

李琳琳

执业证书编号: S0730209090108

021-50588666-8045

Lilil12345@sina.com

关注原油上涨受益品种及新兴产业板块

——化工行业 2011 年年度投资策略

研究报告-行业策略

强于大市（调升）

发布日期: 2010 年 11 月 17 日

盈利预测和投资评级

公司简称	2010EPS	2011EPS	2011PE	评级
中国石化	0.85	0.95	8.72	增持
辽通化工	0.18	0.5	24.20	增持
浙江龙盛	0.7	0.85	13.13	增持
传化股份	0.67	0.8	20.24	增持
新安股份	0.22	0.68	22.22	增持
远兴能源	0.1	0.25	39.48	增持
鲁西化工	0.18	0.42	14.76	增持
华星化工	0	0.35	23.03	增持

注: 股价为 2010 年 11 月 17 日收盘价

化工行业相对沪深 300 指数表现



相关研究

中原证券 20100938_策略-AAA-化工行业 2010 年四季度投资策略-关注低估值行业及节能减排”题材优质个股……2010 年 9 月 10 日

联系人: 马敬琦

电话: 021-50588666-8038

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

报告关键要素:

2011 年, 化工行业成本压力增加, 出口形势不确定, “十二五”有望助推产业升级, 挑战与机遇并存。预计油价均价在 85-90 美元/桶之间, 化工行业走势出现分化, 整体走势有望“强于大市”。建议重点关注估值较低的石油加工业和纺织化学品相关优质个股。同时, 关注原油价格上涨受益板块和新兴产业板块。

投资要点:

- **2010 年前三季度行业运行状况回顾。**前三季度行业收入和利润同比增长依然较快; 在政策引导下, 固定资产投资结构有所优化; 但进出口贸易增速有所放缓, 贸易逆差进一步扩大, 总出口额并未恢复至经济危机前的水平。化工上市公司整体复苏态势良好, 但成本压力有所增加。子行业盈利出现分化, 整体估值水平较低, 指数走势先抑后扬。
- **2011 年挑战与机遇并存。**一方面, 能源及原材料价格有望走高, 从而使得行业成本压力增加, 出口形势仍然不容乐观。另一方面, 2011 年是“十二五”元年, 传统产业面临整合与升级, 新兴产业面临较大的发展机遇。
- **给予行业“强于大市”评级。**预计原油均价在 85-90 美元/桶之间, 估值较低和油价稳步提升有利于化工指数上行。子行业将出现分化, 粘胶、轮胎等行业指数上涨空间有限, 而涤纶、新材料等行业指数走势仍可期待。
- **投资策略:** 关注估值较低的板块, 如石油加工业和纺织化学品业。关注原油价格上涨受益板块, 如合成树脂、合成纤维、合成橡胶等。关注新兴产业板块, 如有机硅、有机氟、聚氨酯、锂电、海洋工程、生物工程等。重点上市公司方面, 建议关注中国石化(600028)、浙江龙盛(600352)、传化股份(002010)、新安股份(600596)等。
- **风险提示:** 油价上涨过快、政策调整、经济波动等风险。

1、2010 年前三季度石化行业运行状况回顾

1.1 收入利润同比增速依然较快

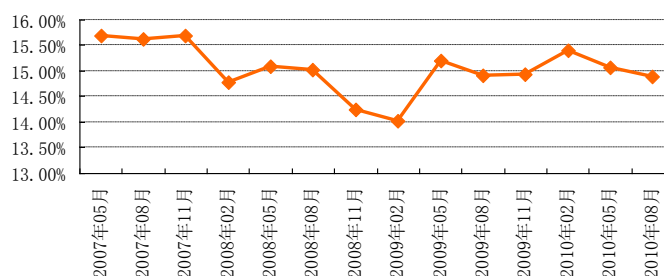
2010 年 1-8 月，全行业实现营业收入 54590 亿元，同比增长 37.8%；实现利润总额 4316 亿元，同比增长 45.4%，增速依然较快。主要产品产量和价格持续快速增长，总体而言，行业已从经济危机中复苏，但与前两季度相比，第三季度行业产品价格涨势趋缓，整体盈利能力略有下滑，反映出行业整体运行成本增加。第三季度行业整体利润增速环比有所放缓，进入平稳增长阶段。

表 1：石油和化工行业收入和利润情况

2010 年 1-8 月					2010 年 1-8 月				
行业名称	营业收入		利润总额		行业名称	营业收入		利润总额	
	(亿元)		(亿元)			(亿元)		(亿元)	
	累计	同比 (%)	累计	同比 (%)		累计	同比 (%)	累计	同比 (%)
石油和化工行业	54590	37.8	4316	45.4	石油和化工行业	54590	37.8	4316	45.4
石油和天然气开采业	6421	41.4	2127	93.2	化学农药制造业	1007	22.5	61	5.6
精炼石油产品的制造	15400	45.6	410	-39.0	涂料、油墨、颜料等	2354	28.1	162	37.6
化学矿采选业	156	44.0	14	55.3	合成材料制造业	5118	38.8	246	47.9
基础化学原料制造业	7779	39.5	349	116.5	专用化学产品制造业	7921	37.7	532	51.5
肥料制造业	3599	24.7	150	38.7	橡胶制造业	3756	29.8	202	22.9

资料来源：中原证券，中国石油和化学工业协会

图 1：石化行业毛利率变化情况



资料来源：中原证券，Wind

其中，位于化工产业链两端的子行业利润增长较快，如位于产业链上游的石油和天然气开采业、化学矿采选业以及基础化学原料制造业；位于产业链下游的专用化学产品制造业和合成材料制造业。而位于产业链中段的炼

油行业利润增长缓慢。但这一状况在第四季度有所改善。

1.2 进出口贸易增速有所放缓

前三季度，我国石油和化工行业进出口贸易依旧呈现增长态势，但增速较上半年进一步放缓。据中国石化协会统计，1-9 月，全行业进出口贸易总额 3371.71 亿美元，同比增长 46.7%。其中，进口总额 2390.13 亿美元，同比增长 50.1%；出口总额 981.58 亿美元，增幅为 38.8%。总出口额并未恢复至经济危机前的水平。前三季度，贸易逆差为 1408.55 亿美元，同比扩大 59.1%。

分产品看，1-9 月，前三大主要进口产品原油进口金额 1010.2 亿美元，同比增长 73.1%；合成树脂进口额为 332.32 亿美元，同比增长 28.1%；有机化学品进口额为 259.43 亿美元，同比增长 32.4%。值得注意的是，由于节能减排调控，国内甲醇、聚氯乙烯生产成本提升，导致其近 2 个月进口量增长较快。

出口方面，橡胶制品、有机化学品和专用化学品三大类主要出口产品 1-9 月累计出口额分别为 243.42 亿、184.18 亿和 116.8 亿美元，同比分别增长 29.8%、34.7%和 24.2%。化肥随着淡季出口关税的执行，近期出口增长较快。

1.3 固定资产投资结构优化

2010 年 1-9 月，石化行业实际完成固定资产投资金额 7923.25 亿元，同比增长 14.90%，较为平稳。分行业看，我国对外依存度较高的石油、天然气开采业，精炼油品制造业，合成材料业、专用化学品制造业和橡胶制造业的投资增速明显加快，尤其是精炼油品制造业，受到未来油价还将继续回升的预期影响，固定资产投资加速回升。而产能过剩严重、竞争激烈的基础化学原料业、肥料制造业、化学农药制造业的投资增速与前两季度相比则显著放缓，侧面反映出国家对产能过剩、高耗能高污染行业的调控有效。化工行业正步入良性发展轨道。

表 2: 石化行业 1-9 月固定资产投资情况

子行业	计划投资额 (亿元)		实际完成额 (亿元)	
	累计	同比 (%)	累计	同比 (%)
石油和化工行业	27159.86	19.1	7923.25	14.9
石油和天然气开采业	4094.43	23.0	1505.70	11.1
精炼石油产品的制造	4833.09	4.7	893.65	12.0
化学矿采选业	212.09	38.1	57.64	66.5
基础化学原料制造业	7352.86	16.4	1608.80	0.3

肥料制造业	2212.54	4.0	707.92	2.9
化学农药制造业	269.91	40.0	111.89	14.4
涂料、油墨、颜料等	743.18	16.7	316.57	25.7
合成材料制造业	1508.03	30.4	489.82	36.6
专用化学产品制造业	3152.05	42.1	1229.66	31.8
橡胶制造业	1858.83	38.5	636.34	36.6

资料来源：中原证券，中国石油和化学工业协会

2、石化上市公司三季报及二级市场表现分析

对石化行业上市公司 2010 年前三季度财报数据的分析表明，化工行业整体复苏态势良好，但成本压力有所增加。

2010 年 1-9 月，化工行业上市公司整体实现营业收入同比增长 54.4%，净利润同比增长 16.82%。分子板块看，涤纶、氯碱、钾肥、石油加工、石油贸易以及轮胎外的其他橡胶制品的净利润和盈利能力在第三季度加速回升，整体经营状况较好；化工新材料和塑料净利润增速较前两季度有所趋缓，但整体经营形势依然较好，毛利率水平均有所回升。而粘胶、轮胎等去年四季度表现较好的子行业，今年却由于原材料价格的快速上涨，盈利出现了快速的下滑。

表 3：石化行业上市公司 2010 年前三季度财务状况

板块名称	主营业务收入 同比增长率 (%)	净利润 同比增长率 (%)	毛利率 (%)	毛利率 同比增减 (百分点)	市盈率 (前推 12 个月) (2010/11/03)
化工	54.4	16.82	18.19	23.5	21.49
化工新材料	41.81	86.62	20.91	18.96	47.92
涤纶	26.73	214.97	10.33	9.68	60.1
维纶	37.36	349.73	11.56	11.96	56.41
粘胶	49.4	-72.3	10.04	12.91	26.73
氨纶	51.97	259.7	27.29	14.35	35.73
纯碱	26.44	123.14	14.62	9.25	17.61
氯碱	39.91	134.82	10.24	7.53	59.38
无机盐	23.97	366.36	20.33	17.8	76.39
氮肥	13.01	8.13	14.93	13.68	43.57
磷肥	-4.09	-45.37	5.85	4.81	62.6
钾肥	28.83	1.04	59.05	64.97	58.53
农药	7.17	-21.53	17.99	17.51	56.91
日用化学产品	8.52	-69.21	32.34	30.56	80.95
涂料油漆制造	27.78	-6.73	20.32	26.84	64.14
民爆用品	18.92	5.3	32.57	33.63	41.08

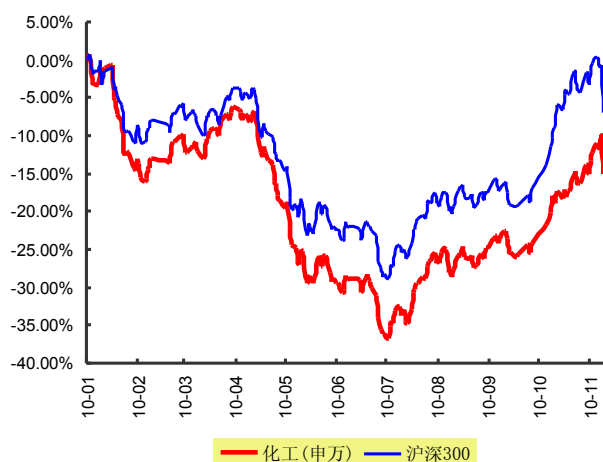
纺织化学用品	31.9	18.42	25.53	27.68	25.5
石油加工	60.88	11.94	18.44	25.06	13.19
石油贸易	50.9	-29.56	10.51	8.83	64.68
塑料	28.64	49.21	14.91	14.6	49.88
轮胎	37.84	-53.06	11.21	18.4	40.74
其他橡胶制品	32.08	270.58	20.54	21.62	47.57

资料来源：中原证券，Wind

从估值水平看，目前化工板块的市盈率接近 22 倍，处于历史水平的相对低位；分子行业看，纯碱、纺织化学品和石油加工业目前估值水平较低（参考 TTM 市盈率），具备一定的投资吸引力。其中，第三季度纯碱价格快速回升，相关企业盈利能力迅速转好，市盈率水平出现了较大幅度的下降。

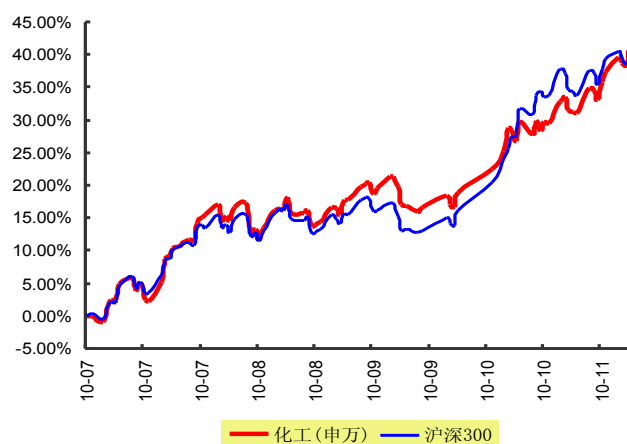
从二级市场表现看，2010 年前三季度，化工行业指数跟随大盘走出了一波先抑后扬的行情。从全年看化工指数走势明显弱于沪深 300 指数，这一现象在上半年尤为明显，但下半年以来，化工指数运行趋势与沪深 300 基本相当。上涨股票个数明显多于下降股票个数。

图 2：2010 年化工行业走势与沪深 300 指数对比



资料来源：中原证券，Wind

图 3：2010 年下半年化工行业走势与沪深 300 指数对比



资料来源：中原证券，Wind

3、2011 年：挑战与机遇并存

按照石化行业景气运行规律，化工行业在 2002-2007 年的 5 年间已经完成了一轮 8 年左右的景气循环周期的上升段，将于 2008-2010 年完成景气循环周期的下降段。未来 3-5 年内，国内化工行业将运行于新一轮景气周期的

上升通道中。2011 年将是新一轮上升周期的起点，挑战和机遇并存。

3.1 原油均价预计为 85-90 美元/桶

从 2011 年美元指数走势看，近日美联储宣布实施量化宽松政策——将在 2011 年第二季度前进一步购买 6000 亿美元的较长期国债，购买规模稍大于此前市场预期的 5000 亿美元。与欧洲和中国等国家相比，美国在货币和财政方面的政策更加激进，这不利于美元的走强。因此，我们判断，美元中期走弱可能性较大，这将继续推动原油等以美元计价的大宗商品的价格上涨。

从 2011 年国际原油市场的供需看，目前石油定价话语权更多地偏向于消费国，因此，需求对原油价格的影响更大。对于 2011 年欧美经济体的复苏进程，市场仍有放缓的担忧存在，这在一定程度上将压制未来原油价格的快速上涨。但同时我们也可以看到，目前国际原油的新增需求主要来自于非经合组织国家。据统计，今年前三季度，世界石油需求为 8663 万桶/日，同比增长 223 万桶/日，增长率为 2.6%，略高于 2008 年同期 8651 万桶/日的水平。其中，美国需求为 1899 万桶/日，同比增长 28 万桶/日，低于 2008 年同期 1957 万桶/日的水平。这意味着，国际原油的需求已经恢复到了经济危机前的水平，但其主要的贡献者并不是原油的消费大国美国，而是非经合组织国家的强劲需求。2011 年，以我国为代表的发展中国家的内需依然将对国际油价形成强有力的支撑。

预计 2011 年国际原油价格将摆脱此前的震荡格局，呈现小幅上涨态势，均价将维持在 85-90 美元/桶。油价的上涨，将拉动相关替代能源的上涨，如天然气和煤炭等。

图 4：2008-2010 年 WTI 近月原油价格走势



资料来源：中原证券，POBO

3.2 挑战一：成本压力加大

从 2010 年第三季度的数据看，化工产品价格呈现普涨态势，主要受原材料价格上涨和节能减排限产限电政策推动。2011 年，随着原油、煤、天然气等主要原材料成本的继续上涨，化工行业的成本压力将进一步增加。

子行业盈利能力或将出现分化，其中，位于产业链上游的石油、石化原料产品以及化学矿初级加工品等资源属性较强的化工产品的利润将继续增加；下游受国家政策鼓励的新材料、专用化学品也将蓬勃发展。而一些传统的化工产品如氮肥等由于连年固定资产投资增长较快，产能过剩较为严重，成本转嫁能力有限。

3.3 挑战二：出口形势尚存不确定性因素

目前来看，若 2011 年延续 2010 年的化工产品出口政策，则未来一年国内的出口环境较为宽松。但人民币升值压力依然存在，这将削弱我国化工产品的出口竞争力，加之国际油价的上涨将推动 BDI 海运指数上扬，许多化工产品出口压力将增加。

从国际贸易环境看，经济危机以来国外以反倾销为主的新贸易保护措施日渐盛行，给我国化工产品的出口带来了一定的阻力。有资料显示，2009 年国外对华石化产品共启动 23 起贸易救济调查，同比增加 8 起。这对我国化工产品的出口带来了实质性的损害。有数据显示，受美国轮胎特保案影响，2010 年上半年中国对美国的轮胎出口下降了 20.1%。未来一年，我们还将面临种种国际贸易保护措施，将给我国化工产品的出口带来很大的挑战。

目前最近的一项就是欧盟颁布的 REACH 法案。2007 年 6 月 1 日，欧盟 REACH 法案开始生效，对我国化工品出口带来长期深远的影响。根据 REACH 法案，欧盟境内所有生产/进口量在每年 1 吨以上的化学品需要登记（除豁免者外），并提供这些化学品对人类健康及环境影响的评估资料。据预计，REACH 法规将涉及欧盟市场上约 3 万种化工产品，影响我国大概 3 万多家企业，使我国出口欧盟产品的成本提高约 5%，进口欧盟产品的成本增加约 6%。而由于评估较严，不能通过的化工品将不能进入欧盟市场。目前染料产品的注册已到了最后阶段，由于高昂的注册费用，迄今为止，国内没有一家染料企业申请注册。

3.4 机遇：“十二五”规划引领产业升级

近年来我国化工行业发展迅速，多种产品产能在世界位居第一，是名副其实的化工大国，但并非化工强国。与国外化工工业相比，我国化工企业产品

结构较为单一，多数为资源的初级加工品，技术含量相对较低，高耗能高污染产品依然较多，在国际市场上竞争力较弱，很多产品缺乏定价话语权。

“十二五”将成为我国化工产业的重要转型期。“十二五”期间，我国石化行业将努力朝向三个目标转变——从发展基础化工原料向发展高新化工产品转变，从规模化发展初级化工产品向发展高附加值化工产品转变，从粗放型生产向资源节约、环境友好型转变。

围绕这三个基本方向，未来数年内，我国化工行业将在政策的引导下，实现产业升级。其中，传统化工中的优势企业有望通过实施全球范围内的并购重组实现资源有效整合；通过加大技术研发投入力度促进技术创新，实现产品升级；而一些新兴产业，如生物化工、海洋化工、新能源化工等，在此期间则有望取得蓬勃发展，从而带动有机硅、有机氟、工程塑料、特种橡胶、生物化学品等一系列新材料、新装备、新服务产业的快速发展。明年是“十二五”规划实施的第一年，整个化工行业将面临新的发展机遇，二级市场对政策的反应将更为灵敏。

3.5 预计行业整体净利润增速为 25%

在产业政策的引导下，预计 2011 年化工行业仍将保持良好的发展态势。综合考虑国内外经济运行的复杂性，预计行业整体净利润增速有望保持平稳较快地增长，增幅约为 25%。

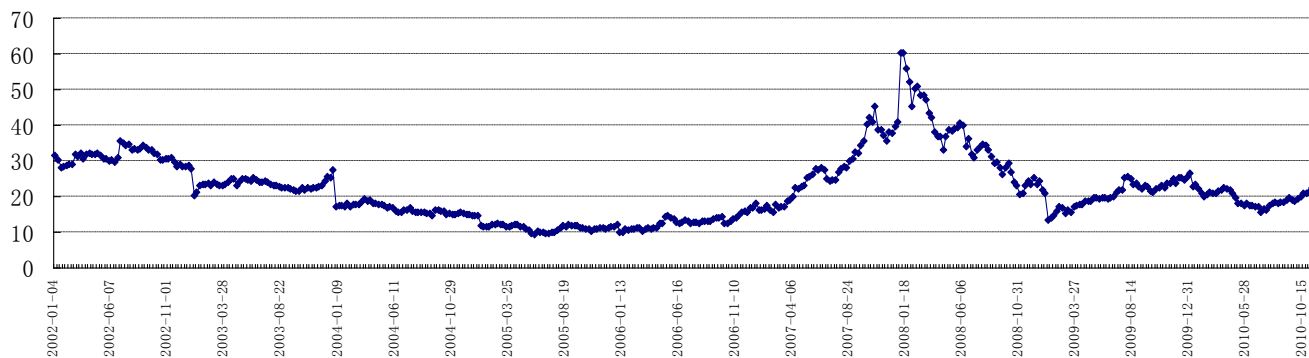
4、2011 年化工行业评级及子行业前景展望

4.1 给予行业“强于大势”的投资评级

从历史走势看，目前化工行业的估值水平对应于 2007 年 4 月，相应的油价为 65 美元/桶附近。此后，随着油价的上涨，化工行业的市盈率从 2007 年 4 月的 22 倍攀升至 2008 年 1-2 月初的 60 倍，达到了历史高位。对应的油价从 65 美元/桶攀升至 90 美元/桶。历史走势表明，当油价在这一区间上涨时，石化行业盈利将有所改善，估值仍有上涨空间。尤其当油价在 85-90 美元/桶价位区间运行时，化工行业走势表现出明显的强势。根据上文我们对未来一年油价走势的判断，我们认为，未来一年化工行业的表现有望较强，给予行业“强于大势”的投资评级。

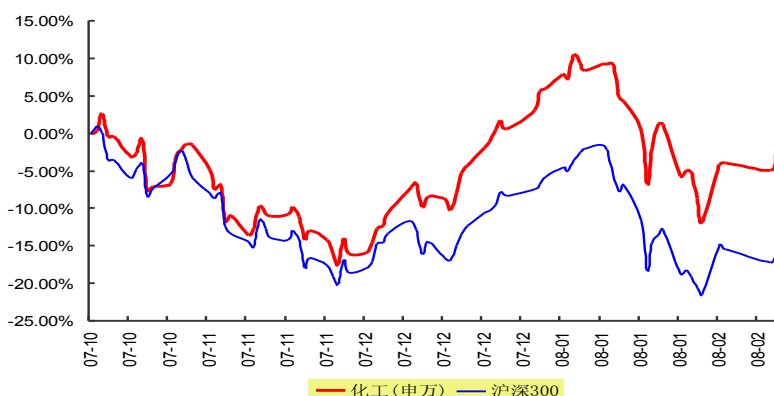
图 5: 化工行业市盈率走势

单位: 倍



资料来源: 中原证券, Wind

图 6: 油价在 85-95 美元/桶附近化工行业走势较强



资料来源: 中原证券, Wind

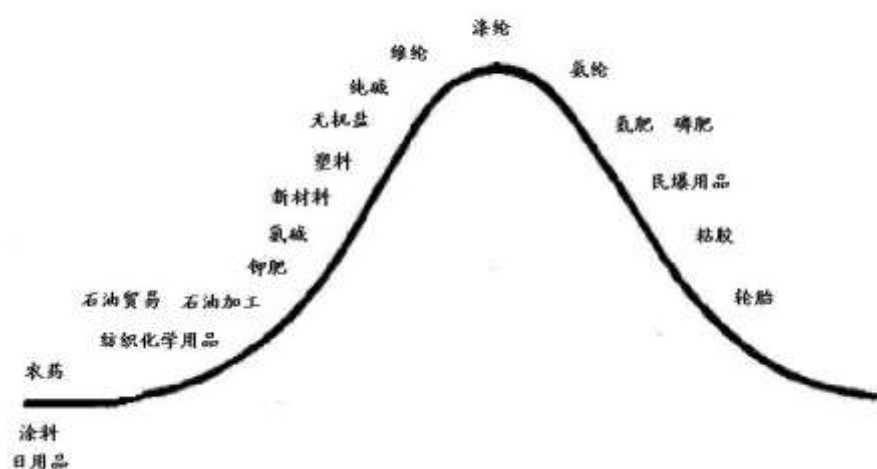
注: 时间范围为 2007 年 10 月 15 日-2008 年 2 月 15 日

4.2 子板块出现分化

具体到各子板块的走势, 仍将有所分化。根据我们的判断, 由于成本上涨较快, 民爆用品、粘胶和轮胎等子板块已进入景气度下降通道, 除出现政策性利好因素外 (如民爆用品提价等), 这些子行业指数未来一年上涨空间有限, 投资机会主要存在于行业里内生性较为良好的个股上。氮肥、磷肥行业因淡旺季出口关税是否调整尚存不确定因素, 未来走势较难判断。如按照传言, 2011 年, 国家统一将氮肥和磷肥的淡旺季出口关税调整至 30%-40%, 该两子行业面临的产能压力将凸现, 整体性投资机会有限; 反之, 则可给予一定的关注。

建议重点关注下图中曲线左侧的子行业，包括涤纶、维纶、新材料、纺织化学用品、农药等。受价格上涨或政策利好等因素分别或共同驱动，未来一年，这些子行业有望成为整个化工行业中的强势板块。

图 7：各化工子行业景气度模拟图



资料来源：中原证券

5、2011 年年度投资策略

5.1 关注低估板块

一般来讲，高收益率的公司应该享受更高的估值，我们将化工板块前三季度的净资产收益率与其 PE 进行对比发现，目前有两个化工子板块的价值存在明显的低估，分别为石油加工板块和纺织化学用品板块。我们判断，未来一年，随着原油价格的上涨，这两个板块有望持续获得高于行业平均水平的超额利润。通过筛选板块内估值较低的上市公司，我们建议投资者重点关注石油加工板块中的中国石化（600028）、辽通化工（000059）、沈阳化工（000698）、齐翔腾达（002408）和天利高新（600339）；纺织化学用品板块中的浙江龙盛（600352）和传化股份（002010）。

5.2 关注原油上涨受益板块

2011 年原油价格有望继续上涨，将推动替代能源如天然气、煤炭以及其

他资源产品如矿石、盐等价格的继续上涨；同时，下游三大合成材料：合成树脂、合成纤维和合成橡胶的价格有望随之上涨；此外，原油价格上涨还将间接推动粮食价格的上涨，从而带动农化产品价格上扬；建议 2011 年重点关注下表中原油上涨的受益板块及相关重点上市公司。

表 4：部分景气度有望上扬的行业及相关公司

产品	景气度上升驱动力	重点上市公司
原油、成品油 有机中间体 合成纤维 合成树脂 合成橡胶	美元贬值推动原油价格上涨，并传导至下游石化产品	中国石化、辽通化工、沈阳化工、齐翔腾达、天利高新、荣盛石化等石化企业 佛塑股份、中达股份、国风塑业等合成树脂企业 华西村、珠海港等合成纤维企业 传化股份、浙江龙盛等化纤助剂企业 联化科技、永太科技、天马精化等中间体企业 回天胶业等橡胶企业
草甘膦	随着国际粮食价格的上涨以及原油等能源价格的上涨，草甘膦价格有望出现阶段性的反弹	新安股份、华星化工、江山股份
其他农药	随着国际粮食价格的上涨以及原油等能源价格的上涨，农药价格会水涨船高	诺普信、利尔化学、红太阳、扬农化工、辉丰股份
电石-PVC	国家对高能耗行业限制，电力成本高企，电石价格居高不下，国际原油上涨推动乙烯法 PVC 上涨，国内 PVC 价格仍有上涨空间	英力特、亿利能源、中泰化学等
纯碱	国内需求较为旺盛，产量相对不足，产品价格仍有上涨空间	山东海化、双环科技、金晶科技
钾肥	谈判进口价格有望高于 2010 年，随着航运价格的提升，国内钾肥仍会在签订价格的基础上继续上扬	盐湖钾肥、冠农股份、中信国安
磷矿石、磷化工产品	全球磷矿石、磷化工产品价格飙升，将带动国内磷化工产品价格上涨，国内拥有相关资源公司会受到炒作	兴发集团、澄星股份、雅克科技
无机盐	能源价格上升，可能导致盐的价格上涨	兰太实业、云南盐化

资料来源：中原证券

5.3 关注新兴产业板块

今年 9 月 8 日，国务院审议并原则通过《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，“十二五”期间将加快推进节能环保、新一代信息技

术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车等 7 个产业的发展。这些新兴产业的发展离不开化工新材料和化学工程的支持，未来 3-5 年内，新材料和相应的化学工程业务有望迎来较大的发展机遇。下表中重点列出了受益行业及重点上市公司，投资者可积极关注。

表 5：部分受益政策的新兴行业及相关公司

产品类别	相关上市公司
有机硅	新安股份、硅宝科技、宏达新材
有机氟	巨化股份、三爱富
聚氨酯	烟台万华、红宝丽
其他新材料	鲁阳股份、中材科技、奥克股份、时代新材、广东荣泰、新宙邦、回天胶业
专用化学品	神剑股份、天龙集团、鼎龙股份、双龙股份
锂电	中信国安、天齐锂业、多氟多、赣锋锂业、江苏国泰、佛山照明、西藏矿业
海洋化工	海油工程、中海油服、宝德股份
化工工程	万邦达、三维工程、天科股份

资料来源：中原证券

6、重点上市公司估值比较

表 6：重点公司估值表（元，倍）

公司名称	每股收益			每股净资产	收盘价 (11/17)	市盈率			市净率	投资评级
	2009A	2010E	2011E			2009A	2010E	2011E		
中国石化	0.71	0.85	0.95	4.69	8.28	11.66	9.74	8.72	1.77	增持
辽通化工	0.16	0.18	0.5	5.12	12.10	75.63	67.22	24.20	2.36	增持
浙江龙盛	0.51	0.7	0.85	4.02	11.16	21.88	15.94	13.13	2.78	增持
传化股份	0.69	0.67	0.8	5.27	16.19	23.46	24.16	20.24	3.07	增持
新安股份	0.95	0.22	0.68	5.83	15.11	15.91	68.68	22.22	2.59	增持
远兴能源	1.78	0.1	0.25	2.70	9.87	5.54	98.70	39.48	3.66	增持
鲁西化工	0.13	0.18	0.42	2.40	6.20	47.69	34.44	14.76	2.58	增持
华星化工	0.02	0	0.35	2.39	8.06	403.00	—	23.03	3.37	增持

资料来源：中原证券

7、重点公司股份解禁时间及解禁比例

表 7：重点公司股份解禁时间及解禁比例

股票名称	解禁时间	解禁股数 (万股)	解禁股类型	占流通股 本 比例%	占总股本 比例%
辽通化工	2011/01/14	21428.12	定向增发机构配售	21.73	17.85
中国石化	——	——	——	全流通	全流通
传化股份	2011/07/06	4119.00	定向增发机构配售	27.42	16.88
	2012/05/04	1500.00	追加承诺限售	9.98	6.15
浙江龙盛	——	——	——	全流通	全流通
新安股份	2011/4/11	90,042,880	股权分置限售股份	41.18	29.17
远兴能源	2011/4/18	643.14	定向增发机构配售	0.84	0.84
鲁西化工	——	——	——	全流通	全流通
华星化工	——	——	——	全流通	全流通

资料来源：中原证券、WIND

8、风险提示

- 成本增加较快风险：2011 年能源成本、原料成本和运输成本如若增长过快，行业压力较大；
- 政策风险：资源税调整等政策出台，将会增加部分行业或公司的税赋；
- 经济增长速度放缓风险：宏观经济运行具有一定的不确定性，存在经济增长速度放缓的可能。

中国石化（600028）：低估值的石化龙头

增持（维持）

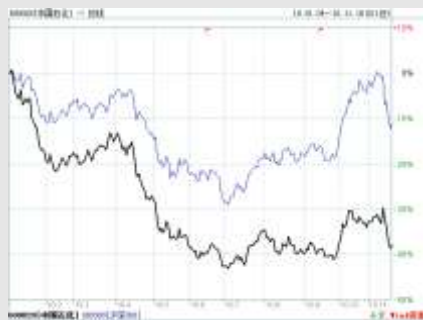
市场数据（2010年11月17日）

收盘价（元）	8.29
一年内最高/最低（元）	14.22/7.67
沪深300指数	3103.91
市净率（倍）	1.77
流通市值（亿元）	5796.53

基础数据（2010年09月30日）

每股净资产（元）	4.69
每股经营现金流（元）	1.10
毛利率（%）	18.65
净资产收益率（%）	13.88
资产负债率（%）	53.60
总股本/流通股（亿股）	867.03/699.22
B股/H股（亿股）	0/167.80

个股相对沪深300指数走势



报告关键要素：

公司是国内最大的成品油加工和营销商。2011年，天然气价格有望维持高位，原油价格将继续走高，成品油定价机制市场化进程加速，均有利于公司业绩提升。

投资要点：

● **前三季度业绩回顾。**2010年前三季度，公司实现营业收入14276.22亿元，同比增长59.79%；净利润563.97亿元，每股收益0.65元，同比均增长11.6%。第三季度实现营业收入4899亿元，同比增长36.3%；净利润196.21亿元，每股收益0.226元。

● **天然气和原油价格上涨助推公司业绩持续增长。**近日，北京市就天然气价格上涨召开了听证会，全国天然气价格呈现普涨态势，这有助于推动公司4季度业绩增长。原油价格2011年有望继续走高，均价在85-90美元/桶之间，有利于公司整体业绩提升。

● **成品油定价机制或将完善。**未来成品油定价机制的市场化进程将加快，成品油价格调整周期有望缩短，有利于改善调价滞后给公司业绩带来的负面影响，从而提升公司的盈利水平。

● **盈利预测。**预计公司2010年、2011年每股收益分别为0.85元和0.95元，相对动态市盈率分别为9.74倍和8.72倍，估值水平较低，维持公司“增持”的投资评级。

● **风险提示：**国际原油价格快速大幅上涨；下游经济复苏受阻。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（百万元）	1452101	1345052	1748568	2273138
增长比率（%）	20.52	-6.87	30.00	30.00
净利润（百万元）	29689	61290	73544	82495
增长比率（%）	-40.47	115.47	19.99	12.17
每股收益（元）	0.34	0.71	0.85	0.95
市盈率（倍）	24	11.66	9.74	8.72

浙江龙盛（600352）：未来业绩有望稳步增长

增持（维持）

市场数据（2010年11月17日）

收盘价（元）	11.16
一年内最高/最低（元）	13.77/8.39
沪深300指数	3103.91
市净率（倍）	2.78
流通市值（亿元）	163.63

基础数据（2010年09月30日）

每股净资产（元）	4.02
每股经营现金流（元）	-0.79
毛利率（%）	24.02
净资产收益率（%）	10.18
资产负债率（%）	50.15
总股本/流通股（亿股）	14.68/14.68
B股/H股（万股）	0/0

个股相对沪深300指数走势



报告关键要素：

4季度染料消费旺季到来，加之原料价格难以大幅提升，公司盈利有望提升。同时，间接控股德司达，有望促进公司业绩长期稳定增长。

投资要点：

● **公司前三季度业绩增长较快，三季度毛利环比回升。**公司2010年前三季度实现营业收入48.03亿元，同比增长38.06%；归属于母公司股东净利润6亿，同比增长13.74%；每股收益0.43元。其中，第三季度毛利率为22.70%，环比有所回升。

● **公司染料业务未来有望快速发展。**四季度随着染料消费旺季的带来，公司染料业务业绩有望继续增长。与此同时，公司通过间接收购德司达业务，进一步巩固了其在全球染料市场的龙头地位，未来随着德司达业务回归正常经营状态，公司染料业务有望随之长期保持快速发展。

● **高附加值中间体业务产能将继续扩大。**2010年中期，公司中间体业务毛利率高达40%。未来，公司将继续扩大中间体间苯二胺产能，最终规划为年产2万吨，并将相应带动其原料间苯二胺2.2万吨产能的扩大。高附加值产品新增产能的投产将推动公司业绩增长。

● **盈利预测。**预计公司2010年、2011年每股收益分别为0.62元和0.74元，相对动态市盈率分别为15.94倍和13.13倍，估值水平偏低，维持公司“增持”的投资评级。

● **风险提示。**油价大幅上涨；下游经济复苏受阻。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（百万元）	4,225.41	4,619.41	7206.28	9368.16
增长比率（%）	26.3	9.32	56.00	30.00
净利润（百万元）	470.47	669.22	906.28	1093.26
增长比率（%）	21.33	42.25	35.42	20.63
每股收益（元）	0.71	0.50	0.62	0.74
市盈率（倍）	15.07	21.88	15.94	13.13

传化股份 (002010): 印染助剂龙头

增持 (维持)

市场数据 (2010 年 11 月 17 日)

收盘价 (元)	16.19
一年内最高/最低 (元)	18.74/12.10
沪深 300 指数	3103.91
市净率 (倍)	3.07
流通市值 (亿元)	24.29

基础数据 (2010 年 09 月 30 日)

每股净资产 (元)	5.27
每股经营现金流 (元)	-0.43
毛利率 (%)	22.34
净资产收益率 (%)	8.29
资产负债率 (%)	20.30
总股本/流通股 (亿股)	2.44/1.50
B 股/H 股 (万股)	0/0

个股相对沪深 300 指数走势



报告关键要素:

纺织印染助剂龙头企业, 四季度受益纺织业旺季到来, 2011 年行业景气度上升, 公司中高端产品陆续推出, 长期发展有保障。

投资要点:

- **公司致力于成为国内纺织化学品系统的集成商。** 目前拥有印染助剂、活性染料及皮革化纤油剂三大类产品。其中, 印染助剂产能 15 万吨/年, 是公司的主要利润来源; 皮革化纤油剂 5 万吨/年, 活性染料产能 3.5 万吨/年。
- **2010-2012 年中高端产品陆续推出, 长期发展有保障。** 2010 年 4 月 19 日公司获准非公开发行股票 4119 万股, 发行价 12.69 元。募集资金用于年产 17 万吨纺织有机硅、有机氟及专用精细化学品等项目。2010 年年底, 化纤油剂的高端产品—1 万吨/年 FDY 油剂和 0.5 万吨/年短纤油剂将投产, 相关产品具备成本、技术及规模优势; 2012 年, 公司增发项目有机硅柔软剂等中低高端产品将陆续投产, 届时公司的产品规模优势及多样化优势进一步体现, 竞争实力进一步加强。
- **盈利预测。** 预计公司 2010 年和 2011 年的每股收益分别为 0.66 元和 0.73 元, 对应动态市盈率为 24.16 倍和 20.24 倍, 估值水平合理, 维持“增持”的投资评级。
- **风险提示。** 原油价格大幅提升, 纺织业遭遇贸易保护, 出口受阻。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	1,870.88	1,857.22	2,340.10	2,808.11
增长比率 (%)	19.03%	-0.73%	26.00%	20.00%
净利润 (百万元)	74.58	140.89	160.82	177.52
增长比率 (%)	-23.60%	88.90%	14.15%	10.38%
每股收益 (元)	0.37	0.69	0.66	0.73
市盈率 (倍)	42.43	23.46	24.16	20.24

新安股份（600596）：迈图项目将投产，公司综合竞争力获提升

增持（维持）

市场数据（2010年11月17日）

收盘价（元）	15.11
一年内最高/最低（元）	50.75/9.21
沪深300指数	3103.91
市净率（倍）	2.59
流通市值（亿元）	

基础数据（2010年09月30日）

每股净资产（元）	5.83
每股经营现金流（元）	-0.05
毛利率（%）	14.60
净资产收益率（%）	3.16
资产负债率（%）	30.52
总股本/流通股（亿股）	6.79/4.81
B股/H股（亿股）	

个股相对沪深300指数走势



报告关键要素：

2011年草甘膦行业景气度有望提升，同时公司有机硅产能有望扩张，业绩增长性良好。

投资要点：

- **规模优势明显。**公司目前拥有有机硅单体产能10万吨/年，规模位居全国第二；毛利位居全国第一。拥有草甘膦产能8万吨/年，位居全国第一。
- **盈利能力领先。**公司有机硅单体二甲选择性85%，位居国内第一。公司在国内率先实现“草甘膦-有机硅”氯资源循环利用以及有机硅上下游一体化，有机硅和草甘膦毛利率在国内均处于领先地位。
- **有机硅深加工能力国内领先。**目前，公司70%左右的有机硅单体自用。有机硅下游深加工产品已经形成3万吨/年生胶、1万吨/年混炼胶和1万吨/年107胶的生产能力。
- **2011年迈图项目投产将提升公司单体竞争力。**与迈图合作的10万吨/年的有机硅单体项目将于2010年年底至2011年年初投产。该项目采用迈图的先进技术，有利于降低公司单体的综合生产成本，增加公司的规模效应，提升公司硅氧烷附加值。
- **上下游一体化仍在延伸中。**上游方面，公司目前已在硅、电资源相对丰富的四川省阿坝州和黑龙江黑河市、绥化市分别投资建立了金属硅基地。下游方面，3万吨/年室温胶以及5.2万吨/年高温胶产能将于2010年-2011年投产。
- **草甘膦价格有望回升。**目前国内的草甘膦价格较前期成本线20000元/吨略有回升；2011年，随着国际油价的上涨以及下游需求的回升，草甘膦价格有望继续回升。
- **盈利预测。**预计公司2010年和2011年的每股收益分别为0.22元和0.68元，对应动态市盈率68.68倍和22.22倍，2011年估值水平较低，维持“增持”的投资评级。
- **投资风险。**迈图项目运行不顺。

	2008	2009	2010E	2011E
营业收入（亿元）	72.19	38.50	30.68	43.16
增长比率（%）	88.58%	-46.67%	-20.32%	40.68%
净利润（亿元）	16.90	2.95	1.49	4.66
增长比率（%）	241.41%	-82.56%	-49.38%	212.10%
每股收益（元）	5.89	0.95	0.22	0.68
市盈率（倍）	7.28	15.91	68.68	22.22

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。