

关注有机化学品中供需关系较好的品种

推荐

维持评级

核心观点:

- **化工行业分化严重,有机、无机化学品出现了不同程度的价格上涨**

受供需关系影响,目前化工行业出现了较为严重的分化现象,有机、无机化学品出现了不同程度的价格上涨,建议关注甲乙酮、己二酸、BDO等有机化学品中供需关系较好的品种。

- **有机化工:关注甲乙酮、己二酸、BDO等供需关系较好的品种**

由于甲乙酮受环保影响替代芳烃,需求增长较快,甲乙酮从年初的4800元/吨涨到目前的18000元/吨左右;国内己二酸供需关系持续好转,己二酸的价格持续走高;因THF/PTMEG、PBT和GBL装置增长较快拉动BDO需求增长,BDO市场回暖,近期国内BDO市场行情上扬,随着下游需求增长,进口货源紧张。

- **无机化工:复合肥开工率下降促使化肥行业预期不好**

目前无机化工产品的价格有所反弹,相关上游产品,如纯碱、PVC价格有所上升,但因在全球多数无机化工产品供给明显过剩,如PVC行业2010年我国将出现800万吨左右的供大于求,PVC企业平均开工率只能有50%左右,国内房地产市场反弹仍然难以缓解全球范围内的低成本纯碱过剩,在无机品中纯碱和PVC很难看好。

- **主要风险因素:**化工行业与国际油价相关性极强,国际油价变动幅度较大,向上或向下远超出我们预测的波动区间。公司生产装置发生安全生产事故也是主要风险因素。

分析师

李国洪

✉: liguohong@chinastock.com.cn

☎: (8610) 6656 8876

执业证书编号: S0130207091551

相关研究

《石油化工 2008 年策略报告:寻找结构分化之受益者》 08.01.02
 《石油化工 2009 年策略报告:双石双降促双赢》 08.10.20
 《石油化工 2010 年策略报告:低C变革炼油,成长引领化工》 10.01.01

需要关注的重点公司

股票名称	股票代码	评级	EPS (X)			PE (X)			ROE2011
			2010	2011	2012	2010	2011	2012	
天利高新	600339	推荐	0.47	0.93	1.09	21	11	9	25.57%
山西三维	000755	推荐	0.16	0.71	0.86	63	14	12	12.89%
浙江龙盛	600352	推荐	0.62	0.78	0.85	19	15	14	19.34%

资料来源:中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

产品价格上升推动公司业绩大幅上升。化工行业分化严重,有机、无机化学品出现了不同程度的价格上涨。有机化工: 甲乙酮、己二酸、BDO 等价格大幅上涨, 建议关注山西三维和天利高新。

影响甲乙酮、己二酸、BDO 涨价的因素均是需求回暖。因 THF/PTMEG、PBT 和 GBL 装置增长较快拉动 BDO 需求增长, BDO 市场回暖, 产品价格有较大上行动力和空间。甲乙酮受环保影响替代芳烃, 需求增长较快。己二酸、BDO 产能并不过剩, 下游需求回暖直接带动公司产品价格上升。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为化工产品价格上涨零乱, 不看好。我们认为, 化工行业分化严重, 有机化工中可关注甲乙酮、己二酸、BDO 等生产比较集中, 供需关系较好产品价格能够持续上涨的品种。

行业估值与投资建议:

随着近期产品价格上升, 以 2011 年预测业绩计算的山西三维、天利高新、浙江龙盛 PE 水平分别为 14、11 和 15 倍, 处于低估值状态, 给予推荐的投资评级。

行业表现的催化剂:

规模化发展及节能减排、环保政策促使化工小企业面临较大的成本压力, 化工行业并购整合与重组将明显加剧, 是良好催化剂。

主要风险因素:

国际石油价格大幅变动。突发性安全事故和自然灾害导致停产。

目 录

一、有机化工：关注甲乙酮、己二酸、BDO 等供需关系较好的品种	4
（一）、价格走势解读	4
（二）、重要无机化工产品价格走势	10
二、无机化工：由于多数产能过剩，产品涨价很难持续	12
（一）、价格走势解读	12
（二）、重要无机化工产品价格走势	12
（三）、其他无机化工产品价格走势	14
三、农化：复合肥开工率下降促使化肥行业预期不好	14
（一）、价格走势解读	14
（二）、重要农业化工品价格走势	15
四、重点公司	17
（一）、天利高新（600339.SH）：产品涨价业绩增（推荐）	17
（二）、山西三维（000755.SZ）：产品涨价业绩增（推荐）	20
（三）、浙江龙盛（600352.SH）：受益于出口回暖（推荐）	23
插图目录	26

一、有机化工：关注甲乙酮、己二酸、BDO 等供需关系较好的品种

(一)、价格走势解读

受供需关系影响，目前化工行业出现了较为严重的分化现象，有机、无机化学品出现了不同程度的价格上涨，有机品中建议关注甲乙酮、己二酸、BDO 等供需关系较好的品种。

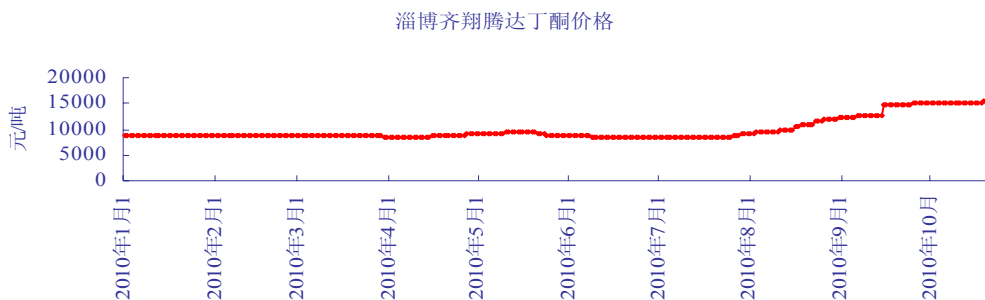
1、因需求向好甲乙酮价格长期趋势看好

甲乙酮 (MEK)：又名甲基乙基甲酮、丁酮、乙基甲基甲酮、甲基丙酮，是一种重要的低沸点溶剂，挥发度适中，与多数烃类溶剂互溶，对高固含量和粘度无不良影响，具有优异的溶解性和干燥特性，能与众多溶剂形成共沸物，对各种纤维素衍生物、合成橡胶、油脂、高级脂肪酸具有很强的溶解能力。其本身含有羰基及与羰基相邻接的活泼氢，易于发生各种化学反应。在炼油、染料、涂料、粘合剂、医药、润滑油脱蜡、印刷油墨、电子元件清洗等行业作为溶剂。作为重要的精细化工原料，在制备催化剂、抗氧化剂、聚氨酯、乙烯树脂、丙烯酸树脂、酚醛树脂、磁带、酮类衍生物（高分子酮、甲基异丙烯酮、 β -二酮、酮基哌啶衍生物、过氧化丁酮、甲基戊基酮、丁酮肟、丁二酮、甲基假紫罗兰酮等）等应用领域具有广泛用途。

08 年的甲乙酮价格如坐过山车一样经历了大起大落，09 年的甲乙酮价格可谓走的一波三折、步履蹒跚，但今年的甲乙酮从年初的 4800 元/吨涨到目前的 14000 元/吨左右的价格，涨幅达到 100% 以上，可算是创出了历史纪录，接下来前一时因停产检修的日本厂家将复产，对市场是否会有冲击？我们认为，虽然日本三企业合计产能达到全球的 18.1%，但由于甲乙酮需求较好（在齐翔腾达研究报告中我们根据甲乙酮的消费结构、消费现状、消费需求指出甲乙酮长期趋势看好），再加上日本三企业不是同时复产，对甲乙酮价格影响不会太大，短期回落后期长期趋势仍然向好。

2009 年世界甲乙酮生产能力为 165.8 万吨。2009 年国外排名前十位甲乙酮生产企业合计产能为 102.1 万吨，约占世界总产能的 61.58%。目前国内甲乙酮生产企业一共有 8 家，产能合计为 36.7 万吨/年。天利高新有 4 万吨甲乙酮产能，由于甲乙酮主要消费领域在我国东南部，公司每吨运费比东部企业高出 600-700 元左右，但新疆甲乙酮原料价格较低，加之甲乙酮价格上涨较多，运费高的情况已经不重要了。

图 1：国内甲乙酮（丁酮）价格图



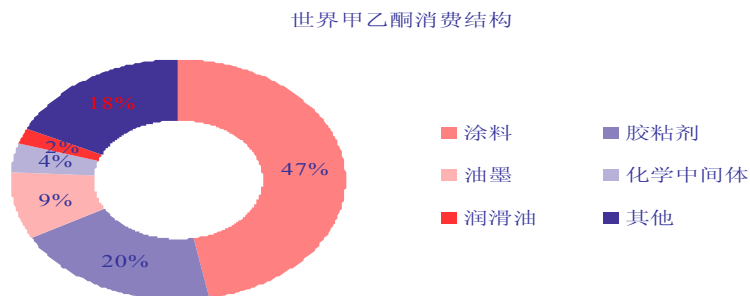
资料来源：隆众石化

2、环保标准促进甲乙酮需求增长

甲乙酮作为一种优良环保型溶剂，是纯苯、甲苯、二甲苯、丙酮等溶剂的最佳替代产品。与苯类溶剂相比，甲乙酮对人体危害程度较小，环保性能突出。国家环保总局发布的行业标准和准则的实施，为甲乙酮对苯类溶剂大面积替代提供了良好的政策环境。与丙酮相比，甲乙酮挥发性适中、溶解性能更强，不会致使空气中挥发性有机化合物 (VOC) 含量增高，单位溶

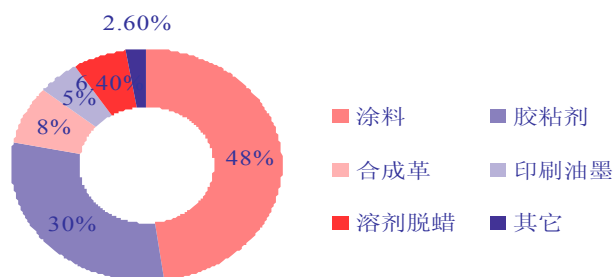
剂的甲乙酮用量也少于丙酮。

图 2: 世界甲乙酮(丁酮)消费结构



资料来源: 美国 SRI 咨询公司

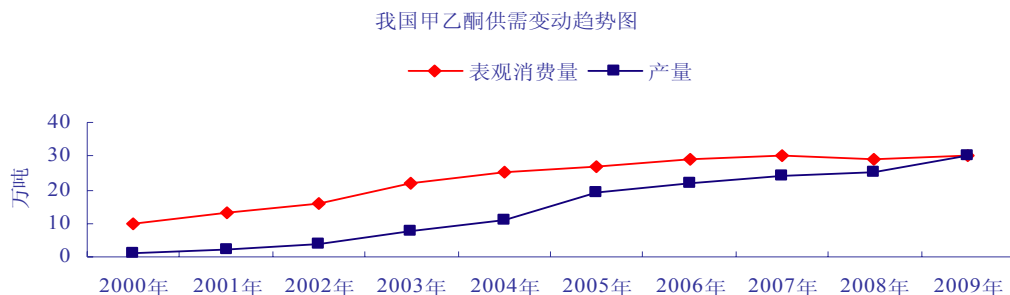
图 3: 国内甲乙酮(丁酮)消费结构



资料来源: 《化工文摘》

美国 SRI 咨询公司认为, 今后 5 年内世界甲乙酮需求的年增长率为 3.5%, 预计到 2010 年将达到 178 万吨, 需求增长将主要来自于最大的消费国中国。因需求快速增长, 中国甲乙酮生产能力近年骤增, 预计到 2010 年将超过 40 万吨/年, 成为世界最大的甲乙酮生产国。国内甲乙酮消费主要集中在华南和华东这两个地区。根据卓创资讯《2009 年丁酮市场年度分析报告》, 华南和华东地区甲乙酮消费量约占全国消费总量的 90%, 其中华南地区约占 50%, 华东地区约占 40%。上述两个地区甲乙酮消费集中, 主要是由于上述地区甲乙酮下游应用领域如涂料行业、胶粘剂行业比较发达。

图 4: 国内甲乙酮(丁酮)供需变动趋势

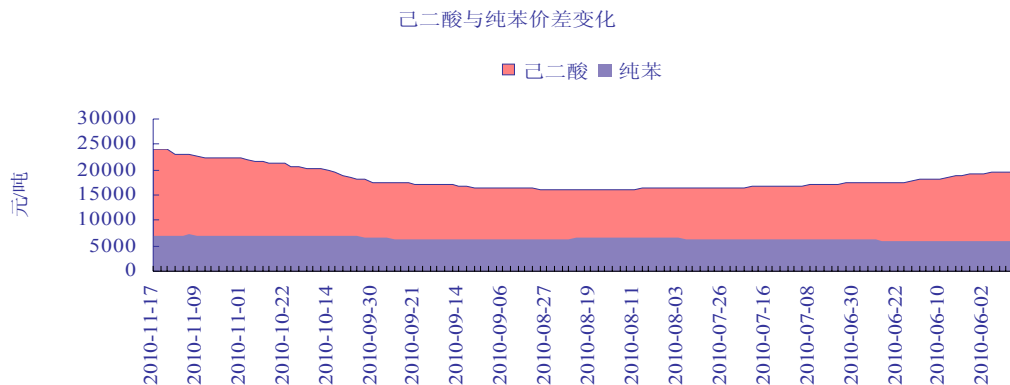


资料来源: 公司公告

3、己二酸价格上涨，毛利扩张

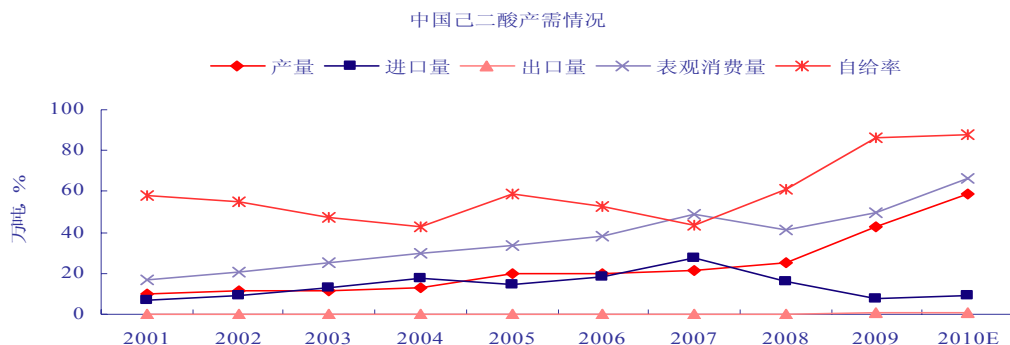
因中国政府自 2009 年 11 月起对从美国、欧盟及韩国等地进口的己二酸征收为期五年 5%-35.4%的反倾销税，国内己二酸供需关系持续好转，己二酸的价格持续走高，正在接近 2006 年峰值的水平，而己二酸主要生产原料纯苯因供应比较充足，价格变化不大，故近期己二酸与纯苯的价差扩大至接近峰值水平，己二酸毛利持续走高。我们认为，随着通胀刺激的化工产品价格上涨，己二酸毛利持续走高的状况能够持续较长时间。

图 5：国内己二酸与纯苯价差变动情况



资料来源：公司公告

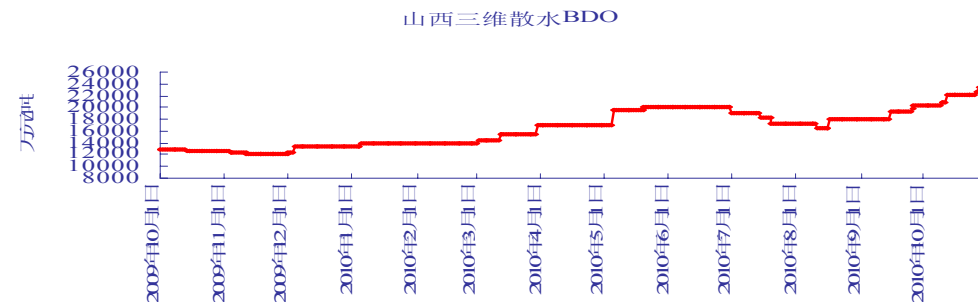
图 6：国内己二酸供需变动趋势



资料来源：中国石油化工协会

4、BDO:市场回暖，需求增长动力充足

图 7：国内 BDO 价格图

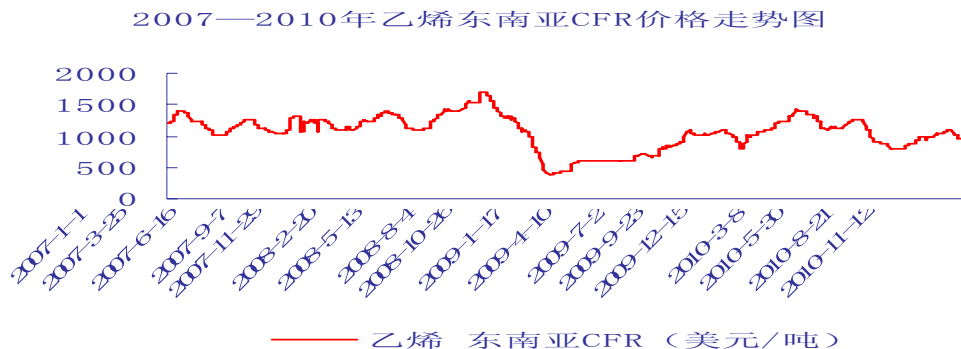


资料来源：百川咨询

(1)、国外烯烃法 BDO 因成本上升推动 BDO 价格上涨，顺酐法、电石法 BDO 受益明显

BDO 的生产主要有 3 种工艺路线，即由石脑油、乙烯、丁二烯到 1-4 丁二醇 (BDO)；由煤、粗苯、顺酐到 1-4 丁二醇 (BDO) 和电石法制 1-4 丁二醇 (BDO)。世界 BDO 的生产主要集中在美国、德国、中国、韩国、俄罗斯和沙特阿拉伯。受环保因素影响，国际多数国家限制电石法 BDO，故国外企业 BDO 生产工艺路线与我国相比有很大不同，国外主要是以石脑油乙烯为主的烯烃法 BDO 和少量的顺酐法 BDO，而我国主要是电石法 BDO 和少量的顺酐法 BDO，由于顺酐法 BDO 是新工艺有较强的技术难度故装置量相对较少。2010 年以来，特别是近期国际乙烯价格涨幅较大，导致国际烯烃法 BDO 生产成本明显上升，推动 BDO 价格上涨。由于电石和顺酐涨价相对较少，特别是顺酐由粗苯而来，全球芳烃过剩导致粗苯和顺酐价格相对较低，故顺酐法 BDO 和电石法 BDO 受益于国际烯烃法 BDO 成本推动 BDO 价格上涨，由于全球烯烃法 BDO 相对较多，其成本上涨对 BDO 价格的拉动有较强的持续性，特别是烯烃大上升周期刚刚开始，故我们判断 BDO 价格还将持续上升。

图 8：国际乙烯价格图



资料来源：百川咨询

图 9：国内顺酐价格图



资料来源：百川咨询

(2)、BDO 市场回暖，产品价格上涨还有较大空间

近期国内 BDO 市场出现上涨，厂家方面散水货源普遍上调，市场货源略显紧张，场内进口货源稀缺，国产货供货紧张。不少厂家以供合同户为主，外销量少。下游市场回暖是近期 BDO 价格上涨的主要原因，供给减少是次要原因，供给方面有些工厂开工因天气或是地方限电等因素而负荷较低，部分甚至停产。8 月末云维开车，市场供货有所增加，货紧状态得到一定的缓解，但 BDO 产品价格并未下跌，主要原因是由于下游需求旺季到来，市场对后市普遍看好，意向备货的商家明显增多。本周 BDO 国产散水货源厂家方面出罐多在 21000-22250 元/吨之间。进口货源方面：目前市场进口货源较少，受国内涨价影响，亦有提高价格的趋势。从厂家方面来看，云南云维出货稳定。南京蓝星 5.5 万吨/年 BDO/THF 装置基本满负荷开工，产品主供合同户，少量外销。山西三维 3 套 BDO 装置正常开工，其中电厂石法的 4.5 万吨和 3 万吨老装置满负荷运行，新建的 7.5 万吨顺酐法 BDO 也于今年 10 月份开始运行，已经能够产

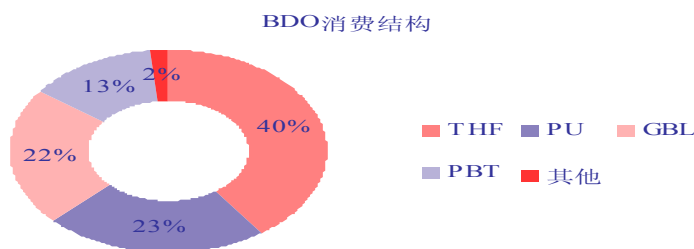
出合格产品。

近期国内外 BDO 市场行情上扬，需求增长、货源紧张、进口货源稀少等都是影响价格上涨的重要因素。由于下游行业氨纶前几年业绩增长较快，众多的氨纶厂扩产导致 BDO 需求急增，BDO 价格后市还会进一步上扬，我们预计今年年底可涨至 25000-26000 元/吨左右。

(3)、BDO 需求增长动力充足

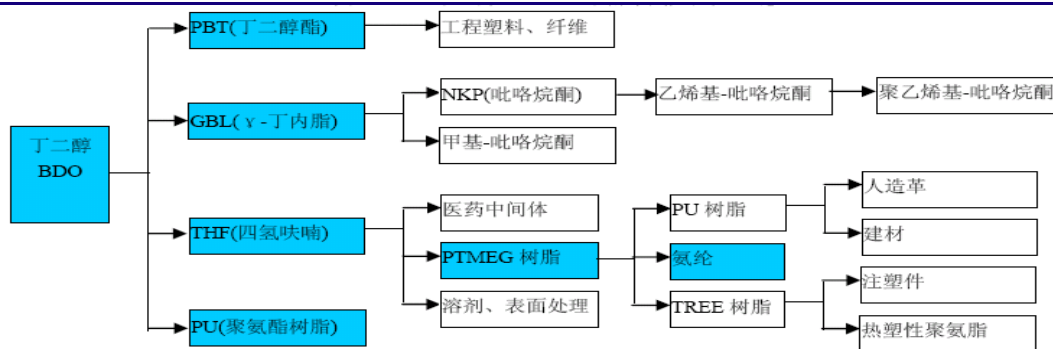
BDO 主要用于 THF/PTMEG、PBT、氨纶、PBT 树脂领域。根据行业数据，PBT、GBL、THF、PU 消耗了 BDO 的 98%，其中以 THF/PTMEG 需求量最大，占 40%，对 BDO 消费影响显著。

图 10: BDO 消费结构



资料来源：美国 SRI 咨询公司

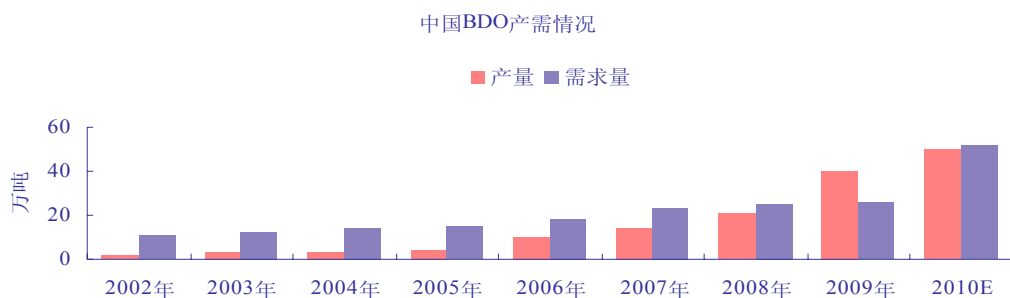
图 11: BDO 下游产业链结构图



资料来源：《化工文摘》

从 BDO 国内需求方面来看，THF/PTMEG 仍是国内 BDO 消费量最大的下游，2009 年 PTMEG 的产能增加较大，达 11.5 万吨/年。PBT 领域和 GBL 领域近年来发展较快，2009 年南通星辰新增 6 万吨/年的 PBT 新装置和新疆蓝山河屯新增 3 万吨/年的 PBT 新装置，安徽海丰新增 1 万吨/年 GBL 装置，均有利于 BDO 产能的消化。PU 另一个较大的消费领域浆料行业，2008 年底国内总产能已经达到 172 万吨/年，虽然 BDO 在浆料产品中的应用量较少，但由于国内浆料总产能的巨大，因此对 BDO 的消费总量也较为可观。预计未来几年，BDO 下游的各个领域仍有较大增长空间。

图 12: 国内 BDO 供需变动趋势



资料来源: 公司公告

表 1: 国内 BDO 及衍生产品产能概况

单位: 万吨

厂商	产能	地点
山西三维	15.5	山西洪洞
四川天华	3	四川泸州
台湾大连化工	3	江苏扬州
山东佳泰石化	1.3	山东东营
新疆美克	6	新疆库尔勒
蓝星集团	5.5	南京
陕西陕化	6	陕西渭南
四川维尼纶	3	四川重庆
合计	43.3	--

资料来源: 公司公告

表 2: 2010 年以后 BDO 及衍生产品新增产能

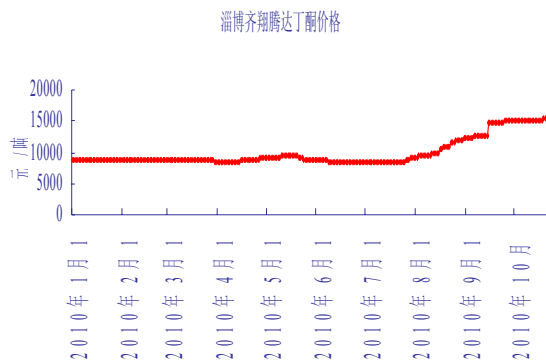
单位: 万吨

2010 年预计	新增产能	地址	工艺
福建湄洲湾	3	福建湄洲	Reppe 法
上海华晨能源	5	上海	Reppe 法
四川天华二期	6	四川泸州	Reppe 法
南京蓝星 2 期	5.5	南京	顺酐法
合计	19.5		
2011 年预计			
陕西林德化工	6	陕西神木	Reppe 法
山东佳泰二期	4	山东东营	顺酐法
合计	10		

资料来源: 公司公告

(二)、重要无机化工产品价格走势

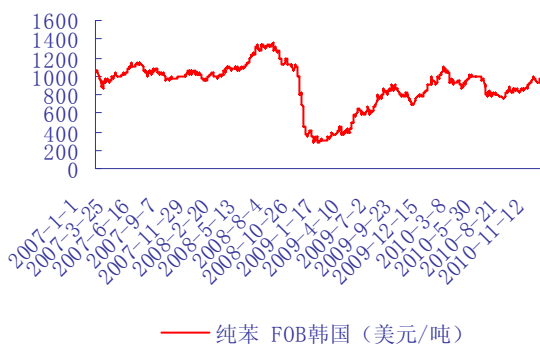
图 13: 国内甲乙酮价格趋势



资料来源: 百川资讯

图 15: 国内纯苯价格趋势

2007—2010年纯苯FOB韩国价格走势图

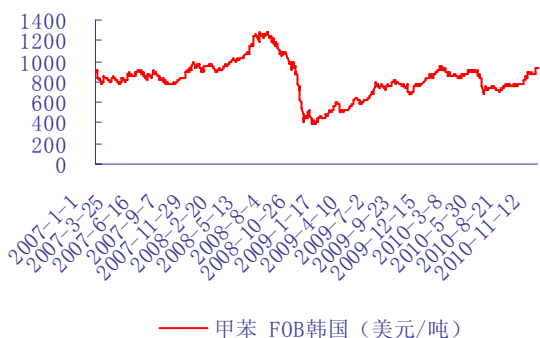


—— 纯苯 FOB韩国 (美元/吨)

资料来源: 百川资讯

图 17: 国内甲苯价格趋势

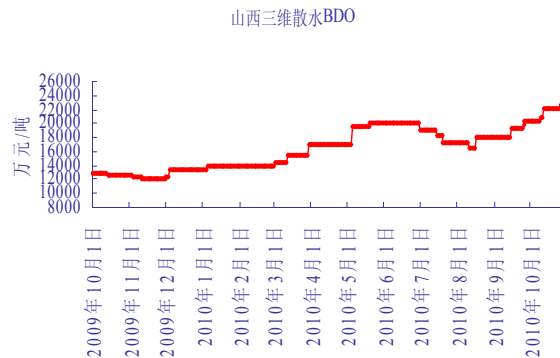
2007—2010年甲苯FOB韩国价格走势图



—— 甲苯 FOB韩国 (美元/吨)

资料来源: 百川资讯

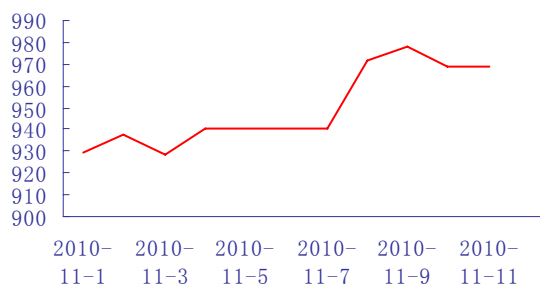
图 14: 国内 BDO 价格走势



资料来源: 百川资讯

图 16: 国内纯苯近一个月价格走势

当月纯苯FOB韩国价格走势图

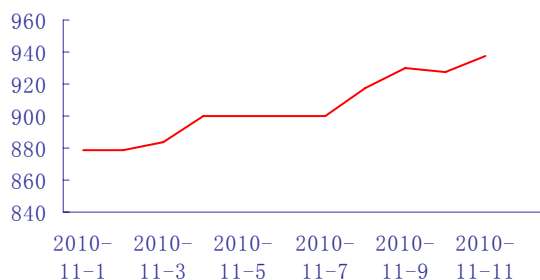


—— 纯苯 FOB韩国 (美元/吨)

资料来源: 百川资讯

图 18: 国内甲苯近一个月价格走势

当月甲苯FOB韩国价格走势图

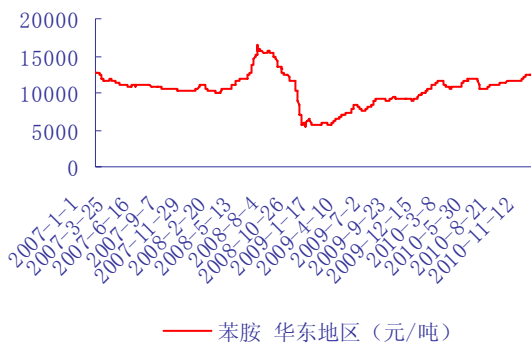


—— 甲苯 FOB韩国 (美元/吨)

资料来源: 百川资讯

图 19: 国内苯胺价格趋势

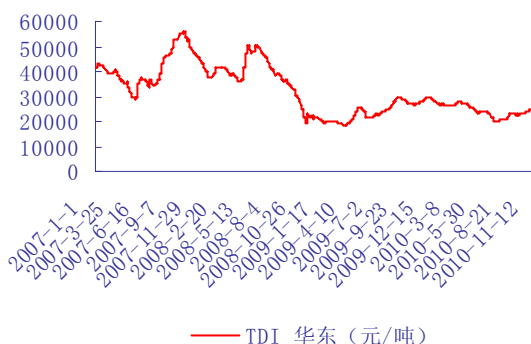
2007—2010年苯胺华东地区价格走势



资料来源: 百川资讯

图 21: 国内 TDI 价格趋势

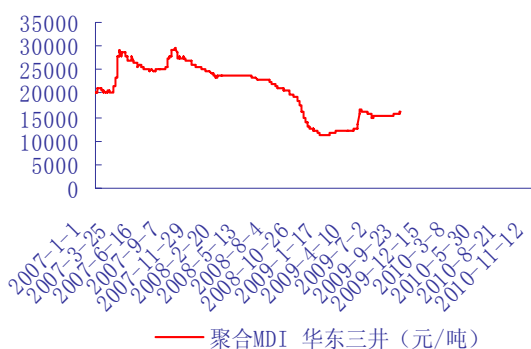
2007—2010年TDI价格走势



资料来源: 百川资讯

图 23: 国内聚合 MDI 价格趋势

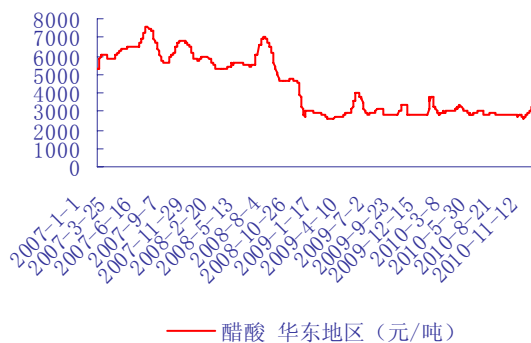
2007—2010年聚合MDI价格走势



资料来源: 百川资讯

图 20: 国内醋酸价格趋势

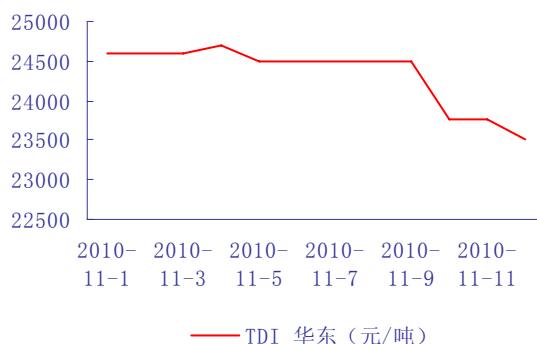
2007—2010年醋酸华东地区价格走势



资料来源: 百川资讯

图 22: 国内 TDI 近一个月价格走势

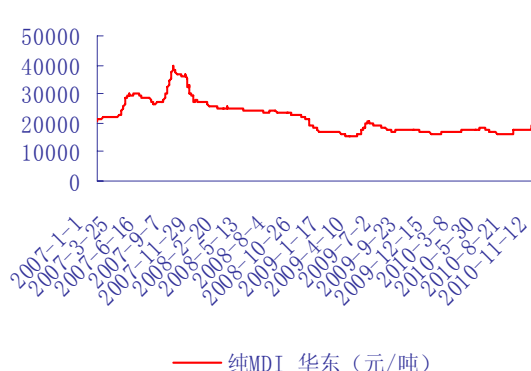
当月TDI价格走势



资料来源: 百川资讯

图 24: 国内纯 MDI 价格趋势

2007—2010年纯MDI价格走势



资料来源: 百川资讯

二、无机化工：由于多数产能过剩，产品涨价很难持续

(一)、价格走势解读

房地产行业高压政策以来，无机化工产品的价格维持低迷，虽然一些品种价格有所反弹，如纯碱、PVC 价格有所上升，但因全球多数无机化工产品供给明显过剩，如 PVC 行业产能严重过剩，房地产、建筑、建材用 PVC 消费预期增长缓慢，预计 2011 年我国 PVC 行业仍将出现 800 万吨左右的供大于求，PVC 企业平均开工率只能有 50% 左右，目前国内 PVC 市场成交清淡，贸易商观望气氛浓厚。

美国房地产市场虽然有好转迹象，但新开工率仍然不高，使得其成本低廉的天然碱依然严重过剩，急于向外出口，加之国内房地产政策压力，国内房地产市场预期较差，难以缓解全球范围内的低成本纯碱过剩，国内纯碱价格反弹后还将下降。

在无机化工中黄磷和磷矿石值得关注，主要原因黄磷和磷矿石属于资源型无机化学品，产能并不过剩。关注磷资源较多的企业。

表 3: 国内 PVC 供需情况

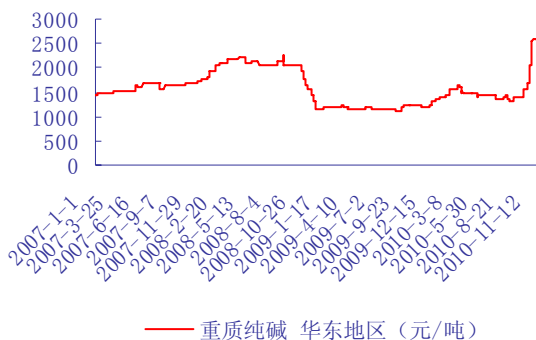
	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
产量	400	503	670	823	972	882	906.5
产能	523	664	972	1158	1448	1581	1781
产量增长率	18.30%	32.50%	33.20%	22.80%	18.10%	-9.26%	2.78%
产能增长率	20.50%	26.96%	46.38%	19.14%	25.04%	9.18%	12.65%
表观消费量	625	664	817	920	1040	924	948
消费量增长率	12.20%	6.24%	23.04%	12.60%	13.04%	-11.15%	2.16%

资料来源：中国银河证券研究部整理

(二)、重要无机化工产品价格走势

图 25: 国内纯碱价格趋势

2007—2010 年重质纯碱华东地区价格走势

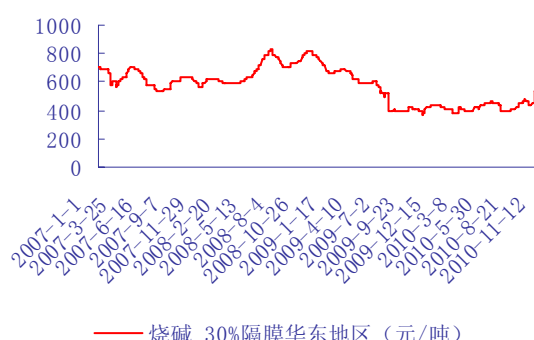


— 重质纯碱 华东地区 (元/吨)

资料来源：百川资讯

图 26: 国内烧碱价格趋势

2007—2010 年烧碱价格走势

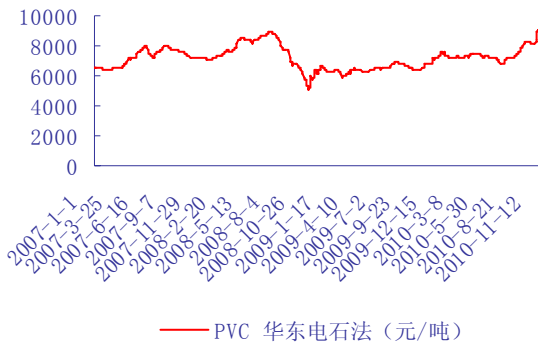


— 烧碱 30%隔膜华东地区 (元/吨)

资料来源：百川资讯

图 27: PVC 价格趋势

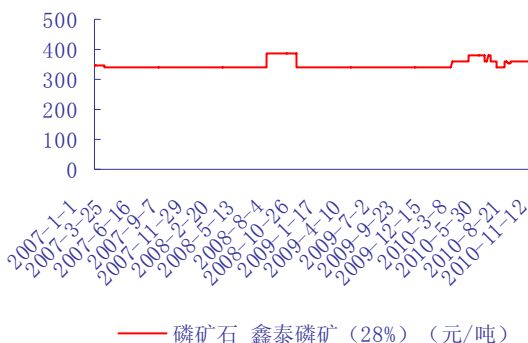
2007—2010年PVC华东电石法价格走势



资料来源: 百川资讯

图 29: 国内磷矿石价格趋势

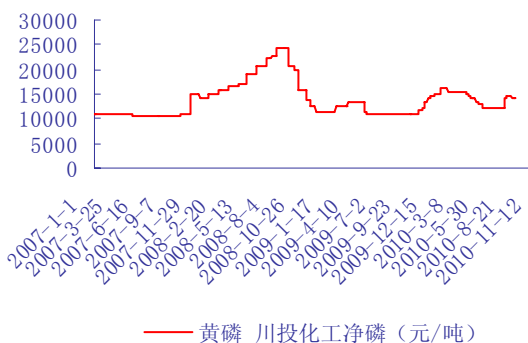
2007—2010年磷矿石价格走势(元/吨)



资料来源: 百川资讯

图 31: 国内黄磷趋势

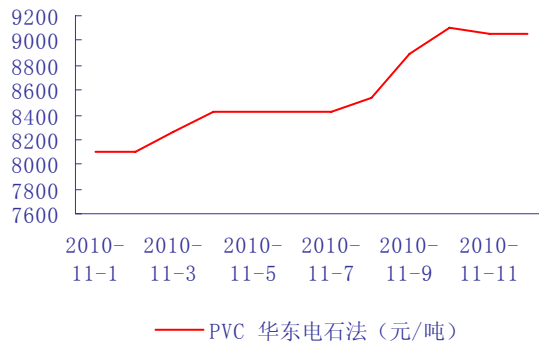
2007—2010年黄磷价格走势



资料来源: 百川资讯

图 28: PVC 近一个月价格走势

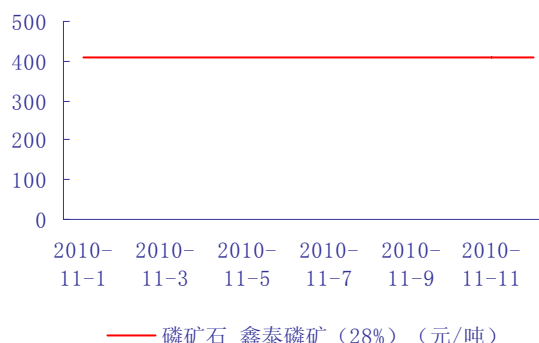
当月PVC华东电石法价格走势



资料来源: 百川资讯

图 30: 国内磷矿石近一个月价格趋势

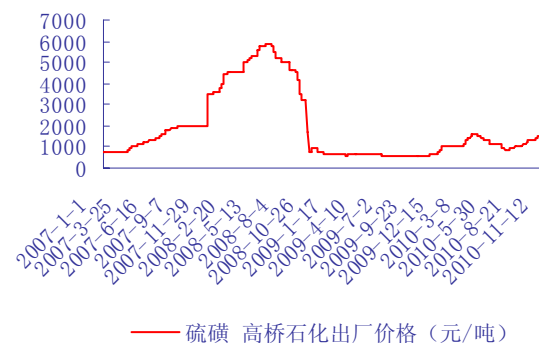
当月磷矿石价格走势(元/吨)



资料来源: 百川资讯

图 32: 国内硫磺价格走势

2007—2010年硫磺价格走势

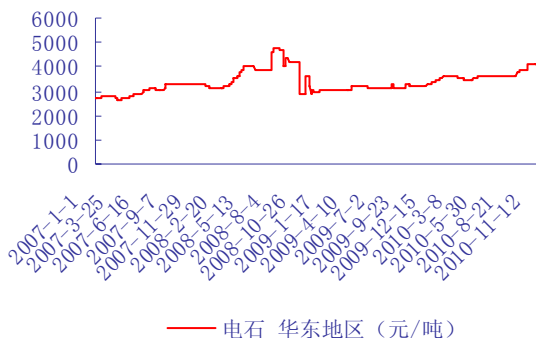


资料来源: 百川资讯

(三)、其他无机化工产品价格走势

图 33: 国内电石价格走势

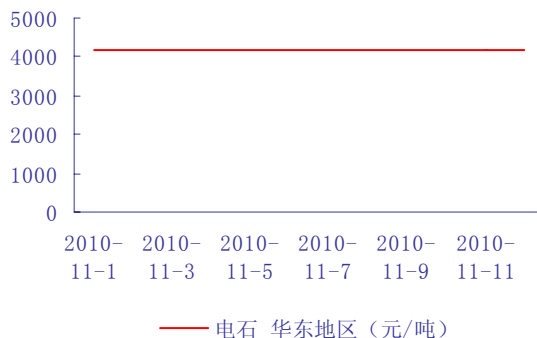
2007—2010年电石华东地区价格走势图



资料来源: 百川资讯

图 34: 国内电石最近一个月价格趋势

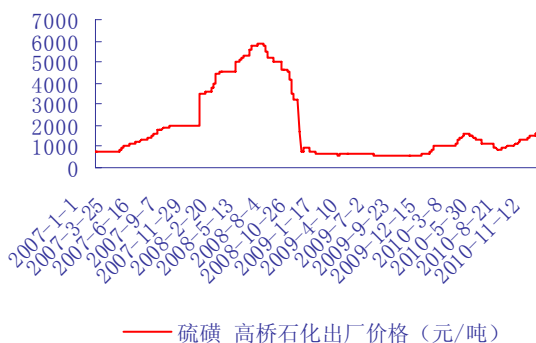
当月电石华东地区价格走势图



资料来源: 百川资讯

图 35: 国内硫酸价格趋势

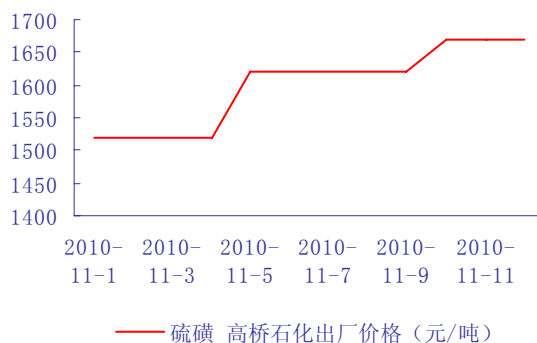
2007—2010年硫磺价格走势图



资料来源: 百川资讯

图 36: 国内硫磺价格近一个月趋势

当月硫磺价格走势图



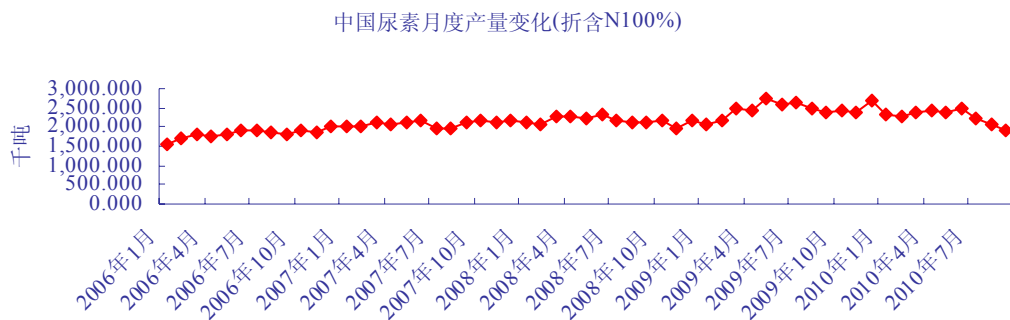
资料来源: 百川资讯

三、农化: 复合肥开工率下降促使化肥行业预期不好

(一)、价格走势解读

目前尿素开工率只有 63%, 合成氨和复合肥开工率下降至 50%和 65%。化肥中开工率状况较好的是氯化钾达 90%, 硫酸钾开工率也达 90%, 二铵和一铵的开工率也高达 90%。虽然钾肥、磷肥可以看好, 但由于目前主要公司估值已高, 况且复合肥开工率下滑也会带动钾肥和磷肥开工下降, 因此, 复合肥开工率下降促使化肥行业预期不好。

图 37: 中国尿素月度产量变化

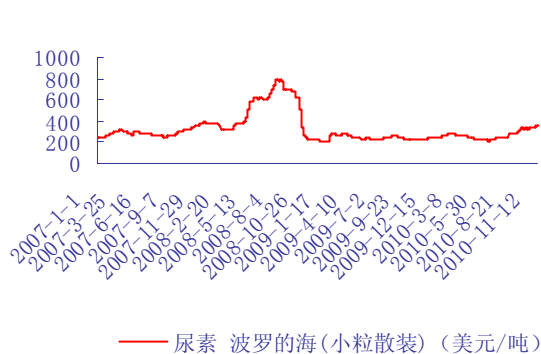


资料来源: CEIC

(二)、重要农业化工品价格走势

图 38: 国际尿素价格趋势

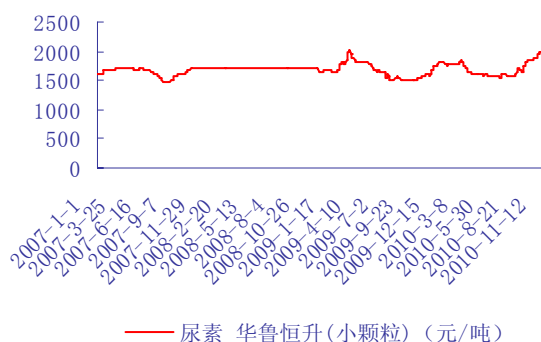
2007—2010年尿素波罗的海价格走势



资料来源: 化工在线

图 40: 国内尿素价格趋势

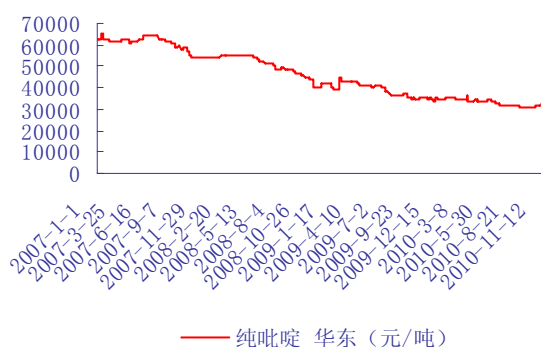
2007—2010年尿素华鲁恒升价格走势



资料来源: 百川资讯

图 39: 国内吡啶价格走势

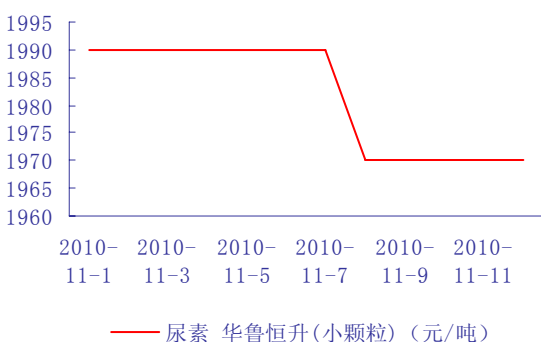
2007—2010年纯吡啶价格走势



资料来源: 百川资讯

图 41: 国际尿素近一个月价格走势

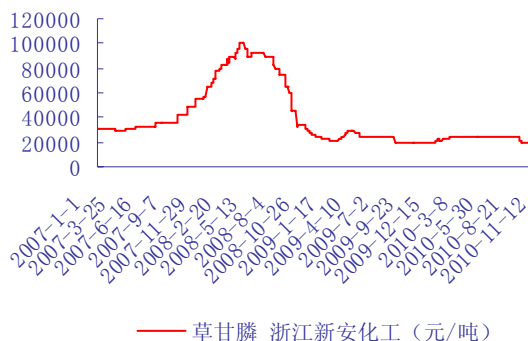
当月尿素华鲁恒升价格走势



资料来源: 百川资讯

图 42: 国内草甘膦价格趋势

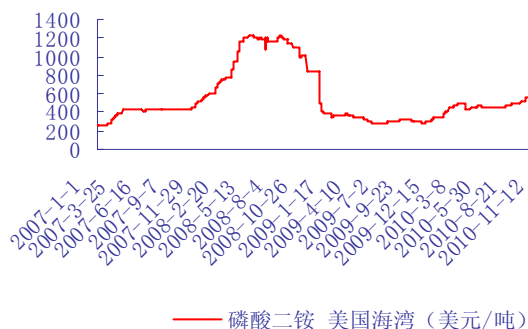
2007—2010年草甘膦价格走势



资料来源: 百川资讯

图 44: 国际二铵价格趋势

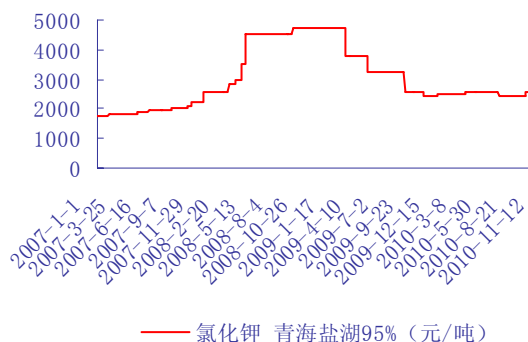
2007—2010年磷酸二铵美国海湾价格走势



资料来源: 百川资讯

图 46: 国内氯化钾价格趋势

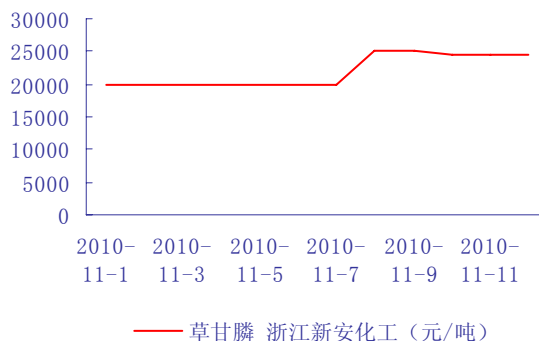
2007—2010年氯化钾价格走势



资料来源: 百川资讯

图 43: 国内草甘膦近一个月价格趋势

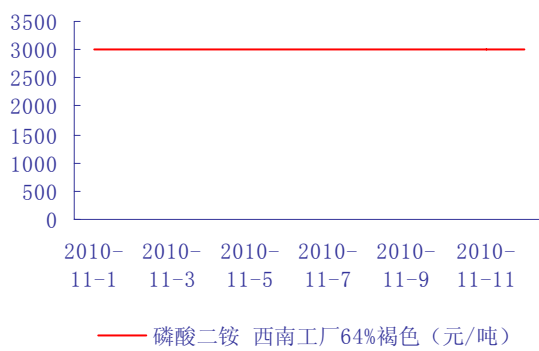
当月草甘膦价格走势



资料来源: 百川资讯

图 45: 国际二铵近一个月价格走势

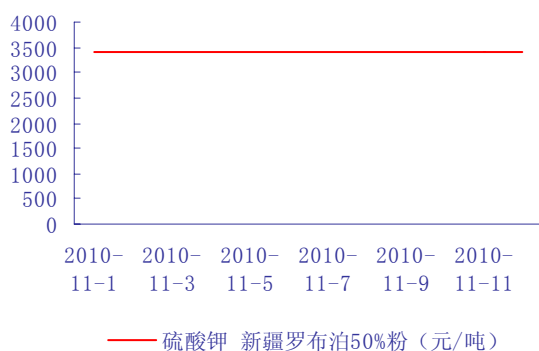
当月磷酸二铵价格走势



资料来源: 百川资讯

图 47: 国内硫酸钾价格趋势

当月硫酸钾价格走势



资料来源: 百川资讯

四、重点公司

(一)、天利高新 (600339.SH): 产品涨价业绩增 (推荐)

表 4: 天利高新 (600339.SH) 关键指标预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1045.11	891.05	1824.83	2110.05	2465.60
增长率(%)	-6.76%	-14.74%	104.80%	15.63%	16.85%
归属母公司股东净利润	65.64	1.43	245.43	490.41	571.73
增长率(%)	104.20%	-97.82%	17035.55%	99.82%	16.58%
每股收益(EPS)	0.125	0.003	0.467	0.933	1.088
ROE	5.26%	0.12%	17.19%	25.57%	22.96%
EV/EBITDA(X)	28.07	36.70	8.82	5.80	4.39
PE	79.68	3651.27	21.31	10.66	9.15
PB	4.19	4.42	3.66	2.73	2.10

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测:

因环保促进甲乙酮需求增长, 甲乙酮价格大幅上涨, 据隆众石化数据, 甲乙酮出厂价从 2010 年 6 月初的 8100 元/吨上涨至目前的 18000 元/吨, 涨幅达到 122%。公司生产装置将超负荷运行且原料优势明显, 另一产品己二酸贡献利润也很好。

我们与市场不同的观点:

市场没有注意到甲乙酮价格大幅上升会促使公司业绩大幅增长。虽然我国甲乙酮主要消费领域在东南部, 公司地处新疆, 每吨运费比东部企业高出 600-700 元左右, 但新疆甲乙酮原料价格较低, 加之甲乙酮价格上涨较多, 运费高的情况已经不重要了。

公司估值与投资建议:

DCF-WACC 模型估值结果每股价值为 16.75 元, 敏感性分析的合理区间为 14.92-18.83 元。绝对估值显示目前 A 股价格偏低。考虑公司将随着行业走出谷底进入景气回升阶段, 加之公司技术先进, 给予公司推荐的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

甲乙酮、己二酸涨价是公司股票表现的催化剂。

主要风险因素:

1、化工行业与国际油价相关性极强, 国际油价变动幅度较大, 向上或向下远超出我们预测的波动区间。国际油价的大幅波动势必会引发产业链价格波动较大, 而我国期货市场发展还很不完善, 众多石油化工产品没有期货, 企业无法对冲风险, 而化工行业公司业绩与国际油价相关性极强, 国际油价的大幅波动传导到企业利润上致使公司业绩波动超出我们的预期。

2、公司生产装置发生安全生产事故 (石油化工企业发生装置事故概率较大)

表 5: 天利高新 (600339) 财务报表预测

资产负债表						利润表					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	29.32	46.37	18.25	108.98	1182.24	营业收入	1045.11	891.05	1824.83	2110.05	2465.60
应收和预付款项	61.47	108.49	165.45	132.16	219.29	营业成本	805.82	729.99	1158.77	1145.13	1375.56
存货	147.85	140.03	268.08	135.22	349.24	营业税金及附加	8.62	9.20	18.85	21.79	25.46
其他流动资产	22.33	74.35	74.35	74.35	74.35	营业费用	60.72	61.44	125.83	145.50	170.02
长期股权投资	181.98	154.29	154.29	154.29	154.29	管理费用	73.11	77.63	158.99	183.84	214.82
投资性房地产	44.39	41.81	36.93	32.05	27.18	财务费用	75.76	76.88	81.84	45.03	15.31
固定资产和在建工程	2980.90	3078.72	2728.65	2377.58	2025.50	资产减值损失	10.03	3.58	3.58	3.58	3.58
无形资产和开发支出	12.31	17.45	15.47	13.49	11.51	投资收益	44.76	16.90	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	44.11	1.16	0.58	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3524.67	3662.67	3462.06	3028.13	4043.60	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						营业利润	55.80	-50.78	276.98	565.19	660.85
短期借款	1052.00	1360.00	626.05	0.00	0.00	其他非经营损益	8.58	51.29	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	274.95	301.60	599.51	311.22	764.96	利润总额	64.38	0.51	276.98	565.19	660.85
长期借款	723.00	508.00	508.00	508.00	508.00	所得税	4.97	9.38	41.55	84.78	99.13
其他负债	198.11	293.06	293.06	293.06	293.06	净利润	59.41	-8.87	235.43	480.41	561.73
负债合计	2248.06	2462.67	2026.62	1112.28	1566.03	少数股东损益	-6.23	-10.30	-10.00	-10.00	-10.00
股本	525.60	525.60	525.60	525.60	525.60	归属母公司股东净利润	65.64	1.43	245.43	490.41	571.73
资本公积	540.24	504.04	504.04	504.04	504.04	每股收益 (EPS)	0.125	0.003	0.467	0.933	1.088
留存收益	182.49	152.39	397.82	888.23	1459.96	财务指标					
归属母公司股东权益	1248.33	1182.02	1427.45	1917.86	2489.59	毛利率	22.90%	18.07%	36.50%	45.73%	44.21%
少数股东权益	28.29	17.98	7.98	-2.02	-12.02	销售净利率	5.68%	-1.00%	12.90%	22.77%	22.78%
股东权益合计	1276.61	1200.01	1435.44	1915.85	2477.57	ROE	5.26%	0.12%	17.19%	25.57%	22.96%
负债和股东权益合计	3524.67	3662.67	3462.06	3028.13	4043.60	ROA	3.91%	2.10%	10.35%	20.13%	16.71%
						ROIC	6.89%	4.39%	12.07%	20.17%	24.58%
现金流量表						销售收入增长率	-6.76%	-14.74%	104.8%	15.63%	16.85%
净利润	65.64	1.43	245.43	490.41	571.73	EBIT 增长率	48.94%	-44.33%	366.4%	70.18%	10.82%
折旧与摊销	10145	10219	36393	36493	36535	净利润增长率	101.9%	-114.9%	2754%	104.0%	16.93%
经营性现金净流量	122.66	236.10	797.09	771.23	1098.00	估值倍数					
投资性现金净流量	-309.52	-101.72	-10.00	-10.00	-10.00	EPS(X)	0.125	0.003	0.467	0.933	1.088
筹资性现金净流量	157.52	-116.26	-815.21	-670.50	-14.73	PE(X)	79.68	3651.27	21.31	10.66	9.15
现金流量净额	-29.34	18.11	-28.12	90.73	1073.26	PB(X)	4.19	4.42	3.66	2.73	2.10
EBITDA	222.59	179.01	722.18	974.58	1040.94	PS(X)	5.00	5.87	2.87	2.48	2.12
NOPLAT	114.68	12.40	304.50	518.19	574.25	EV/EBITDA(X)	28.07	36.70	8.82	5.80	4.39

资料来源: 中国银河证券研究部

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

天利高新（600339）是国内主要的甲乙酮和己二酸生产和供应商，在国内中居主导地位。

表 6：天利高新（600339）战略分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.5
优势	一体化的综合类化工公司规模成本优势明显，经营效率高。	分值：5.0
劣势	公司地处新疆，离消费地较远。	分值：4.5
机会	甲乙酮产品价格大幅上升	分值：5.0
威胁	其他企业大幅扩大产能	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

资料来源：中国银河证券研究部

表 7：天利高新（600339）竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.5
供应商力量	公司地处独山子石化基地，原料供应十分充足	分值：5.0
新进入壁垒	新进入壁垒不高。	分值：4.0
客户力量	客户众多，较分散。	分值：4.5
替代产品	短期内无替代产品。	分值：4.5
竞争对手	竞争激烈，但对手多无原料优势	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+表示未来好转，-号表示未来变差

资料来源：中国银河证券研究部



(二)、山西三维(000755.SZ): 产品涨价业绩增(推荐)

表 8: 山西三维(000755.SZ) 关键指标预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	2645.37	2269.97	2561.20	2908.50	3321.80
增长率(%)	-2.50%	-14.19%	12.83%	13.56%	14.21%
归属母公司股东净利润	1.65	10.64	74.13	331.40	401.14
增长率(%)	-99.79%	1437.45%	611.08%	347.06%	21.05%
每股收益(EPS)	0.004	0.023	0.158	0.706	0.855
ROE	0.08%	0.49%	3.31%	12.89%	13.49%
EV/EBITDA(X)	26.99	17.47	8.57	5.77	4.22
PE	2808.14	436.55	62.67	14.02	11.58
PB	2.15	2.14	2.07	1.81	1.56

注: 净利润为归属母公司的净利润

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设及主要预测:

因 THF/PTMEG、PBT 和 GBL 装置增长较快拉动 BDO 需求增长, BDO 市场回暖, 产品价格有较大上行动力和空间。据百川数据, 近期 BDO 价格上涨, 国产散水 BDO 涨至 19500 元/吨左右。公司是国内最大、全球第三大 BDO 生产企业, 控股子公司三维瑞德设立后, 原料优势明显。

我们与市场不同的观点:

市场认为 BDO 产能过剩, 价格不会上涨, 我们认为因 THF/PTMEG、PBT 和 GBL 装置增长较快拉动 BDO 需求增长, BDO 市场回暖, 产品价格有较大上行动力和空间。公司是国内最大、全球第三大 BDO 生产企业, 控股子公司三维瑞德设立后, 原料优势明显。

公司估值与投资建议:

DCF-WACC 模型估值结果每股价值为 13.73 元, 敏感性分析的合理区间为 11.93-15.94 元。绝对估值显示目前 A 股价格偏低。考虑公司随着行业将走出谷底进入景气回升阶段, 加之公司技术先进, 给予公司推荐的投资评级。

股票价格表现的催化剂:

BDO 涨价是公司股票表现的催化剂。

主要风险因素:

1、化工行业与国际油价相关性极强, 国际油价变动幅度较大, 向上或向下远超出我们预测的波动区间。国际油价的大幅波动势必会引发产业链价格波动较大, 而我国期货市场发展还很不完善, 众多石油化工产品没有期货, 企业无法对冲风险, 而化工行业公司业绩与国际油价相关性极强, 国际油价的大幅波动传导到企业利润上致使公司业绩波动超出我们的预期。

2、公司生产装置发生安全生产事故(石油化工企业发生装置事故概率较大)

表 9: 山西三维 (000755) 财务报表预测

资产负债表						利润表					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	164.47	146.84	25.61	263.38	1410.10	营业收入	2645.37	2269.97	2561.20	2908.50	3321.80
应收和预付款项	265.12	417.85	188.22	469.07	283.12	营业成本	2341.11	1917.04	2105.82	2193.01	2514.27
存货	336.46	331.61	275.54	356.75	368.16	营业税金及附加	9.60	11.01	12.42	14.10	16.11
其他流动资产	0.84	4.31	4.31	4.31	4.31	营业费用	92.91	75.79	85.52	97.11	110.91
长期股权投资	13.48	10.08	10.08	10.08	10.08	管理费用	132.39	163.50	184.48	209.49	239.26
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	60.19	93.02	75.96	40.50	17.22
固定资产和在建工程	3400.21	3612.15	3098.59	2585.03	2071.46	资产减值损失	58.12	22.88	22.88	22.88	22.88
无形资产和开发支出	43.09	40.11	34.17	28.23	22.30	投资收益	0.00	0.73	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	4223.67	4562.96	3636.52	3716.85	4169.53	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						营业利润	-48.94	-12.55	74.13	331.40	401.14
短期借款	1140.00	1286.00	290.24	0.00	0.00	其他非经营损益	2.92	40.56	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	300.40	331.07	326.26	365.43	416.97	利润总额	-46.02	28.01	74.13	331.40	401.14
长期借款	342.09	575.50	575.50	575.50	575.50	所得税	-46.69	17.58	0.00	0.00	0.00
其他负债	278.93	198.88	198.88	198.88	198.88	净利润	0.68	10.42	74.13	331.40	401.14
负债合计	2061.42	2391.45	1390.88	1139.82	1191.35	少数股东损益	-0.98	-0.22	0.00	0.00	0.00
股本	469.26	469.26	469.26	469.26	469.26	归属母公司股东净利润	1.65	10.64	74.13	331.40	401.14
资本公积	1015.71	1015.71	1015.71	1015.71	1015.71	每股收益 (EPS)	0.004	0.023	0.158	0.706	0.855
留存收益	671.77	681.25	755.38	1086.78	1487.92	财务指标					
归属母公司股东权益	2156.74	2166.22	2240.35	2571.75	2972.89	毛利率	11.50%	15.55%	17.78%	24.60%	24.31%
少数股东权益	5.51	5.29	5.29	5.29	5.29	销售净利率	0.03%	0.46%	2.89%	11.39%	12.08%
股东权益合计	2162.25	2171.51	2245.64	2577.04	2978.18	ROE	0.08%	0.49%	3.31%	12.89%	13.49%
负债和股东权益合计	4223.67	4562.96	3636.52	3716.85	4169.53	ROA	0.22%	2.59%	4.05%	9.93%	9.96%
						ROIC	1.71%	3.84%	4.42%	11.86%	14.24%
现金流量表						销售收入增长率	-2.50%	-14.19%	12.83%	13.56%	14.21%
净利润	1.65	10.64	74.13	331.40	401.14	EBIT 增长率	-98.04%	1157.62%	24.60%	150.70%	12.59%
折旧与摊销	21,462.67	21,462.67	49,661.72	49,661.72	49,661.72	净利润增长率	-99.79%	1437.45%	611.08%	347.06%	21.05%
经营性现金净流量	215.19	66.66	947.59	565.61	1161.04	估值倍数					
投资性现金净流量	-590.35	-296.96	0.00	0.00	0.00	EPS(X)	0.004	0.023	0.158	0.706	0.855
筹资性现金净流量	138.80	136.06	-1068.82	-327.84	-14.32	PE(X)	2808.14	436.55	62.67	14.02	11.58
现金流量净额	-236.35	-94.24	-121.23	237.77	1146.72	PB(X)	2.15	2.14	2.07	1.81	1.56
EBITDA	209.45	332.75	643.80	865.62	912.08	PS(X)	1.76	2.05	1.81	1.60	1.40
NOPLAT	40.04	52.55	147.19	369.00	415.47	EV/EBITDA(X)	26.99	17.47	8.57	5.77	4.22

资料来源: 中国银河证券研究部

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

山西三维是国内主要的 BDO 和 PVA 生产和供应商，在国内中居主导地位。

表 10: 山西三维（000755.SZ）战略分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.5
优势	一体化的综合类化纤公司规模成本优势明显，经营效率高。	分值：5.0
劣势	原料越来越紧。公司控股三维瑞德焦化后原料紧张的情况将得到改善。	分值：4.5
机会	公司控股三维瑞德焦化后原料成本将明显下降，BDO 产品价格上涨	分值：5.0
威胁	PVA 产能过剩，PVA 价格下降	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

资料来源：中国银河证券研究部

表 11: 山西三维（000755.SZ）竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.5
供应商力量	公司控股三维瑞德焦化后供应商主要来自自己，原料供应将十分充足	分值：5.0
新进入壁垒	新进入壁垒不高。	分值：4.0
客户力量	客户众多，较分散。	分值：4.5
替代产品	短期内无替代产品。	分值：4.5
竞争对手	竞争激烈，但对手多无原料优势	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+ 表示未来好转，- 号表示未来变差

资料来源：中国银河证券研究部



(三)、浙江龙盛 (600352.SH): 受益于出口回暖 (推荐)

表 12: 浙江龙盛 (600352.SH) 关键指标预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4225.41	4619.41	6236.20	7545.80	8904.05
增长率(%)	26.30%	9.32%	35.00%	21.00%	18.00%
归属母公司股东净利润	470.47	669.22	910.63	1144.85	1249.49
增长率(%)	21.33%	42.25%	36.07%	25.72%	9.14%
每股收益(EPS)	0.320	0.456	0.620	0.780	0.851
ROE	14.90%	16.73%	18.77%	19.34%	17.63%
EV/EBITDA(X)	11.27	16.12	9.04	8.06	6.41
PE	36.11	25.39	18.66	14.84	13.60
PB	5.38	4.25	3.50	2.87	2.40

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

驱动因素、关键假设和主要预测:

公司是全球第一大分散染料制造商, 活性染料产量在国内位居前三。纺织印染行业出口形势好转, 染料需求逐步上升, 公司业绩稳固提升。

公司产品结构合理, 产业链完善。活性染料和化工中间体业务增长快速。间苯二胺作为分散染料的主要原料, 有助于公司控制产品成本。公司与印度最大活性染料厂商 Kiri 合作, 活性染料市场份额将大幅提高。

我们与市场的不同观点:

市场普遍认为 2011 年石油价格大幅上涨, 化工受成本上升影响不看好。我们认为, 2011 年国际油价在中位小幅走高且在供大于求背景下不会大幅上升十分有利于公司整体业绩提升, 随着出口增长销售回暖, 染料和助剂行业市场回暖。

公司估值与投资建议:

我们预计 2010-2012 年公司净利润分别同比增长 36.07%、25.72%和 9.14%; 动态市盈率分别为 18.66 倍、14.84 倍和 13.60 倍, 给予推荐投资评级。

股价表现的催化剂:

- (1) 纺织印染行业出口形势转好, 染料的需求大幅提升, 染料提价。
- (2) 公司业绩大幅提高。

主要风险因素:

- (1) 国际油价大涨导致成本上升;
- (2) 中外出口贸易争端加剧。

表 13: 浙江龙盛 (600352.SH) 财务报表及指标预测 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	902.98	1367.44	1977.78	770.09	2832.72	营业收入	4225.41	4619.41	6236.20	7545.80	8904.05
应收和预付款项	1702.35	2798.14	2439.86	3894.61	3605.39	营业成本	3136.51	3441.13	4453.89	5369.59	6477.69
存货	583.66	1572.08	393.47	1976.19	882.49	营业税金及附加	12.05	11.78	15.90	19.24	22.71
其他流动资产	0.29	0.87	0.87	0.87	0.87	营业费用	140.92	133.05	179.62	217.34	256.46
长期股权投资	441.28	453.08	453.08	453.08	453.08	管理费用	267.77	304.90	411.62	498.06	587.71
投资性房地产	7.52	7.16	6.33	5.50	4.67	财务费用	126.19	39.55	65.45	46.44	36.82
固定资产和在建工程	1565.59	2320.19	2815.02	3219.86	3534.69	资产减值损失	79.78	20.02	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	542.38	609.12	543.56	477.99	412.42	投资收益	64.47	82.32	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	129.38	108.51	105.86	103.21	103.21	公允价值变动损益	-4.28	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	5875.43	9236.60	8735.82	10901.40	11829.54	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						营业利润	522.37	751.29	1109.71	1395.12	1522.65
短期借款	812.76	969.17	0.00	0.00	0.00	其他非经营损益	-1.08	13.48	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	1184.42	1933.56	1518.49	2573.37	2289.28	利润总额	521.29	764.76	1109.71	1395.12	1522.65
长期借款	211.32	1342.97	1342.97	1342.97	1342.97	所得税	42.06	71.57	166.46	209.27	228.40
其他负债	379.57	690.87	690.87	690.87	690.87	净利润	479.23	693.19	943.25	1185.86	1294.25
负债合计	2588.08	4936.57	3552.33	4607.20	4323.11	少数股东损益	8.76	23.97	32.62	41.01	44.76
股本	659.00	1318.00	1318.00	1318.00	1318.00	归属母公司股东净利润	470.47	669.22	910.63	1144.85	1249.49
资本公积	1129.46	762.96	762.96	762.96	762.96	每股收益 (EPS)	0.320	0.456	0.620	0.780	0.851
留存收益	1369.70	1919.42	2770.27	3839.96	5007.43						
归属母公司股东权益	3158.16	4000.38	4851.23	5920.92	7088.38	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	129.19	299.65	332.27	373.28	418.04	毛利率	25.77%	25.51%	28.58%	28.84%	27.25%
股东权益合计	3287.35	4300.03	5183.50	6294.20	7506.42	销售净利率	11.34%	15.01%	15.13%	15.72%	14.54%
负债和股东权益合计	5875.43	9236.60	8735.82	10901.40	11829.54	ROE	14.90%	16.73%	18.77%	19.34%	17.63%
						ROA	8.87%	8.28%	13.45%	13.22%	13.18%
						ROIC	20.58%	22.63%	25.98%	27.18%	19.38%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售收入增长率	26.30%	9.32%	35.00%	21.00%	18.00%
净利润	470.47	669.22	910.63	1144.85	1249.49	EBIT 增长率	24.09%	46.71%	53.66%	22.67%	8.18%
折旧与摊销	156353	286517	646229	676229	664151	净利润增长率	21.99%	44.65%	36.07%	25.72%	9.14%
经营性现金净流量	854.25	-529.63	2604.74	-186.08	3081.48	估值倍数					
投资性现金净流量	-970.81	-751.97	-900.00	-900.00	-900.00	EPS(X)	0.320	0.456	0.620	0.780	0.851
筹资性现金净流量	358.29	1603.82	-1094.41	-121.60	-118.85	PE(X)	36.11	25.39	18.66	14.84	13.60
现金流量净额	241.91	321.63	610.33	-1207.68	2062.62	PB(X)	5.38	4.25	3.50	2.87	2.40
EBITDA	672.45	936.50	1649.37	2005.78	2211.04	PS(X)	4.02	3.68	2.72	2.25	1.91
NOPLAT	484.42	681.74	998.89	1225.33	1325.55	EV/EBITDA(X)	11.27	16.12	9.04	8.06	6.41

资料来源: 公司数据, 中国银河证券研究部

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

浙江龙盛是世界最大的染料生产商，在国内染料业务中居主导地位。

表 14: 浙江龙盛（600352.SH）战略分析

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.4
优势	综合类染料公司规模成本优势明显，经营效率高。	分值：5.0
劣势	大型企业，分支机构较多，管理难度大。	分值：4.0
机会	因环保要求小染料企业不断退出，生产环保标准提高有利于公司业绩提升	分值：5.0
威胁	国际油价高涨会迅速增加企业生产成本。	分值：3.5

注：分值 1-5，越高越好

资料来源：中国银河证券研究部

表 15: 浙江龙盛（600352.SH）竞争力分析

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.7
供应商力量	供应商较多，且都在公司周边，足以满足公司原料供应。	分值：5.0
新进入壁垒	由于环保要求，政府对新进入者控制较严格，进入壁垒较高。	分值：5.0
客户力量	客户很分散，客户力量较弱。	分值：4.5
替代产品	植物染料成本很高，短期内无替代产品。	分值：4.5
竞争对手	公司已经是全球最大生产商，竞争对手力量较小。	分值：4.5

注：分值 1-5，越高越好；+表示未来好转，-号表示未来变差

资料来源：中国银河证券研究部



插图目录

图 1: 国内甲乙酮（丁酮）价格图	4
图 2: 世界甲乙酮（丁酮）消费结构	5
图 3: 国内甲乙酮（丁酮）消费结构	5
图 4: 国内甲乙酮（丁酮）供需变动趋势	5
图 5: 国内己二酸与纯苯价差变动情况	6
图 6: 国内己二酸供需变动趋势	6
图 7: 国内 BDO 价格图	6
图 8: 国际乙烯价格图	7
图 9: 国内顺酐价格图	7
图 10: BDO 消费结构	8
图 11: BDO 下游产业链结构图	8
图 12: 国内 BDO 供需变动趋势	9
图 13: 国内甲乙酮价格趋势	10
图 14: 国内 BDO 价格走势	10
图 15: 国内纯苯价格趋势	10
图 16: 国内纯苯近一个月价格走势	10
图 17: 国内甲苯价格趋势	10
图 18: 国内甲苯近一个月价格走势	10
图 19: 国内苯胺价格趋势	11
图 20: 国内醋酸价格走势	11
图 21: 国内 TDI 价格趋势	11
图 22: 国内 TDI 近一个月价格走势	11
图 23: 国内聚合 MDI 价格趋势	11
图 24: 国内纯 MDI 价格走势	11
图 25: 国内纯碱价格趋势	12
图 26: 国内烧碱价格趋势	12
图 27: PVC 价格趋势	13
图 28: PVC 近一个月价格走势	13
图 29: 国内磷矿石价格趋势	13
图 30: 国内磷矿石近一个月价格趋势	13
图 31: 国内黄磷趋势	13
图 32: 国内硫磺价格走势	13
图 33: 国内电石价格趋势	14
图 34: 国内电石最近一个月价格趋势	14
图 35: 国内硫酸价格趋势	14
图 36: 国内硫磺价格近一个月趋势	14
图 37: 中国尿素月度产量变化	15
图 38: 国际尿素价格趋势	15
图 39: 国内吡啶价格走势	15
图 40: 国内尿素价格趋势	15
图 41: 国际尿素近一个月价格走势	15
图 42: 国内草甘膦价格趋势	16
图 43: 国内草甘膦近一个月价格趋势	16
图 44: 国际二铵价格趋势	16
图 45: 国际二铵近一个月价格走势	16

图 46: 国内氯化钾价格趋势	16
图 47: 国内硫酸钾价格趋势	16



评级标准简介

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908