

## 关注资源、技术、旺需三大投资主题

—2011 年化工行业投资策略

### 核心观点

#### 2010 年化工行业加快复苏：

2010 年化工行业延续了 2009 年的复苏趋势。收入和利润加速上涨；主要化工产品产量增长并且增速超过 2009 年水平；除个别品种，大部分化工产品价格上涨，并且四季度以来呈现上涨加速的局面。我们认为主要是由于美国量化宽松的货币政策，大宗商品价格迅速攀升。在原油的带动下，与之联动的石化产品价格相应上涨。

#### 2011 年投资主题：

2011 年国际货币的流动性过剩依然会冲击大宗商品价格，然后传导至下游领域，进而宏观经济的通货膨胀。因此，化工产品价格继续上涨的趋势明显，在原料与成本价格共同上涨的情况下，我们建议关注以下三大主题投资机会。

#### 资源类：钾肥、磷化工、油服行业

农产品价格上涨，下游对化肥价格的接受能力提高，由于海运费价格的提高以及进口到岸价的上涨，国内钾肥价格存在补涨空间；国际磷肥缺口推动磷矿石价格上涨，利于国内低关税的磷酸盐出口；随着原油价格的上涨，油服行业景气度触底回升，看好受益海上油田服务行业蓬勃发展的中海油服。

#### 技术优势：有机硅、精细氟化工、中间体

三个行业均以技术研发优势在竞争中占得先机。主要以精细化工为主，产品差异度大，企业对价格有一定控制能力，客户忠诚度高，并且随着技术垄断能力的加强，利润空间越大。其中有机硅行业上市公司中建议关注产业链一体化的龙头和深加工企业；氟化工以电子氟化工产品为主；中间体建议关注医药中间体和农药中间体。

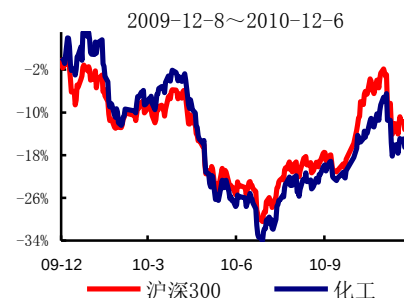
#### 需求旺盛：纺织化学品和节能环保产品

我国纺织行业近 10 年年复合增长率达到 13%，确保纺织化学品的需求持续增长。受棉花价格上涨的影响，涤纶类的产品出现了较大幅度的上涨，景气指数直线攀升。我们建议关注受益涤纶产量增加分散染料产品和涤纶油剂产品。而在十二五开征环保税的预期下，节能环保产品需求增加，重点关注清洁生产、以塑代钢和建筑节能三个方面的投资机会。

#### 重点公司推荐：

我们给予受益于节能环保和低估值双重优势的奥克股份、普利特以“强烈推荐-A”的评级，认为中海油服、盐湖钾肥、传化股份、烟台万华具有长期投资价值，给予“推荐-A”的投资评级。

### 行业表现对比图



### 相关报告

- 1.《国都证券-行业研究-行业专题-化工:钾肥价格上涨利好资源类公司》  
2010-10-27

### 研究员：刘斐

电话：010-84183135

Email: liufei@guodu.com

执业证书编号：S0940210080002

### 联系人：周红军

电话：010-84183380

Email: zhouhongjun@guodu.com

### 重点公司

| 简称   | 代码     | 股价    | EPS(元) |      |      | P/E |     |     | P/B   | 评级     | 目标价   |
|------|--------|-------|--------|------|------|-----|-----|-----|-------|--------|-------|
|      |        |       | 09A    | 10E  | 11E  | 09A | 10E | 11E |       |        |       |
| 奥克股份 | 300082 | 60.17 | 1.04   | 1.20 | 1.85 | 58  | 50  | 33  | 16.21 | 强烈推荐-A | 83.25 |
| 普利特  | 002324 | 43.71 | 0.71   | 0.96 | 1.56 | 61  | 46  | 28  | 7.64  | 强烈推荐-A | 62.40 |
| 传化股份 | 002010 | 17.22 | 0.58   | 0.74 | 1.01 | 30  | 23  | 17  | 5.27  | 推荐-A   | 20.20 |
| 烟台万华 | 600309 | 19.08 | 0.64   | 0.78 | 1.21 | 30  | 24  | 16  | 3.35  | 推荐-A   | 26.62 |
| 盐湖钾肥 | 000792 | 61.15 | 1.60   | 1.70 | 3.20 | 38  | 36  | 19  | 4.94  | 推荐-A   | 80.00 |
| 中海油服 | 601808 | 20.66 | 0.70   | 0.91 | 1.14 | 30  | 23  | 18  | 5.56  | 推荐-A   | 28.50 |

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 正文目录

|                                        |           |
|----------------------------------------|-----------|
| <b>一、2010 年化工行业加快复苏 .....</b>          | <b>4</b>  |
| 1、化工行业收入和利润增速加快 .....                  | 4         |
| 2、化工品产量提升 .....                        | 4         |
| 3、化工品价格进入快速上升渠道 .....                  | 5         |
| <b>二、2011 年关注资源、技术、旺需三大投资主题.....</b>   | <b>6</b>  |
| 1、大宗商品价格上涨有利于资源类企业 .....               | 6         |
| (1) 钾肥行业：钾肥价格存在较大的补涨空间 .....           | 6         |
| (2) 磷化工行业：磷酸盐出口量增加值得期待 .....           | 8         |
| (3) 油服行业：行业景气度回升 .....                 | 9         |
| 2、技术优势企业具有较强的成本转嫁能力 .....              | 13        |
| (1) 有机硅行业：深度与长度是未来发展方向 .....           | 13        |
| (2) 中间体：产品差异大，企业对价格有控制能力 .....         | 15        |
| (3) 氟化工：资源是基础，精细化是关键 .....             | 17        |
| 3、需求旺盛产品价格存在有力支撑 .....                 | 20        |
| (1) 纺织化学品行业：依托下游保持景气度 .....            | 20        |
| (2) 节能环保:政策推动需求 .....                  | 22        |
| <b>三、重点公司及推荐评级 .....</b>               | <b>24</b> |
| 1、奥克股份（300082）：受益光伏与高铁行业的高速发展 .....    | 24        |
| 2、普利特（002324）：多项目在建保证公司未来成长 .....      | 24        |
| 3、中海油服（601808）：受益于油田服务行业景气度回升 .....    | 24        |
| 4、传化股份（002010）：棉价上涨拉动化纤油剂需求 .....      | 24        |
| 5、烟台万华（600309）：MDI 新产能投产推动业绩大幅增长 ..... | 24        |
| 6、盐湖钾肥（000792）：国内钾肥量价齐升的最大受益者 .....    | 25        |

## 图目录

|                              |    |
|------------------------------|----|
| 图 1: 化工原料和化学制品行业收入、成本、利润及增长率 | 4  |
| 图 2: 国内氯化钾价格走势               | 7  |
| 图 3: 国际钾肥价格走势                | 7  |
| 图 4: 农产品价格指数                 | 8  |
| 图 5: 棉花价格指数                  | 8  |
| 图 6: 全球 GDP 与原油消费增速呈正相关      | 10 |
| 图 7: 全球原油供需基本平衡              | 10 |
| 图 8: 美元指数与原油价格负相关            | 11 |
| 图 9: 近期影响原油价格的主要因素是汇率        | 11 |
| 图 10: 全球钻井平台季度平均使用率          | 11 |
| 图 11: 半潜式钻井平台平均日费率指数         | 12 |
| 图 12: 自升式钻井平台平均日费率指数         | 12 |
| 图 13: 世界海域钻井资本投入             | 12 |
| 图 14: 中间体行业盈利水平              | 16 |
| 图 15: 中间体上市公司上半年毛利率水平        | 17 |
| 图 16: 氟化工产业链                 | 18 |
| 图 17: 氟化工产品增值路径图             | 19 |
| 图 18: 国内近几年布、纱产量及增速          | 20 |
| 图 19: 国内近几年布、纱产量及增速          | 20 |
| 图 20: 柯桥纺织景气指数               | 21 |
| 图 21: 涤纶产量变化                 | 21 |

## 表目录

|                             |    |
|-----------------------------|----|
| 表 1: 化工产品产量                 | 5  |
| 表 2: 部分化工产品价格走势             | 5  |
| 表 3: 具体投资逻辑                 | 6  |
| 表 4: 粮食最低收购价格               | 8  |
| 表 5: 磷肥能力及产量规划目标            | 9  |
| 表 6: 中海油上游资本性支出与中海油服关联收入的比较 | 13 |
| 表 7: 有机硅单体规模                | 14 |
| 表 8: 2008 年国内外企业硅氧烷附加值比较    | 14 |
| 表 9: 上市公司中有机硅业务毛利率比较        | 15 |
| 表 10: 主要的氟化工上市公司看点          | 19 |
| 表 11: 2009 年主要染料公司产能分布情况    | 21 |
| 表 12: 主要阻燃剂种类对比             | 23 |
| 表 13: 重点公司盈利预测及估值           | 25 |

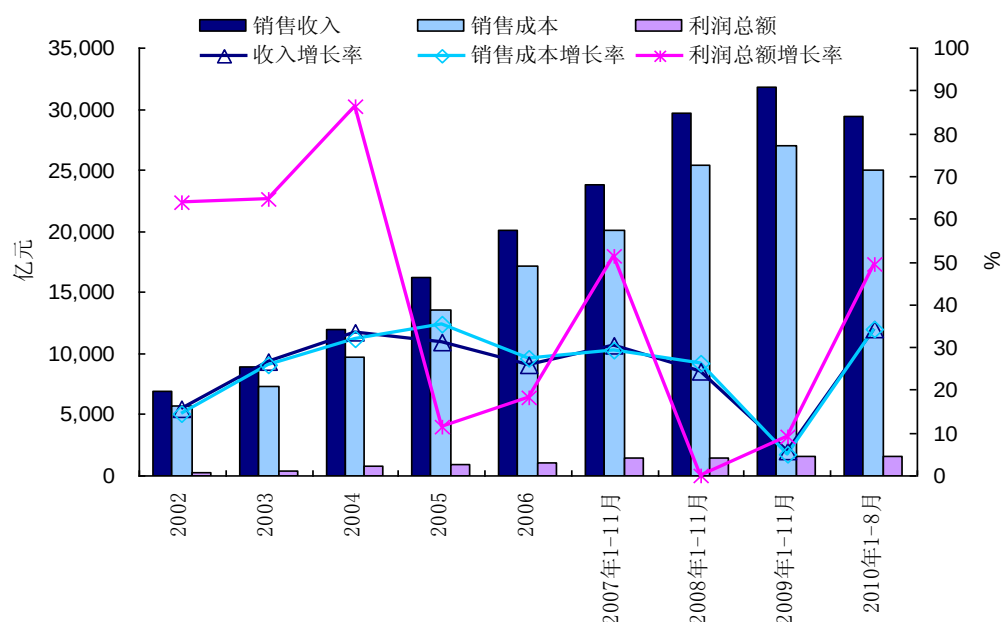
## 一、2010 年化工行业加快复苏

### 1、化工行业收入和利润增速加快

2010 年，化工行业延续了 2009 年的复苏趋势，收入和利润加速上涨，前八个月，完成销售收入 2.94 万亿元，同比上涨 34.05%，累计实现利润总额 1641 亿元，同比上涨 49.55%。

全行业经济运行良好，走出了 08 年底的低谷，经济效益不断增加。

图 1：化工原料和化学制品行业收入、成本、利润及增长率



数据来源：国都证券

### 2、化工品产量提升

2010 年前 10 月主要化工产品产量继续增长，其中石化产品和基础化工产品产量增速超过 2009 年的水平，乙烯、纯苯、初级形态塑料等石化产品较 2009 年增速提高 10 个百分点左右。

受倒春寒以及干旱等天气因素影响，化肥产品需求增速下滑，尤其是尿素产品，产量同比下降 5.8%。

染料和涂料产品继续保持稳定增长。

**表 1: 化工产品产量**

| 单位: 万吨                  | 2010 年 1-10 月 | 同比 (%) | 2009 年     | 同比 (%) |
|-------------------------|---------------|--------|------------|--------|
| 原油                      | 16,805        | 6.14   | 18,949     | -0.38  |
| 天然气 (亿 m <sup>3</sup> ) | 775           | 11.90  | 830        | 7.71   |
| 原油加工量                   | 34,795        | 13.93  | 37,460     | 7.90   |
| 汽油                      | 6,326         | 5.60   | 7,195      | 13.13  |
| 柴油                      | 12,977        | 11.99  | 14,089     | 6.02   |
| 乙烯                      | 1,167         | 36.28  | 1,070      | 8.32   |
| 纯苯                      | 454           | 19.80  | 464        | 10.90  |
| 初级形态塑料                  | 3,568         | 19.91  | 3,603      | 11.82  |
| 磷矿石                     | 5,401         | 17.94  | 6,021      | 14.28  |
| 尿素                      | 2,201         | -5.80  | 2,932      | 10.50  |
| 磷肥                      | 1,388         | 21.80  | 1,480      | 21.90  |
| 钾肥                      | 338           | 14.20  | 363        | 24.60  |
| 农药                      | 223           | 20.85  | 226        | 12.32  |
| 染料                      | 133           | 16.30  | 142        | 14.40  |
| 离子膜法烧碱<br>(折 100%)      | 10,229,774    | 17.47  | 10,348,932 | 19.70  |
| 涂料 (油漆)                 | 773           | 23.20  | 911        | 9.50   |
| 建筑涂料                    | 281           | 27.50  | 262        | 21.20  |

资料来源: Wind、国都证券

### 3、化工品价格进入快速上升渠道

2010 年以来, 除个别品种, 大部分化工产品价格上涨, 并且最近一个月呈现上涨加速的局面。

由于美国量化宽松的货币政策, 美元指数下跌, 大宗商品价格迅速攀升。在原油的带动下, 与之联动的石化产品价格相应上涨。而钾肥和磷矿石等资源品价格也出现一定程度的上涨。

**表 2: 部分化工产品价格走势**

|      | 单位   | 最近一个<br>月均价 | 较 09 年上<br>涨幅度 | 2010 年以<br>来均价 | 较 09 年上<br>涨幅度 | 2009 年均<br>价 | 2008 年均<br>价 |
|------|------|-------------|----------------|----------------|----------------|--------------|--------------|
| 原油   | 美元/桶 | 84          | 35.48%         | 78             | 25.81%         | 62           | 99           |
| 乙烯   | 美元/吨 | 993         | 17.93%         | 1,085          | 28.86%         | 842          | 1,218        |
| 纯苯   | 元/吨  | 7,168       | 38.75%         | 7,054          | 36.55%         | 5,166        | 7,974        |
| 聚乙烯  | 元/吨  | 12,275      | 22.93%         | 10,985         | 10.02%         | 9,985        | 12,038       |
| 聚氯乙烯 | 元/吨  | 8,583       | 21.92%         | 7,614          | 8.15%          | 7,040        |              |
| 尿素   | 元/吨  | 1,966       | 15.78%         | 1,729          | 1.83%          | 1,698        | 2,072        |
| 磷肥   | 元/吨  | 3,033       | 22.45%         | 2,753          | 11.14%         | 2,477        | 3,867        |
| 钾肥   | 元/吨  | 2,833       | -10.29%        | 2,610          | -17.35%        | 3,158        | 4,096        |
| 草甘膦  | 元/吨  | 21,150      | -7.15%         | 21,956         | -3.61%         | 22,779       | 68,163       |
| 纯碱   | 元/吨  | 2,250       | 98.94%         | 1,392          | 23.08%         | 1,131        | 1,841        |
| 烧碱   | 元/吨  | 2,922       | 13.30%         | 2,071          | -19.70%        | 2,579        | 3,317        |
| 环氧乙烷 | 元/吨  | 13,100      | 28.57%         | 11,915         | 16.94%         | 10,189       | 15,738       |

资料来源: 国都证券

## 二、2011 年关注资源、技术、旺需三大投资主题

从 2007 年下半年开始时，为了减轻金融危机的冲击，各国采取了前所未有的流动性宽松政策。

过剩的流动性会在能源等大宗商品价格上首先做出反应，然后传导至普通消费品领域，进而引起整个宏观经济的通货膨胀。

流动性过剩是大宗商品价格产生泡沫的最主要原因，需求引致的价格上涨是流动性过剩的必然结果。

由于大宗商品的供给在短期内受到各种因素限制，大宗商品生产者在发生短期的价格变化后并不能对产量进行相应的调整。因此，大宗商品长期生产能力的扩大和调整是滞后和缓慢的，商品消费需求的突然变化可能导致市场价格大幅变动。能源泡沫是货币泛滥的结果，也是通货膨胀的先行指标。

我们认为化工行业 2011 年投资策略可以遵循通胀预期下，产品价格上涨的主线，挖掘三大投资机会，即资源类、技术优势类、需求旺盛类的三大主题。具体投资选择如下表所示：

表 3：具体投资逻辑

| 投资主题  | 逻辑                    | 行业          | 推荐公司             |
|-------|-----------------------|-------------|------------------|
| 资源类   | ✚ 通货膨胀至资源品价格上涨        | 钾肥价格上涨明确    | 盐湖钾肥             |
|       | ✚ 上下游一体化，获取资源与产品的双重收益 | 磷酸盐产品出口预期   | 兴发集团             |
|       | ✚ 相关服务行业景气度回升         | 油田服务行业景气度回升 | 中海油服             |
| 技术优势类 | ✚ 成本转嫁能力较强            | 有机硅         | 新安股份、回天胶业        |
|       | ✚ 产品价格上涨幅度可能高于原材料     | 精细氟化工       | 多氟多、永太科技         |
|       | ✚ 企业对产品价格有一定话语权       | 中间体         | 天马精化、建新股份        |
| 需求旺盛类 | ✚ 下游景气度较高             | 纺织化学品       | 浙江龙盛、传化股份        |
|       | ✚ 节能环保成为十二五重点规划       | 节能环保产品      | 烟台万华、雅克科技        |
|       | ✚ 需求为产品价格提供有力支撑       |             | 三聚环保、奥克股份<br>普利特 |

资料来源：国都证券

### 1、大宗商品价格上涨有利于资源类企业

资源产品价格上涨，一方面会使化工产品的价格上涨，另一方面资源品成本变化幅度较小，具有资源优势的企业利润空间将增大。因此我们建议关注资源一体化的公司。

资源一体化的企业具有资源自给优势，在通货膨胀预期下，资源品价格的上涨对于这些企业来说，具有较大的抗风险能力，我们建议关注钾肥、磷化工和油服行业。

#### （1）钾肥行业：钾肥价格存在较大的补涨空间

相关公司：盐湖钾肥、盐湖集团、冠农股份、中信国安



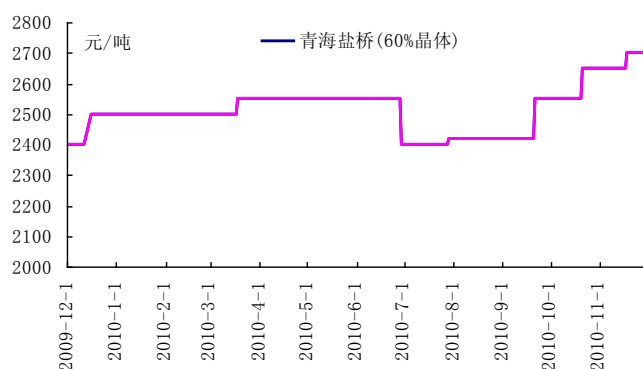
钾肥价格前期受必和必拓收购加拿大钾肥事件影响，价格略有上调，但是仍然处于较低水平，未来还有较大的上涨空间，主要以下三个方面考虑。

✚ 主要是国内钾肥价格存在补涨因素。

国内钾肥价格基本跟随国外价格。四季度，钾肥价格迅速上涨，国内价格上涨 300 元/吨，在 2700 元/吨，而国外钾肥价格基本上涨 40 美元/吨，相当于 270 元/吨，国内外钾肥价格基本持平。

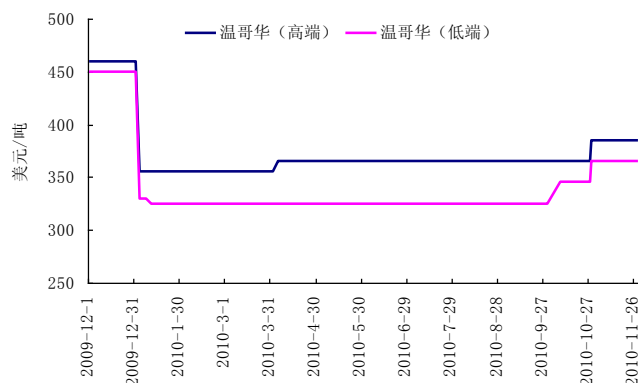
国内到岸价格高于国内产品报价。根据百川资讯消息，连云港 60%俄红钾报价 2900 元/吨，约旦白钾在 2900 元/吨以上，60%智利白钾在 2850 元/吨左右，青岛港近期到的加拿大大颗粒红钾已开始对外销售，港口报价 3050 元/吨，湛江港 60%俄红钾 2900 元/吨，60%俄白钾 3020 元/吨，各港口价格基本都在 2900 元/吨以上，高于国内钾肥生产商的报价，因此存在一定的补涨空间。

图 2：国内氯化钾价格走势



资料来源：国都证券

图 3：国际钾肥价格走势



资料来源：国都证券

✚ 农产品价格指数高于 08 年平均水平，下游可接受水平提高

2008 年钾肥价格同样迅速上涨，但是需求量出现明显的下滑。我们认为 2011 年出现这种情况的可能性不大。目前钾肥价格是 2008 年的 60% 左右，而主要农产品价格却大幅上涨，下游可接受水平提高。

我国粮食最低收购价格上调。2008 年，红小麦和混合麦的最低收购价格是 70 元/50 公斤，08 年底提高到 72 元/50 公斤，而 2010 年 10 月最新价格为 93 元/50 公斤，较 08 年初上调 33%。而粳稻 08 年初最低收购价格是 79 元/50 公斤，3 月份上调到 82 元/50 公斤，2010 年 10 月最新价格为 105 元/50 公斤，较 08 年初上调 33%。

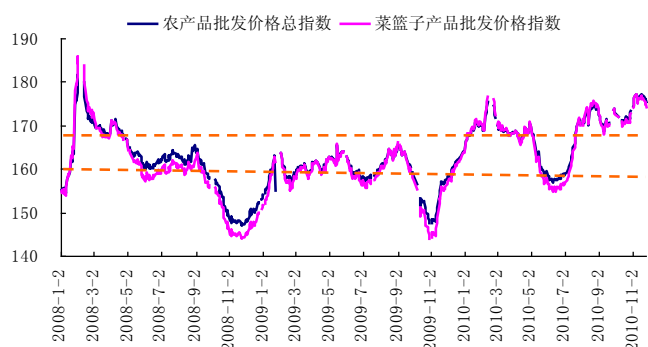
我国农产品价格指数上涨。2010 年以来我国农产品批发价格总指数平均在 168 左右，而 2008 年年均价格指数仅为 159，较 08 年上涨了 9 个点。

表 4：粮食最低收购价格

| 单位：元/50 公斤 | 2008 年 2 月 | 2008 年 3 月 | 2008 年 10 月 | 2010 年 10 月 |
|------------|------------|------------|-------------|-------------|
| 红小麦        | 70         | 72         | 83          | 93          |
| 混合麦        | 70         | 72         | 83          | 93          |
| 粳稻         | 79         | 82         | --          | 105         |

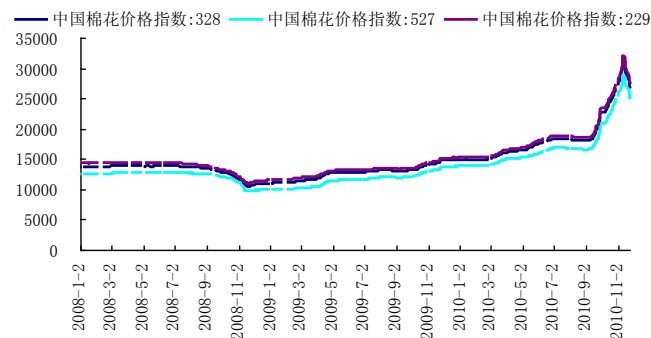
资料来源：Wind、国都证券

图 4：农产品价格指数



资料来源：wind\国都证券

图 5：棉花价格指数



资料来源：wind、国都证券

#### ✚ 海运费随原油价格上涨，推动进口钾肥价格的上涨

海运费价格是影响国际钾肥价格的重要因素。从历史情况来看，钾肥海运费价格基本与原油价格走势相同，我们认为 2011 年原油价格在美元指数和需求增加双重因素影响下，原油价格全年均价在 85-90 美元/桶，距离目前价格还有 5-10 美元/桶的上涨空间，则海运费还将有 5-10 美元/吨的上涨空间，进而推动进口钾肥价格上涨。

### （2）磷化工行业：磷酸盐出口量增加值得期待

相关公司：兴发集团、澄星股份、ST 马龙、湖北宜化、六国化工

#### ✚ 磷肥关税调整可能引起国际磷矿石价格上涨

2010 年 11 月 30 日海关总署消息，2010 年 12 月份提前执行 110% 的出口关税，新的关税政策出台后将会使国内磷肥出口受阻，国内磷肥开工率可能因此下降，部分不具备资源优势、成本较高的生产企业将主动退出。

近期出台的《国务院关于稳定消费价格总水平保障群众基本生活的通知》，第 4 条即为：“保障化肥生产供应：继续实行化肥生产用电、用气和铁路运输价格优惠政策，保障化肥企业正常生产用电、用气供应，不得对化肥企业拉闸限电。控制化肥出口，调整化肥出口关税政策和淡旺季划分时段。”

2010 年前十个月，我国出口二铵 300 万吨左右，假设年出口在 400 万吨，则国际磷肥贸易可能出现 400 万吨的缺口，国际高成本磷肥重返市场，推高磷矿石的价格，进而影响国内磷矿石价格和磷酸盐的价格。



### 未来 3-5 年不再新建磷肥项目，现有产能受益

随着磷肥工业的快速发展，我国磷肥产量已完全能够满足农业需要，产能过剩的情况已经显现，截至到 2009 年底，我国已形成的磷肥生产能力约 2000 万吨  $P_2O_5$ ，其中，高浓度磷复肥所占比例已经达到 75%，磷酸二铵（DAP）和磷酸一铵（MAP）实物能力都已经超过 1400 万吨，磷酸基 NPK 复合肥约 1100 万吨。

“十二五”规划思路之一即控制总量，淘汰落后产能，对缺乏资源、管理落后、污染严重的中小企业实行关停并转。期间不能再新建或改扩建湿法磷酸及配套磷肥项目，应把工作重点放在发展循环经济、降低能耗、减少“三废”排放上，以提高行业整体竞争力。

**表 5：磷肥能力及产量规划目标**

| 年份     | 产能单位：万吨（ $P_2O_5$ ） |     |      | 产量   | 国内需求量 |
|--------|---------------------|-----|------|------|-------|
|        | 新增                  | 淘汰  | 总能力  |      |       |
| 2010 年 | 150                 |     | 2150 | 1450 | 1200  |
| 2015 年 | 150                 | 100 | 2200 | 1600 | 1300  |

资料来源：石化协会、国都证券

### 关注低关税磷酸盐的出口

因此，对于磷化工行业我们认为 2011 年是有喜有忧，对于单纯生产磷肥的生产企业，出口受阻，可能受制于需求影响，在不具有成本优势的情况下，会降低开工率。

而国际磷矿石价格的提高，可能会拉动磷酸盐价格上升，有利于国内较低关税的磷酸盐产品的出口。相对较低出口关税(0~7%)的非农用磷化工下游产品，如磷酸、磷酸盐等，可能显现出口成本优势、国内企业如兴发集团或将从中受益。

因此在磷化工企业中建议谨慎选择投资标的，关注兴发集团、澄星股份等资源一体化、以磷酸盐为主要产品的企业。

## （3）油服行业：行业景气度回升

相关公司：中海油服、准油股份、宝莫股份、三聚环保

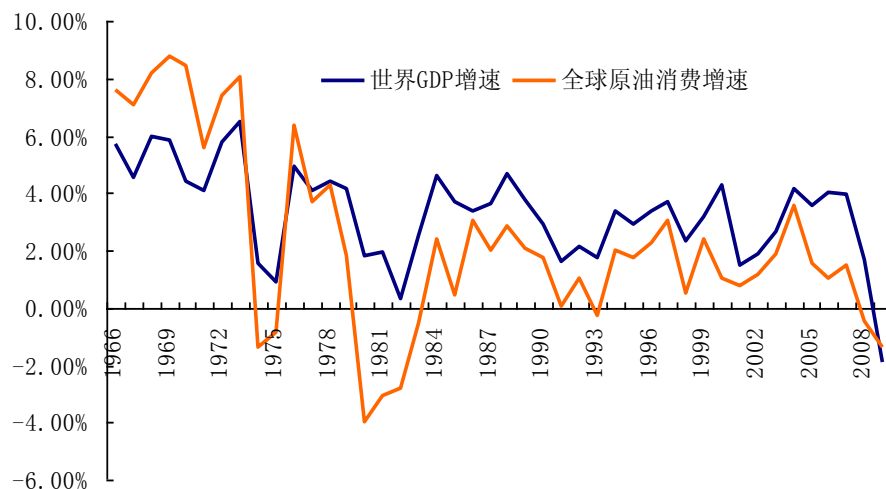
从全球的行业整体发展形势来看，决定海上油田服务行业的三大驱动因素是：全球的 GDP 增长率、石油天然气的供需关系和全球及区域石油勘探开发的支出。

首先，全球 GDP 的增长率决定了对油气资源的需求量，历史数据表明石油天然气的需求量增长率与同期的全球 GDP 增长率高度相关。

其次，油气的供需状况的变化，将直接影响油气价格的波动。

最后，油气行业的供需变化和油气价格决定了油气公司的勘探开发投资，而油气公司的勘探开发投资又最终决定了对油田服务的需求。

图 6: 全球 GDP 与原油消费增速呈正相关

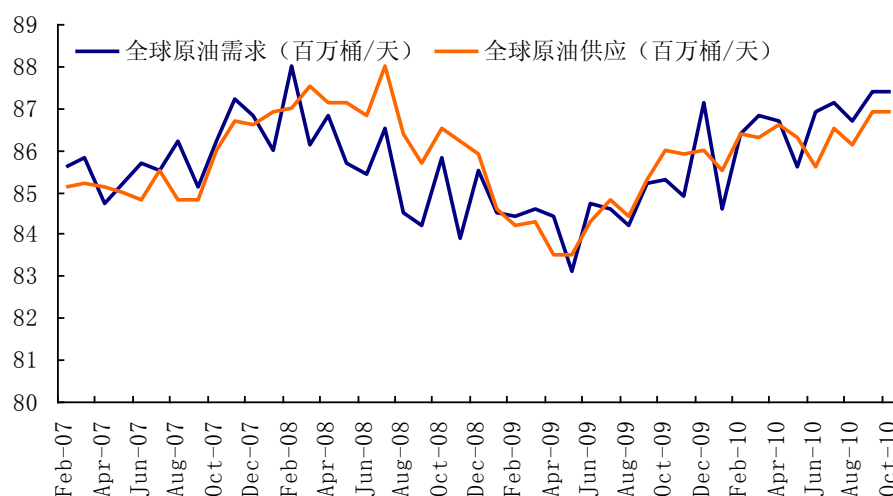


资料来源: Bloomberg、国都证券

根据最新统计数据来看,目前的原油需求恢复到 2007 年底的水平,基本在 8700 万桶/天。

欧佩克目前预计,2014 年日均石油需求将较 2010 年增加 440 万桶,达 8,990 万桶,2010 年全球日均石油需求将增长 100 万桶,较上一份年度报告中的预期值高一倍,将 2010 年全球经济增幅预期由 2.1%上调至 3.9%,将 2011 年经济增幅预期由 3%上调至 3.7%。国际能源署在 10 月的报告也将全球石油需求上调 210 万桶/日,2010 年达到 8,690 万桶,2011 年 8,820 万桶。

图 7: 全球原油供需基本平衡

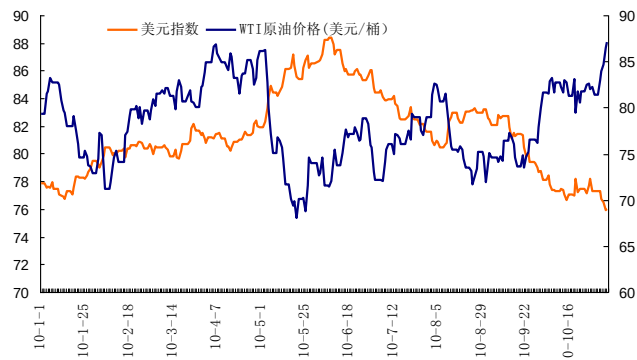


资料来源: Bloomberg、国都证券

原油不仅具有商品属性,还具有金融属性、政治属性,在不同的阶段影响原油价格走势的主要因素不同。美联储在 11 月 2 日-3 日议息会议后实质性重启量化宽松政策,斥资 6000 亿美元购买国债,短期内大量美元投入必将对大宗商品市场形成冲击。在美

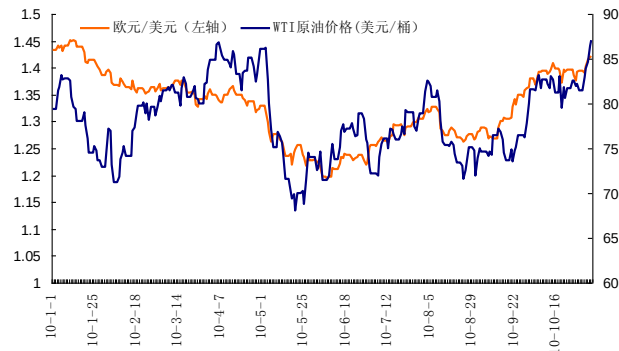
国量化宽松的货币政策下，原油价格和美元指数的关系更密切，并且随着美元走低，原油价格呈上涨趋势，我们预计原油价格在今年破百的可能性不大，但是长期原油价格上涨趋势明确。

图 8：美元指数与原油价格负相关



资料来源：Bloomberg、国都证券

图 9：近期影响原油价格的主要因素是汇率



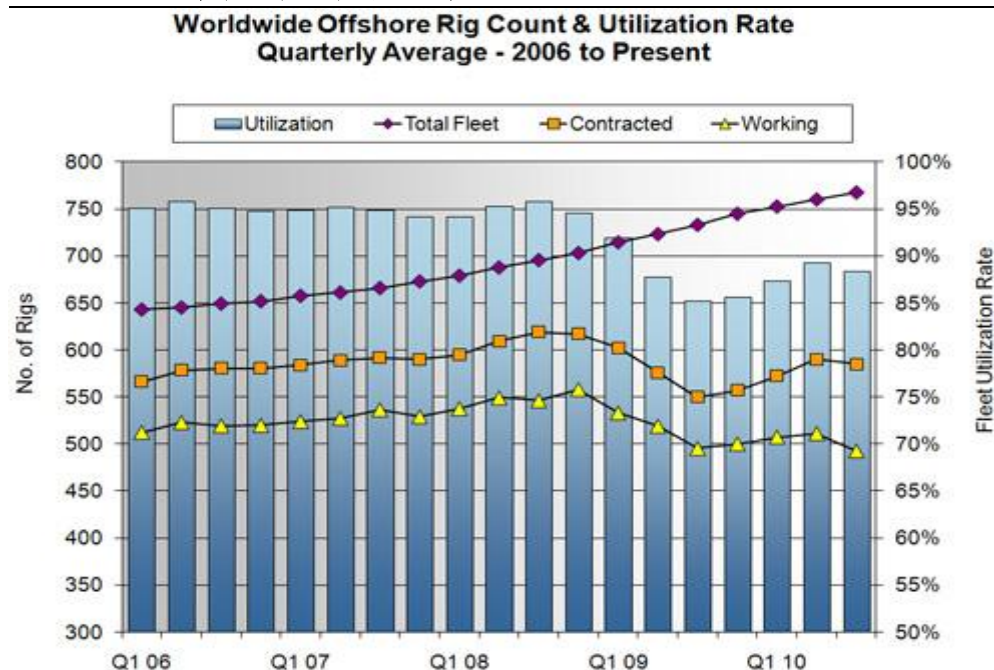
资料来源：Bloomberg、国都证券

### 油服行业景气度回升

监测油服行业景气度的两个重要指标是：钻进平台使用率和钻井平台日费率。

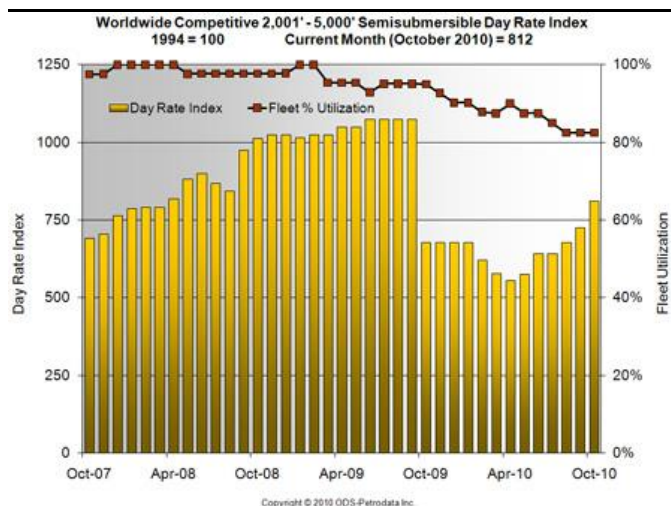
根据目前数据，全球钻井平台在最近一年由 740 艘增加到 760 艘左右，而使用率从 2009 年三季度触底回升，到 2010 年三季度大致回升 3 个百分点接近 90%。虽然仍然是最近几年的较低水平，但是仍可见触底回升的迹象，由于钻井船使用率与原油价格之间存在 3-6 个月的滞后期，我们预计随着油价震荡走高，钻井日费率将逐步回升，并且波及的地理区域越来越广。

图 10：全球钻井平台季度平均使用率



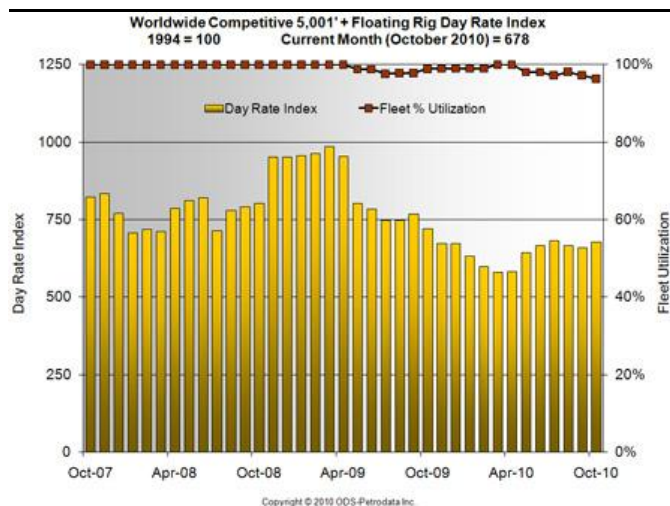
数据来源：国都证券

图 11: 半潜式钻井平台平均日费率指数



资料来源：国都证券

图 12: 自升式钻井平台平均日费率指数



资料来源：国都证券

### 各国均在加大海洋油气开发的投入力度

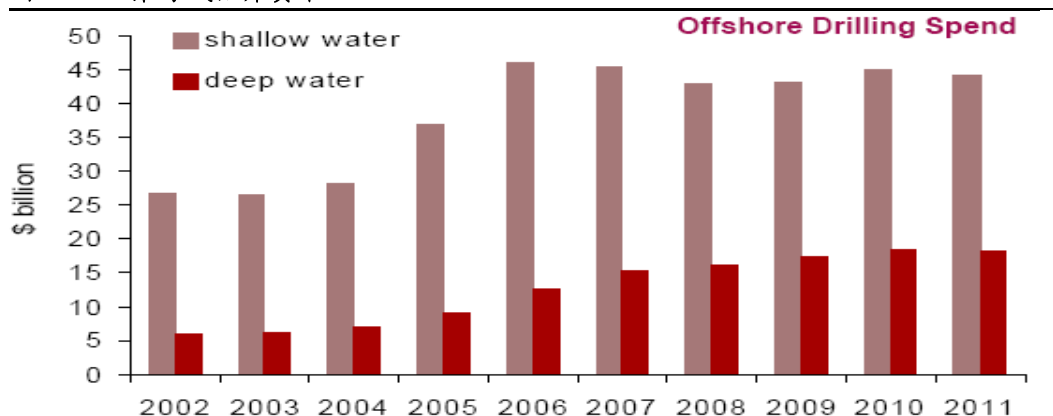
随着陆上易采油气资源日益减少，各大油气公司不约而同地将目光海上油气资源，同时，出于国家战略安全的考虑，各国尽量保留大陆资源，将开采重点集中于海洋，这意味着海上油田服务行业景气度可以乐观看待。

据统计，海洋石油蕴藏量约 1,000 多亿吨，探明储量 380 多亿吨；海洋天然气储量约 140 万亿立方米，探明储量 40 万亿立方米，约占全球总储量的 70%。

在 2000 年—2005 年的世界新发现的大油田中，来自陆地的只占 28%，浅海占 31%，深水占 41%。据相关机构预测，2010 年全球石油勘探开发投资同比增长 11% 与此同时，投资结构将进一步向深水、北美以外地区方向演变。

中国近海的油气勘探开发活动将持续活跃，国内石油公司对海洋石油勘探开发投资继续保持较快增长，深水勘探成为新热点，将继续使油服公司的大型装备及其带动的技术服务供不应求。

图 13: 世界海域钻井资本投入



数据来源：Douglas-Westwood

### 中海油服：中国海上油田服务的翘楚

中海油服是中国近海最具规模且占主导地位的综合油田服务供应商，操作着中国最强大的海上石油服务装备群，服务贯穿海上石油及天然气勘探，开发及生产的各个阶段。

在中国近海的钻井、油田技术、船舶和物探勘察市场上，公司的业务规模和销售收入均占据市场的主导地位，国内竞争者难以望其项背。

目前公司收入中有 80%来自中海油和其油气合营公司。中海油自身的增长对公司至关重要。国际油气价格的高涨使中海油大幅增加了勘探开发的支出，这是中海油服未来的业务量增长的有力保障。

截至 2010 年，中海油共有 51 个探明未开发项目，中海油继续维持较高的资本开支水平，全年资本支出预计同比增长 29.5%，未来 5 年产量增长目标年复合增长率 6%-10%，为中海油服未来工作量的增长提供保障。

表 6：中海油上游资本性支出与中海油服关联收入的比较

| 单位：亿元     | 2004 | 2005 | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 |
|-----------|------|------|------|------|------|------|
| 中海油上游资本支出 | 129  | 192  | 471  | 302  | 366  | 437  |
| 中海油服 关联收入 | 27   | 33   | 44   | 62   | 81   | 119  |
| 占比        | 21%  | 17%  | 9%   | 21%  | 22%  | 27%  |

资料来源：公司资料、国都证券

## 2、技术优势企业具有较强的成本转嫁能力

技术优势企业具有较强的成本转嫁能力，产品附加值较高，产品价格上涨幅度大于原料价格上涨幅度。我们建议关注技术含量价高的有机硅行业、精细氟化工行业和中间体生产商。

### （1）有机硅行业：深度与长度是未来发展方向

相关公司：新安股份、宏达新材、ST 新材、硅宝科技、回天胶业

2000 年有机硅产品的消费量（按有机硅单体计算）约 150 万吨，2009 年有机硅单体消费量达到 283 万吨，年均消费量增速达到 7.3%，高于全球经济增长速度。

有机硅的应用范围几乎涉及国民经济的所有领域，因此经济的快速发展，对于有机硅产品的需求有巨大的促进作用。

在有机硅产业链中，单体是基础，深加工是关键。有机硅企业一般采取以“规模化生产单体（中间体）、分散化开发下游产品”为主的生产模式。

### 单体总产能加大，但只有优势企业保持较高开工率

虽然国内目前有机硅单体生产装置总产能已较大，但由于有机硅单体生产工艺复杂，装置运行需要摸索时间，产能未能完全释放。同时主要的技术指标与国际先进水平相比仍然存在一定的差距。例如氯甲烷单耗指标国际先进水平可达 0.79t/t，而国内先进水平则为 0.85t/t。

2009 年我国聚硅氧烷总产量约为 27.5 万吨（折合有机硅单体为 55 万吨），初级形状聚硅氧烷的净进口量 15.2 万吨（折合有机硅单体为 30.4 万吨），进口量相当于国内消费量的 43.5%。此外，一些企业以国外的废旧硅橡胶为原料，进行再加工利用，



主要用于生产低档次的硅橡胶制品，因此目前我国有机硅单体大约 50% 依靠进口。

**表 7：有机硅单体规模**

| 公司名称  | 地址   | 产能（万吨） |
|-------|------|--------|
| 江西星火  | 江西九江 | 20     |
| 新安股份  | 浙江建德 | 20     |
| 山东金岭  | 山东广饶 | 12     |
| 合盛化工  | 浙江嘉兴 | 6      |
| 浙江中天  | 浙江衢州 | 6      |
| 山西三佳  | 山西介休 | 6      |
| 山东东岳  | 山东淄博 | 6      |
| 唐山三友  | 河北唐山 | 6      |
| 江苏弘博  | 江苏溧阳 | 6      |
| 浙江恒业成 | 浙江绍兴 | 5      |
| 宏达新材  | 江苏扬中 | 5      |
| 江苏梅兰  | 江苏泰州 | 4      |
| 泸州北方  | 四川泸州 | 3      |
| 产能合计  |      | 95     |

数据来源：国都证券

国外主要的有机硅单体生产商的有机硅单体自加工比例都超过 50%，均采用“上下游一体化”的生产模式，即在从事有机硅单体规模化生产的同时又生产硅油、硅橡胶等有机硅深加工产品。企业抗风险能力强。

国内具有产业链一体化的公司包括新安股份、蓝星新材、宏达新材等，目前只有新安股份以其技术优势领先于其他公司，保持较高的开工率。

#### 深加工产品获取更高毛利率

目前国内在中高端产品存在供应缺口，未来发展机遇部主要基于以下几方面原因，（1）传统领域需求有望回升；（2）在建筑节能，如中空玻璃以及汽车等高端领域的应用将存在一定的结构性机会；（3）随着原油均价的提升，有机硅室温胶的替代效应凸显。

**表 8：2008 年国内外企业硅氧烷附加值比较**

| 主要公司 | 单体产能（万吨） | 硅氧烷附加值（元/吨） |
|------|----------|-------------|
| 道康宁  | 86       | 12000       |
| 迈图   | 45       | ——          |
| 瓦克   | 42       | ——          |
| 新安   | 10       | 约 4500      |
| 蓝星   | 20       | 约 500       |

资料来源：国都证券

通过比较上市公司有机硅业务毛利率，发现产业链最长的新安股份在有机硅一体化的公司中保持较高毛利率，而深加工产品的毛利率明显高于初级产品。



**表 9：上市公司中有机硅业务毛利率比较**

| 上市公司  | 2010 中报 | 2009 年报 | 2009 中报 | 2008 年报 | 2008 中报 | 2007 年报 | 2007 中报 | 2006 年报 |
|-------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| ST 新材 | 10.12   | 7.53    | 1.63    | 9.5     | 14.19   | 19.22   | 22.99   | 26.66   |
| 宏达新材  | 23.09   | 19.81   | 17.55   | 18.94   | 23.05   | 22.72   |         |         |
| 新安股份  | 30.64   | 29.75   | 27.46   | 34.81   | 39.33   | 44.01   | 48.87   | 50.53   |
| 硅宝科技  | 41.24   | 43.7    | 44.93   | 42.47   | --      | 39.93   | --      | 37.98   |
| 回天胶业  | 52.9    | 49.52   | 48.75   | 44.94   | --      | 37.4    | --      | 34.63   |

资料来源：国都证券

**硅宝科技：**主要生产建筑用室温胶产品，是硅氧烷初级聚合物 107 硅橡胶和 201 硅油深加工产品，公司多项核心技术处于国内领先水平。产品主要应用于幕墙、玻璃加工、机场及道桥等 10 多个领域，公司建筑幕墙胶的市场占有率全国排名前三，车灯胶、电力环保胶及制胶专用设备的市场占有率全国排名均为第一。技术的先进性及不断优化、升级能力是公司核心竞争力的体现。

**回天胶业：**公司 50%的收入来源于有机硅胶黏剂，属于硅橡胶和硅树脂深加工产品，在国内市场占有率第一名，毛利率水平较高。主要下游为汽车制造与维修，电子电器，工程机械、可再生资源等，属于工程胶黏剂，是新材料的高端领域。预计未来几年，公司主要下游仍将保持较快增速，产品需求依然旺盛。汽车用胶属于中高档胶，机车对技术参数依赖性强，认证期为两年。公司目前在汽车领域拥有较大优势。公司年投入研发费用占收入的 5%以上，多项技术达到国际先进水平。

## （2）中间体：产品差异大，企业对价格有控制能力

**相关公司：**建新股份、天马精化、新开源、青松股份、联化科技、九九久、永太科技

中间体泛指有机合成过程中得到的各种中间产物，它们是以来自煤化工和石油化工的基础化学品为基本原料，通过一系列有机合成单元过程而制得。中间体的主要作用是继续生产精细化工产品。

与发达国家相比我国精细化工发展的总体水平还比较低，还存在着开发能力不强，产品品种少，档次不高等问题，在许多领域如高级医药中间体、新型造纸化学品、信息化学品，磁记录材料、功能树脂等方面还有很大空白。

**十二五规划总体目标：**开发一批高性能化、绿色化和高附加值化的新技术和新产品，并实现产业化，精细化工率由“十一五”末的 45%提高到 50%。随着精细化工的发展，中间体产业也迅猛发展。

随着近年国家对精细化工发展的大力支持，我国中间体产业从科研开发到生产销售已形成一套较完整的体系，可以生产医药中间体、染料中间体、农药中间体等 36 个大类，4 万多种中间体，除满足国内需求外，还大量出口到世界 30 多个国家和地区。从出口量看，我国每年中间体的出口量超过 500 万吨，已成为世界上最大的中间体生产和出口国。

### 产品差异度大，企业对价格有一定控制能力

中间体的专用性强，单个品种用量不大且更新换代快，因此生产批量较小，具有小批量、多品种的生产特点。各个企业都只能根据自己的优势选择发展少数的产品，导致行业的经营较为分散，产品差异度大，企业对价格有一定控制能力。

### 客户忠诚度高

作为精细化工产品，任何两家企业的产品可能在主要物质的含量方面相差不大，但在一些异构体和无机盐的结构方面会存在微小的差别，正是这点小小的不同会对下游客户产品的生产工艺和产品质量产生一定的适应性，供货厂家的更换很可能带来用户在工艺指标和最终产品质量方面的波动，造成不必要的损失。因此，用户更换供应商往往特别慎重。

定制生产模式是精细化工行业较为特殊的经营模式，一般为大型跨国企业根据自身的业务要求，将其生产环节中的一个或多个产品通过合同的形式委托给更专业化、更具比较生产优势的厂家生产。接受委托的生产厂家按客户提供的产品标准进行生产，最终把受托生产的产品全部销售给委托客户。

### 技术含量高

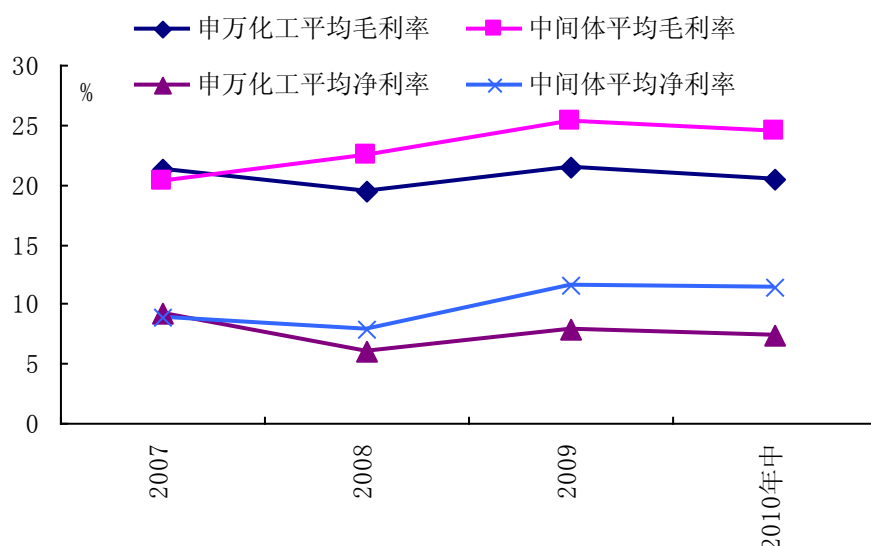
中间体行业是技术相对密集的行业，生产过程涉及较多专利技术和专有技术，其中隐含着大量的技术诀窍和技术秘密。

### 国内化工原料供应充足

我国化学工业经过多年发展，已建立了较为完整的化学工业体系，这使得我国化工产品原料品种齐全，一些重要原材料具备了较大的生产能力和产量基数，有十余种主要化工产品产量居世界前列。其中，合成氨、化肥、纯碱、烧碱、苯胺等产品产量均居世界前列。化学行业的产业链比较完整，使得我国化工产品生产成本较低，精细化工可以得到国内充足和价格低廉的原料供给。

从历史情况来看，中间体行业的整体盈利水平高于化工行业的盈利水平。

图 14：中间体行业盈利水平

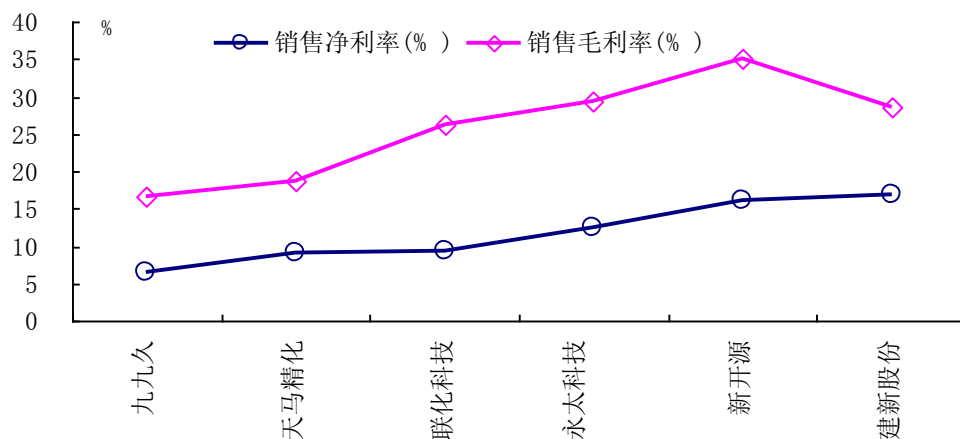


资料来源：国都证券

在目前的六家中间体上市公司中，建新股份和新开源净利率和毛利率水平比较高，在一定程度上表明了公司的议价能力。其主要产品为医药中间体等。除联化科技和九九久之外 2011 年的动态估值均在 50 倍以上。因此中间体板块的投资价值在其股价上已

经有所反应，我们建议关注目前估值相对较低的联化科技以及九九久，对于建新股份、新开源、天马精化和永太科技逢低买入。

图 15：中间体上市公司上半年毛利率水平



资料来源：国都证券

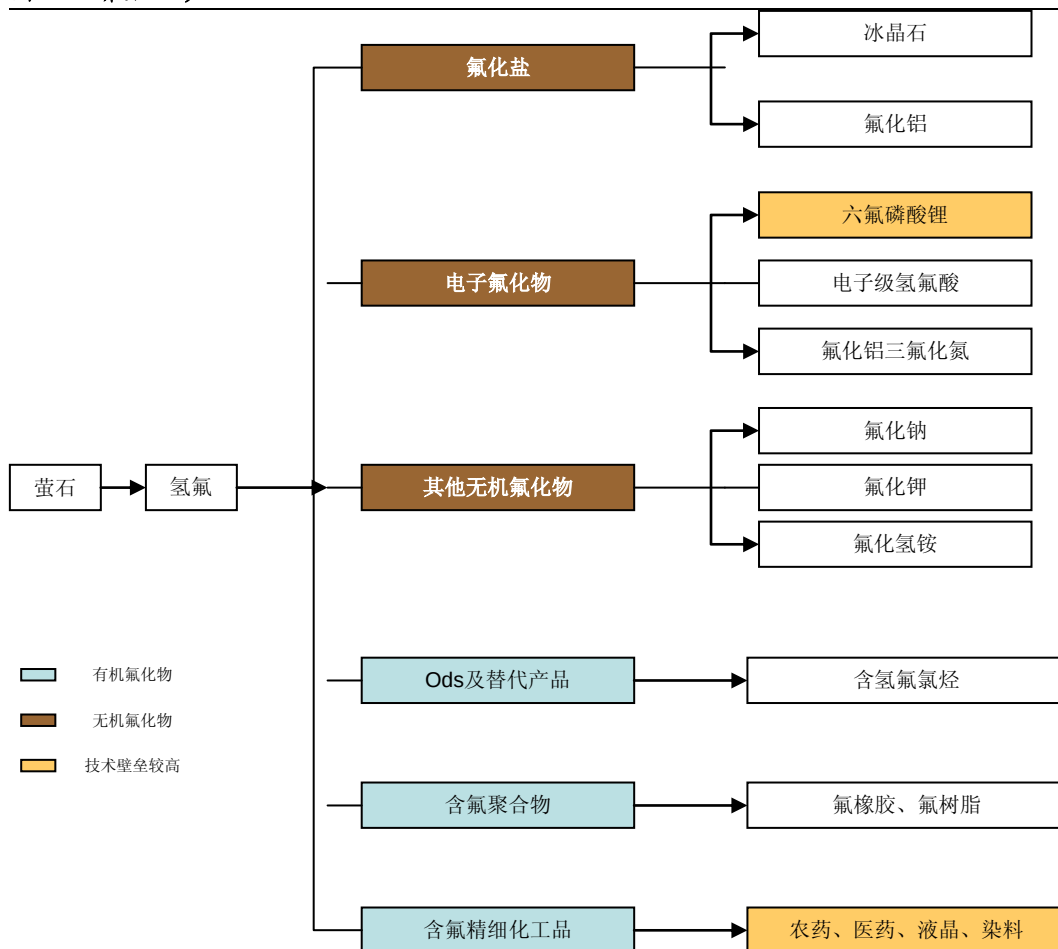
### （3）氟化工：资源是基础，精细化是关键

相关公司：三爱富、巨化股份、多氟多、永太科技、九九久、江苏国泰。

氟是化学性质最活泼、氧化性最强的物质，氟能同几乎所有元素化合。因此氟化工的研究领域越深，工艺越复杂、技术难度大。

氟化工下游新产品增多，产品附加值加大，应用领域几乎可以渗透到我们生活的各个方面，而多数氟产品如氟树脂、氟橡胶、氟涂料、氟精细化学品等都处于其生命周期中的成长期。

图 16：氟化工产业链



资料来源：国都证券

### 资源整合是基础

氟化工的基础原料是萤石。萤石属于不可再生资源。我国萤石储量为世界的 1/2，探明可采储量仅为 1/10，而产量却高达 1/2。由于资源稀缺，国家从 1999 年开始采用萤石出口限额制度，但是萤石仍在大量出口。

从 1999 年至 2009 年，我国共出口萤石 916 万吨。期间出口氢氟酸 78 万吨，折合出口萤石 179 万吨。直接和变相出口的萤石累计达到 1095 万吨，约占我国主要萤石资源省份已探明储量的 8.4%。为此氟化工十二五规划提出了出口结构优化的目标。

### 政策支持是助力

根据《中国化工网》透露，氟化工在“十二五”规划中将单列一个专项规划。规划拟进行强制性的资源整合，重点包括：

（1）氟化工在“十二五”规划中将单列一个专项规划。规划拟进行强制性的资源整合，并实现基本停止出口萤石、氢氟酸出口减少一半以上。

（2）除了限制出口，政策还酝酿对萤石资源进行整合、加强对资源的控制，基本思路是将资源由国家控制，具体担任整合主角的是大型国企。具有国资背景的氟化工行业的企业包括中国化工、中国中化、巨化股份、三爱富等，其中巨化股份与三爱富是上市公司。

（3）企业应重点发展为锂离子电池配套的电解质六氟磷酸锂、含氟表面活性剂的关键

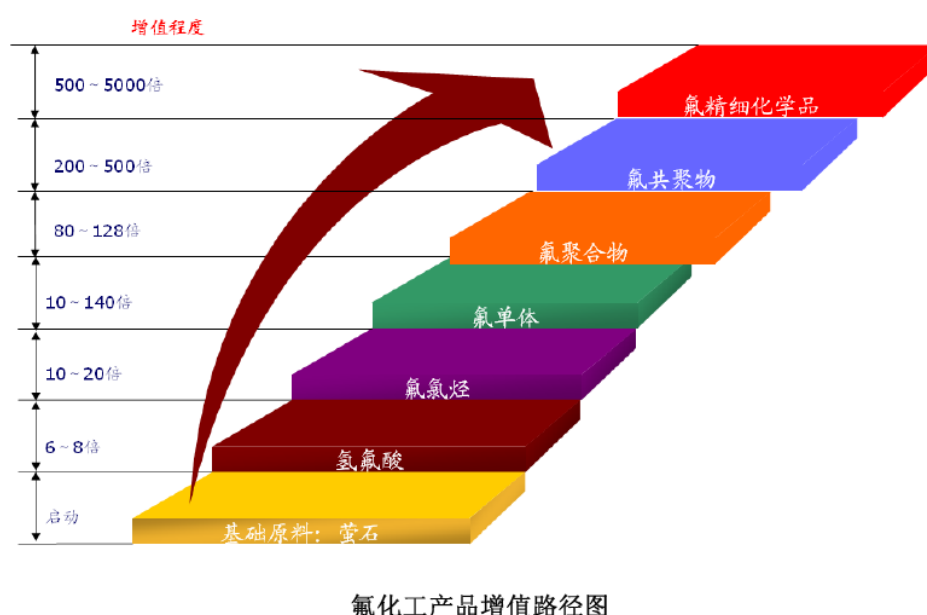
原料氟碳醇、为医药农药新品种配套的新型含氟中间体等产品，实现产业转型升级。

(4) 萤石企业要增加研发投入的比例，延伸产品链，提高产品附加值，尤其是提高含氟精细化学产量，如含氟表面活性剂、含氟液晶、含氟医药等。

#### ✚ 深加工是关键

氟精细化学产品子行业位于氟化工产业的高端，在整个氟化工行业中是附加值最高、产品销售额最大的子行业。氟化工产业链越向下游深加工，产品创造的附加值也越高，其技术门槛也越高。

图 17：氟化工产品增值路径图



资料来源：国都证券

表 10：主要的氟化工上市公司看点

| 公司名称 | 主营产品                         | 看点                                                                                                          |
|------|------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 巨化股份 | 制冷剂 F22, R134a               | 1、中化集团的重组，中化集团有 500 万吨的萤石资源<br>2、F22 面向存量市场，公司可能是保留该产品生产资格大的首选；发达国家先停产，导致价格上涨。<br>3、扩大四氟乙烯和聚四氟乙烯等高附加值的氟化工生产 |
| 三爱富  | 制冷剂：CFC 替代产品、CFC 产品<br>含氟聚合物 | ODS 替代产品和 CDM 项目是目前公司的主要利润来源。                                                                               |
| 多氟多  | 氟化盐：氟化铝、冰晶石                  | 200+2000 吨六氟磷酸锂在建                                                                                           |
| 九九久  | 头孢类抗生素中间体                    | 400 吨六氟磷酸锂预计明年年初投产                                                                                          |
| 永太科技 | 主营氟苯系列液晶、农药、医药化学品。           | 医药中间体：西他列汀侧链 60 吨项目明年年初投产；<br>液晶化学品：80 吨 TFT 液晶系列产品年底试生产。                                                   |

资料来源：国都证券

作为锂离子动力电池的重要原料六氟磷酸锂，目前市场存在较高的预期。我们认为从行业角度来说，市场情景广阔；但是具体上市公司业绩释放可能会低于预期，我们认为六氟磷酸锂从生产到占领市场可能需要较长的时间，产品质量还与国外产品存在较大的差距。

目前氟化工上市公司的估值均处于较高水平。我们建议对于多氟多、永太科技、九九久可以逢低买入。



### 3、需求旺盛产品价格存在有力支撑

需求旺盛是另外一个转嫁成本的好时机。我们建议关注纺织化学品和节能环保产品。

#### (1) 纺织化学品行业：依托下游保持景气度

相关公司：德美化工、传化股份、浙江龙盛、安诺其、闰土股份。

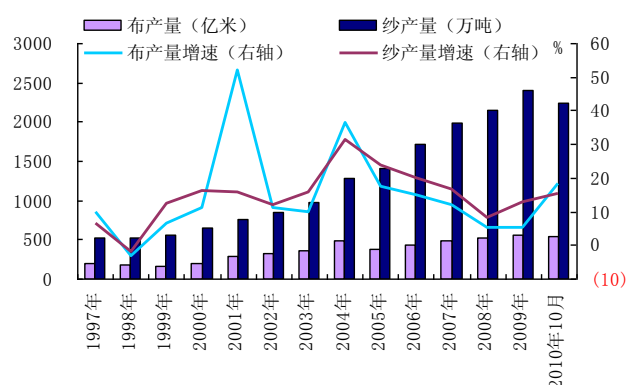
✚ 纺织业稳定发展：

我国纺织行业长期处于稳定发展的状态，尤其是 2000 年以后。2000 年我国布产量 191 亿米，2009 年达到 567 亿米，年复合增长率 13%，2000 年我国印染布产量 171 亿米，2009 年达到 540 亿米，年复合增长率 12%。

纺织业的长期稳定发展，确保了我国纺织化学品的需求持续保持稳定增长。随着国内居民的消费升级，国际贸易中的绿色壁垒，使得纺织品中的舒适、健康和环保等元素越来越受到人们的青睐，从而给纺织化学品行业带来新的增长空间。

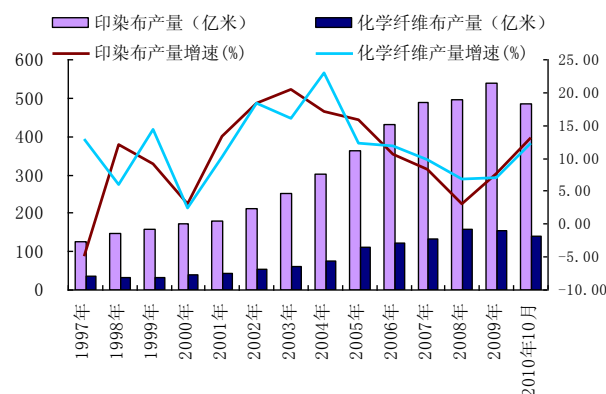
近年来，我国纺织化学品的产量每年以超过 10% 的速度递增，品种已达到 1500 多个，呈现出强劲的发展势头。纺织化学品在纺织加工工业中得到了较为广泛地、系统地和深入地应用，其在提高纺织品质量，改善加工效果，降低劳动生产成本，赋予产品高附加值等方面均发挥着非常重要的作用。

图 18：国内近几年布、纱产量及增速



资料来源：wind、国都证券

图 19：国内近几年布、纱产量及增速



资料来源：wind、国都证券

✚ 向优势企业集中：

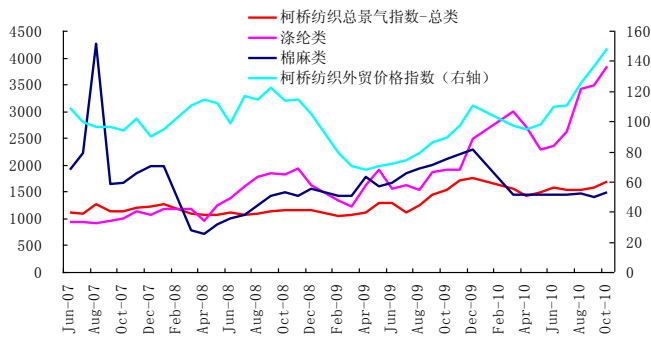
随着我国纺织品的新颖化、高档化和功能化，我国印染助剂行业发展空间广阔。纺织助剂行业小企业众多，全国有 2000 多家公司，但是营业收入超亿元的只有 9 家，超过 5 亿元

我国节能减排的力度空前加大，华东地区小型染料和助剂企业关停并转，导致市场集中度逐步提升；金融危机的爆发，客观上起到了加快我国纺织助剂行业整合的作用。行业集中度的提升，进一步增强了染料和纺织助剂行业龙头企业的定价能力，其盈利能力不断增强，发展前景也更趋乐观。

✚ 产业转移

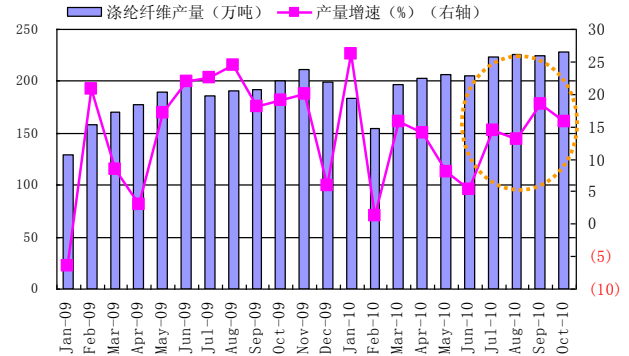
随着纺织印染产业中心从美国和西欧向东南亚和中国转移，中国将成为世界纺织化学品需求增速最快的市场。

图 20: 柯桥纺织景气指数



资料来源: wind、国都证券

图 21: 涤纶产量变化



资料来源: wind、国都证券

根据柯桥纺织景气指数，自 2009 年中期，纺织行业景气度回升，外贸价格指数也触底回升，并且呈上升趋势。

近期受棉花价格上涨的影响，棉麻织物产量略有下降，而化纤类，尤其是涤纶类的产品出现了较大幅度的上涨，景气指数直线攀升。虽然国务院出台措施抑制物价上涨，但是短期内棉花价格很难回到较低的水平，因此我们建议关注专门用于涤纶产品的纺织化学品，包括分散染料和化纤油剂。

分散染料几乎不溶于水，它们是悬浮于水溶液中而染色，是染料中发展最快的一类，因为它是聚酯纤维染色唯一适用染料，主要用于涤纶及其混纺织物的染色和印花。

我国分散染料的生产企业虽有 100 多家，但主要集中在浙江省，其中浙江龙盛集团股份有限公司、浙江闰土化工集团公司和杭州吉华化工有限公司 3 家企业的年产量占我国分散染料产量的 50% 以上，基本上控制着我国分散染料的市场。

表 11: 2009 年主要染料公司产能分布情况

| 公司名称 | 分散染料  | 活性染料              |
|------|-------|-------------------|
| 浙江龙盛 | 12 万吨 | 4 万吨              |
| 闰土股份 | 10 万吨 | 3 万吨              |
| 杭州吉华 | 5 万吨  |                   |
| 湖北华丽 |       | 7 万吨              |
| 泰兴锦云 |       | 3.5 万吨（扩至 5.5 万吨） |

资料来源: 国都证券

化纤油剂用于化纤生产加工中调节纤维的摩擦特性，防止或消除静电积累，虽然化纤油剂可分几十大类，但其中 DT Y 油剂、FDY 油剂、POY 油剂、短纤油剂占国内化纤油剂市场份额将近 90% 以上。

目前国内最大的供应商是日本竹本油脂公司，其产品大量出口到中国、东南亚、欧洲、美国等。目前国内已经年产能达到 20 余万吨，年产量达到 14 万~18 万吨。按品种计，涤纶短纤维油剂、普通纺丝油剂等都有不同牌号的品种生产，涤纶长丝油剂亦已在生产，但品种不多。而涤纶一步法 FDY 油剂、涤纶长丝高速纺 POY 油剂以及各类超高速纺油剂等尚处于开发和试制中。

随着我国化纤工业的快速增长，化纤油剂的需求量会愈来愈大。国内主要生产厂家是浙江传化、河南正通等。其中浙江传化是上市公司中唯一生产化纤油剂的公司，目前拥有产能 5 万吨，明年一季度再投产 5 万吨。

## （2）节能环保:政策推动需求

2010 年 11 月 23 日，国家发展改革委副主任解振华透露，“十二五”期间或开征环保税和碳税。在国家“十二五”经济发展和将来“十三五”经济规划当中，都可以体现绿色经济、低碳发展的总体战略。

发改委会同环保部等部门编制的《节能环保产业发展规划》基本编制完成，有消息称近期将上报国务院。节能环保已被列为七大战略性新兴产业之首。规划将把高效节能技术和装备、高效节能产品、节能服务产业、先进环保技术和装备、环保产品与环保服务六大领域列为重点支持对象，在财政、税收、金融等方面提供政策支持。

我们认为节能环保主要从以下几个方面来体现：

✚ 以塑代钢，减少能耗（相关公司：金发科技、普利特）

我国塑钢比只有 30:70，还远远低于发达国家如美国 70:30 和世界 50:50 的平均水平，市场总需求量将保持 10%以上的年增长率。

塑料及其复合材料是最重要的汽车轻质材料，对汽车减重、环保、安全、美观、舒适、节能、耐用等起到重要作用。如果以单位体积计算，生产塑料零部件的费用仅为有色金属的 1/10。

根据中国汽车工业协会的预计，今年中国汽车产销量将较去年增长 25%，达到 1700 万辆；到 2015 年，中国汽车市场需求将达 2500 万辆。私家车平民化与油价高涨的双重趋势，将促使低油耗汽车的需求增加。

由于 1kg 塑料可以替代 2—3kg 钢等更重的材料，汽车自重每减少 10%，燃油消耗可降低 6%~8%，CO<sub>2</sub> 排放量降低 5%~6%。如果我国平均车重减轻 5%，每年可减少 CO<sub>2</sub> 排放量 140 万吨，而汽车采购成本也将有所下降。

✚ 加强企业环保要求，清洁生产（相关公司：三聚环保、康得新）

清洁生产就是对产品和产品的生产过程、产品及服务采取预防污染的策略来减少污染物的产生。

在十二五过程中，废水、废气、固废的排放将为企业带来较大的环保压力。“废物减量化”、“无废工艺”、“污染预防”成为企业生产要非常重视的问题。

在《节能环保产业发展规划》中，在环保产业方面，一是发展先进环保技术和装备，包括污水、垃圾处理、脱硫脱硝、高浓度有机废水治理、土壤修复、监测设备等，二是发展环保产品，包括环保材料、环保药剂，重点研发和产业化示范膜材料、高性能防渗材料、脱硝催化剂、固废处理固化剂和稳定剂、持久性有机污染物替代产品等；

三是发展环保服务,建立以资金融通和投入、工程设计和建设、设施运营和维护、技术咨询和人才培养等为主要内容的环保产业服务体系,加大污染治理设施特许经营实施力度。

#### 建筑节能保温（烟台万华、红宝丽、雅克科技、奥克股份）

2010年8月17日住建部要求政府办公加强节能管理，发布《关于切实加强政府办公和大型公共建筑节能管理工作的通知》，2010年8月13日住房城乡建设部要求把公共建筑节能作为领导考核指标，2010-9-8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》，以上政策的强制和推动作用都将使建筑节能产品成为重要的投资主体。

2005年以来中国提出建筑节能规划，要求建筑外墙以聚氨酯硬泡的阻燃板材替代传统外墙保温材料，该规划的实施将为阻燃剂特别是聚氨酯类有机磷系阻燃剂提供广阔的市场。

#### ✧ 聚氨酯是否易燃需要澄清

“11·15”上海特大火灾导致人员和财产严重损失，有人认为聚氨酯外墙保温材料是罪魁祸首，经过调查我们认为这一概念需要澄清。硬泡聚氨酯是新一代的建筑节能保温材料，导热系数是目前建筑保温材料中最低的，是实现我国建筑节能目标的理想保温材料。

不同的聚氨酯种类其燃烧性能是不同的，如最常见的聚氨酯泡沫，也分为软、硬泡、半硬泡等，其燃烧性能是不同的；即使是同一类泡沫，根据配方不同，其燃烧性能也是不同的，按照GB8624-1997可以达到B1难燃、B2可燃、B3易燃三种，并不是所传聚氨酯泡沫都是易燃品。我们国内行业根据不同场所的标准规范要求，完全可以生产B1难燃，B2可燃的聚氨酯泡沫。

按照我国建筑外墙保温的相关标准要求，用于建筑节能工程的保温材料的燃烧性能要求是不低于B2级(GB8624-1997)。

综上，并不是聚氨酯不适合作为保温材料，而是在使用过程中要注意达到标准规范的要求。

#### ✧ 可以同时关注阻燃剂

表 12: 主要阻燃剂种类对比

| 项目        | 有机卤系            | 有机磷系         | 无机系               |
|-----------|-----------------|--------------|-------------------|
| 代表产品      | 十溴二苯醚、四溴双酚A     | TCPP、BDP     | 氢氧化铝、氢氧化镁         |
| 阻燃效率      | 最高              | 高            | 低                 |
| 环保性       | 放出有毒、腐蚀性气体      | 低毒、低腐蚀、抑烟效果好 | 低毒、低腐蚀、抑烟效果好      |
| 相容性       | 好               | 好            | 差                 |
| 价格        | 价格适中            | 价格适中         | 较低                |
| 主要缺点      | 燃烧烟雾大、放出有毒腐蚀性气体 | 挥发性大、热稳定性差   | 添加量较大，影响材料的物理机械性能 |
| 具有优势的应用领域 | 主要为通用塑料、工程塑料等   | 主要为聚氨酯、工程塑料  | 主要为通用塑料、橡胶        |

资料来源：wind、国都证券

在聚氨酯中添加阻燃剂，可提高防火性能。有机磷系阻燃剂具有良好的阻燃效果，与高分



子聚合物的相容性好，所以在聚氨酯、工程塑料中应用最为广泛。

有机磷系阻燃剂相对于有机卤系阻燃剂（主要是溴系阻燃剂）的环保优势主要体现在两个方面：第一，发烟量小，抑烟效果好。在添加了无卤磷系阻燃剂的材料燃烧时不会产生大量烟气和有毒气体，在添加了有卤磷系阻燃剂的材料燃烧时不会产生如二噁英等剧毒物质，因此对环境和人体健康安全的危害小，符合国际环保发展趋势；第二，可回收性强。加入有机磷系阻燃剂的材料的可回收性要比有机卤系阻燃剂回收性好，即使废弃，亦不会释放有毒物质，危害环境，因此属于环保型阻燃剂。

### 三、重点公司及推荐评级

#### 1、奥克股份（300082）：受益光伏与高铁行业的高速发展

公司是国内最大的环氧乙烷精细化工新材料企业，主要产品晶硅切割液、聚醚单体。在高铁的带动下，高性能减水剂发展迅猛，并得到了大量推广应用，公司占据 25% 的市场份额，并且主要生产高附加值产品；切割液方面公司占据 80% 的市场份额，受益于光伏产业的迅速发展，公司下游销售旺盛。预测公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 1.20 元、1.85 元，给予公司“强烈推荐-A”的投资评级。

#### 2、普利特（002324）：多项目在建保证公司未来成长

目前公司拥有实际生产线 14 条，产能在 3.54 万吨左右。专业从事汽车用改性塑料生产和销售，产品以中高档 PP、ABS、PC/ABS、PA 材料为主，价格处于中高档水平，主要应用在上海大众、上海通用、一汽-大众、一汽轿车、长安福特、奇瑞汽车、中华汽车、海马汽车等的众多车型上。公司正在建设高端产品 TLCP 1.2 万吨/年，超募资金投建 5 万吨高性能改性塑料，以上项目均保证了公司在未来高速发展。我们预计公司 2010、2011 年的 EPS 分别为 0.96 元和 1.56 元，给予“强烈推荐-A”的投资评级。

#### 3、中海油服（601808）：受益于油田服务行业景气度回升

中海油服是操作着中国最强大的海上石油服务装备群。中海油未来 5 年产量增长目标年复合增长率 6%-10%，为中海油服未来工作量的增长提供保障。在国际竞争中，公司的两大优势不容忽视。其一，成本优势；其二，一体化战略。原油价格的回升提高油田服务行业的景气度，海上钻井平台的日费率指数和使用率在触底回升中，预计公司 2010-2011 年的 EPS 分别为 0.91 元、1.14 元，给予“推荐-A”的评级。

#### 4、传化股份（002010）：棉价上涨拉动化纤油剂需求

公司是 A 股上市公司中唯一一家染料和助剂一体化的生产企业，对产品的配套销售和使用企业非常重要的作用。棉花价格提高带动化纤产品产量的提高，尤其是涤纶产品。公司是国内销量最大的 DTY 油剂（80%用于涤纶丝的生产）产品生产商，目前公司拥有 5 万吨的产能，明年一季度，公司将再投产 5 万吨。活性染料改扩建后产能增大 57%。我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.74 元、1.01 元和 1.18 元，最新股价 16.19 元，对应的动态 PE 为 22 倍、16 倍和 14 倍，给予公司 2011 年 20 倍的估值，对应目标价是 20.2 元，给予公司“推荐-A”的投资评级。

#### 5、烟台万华（600309）：MDI 新产能投产推动业绩大幅增长

公司宁波二期 30 万吨 MDI 已经试车，按照 80% 的开工率计算，今年可以贡献 1

个月的产量，明年公司 MDI 总产能将达到 80 万吨。同时为宁波装置配套 36 万吨苯胺和硝酸 27 万吨，已经在调试中，预计年底前可以实现苯胺部分自供。2013 年以前，全球没有 MDI 新产能投放，目前行业产能压力较小。公司将受益于节能保温材料的广泛应用和公司产能近几年的迅速扩张，明年业绩实现大幅增长。2010、2011 年公司 EPS 为 0.78 元和 1.21 元，目前股价 18.87 元，对应的动态市盈率为 24 倍、16 倍，相对于化工行业 2011 年 27 倍的估值，公司处于被低估状态，给予公司“推荐-A”的投资评级。

## 6、盐湖钾肥（000792）：国内钾肥量价齐升的最大受益者

公司是国内最大的氯化钾生产企业。盐湖钾肥将吸收合并盐湖集团，作为存续公司。由于钾肥以美元定价，在美元指数走低导致大宗商品价格上涨的强烈预期下，钾肥价格同样存在上涨预期。国内粮食最低收购价格与 08 年相比上涨 33%，农产品价格普遍上涨，下游对钾肥价格的接受能力增强，而目前钾肥价格仅为 08 年的 60% 左右，可以上涨的空间比较大，并且出现 08 年那样需求下降的可能性不大。我们假设 2011 年开始合并报表，预计公司 2010 年和 2011 年的 EPS 分别为 1.7 元和 3.2 元，进过本轮调整，公司股价回落，建议抓准投资时机，维持“推荐-A”的投资评级。

表 13：重点公司盈利预测及估值

| 公司名称 | 公司代码   | 最新股价<br>(元) | PB    | EPS  |       |       | PE   |       |       |
|------|--------|-------------|-------|------|-------|-------|------|-------|-------|
|      |        |             |       | 2009 | 2010E | 2011E | 2009 | 2010E | 2011E |
| 盐湖钾肥 | 000792 | 57.98       | 14.70 | 1.60 | 1.70  | 3.20  | 36   | 34    | 18    |
| 兴发集团 | 600141 | 19.88       | 5.83  | 0.38 | 0.65  | 0.76  | 52   | 31    | 26    |
| 中海油服 | 601808 | 20.11       | 4.05  | 0.70 | 0.91  | 1.14  | 29   | 22    | 18    |
| 新安股份 | 600596 | 15.74       | 2.71  | 0.43 | 0.25  | 0.56  | 36   | 63    | 28    |
| 回天胶业 | 300041 | 64.30       | 5.37  | 0.77 | 1.35  | 1.76  | 84   | 48    | 37    |
| 多氟多  | 002407 | 83.60       | 24.87 | 0.73 | 0.43  | 0.86  | 115  | 194   | 97    |
| 永太科技 | 002326 | 61.50       | 9.51  | 0.43 | 0.48  | 0.96  | 143  | 128   | 64    |
| 天马精化 | 002453 | 41.00       | 21.73 | 0.39 | 0.58  | 1.08  | 106  | 71    | 38    |
| 浙江龙盛 | 600352 | 13.97       | 5.13  | 0.46 | 0.64  | 0.82  | 31   | 22    | 17    |
| 传化股份 | 002010 | 17.89       | 6.27  | 0.58 | 0.74  | 1.01  | 31   | 24    | 18    |
| 烟台万华 | 600309 | 18.87       | 6.21  | 0.64 | 0.78  | 1.21  | 29   | 24    | 16    |
| 三聚环保 | 300072 | 48.36       | 20.24 | 0.52 | 0.77  | 1.30  | 92   | 63    | 37    |
| 红宝丽  | 002165 | 16.53       | 8.11  | 0.39 | 0.37  | 0.54  | 42   | 45    | 31    |
| 奥克股份 | 300082 | 58.50       | 21.93 | 1.04 | 1.20  | 1.85  | 56   | 49    | 32    |
| 普利特  | 002324 | 43.98       | 5.96  | 0.71 | 0.96  | 1.56  | 62   | 46    | 28    |

资料来源：国都证券



## 国都证券投资评级

| 国都证券行业投资评级的类别、级别定义 |    |                               |
|--------------------|----|-------------------------------|
| 类别                 | 级别 | 定义                            |
| 短期<br>评级           | 推荐 | 行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数 |
|                    | 中性 | 行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数 |
|                    | 回避 | 行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数 |
| 长期<br>评级           | A  | 预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平     |
|                    | B  | 预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平     |
|                    | C  | 预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平     |

| 国都证券公司投资评级的类别、级别定义 |      |                                   |
|--------------------|------|-----------------------------------|
| 类别                 | 级别   | 定义                                |
| 短期<br>评级           | 强烈推荐 | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上           |
|                    | 推荐   | 预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间         |
|                    | 中性   | 预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间 |
|                    | 回避   | 预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上            |
| 长期<br>评级           | A    | 预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平            |
|                    | B    | 预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致           |
|                    | C    | 预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平            |

### 免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

### 国都证券研究员及其研究行业一览表

| 研究员 | 研究领域      | E-mail                 | 研究员 | 研究领域         | E-mail                |
|-----|-----------|------------------------|-----|--------------|-----------------------|
| 许维鸿 | 研究管理、宏观领域 | xuweihong@guodu.com    | 王明德 | 研究管理、农业、食品饮料 | wangmingde@guodu.com  |
| 李元  | 机械、电力设备   | liyuan@guodu.com       | 巩俊杰 | 交通运输         | gongjunjie@guodu.com  |
| 张翔  | 首席策略分析师   | zhangxiang@guodu.com   | 吴煊  | 策略研究         | wuxuan@guodu.com      |
| 邓婷  | 金融        | dengting@guodu.com     | 邹文军 | 房地产          | zouwenjun@guodu.com   |
| 徐昊  | 农业、食品饮料   | xuhao@guodu.com        | 潘蕾  | 医药           | panlei@guodu.com      |
| 曹源  | 策略研究、固定收益 | caoyuan@guodu.com      | 刘芬  | 汽车及零部件       | liufen@guodu.com      |
| 王京乐 | 家电、旅游     | wangjingle@guodu.com   | 鲁儒敏 | 公用事业         | lurumin@guodu.com     |
| 肖世俊 | 有色金属、新能源  | xiaoshijun@guodu.com   | 魏静  | 机械           | weijing@guodu.com     |
| 赵宪栋 | 商业贸易      | zhaoxiandong@guodu.com | 胡博新 | 医药行业         | huboxin@guodu.com     |
| 姜瑛  | IT        | jiangying@guodu.com    | 刘斐  | 煤炭、基础化工      | liufei@guodu.com      |
| 傅浩  | 建筑建材      | fuhao@guodu.com        | 王双  | 石化           | wangshuang@guodu.com  |
| 汪立  | 造纸、交通运输   | wangli@guodu.com       | 李韵  | 纺织服装         | liyun@guodu.com       |
| 吕爱兵 |           | lvaiying@guodu.com     | 苏昌景 | 数量研究         | suchangjing@guodu.com |
| 吴昊  | 宏观经济、固定收益 | wuhao@guodu.com        | 李春艳 | 基金联络         | lichunyan@guodu.com   |