

2010-12-09

证券研究报告
行业研究 / 年度策略

化工

增持/维持评级

分析师

肖晖
SAC 执业证书编号:s1000208110160
(0755)8249 3656
xiaohui@lhqz.com

李辉
SAC 执业证书编号:s1000210070026
(0755)8236 4424
lihuijs@lhqz.com

联系人

邵沙钢
(021)5010 6019
shaosk@lhqz.com

肖洁
(0755)8236 8532
xiaojie@lhqz.com

陈小鹭
(0755)8212 5084
chenxiaolu@lhqz.com

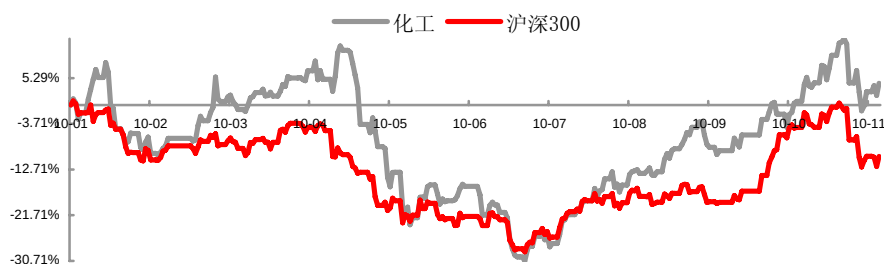
赵森
(0755)8236 8536
zhaosen@lhqz.com

2011 期待更多惊喜

——2011 年化工行业策略报告

- 2010 年化工行业整体表现优于大盘，尤其是化工新材料和塑料行业大幅度跑赢大盘。2011 年我们判断在化工行业弱平衡中有望获得更多投资机会，继续维持“增持”的评级。重点推荐的周期性行业为磷化工、钾肥、MDI、纯碱。重点推荐的成长股为新宙邦、江苏国泰、佛塑股份、三维丝、万邦达和深圳惠程。
- 2010 年化工行业（剔除石化）追踪 PE 较大盘（剔除金融石化）高 60%，我们预计 2011 年这一溢价幅度将会收窄。2011 年预期 PE，化工行业（剔除石化）26 倍，与 2006 年化工行业处于复苏周期时的 PE 基本持平，高于大盘（剔除石化金融）预期 PE20 倍，30%的溢价水平隐含了化工行业明年利润增速高于大盘。
- 在周期与成长之中，我们倾向于推荐有望超预期的周期股和较低估值的成长股。当前化工行业创业板的上市公司 2010、2011 预期 PE 分别为 70 倍、39 倍，企业 2011 年的高成长已被股价反映。化工（剔除石化）整体 2010、2011 年预期 PE 分别为 37.37 倍、26.48 倍，我们判断化工行业明年存有业绩超预期、PE 继续下降的可能。
- 周期性子行业中，我们坚持看好农产品牛市下的投资机会，重点推荐化肥产业链中可以受益的精细磷化工、钾肥，以及棉花价格上涨受益的涤纶产业链。重点推荐公司兴发集团、云天化、盐湖钾肥、新民科技、荣盛石化和 St 光华。
- 其他大宗原材料中，我们判断 MDI 和纯碱的供需关系较好，在 2011 年中会有超预期的表现。
- 创业板公司上市给化工板块带来了高速成长的愿景，我们仍然坚持自上而下的思路来寻找成长企业。我们判断未来增长较快的市场主要分布于电子、环保等行业，我们重点推荐电子行业中的新宙邦、江苏国泰、佛塑股份和环保行业中的三维丝、万邦达、深圳惠程。

最近 52 周行业表现



目 录

2011 化工弱平衡	4
2011 供需关系逐渐向好	4
化工行业市场表现	6
2010 化工行业表现超越大盘	6
2011 化工整体估值溢价幅度回落	7
周期股与成长股	8
供需关系较好的行业	8
农产品牛市下的投资机会	8
其他大宗原材料	12
新兴行业催生的成长股	14
电子化学品	15
环保	15
增持评级	16

图表目录

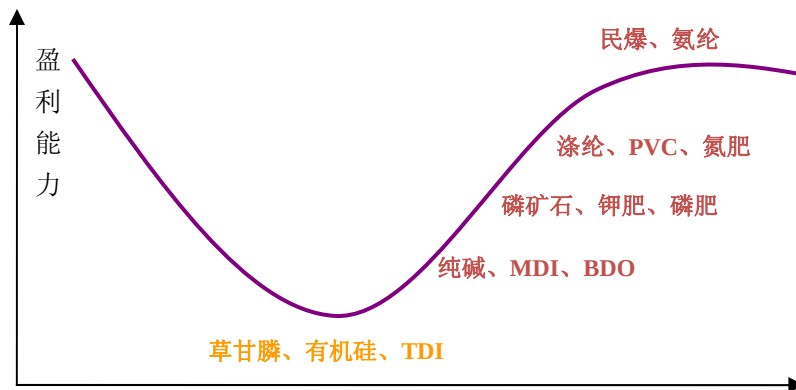
图 1: 周期变化图	4
图 2: 化工原料行业盈利能力逐渐恢复	4
图 3: 化工原料 PMI 指数大幅提升	5
图 4: 化工行业固定资产投资增速明显放缓	6
图 5: 2010 年化工板块走势	6
图 6: 化工板块市盈率 (TTM)	7
图 7: 化工板块市净率	7
图 8: 2010 年起国际磷酸开工率将保持较高水平	9
图 9: 全球钾肥开工率	9
图 10: 国际尿素产能利用率提高, 高于 06-09 年平均水平	10
图 11: 2010 年全球棉花库存量下降 28%	10
图 12: 涤纶长丝盈利能力更强	11
图 13: 纯 MDI 价差走势图	13
图 14: 纯碱价差走势图	14
表格 1: 2011 年政策前瞻及受益行业	5
表格 2: 化工行业估值对比	8
表格 3: 涤纶产业链比较	11
表格 4: 涤纶概念股弹性对比	11
表格 5: MDI 新增产能	12
表格 6: 我国 MDI 供需结构良好	12
表格 7: 我国纯碱供需平衡表	13
表格 8: 纯碱新增产能动态	14
表格 9: 环保行业重点推荐股票	16
表格 10: 重点跟踪股票估值对比	16

2010 年化工行业整体表现优于大盘，尤其是化工新材料和塑料行业大幅度跑赢大盘。2011 年我们继续维持化工行业“增持”的评级。我们倾向于推荐有望超预期的周期股和较低估值的成长股。重点推荐的周期性行业为磷化工、钾肥、MDI、纯碱。重点推荐的成长股为新宙邦、江苏国泰、佛塑股份、三维丝、万邦达和深圳惠程。

2011 化工弱平衡

2010 年明星化工产品为 BDO、甲乙酮、纯碱、磷肥，Q3-Q4 化工产品价格普涨、需求旺盛，涨价涉及的产品范围和涨价的幅度、速度超出我们预期，化工行业似乎开始走出周期低谷。节能减排带来的供给限制对此有所贡献，部分装置停产检修对此亦有所贡献，很多人相信这样的情形来自于短期供给影响而难以延续，我们更乐于相信化工行业正处于供需关系的弱平衡中，2011 年我们期待更多惊喜。

图 1： 周期变化图

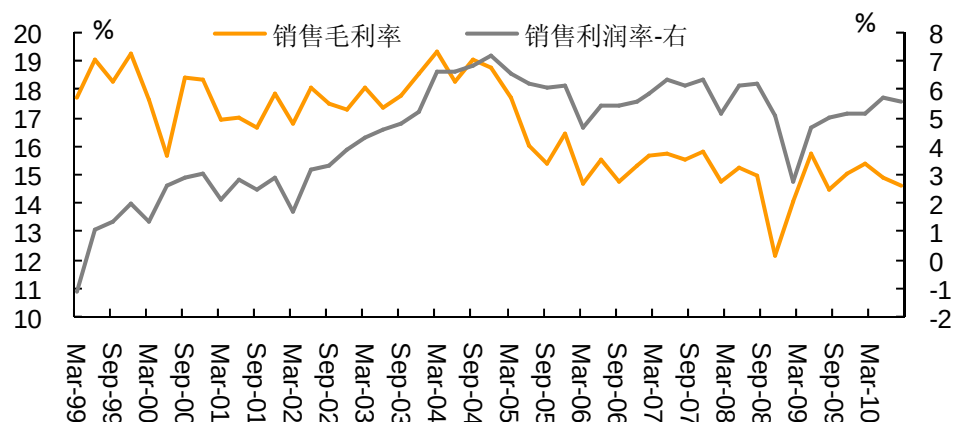


资料来源：华泰联合证券研究所

2011 供需关系逐渐向好

2010 年化工行业盈利较 2009 年底开始回升，化工原料行业毛利率恢复至 15%，与 2006 年基本持平，对比上一轮景气周期高点在 2004-2005 年最高毛利率 20%左右。

图 2： 化工原料行业盈利能力逐渐恢复



资料来源：华泰联合证券研究所，WIND

需求继续恢复

华泰联合宏观研究判断，2011 年欧美经济弱势复苏，但货币层面的宽松将给包括中国在内的新兴经济造成较大的流动性压力，加剧通胀。2011 年作为“十二五”规划的第一年将是转型之年，增长动力将由“出口+投资”转向为“消费+投资”，但是作为本届政府任期末期，实质性的大动作或难以见到。短期“控通胀”仍然是政府的优先目标，内需固然强劲，但受一定抑制，外需增长回落，从全年看，经济将在一季度见底，之后以较缓斜率反弹，形成“软着陆”。

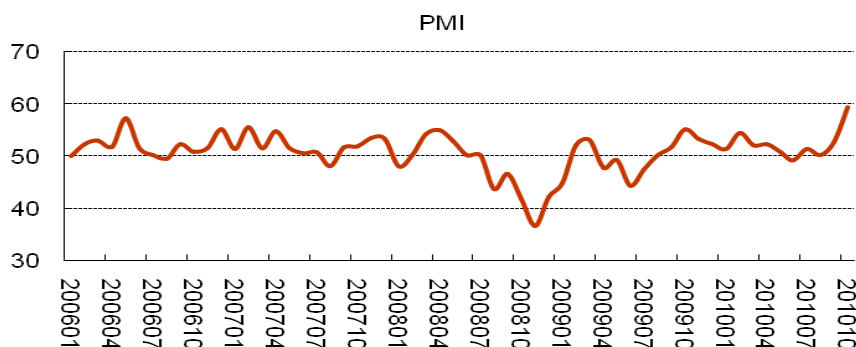
表格 1：2011 年政策前瞻及受益行业

2011 年		表现行业
政策优先	控通胀，流动性充裕	农产品、大宗商品
投资	增速较 2010 年小幅下降	房地产
消费	大体平稳，但政策拉动效应减弱	汽车、纺织
出口	预计增长 15%，净出口负拉动	纺织

资料来源：华泰联合证券研究所

化工行业 PMI 指数表现为需求强劲恢复，其中 2010 年 10 月化工原材料 PMI 指数增长至 59.4%，环比提高 6.6 个百分点。

图 3： 化工原料 PMI 指数大幅提升

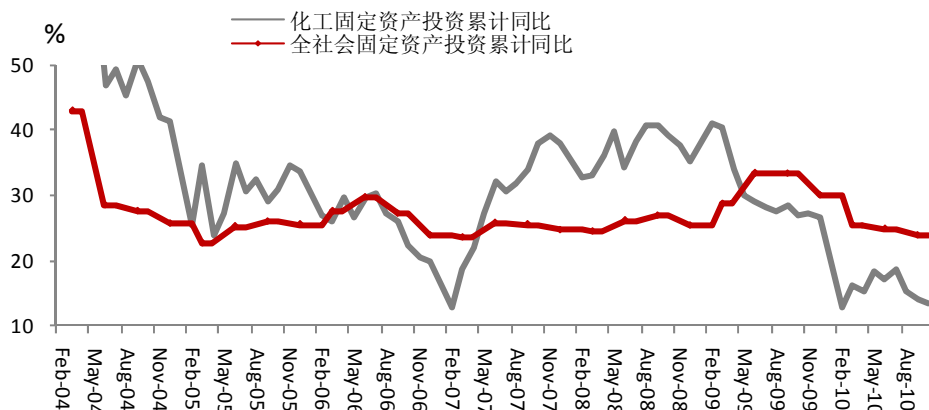


资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

供给增速放缓

2009-2010 年化工行业处于整体产能释放期，自 2009 年下半年开始，化工行业固定资产投资增速逐渐低于社会平均水平。我们判断 2011 年化工行业整体继续处于过剩产能消化阶段。

图 4： 化工行业固定资产投资增速明显放缓



资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

化工行业市场表现

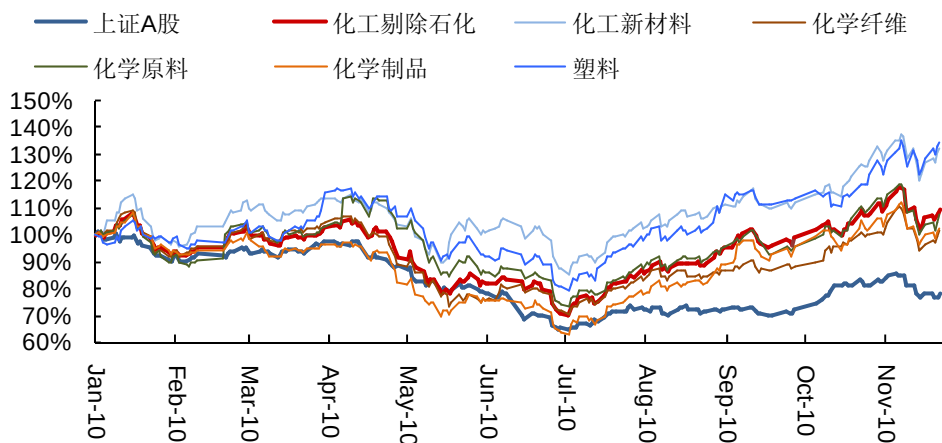
2010 化工行业表现超越大盘

截止 2010 年 11 月 25 日，化工行业（剔除石化）平均股价较年初上涨 9.47%，与大盘相比获得 31.61 个百分点的相对收益，其中相对收益的 80%来自于下半年。

2010 年上半年，化工新材料、塑料表现最为突出。市场对新经济新材料的关注，使得化工新材料成为市场持续关注的热点，加之上市新股的影响，化工新材料子行业表现较为突出。锂电池隔膜和特种塑料分别带动佛塑股份、金发科技股价大幅上涨，使得塑料子行业表现最为突出。

2010 年下半年开始，化工制品、原料表现突出。化学原料、化学制品及化纤行业，由于产能过剩，受宏观经济影响较大，在 2010 上半年表现较差，尤其在 2 季度末股价出现深度调整。3 季度末，通胀主题下农产品及棉花价格大幅上涨，带动化肥和涤纶价格上涨，化纤、化学制品板块在 3 季度走势表现突出。

图 5： 2010 年化工板块走势



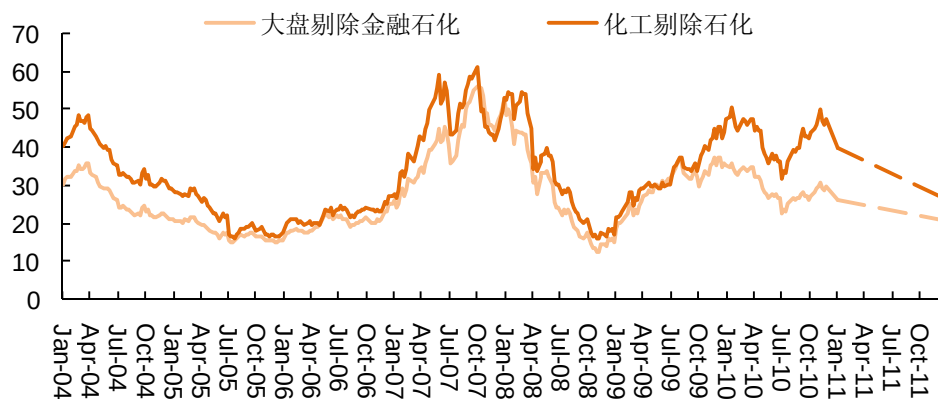
资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

2011 化工整体估值溢价幅度回落

2010 年以来，化工行业（剔除石化）追踪 PE 持续高于大盘（剔除金融石化）水平。这是否意味着化工行业被高估呢？

2011 年预期 PE，化工行业（剔除石化）26 倍，与 2006 年化工行业处于复苏周期时的 PE 基本持平，创业板公司对这一指标影响较小。这一指标高于大盘（剔除石化金融）预期 PE20 倍，30% 的溢价水平隐含了化工行业明年利润增速高于大盘。

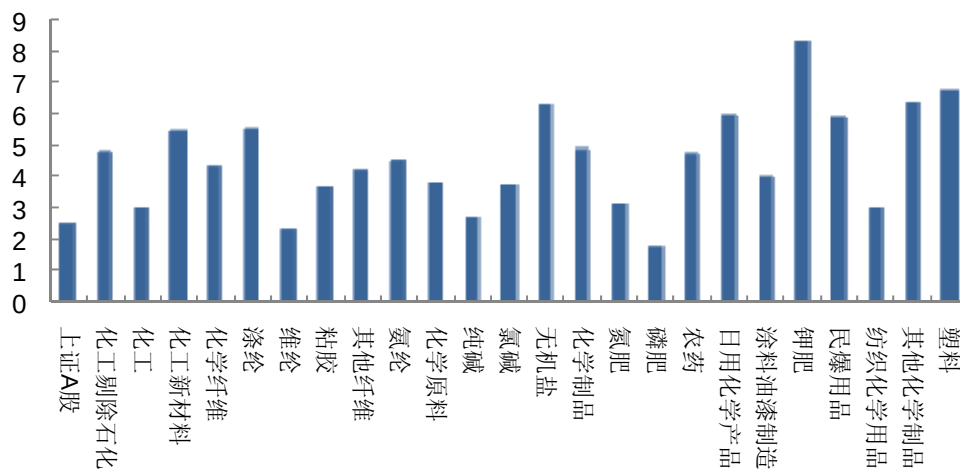
图 6： 化工板块市盈率（TTM）



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

当前化工行业 PB 水平 4.7 倍，整体安全边际较小，其中纯碱、磷肥和纺织化学品的市净率较低。

图 7： 化工板块市净率



资料来源：WIND，华泰联合证券研究所

周期股与成长股

我们简单将化工上市公司分为主板、中小板和创业板，主板公司表现为较强的周期性，创业板公司表现为较强的成长性，和中小板公司居于两者之间。

当前化工行业创业板的上市公司 2010、2011 预期 PE 分别为 70 倍、39 倍，这意味着企业 2011 年的高成长已被股价反映。化工（剔除石化）整体 2010、2011 年预期 PE 分别为 37.37 倍、26.48 倍，我们判断化工行业明年存有业绩超预期、PE 继续下降的可能。

表格 2：化工行业估值对比

EPS 增速	2010	2011E	2012E
化工创业板	43.70%	49.50%	44.70%
化工剔除石化	28.70%	35.90%	35.90%
大盘剔除金融石化	51.00%	23.60%	
沪深 300	22.30%	19.80%	17.50%
预测市盈率(整体法)	2010	2011E	2012E
化工创业板	59.42	39.74	27.47
化工剔除石化	37.37	26.48	20.77
大盘剔除金融石化	25.36	20.24	16.16
沪深 300	14.67	12.24	10.44

资料来源：WIND、华泰联合证券研究所

供需关系较好的行业

农产品牛市下的投资机会

受天气影响，2010 年全球农产品产量不足，在流动性充裕的作用下，农产品价格大幅度上涨。我们判断 2011 年全球农产品种植面积将小幅度回升，供给释放需要一年的时间，全球流动性充裕的情况将会继续，农产品价格中长期牛市的趋势不会改变。

化肥

农民种植收益获得提升，从而增强 10/11 年的种植意愿和种植投入。我们推荐的顺序依次为国内磷化工、钾肥、国内磷肥、氮肥。

- 2011-2013 全球磷肥开工率将达到 80%，是仅低于 2008 年 85%的第二高开工率。受出口关税政策影响，国内磷化工将分享全球磷肥景气，磷肥行业会在低出口关税期受益。

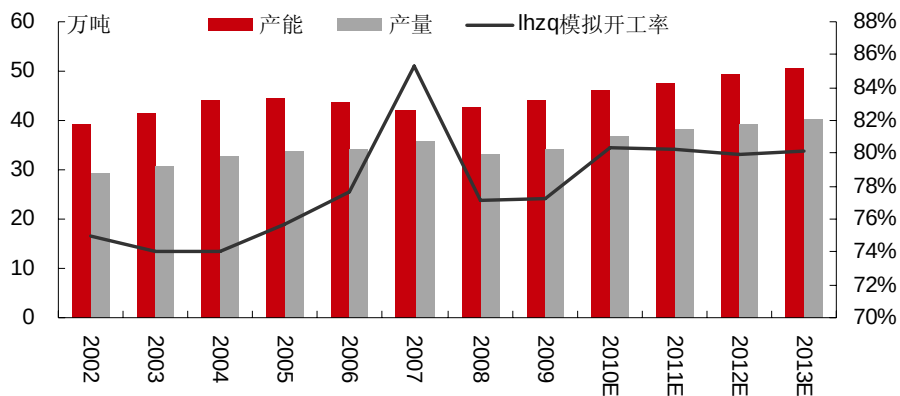
长期来看，磷的集中度逐渐提高，资源属性正在被认识。国内磷主要分布在云南、贵州、四川、湖北四省，2004 年以来由当地政府主导、区域大型国有企业为主体的磷矿石行业整合已经完成。当前拥有磷矿石资源的企业纷纷投资建设磷肥项目，磷化工行业的竞争格局将发生重大转变，大型企业通过激烈竞争挤出没有资源的企业，行业集中度将大幅提高。

- 2011-2013 全球钾肥开工率将持续在 70%左右，低于 2003-2008 年钾肥景气中的开工率。短期，在钾肥供应高度垄断的格局下，供应商通过调节开工率保持较

高的价格，钾肥价格将逐渐上涨。长期，钾肥新增产能，尤其是中国等钾需求国自身产能的增长，将弱化现有的供给垄断格局，中长期内钾肥行业将由集中走向分散，钾肥生产企业过高的毛利水平也将有所降低。

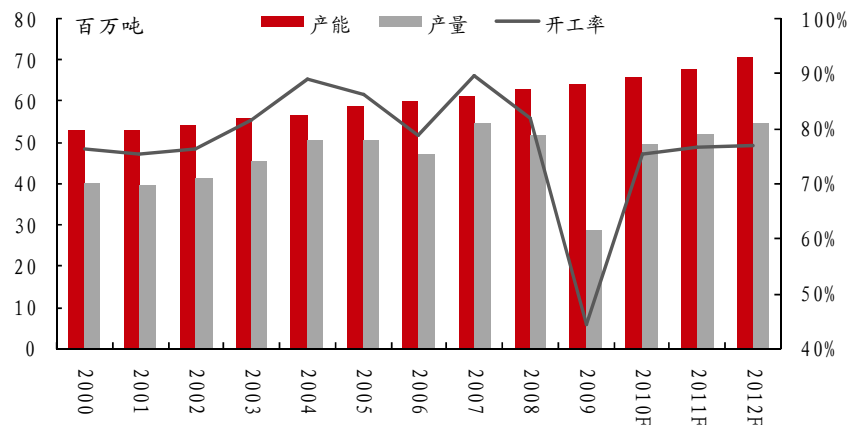
- 2011 年全球氮肥开工率将继续维持 80% 的水平，处于历史较高水平，我们预计全球氮肥 2011 年均价将维持在 300 美元/吨。随着 2012 年新增产能投放，全球氮肥开工率将持续下降。国内氮肥受出口关税影响较大，如果我国实行更加严格的出口关税政策以保证国内氮肥的充分供应，则国内氮肥将继续陷入供给过剩的区域封闭市场中。

图 8： 2010 年起国际磷酸开工率将保持较高水平



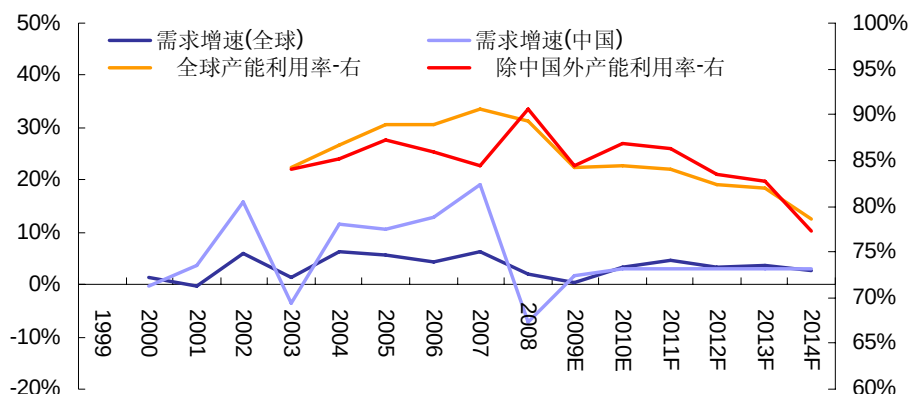
资料来源：IFA, MOS, POT, 华泰联合证券研究所

图 9： 全球钾肥开工率



资料来源：华泰联合证券研究所

图 10： 国际尿素产能利用率提高，高于 06-09 年平均水平



资料来源：IFA，华泰联合证券研究所

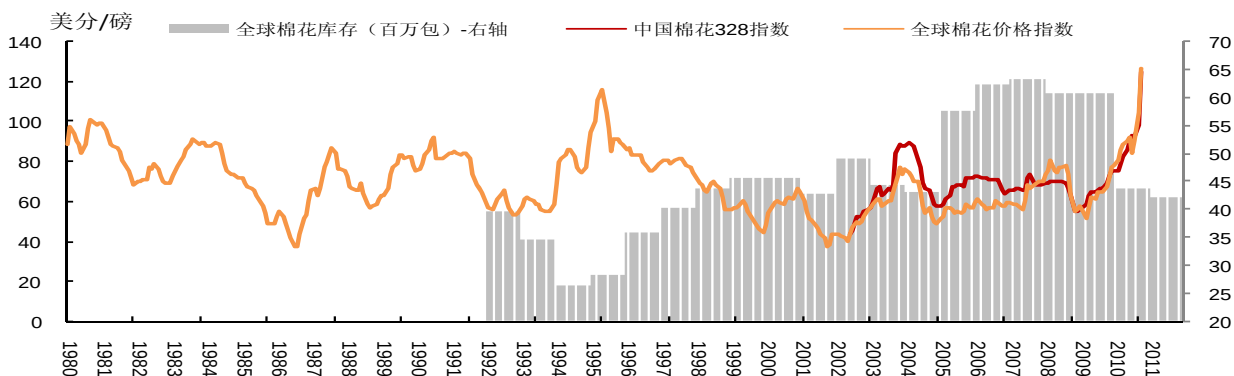
棉花——涤纶产业链

历史数据显示，全球棉花库存大幅度下滑之时，棉花价格开始大幅上涨，如 1994-1995 年（库存下滑 10%）、2003-2004 年（库存下滑 23.5%）；同样在全球棉花库存逐步上升的周期，棉花价格大幅下跌，如 1996-2002 年。

从库存下降幅度来看，2010-2011 年与 1994-1995 年最为相似。按照当时全球棉花价格区间经过汇率、15 年累计通胀、税率折算，通过下游棉纺企业调研，我们判断 2011 年棉花价格在 25000-28000 元/吨。

我们推荐在涤纶长丝领域定位高端，具有成长性的新民科技，在涤纶产业链上具备上游一体化的荣盛石化和 st 光华。

图 11： 2010 年全球棉花库存量下降 28%



资料来源：华泰联合证券研究所

涤纶短纤和棉花的混纺比例可以调节，存在直接替代关系；涤纶长丝和棉花下游部分重叠，存在间接的替代关系。棉花价格高位，涤纶产业链最为受益。

2010-2012 年涤纶行业平均供给增速 7.7%。涤纶扩产周期短，机动性大，但 1-2 年内涤纶生产设备制造瓶颈制约了涤纶供给增长，300-400 万吨/年的设备制造能力最多

维持涤纶 10%的供给增长。

2002-2010 年，涤纶行业需求平均增速 16%，我们预计未来涤纶仍可以保持 10%以上的增速，1-2 年内供给增速小于需求增速，行业供需结构好转。

表格 3：涤纶产业链比较

	PX	PTA	涤纶
预计 2010 年自给率	69%	68%	100%
进口替代需求增长	113%	47%	0%
未来 5 年需求增速（模拟完全自给）	28%	18.8%	10%
2010-2012 供给增速	14.94%	14.70%	7.70%
扩产周期	2-3 年	2-3 年	1 年

资料来源：华泰联合证券研究所

表格 4：涤纶概念股弹性对比

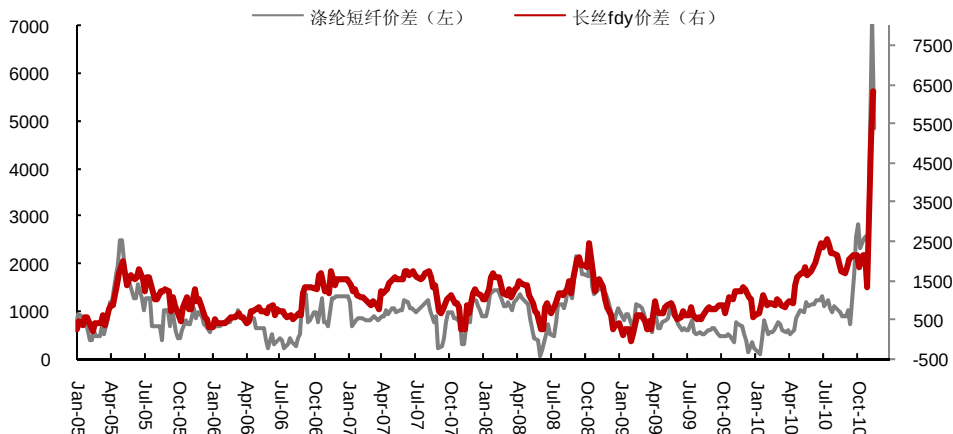
	2011 年 EPS	涤纶短弹性 (产品上涨 1000 元/吨增厚 EPS)	涤纶长弹性 (产品上涨 1000 元/吨增厚 EPS)	PTA 弹性 (产品上涨 1000 元/吨增厚 EPS)
s 仪化	0.76	0.08	0.04	0.16
华西村	1.05	0.15		
霞客环保	1.75	0.35		
新民科技	1.27		0.28	
荣盛石化	2.99		0.69	1.15
st 光华	3.77		1.55	1.11

资料来源：华泰联合证券研究所

短期看涤纶：短纤爆发力强、长丝安全边际高

涤纶短纤和棉花混纺，直接受益于棉花涨价，但同样存在混纺比例的限制。2005-2010 年数据长丝和短纤盈利数据显示，长丝比短纤的盈利能力更强，尤其是相对高端的 FDY。

图 12： 涤纶长丝盈利能力更强



资料来源：华泰联合证券研究所

长期上游的 PTA、PX 更受益

2010 年，上游的 PTA、PX 的自给率分别为 68%、69%，考虑原材料跟随下游涤纶向中国转移的趋势，PTA、PX 除了伴随涤纶行业 10% 的增长之外，还存在进口替代的成长，增速远超过涤纶。

同时，全球 6000 万吨的聚酯产量，涤纶仅占 55-60%，40% 为非化纤类聚酯（膜、瓶片等），未来同样需要向中国转移，进一步刺激上游的 PX、PTA 的需求。

长期来看，PX-PTA-涤纶产业链，上游的进口依存度更高，未来发展的空间更大。

其他大宗原材料

MDI——供需关系

全球 MDI 已经度过了产能过剩释放期，2010-2011 年只有烟台万华宁波 30 万吨 MDI 项目投产，其余拟建项目至今都处于环评和审批过程之中。

我们预计 2010 年 MDI 的需求增速为 10% 左右，增速大幅度低于 2009 年，尤其是聚合 MDI 的需求增速更低。2011 年我们预计 MDI 的需求增长为 15%。供给缓慢释放将会使 MDI 的开工率逐渐提高，MDI 的盈利有望回升。

表格 5：MDI 新增产能

生产企业	地址	新产能	备注
烟台万华	烟台	30	搬迁项目，预计 2013 年建成
巴斯夫	重庆	40 万吨/年	未开建，预计 2014 年建成
上海联恒	上海	24 扩 48 万吨/年	2010 年仍处于环评阶段
亨斯迈	上海	新建 40	审批阶段
生产企业	地址	新产能	备注

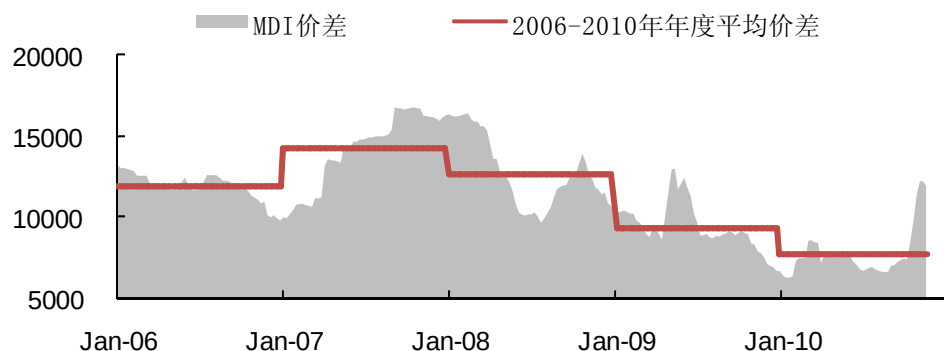
资料来源：华泰联合证券研究所

表格 6：我国 MDI 供需结构良好

年	产能	产量	净进口	进口依存度	表观消费量	需求量增速
2000	2	2		87.10%	15.5	
2001	4	2.7		85.56%	18.7	20.65%
2002	8	4.6		82.71%	26.6	42.25%
2003	8	7		78.13%	32	20.30%
2004	12	9		79.36%	43.6	36.25%
2005	28	10.4		79.61%	51	16.97%
2006	60	26.2		58.41%	63	23.53%
2007	60	36.5	39.8	52.16%	76.3	21.11%
2008	112	53	30.7	36.68%	83.7	9.70%
2009	114	80	20	20.00%	100	19.47%
2010E	114	87	23	20.91%	110	10.00%
2011E	144	107	19.5	15.42%	126.5	15.00%

资料来源：华泰联合证券研究所

图 13: 纯 MDI 价差走势图



资料来源：华泰联合证券研究所

纯碱——可能出现的阶段性机会

2010 年 Q3 纯碱价格由 1400-1500 元/吨快速上涨最高至 2000 元/吨以上，我们判断此次纯碱价格上涨主要来自于下游玻璃行业在 Q4 的季节性旺季，而纯碱行业的产能释放进程一直低于预期。2010 年纯碱行业的毛利率 10-15% 以上，达到了我们在 2009 年底的预测。

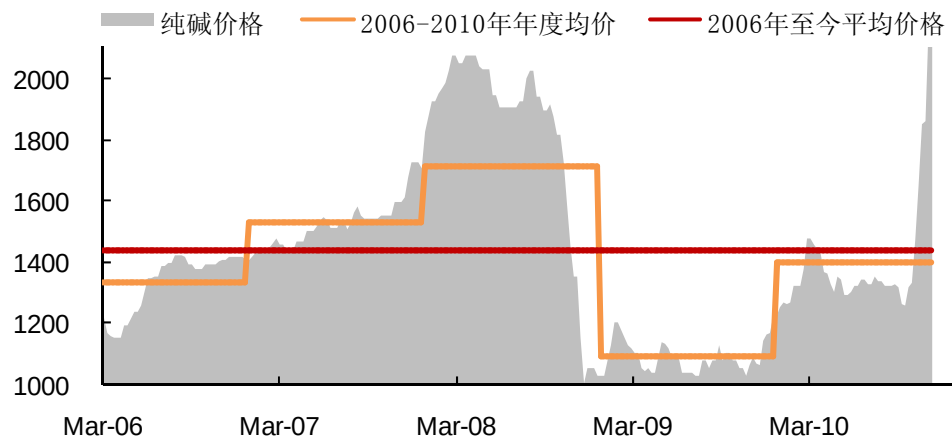
纯碱行业前期规划项目的进展继续慢于预期。根据我们统计，绝大多数项目都还未投产，因而未来 2 年纯碱行业产能增速将慢于需求增速，纯碱行业开工率逐年提高，有可能在 2011 年出现趋势性投资机会。

表格 7: 我国纯碱供需平衡表

年份	表观消费量 (万吨)	平板玻璃需求 (万吨)	其它行业需求 (万吨)	净出口	产量	开工率
2001	806	210	597			
2002	933	234	699	85.34	1018.34	
2003	1006	277	729	95.37	1101.37	
2004	1136	370	765	123.27	1259.27	
2005	1247	402	845	170.42	1417.42	
2006	1428	466	962	166.72	1594.72	
2007	1594	539	1055	158.77	1752.77	
2008	1670	552	1119	212	1882	
2009	1729	561	1168	235	1964	81.83%
2010E	1897	630	1267	160	2057	82.28%
2011E	2074	705.6	1368	160	2234	85.92%

资料来源：华泰联合证券研究所

图 14: 纯碱价格走势图



资料来源：华泰联合证券研究所

表格 8: 纯碱新增产能动态

地址	投资方	产能 (万吨)	开工日期	预计投产	进度
青海柴达木	青海昆仑碱业	100	2010.03	2010.08	加紧施工中,最早 2011 年投产
青海柴达木	青海碱业	120	2008	2010Q2	未建成, 停工状态
湖北宜昌	中石化湖北化肥分公司	60	预计 2010 年	2011 年	
陕西绥德	光宇集团	100	规划年内	2011	
江苏淮安	台玻	100	2009.1	2011.Q4	
江西吉安	江西碱业	60	2009.4		2010-01 通过环评, 未建成, 进度不详
江苏徐州	徐州丰城盐化工有限公司	50	2009.4	2010H1	未投产, 进度不详
陕西榆林	榆天化	40	2009 年初		
江苏楚州	江苏省井神盐业有限公司	60	2009.1	2011.4	
安徽	中盐红四方	60	预计 2010 年		
大连	大化集团	60	2009Q4		(搬迁)
浙江	龙化	40(30)		2010 底	搬迁扩建 25 万吨

资料来源：华泰联合证券研究所

新兴行业催生的成长股

我们曾经研究过化工企业的成长模式，化工行业成长股大多来自于市场增长、技术进步和外延式扩张。在此我们重点探讨一下市场增长和技术进步下的成长。

创业板公司上市给化工板块带来了高速成长的愿景，新增了众多需要研究的细分行业。我们仍然坚持自上而下的思路来寻找成长企业。我们判断未来增长较快的市场主

要分布于电子、环保等行业，我们重点推荐电子行业中的新宙邦、江苏国泰、佛塑股份和环保行业中的三维丝、万邦达、深圳惠程。

电子化学品

电子化学品主要应用于传统的消费类电子和新兴的电动汽车领域。消费类电子的升级换代促进了电子化学品行业的技术进步、推陈出新。我们将在未来对这一领域的化工企业机会进行深入研究，当前我们最为看好的仍然是电动汽车应用所带来的投资机会。

认为未来 5-10 年电动汽车将逐渐走向成熟，并由此成为锂电池的杀手级应用。锂电池作为核心部件，行业规模将有百倍以上增长。**我们继续维持锂电池材料行业“增持”评级，建议稳健型投资者，优选电解液；积极型投资者，优选隔膜。我们重点推荐佛塑股份、新宙邦、江苏国泰、当升科技，同时长期关注杉杉股份、多氟多。**

电动汽车的推广将带动锂电池相关材料需求爆发性增长。作为刺激经济和节能减排的有效手段，电动汽车成为各国政府政策扶持的重点，锂电池电动汽车将成为未来主流。

综合技术、产品盈利能力和需求增长幅度，我们对各子行业排序如下：**从技术成熟度考虑，电解液>磷酸铁锂=六氟磷酸锂>隔膜；从产品收益率考虑，隔膜>六氟磷酸锂>磷酸铁锂>电解液；从动力电池带来的需求增长空间考虑，磷酸铁锂>隔膜>电解液=六氟磷酸锂。**

钴酸锂仍旧占据正极材料大部分市场份额，但增速会逐渐下降。传统锂电池领域，锰酸锂和三元材料将有较大发展空间，而动力电池领域国内主要以发展磷酸铁锂为主。目前磷酸铁锂主要难点在于提高产品一致性。

电解液对电解质六氟磷酸锂的纯度要求极高，因此游离酸和杂质控制是生产六氟磷酸锂的关键，具有氟化工经验的企业拥有一定优势。目前国内主要被少数几家日本企业垄断，江苏国泰和多氟多正在进行中试，有望取得突破。锂电池电解液的技术核心是配方，进入壁垒相对较低，主要考验公司的技术服务能力。

隔膜是锂电池材料中技术壁垒最高，盈利也最高的。目前国内仅 4 家能够生产普通锂电池隔膜，进口依存度高达 80% 以上，而干法工艺生产的动力电池隔膜，国内还未能实现国产化。

环保

环保产业十二五规划即将出台，环保部“十二五”规划已经初步拟订了二氧化硫和化学需氧量(COD)的总量控制目标。到 2015 年，二氧化硫的排放总量将比 2010 年减少 10%，而 COD 的排放总量将比 2010 年减少 5%。

节能环保将作为七大新兴产业之首。从目前媒体公布的信息显示，发改委及环保等部门编制之《节能环保产业发展规划》已基本编制完成，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、环保产品及环保服务六大领域列为重点支持对象，在财政、税收及金融等方面提供政策支持。

我们判断**环保服务和环保产品在工业领域用于前端治理**的发展空间会最为广阔，环保产业的“卖水者”将主要存在于技术突破型和技术服务型两类企业中。重点推荐三维

丝、万邦达和深圳惠程。

表格 9：环保行业重点推荐股票

环保类相关化工上市公司	主要业务	所属行业
三维丝	高温除尘滤料	环保产品
三聚环保	脱硫催化剂、净化机	环保产品
三维工程	脱硫工程设计和施工	环保服务
万邦达	工业水处理总包和运营	环保服务
深圳惠程	聚酰亚胺中试	环保产品
宝莫股份	水处理剂（聚丙烯酰胺）	环保产品
九龙电力	工业水 BOT、脱硝催化剂	环保服务

资料来源：华泰联合证券研究所

增持评级

我们继续维持化工行业“增持”评级，更加关注 2011 年周期性行业的投资机会。

表格 10：重点跟踪股票估值对比

代码	公司	评级	股价	EPS（元）			PE			PB
				09A	10E	11E	09A	10E	11E	
300055	万邦达	买入	135	0.7	1.1	2.2	190.6	121.9	61.8	9.9
300056	三维丝	买入	44.6	0.4	0.8	1.2	102.5	59.4	37.8	6.7
600096	云天化	买入	24.9	0.1	0.6	0.8	191.4	40.8	29.6	3.2
002168	深圳惠程	买入	34.5	0.25	0.25	0.39	138.0	138.0	88.5	19.2
300037	新宙邦	增持	47.1	0.6	0.8	1.2	84.1	56.7	39.2	5.3
600141	兴发集团	增持	20.8	0.4	0.6	0.9	54.7	32.5	23.9	4.6
600426	华鲁恒升	增持	14.8	0.9	0.6	0.9	17.2	23.5	16.1	2.6
000422	湖北宜化	增持	19.3	0.4	1.0	1.3	43.8	18.5	14.8	4.1
000707	双环科技	增持	8.8	0.0	0.2	0.4	875.0	43.8	25.0	2.2
000822	山东海化	增持	7.5	-	0.2	0.3	-	35.9	27.9	2.1
002092	中泰化学	增持	15.6	0.1	0.2	0.4	177.4	67.9	36.3	2.9
002037	久联发展	增持	20.2	0.4	0.6	0.7	46.0	34.9	27.7	5.6
002165	红宝丽	增持	17	0.4	0.6	0.7	43.6	28.3	23.9	7.4
600063	皖维高新	增持	9.8	0.1	0.1	0.4	69.8	69.8	23.3	2.2
600309	烟台万华	增持	19.6	0.6	0.8	1.2	30.6	25.5	16.3	5.9
600423	柳化股份	增持	10.7	0.1	0.3	0.5	202.6	33.6	22.9	3.0
002408	齐翔腾达	增持	46.4	0.7	1.4	1.7	69.2	32.4	27.9	5.0
002395	双象股份	增持	29.4	0.5	0.6	1.1	62.6	48.2	28.0	3.5
600256	广汇股份	增持	45.9	0.4	0.5	1.2	106.8	85.1	38.6	15.8
000792	盐湖钾肥	增持	60.4	1.6	1.9	2.2	37.7	31.3	27.2	12.2
000973	佛塑股份	增持	17.9	0.0	0.3	0.3	1794.0	71.8	54.4	8.7
002469	三维工程	增持	83.5	0.7	0.8	1.1	112.8	103.1	77.3	8.1
300072	三聚环保	增持	47.4	0.5	0.7	1.0	91.2	66.8	47.0	4.4
002381	双箭股份	增持	37	0.8	0.5	0.8	47.5	75.5	44.1	3.4
600078	澄星股份	中性	9.3	0.1	0.3	0.4	100.9	27.3	26.5	3.8

000755	山西三维	中性	10.2	0.0	0.2	0.3	510.5	48.6	40.8	2.2
002096	南岭民爆	中性	30.6	0.8	0.4	0.5	37.3	69.6	62.5	9.2
000930	丰原生化	中性	9.43	0.3	0.3	0.3	36.2	33.6	27.7	3.9
600470	六国化工	中性	14.8	0.2	0.3	0.3	89.2	54.8	46.3	2.2

资料来源：华泰联合证券研究所

注：股价为11月25日收盘价



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn