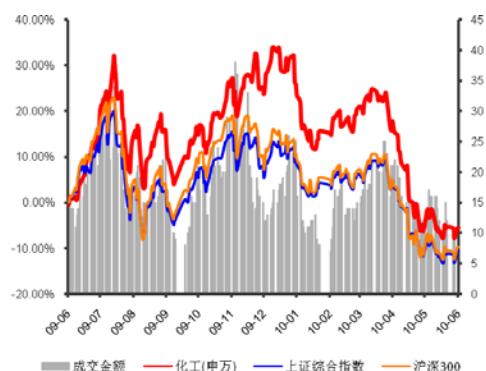


中性(维持)

市场数据

申万化工指数	2230
三个月涨跌幅	-20%
上证综合指数	2582
沪深 300 指数	2779

相对股价表现



相关研究

2010 年二季度化工行业策略报告

分析师:

李项峰 证书编号 S0120209080060

傅用增

8621-68761616-8678

fuyz@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

紧追经济结构转型，挖掘新材料机会 —2010 年下半年化工行业投资策略

报告摘要:

行业回顾和展望: 尽管基础化工产品价格和行业开工率已从金融危机引发的动荡中逐步恢复，但是行业整体盈利能力仍在底部徘徊。基础化工产品下游房地产受制于国家调控、纺织受制于出口下滑，农业保持稳定增长，汽车未来增速将有所下滑。放缓的需求增长和快速的产能释放挤压了利润空间，行业的盈利回升需要等待去产能化和宏观经济的复苏。未来较长一段时间内会出现资产品泡沫和下游产品通缩并存的局面，即意味着上游的石油、天然气和煤炭等原料价格维持高位，化工下游产品价格低迷。我们给予行业“中性评级”

紧追经济结构转型，挖掘新材料机会: 中国经济处在结构转型过渡期，国家竭力扶持新能源、新材料、新医药、节能环保、航空航天等产业发展，化工新材料是这些产业的重要原料基础，投资应跟随未来新兴产业发展动向，洞察产业发展引起的需求变革。我们看好中国的高铁建设以及高铁技术向世界进军前景、节能环保、电子消费和新能源。

- ◆ 中国政府主导投资在应对金融危机占据重要角色，高铁依靠高效、绿色、节能等，短期拉动经济和就业，长期利国利民，政府会不遗余力的加速推进，服务于高铁轨道建设的回天胶业（300041）迎来快速发展机会。
- ◆ 中国二十年粗放式经济发展对环境造成了严重的破坏，环保逐渐提上议程，不仅新项目要符合环保要求，老项目也必须整改，环保在中国依然处在起步阶段，三维丝（300056）、三聚环保（300072）和万邦达（300055）值得长期关注。
- ◆ 电子产品消费带动锂电池需求量保持快速增长，电动汽车的推广又将刺激锂电池行业爆发性增长。锂电池材料的生产是未来的电池发展方向，建议关注市场先发优势和壁垒的公司，重点关注新宙邦（300037）、多氟多（002407）。

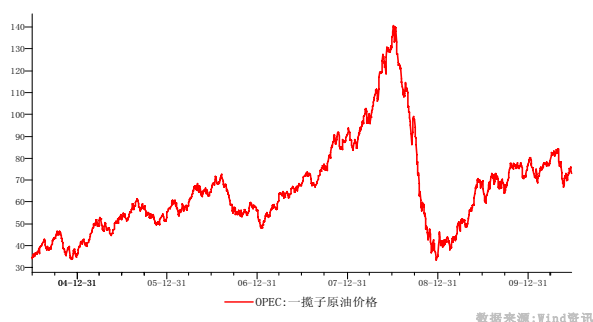
估值、估值还是估值: 我们看淡基础化工，看好新材料，并不意味着我们情有独钟于新材料、完全抛弃基础化工，我们强调新材料高估值的风险和基础化工潜在的低估机会。高成长公司的高估值过度透支了未来的高成长，使得投资吸引力下降，我们唯一可以做的便是等待，等待合理价格的出现，以合理的价格买入高成长的公司，享受复利的伟大。另一方面，我们也将持续关注基础化工行业中的成本优势企业，当这些企业失宠于市场被过度抛售时，价值投资的机会也将显现，我们将持续关注行业龙头华鲁恒升（600426）、烟台万华（600309）。

1. 行业回顾和展望:

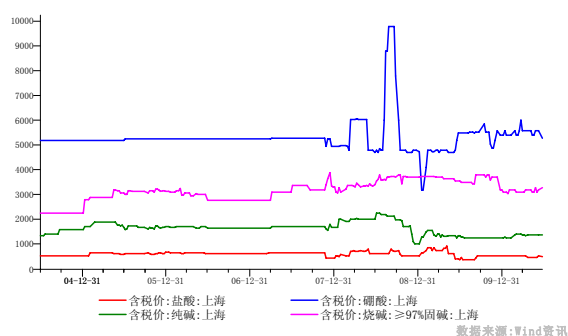
国内主要化工产品价格一季度呈现普涨格局, 5 月份国内石油和化工行业运行总体呈现出放缓的态势。油气生产仍较快增长, 但重点大类化工产品的生产增势有所放缓; 大部分产品的价格出现下跌, 部分跌幅较大; 多数企业反映效益情况不佳, 需求难以消化成本压力。

分析化工行业的盈利状况, 一方面要看行业供需情况, 另一方面要关注原油价格。预计下半年原油价格维持在 70-90 美元/桶, 与上半年变化不大。需求方面, 化工主要的下游行业无外乎: 纺织、农业、房地产、汽车, 房地产受制于国家调控、纺织受制于出口下滑, 农业保持稳定增长, 汽车未来增速将有所下滑。放缓的需求增长和快速的产能释放挤压了利润空间, 行业的盈利回升需要等待去产能化和宏观经济的复苏。未来较长一段时间内很可能会出现资产品泡沫和消费品通缩并存的局面, 即意味着上游的石油、天然气和煤炭等原料价格维持高位, 化工下游产品价格低迷。

图表 1 原油价格走势



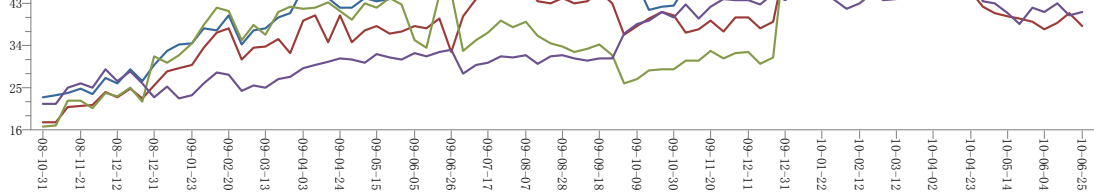
图表 2 化学原料价格



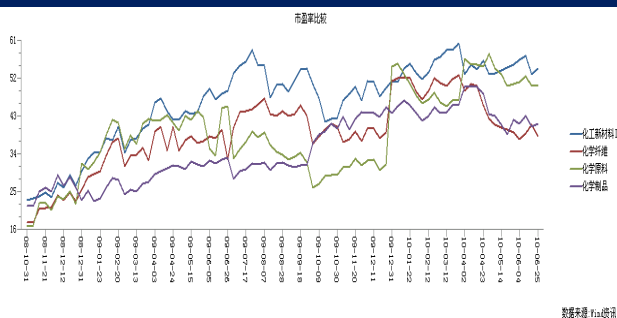
资料来源: Wind

对于下半年的基础化工行业判断, 我们认为产业链格局将延续, 化工产品上游的石油、天然气和煤炭等原料价格维持高位, 中游企业盈利受到两端挤压, 化工下游不再享受 09 年的低成本原材料优势, 毛利率下滑。未来基础化工行业在“去产能化”过程中缓慢复苏, 但短期内下游需求和出口看不到明显复苏的迹象, 基础化工行业将维持在底部徘徊。我们看好原油价格, 看淡基础化工原料的价格反弹, 下游的精细化工会出现分化, 技术壁垒低产品竞争激烈的精细化工品盈利能力将逐渐削弱, 如新安股份的有机硅单体; 而具备技术壁垒或者市场优势的精细化工仍将保持较高的毛利率, 如回天胶业的粘胶剂。

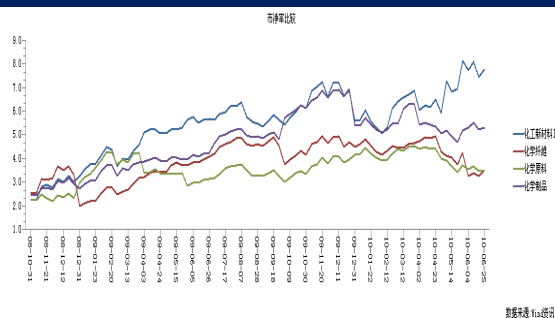
今年上半年基础化工原料化学原料表现相对突出, 其中传统化工新材料股票表现不佳, 上市新股带动交投活跃, 受到了投资者的追捧。基础化工行业的平均市盈率和平均市净率均处在较高的位置, 化工各子行业动态市盈率平均在 25-30 倍, 略高于大盘平均水平。化工股 PB 估值与大盘接近, 均在 3 倍左右, 估值的吸引力不是特别明显。



图表 3 化工行业平均市盈率



图表 4 化工行业平均市净率



资料来源: Wind

2. 紧追经济结构转型，挖掘新材料机会：

中国经济处在结构转型过渡期，李克强总理在《关于调整经济结构促进持续发展的几个问题》明确指出要发展战略性新兴产业，抢占经济科技制高点，要大力发展新能源、新材料、节能环保、生物医药、信息网络和高端制造产业，积极推进新能源汽车。国家竭力推进新能源、新材料、新医药、节能环保、航空航天等产业发展，而化工新材料是这些产业的重要原料基础，2010 年，中国新材料产业的市场规模有望突破 1300 亿元，如果再获得政策方面的大力扶持，将会实现跨越式发展。新材料产业投资可以着眼于以下几个方面：

第一是产品定位。“十二五”期间主要包括现代交通运输、高效清洁能源、环境资源、民生产业、国防领域、智能绿色制造六大方向；与这些产业相关的新材料相关企业要密切关注。

第二是产能过剩与技术创新。要在产能过剩中不断提高技术含量且能接受市场检验的公司，能够把握产业发展规律、整合产业环节并拥有自主知识产权、能做大做强的优质企业是重点关注的对象。

第三是市场需求挖掘。成功的新材料公司不外乎具备以下条件：1）对上游资源垄断的公司；2）具高技术壁垒的公司；3）在行业中可以产生规模效应的公司；4）将上中下产业链重新整合过的公司；5）定位于细分市场，竞争对手少的公司；6）受益于国家新政策，尤其是符合节能环保要求的公司。

投资应跟随未来新兴产业发展动向，洞察产业发展引起的需求变革。从上述几个出发点出发，我们选择高铁建设、节能环保、电子消费和新能源行业相关领域的公司作为突破口。

2.1 高铁建设

低碳经济的核心是提高能源利用效率和创建洁净能源结构，轨道交通是一种典型的低碳运输方式。日本有一个统计，一个人如果坐火车，或坐汽车、或坐飞机，那么他每公里的能耗是多少呢？如果铁路把它定为“1”的话，飞机就是“4”，乘用车是“6”。二氧化碳的排放，铁路是“1”的话，飞机是“6”，汽车是“10”。从全球来看，轨道交通行业将是化解全球环境危机的赢家。现在全球许多国家正大力发展轨道交通。经济危机来到中国，政府必然会拉动内需，而高铁建设则成为这一轮投资的直接受益者。我国的经济和地域特点决定了轨道交通无可比拟的优势。随着我国城市化进程的加快，轨道交通，包括铁路、地铁可以较好地解决目前大城市的“交通病”。我国区域经济发展迅猛，长三角、珠三角、环渤海三大经济圈等等，纷纷建设城际快速通道，也开始把轨道交通作为重点。

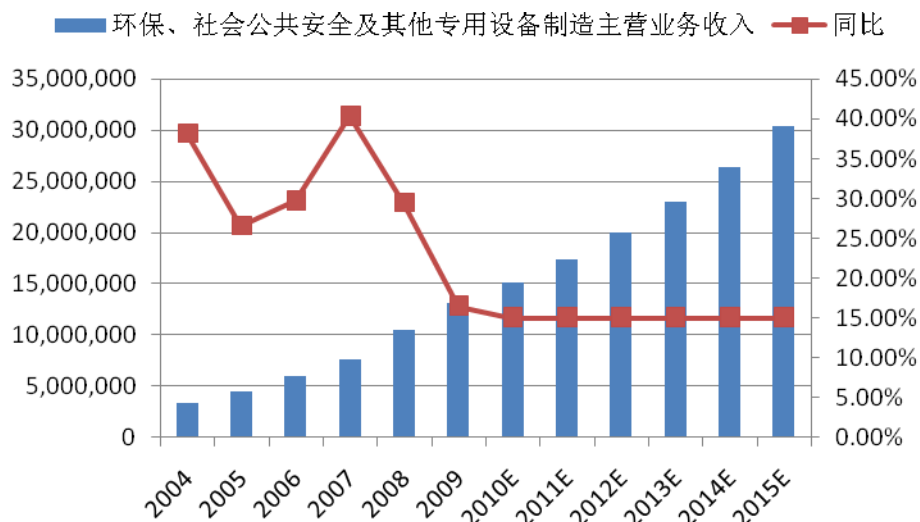
国家高速铁路客运专线规划为建设四纵四横的网络，高速铁路建设为引进日本技术的 I 型板、引进德国技术的 II 型板、中国引进吸收消化再创新的 III 型板技术，各种技术在实施建设时都要用到聚氨酯胶粘剂，I 型板要用到凸台树脂聚氨酯胶，每公里高速铁路用到胶粘剂约 7 吨、II 型板的滑动层粘接要用到聚氨酯胶粘剂，每公里用量超过 1 吨，III 型板要用到聚氨酯树脂灌密封胶，平均每公里高速铁路用到胶粘剂约 7 吨，随着高速铁路建设的迅猛发展，高速铁路建设用聚氨酯胶粘剂的用量每年超万吨，回天胶业作为国内制定的 5 家聚氨酯胶粘剂供应商，发展空间和盈利空间均十分巨大。

2.2 节能环保：

中国二十年粗放式经济发展对环境造成了严重的破坏，环保逐渐提上议程，不仅新项目要符合环保要求，老项目也必须整改，环保在中国依然处在起步阶段，欧美发达国家环保产业大都自 1970 年代开始，经历了 10 年左右的快速投入期，于 1990 年开始进入缓慢增长阶段。美国等发达国家环保产业投资规模一直占 GDP 的 2-2.5%，中国目前这一比例为 1.5%，发展空间巨大。环保作为新兴战略性新兴产业之一，“十二五”期间，国家将按照国民经济新的增长点和支柱产业对环保产业进行扶持，其中包括了传统环保产业的三大扶持重点：城镇污水、垃圾处理设施的建设工程、重点污染源的治理工程以及清洁生产的示范工程。根据规划草案，到 2015 年，全国环保产业的产值要达到 9000 亿，年均增长 15%。

我们看好环保产业的发展，更加看好环保服务和环保产品在工业领域的应用，特别是技术服务型企业。产业壁垒提高必将促使企业从单一产品生产向顾问式服务转型，针对客户的问题提供一系列产品，最终达到提供整体解决方案，代表型企业分别为三聚环保、三维丝、万邦达。

图表 5 化工子行业股票表现



资料来源: Wind, 国家统计局

2.3 电子消费和新能源

我们看好锂电池的未来发展,首先传统电子产品消费增长会带动锂电池需求量保持快速增长,其次电动汽车的推广又将刺激锂电池行业爆发性增长。为加速本国电动汽车产业发展,占领未来行业竞争的制高点,西方各国纷纷推出电动汽车产业扶持政策,加大在相关领域的研发投入。扶持政策从供给和需求两端着手,供给端扶持政策主要是加大基础材料的研发投入,加快充电站等相关配套设施建设和相关人员培训等。需求端政策主要是购车补贴,税收优惠,政府采购电动车等措施。中国的电动车补贴政策是中央财政对试点城市私人购买、登记注册和使用的插电式混合动力乘用车和纯电动乘用车给予一次性补贴。补贴标准根据动力电池组能量确定,对满足支持条件的新能源汽车,按3000元/千瓦时给予补贴。插电式混合动力乘用车每辆最高补贴5万元,纯电动乘用车每辆最高补贴6万元。

锂电池材料作为未来的电池发展方向,锂电池时代呼之欲出。中国依靠明显的成本优势,承接全球锂电池产能转移,预计行业增速保持年均20%以上的增长,中国的锂电池制造业迎来黄金时代,建议关注市场先发优势和技术壁垒的公司,重点关注新宙邦(300037)、多氟多(002407)。

3. 重点公司

3.1 回天胶业（300041）

公司所处的胶粘剂行业下游需求增长迅速。下游汽车稳步增长、风能、太阳能、LED封装和高铁建设均保持两位数增长，市场空间巨大，胶粘剂中高端产品生产厂家具有寡头性质，主要竞争对手为国外的汉高、道康宁，竞争相对温和。目前公司太阳能用有机硅胶需求超预期，高铁聚氨酯用胶在手订单为1500吨，

公司在前端研发和后端市场营销具备极强的优势。公司业务性质具备“两头大，中间小”典型特征，胶粘剂配方前端研发和产品营销后端占据举足轻重的作用，中间生产环节相对简单，公司在研发和营销两头具备非常强的基础，是公司的核心竞争力。上市后部分超募资金将用于建设上海研发中心和营销网络的扩张，进一步加强核心竞争力，奠定国内龙头地位，挤占外资企业份额。

公司管理层发展战略定位明确，管理激励机制效果显著。公司发展战略以高端工程胶粘剂为主导产品，以市场为导向，聚焦高端产品、下游行业和大客户，进行差异化竞争。汽车领域目前已打入神龙汽车系统，公司希望以此为契机全面进入国内整车市场。公司管理和研发团队保持了很好的稳定性和很强的团队凝聚力，目前公司高管和核心技术人员合计占总股本的比例为49.03%，高管股权激励效果明显。

盈利预测及估值分析：我们预计公司2010-2012年收入分别同比增长61%、38.0%和37%，EPS分别为1.19元/1.58元/2.17元。公司目标价格为52元/股，对应2010-2012年PE分别为44倍/33倍/24倍。

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	132	237	373	488
收入增幅(%)	54.8%	79.1%	57.6%	30.9%
净利润	23	36	53	68
净利增幅(%)	78.9%	60.7%	46.6%	27.2%
毛利率(%)	29.6%	29.2%	28.6%	28.6%
ROE(%)	19.7%	9.1%	10.9%	13.1%
EPS(元)	0.72	1.19	1.58	2.17

3.2 新宙邦 (300037):

新宙邦是国内领先的电子化学品生产企业, 铝电解电容器化学品在国内处于领导地位, 市场占有率 30%; 锂电池电解液快速发展, 市场占有率位居前列; 固态高分子电容器化学品和超级电容器电解液已获得国内外客户的认证, 有望迎来井喷式发展。

公司的优势在于领先的技术和快速反应的服务能力, 公司具备强大的研究实力, 研发骨干来自于国内著名高校和国外知名企业。凭借强大的管理能力和技术支持, 公司能够根据客户需求, 提供面向客户的一整套电子化学品解决方案。

随着全球电子产业向大陆转移, 电子化学品行业迎来快速发展的大好机遇。新宙邦系列产品梯队很好的顺应了电子产业发展趋势, 既保证了公司业绩的稳定性, 又提供了快速增长的潜力。募投项目的投产有助于公司进一步改善产品结构, 提升盈利能力。

盈利预测及估值分析: 预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.76、0.96、1.33 元, 暂不做评级。

重要财务指标		单位:百万元		
主要财务指标	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	319	400	518	698
收入增幅(%)	36.80%	25.40%	29.50%	34.70%
净利润	60	81	103	142
净利增幅(%)	90.20%	34.80%	26.90%	38.40%
毛利率(%)	35.10%	32.70%	32.90%	34.00%
ROE(%)	6.50%	8.30%	9.70%	12.00%
EPS(元)	0.56	0.76	0.96	1.33

3.3 赤天化（600227）

高油价背景下煤化工长期盈利看好。公司煤化工投资项目很快进入收获期，我们看好公司的煤化工项目，基于以下几点：（1）原油价格维持在 70-80 美元区间，天然气价格上涨预期愈加强烈，煤化工项目有替代优势。（2）公司发展煤化工具有很强的成本优势。贵州煤炭资源丰富，公司煤碳成本比华鲁恒升低 200 元/吨，而且水资源充沛，自然环境优良，环保压力小。（3）贵州地区氮肥供需存在缺口，尿素价格高于全国均价 100 元/吨，公司在满足贵州缺口剩余氮肥向两广地区辐射。

公司煤化工项目具备良好盈利能力。公司两套煤化工项目分别采用壳牌技术和德士古水煤浆技术，在国内已有较好的运行先例，运行风险小。天福项目预计 3 月份会联体试车，生产的合成氨直接用管道输送给宏福集团，二甲醚市场开拓有条不紊进行，主要在当地替代 LPG，预计合成氨成本 1900-2000 元/吨，二甲醚 2900 元/吨，在目前价格水平下有 25%以上的毛利。金赤煤化工项目有望在年底试车。金赤在协议参股两个年产 90 万吨的煤矿建设，并和成都铁路局合资（占比 51%）修建铁路连通渝黔铁路，方便产品和煤炭运输。

天然气尿素技改储备项目应对天然气价格上涨。国内天然气价格逐步走高是大势所趋，公司未雨绸缪储备了天然气技改项目，一方面通过参股的纸业公司供应的蒸汽降低动力用天然气消耗 20%。如果天然气涨至 0.9 元/ m³ 以上，公司会进一步启动 KBR 的合作技改项目，把合成氨天然气消耗降低 30%，该技改项目所需能耗相当于 0.9 元/ m³ 天然气，有效应对天然气上涨。

盈利和预测。由于天福煤化工开工延后，预计 11 年完全达到产能 80%，金赤煤化工 11 年开工率 60%，12 年完全达产。公司现有的气头尿素能提供稳定的现金流，煤化工项目是将来的投资亮点。2010-2012 年摊薄每股收益 0.21 元、0.33 元、0.4 元，给予增持评级。

重要财务指标		单位:百万元		
主要财务指标	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	1,134	2,254	4,010	4,460
收入增幅(%)	-1.23%	98.77%	77.91%	11.22%
净利润	147	247	403	497
净利增幅(%)	-11.21%	67.50%	63.46%	23.30%
毛利率(%)	42%	34%	30%	31%
ROE(%)	6.7%	5.8%	8.4%	9.5%
EPS(元)	0.19	0.21	0.33	0.4

3.4 三维丝（300056）

公司以特种纤维为原料生产高温滤料，用于袋式除尘设备。公司发展驱动力来自于环保标准提高带来的新增容量和具有耗材特征的换袋存量。国家不断提高的除尘标准和日趋严格的标准执行力度，直接带来除尘方式和产品的变革，传统的静电除尘正在电力、水泥、垃圾焚烧等市场加速被袋式除尘方式所替代。袋式除尘市场内部，以合成化纤材料为基材的高温滤料，正在替代玻纤基材高温滤料。预计未来 5 年复合增长率在 47%以上。

公司目前在高温滤料行业市场占有率处于前列，公司具备技术、销售以及工程业绩等优势，其订单一直饱满，公司近几年产能扩张迅速，募投项目在 2011 年投产更是给公司迅速抢占电力、水泥、垃圾焚烧等领域的市场提供支持。我们认为，采用高性能合成纤维为原料的高温滤料未来几年市场空间将高速增长，三维丝作为目前行业内较为领先的供应商，具备在未来几年高速成长的潜力。

我们预计三维丝 2010-2012 年每股收益分别为 0.70 元、1.03 元、1.30 元，暂不做评级。

重要财务指标		单位:百万元		
主要财务指标	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	132.1	236.65	372.85	487.95
收入增幅(%)	-1.23%	98.77%	77.91%	11.22%
净利润	147	247	403	497
净利增幅(%)	-11.21%	67.50%	63.46%	23.30%
毛利率(%)	42%	34%	30%	31%
ROE(%)	28.5%	9.6%	14.5%	17.9%
EPS(元)	0.44	0.70	1.03	1.30

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。