

评级：谨慎推荐

基础化工

年度策略报告

第一创业研究所

分析师：巨国贤 S1080209110062

联系人：景殿英、张伟保

电 话：0755-82485036

邮 件：jingdianying@fcsc.cn

行业景气上升，重点关注新材料

——基础化工 2011 年上半年投资策略

摘要：

- **化工行业进入景气上升通道** 10 年化工各子行业销售收入同比增长均超过 30%，行业毛利率在经历了 08 年和 09 年的低迷后，10 年化工行业整体毛利率水平已逐步回升至次贷危机前的水平。我们预计在 11 年经济复苏带来的 PPI 上涨周期中，化学工业品价格将有更大的涨幅，行业整体的盈利能力将显著改善。
- **重点关注新材料类公司** 新材料被列入十二五七大新兴产业战略规划，人们生活水平的提高引起的消费升级将催生对高品质新材料的需求，经济增长的大环境使新材料公司有望获得更高增长率，在这些因素的共同推动下，我们非常看好具有新材料属性的公司。
- **汽车产业黄金期创造上游橡胶、塑料行业机遇** 预计 2010 年我国汽车产量将达到 1700 万辆，并保持每年 15-25% 的复合增长率。在汽车产业的黄金期，用于汽车的橡胶、塑料等相关行业都将迎来良好的发展机遇，我们推荐特种橡胶企业、橡胶助剂企业，及车用改性塑料企业。
- **在惠农政策和高通胀中寻找农化投资机会** 农产品价格在 10 年下半年涨势如潮，大大刺激了农民种植积极性和对农业方面的投入，再加上国家不断出台惠农政策，把加大农业收入和提高农民收入放在首位，这些因素都将会反映到明年农化产品需求方面，因此我们认为在高通胀和惠农政策不断出台的背后隐藏着巨大的农化投资机会。
- **磷化工——明年是资源整合伴随估值提升的一年** 目前国内存在着磷矿石产量严重过剩，磷化工主要集中在初级产品方面，结构严重失衡，以及磷化工估值远低于国际水平等问题，随着国家一系列政策出台，国内磷化工将进入资源整合伴随估值提升的一年。
- **高棉价支撑涤纶短纤高景气度** 受下游需求良好和供需缺口加大支撑，棉花未来将维持在 28000 元/吨的高位，受此影响，具有替代需求作用的涤纶短纤进入高景气周期，其盈利能力不断提升，未来一年将是涤纶短纤子行业的大年。



目 录

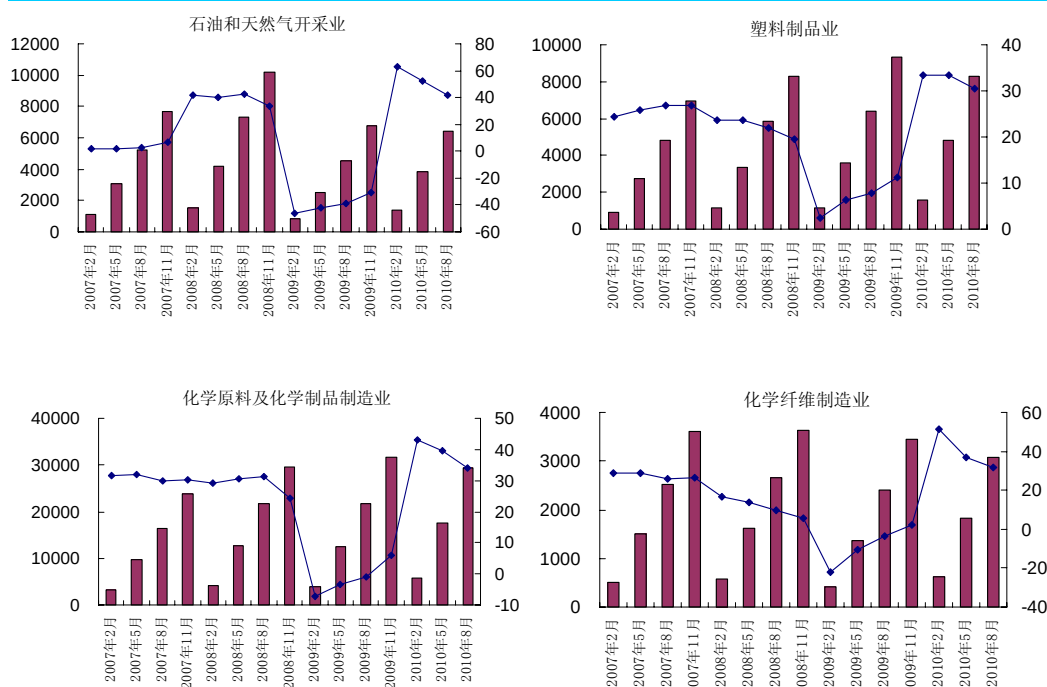
1、化工行业进入景气上升通道	3
1.1、10 年化工各子行业销售收入增长超 30%	3
1.2、化工行业存在估值洼地补涨机会	3
1.3、价格上升、盈利增强	4
1.4、2011 年上半年重点投资策略	5
2、新材料，百花齐放！	6
2.1、浙江众成——中国交联 POF 热收缩膜霸主	6
2.2、康得新——绿色印刷政策下的宠儿	7
2.3、奥克股份——箭在弦上，一触即“发”	9
2.4、宝莫股份——能源给力，环保护航，公司腾飞在即	9
2.5、金发科技——增长稳定、爆发可期	10
3、汽车产业黄金十年，车用材料风光无限	12
3.1、我国汽车产销量迎来高速增长时期	12
3.2、特种橡胶及橡胶助剂	12
4、农化——在惠农政策和高通胀中寻找投资机会	14
4.1、国家政策为农化行业护航	14
4.2、农化高景气度滞后 CPI 高点半年左右	14
4.3、10 年下半年的高通胀为配置农化股提供了良机	15
4.4、云天化——盈利能力逐步提升，资产重组值得期待	15
5、磷化工——资源整合+估值提升	16
5.1、国内磷矿资源的稀缺属性日益显现	16
5.2、国内磷矿石被严重低估	17
5.3、磷矿资源整合和估值提升是明年的重点	17
5.4、兴发集团——受益磷矿资源整合，一体化优势明显	18
6、化纤——高棉价助推涤纶短纤进入高景气时代	19
7、原油价格上涨中的交易性机会	22

1、化工行业进入景气上升通道

1.1、10 年化工各子行业销售收入增长超 30%

09 年由于受到次贷危机的影响，我国化工行业累计销售收入同比出现了停滞甚至负增长。今年以来随着全球经济的复苏以及我国经济的持续增长，化工行业逐步走出低谷，迎来新一轮上涨周期。根据国家统计局公布的数据，10 年前三季度化工各子行业累计销售收入相比 09 年均表现出大幅增长态势，其中，石油和天然气开采业累计销售收入同比增长 41.38%，塑料制品业累计销售收入同比增长 30.43%，化学原料及化学制品制造业累计销售收入同比增长 34.05%，化学纤维制造业累计销售收入同比增长 31.88%。

图 1：化工子行业累计销售收入（亿元）及同比增长（%）

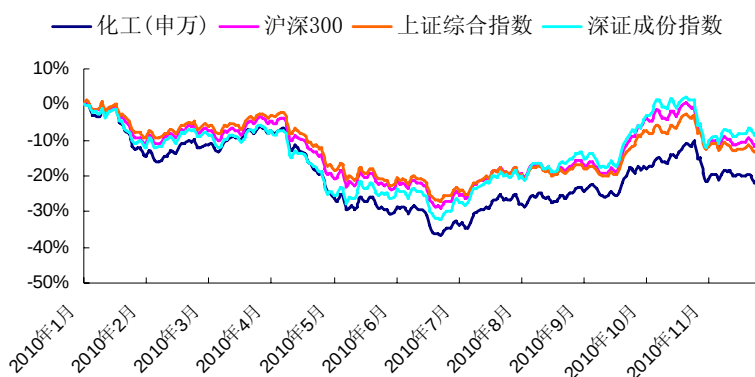


数据来源：wind 资讯、第一创业研究所

1.2、化工行业存在估值洼地补涨机会

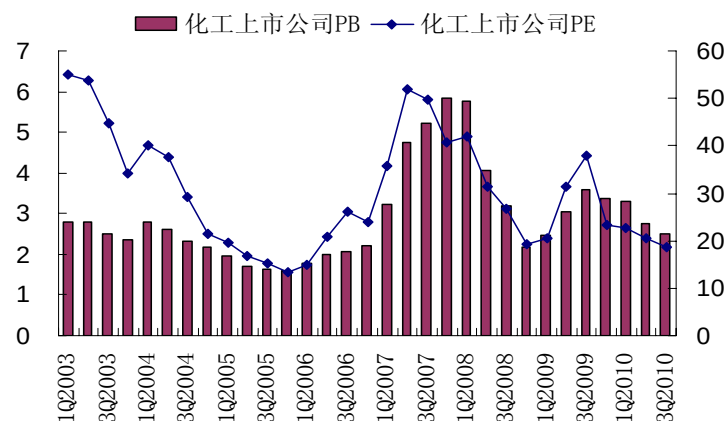
化工行业 10 年整体走势弱于沪深指数，截至 12 月 10 日，化工行业与年初相比涨幅为-21.0%，同期，上证综合指数涨幅为-12.4%，深证成份指数涨幅为-7.9%，沪深 300 指数涨幅为-10.6%。目前化工行业上市公司的平均 PB 和 PE 均处于历史较低水平，至 10 年 3 季度化工上市公司整体 PB 为 2.50 倍，低于 2003 年至今的平均 2.92 倍的 PB，化工上市公司整体 PE 为 18.75 倍，低于 2003 年至今的平均 30.30 倍的 PE。随着经济复苏和化工行业不断增长，未来化工行业将存在估值洼地补涨机会。

图 2: 化工及沪深指数 10 年走势对比



数据来源: wind 资讯、第一创业证券研究所

图 3: 化工上市公司 PB 和 PE

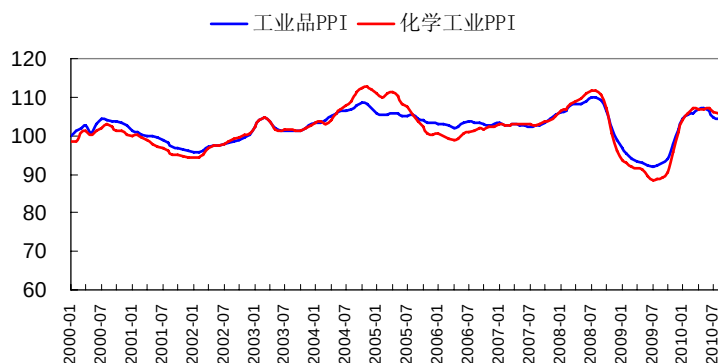


数据来源: wind 资讯、第一创业研究所

1.3、价格上升、盈利增强

化工行业是典型的周期性行业，历史数据表明化学工业的周期性波动要强于工业品整体的周期波动。我们预计在 11 年经济复苏带来的 PPI 上涨周期中，化学工业品价格将有更大的涨幅。

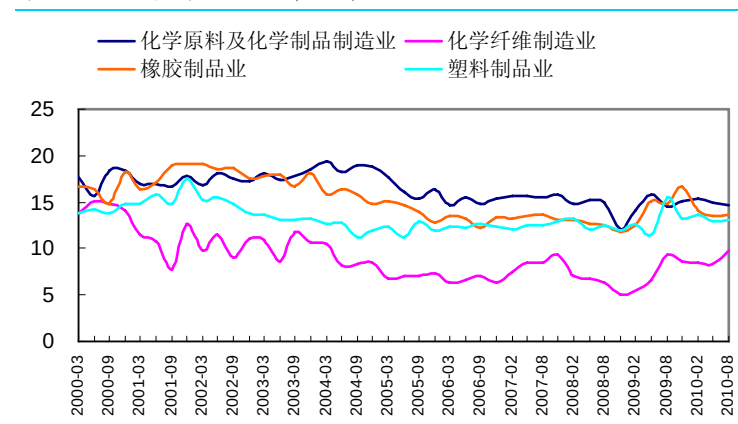
图 4: 化学工业和工业品整体的 PPI 走势



数据来源: wind 资讯、第一创业研究所

毛利率方面，在经历了 08 年和 09 年的低迷后，10 年化工行业整体毛利率水平已逐步回升至次贷危机前的水平，行业整体盈利能力逐步改善。

图 5：化工子行业毛利率水平



数据来源：wind 资讯、第一创业研究所

1.4、2011 年上半年重点投资策略

在化工行业整体进入景气上升周期的背景下，我们认为以下类型公司将获得超额收益：

- 符合政策导向、受益消费升级、具有高技术门槛的新材料公司，如浙江众成、康得新、奥克股份、宝莫股份等；
- 受益于汽车行业拉动的特种橡胶、橡胶助剂及改性塑料公司，如中鼎股份、阳谷华泰、普利特等；
- 在高通胀和惠农政策不断出台的背后隐藏着的农化投资机会，如云天化；
- 资源整合伴随估值提升的磷化工企业，如兴发集团；
- 高棉价下具有替代作用的涤纶短纤企业，如华西村；
- 原油价格波动带来的交易性机会。



2、新材料，百花齐放！

政策利好。新材料被列入十二五七大新兴产业战略规划，我们认为政策的扶持将使相关上市公司迎来前所未有的良好外部环境，尤其是那些同时符合节能环保等其他十二五新兴产业战略规划的企业。

消费升级。随着人们生活水平的提高，将更倾向于使用高品质的材料，提升对绿色环保等材料的认可，这种消费升级将催生对新材料需求。

经济增长。随着全球经济的复苏及中国经济的高速增长，化工行业在 11 年也将进入景气上升周期，历史经验表明在经济繁荣期新材料企业通常可以获得更高增长率。

在政策利好、消费升级和经济增长等因素的共同推动下，在化工行业的上市公司中我们最看好具有新材料属性的企业，并重点推荐以下公司：

浙江众成：中国第一、全球第二大 POF 热收缩膜生产企业，公司逐渐成熟的交联 POF 热收缩膜具有极高的技术门槛和广阔的市场空间；

康得新：受益于“绿色印刷”政策、具有国际竞争力的预涂膜企业；

奥克股份：环氧乙烷精细化工品、多晶硅切割液及聚羧酸减水剂用聚醚的龙头企业，未来受益于十二五期间官府产业和高铁建设的高速发展；

宝莫股份：高油价预期下三次采油用 PAM 生产企业；

金发科技：国内改性塑料龙头企业，耐高温尼龙、可降解塑料和碳纤维等新材料具有想象空间；

并建议关注以下公司：

浙江龙盛：国内染料行业龙头企业，溴化丁基橡胶有超预期可能；

佛塑股份：国内锂电池隔膜、偏光膜、电容膜等领域极具竞争力企业。

2.1、浙江众成——中国交联 POF 热收缩膜霸主

中国第一、全球第二大 POF 热收缩膜生产企业。浙江众成是全球知名的高品质 POF 热收缩膜制造商和国内优秀的 POF 热收缩膜整体包装解决方案提供商，是中国第一、全球第二大 POF 热收缩膜生产企业，年生产能力为 2.1 万吨。2009 年，公司国内市场占有率为 12.01%，全球市场占有率为 5.36%。

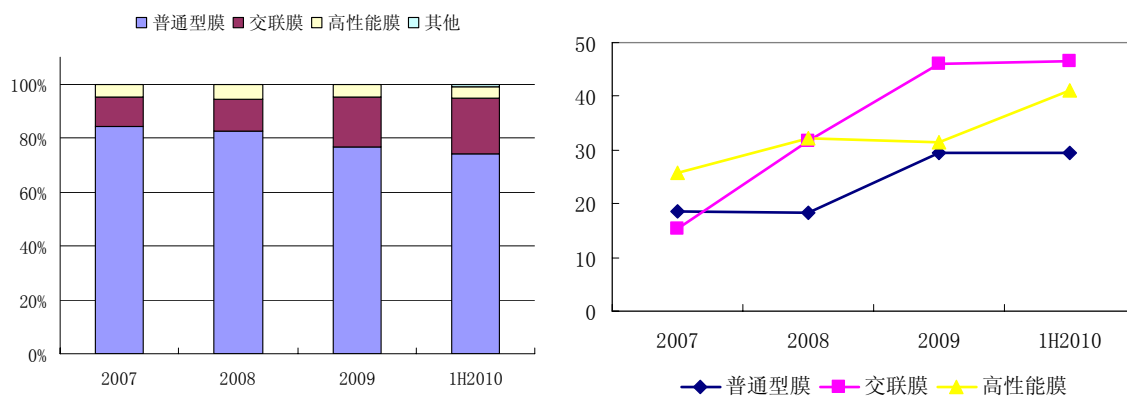
规模、技术、成本等优势打造公司核心竞争力。公司是中国最大的 POF 热收缩膜生产企业，拥有 POF 普通型膜、POF 交联膜和 POF 高性能膜 3 大类 8 个系列产品，成为全球热收缩膜产品系列最丰富的产品提供商之一，拥有超过 1500 家优质客户，规模优势明显。公司通过设备的自主研发及电子交联技术、膜卷劈边技术、热辊预定型技术、三泡法热收缩膜生产技术等行业领先的技术，在产品成品率、产品质量、毛利水平、定价能力等方面都具有业内领先的优势。



交联 POF 热收缩膜技术国内垄断。交联 POF 热收缩膜技术具有很强的技术门槛，目前国内没有竞争对手，国际上仅四家企业具有相关技术，公司在国内企业中具有绝对垄断优势，在国际上具有很强的竞争优势。相比美国交联膜的使用量达到总体 POF 热收缩膜用量的 70%，我国 5% 的占比具有很大发展空间。同时，交联 POF 热收缩膜对 PE 热收缩膜和纸制包装具有很强的替代竞争力，潜在市场空间是目前容量的数倍。

产品结构升级是近期业绩增长点，产能释放为长期业绩增长提供保证。随着公司交联 POF 热收缩膜成品率从 07 年的 58.12% 提升到目前的 84.65% 以及 10 年上半年投产的两台印刷机，公司将进入产品结构升级的黄金时代，这些高端产品将大幅提升公司的综合毛利率，促进公司业绩增长。公司计划于 12 年投产的 2000 吨印刷膜生产线和 13 年投产的 9000 吨热收缩膜生产线将为其长期业绩的持续增长提供保证。

图 6：公司收入构成及主要产品毛利率变化

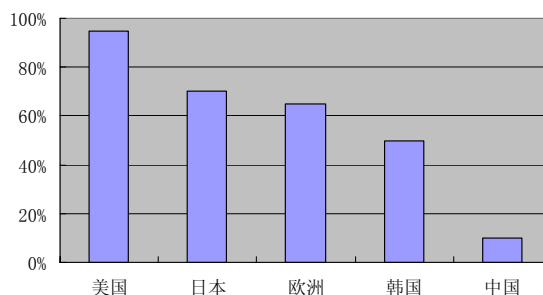


资料来源：浙江众成招股说明书、第一创业研究所

2.2、康得新——绿色印刷政策下的宠儿

海外市场拓展可期。康得新是我国最大的预涂膜生产企业，在国际市场尤其是欧美等高端市场具有很强的竞争力。目前，涂膜技术主要分为溶剂型即涂技术、水性即涂技术和预涂膜技术。其中，溶剂型即涂技术需要使用具有强致癌的苯作为溶剂，水性即涂技术需要使用大量水而产生较多的污水，即涂技术由于其绿色环保的优势成为涂膜技术发展的主流方向。美国的涂膜市场 95% 都是使用预涂膜技术，而日本、韩国、欧洲等发达国家或地区预涂膜占比也都在 50% 以上。由于公司产品具有低成本的优势，有望不断增加在预涂膜主要使用国家的市场份额，而公司于 10 年设立的美国子公司将有助于其海外市场的开拓进度。

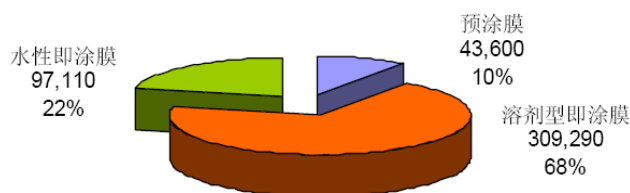
图 7: 世界主要国家或地区预涂膜占比



数据来源: 康得新招股说明书、第一创业研究所

“绿色印刷” 加快国内溶剂型即涂膜替代进程。我国目前预涂膜的使用量仅占整个涂膜市场的 10%，而溶剂型即涂膜占 68%。根据国家“绿色印刷”政策的要求，使用致癌物苯作为溶剂的溶剂型即涂膜技术将被逐渐淘汰。在这一过程中将会为符合绿色环保理念的即涂膜带来巨大的发展空间。同时，由于水性即涂膜技术在生产过程中会产生大量废水，在十二五即将出台的水资源税影响下，水性即涂膜成本将会增加，从而为即涂膜留下更广阔的市场空间。

图 8: 我国涂膜市场格局

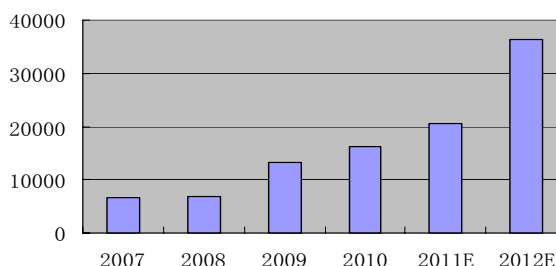


数据来源: 康得新招股说明书、第一创业研究所

租赁 BOPP 生产线将推动无底涂技术的规模应用。公司 12 月 10 号通过了租赁江阴美达 2 条 BOPP 薄膜生产线，这将使公司原计划于 2013 年投产的 BOPP 基材生产项目及无底涂技术进程大幅提前。通过租赁公司将具备年产 2.6-3.5 万吨 BOPP 薄膜的能力，无底涂技术的应用将使公司产能提升 30%。

产能增长为潜在市场的到来做好准备。公司募投项目将于 11 年底逐步投产，12 年产能有望在 10 年的基础上增加一倍以上（不考虑无底涂技术增产 30%），产能的提升将使公司有能力占领不断增长的预涂膜市场。

图 9: 公司预涂膜产能及预测 (吨)





数据来源：康得新招股说明书、第一创业研究所

2.3、奥克股份——箭在弦上，一触即“发”

环氧乙烷精细化工霸主，主攻新能源和新材料领域。公司是深耕环氧乙烷精细化工品的龙头企业，拥有 15 万吨的环氧乙烷衍生物生产能力，其主营产品多晶硅切割液和减水剂用聚醚单体主要面向光伏电池新能源领域和高铁、机场等建设用高性能混凝土新材料领域，市场占有率分别达到了 70% 和 33% 以上，均居国内第一。

太阳能光伏产业快速发展助推公司走上发展快车道。太阳能光伏产业的快速发展使多晶硅切片需求量从 2006 年的 425.4MW 猛增到 09 年的 4098.67MW，公司的多晶硅切割液销量也从 07 年的 1.8 万吨增加到 09 年的 5.2 万吨，复合增长率达到 70% 以上。光伏产业受到国家政策高度支持，预计国内多晶硅切割液需求量将由 09 年的 11.8 万吨增加到 13 年的 27.6 万吨，复合增长率将达到 24%。

受益替代需求和高铁建设，聚羧酸减水剂用聚醚市场空间巨大。以聚醚为原料的聚羧酸减水剂正快速发展，未来空间巨大：一，聚羧酸减水剂以其高性能和环保优势正逐步取代萘系减水剂，未来有 70% 的替代空间；二，聚羧酸系减水剂在 06 年被铁道部指定为高铁等大型工程建设中强制使用的混凝土减水剂，07 年又被建设部指定为建筑工业杨业产品标准，随着高铁等基础设施建设以及建筑行业的快速发展，未来增长空间巨大。

新增产能投放以及原料成本下降，成为公司未来主要的利润增长点。目前公司产品供不应求，广东奥克 5 万吨新增产能 10 月份已经投产，辽阳的 3 万吨项目预计年底投产，成为新的利润增长点。公司主要原材料环氧乙烷 10 年国内新增 170 多万吨产能，11 年新增 80 多万吨，复合增速达到 42.8%，未来产能过剩已成定局，原料成本下降已成为必然趋势，这也将成为公司利润增长的又一大看点。

全国布局已经完成，高速发展箭在弦上。目前公司已经完成了吉林、辽阳、南京、扬州和广东五大生产基地的全国布局，实现了“哪里有环氧乙烷，哪里就有奥克”的宏伟目标。这不但使公司拥有行业内不可复制的原料供应优势（环氧乙烷易爆，不能长途运输），也使公司占尽了先发优势，很容易把握国家新能源和新材料政策带来的行业发展机会。

预计 2010-2012 年公司每股收益为 1.26 元、2.14 元和 3.36 元，按照目前 61.32 的股价，对应市盈率分别为 48 倍、28 倍和 18 倍，未来三年业绩增速在 60% 以上，且我们看好新能源和新材料领域的未来大发展，给予“强烈推荐”的投资评级。

2.4、宝莫股份——能源给力，环保护航，公司腾飞在即

聚丙烯酰胺（PAM）行业受到国家产业政策支持，未来发展空间广阔。聚丙烯酰胺产品在我国主要应用在三次采油和污水处理，涉及到能源和环保领域，国家明确指出支持发展聚丙烯酰胺行业。公司作为国内专注于聚丙烯

酰胺研发和生产的行业龙头，受益于产业政策支持，未来飞跃发展可期。

高效环保的生化合成工艺代表全球领先水平，构成公司核心竞争力。公司利用基因工程酶催化技术连续法生产丙烯酰胺，具有环保、能耗低、稳定性好以及转化率高等优点，其合成成本低于行业水平 10% 左右，代表了生物法合成化学品的世界最高水平，公司 2007 年被评为国家火炬计划重点高新技术企业。

高油价凸显阴离子 PAM 三次采油经济效益。根据油田的资料显示，使用每吨 PAM 可增油量 100 吨以上，经济效益十分显著。通过综合经济评价，当国际油价 70 美元/桶时，三次采油的产出是投入的 10 倍左右，80 美元/桶时，可达到 13 倍以上。随着国际油价的攀升至 80 美元/桶以上，三次采油经济效益更加显著，采油专用阴离子 PAM 需求必将随之提高。

国内石油缺口越来越大，大规模三次采油势在必行。目前国际油价已经突破 80 美元/桶，而我国石油缺口越来越大，石油进口依存度持续上升，已超过 50%，严重危及到我国的能源安全。使用阴离子 PAM 进行三次采油是目前最有效最经济的提高开采率途径，在国内新增油田有限，多数油田处于二次采油后期的大背景下，大规模三次采油已成为必然趋势。

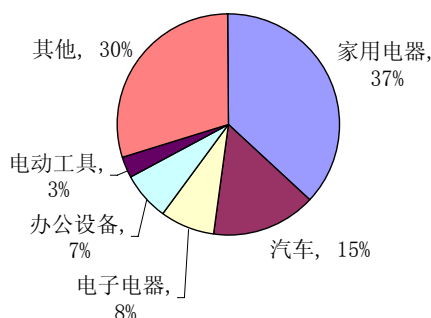
环保政策东风助推公司水处理剂业务蓬勃发展，阳离子 PAM 市场空间巨大。近年来国家环保力度不断加大，我国的污水处理市场也迅速发展，阳离子 PAM 在污水处理方面的用量有 06 年的 3.3 万吨增长到了 09 年的 10.7 万吨，年均增速达到了 28%。目前国内有机水处理剂仅占全国聚丙烯酰胺总用量的 26% 左右，与国外的 53% 相比，未来市场空间仍然巨大。

预计 2010-2012 年公司每股收益为 0.61 元、0.97 元和 1.23 元。当前股价为 27.78 元，对应的 PE 分别为 45 倍、28 倍和 22 倍，给予“强烈推荐”的投资评级。

2.5、金发科技——增长稳定、爆发可期

改性塑料行业预计年增长 15% 以上。改性塑料行业的发展将得益于以下三个方面：1) 家电、汽车作为两大最主要应用领域，预计未来家电行业年增长率 10-15%，汽车行业年增长率 15-25%；2) 塑料国产比例持续提高；3) 我国塑钢比只有 30:70，远低于世界平均水平 50:50，发展空间巨大。我们认为作为改性塑料的龙头企业金发科技将获得高于行业平均水平的增长率。

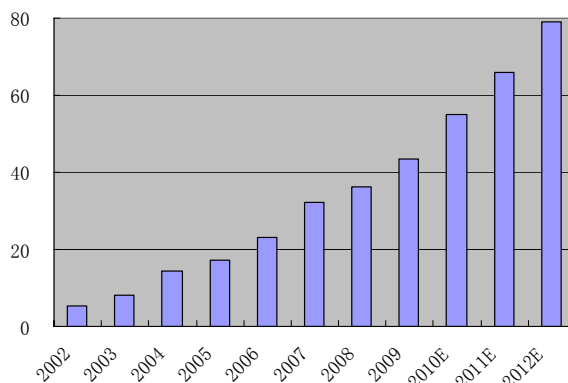
图 10：我国改性塑料应用领域分布



数据来源：中国塑料加工工业协会、第一创业研究所

公司产能急速扩增，销量复合增长率 20%以上。公司除继续扩大广州、上海、绵阳生产基地的产能，还投资兴建天津、江苏昆山和珠海万通等生产基地，保守估计未来两年公司销量复合增长率达到 20%以上。

图 11：金发科技改性塑料销售量及预测（万吨）



数据来源：公司数据、第一创业研究所

股权激励彰显公司信心。10 年 9 月 28 号通过的《第二期股票期权激励计划》，使公司骨干与公司具有了共同的利益，也显示出公司管理层对公司发展的信心。

表 1：公司股权激励的行权条件

时间\指标	净利润（亿元）	净资产收益率（%）	销量（万吨） 不含贸易品
2007-2009年平均数据	2.80	12.16	37.13
基准年（2009年）实际数据	2.60	8.94	43.43
2010年达标数据	3.90	12.50	52.11
2011年达标数据	5.45	13.00	58.63
2012年达标数据	7.80	13.50	65.15
2013年达标数据	10.40	14.00	76.00
2014年达标数据	13.00	14.50	86.86

数据来源：公司数据、第一创业研究所

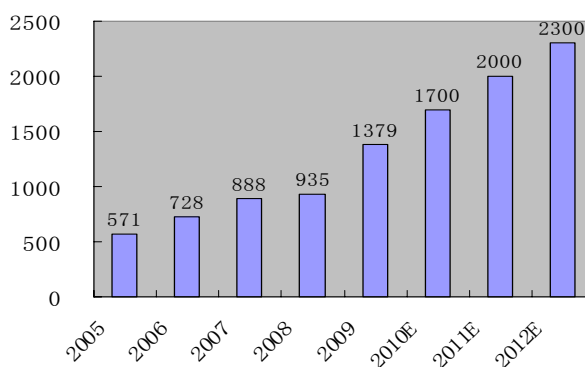
公司的碳纤维、耐高温尼龙和可降解塑料等新材料是公司新的利润增长点。碳纤维是一种具有导电性、强度大、密度小、耐腐蚀、耐高温的新型材料，在 IT、汽车、航空、体育、军事等领域拥有极大的发展前景。目前民用级别的碳纤维市场售价在 30-50 万元/吨，生产成本不足 18 万元；而军工级别的碳纤维市场售价可达 200-400 万元/吨，吨利润接近百万元。公司碳纤维项目处于小试阶段，一旦顺利投产将对公司业绩带来爆发性增长。另一方面，在耐高温尼龙及可降解塑料领域，公司已分别具有了年 2000 吨的生产能力，并正着手 5000 吨耐高温尼龙及万吨可降解塑料生产线的建设，建成后将显著提升公司高毛利率新材料的盈利能力。

3、汽车产业黄金十年，车用材料风光无限

3.1、我国汽车产销量迎来高速增长时期

2009 年我国汽车销量达到 1379 万辆，预计 2010 年将达到 1700 万辆，在此后的数年内将继续保持每年 15-25% 的复合增长率。在汽车产业迎来黄金发展时期的同时，用于汽车的橡胶、塑料等相关行业都将迎来良好的发展机遇。

图 12：我国汽车年销量及预测（万辆）



数据来源：中国汽车工业协会、第一创业研究所

3.2、特种橡胶及橡胶助剂

橡胶价格处于历史高位。由于橡胶的需求缺口短期内难以解决，天然橡胶的价格已经处于 06 年以来的历史最高位。橡胶价格的高涨对轮胎等生产企业造成很大的成本压力，虽然下游需求旺盛，但业绩较难大幅增长。相比于轮胎等生产企业，我们更看好具有高附加值、橡胶用量较少的特种橡胶企业及不受橡胶价格上涨影响的橡胶助剂企业。

图 13：上海市场天然橡胶价格走势（元/吨）



数据来源：百川资讯、第一创业研究所

特种橡胶领域看好中鼎股份。

特种橡胶在整车成本中占比仅 1%，下游整车厂对特种橡胶价格波动不敏感。中鼎股份由于采用成本加毛利的定价模式，可以有效的将橡胶原材料的成本压力向下游转移。汽车用橡胶制品占公司收入 70%以上，下游需求的增长将会充分带动公司主营业务的增长。同时，公司收购的子公司天津飞龙主要生产高铁扣件橡胶垫板，市场占有率约 20%，产品的需求来自于客运专线的新建需求、建成运行 5 年后或运行后通过载重吨 9 亿吨后的更换需求。在十二五高铁被列入重点扶持项目的背景下，天津飞龙将成为公司业绩的另一增长点。

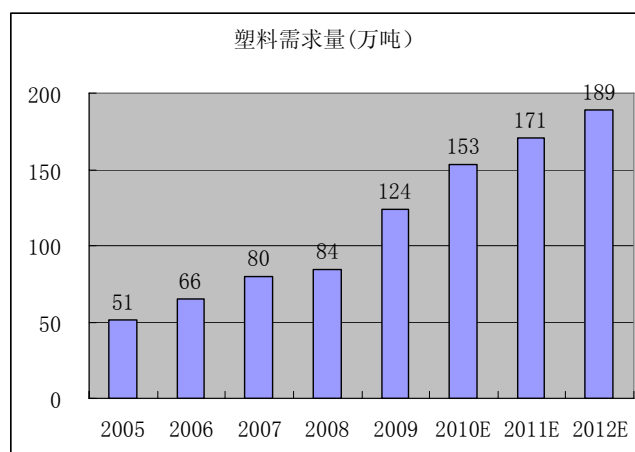
橡胶助剂领域看好阳谷华泰。

阳谷华泰主要生产防焦剂 CTP、促进剂 NS 和增塑剂 A 等橡胶助剂。据估算，近 90%的橡胶助剂应用与汽车相关，橡胶助剂产量的 70%用于轮胎生产。由于轮胎具有消耗品属性，因此，橡胶助剂企业不仅受益于汽车产量的逐年增加，同时也受益于汽车保有量的大幅提升。公司产品的上游原材料为苯胺、氯碱等大宗化学品，其供应处于过剩的状态，公司面临原材料价格大幅上涨的可能较小。

车用塑料领域看好普利特。

减轻汽车自重进而实现节能减排已成为汽车产业发展的重要趋势。随着汽车向轻量化、节能化发展，汽车上越来越多的金属零部件正逐步被塑料件取代。据统计，1 kg 塑料可以替代 2-3 kg 钢，汽车自重每下降 10%，油耗可以降低 6%-8%。汽车塑料用量也是国际上衡量汽车设计和制造水平的一个重要标志，目前国外每台汽车塑料用量为 150 kg 左右，且仍在不断上升，而我国每台汽车塑料用量仅 90 kg 左右，增长空间很大。随着中国汽车行业黄金时代的到来，对于车用改性塑料的需求也在不断提升，同时，伴随着单车塑料用量的增加，车用改性塑料用量的增长有望获得高于汽车行业自身的增长率。

图 14 我国汽车行业塑料需求量（以单车 90 kg 估算）



数据来源：中国汽车工业协会、第一创业研究所



普利特主要产品为汽车内饰改性塑料，95%以上应用于汽车零部件的制造，主要供应汽车零部件制造商。公司改性塑料产品按合成树脂基材分为：改性聚烯烃类（以 PP 为主）、改性 ABS 类、塑料合金类（以 PC/ABS 合金为主，还包括 PC/PBT、PC/PET）及其它类（包括改性尼龙、改性热塑性聚酯等）。在国内企业中，公司改性 ABS、PC/ABS 合金产品产量排名第一，改性 PP 产品产量居前列。公司产品已得到上海大众、延锋伟世通汽车饰件系统有限公司等当地主流汽车制造商和汽车零部件制造商的认可，建立了长期稳定的供求关系，形成了外来竞争者难以轻易跨过的客户壁垒。公司 IPO 募投 10 万吨改性塑料项目预计于 11 年底投产，将大幅提升公司产能和盈利能力。另一方面，公司超募资金投入的液晶高分子项目是公司另一利润增长点。

4、农化——在惠农政策和高通胀中寻找投资机会

4.1、国家政策为农化行业护航

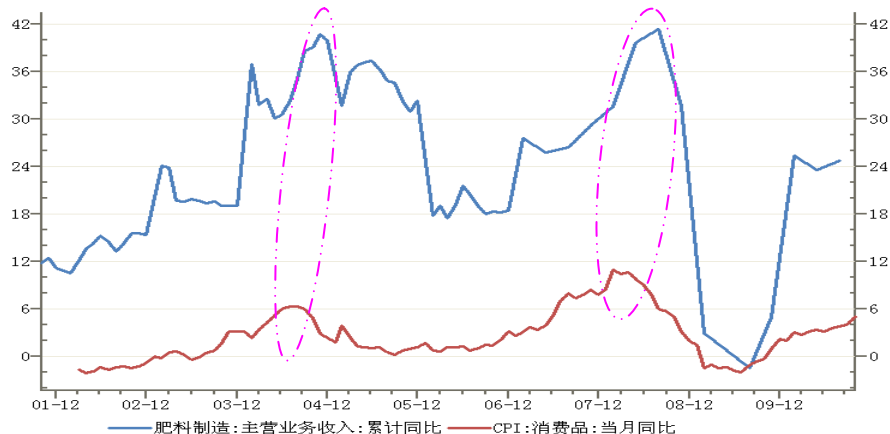
2010 年的中央“一号文件”，即《中共中央、国务院关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》，是 04 年来中央一号文件连续第七次聚焦于三农。其中第一条就是加大对农业农村的投入力度，“按照总量持续增加、比例稳步提高的要求，不断增加‘三农’投入”。如果按照前几年国家每年对三农投入的增加值来计算，10 年国家的投入将达到 8100 亿元，11 年将达到 9000 多亿元。11 月农业部又公布了《2010 年中国农村政策执行报告》，报告中又强调了加大对农业的投入，完善农业补贴政策以及加快农民收入增长等一系列惠农政策。

国家的一系列农业政策利好农化行业：一，国家通过惠农政策提高农民种植积极性，扩大农业种植面积，有利于增加农化产品需求量；二，通过提高单产来达到粮食总量的提升，需要提高每亩用肥量和用药量，进而增加了农化的使用量；三，国家提高粮食收购价，有利于提高农民对肥料和农药提价的接受能力。

4.2、农化高景气度滞后 CPI 高点半年左右

从历年的农化行业景气度与 CPI 走势可以看出，在 2004 年 6 月份和 2008 年的 3 月份 CPI 分别达到近几年内的最高点，进入高通胀时，农化行业景气度也开始持续提升，并在半年后达到高景气顶点。究其原因，在进入高通胀时期，农产品价格大幅拉升，大大刺激了下一种植周期农民种植农作物的积极性，进而带动了下一种植周期农化产品的需求，而这一种植周期恰巧是半年左右的时间。因此，在进入高通胀时期之后，正是超配农化股的绝佳机会。

表 2:云天化主要产品历年产量及未来预测 单位: 吨



数据来源: Wind、第一创业证券研究所

4.3、10 年下半年的高通胀为配置农化股提供了良机

从今年下半年来看,国内粮食和经济作物价格不断攀升,CPI 在下半年持续走高,进入高通胀时期,其中棉花、白糖、大豆在九月份和十月份这短短的两个半月内涨幅分别达到 89.67%、61.59%、53.28%,均创下年内新高,棉花更是创下历史新高。如此高的物价必然会提高农民下一种植周期种植积极性,刺激明年的农化需求量。从农化行业景气度之后通胀半年这个角度上讲,明年上半年正是配置农化股的最佳时机。

图 15:全球谷物价格指数

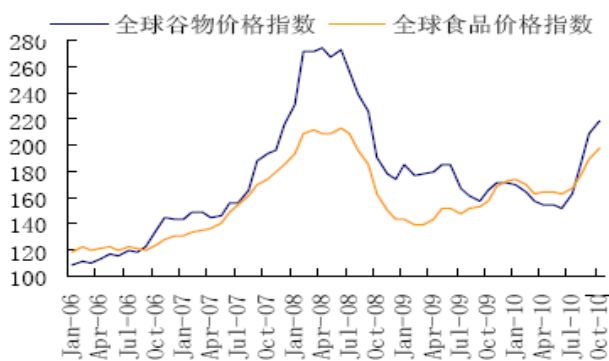
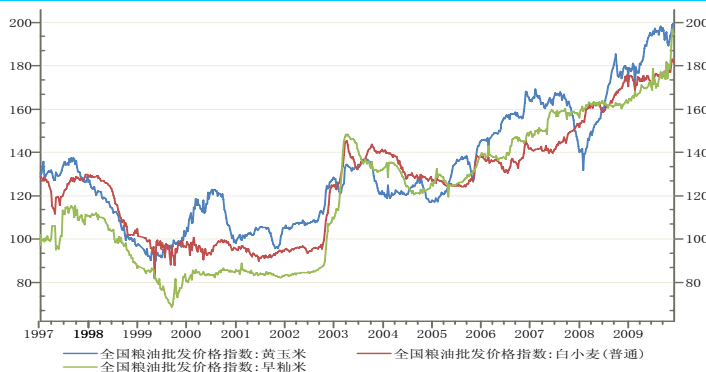


图 16:国内主要粮食产品价格指数



数据来源: Wind、FAO、第一创业证券研究所

结合今年下半年农产品涨价形势,以及长期来看农产品价格会不断提升的发展趋势,再结合近期国家对农业扶持政策大大刺激明年农民种植的积极性,我们看好明年上半年的农化板块中的云天化、诺普信。

4.4、云天化——盈利能力逐步提升,资产重组值得期待

80 万吨煤头尿素明年投产,降低气头尿素原料供应风险,提升尿素盈利能力。公司自 2007 年开始,自筹资金 6.12 亿增资收购内蒙古呼伦贝尔金新



化工 51%的股份，利用当地优质廉价的煤资源建设 50 万吨合成氨，80 万吨尿素项目，建设期为 3 年，建成后预计每年可实现利润 47000 万元。目前该项目已经完成 90%的进度，预计 11 年 6 月份前投产。这一项目完成后，公司的尿素产能将达到 150 万吨/年以上，一方面巩固了公司在国内化肥企业中的龙头地位，一方面也将形成公司气头、煤头双向发展的局面，可以有效的分散风险，大大提升公司尿素的盈利能力。

6 万吨/年聚甲醛产能 11 年将完全释放，贡献毛利 7600 万元。公司 6 万吨/年聚甲醛树脂（二期）项目目前处于试生产期，目前装置运行平稳，生产负荷正在逐步提高，预计今年产能将达到正常水平。2009 年公司生产聚甲醛约 4 万吨，6 万吨/年聚甲醛树脂顺利投产后，未来聚甲醛产量将翻倍，预计 2010 年该项目产量将达到 6 万吨，实现毛利 7600 万元。由于目前聚甲醛市场缺口比较大，该项目的投产将成为公司利润增长的一大亮点。

增资珠海复材，完善玻纤产业链，大大提升公司盈利水平。公司于 8 月底增资珠海复材从而获得 1 亿米电子布生产产能，该项目将延伸公司玻纤业务产业链，提升公司玻纤-电子布产业链的竞争能力，成为公司新的利润增长点。另外重庆分公司 15 万吨玻纤扩产项目（F10、F11）投产后将增加公司市场份额，提升公司盈利水平。

承载集团资产重组预期。公司控股股东云天化集团现有 24 家全资及控股子公司，其中包括云天化、云南盐化、马龙产业三家上市公司，2009 年集团销售收入突破 250 亿元，已经发展成为一个化肥、有机化工、玻纤新材料、盐及盐化工、磷矿采选和磷化工等六大产业为重要发展方向的产业集团，磷矿储量和产能全国第一；磷肥产能全球第二；黄磷产能全国第一；现有采矿权的磷矿石储量超过 5 亿吨，随着勘探进行储量仍在增加，同时拥有煤矿、钾矿等其他资源。集团公司整体上市目前面临的主要障碍，一为定向增发的时间问题，二为 ST 马龙的壳转让问题，一旦这两个问题解决，公司会重启集团整体上市的议程，就目前来看明年启动是大概率事件，集团最早可能明年一季度就启动。

随着公司煤头尿素、聚甲醛以及玻纤新增产能的逐步释放，预计 2010—2010 年业绩将快速增长，未来三年每股收益将达到 0.69 元、0.98 元和 1.41 元（不考虑资产重组），按照 12 月 6 日收盘价 21.68 元/股，对应的 PE 分别为 32、22、15 倍，再加上明年资产重组预期强烈，给予“强烈推荐”评级。

5、磷化工——资源整合+估值提升

5.1、国内磷矿资源的稀缺属性日益显现

国内磷矿石资源总量在国际上占优，但 30%以上的高品位矿逐渐枯竭，中低品位的资源储量也日益稀缺了。磷是农作物生长不可缺少的元素之一，磷资源的保护关系到国家粮食的安全生产问题，关系到社会的稳定与发展，我国已将磷矿资源列入 2010 年后不能满足国民经济发展需求的战略矿产之

一。

表 3: 中国磷矿开采年限和开采成本估计

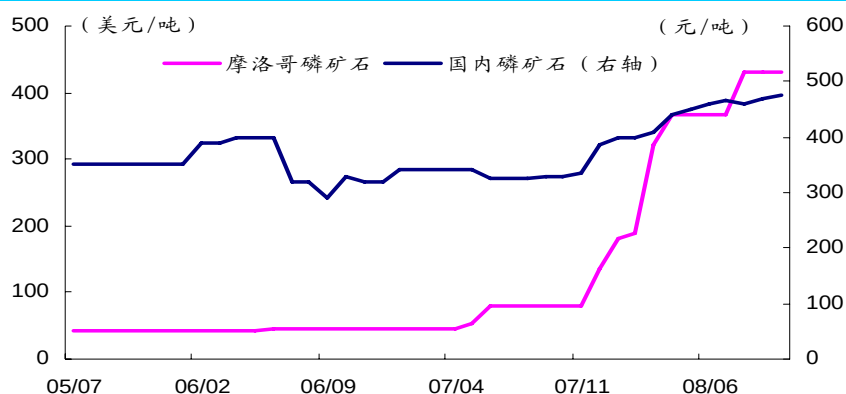
回采率水平	矿产等级	2002年查明储量 亿吨	2003年消耗量 万吨	最后利用年限	开采成本
60%	$P_2O_5 \geq 30\%$ 富矿	11.08	10558	2014	160~180
	$P_2O_5 = 20\%$ 中低品位矿	133.93	10558	2088	210~230
	$P_2O_5 < 12\%$	22.85	10558	2094	>250
	平均品位 $P_2O_5 = 23\%$	40.54	10558	2032	
81.9%	$P_2O_5 \geq 30\%$ 富矿	11.08	5761	2022	160~180
	$P_2O_5 = 20\%$ 中低品位矿	133.93	5761	2177	210~230
	$P_2O_5 < 12\%$	22.85	5761	2188	>250
	平均品位 $P_2O_5 = 23\%$	40.54	5761	2057	

数据来源：中国自然资源学报、第一创业证券研究所

5.2、国内磷矿石被严重低估

由于国内磷矿石开采不规范，落后产能占比较大，且滥挖滥采现象严重，导致国内磷矿石产能过剩严重，国内磷矿价格和国际差价非常巨大，国内磷矿石价格在 300~500 元人民币/吨，只有国际价格的十分之一左右，价值低估明显。随着国家对磷矿资源的整合，淘汰落后产能，且限制磷矿石开采量，国内磷矿石价格会答复的提升。

表 4:国内磷矿石价格与国际价格相差甚远



数据来源：Wind、第一创业证券研究所

5.3、磷矿资源整合和估值提升是明年的重点

最新出台的《石油和化工产业结构调整指导意见》对化学矿产提出了发展规划。在《指导意见》中提出，加强矿产资源管理，适当提高重点矿产资源的最低开采规模，实现资源的有序勘探、规模开采和集约利用；推进矿产资源的开发整合工作，引导矿产资源向优势加工企业集中。资源整合有利于规范行业标准，控制开采量，使磷矿资源向行业内具有规模和技术优势的龙头企业集中，进而有利于提高磷矿石价格和磷化工向精细化发展，提升磷化工的估值。



5.4、兴发集团——受益磷矿资源整合，一体化优势明显

公司地处全国第二大磷矿产区湖北，拥有大量的磷矿资源。公司矿产资源主要分布在兴山、神农架林区以及襄樊、保康一线，目前拥有磷矿资源可采储量 1.54 亿吨，大部分属于品位较高的 II 级磷矿，P₂O₅ 含量约在 25%-30%，是上市公司中拥有高品位磷矿资源最多的企业。

公司水力发电可满足 70% 的生产需要，拥有无可比拟的成本优势。目前公司拥有 10 多座水电站，总装机容量近 10 万千瓦，年发电量在 3.5 到 4 亿千瓦时，公司通过定向增发收购了古洞口水电站，目前公司水力发电可满足公司 70% 的需要。公司的水电成本 0.25 元/度（含税），外购电成本为 0.48 元/度（含税），相对于云贵川鄂地区的其他磷化工企业，成本优势无可比拟。

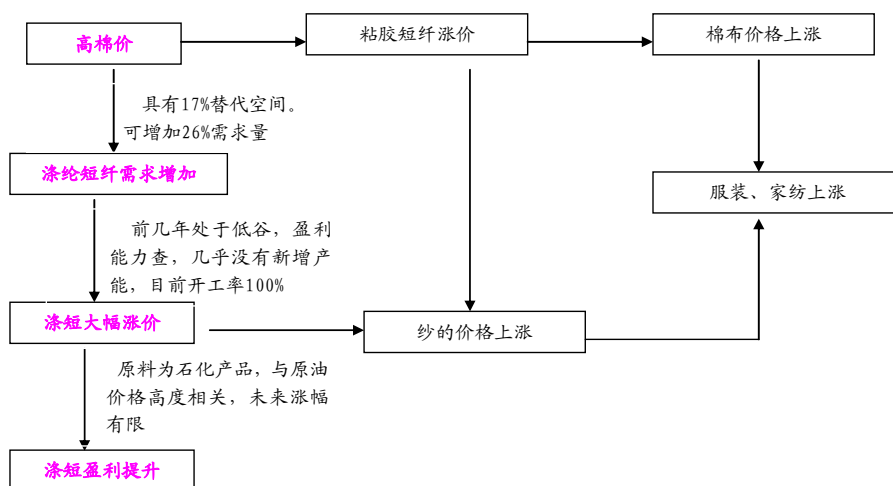
资源整合有利于磷矿资源流向兴发集团。湖北省已经下发了磷化工产业发展的指导性文件，该文件明确指出要通过资源整合，使优势资源向优势企业集中，争取到 2010 年使矿山总数减少到 80 家以内。公司董事长曾历任过当地的乡长、县长、党委书记等，和当地的关系非常熟。公司现有的矿区毗邻湖北境内最丰富的几大优质矿区，而且公司是湖北省唯一一家主营精细磷化工业务的公司，又是国内最大的磷化工企，这些都使得公司在资源整合方面处于先机。

精细磷化工产品成为公司的最大投资亮点。精细磷化工可以通过磷酸盐和有机磷来实现，精细磷化工产品具有高附加值、高毛利的特点，公司在这方面已经有了突破性进展。目前公司拥有有机磷阻燃剂 5000 吨的产能，生产销售情况较好。同时控股子公司兴福电子（控股 90.94%）拥有 1 万吨电子级磷酸联产 2 万吨食品级磷酸产能已经进入试车阶段，这些精细磷化工产品的投产，将是公司产业结构优化的重要开端，将打破公司目前的发展瓶颈，向高端磷化工发展，大大提升公司的投资价值。

我们预计公司 10、11、12 年摊薄 EPS 分别为 0.73 元、0.87 元和 1.14 元，目前股价 18.87 元，对应 PE 为 26 倍、18 倍和 15 倍，鉴于公司作为行业龙头，具有矿—电—磷一体化优势，且未来受益于行业资源整合，我们给予公司“强烈推荐”评级。

6、化纤——高棉价助推涤纶短纤进入高景气时代

表 5: 涤纶短纤投资逻辑



数据来源：中国自然资源学报、第一创业证券研究所

全球棉花供应连续下降，供需缺口不断加大，棉花价格维持在高位。根据国际棉花咨询委员会的报告数据显示，09/10 年度全球棉花产量由 08/09 年度的 2334 万吨下降至 2180 万吨，连续第三年下降，而消费量却由 2350 万吨上升至 2460 万吨，棉花供应缺口也有 08 年的 16 万吨增大到 280 万吨，创历史新高。另外，棉花产量的持续下降，棉花库存也在不断被消耗，全球库存消费比也创出历史新低，据 USDA 进一步预测，2010/2011 年度全球棉花库存消费比将降至 94/95 以来的新低 35%，未来存在强烈填补棉花库存的需求，再加上后续棉花需求量将持续增长，供不应求的趋势有望延续，未来棉花价格有望维持在 28000 元/吨左右。

图 17: 全球棉花产销及库存情况

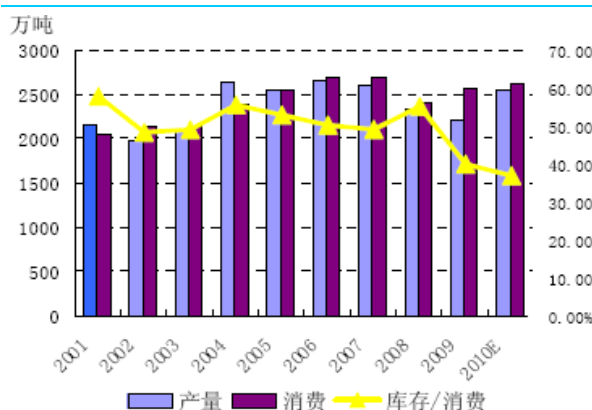
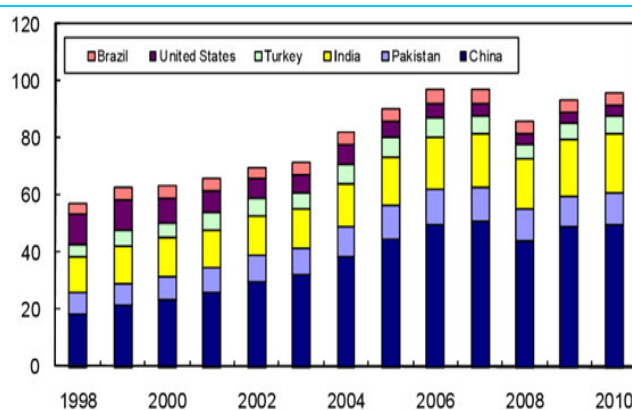


图 18: 全球主要棉花消费国棉花需求量反弹 (单位: 百万包)



数据来源：USDA、《美国农业部 2010 年棉花展望报告》、第一创业证券研究所

国内棉花种植面积和产量连续三年下降，棉花价格创历史新高。由于劳动力成本的提高以及粮食作物不断涨价，导致棉花的经济效益不断下降并不断被粮食作物和其他经济作物挤占，棉花种植面积不断下降，在加上天灾影



响，棉花产量也下滑的厉害，进而导致国内棉花供需缺口不断拉大，在这个基本面支撑下，棉花价格创出历史新高。由于棉花属于周期性经济作物，这个缺口最快也要到明年 10 月份才能弥补，因此在此情况下，高棉价将至少维持一年左右，我们判断未来棉价将在 28000 元/吨波动。

图 19: 中国棉花种植面积和产量连续三年下降

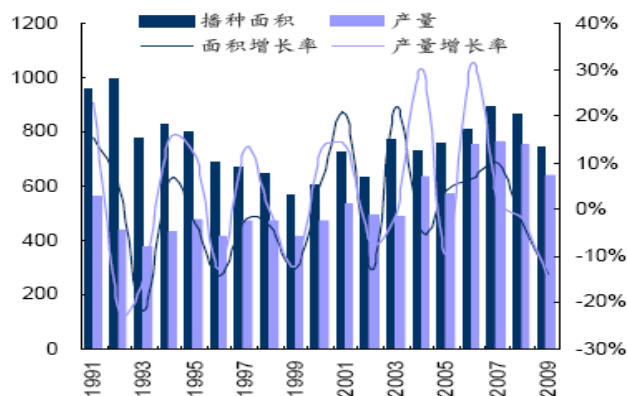
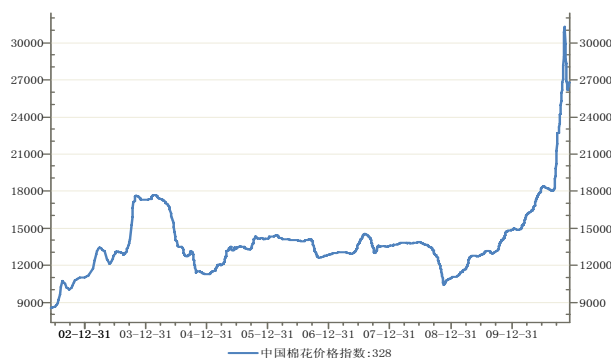


图 20: 我国棉花价格指数走势



数据来源: Wind、百川资讯、第一创业证券研究所

替代需求助推涤纶短纤进入高景气周期。棉花、粘胶短纤、涤纶短纤是三大棉纺原料，三者既有替代，又有互补的消费关系。目前国内棉花、涤纶短纤、粘胶与其他原料的使用比例大概在 55:33:7，其他原料占比在 5% 左右。从涤纶的月度产量来看，10 年 8 月产量在 225 万吨，其中涤纶短纤产量 75 万吨，单月产量创出历史新高，8 月份涤纶开工率也上升到 80% 以上。从中可以看出，随着棉价的步步攀升，涤纶短纤的替代效应非常明显。在高棉价支撑下，涤纶短纤在未来一年内将维持高景气。

华西村——涤纶短纤进入高景气周期，公司未来转型可期

高棉价牛市已经来临，替代需求助推涤纶短纤进入高景气时代。受棉花种植面积下降、气候原因导致棉花减产以及下游需求增加影响，全球棉花供应紧张，库存连续五年下降，国内棉花价格也创出 15 年新高，高棉价牛市已经来临。作为与棉纤具有较强替代性涤纶短纤，受益于高棉价，替代需求大幅增加，价格也一步飙升至历史高位，涤纶短纤逐步进入行业高景气时代。

涤纶短纤价差不断扩大，华西村盈利能力不断提升。涤纶短纤的原料主要是石化产品 PTA 和 MEG，其价格除受供求关系影响外，主要受石油价格影响最大，从目前来看石油并不具备大涨的条件，涤纶短纤价差也会扩大，公司的盈利能力不断提升。按照目前的价格，公司的年化毛利在 6 亿元左右，年化 EPS 在 0.53 元左右。如果涤纶短纤每吨上涨 1000 元，考虑到聚酯联动上涨 500 元/吨，则公司业绩将会增厚 0.25 元，业绩弹性非常大。

公司未上市经融资产提供股价安全边际。目前华西村持有 0.45 亿股华



泰证券、2.488 亿股江苏银行以及资产置换植入的 1 亿股东海证券等公司股权。目前大盘持续上涨，市场交易量大幅增长，券商股收入和盈利能力快速回升，持有的华泰证券股权价值增值较大。目前这三块的金融资产支撑市值 26.84 亿元，折合每股含金融资产 3.58 元，为股价提供了安全边际，而且未来江苏银行和东海证券将要上市，公司未来股权价值增值的空间非常大。

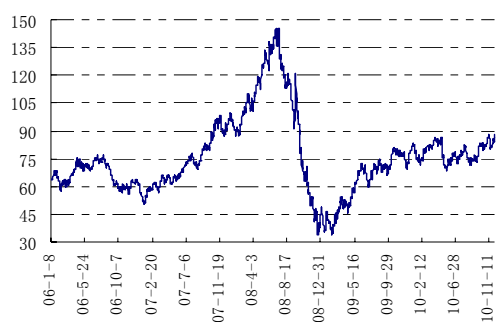
集团推动华西村向现代服务业华丽转型成为未来利润增长点。公司的控股股东华西集团服务业资产雄厚，拥有包括金融、还供服务、船运仓储以及数字电子园等多项服务业，共有全资及控股公司 75 家，资产 229 亿元，接近上市公司的 10 倍，营业利润 3 亿元左右。在集团有意愿推动公司向现代服务业转型的背景下，一旦公司转型成功，必然能实现与集团在现代服务业上的共赢，成为公司未来最大的看点。

棉花价格的持续上涨推动涤纶短纤替代需求提升，我们预计棉花价格未来将保持高位运行，推动涤纶短纤价格不断上涨，涤纶短纤企业的盈利能力大大提升，我们强烈推荐目前估值相对较低的涤纶短纤龙头企业华西村。预计公司 10-12 年的每股收益 0.36 元、0.54 元和 0.87 元，目前股价 8.06 元，对应的 PE 分别为 22 倍、15 倍和 9 倍，给予“强烈推荐”评级。

7、原油价格上涨中的交易性机会

原油价格上涨带来的煤化工优势。由于美国的量化宽松政策将导致美元维持弱势的态势，全球经济复苏将提升对原油的需求，而原油供应并没有相应增长等因素的共同影响下，我们预计 11 年上半年原油价格将在 80-100 美元/桶之间呈现出震荡上行的态势。在原油价格上涨中，具有相应替代作用的煤化工企业将会受益，建议关注电石法 PVC 生产企业中泰化学、英力特，醋酐生产企业丹化科技，焦炭生产企业云维股份。

图 21: WTI 原油期货价格走势（美元/桶）



数据来源：百川资讯、第一创业研究所

重点公司盈利预测及投资评级：

公司名称	股票代码	EPS				P/E				投资评级
		2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	
康得新	002450.SZ	0.38	0.53	0.78	1.17	115.6	59.9	40.7	27.1	强烈推荐
浙江众成	002522.SZ	0.61	0.64	0.96	1.34	96.3	59.8	39.9	28.6	强烈推荐
普利特	002324.SZ	0.71	0.87	1.42	2.04	65.9	50.8	31.1	21.7	强烈推荐
金发科技	600143.SH	0.20	0.40	0.64	0.80	79.6	37.9	23.7	18.9	强烈推荐
中鼎股份	000887.SZ	0.47	0.78	1.02	1.31	49.7	27.9	21.4	16.6	强烈推荐
云天化	600069.SH	0.13	0.69	0.98	1.41	166.7	32.1	22.4	15.2	强烈推荐
兴发集团	600141.SH	0.46	0.73	0.87	1.14	41.2	26.0	21.8	16.6	强烈推荐
华西村	000936.SZ	0.12	0.36	0.54	0.87	67.2	22.4	14.9	9.2	强烈推荐
奥克股份	300082.SZ	1.04	1.26	2.14	3.36	58.9	47.8	27.8	17.7	强烈推荐
宝莫股份	002476.SZ	0.36	0.61	0.97	1.23	77.2	45.5	28.6	22.6	强烈推荐

数据来源：第一创业研究所

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我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, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座

25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120