0.77	1.25	67	41	4.1	强烈推荐-A
普利特	35.75	0.71	1.10	1.52	50	33	4.7	强烈推荐-A
利尔化学	19.62	0.50	0.62	0.81	39	32	5.0	强烈推荐-A
烟台氨纶	38.45	0.42	1.34	1.83	92	29	4.1	强烈推荐-A
鼎龙股份	58.20	0.65	0.81	1.20	90	72	6.3	—
烟台万华	18.69	0.64	0.87	1.22	29	21	6.4	审慎推荐-A
回天胶业	53.32	0.77	1.20	1.55	69	44	4.5	审慎推荐-A

资料来源: 招商证券; 注: 鼎龙股份密切关注但暂不评级

正文目录

一、经济转型，传统子行业步入调整期.....	4
1、化工行业整体步入转型期.....	4
2、主要子行业景气状况和分析.....	5
(1) 农化行业.....	5
(2) 聚氨酯产业链.....	8
(3) 化纤及纺织化学品.....	10
(4) 轮胎及相关.....	10
(5) 纯碱.....	11
(6) 氯碱.....	11
二、中期投资逻辑和重点推荐公司.....	12
1、关注接近终端消费或契合消费升级需求的公司.....	12
2、关注受益于产业升级和经济转型的公司.....	14
三、行业及重点公司评级.....	19

图表目录

图 1: 化学原料及化学制品制造业收入增速、毛利增速及毛利率	5
图 2: 我国尿素历年单月产量对比	6
图 3: 国内外尿素价格走势	6
图 4: 北美 DAP 生产商库存降至 5 年来低点	6
图 5: 国内和国际 DAP 价格走势	6
图 6: 国内外钾肥价格变动	7
图 7: 我国近年钾肥（折纯）产量及进口量	7
图 8: 主要粮食作物种植过程中各种化肥的平均施用量	7
图 9: 2010 年 1-4 月农药行业增速下滑至近年低点	8
图 10: 全国批发市场小麦平均价格	8
图 11: 我国近年 MDI 的产量与表观消费量	8
图 12: MDI 价格走势及价差	8
图 13: 我国近年 TDI 的产量与表观消费量	9
图 14: TDI 价格走势及价差	9
图 15: 华东地区主要化纤品种价格走势	10
图 16: 我国印染布产量及同比增速	10
图 17: 轮胎消费的波动性要小于汽车	11
图 18: 我国汽车保有量持续高速增长	11
图 19: 纯碱价格走势	11
图 20: PVC 价格走势	12
图 21: 我国 PVC 产量及同比增速	12
图 22: 我国染料行业平稳增长	13
图 23: 公司上市以来收入和净利润稳步快速增长	13
图 26: 全球电解铝月度产量保持增长	17
图 27: LME 铝现货结算价同比保持增长	17
图 28: 国内电解铝产量保持高位	18
图 29: 国内铝锭价格同比保持增长	18
图 30: 未来十年全球锂电正极材料复合增速 23%左右	19
图 31: 基础化工行业历史PEBand	20
图 32: 基础化工行业历史PBBand	20
表 1: A 股基础化工板块上市公司单季度营业收入	4
表 2: A 股基础化工板块上市公司单季度毛利率	4
表 3: 我国 MDI 的产能及扩张情况	9
表 4: 我国 TDI 的产能及扩张情况	9
表 5: 我国已经或即将开工建设的 8 代以上 TFT-LCD 液晶面板项目	15
表 6: 重点 A 股基础化工公司估值一览	20

一、经济转型，传统子行业步入调整期

1、化工行业整体步入转型期

收入、毛利同比大增，环比基本持平，毛利率平稳是主要特征。我国化工行业和 A 股上市基础化工企业总体在经历去年 2~3 季度快速复苏后，随着成本的上涨，09Q4 和 10Q1 的收入和利润水平环比进入平稳期，且 2 季度基本延续了这种趋势，这与我们在年度策略中的预测相符。

悲观预期致股票表现惨淡。基础化工大部分子行业为生产低附加值偏大宗产品、依靠投资拉动增长、与宏观经济增长关系紧密的传统周期性行业。虽然大部分子行业的基本面延续了去年的复苏势头，但在经济刺激政策空间消耗殆尽、房地产强力调控政策出台、劳动力和能源成本上涨和全球宏观经济不确定性增大的背景下，市场对化工行业的整体预期较为悲观，严重打压了化工类上市公司的估值，二季度以来出现了较大幅度调整。

表 1：A 股基础化工板块上市公司单季度营业收入

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	010Q1	10Q1 同比	10Q1 环比
化工新材料	62.6	76.7	82.2	89.3	89.9	43.7%	0.7%
化学纤维	60.6	76.3	85.2	101.0	103.3	70.4%	2.3%
纯碱	27.2	35.5	36.1	37.9	40.1	47.2%	5.8%
氯碱	56.0	71.7	79.2	92.9	90.5	61.8%	-2.5%
无机盐	16.6	22.3	25.0	23.3	22.1	32.7%	-5.0%
氮肥	129.6	129.5	113.2	123.1	118.8	-8.4%	-3.5%
磷肥	6.5	7.3	6.6	8.7	5.8	-10.8%	-33.7%
钾肥	41.4	15.5	24.8	44.3	44.0	6.4%	-0.6%
日用化学品	18.8	23.1	25.1	14.8	20.9	11.0%	41.5%
农药	48.3	52.2	42.4	44.0	49.8	3.1%	13.3%
民爆用品	6.8	10.7	9.9	10.9	8.2	19.8%	-24.7%
纺织化学品	14.9	17.8	19.4	22.2	21.8	46.3%	-1.7%
塑料	40.6	58.7	63.3	65.1	60.5	49.1%	-7.1%
橡胶	51.9	70.1	79.5	74.4	82.3	58.7%	10.6%

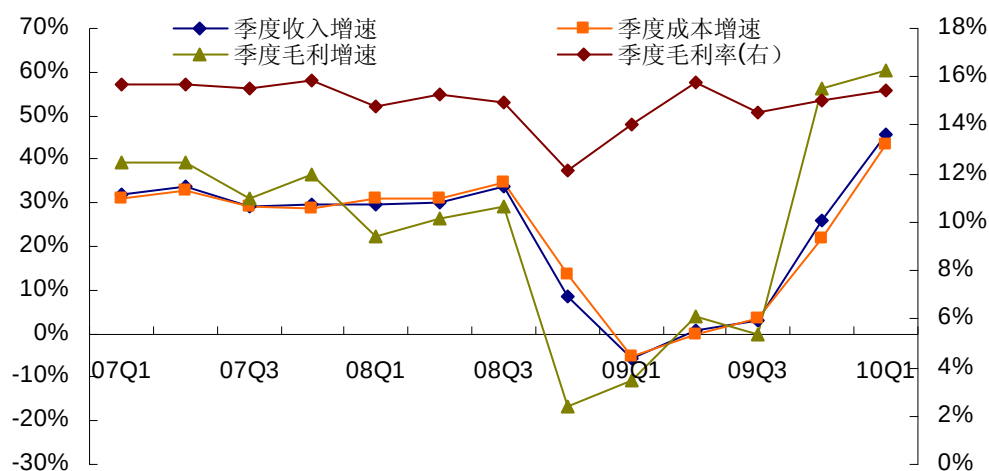
资料来源：Wind，上市公司季报，招商证券整理 单位：亿元

表 2：A 股基础化工板块上市公司单季度毛利率

	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	010Q1	10Q1 同比	10Q1 环比
化工新材料	15.4%	20.0%	18.6%	14.3%	19.1%	3.6%	4.8%
化学纤维	2.2%	15.5%	16.6%	17.4%	13.1%	10.9%	-4.3%
纯碱	4.8%	9.7%	8.7%	10.8%	15.3%	10.5%	4.5%
氯碱	8.0%	8.3%	6.9%	6.7%	8.4%	0.4%	1.7%
无机盐	20.5%	20.0%	20.2%	23.9%	23.0%	2.5%	-0.9%
氮肥	14.0%	15.4%	14.7%	16.1%	16.9%	2.9%	0.8%
磷肥	3.3%	6.8%	4.6%	5.5%	11.1%	7.8%	5.6%
钾肥	77.8%	48.5%	53.8%	49.3%	57.3%	-20.5%	8.0%
日用化学品	28.0%	34.6%	30.4%	33.1%	32.0%	4.0%	-1.2%
农药	16.9%	19.5%	16.3%	17.5%	17.5%	0.6%	0.1%
民爆用品	30.5%	34.2%	35.1%	37.3%	32.9%	2.4%	-4.4%
纺织化学品	26.0%	28.2%	28.4%	25.4%	27.7%	1.7%	2.3%
塑料	12.8%	15.0%	15.1%	16.7%	14.0%	1.2%	-2.7%
橡胶	11.8%	21.4%	20.0%	25.5%	11.8%	0.0%	-13.7%

资料来源：Wind，上市公司季报，招商证券整理

图1: 化学原料及化学制品制造业收入增速、毛利增速及毛利率



资料来源: Wind, 国家统计局, 招商证券 注释: 季度指 1~2 月, 3~5 月, 6~8 月, 9~11 月

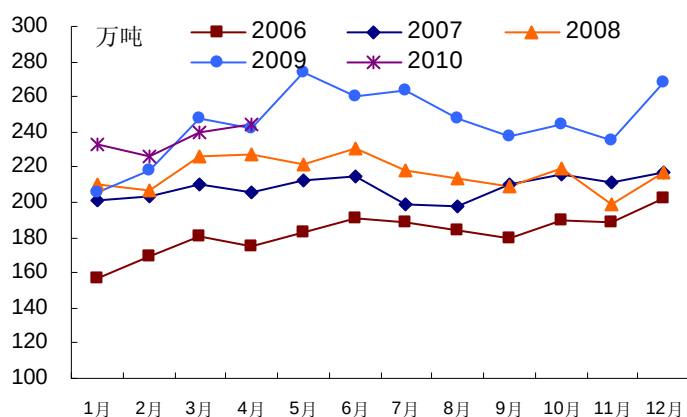
行业整体步入转型期, 新兴产业迎来黄金发展期。随着高污染、高能耗、投资拉动型的增长方式的不可持续性渐渐被认识, 国家采取了一系列措施促进产业升级和经济增长方式转型。如上调电、水、天然气的价格, 开征资源税, 大幅上调资源相关产品的出口关税, 强制淘汰部分行业落后产能, 提高行业准入门槛等。加上劳动力上涨的压力日益明显, 化工行业的调整作为产业升级中的重要一环, 整体步入转型期, 产能过剩的传统化工企业将经历结构调整的阵痛, 淘汰与整合在所难免, 而与新能源、新材料、节能环保、先进制造、消费升级等领域相关的高技术企业或具备创新、高效经营模式的企业将进入发展的黄金时期。

2、主要子行业景气状况和分析

(1) 农化行业

氮肥: 年初西南地区的持续严重干旱影响了该地区的春耕和用肥, 2010 年 1~4 月尿素累计产量同比仅增长 3.3%, 3、4 月份单月产量同比均略有下滑。2~6 月实行 110% 的旺季出口关税, 加上 3 月初以来国际尿素价格一路下滑, 我国尿素出口不畅, 按现在华东地区 1600 元/吨的市场价推算, FOB 报价达到 490 美元/吨才有出口动力, 但国际主流尿素报价在 245~290 美元/吨之间, 因此目前出口必然疲弱。若国际尿素价格能持稳, 待到 7 月~9 月 15 日实施 7% 的淡季出口关税, 250 美元/吨以上的尿素价格将能有效拉动国内氮肥出口。此外, 近期天然气尿素每立方米上调 0.23 元, 将使每吨气头尿素成本上涨 150 元/吨以上, 对煤头尿素的成本优势不再, 可一定程度支撑尿素价格。总体看, 预计 3 季度尿素出口会有所起色, 4 季度备肥行情仍将出现, 低迷的国际市场、严重过剩的产能和高企的煤价虽然将使尿素企业的盈利难超预期, 但可适当关注股价已经历充分调整、具备规模优势和行业整合能力的龙头氮肥企业的超跌反弹, 如湖北宜化。

图2: 我国尿素历年单月产量对比



资料来源: CEIC, 招商证券

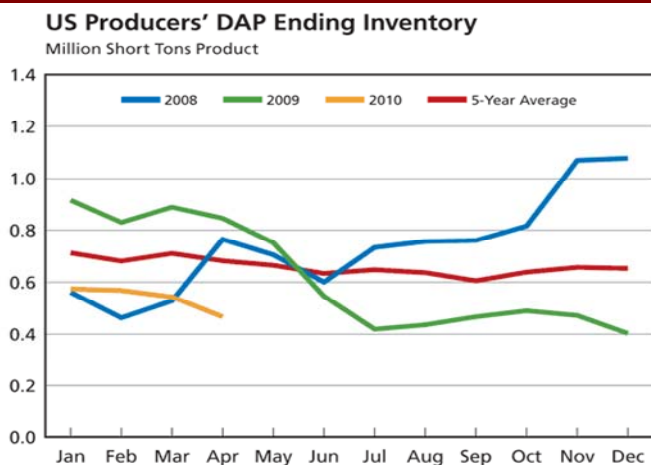
图3: 国内外尿素价格走势



资料来源: 百川资讯, 招商证券

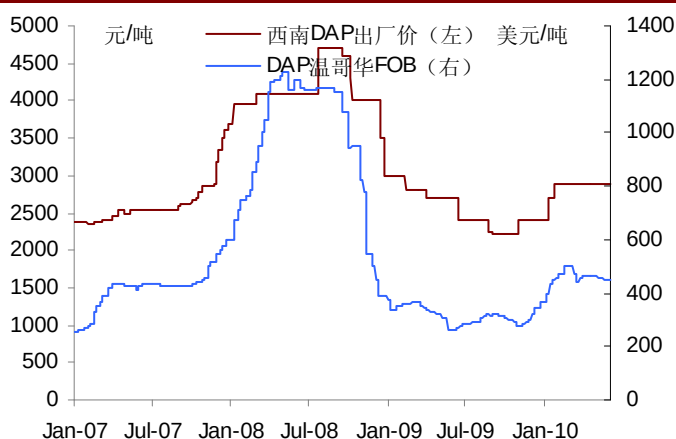
磷肥: 6~8 月 DAP 实行 7% 的淡季出口关税, 西南地区 64%DAP 出厂价稳定在 2800~2900 元/吨, 450 美元/吨的国际 DAP 价格能有效拉动出口, 而由于北美 DAP 库存逐月下降至近 5 年来低位, 有力的支撑了国际磷肥市场价格在 450 美元/吨, 因此, 国内主要 DAP 企业出口订单较为饱满, 预计这种势头在淡季关税期内将持续, 全年 DAP 出口有望达到 200 万吨。而 9 月份以后, 虽然出口关税重回 110%, 但冬小麦大面积播种施底肥的需求将显现, 且经过去年北方大旱, 粮食减产, 预计今年秋季冬小麦播种面积将有所增加, 而在北方种植面积最大的小麦又是主要粮食作物中单位面积二铵施用量最大的品种, 08 年, 冬小麦占全国粮食总种植面积的 27%。因此, 我们预计今年下半年 DAP 的价格和销售景气可持续, 相关公司可关注六国化工。

图4: 北美DAP生产商库存降至5年来低点



资料来源: TFI, 招商证券

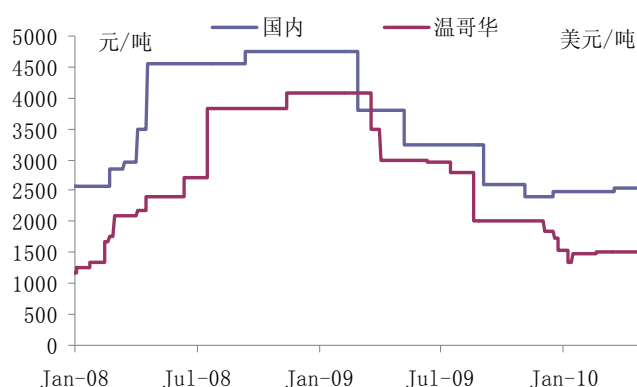
图5: 国内和国际DAP价格走势



资料来源: 百川资讯, Bloomberg, 招商证券

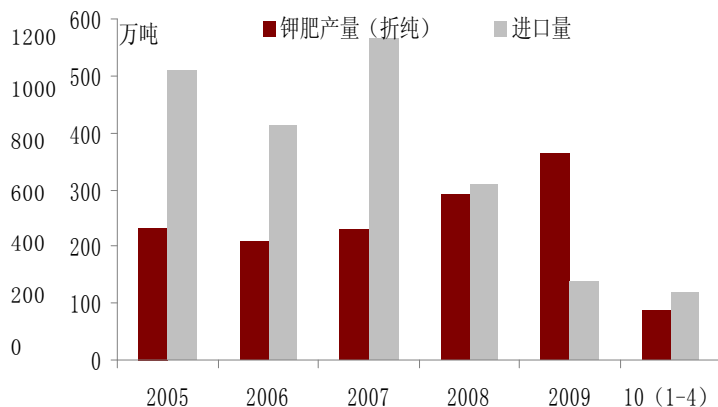
钾肥: 我国钾肥需求量和消费量差异的弹性将阻止钾肥价格回到曾经的高点。过去两年钾肥价格的高企对需求的抑制显而易见, 随着国际钾肥价格从 08 年 11 月份 980 美元/吨的位置上回落, 10 年我国与 BPC 的钾肥进口价格定在到岸价 350 美元/吨的位置。10 年前四个月我国进口钾肥 (折纯, 下同) 约 118 万吨, 同比增长 34%, 恢复到 08 年同期的水平。考虑到钾肥价格和需求的负相关关系, 尤其是我国钾肥进口量对价格的高度敏感性, 同时近年来我国钾肥产能的快速扩张, 我们认为未来中国因素对钾肥价格的拉动作用将逐渐减弱, 下半年国内钾肥的价格将维持在目前的水平。对于盐湖钾肥而言, 我们更多的关注其合并之后产能的提升。

图6: 国内外钾肥价格变动



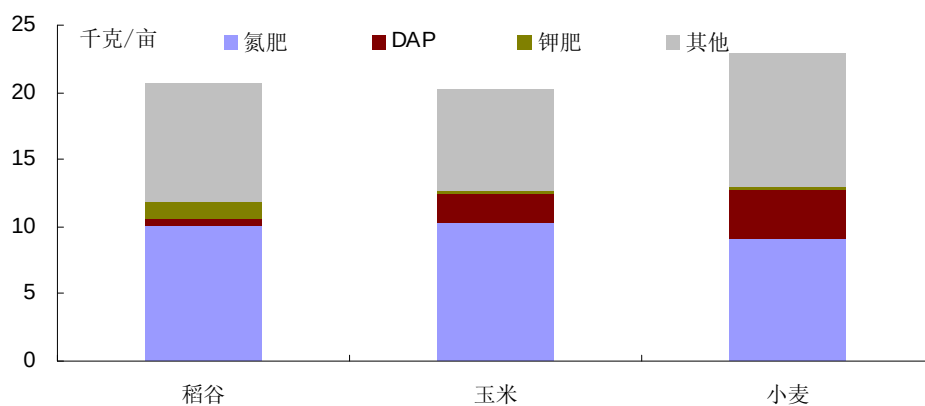
资料来源: 百川资讯, Bloomberg, 招商证券

图7: 我国近年钾肥(折纯)产量及进口量



资料来源: 国家统计局, 招商证券

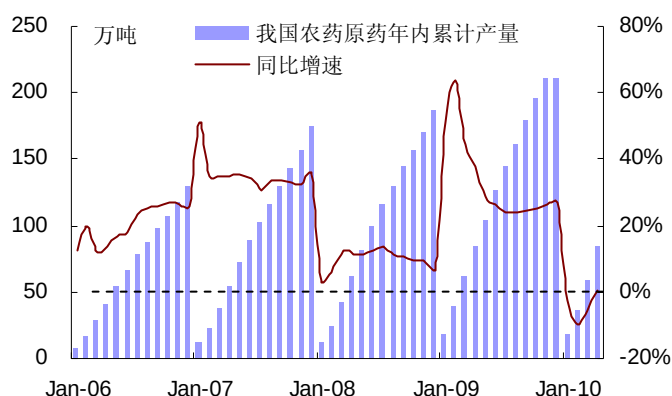
图8: 主要粮食作物种植过程中各种化肥的平均施用量



资料来源: 发改委 2008 年农作物成本调查, 招商证券

农药: 受持续干旱等因素影响, 我国 2010 年 1~4 月农药原药累计产量同比增长仅 0.5%, 为 05 年 5 月以来的低点, 部分农药行业上市公司一季报低于预期, 但我们认为, 随着干旱的逐步缓解, 各种病虫害将陆续出现, 国内农产品价格的上涨也将进一步刺激农民的积极性, 我们判断下半年对农药尤其是杀虫剂的需求将会出现较明显的恢复, 预计杀虫剂类生产企业将会从中受益, 技术壁垒较高和订单稳定的外向型农药原药或中间体生产企业、轻资产的品牌化农药销售企业的运营状况预计将在下半年率先恢复, 相关公司可关注诺普信、利尔化学、联化科技和扬农化工。

图9: 2010年1-4月农药行业增速下滑至近年低点



资料来源: CEIC, 招商证券

图10: 全国批发市场小麦平均价格



资料来源: 国家粮食局, 招商证券

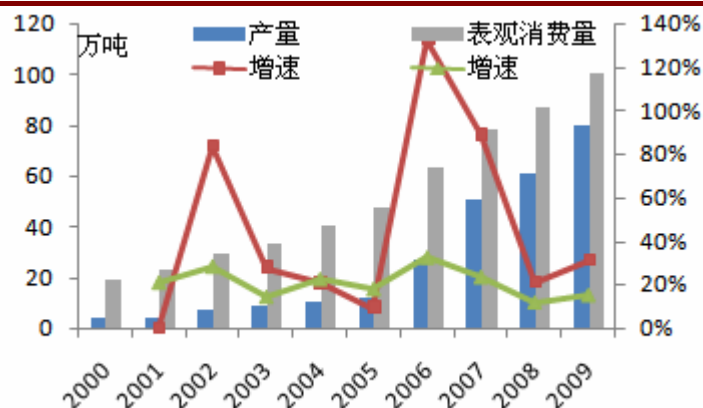
(2) 聚氨酯产业链

聚氨酯相关产业链的最终产品为硬泡、软泡、TPU、PU 革和氨纶等，应用的范围也覆盖到了经济生活的方方面面。从上市公司的角度来看，相关产品主要为聚氨酯上游原材料，如 MDI、TDI、BDO、硬泡组合聚醚、环氧丙烷等。

MDI: 今年以来国内 MDI 需求相对旺盛，烟台万华一季度的 MDI 供应仅能满足其订单需求的 8 成左右，国内其他 MDI 生产厂商的情况也大致如此。从有统计数据的进出口数据来看，10 年 1-4 月份 MDI 进口量 17.1 万吨，同比增长一倍，出口量 6.8 万吨，同比增长 52%。这一方面是由于去年的基数较低，另一方面则主要由于今年以来国内 MDI 需求的旺盛。

近期万华的 MDI 毛利率将稳定在 30% 左右；长期来看由于全球产能的扩张，MDI 的盈利能力将逐渐下降。由于国外 MDI 需求的相对疲软，MDI 全球定价的特性决定了国内 MDI 的价格无法因国内需求的旺盛而持续上扬。

图11: 我国近年MDI的产量与表观消费量



资料来源: 招商证券

图12: MDI价格走势及价差



资料来源: 百川资讯, 招商证券

随着万华宁波二期在四季度的投产，预计 2011 年我国 MDI 将由净进口转为微量的净出口。由于到 2012 年全球仅有万华宁波二期 MDI 项目投产，同时考虑到全球经济的走势，未来两年全球 MDI 的供求关系将处于基本平衡的状态。但是，2012 年之后全球新增的 MDI 产能将主要集中在我国，其他的仅有拜耳在欧洲规划 40 万吨和锦湖三井扩产 8 万

吨的项目。此后我国也将确定性的由 MDI 净进口国变为净出口国。

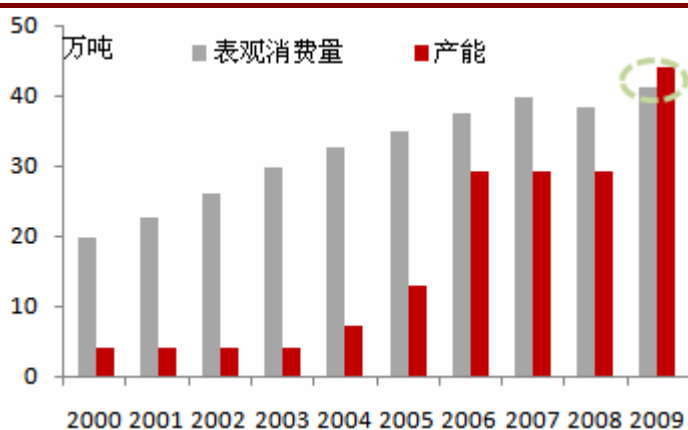
表 3: 我国MDI的产能及扩张情况

单位: 万吨	产能	未来扩产计划	备注
烟台万华	20	60	老厂搬迁新建, 预计 13 年一期 30 万吨投产
宁波万华	30	30	二期工程, 预计 2010 年四季度投产
上海亨斯曼	24	24	规划 2014 年投产
上海拜耳	35	—	—
巴斯夫重庆	—	40	2013 年机械竣工, 2014 年商业运营
总计	109	154	

资料来源: 招商证券整理

TDI: 未来同样受困于国内产能的大幅扩张。去年下半年全国共投产 15 万吨的 TDI 产能, 目前国内 TDI 的总产能在 44 万吨/年左右, 同时今年年底拜耳上海 25 万吨/年的 TDI 项目也将建成。从进出口数据来看, 1-4 月 TDI 进口 3.9 万吨, 同比微增 4%, 出口 0.23 万吨, 尚未恢复到 09 年以前的水平。

图13: 我国近年TDI的产量与表观消费量



资料来源: 招商证券

图14: TDI价格走势及价差



资料来源: 百川资讯, 招商证券

表 4: 我国TDI的产能及扩张情况

单位: 万吨	产能	未来扩产计划	备注
甘肃银光	10	—	09 年 12 月扩产 5 万吨
北方锦化	5	—	09 年 8 月投产
沧州大化	8	7	09 年 8 月新建 5 万吨, 即将开工建设 7 万吨项目
蓝星太原	3	—	
烟台巨力	2	4.5	10 年 3 月开工建设 4.5 万吨项目, 预计 12 年投产
巴斯夫上海	16	—	
拜耳上海	—	25	预计 10 年年底建成
烟台万华	—	30	老厂搬迁项目
合计	44	66.5	

资料来源: 招商证券整理

BDO: 4 月份以来国内 BDO 装置开工不稳推动价格走高, 下半年价格将有所回落。近期由于国内 BDO 装置开工不稳, 5 月份整体开工率仅有 55%, 市场需求相对偏紧, 再加上目前有山西三维 7.5 万吨电石法装置停车检修, 未来还有南京蓝星等装置要停车检

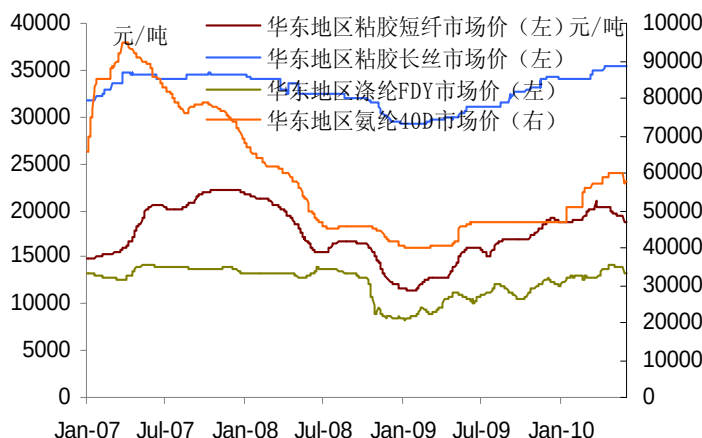
修。受以上因素影响，预计短期内国内 BDO 价格仍会维持高位。但是随着去年南京蓝星、云维、陕化和涪洲湾氯碱等装置的投产，我国目前 BDO 的产能已达到 37 万吨，产能过剩开始显现，预计随着下半年各厂家 BDO 装置开工率的提升，BDO 的价格将会有所回落。另外预计 10 年、11 年和 12 年的新增产能还将分别达到 7.5、15.5 和 36 万吨，我国 BDO 产能过剩已成定局。

(3) 化纤及纺织化学品

化纤：上半年，纺织行业景气度较高，2010 年 1~4 月，我国服装、布和纱累计产量同比分别增长 58.5%、27%和 18%，但近期油价的回落和欧洲主权债务危机开始打压化纤的价格预期，涤纶、氨纶纤维价格已现下行趋势，虽然在 09 年棉花大幅减产刺激下持续上涨的棉花价格目前已远超历史平均水平，但棉浆粕、粘胶短纤仍出现下滑，粘胶长丝价格也基本保持稳定状态，未再随棉价上行。总体判断，今年化纤行业的需求将保持平稳，但传统化纤企业的业绩难有超预期表现，但有差别化、功能化的高附加值纤维产品的公司业绩仍较有保障，**相关公司可关注烟台氨纶。**

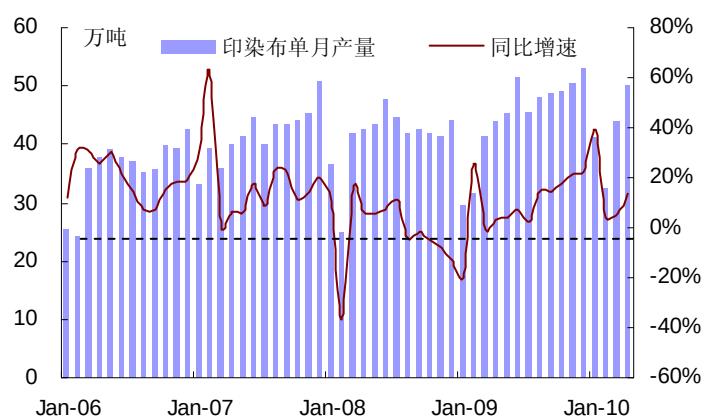
染料、印染助剂：2010 年 1~4 月，我国印染布和染料累计产量同比增长 14.5%和 20.8%，主要由于去年一季度受金融危机影响行业过于低迷，目前行业景气程度已经恢复至正常水平，虽然下半年国内和全球宏观经济存在不确定性，但是染料和助剂行业在产业链上较为靠近纺织品的终端消费，具有较强的抗周期能力，而较为良性的竞争格局和不断提升的市场集中度将使龙头企业在下半年仍保持较好的利润水平，而产品服务升级、产品线拓展和国际化等众多机遇将是公司业绩超预期的因素，**相关公司可关注浙江龙盛、传化股份、德美化工和安诺其。**

图15：华东地区主要化纤品种价格走势



资料来源：CEIC，招商证券

图16：我国印染布产量及同比增速



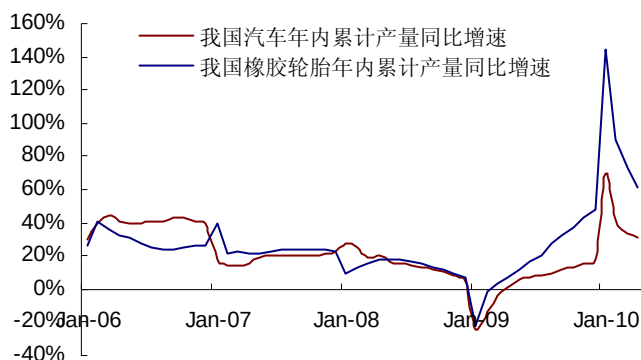
资料来源：Wind，招商证券

(4) 轮胎及相关

轮胎及相关：2010 年 1~4 月，我国橡胶轮胎外胎和子午胎外胎累计产量同比分别增长 31%和 40%，4 月单月轮胎和子午胎产量均创历史新高，这与汽车销售的继续火爆和去年同期景气处在历史低点自然有很大关系。而目前汽车行业库存开始积压，市场普遍预期下半年汽车产销量增速将大幅下滑，招商证券汽车行业研究团队预测今年下半年汽车销量将出现负增长，但全年增速仍将达到 15%，其中重卡销量全年增长将达到 31%，而工程机械受益于已开工的高铁、核电、保障性住房等工程，全年销量增速将在 20%左

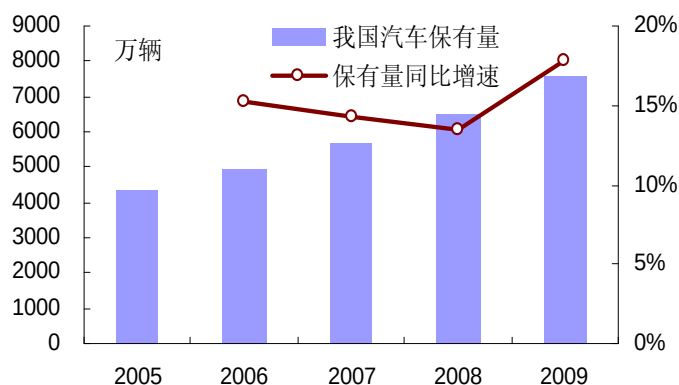
右。因此，我们认为对轮胎行业不必过于悲观：除上述因素外，轮胎消费 70%以上来自替换需求，经过前期（尤其是 09 年）汽车销量的爆发式增长，我国汽车保有量已大幅增加，而轮胎的替换需求相对刚性，因此我们预计下半年，轮胎消费增速即便有所回落，也仍旧能较去年同期有所增长，全年轮胎产量增速在 10%~15%左右，此外，全球宏观经济的不确定性抑制了油价的进一步上涨，而之前连续三年的全球天胶产量出现负增长，而 ANRPC 预计今年的增速将达 6%，供应较为充足，这也将使橡胶价格有所回落，进而减轻轮胎企业的成本压力，与轮胎配套的炭黑行业的情况将与之类似，**相关公司可关注双钱股份、黔轮胎、风神股份和黑猫股份。**

图17：轮胎消费的波动性要小于汽车



资料来源：Wind，招商证券

图18：我国汽车保有量持续高速增长

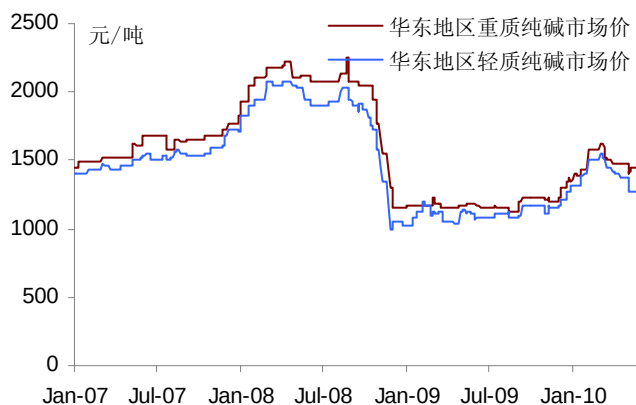


资料来源：公安部交管局，招商证券

（5）纯碱

纯碱：国家对房地产行业的调控打压了玻璃等地产链上相关行业的预期，随着地产调控政策效果的体现，房地产开工面积的下滑将使纯碱的需求相应走弱，目前，纯碱行业的库存已开始增加，而价格正在下滑通道中，预计下半年这种较为低迷的状态将延续。

图19：纯碱价格走势



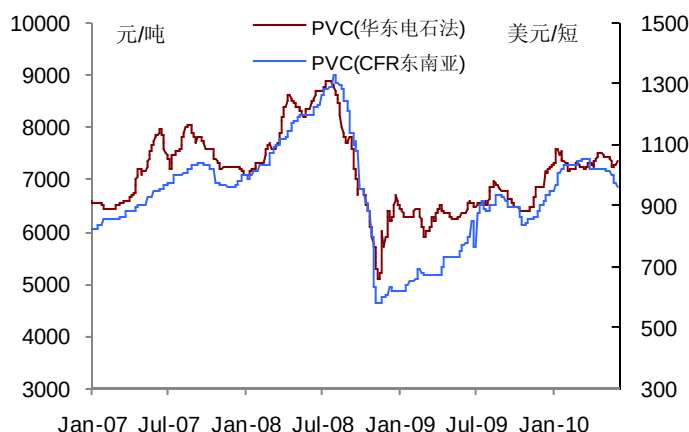
资料来源：Wind，招商证券

（6）氯碱

氯碱：PVC 近 2 个月的单月产量处于五年内的高位，同比增速也保持在 25%以上；上半年华东电石法 PVC 均价保持在 7350 元/吨，同比去年增长 1000 元/吨。近期无论是

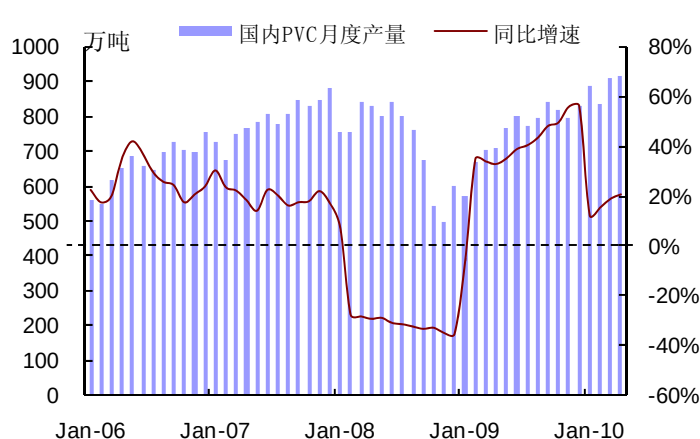
PVC 现货价格还是期货价格均有下跌趋势，我们认为原油价格下挫、地产紧缩政策是主要原因，我们认为 PVC 全年均价将保持在 7200 -7300 元/吨。对于未来行业趋势，虽然短期内中央对地产的严厉调控会影响到产品需求，进而影响 PVC 企业的估值水平；但从长远来看，后续保障性住房的建设，城市化进程的推进将持续推动 PVC 行业的产能扩张，行业的市场份额必然向具备成本优势的一体化企业集中。基于以上，我们看好具备煤炭、电力、PVC 完整链条的企业，其未来以高载能的 PVC 产品赚取资源价格上涨的收益，建议关注中泰化学、英力特。

图20: PVC价格走势



资料来源：百川资讯，招商证券

图21: 我国PVC产量及同比增速



资料来源：Wind，招商证券

二、中期投资逻辑和重点推荐公司

我们认为，在国家力推经济转型、强力调控房地产行业 and 全球经济复苏存在不确定性的背景下，传统化工行业的强周期性使其单纯从子行业角度看将缺乏整体性的机会，上文提及的龙头公司在经历调整后，长期投资价值已经显现，此外，我们重点建议从以下角度把握有望穿越周期的个股投资机会：

- 产品接近终端消费，或者契合消费升级需求的公司
- 能从产业升级和经济转型的大势中受益、产品具备技术优势、服务新颖、或具有模式创新能力的公司，如从事新能源、新材料等相关领域的技术型公司。

1、关注接近终端消费或契合消费升级需求的公司

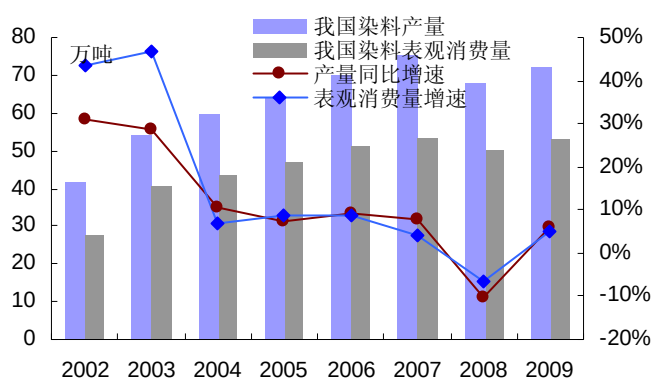
我们认为在经济转型时期，考虑到宏观经济二次回落的风险，化工板块相关的上市公司中与终端消费直接或间接相关的公司将具比较稳定的业绩表现。而其中又可分为两种：一是适应经济转型大局、消费品质提升的消费升级类子行业，如 PU 革行业、高端消费类塑料（膜）行业等；另一种是与传统消费紧密相关的子行业，比如纺织化学品行业等。我们重点关注以禾欣股份为代表的 PU 革相关上市公司、具备同步拉伸 BOPA 膜核心竞争力的沧州明珠、与日用化学品息息相关的外包装制造企业通产丽星等，强烈推荐拉开国际化大幕的染料龙头浙江龙盛。

我们重点推荐以下公司（浙江龙盛）：

浙江龙盛—借德司达拉开国际化和转型大幕，向国际巨头目标迈进

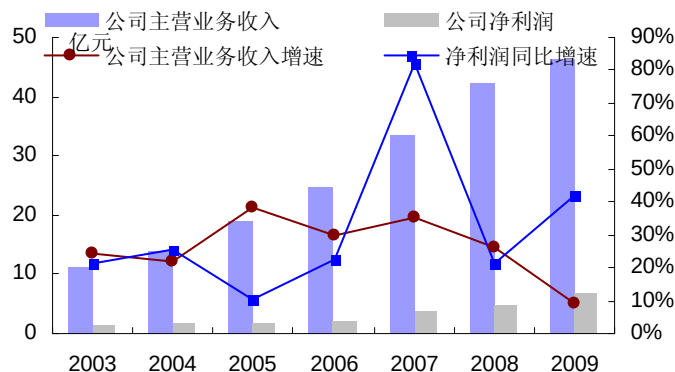
- 首先，染料需求与纺织品等终端消费关系紧密，需求相对刚性，增长与其他化工子行业比，较为平稳；其次，染料行业集中度较高，公司作为龙头企业的提价能力较强，一般情况下，染料盈利稳健，且正凭借产能、工艺、成本和管理的全方位优势进一步提升市场占有率；再次，公司通过在印度扩建活性染料产能率先大规模拓展国际市场，并凭借对染料中间体技术和产能的垄断，在获取高额毛利的同时，扩大产能并向下游拓展产业链，未来中间体业务贡献的毛利将很快超过染料。
- 以上因素都使公司具有较强的抗周期能力，而公司通过认购新加坡 KIRI 公司可转债，转股后预计将取得对全球第一染料巨头德司达控制权，将使公司实现国际化的同时，未来产品服务的技术水平和附加值也获得提升，从而打开了长期的发展空间，未来公司将成为全球首屈一指的染料巨头，并有望成为全球纺织化学品行业的整合者。
- 不考虑并购德司达贡献的收益，10~12 年，预计公司 EPS 分别为 0.64、0.80 和 0.98 元，预计德司达可再贡献公司 11 年 EPS0.25 元以上，我们给予公司“强烈推荐-A”的投资评级。

图22：我国染料行业平稳增长



资料来源：中国染料工业协会、CEIC，招商证券

图23：公司上市以来收入和净利润稳步快速增长



资料来源：招商证券

我们密切关注以下公司（禾欣股份、沧州明珠）：

禾欣股份—契合消费升级新需求的高档 PU 革生产商

- 公司的主要产品是普通 PU 革、高物性 PU 革和超纤 PU 革，募投项目主要用于 1200 万米/年的高物性 PU 革和 280 万米/年的超纤 PU 革，产能分别提高 150%和 140%，其中 280 万米/年的超纤 PU 革已于 09 年投产，目前公司正进行三期亦是 280 万米/年的超纤 PU 革项目。
- PU 革主要用于中高档鞋、箱包、服装和家具产品，超纤 PU 革适用于高档运动服装、鞋、箱包、家具的面料。
- 公司产品的主要应用领域为运动鞋革产品，主要客户包括安踏、鸿星尔克等。在消费升级年代，对消费品的品牌和质量要求逐渐提高，作为公司主要客户的品牌运动鞋厂商是该时代的典型代表。
- 给予公司“谨慎推荐-A”的评级。预计公司 10 年和 11 年 EPS 分别为 1.05 元和 1.30 元，考虑到公司主要面向的国产运动鞋品牌厂商的强势发展，公司产品完全契合消费升级的需求，公司 11 年相对合理的 PE 应为 30 倍，对应的目标价为 39.0 元。

沧州明珠—BOPA 膜和燃气管比翼齐飞

- 公司的主要业务有膜业务和 PE 管道、阀门业务，产品有 BOPA 膜和燃气用 PE 管道、给水 PE 管等。
- BOPA 膜以其高阻隔性广泛应用于食品真空包装、日用化学品外包装阻隔层等领域，是软包装产品中阻隔性能最好的产品，属于相对高档的外包装膜。
- 目前有两条 4500 吨的同步拉伸生产线，公司控股子公司德州东力另有两条 4500 吨的异步双向拉伸线。而全国统计仅有 16 条 BOPA 生产线。
- 国内同步拉伸另外只有佛塑和无锡日本优尼吉可的各一条线。公司是目前全球除日本优尼吉可之外唯一一家具有集成同步拉伸设备能力的厂家，形成公司在 BOPA 领域的核心竞争力！
- 目前给水管占公司管材业务的 20% 不到，在燃气管业务进入稳定期之后，给水管业务将是未来主要的增长点之一。
- 给予公司“谨慎推荐-A”的评级。预计公司 10 年和 11 年 EPS 分别为 0.60 元和 0.74 元，考虑到公司在同步拉伸 BOPA 膜设备系统集成方面的技术垄断性和产能扩张的可复制性，公司 11 年 20 倍的 PE 相对合理，对应的合理价为 15 元。

2、关注受益于产业升级和经济转型的公司

我国产业已到了与国外企业在中高端领域一较高下的临界点，产业升级进行中。近年来，我国经济保持了较高的增速，但是高污染、高能耗、低技术含量的粗放型增长方式已到了转型的阶段，为实现可持续发展的目标，大力发展高技术、精密化、高附加值的产业，升级产业结构，转变经济增长方式，将成为未来我国经济发展的重点。

在产业升级的大进程中，化工企业中有这么几类公司将是未来的胜利者：一是在全球低端产业向我国转移之后，那些已经具备承接中高端产业转移技术实力和综合能力的企业，它们将向国外企业发起直接挑战；另一类则是随着新兴产业的壮大而发展起来的相关附属行业。比如其中的新纶科技、普利特、回天胶业、多氟多、当升科技、鼎龙股份、利尔化学、联化科技等。最后还有一类则是我国自身技术进步或是模式创新出现的新事物，比如烟台氨纶的芳纶、诺普信的农药销售模式。

我们重点推荐以下公司（新纶科技、普利特、烟台氨纶）：

新纶科技—顺应产业升级大势，分享洁净室行业“一站式”龙头成长

- 推动产业升级和经济转型，发展微电子、光电子、军工、航空航天和生物制药、精密机械等高技术、精密化和高附加值的先进制造业是大势所趋势，而与先进制造业密不可分的防静电/洁净室行业必将显著受益。
- 公司作为国内洁净室行业龙头企业，具有涵盖耗品、工程设计与建造和超净清洗的强大的“一站式”解决方案提供能力，发展十分迅速，成为该行业的首家上市公司使其在资金实力、规模和品牌上进一步拉开了与竞争对手的差距，抢先在全国大规模拓展高毛利的超净清洗连锁服务更体现了公司的模式经营模式创新能力，加上募投项目的投产，公司未来几年将保持高速增长。
- 预计 10~12 年的 EPS 分别 0.77、1.25 和 1.73 元，给予“强烈推荐-A”的投资评级。未来众多获巨额投资的 TFT-LCD 项目的投建和运营以及医药行业新版 GMP 的实施

都将为该行业带来更加巨大的市场空间。

表 5：我国已经或即将开工建设的 8 代以上 TFT-LCD 液晶面板项目

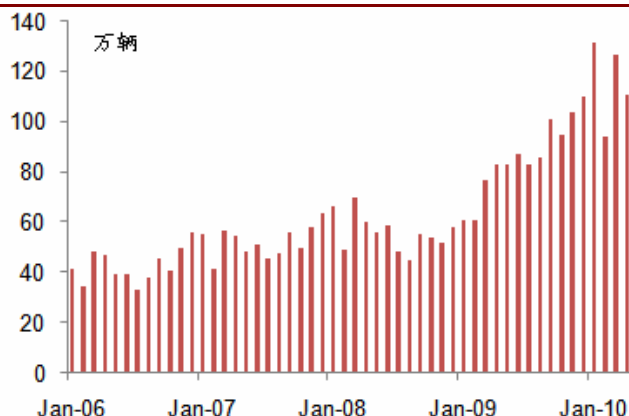
项目	投资额
韩国 LG 在广州开发区投建 8 代线	40 亿美元
夏普将在南京建设 8 代线	300 亿元
三星与苏州市政府计划兴建 8 代线	220 亿元
龙腾控股与昆山开发区共建飞龙光电 8.5 代线	230 亿元
奇美与佛山广新光电拟建设 8.5 代线	236 亿元
京东方在北京建设 8 代线	280 亿元
华晶光电在深圳建设 8.5 代线	245 亿元

资料来源：招商证券整理

普利特—产品量价齐升，期待在全国复制长三角的成功

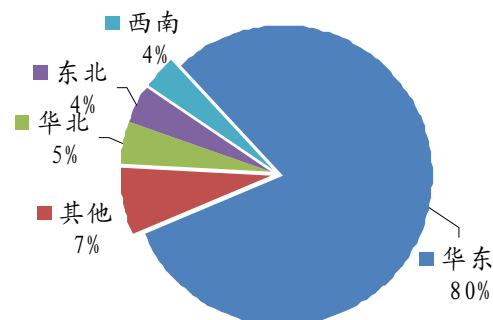
- 10 年公司改性塑料产品量价齐升。公司近两个月的订单均在 4000 吨左右，预计公司 10 年的月均订单量将能达到 4500 吨左右，10 年的订单量同比去年仍将会有超过 60% 以上的增速。以原材料成本为基准的定价方式将保证今年改性塑料产品价格的同比上涨。
- 公司正常的毛利率水平将保持在 20-25% 区间。价格跟随的定价策略赋予公司间接等同于 BASF、DOW 等跨国公司的议价能力，而公司产品技术含量的提高及规模的持续扩大也将有效稳定公司毛利率水平。
- 在其他区域复制公司在长三角内饰用改性塑料领域的成功！公司目前的销售主要集中在以苏浙沪为主的华东地区，而长三角汽车产量仅占全国产量的 20%。
- 汽车行业增速的下滑对公司的影响无需担心！从历史数据看，4 月份汽车销量的环比下降，属于年内正常的季节性调整。正常情况下汽车上游的改性塑料盈利水平相对比较稳定。
- 公司目前正处于 TCLP 产业化的关键阶段。我们预计 1-2 年公司将规划建设 1000-2000 吨/年的产能；3-5 年规划建设 5000-10000 吨/年的产能。公司 TLCP 定价将在 8-10 万元/吨，毛利率将达 45% 以上。
- 给予“强烈推荐-A”的评级。考虑到公司下游汽车行业在消费升级时代的高成长性，中长期内公司具备高速成长的动力。公司 TLCP 产品的成功产业化将赋予公司实至名归新材料的内涵。公司 10、11 年的 EPS 分别为 1.10 和 1.52 元，11 年相对合理的 PE 应在 30 倍左右，据此给予公司“强烈推荐-A”的推荐评级，目标价 46.0 元。

图 24: 历年乘用车月销量



资料来源: CAAM, 招商证券

图 25: 公司华东地区收入占比80%以上 (苏浙沪为主)



资料来源: 公司定期报告, 招商证券

烟台氨纶

- 公司在差异化纤维领域具有突出研发能力, 且未来将不断的有新的高附加值产品产能投产, 目前公司有 2.3 万吨普通氨纶和 4500 吨芳纶 1313 产能, 继 10 年 3 月份 2000 吨医用氨纶产能投产后, 预计 10 年 10 月又将有 3000 吨医用氨纶产能投产, 11 年 6 月预计还将投产 0.7 万吨舒适性氨纶, 而技术壁垒极高的芳纶 1414 预计也将在 11 年二季度投产, 届时将打破国际巨头的垄断。
- 给予公司“强烈推荐-A”的评级。我们预计公司 10~12 年的 EPS 分别为 1.34、1.83 和 2.31 元, 公司不断扩大的高附加值产品线正使公司的抗周期能力大大强于普通的化工类企业, 以技术为根基的持续增长能力尤其值得投资者在弱市中关注, 给予“强烈推荐-A”的投资评级。

我们密切关注以下公司 (鼎龙股份、回天胶业、多氟多、当升科技):

鼎龙股份—走向彩色, 麻雀变凤凰故事的开始

- 电荷调节剂 1500 吨募投项目年底投产, 未来几年产能逐渐释放。10 年销量将由 270 吨增至 378 吨, 寄望成功进入日本主流碳粉生产企业的采购目录。公司在日本以外的全球其他地区的市占率在 20% 左右, 在日本还处于起步阶段, 而日本的需求占全球需求的 60-70%, 未来日本市场增长潜力巨大。
- 彩色聚合碳粉市场容量巨大, 毛利率在 50% 左右。保守估计目前全球彩色聚合碳粉的需求量在 4 万吨左右, 以主流价格 50-60 万元/吨计, 市场容量在 200-240 亿元。目前彩色聚合碳粉需求增速在 10% 以下, 其中兼容彩色聚合碳粉的份额在 20% 左右, 增速在 50% 以上。
- 公司彩色聚合碳粉前景可期。目前公司的 100 吨彩色聚合碳粉装置已进入试生产状态, 产品处于测试中。顺利的话按计划 1500 吨的彩色聚合碳粉募投项目将在 11 年下半年投产, 设备选型已完毕。公司未来将首先主打兼容彩色聚合碳粉, 然后是不生产彩色聚合碳粉的机器厂商如 HP 等。
- 密切关注但暂不予评级。考虑到公司彩色聚合碳粉的高盈利性和不确定性, 在暂不考虑其对业绩贡献的情况下, 预计 10 年和 11 年公司的 EPS 分别为 0.81 元和 1.20 元,

11 年 40 倍 PE 对应的股价 48 元左右应该是公司股价的安全边际。而彩色聚合碳粉项目在顺利的情况下达产后对 EPS 的贡献保守估计将在 4.0 元左右，公司该部分的股价将随项目的最新进展而变动。

回天胶业

- 预计 10 年公司有机硅胶粘剂和聚氨酯胶粘剂的有效产能将各增加 1250 吨左右，销量分别增长 48%和 300%。
- 聚氨酯胶粘剂随高铁“起飞”。目前我国在建的高速铁路有 1 万公里,今年铁道部准备投入 7000 亿元到高速铁路的建设中来,计划新线投产 4613 公里。每一公里对聚氨酯胶粘剂的需求为 7 吨，每 10 年需维修一次。公司将在已有募投项目 5000 吨/年聚氨酯胶粘剂之外再上 5000 吨/年的新项目以满足迅速增长的高铁需求。
- 有机硅胶粘剂将继续保持在大中型车制造和维修领域用胶的龙头地位，保持稳定的增长；而在太阳能、风能和电子封装领域迅速增长。
- 给予公司“谨慎推荐-A”的评级。预计公司 10 年和 11 年的 EPS 分别为 1.20 元和 1.55 元，按 11 年 40 倍 PE 计，公司股价的合理价位在 62 元。

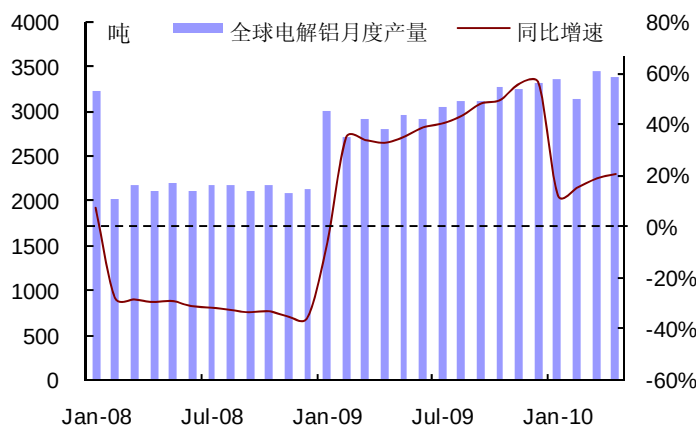
多氟多—氟化盐龙头，六氟磷酸锂新贵

公司目前从事高性能氟化盐产品的研发、生产和销售业务，主要产品包括冰晶石、氟化铝、白炭黑及其他无机氟化物，其中冰晶石 6 万吨，氟化铝 6 万吨，白炭黑及其他无机氟化物 1 万吨，氟化盐产能位居全球首位。作为电解铝的助熔剂，氟化盐能够降低电解温度，有利于氧化铝的电解，降低电解过程的能源消耗。

我们看好公司的主要原因在氟化盐主业增速稳定，借助六氟磷酸锂业务迎来未来的爆发性增长：

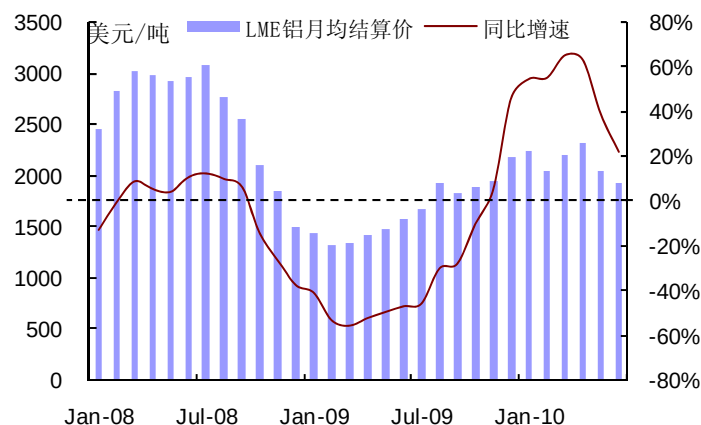
- 从全球看，全球电解铝行业复苏势头明确，铝价一路上扬，我们估测今年电解铝开工率将回归至 85%左右，对应产量为 3850 万吨，相应消费氟化盐 115-120 万吨，而全球电解铝产量增量绝大部分来源于中国，这给中国氟化盐企业带来扩张机会。我们预测 2010 年全球氟化盐整体消费量在 130 万吨左右，同比增长 10%左右，开工率 92%；

图26：全球电解铝月度产量保持增长



资料来源：IAI 国际铝业协会、招商证券

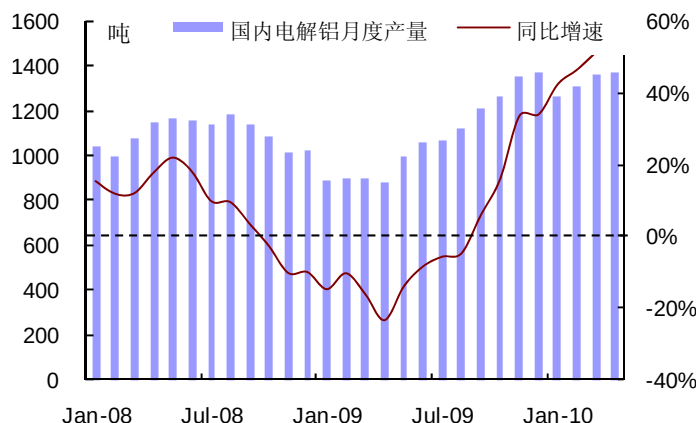
图27：LME铝现货结算价同比保持增长



资料来源：Wind，招商证券

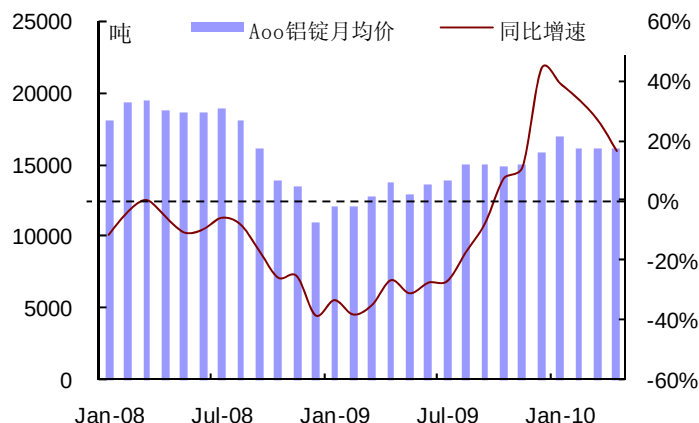
从国内情况看，中国铝业预测 2010 年国内电解铝产量增速在 27%，产量达到 1650 万吨，相应氟化盐消费在 49.5 万吨。即使假设出口不变，2010 年国内氟化盐需求量也将近 67 万吨。从过去 8 年的电解铝产量复合增速（20%）来看，行业充分受益于城市化带来的建筑用铝以及基础设施建设用铝增长，而我们估测电解铝行业仍将保持 10%-15% 的增长，搭载电解铝行业便车，氟化盐行业将保持 10%-15% 的同比例增长。

图28：国内电解铝产量保持高位



资料来源：Wind、招商证券

图29：国内铝锭价格同比保持增长



资料来源：Wind、招商证券

- 公司冰晶石工艺采用自主创新研发的氟硅酸钠法、氟铝酸铵法、粘土盐卤法、含氟废渣再生法等拥有自主知识产权的新工艺不仅能够实现废物利用，符合国家节能减排号召，而且成本具备优势，盈利性好。无水氟化铝技术更有利于电解铝工业的节能减排，也更有利于氧化铝的电解和电解铝企业的环境保护。凭借氟化盐产品的技术与成本优势，我们相信公司在目前主业上看，未来将获取超越行业平均水平的成长速度。
- 六氟磷酸锂是目前商品化锂离子电池中使用的最主要的电解质锂盐，但其生产难度大，仅有日本少数企业可以规模化生产。目前日本产品价格在 40 万元/吨左右，成本在 8 万元/吨左右，盈利能力惊人。公司凭借在六氟磷酸锂领域有的专利，并通过从德国引进技术（已在台塑有工业化应用先例），进行集成创新，已经具备生产这一产品的技术能力。另外公司在氟化工领域积淀了深厚的技术基础，可以保证其上游氟化氢原料的纯度和供应。目前公司已建成 2 吨的生产线，生产出来的六氟磷酸锂游离氢氟酸纯度在 80-120ppm（国家标准在 150ppm），水分在 100ppm 左右，产品质量达标。公司预计 3 季度末投产 20 吨及 200 吨的生产线，项目成功后，公司将完成由无机氟化工向精细氟化工的华美转身。
- 我们预计公司 10，11，12 年 EPS 为 1.14，1.70，2.02 元，氟化盐 10，11 年贡献业绩为 1.05 元，1.38 元，六氟磷酸锂业务 10，11 年贡献业绩为 0.09 元，0.31 元，按照 11 年氟化盐 25 倍、六氟磷酸锂 50 倍估值，公司合理价格为 50 元，后续六氟磷酸锂的能否顺利投产是公司估值提升的关键。

当升科技—锂电正极材料的王者

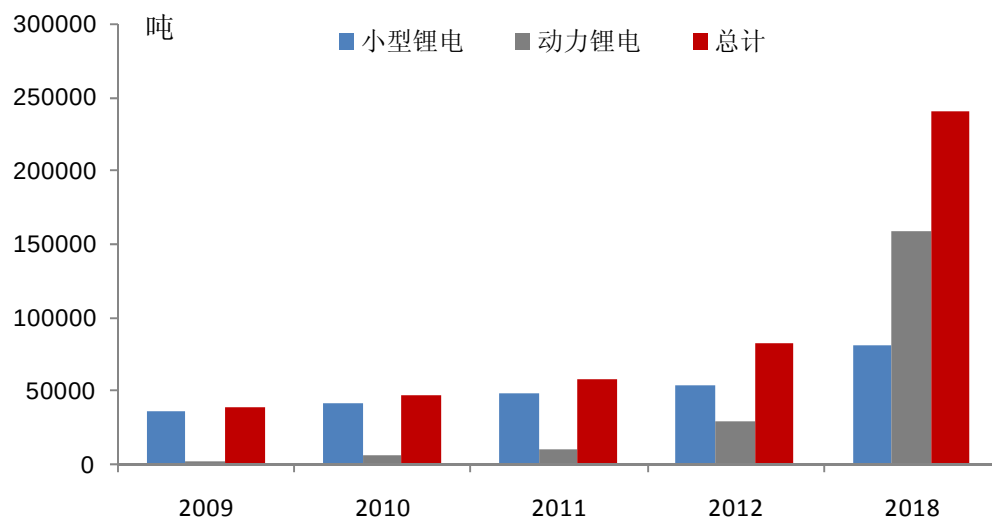
公司主要从事钴酸锂、多元材料及锰酸锂等小型锂电、动力锂电正极材料的研发、生产和销售业务，是国内领先的锂电正极材料专业供应商。2009 年公司钴酸锂销售量为 2444 吨，占全球 10% 左右的市场份额；同时公司看到未来新能源汽车给动力锂电带来巨大的成长空间，本次通过募投项目进军锰酸锂和三元材料领域，目前锰酸锂与三元材

料也已经在公司的主要客户中进行认证和推广,由于这些与公司保持紧密合作的大型锂电企业也是未来动力电池的主要生产企业,因此目前在小型锂电领域对这些大客户进行的锰酸锂产品认证和推广工作可以有效促进动力锂电用锰酸锂产品的推进。

我们看好公司的原因有以下几点:

- 未来十年,锂电正极材料行业在动力锂电的带动下,将保持 23%复合增速,其中小型锂电将维持 10%左右的增速,动力锂电未来十年复合增速在 60%左右;

图 30: 未来十年全球锂电正极材料复合增速23%左右



资料来源: IIT, 招商证券

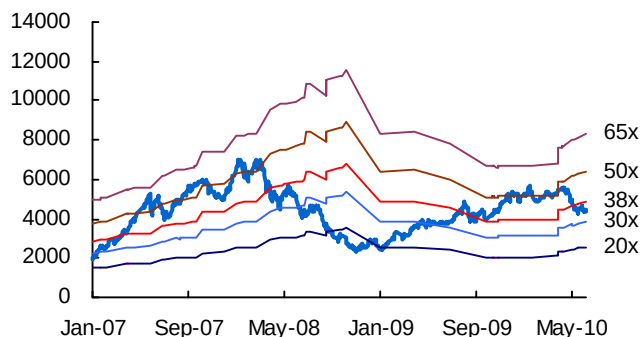
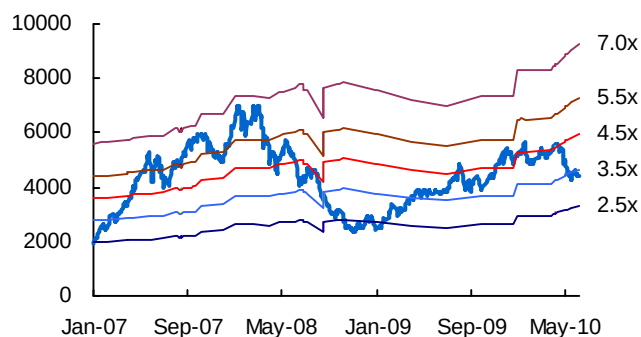
- 公司在技术水平以及客户资源方面优势突出: 公司是目前国内外少有的同时拥有前驱体制备技术和火法烧结工艺技术两段关键技术的关键材料供应商; 同时凭借产品质量和技术优势, 公司成功成为国际大型锂电池企业的正极材料供应商, 目前国际前 6 大锂离子电池中有 5 家是公司客户; 3) 公司的技术优势不仅体现在现有产品的成功, 而且一直致力于开发新材料, 目前公司磷酸亚铁锂实验室小试已经完成, 争取明年中期完成中试。磷酸亚铁锂作为未来最有希望的动力锂电正极材料之一, 这一材料的顺利产业化必将给公司带来一片新的成长空间。
- 我们相信公司将凭借技术优势, 客户渠道优势可以把握正极材料产业向国内转移的趋势, 未来不仅能够扩大钴酸锂的市场份额, 而且能够在动力锂电领域复制目前钴酸锂的成功, 我们保守估计未来锰酸锂和三元材料全球市场占有率在 10%左右, 依此我们预计公司 10, 11, 12 年 EPS 为 1.07, 1.73, 2.21 元, 按照 11 年 40 倍估值, 公司合理价格为 70 元。

而具备突出技术优势和稳定的订单获取能力的农药企业利尔化学, 以及轻资产运营模式、且门店迅速扩张中的农药制剂、销售企业诺普信亦是下半年重点关注的对象。

三、行业及重点公司评级

维持基础化工行业“推荐”的评级。考虑到二季度基础化工尤其是传统化工上市公司二级市场出现大幅的回调, 目前其股价已基本反映了市场对其下半年景气度下调的预期。我们认为在预期充分下调的情况下, 随着下半年保障性住房的大量开工及外围经济的企

稳，部分基础化工上市公司将逐渐显现投资的吸引力；而化工行业又是新兴子行业和公司充满崛起机会的行业，这些投资亮点不容错过，故维持“推荐”评级。

图31: 基础化工行业历史PEBand

图32: 基础化工行业历史PBBand


资料来源：招商证券研发中心

表 6: 重点A股基础化工公司估值一览

股票代码	股票名称	股价	EPS			PE			PB (MRQ)	市值 (亿元)	评级
			09A	10E	11E	09A	10E	11E			
600352	浙江龙盛	10.96	0.46	0.64	0.80	24	17	14	3.5	161	强烈推荐-A
002341	新纶科技	31.88	0.48	0.77	1.25	67	41	26	4.1	23	强烈推荐-A
002324	普利特	35.75	0.71	1.10	1.52	50	33	24	4.7	48	强烈推荐-A
002258	利尔化学	19.62	0.50	0.62	0.81	39	32	24	5.0	40	强烈推荐-A
002254	烟台氨纶	38.45	0.42	1.34	1.83	92	29	21	4.1	63	强烈推荐-A
300054	鼎龙股份	58.20	0.65	0.81	1.20	90	72	49	6.3	35	—
600309	烟台万华	18.69	0.64	0.87	1.22	29	21	15	6.4	311	审慎推荐-A
000422	湖北宜化	15.93	0.44	0.98	1.21	36	16	13	3.8	86	审慎推荐-A
300041	回天胶业	53.32	0.77	1.20	1.55	69	44	34	4.5	35	审慎推荐-A
002092	中泰化学	20.89	0.13	0.19	0.90	156	110	23	2.6	161	中性
000635	英力特	12.65	0.27	0.69	1.14	47	18	11	2.7	22	审慎推荐-A
002343	禾欣股份	28.97	0.88	1.05	1.30	33	28	22	2.9	29	审慎推荐-A
002108	沧州明珠	13.92	0.61	0.60	0.74	23	23	19	4.6	23	审慎推荐-A
002215	诺普信	30.84	0.62	0.90	1.45	50	34	21	6.0	68	审慎推荐-A
002407	多氟多	51.44	0.73	1.14	1.70	71	45	30	4.0	55	—
300073	当升科技	67.35	0.50	1.07	1.73	134	63	39	6.6	54	—

资料来源：招商证券

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

廖振华: 上海交通大学生物化学专业硕士，现为招商证券基础化工行业分析师，两年化工行业研究经验。

李荣耀: 上海财经大学数量经济学硕士，同济大学高分子材料学士，两年化工行业研究经验，2010年4月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师。

张啸伟: 南开大学国际经济研究所世界经济硕士，天津大学化学工程与工艺学士，2010年4月加盟招商证券，现为招商证券基础化工行业分析师。

袁孝锋: 复旦大学理学学士、管理学硕士，现为招商证券石油化工行业分析师，获《新财富》2009、2008、2007 年最佳分析师石油化工第二名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。