

“新兴”之火，可以燎原

化工行业 2011 年年度投资策略报告

报告关键点：

- 基础化工产能过剩，需求放缓
- 农用化工受益于农产品价格上涨
- 消费升级长期利好氨纶产业链
- 节能环保，新能源汽车和新材料相关产业崛起

报告摘要：

- 基础化工产能过剩，需求放缓：**基础化工产能增长较为迅速，2010年纯碱新增产能278万吨，烧碱新增产能490万吨，PVC新增产能200万吨，同比增速分别达到11.8%，17.5%，11.6%。而预计2010年纯碱产量，烧碱，PVC产量同比增速分别为7%，6.5%，3.8%。产能增速过快导致行业开工率趋势性下滑。随着近期国家节能减排任务接近尾声，企业开工率逐步恢复到了一个正常水平，产品价格上涨势头得到抑制。我们判断随着2011年一季度电力供应恢复正常，化工产品价格将回归到正常水平，产能利用情况仍然是决定行业盈利能力的最关键因素。基础化工行业2011年难以有大的表现机会。
- 农用化工受益于农产品价格上涨：**在全球流动性过剩的背景下，尤其是低端劳动力工资水平持续上升的趋势下，农产品价格上涨具备较强的基本面支撑，过去周期的数据表明化肥价格和农产品价格相关度较高。经验数据表明前三季度化肥库存增速与次年企业利润有较强的相关性。若化肥库存增速较低，预示着次年春耕旺季时化肥供给将较为紧张，化肥价格必将位于高位。而今年前三季度化肥库存较年初增速仅为5%，远远低于历史平均水平。我们有理由相信，2011年上半年化肥企业利润同比有望大幅上升，存在较好的投资机会。建议关注公司：华鲁恒升、鲁西化工、湖北宜化。
- 消费升级长期利好氨纶产业链：**氨纶企业目前处于满负荷运转，服装产量的快速增长以及消费升级带来的氨纶使用比例不断提高是推动氨纶需求的主要原因。随着经济回暖及需求的提升，氨纶40D的价格也由9月初的51000元/吨大幅上涨至70000元/吨。目前估计行业毛利率在40%左右。居高不下的行业开工率推动本次氨纶价格上涨，我们认为这一趋势将会在2011年持续。PTMEG是生产氨纶的主要原料，预计2010年氨纶产能将达到42.1万吨，PTMEG产能缺口为9.2万吨。根据现有新增产能统计，明年将新增氨纶产能8万吨，而PTMEG仅有4万吨新增产能投产，产能缺口将达到12.3万吨。扩大的产能缺口将造成供给紧张，提升PTMEG行业盈利能力，目前这一情况已经初步显现，氨纶企业在购买PTMEG时往往只注重可购买量，而对价格不敏感。推荐公司：山西三维、华峰氨纶、烟台氨纶。
- 节能环保：**为应对全球气候变化和适应产业绿色发展的国际趋势，我国将以先进适用技术集成应用为重点，大力发展新型高效节能、先进环保、资源循环利用技术和装备，发展节能环保服务业和再制造产业等环保产业新业态。建议关注双龙股份、浙江龙盛、齐翔腾达、双良节能、江苏三友。
- 新能源汽车：**《节能与新能源汽车产业发展规划(2011-2020年)》出台在即，动力电池是新能源汽车的核心，将迎来投资盛宴。锂动力电池的下游电池组、中游材料是分享锂电池盛宴的主力军。我们认为拥有从电池级碳酸锂到磷酸铁锂电池组，再到动力总成较好一体化产业链的佛山照明将会是国内上市公司的首选标的；南都电源，拥有通讯电池、储能电池、动力电池完整布局，我们看好公司在电池生产领域10多年的生产经验将给公司进军锂动力电池提供坚实基础。
- 新材料相关产业：**《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》明确指出要大力发展稀土功能材料、高性能膜材料、特种玻璃、功能陶瓷、半导体照明材料等新型功能材料。积极发展高品质特殊钢、新型合金材料、工程塑料等先进结构材料。提升碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维及其复合材料发展水平。开展纳米、超导、智能等共性基础材料研究。建议关注双龙股份、浙江龙盛、齐翔腾达、普利特、回天胶业、鼎龙股份等。

化工

同步大市-A

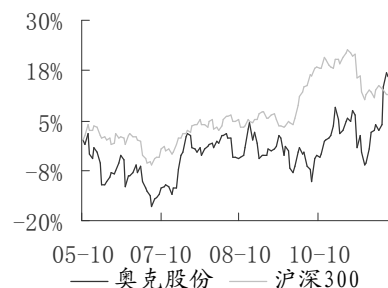
上次评级	同步大市-A
基础化工	同步大市-A
化肥与农用化工	领先大市-A
特种化工	领先大市-A
化纤	领先大市-A

报告日期

2010-12-16

首选股票	目标价	评级
300108 双龙股份	52.5	买入-A
002044 江苏三友	19	买入-A
600481 双良节能	24	买入-A
600352 浙江龙盛	19.5	买入-A
002408 齐翔腾达	62.1	买入-A
000541 佛山照明	27	买入-A
300068 南都电源	42	买入-A
300082 奥克股份	80.9	买入-A
002324 普利特	55.6	增持-A
000755 山西三维	14.5	买入-A
002254 烟台氨纶	37.5	增持-A
002064 华峰氨纶	16.8	增持-A

12 个月行业表现



研究员

刘军

 021-68766167
证书编号

首席行业分析师

 liujun@essence.com.cn
S1450208100171

谭志勇

 021-68765172
证书编号

行业分析师

 tanzy2@essence.com.cn
S1450210090005

目录

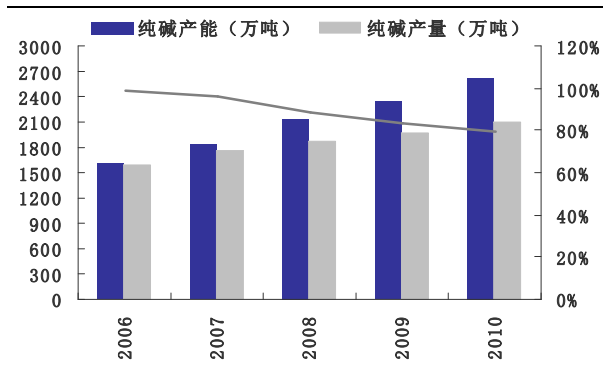
1. 基础化工供给过剩，需求放缓	3
1.1. 产能增速过快导致行业开工率趋势性下滑	3
1.2. 节能限电导致的价格上涨不具持续性	4
2. 农用化工受益于农产品价格上涨	4
2.1. 农产品处于景气周期	4
2.2. 化肥价格持续上涨，库存减少预示来年盈利提升	5
2.3. 相关上市公司	6
3. 消费升级长期利好氨纶产业链	6
3.1. 内需外贸双轮驱动，开工率持续上升	6
3.2. 价格上扬，毛利提升	8
3.3. PTMEG 供需偏紧，景气来临	8
3.4. 相关上市公司	10
4. 节能环保、新能源汽车和新材料相关产业崛起	10
4.1. 节能环保	11
4.1.1. 高效节能	11
4.1.2. 先进环保	14
4.1.3. 相关上市公司	15
4.2. 新能源汽车动力锂电池	15
4.2.1. 《节能与新能源汽车产业发展规划(2011-2020 年)》出台在即	15
4.2.2. 锂动力电池产业链迎来投资盛宴	16
4.2.3. 我们的判断	17
4.2.4. 相关上市公司	18
4.3. 新材料引领产业发展趋势	18
4.3.1. 有机硅	18
4.3.2. 氟化工	19
4.3.3. 工程塑料及复合材料	19
4.3.4. 特种橡胶	20
4.3.5. 生物化工	20
4.3.6. 相关上市公司	21
5. 重点公司附录	21

1. 基础化工供给过剩，需求放缓

1.1. 产能增速过快导致行业开工率趋势性下滑

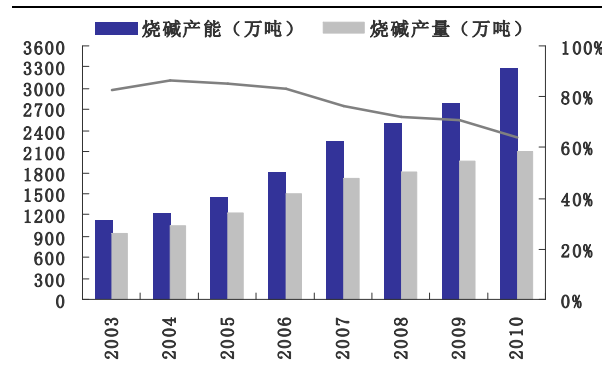
基础化工产能增长较为迅速，2010 年纯碱新增产能 278 万吨，烧碱新增产能 490 万吨，PVC 新增产能 200 万吨，同比增速分别达到 11.8%，17.5%，11.6%。而预计 2010 年纯碱产量为 2099 万吨，烧碱产量为 2105 万吨，PVC 产量为 950 万吨，同比增速分别为 7%，6.5%，3.8%。产能增速过快导致行业开工率趋势性下滑，预计纯碱，烧碱，PVC 2010 年开工率分别为 79.8%，64.1%，49.2%。

图 1 纯碱产能、产量及开工率



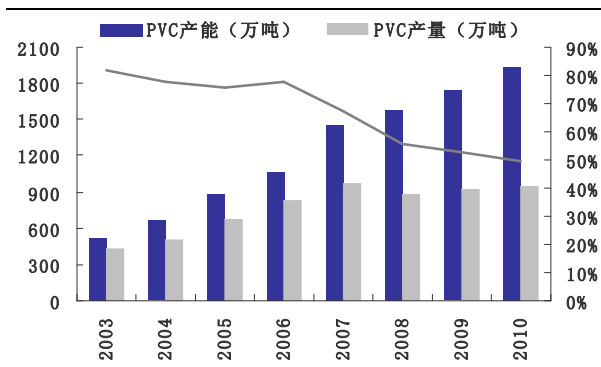
数据来源：化工在线 安信证券研究中心

图 2 烧碱产能、产量及开工率



数据来源：化工在线 安信证券研究中心

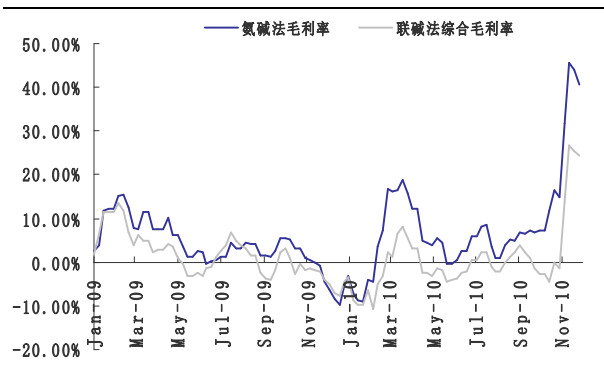
图 3 PVC 产能、产量及开工率



数据来源：化工在线 安信证券研究中心

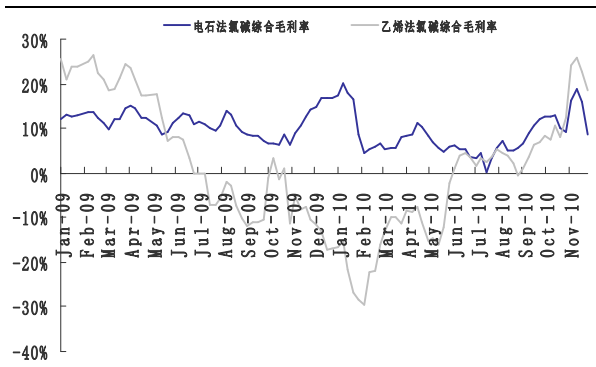
从长期趋势来看，行业整体盈利能力处于历史低位，大多数企业在盈亏边缘。较低的开工率使得目前产品价格由成本所决定，唯有整合上下游产业链后具备成本优势的企业拥有高于行业的毛利水平。前期政府大规模投资拉动了各地对于基础化工产能的建设。据不完全统计，预计 2011 年纯碱，烧碱，PVC 将分别新增产能 470 万吨，248 万吨和 290 万吨，同比增速高达 17.9%，7.6%和 15%。经济结构转型以及房地产市场宏观调控的背景下，基础化工品的需求可能有所放缓，这将使得明年行业的景气度仍将在低位徘徊。

图 4 纯碱毛利率



数据来源：化工在线 安信证券研究中心

图 5 氯碱毛利率



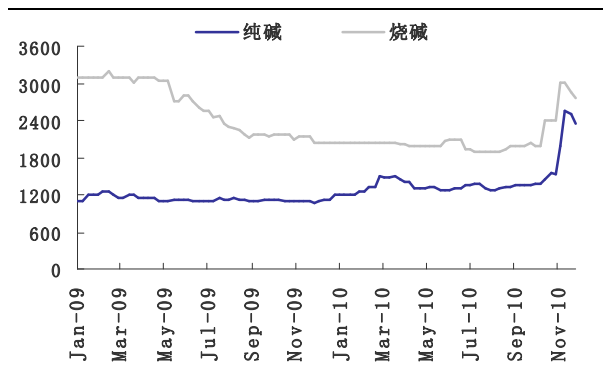
数据来源：化工在线 安信证券研究中心

1.2. 节能限电导致的价格上涨不具持续性

为完成十一五规划中节能减排的任务，各地政府从8月起开始施行限电政策。基础化工耗电量较大，因此受限电政策影响最为显著。进入10月份后，由于产量增速的持续下滑以及库存的大幅消耗，基础化工产品价格呈现了一个普涨的局面。纯碱价格由10月初的2000元/吨最高涨至3000元/吨，而烧碱价格也由10月初的1300元/吨变动为2400元/吨。但是由于限电减产所导致的价格暴涨是以降低企业开工率为代价，并没有提升盈利能力。只有少数自备电厂且能够保持开工率的企业可以从中获益。

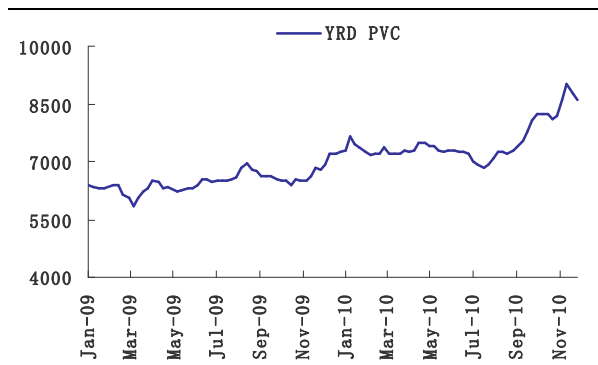
随着近期国家节能减排任务接近尾声，企业开工率逐步恢复到了一个正常水平，产品价格上涨势头得到抑制，部分产品价格显著回调。我们判断随着2011年一季度电力供应恢复正常，化工产品价格将回归到正常水平，产能利用情况仍然是决定行业盈利能力的最关键因素。基础化工行业2011年难以有大的表现机会。

图 6 纯碱、烧碱价格 元/吨



数据来源：化工在线 安信证券研究中心

图 7 PVC 价格 元/吨



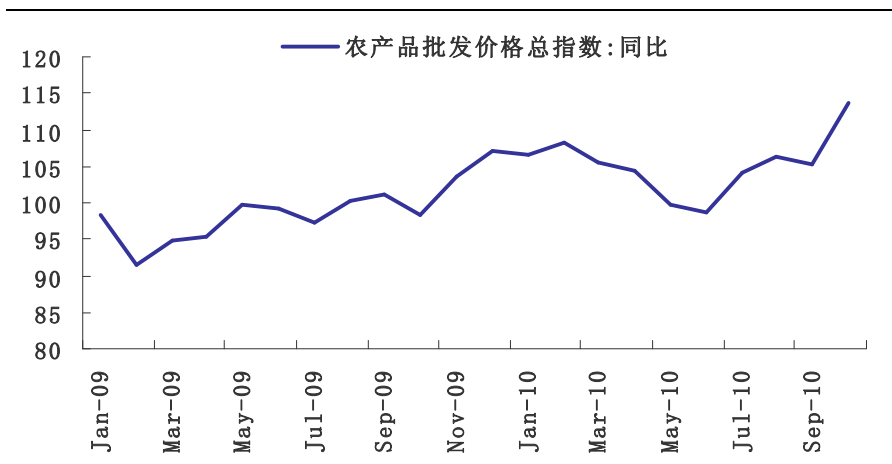
数据来源：化工在线 安信证券研究中心

2. 农用化工受益于农产品价格上涨

2.1. 农产品处于景气周期

在全球流动性过剩的背景下，尤其是低端劳动力工资水平持续上升的趋势下，农产品价格上涨具备较强的基本面支撑，这将直接提升农民购买化肥的兴趣。过去周期的数据表明化肥价格和农产品价格相关度较高。

图 8 农产品景气度提升 %



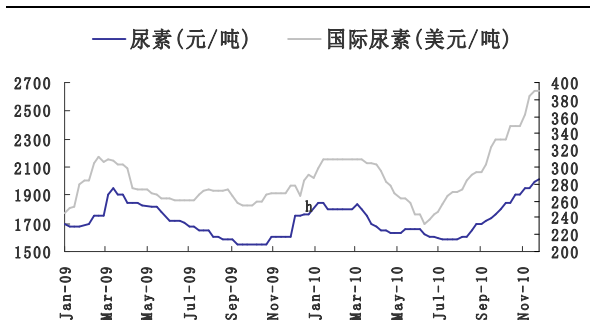
数据来源：WIND 安信证券研究中心

2.2. 化肥价格持续上涨，库存减少预示来年盈利提升

目前化肥价格已经呈现较强的上升趋势。尿素价格由 8 月初的 1600 元/吨上涨至目前的 2000 元/吨，而磷肥二铵价格由 2700 元/吨上涨至 3300 元/吨。化肥价格并未如历史数据预示般在进入淡季后下滑，这充分说明了目前对于化肥的需求较为旺盛。

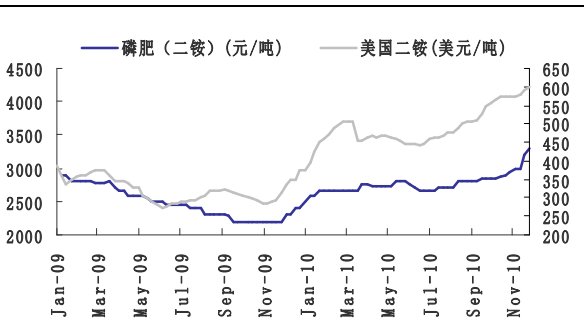
我国为了抑制通胀形成而对化肥出口关税做出了规定：自 2010 年 12 月 1 日起至 12 月 31 日止，对尿素、磷酸氢二铵、磷酸二氢铵及磷酸二氢铵与磷酸氢二铵的混合物按 35% 的暂定税率征收出口关税，并征收 75% 的特别出口关税。虽然严厉的关税政策将会抑制部分出口并导致国内供给增多，但是国内补库存效应以及旺盛的需求仍然将使化肥价格维持高位。

图 9 尿素价格



数据来源：化工在线 安信证券研究中心

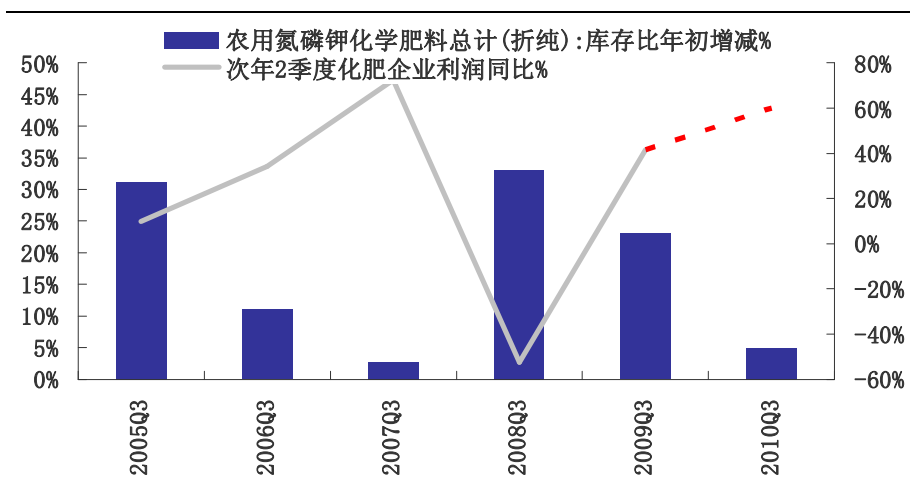
图 10 磷肥价格



数据来源：化工在线 安信证券研究中心

经验数据表明前三季度化肥库存增速与次年企业利润有较强的相关性。若化肥库存增速较低，预示着次年春耕旺季时化肥供给将较为紧张，化肥价格必将位于高位。而今年前三季度化肥库存较年初增速仅为 5%，远远低于历史平均水平。我们有理由相信，2011 年上半年化肥企业利润同比有望大幅上升，存在较好的投资机会。

图 11 化肥库存增减 VS 化肥企业利润同比



数据来源: WIND 安信证券研究中心

2.3. 相关上市公司

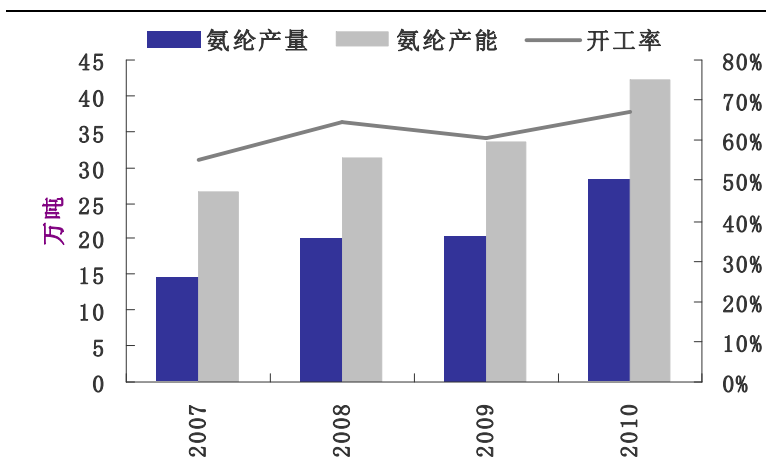
华鲁恒升、鲁西化工、湖北宜化

3. 消费升级长期利好氨纶产业链

3.1. 内需外贸双轮驱动，开工率持续上升

预计 2010 年氨纶产量为 28.3 万吨，同比增长 39.5%。氨纶企业名义开工率为 70%，但实际情况是单位氨纶 40D 耗用产能为单位氨纶 20D 的近一倍，造成了名义上误差，实际开工率已经接近满负荷。同时部分新增产能在下半年投产，并未形成有效产能。现阶段氨纶企业基本满负荷运转，下游需求异常旺盛。

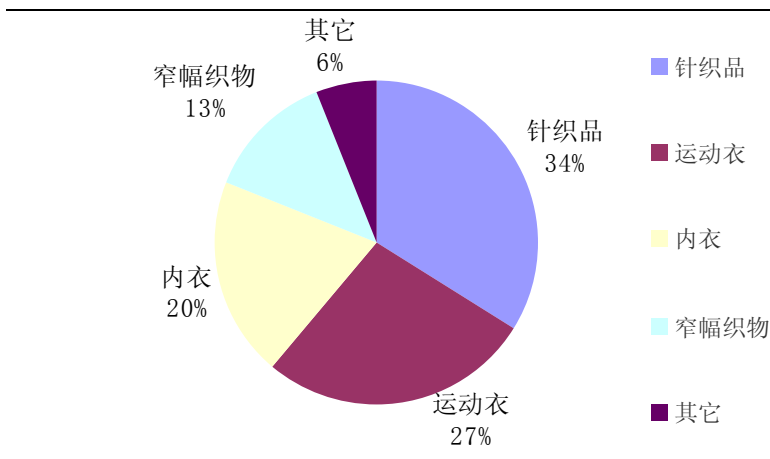
图 12 开工率持续上升



数据来源: 化纤信息网 安信证券研究中心

氨纶主要用于编制有弹性的织物，通常将氨纶丝与其他纤维混纺供织造使用，可用于织造各种内衣、游泳衣、紧身衣、牛仔裤、运动服、带类的弹性部分。同时在新兴领域中氨纶的使用也日趋广泛，包括医用，装饰等。

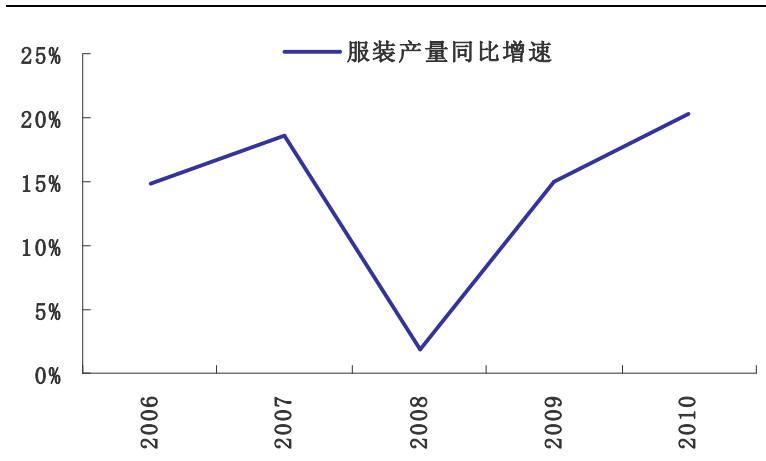
图 13 氨纶需求分布



数据来源：化纤信息网 安信证券研究中心

服装产量的快速增长以及消费升级带来的氨纶使用比例不断提高是推动氨纶需求的主要原因。金融危机后，国内外被抑制的需求均得到释放。尽管今年面料成本大幅上涨，但是服装厂商能够非常顺利的将成本转移到终端消费者，证明消费需求异常旺盛，预计 2010 年服装产量同比增长 20%。消费需求的回暖是一个可持续性的过程，我们认为明年服装产量的增速仍然将保持较高水平。

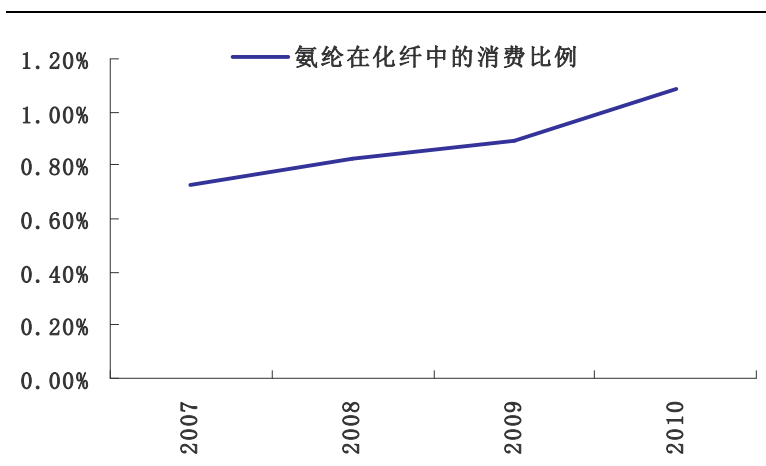
图 14 服装产量同比增速



数据来源：WIND 安信证券研究中心

随着人们收入水平的提高，消费升级，对高档面料需求也不断增长，面料加入氨纶后可提高舒适度，被誉为“人类的第二皮肤”。氨纶的发展趋势是从功能性织物向服装面料发展，从内衣向外衣发展，并从女性服饰向男装延伸。氨纶在化纤中的消费比例也呈现逐年上升趋势，我们预计未来三年仍将是氨纶高速成长的时期。

图 15 氨纶在化纤中消费量比例

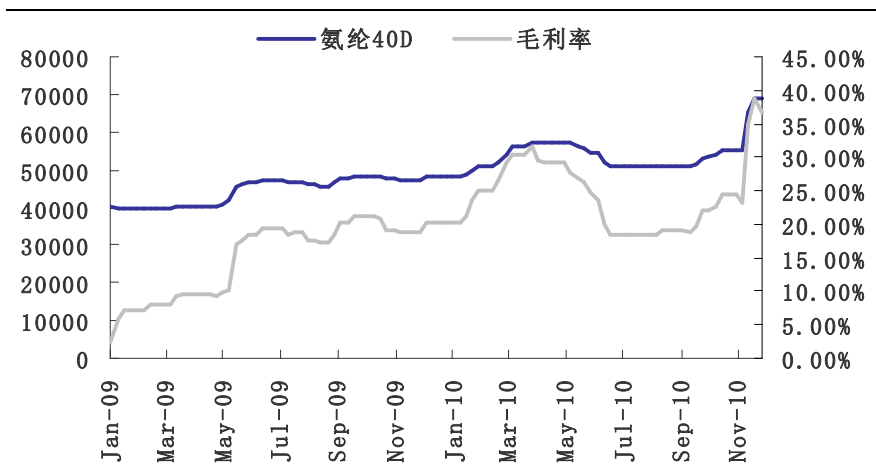


数据来源：WIND 安信证券研究中心

3.2. 价格上扬，毛利提升

随着经济回暖及需求的提升，氨纶 40D 的价格也由 9 月初的 51000 元/吨大幅上涨至 70000 元/吨。行业毛利率也得到显著提升，目前估计在 40%左右。导致居高不下的行业开工率推动本次氨纶价格上涨，我们认为这一趋势将会在未来持续。值得关注的是，氨纶对于棉花的替代性不强，即便未来棉花价格回落也不会对氨纶价格造成影响。

图 16 氨纶价格及毛利率 元/吨

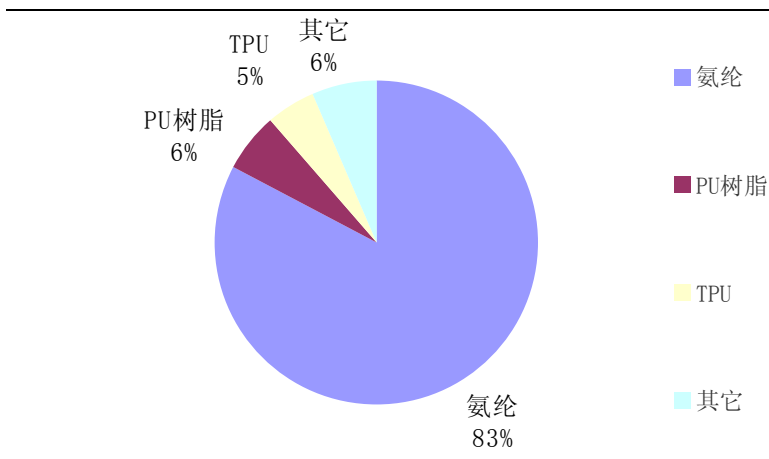


数据来源：化纤经济信息网 安信证券研究中心

3.3. PTMEG 供需偏紧，景气来临

PTMEG 可用于生产氨纶，PU 树脂，TPU 等，其中氨纶消费占比约为 83%。因此，氨纶产能的迅速扩张将直接拉动对 PTMEG 的需求。

图 17 PTMEG 需求分布

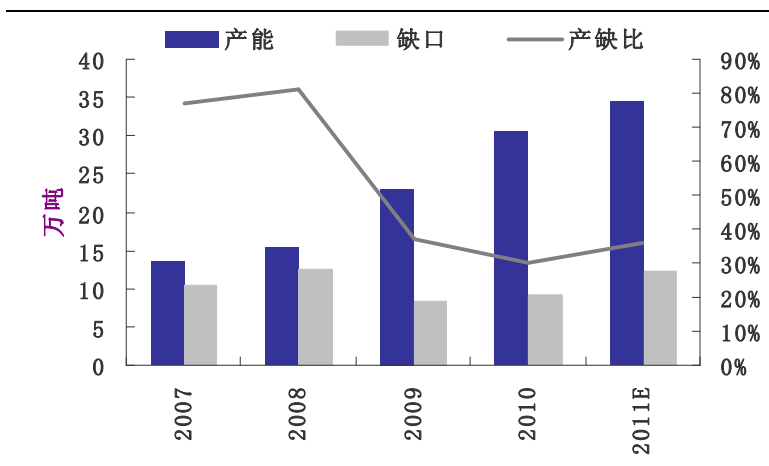


数据来源：化纤信息网 安信证券研究中心

生产 1 吨氨纶约需 PTMEG 0.8 吨。2009 年氨纶产能约为 33.6 万吨，理论上耗用 PTMEG 产能 26.9 万吨。而 2009 年可用于生产氨纶的 PTMEG 产能为 18.4 万吨，产能缺口为 8.5 万吨。2009 年进口氨纶用 PTMEG 为 8.3 万吨，填补了产能缺口。

预计 2010 年氨纶产能将达到 42.1 万吨，PTMEG 产能缺口为 9.2 万吨。根据现有新增产能统计，明年将新增氨纶产能 8 万吨，而 PTMEG 仅有 4 万吨新增产能投产，产能缺口将达到 12.3 万吨。扩大的产能缺口将造成供给紧张，提升 PTMEG 行业盈利能力，目前这一情况已经初步显现，氨纶企业在购买 PTMEG 时往往只注重可购买量，而对价格不敏感。

图 18 PTMEG 产缺比扩大



数据来源：化纤信息网 安信证券研究中心

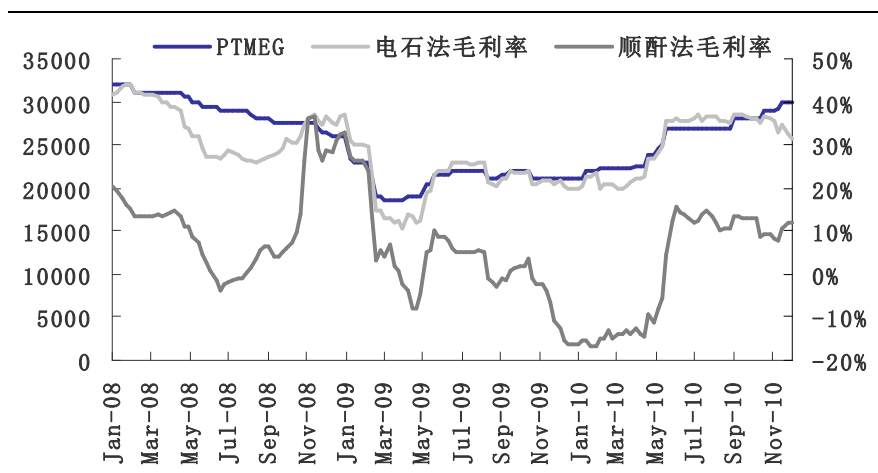
PTMEG 均是直接由 THF 经阳离子开环聚合而得，但是 THF 的生产却存在一些差异。主要包括糠醛法、BDO 脱水法、丁烷直接转化法。大多数的 THF 都是由 BDO 脱水得到，然后阳离子开环聚合到 PTMEG；绝大多数的 PTMEG 工厂均可以自己生产 BDO，因此对 PTMEG 的利润核算应该从 BDO 的成本开始。

电石法相较于顺酐法有明显的成本优势，其最大区别在于 BDO 的制造。仅当顺酐与电石价差在 1500 元内时，两种制法的毛利率才基本等同。但是 2010 年全年顺酐与电石的价差基本维持在 5000-6000 左右的水平，我们认为随着原油价格的上涨，这一价差在 2011 年将会延续，因此顺酐法盈利能力较弱。

虽然目前电石价格上涨使得电石法毛利率小幅下滑，但是一旦限电政策得到缓解，产

能严重过剩的电石供给会大幅增加，价格下降是必然趋势。同时明年良好的行业基本面将促使 PTMEG 价格维持在高位，产品毛利率有望得到进一步提升。

图 19 PTMEG 盈利能力提升 元/吨



数据来源：化纤经济信息网 安信证券研究中心

3.4. 相关上市公司

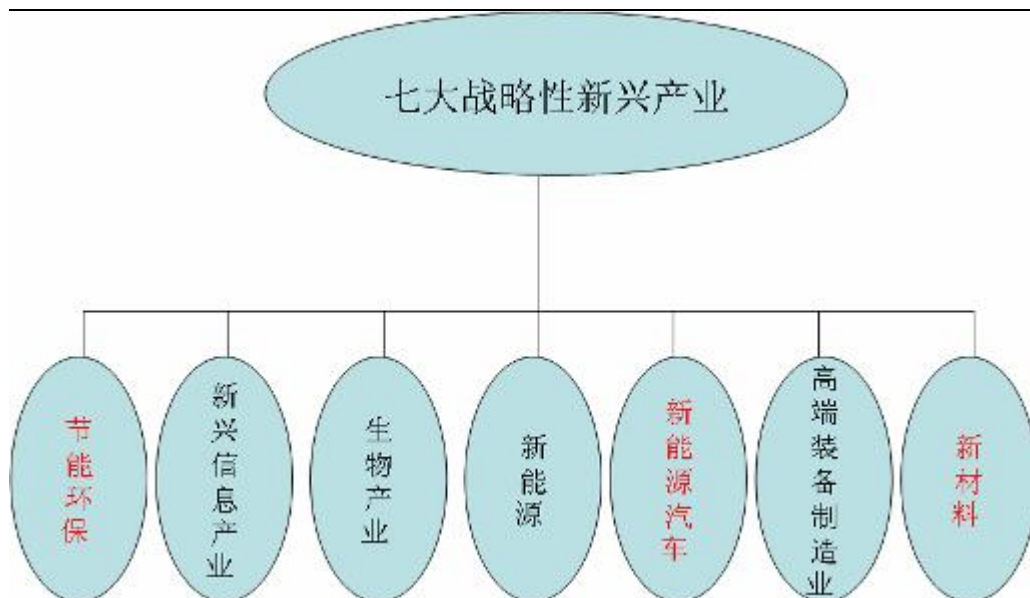
山西三维、华峰氨纶、烟台氨纶（详见公司报告）

4. 节能环保、新能源汽车和新材料相关产业崛起

国务院总理温家宝 2010 年 9 月 8 日主持召开国务院常务会议，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》。会议指出，到 2015 年，战略性新兴产业形成健康发展、协调推进的基本格局，对产业结构升级的推动作用显著增强，增加值占国内生产总值的比重力争达到 8% 左右。到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15% 左右，吸纳、带动就业能力显著提高。节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造产业成为国民经济的支柱产业，新能源、新材料、新能源汽车产业成为国民经济的先导产业；创新能力大幅提升，掌握一批关键核心技术，在局部领域达到世界领先水平；形成一批具有国际影响力的大企业和一批创新活力旺盛的中小企业；建成一批产业链完善、创新能力强、特色鲜明的战略性新兴产业集聚区。

七大新兴产业中与化工相关的版块主要涉及到三个，节能环保、新能源汽车（锂电池）、新材料，我们认为这三大板块在中长期内将持续受到市场追捧。

图 20 七大战略性新兴产业



数据来源：安信证券研究中心

4.1. 节能环保

《决定》提出，要重点开发推广高效节能技术装备及产品，实现重点领域关键技术突破，带动能效整体水平的提高。加快资源循环利用关键共性技术研发和产业化示范，提高资源综合利用水平和再制造产业化水平。示范推广先进环保技术装备及产品，提升污染防治水平。推进市场化节能环保服务体系建设。加快建立以先进技术为支撑的废旧商品回收利用体系，积极推进煤炭清洁利用、海水综合利用。

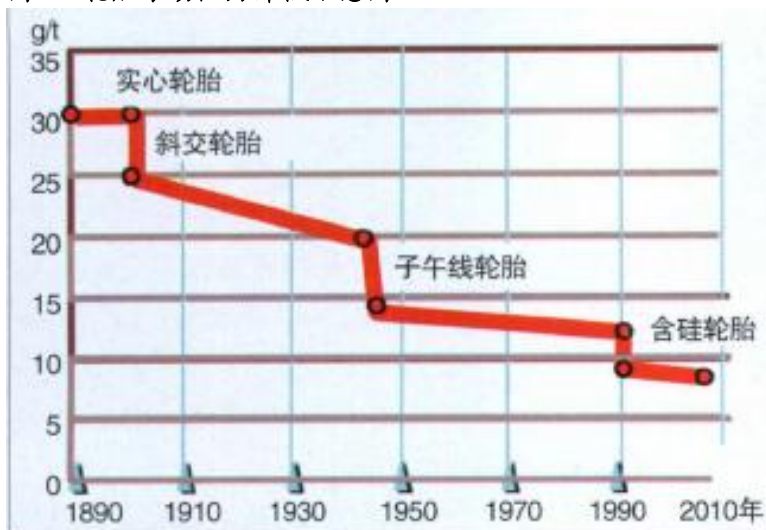
为应对全球气候变化和适应产业绿色发展的国际趋势，结合我国面临的资源环境巨大压力，我国将以先进适用技术集成应用为重点，大力发展新型高效节能、先进环保、资源循环利用技术和装备，发展节能环保服务业和再制造产业等环保产业新业态。

4.1.1. 高效节能

4.1.1.1. 交通节能：汽车轮胎升级换代开启先进橡胶及助剂投资机会

作为节能三大领域之一的交通节能（交通节能、工业节能、建筑节能），当前市场关注的焦点多集中在节能与新能源汽车方面，即直接对汽车的动力系统进行升级换代，而忽略了汽车关键零部件轮胎的节能，事实上，由于滚动阻力的原因，轮胎所造成的燃油消耗量约占整个轿车燃油消耗量的 20%，在卡车中，这一比例则提高到 1/3。若降低 20% 以上的滚动阻力，就可以减少 5% 以上的能耗，接近于一辆弱混汽车的节油效率。通过对轮胎进行升级换代，采用新的配方生产高性能轮胎、绿色轮胎，将降低滚动阻力，进而实现节油或者节电，成为最快捷的节能方式。

图 21 轮胎滚动阻力降低示意图



数据来源：《Tire Word》、安信证券研究中心

世界上第一条绿色轮胎（含硅轮胎）是由米其林 1992 年研发出来的，1997 年绿色轮胎在欧洲乘用车轮胎市场占有率已达到 60%，目前已经上升到 90% 以上。富含硅配方是环保轮胎实现节油的秘诀，它可以使轮胎的滚动阻力降低。在胎面胶分子之间加入硅材料，可以有效降低胶分子之间的摩擦，从而减少能量上的消耗，减少滚动阻力。

绿色轮胎发展历程：

1992 年，米其林公司与法国一家化工集团合作在欧洲开始销售这种产品（取名“Energy”系列）。

2001 年，固特异发明了 BioTRED 轮胎配方，推出绿色轮胎固特异 EagleLS2000

2002 年，普利司通销售适用于卡车和巴士的 ECOPIA M881 和 ECOPIA R221

2003 年，米其林已针对中国高档轿车市场推出了 Energy MXV8 绿色节油轮胎

2006 年，米其林开始在中国销售卡客车绿色轮胎

2008 年，普利司通在日本推出 ECOPIA EP100 绿色轮胎

2008 年 6 月，锦湖率先推出了出租车系列环保节能产品-KR88

2008 年 7 月，倍耐力轮胎中国公司在今年 7 月与山东大学签署一项协议，双方将共同研发生产低滚动阻力轮胎。

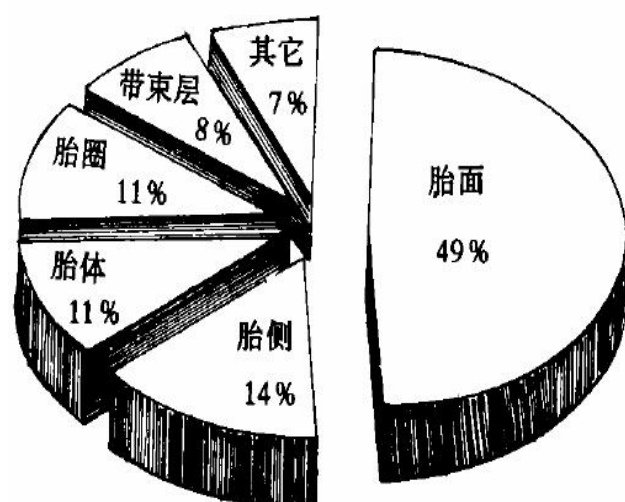
2008 年 10 月，普利司通推出环保旗舰产品 B250

2009 年 4 月，锦湖又上市了两款高端节能环保产品 ECSTA LX ECO KU28 和 ECO SOLUS KH19 轮胎

2010 年上半年，普利司通环保轮胎 ECOPIA 引进中国，根据中国的路况量身订做的绿色轮胎，型号为 EP100A。

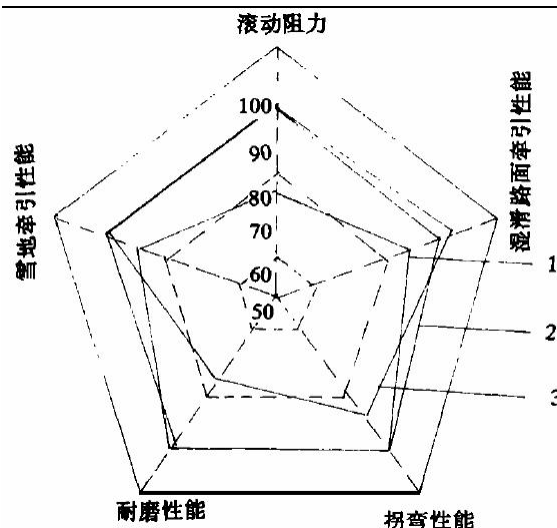
国内双钱、玲珑、双星、中策、三角等轮胎公司均在 2010 年研发出了“绿色轮胎”，“绿色轮胎”将以超预期的速度滚滚驶来。

图 22 轮胎中不同部件产生的滚动阻力比例



数据来源：《轮胎工业》、安信证券研究中心

图 23 炭黑、高分散白炭黑、普通白炭黑对轮胎性能影响



数据来源：《轮胎工业》、安信证券研究中心
1 炭黑; 2 罗地亚高分散白炭黑; 3 标准白炭黑

图 24 绿色轮胎技术特点



数据来源：网易汽车、安信证券研究中心

图 25 绿色轮胎 VS 传统轮胎



数据来源：网易汽车、安信证券研究中心

图 26 绿色轮胎 VS 传统轮胎



数据来源：网易汽车、安信证券研究中心

我国是世界橡胶工业的大国，耗胶量连续 8 年为世界第一，2009 年耗胶 588 万吨，为

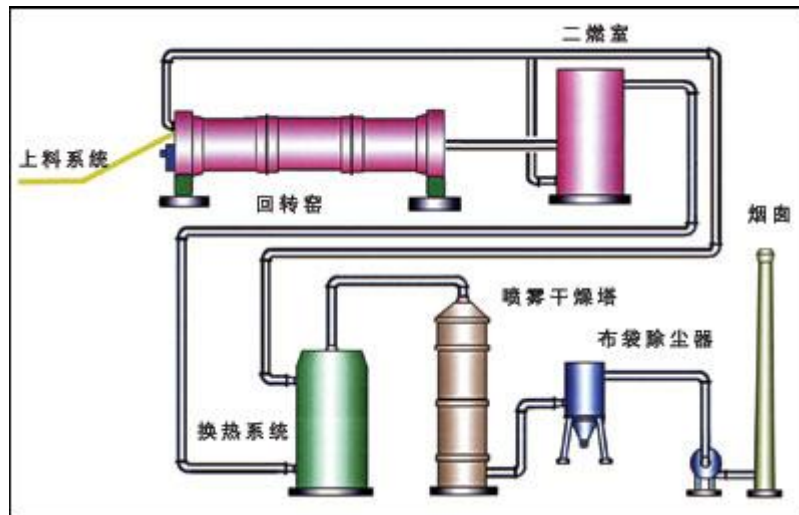
全球的 26.5%。随着我国汽车工业 2010 年将无悬念地突破生产 1700 万辆，及高速公路、轨道交通的快速发展，预计 2010 年，我国橡胶消耗量仍将保持世界第一。进入新世纪，我国橡胶工业总产值平均递增 22%，2009 年为 4775 亿元，保持了平稳较快的发展。先进橡胶如溴化丁基橡胶、稀土顺丁橡胶、异戊橡胶、溶聚丁苯橡胶等，目前国内依然严重依赖进口，相关的技术突破将加速我国轮胎产业升级换代，向高性能、绿色轮胎要效益。

4.1.1.2. 工业节能：余热利用大有可为

余热是指工业生产中未被利用的热量。钢铁、有色、建材、化工、垃圾焚烧等行业均能产生大量的余热，有烟气、热水、热渣等多种形式。余热设备收集工业生产中的余热，用以发电、制蒸汽、制冷等，达到节能降耗，降低成本的目的。根据调查，各行业的余热总资源约占其燃料消耗总量的 17%-67%，可回收利用的余热资源约为余热总资源的 60%。按照用途不同，余热利用主要包括余热锅炉发电（工业余热、垃圾焚烧）、工业制冷、制热。“十二五”期间，余热利用在垃圾焚烧、燃气轮机余热锅炉等新增领域也将得到快速的增长。随着“合同能源管理”的推广，预计余热工程总包企业可以利用金融杠杆，迅速做大做强，实现业务的爆发式增长。随着工业企业淘汰落后生产能力工作的推进和技改项目的相继启动，溴化锂吸收式制冷机必将会在节电、节水、节气、余热利用等领域中发挥出更多、更重要的作用。

2010 年 3 月 18 日工信部发布的《2010 年工业节能与综合利用工作要点》指出，要按照《节约能源法》要求设立能源管理岗位，建立节约用电、节约用气、节约用煤等能源节约管理制度，规范企业能源管理。以钢铁、有色金属、化工、建材四个行业为突破口，深化推进粗钢、电解铝、水泥、平板玻璃、合成氨、烧碱、纯碱、电石生产企业能效对标达标。以结构调整和发展方式转变为主线，突出抓好节能降耗，全面推行清洁生产，加强工业“三废”综合利用，积极发展工业循环经济，加快建设资源节约型、环境友好型工业体系，力争单位工业增加值能耗下降 7%，工业固体废物综合利用率提高 1.5 个百分点，努力推动工业发展方式转变。

图 27 工业余热利用示意图



数据来源：安信证券研究中心

4.1.2. 先进环保

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，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。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，重点攻克膜生物反应器、反硝化除磷、湖泊蓝藻治理和污泥无害化处理技术装备等；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。

在资源循环利用产业方面，重点发展共伴生矿产资源、大宗工业固体废物综合利用，汽车零部件及机电产品再制造，再生资源回收利用，餐厨废弃物、建筑废弃物、道路沥青和农林废弃物资源化利用，重点解决共性关键技术的示范推广。

有效处理废轮胎迫在眉睫。随着汽车工业的飞速发展，废轮胎的产生量也在迅猛增长。日益增加的废轮胎已成为一个全球性的问题。据世界卫生组织统计，全世界每年换下的旧轮胎有 7 亿多条，现在世界上废轮胎积存量已达 30 亿条，1000 多万吨废轮胎亟待处理。

我国目前既是全球最大的汽车生产国，又是全球最大的汽车消费国。截止 2010 年 9 月，我国汽车保有量为 8,500 万辆。巨大的汽车市场预示着将产生大量的废轮胎。2009 年我国生产汽车轮胎总计 3.4 亿条，表观消费量为 2.5 亿条。根据测算轿车轮胎平均 3 年需要更换一次，而载重车的更换频率在 2 年左右，目前国内废轮胎以每年约 8000 万条令人惊诧的速度增长。到 2020 年，预计我国的汽车保有量将达到 2 亿辆，可以预见废轮胎的回收将成为我国的一个大产业，与废泡沫塑料造成“白色污染”一样，废旧轮胎被称为“黑色污染”。

我国目前废轮胎工业化处理方法主要为生产再生胶及胶粉，土法炼油，原型利用等。我国政府已经将废旧轮胎循环利用列入议事日程。国务院在《关于做好建设节约型社会近期工作的通知》及《关于加快发展循环经济的若干意见》中，第一次明确将废旧轮胎的循环利用作为再生资源利用的重点行业。2008 年国家税务总局已经对废轮胎处理方式中的轮胎翻新和可再生胶粉实行增值税全免，如果固废低温热解项目成功产业化，未来必将享受增值税全免。这将为拥有环保优势和技术优势的热解项目带来更大的发展空间，我们长期看好低温热解技术未来在废轮胎再利用领域中的地位。

4.1.3. 相关上市公司

建议关注双龙股份、浙江龙盛、齐翔腾达、双良节能、江苏三友（详见公司报告）。

4.2. 新能源汽车动力锂电池

《决定》提出，要着力突破动力电池、驱动电机和电子控制领域关键核心技术，推进插电式混合动力汽车、纯电动汽车推广应用和产业化。同时，开展燃料电池汽车相关前沿技术研发，大力推进高能效、低排放节能汽车发展。

4.2.1. 《节能与新能源汽车产业发展规划(2011-2020 年)》出台在即

由工信部牵头制定的《节能与新能源汽车产业规划(2011-2020 年)》已经基本完成，未来国家将投入大量资金扶持新能源汽车核心技术领域。在《规划》中，中国新能源汽车产业的发展方向和目标将更加清晰和具体，更重要的是，未来国家将投入大量的资金扶持新能源汽车产业的发展，特别是在核心技术领域。为加快新能源汽车产业化步伐，按照市场带动产业发展的原则，今年 6 月工信部会同国家有关部门，联合出台了《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点》的通知，同时，各地方政府也纷纷出台相关配套扶持政策。电动车的发展存在安全性和经济性的问题，而最大的问题便是电池。

《节能与新能源汽车产业发展规划(2011-2020 年)》草案称，未来 10 年政府财政投入 1000 亿元，打造新能源汽车产业链。其中，500 亿元为节能与新能源汽车产业发展专项资金，重点支持关键技术研发和产业化，促进公共平台等联合开发机制；300 亿元用于支持新能源汽车示范推广；200 亿元用于推广混合动力汽车为重点的节能汽车。未来 10 年，政府在税收政策给予节能与新能源汽车推广以很大优惠。比如，免征纯电动乘用车、插电式混合动力乘用车车辆购置税，减半征收普通混合动力乘用车车辆购置税和消费税。列入《国家重点支持的高新技术领域》的整车企业及关键零部件企业，将享受国家有关高新技术企业所得税税收优惠政策。

到 2020 年新能源汽车产业化和市场规模要达到全球第一。其中，新能源汽车(插电式混合动力汽车、纯电动汽车、氢燃料电池汽车等)保有量达到 500 万辆；以混合动力汽车为代表的节能汽车销量达到世界第一，年产销量达到 1500 万辆。

此外，从 2011 年到 2015 年，国家电网计划建设电动汽车充电站 4000 座，到 2020 年电动汽车充电站将达 10000 座。截至今年底，充电站主设备总投资规模将达 3 亿元，未来 5 年投资 140 亿元，2016 年到 2020 年间再投资 180 亿元，到 2020 年充电站主设备总投资将达 320 亿元。

图 28 我国节能与新能源汽车政策路线图



数据来源：安信证券研究中心整理

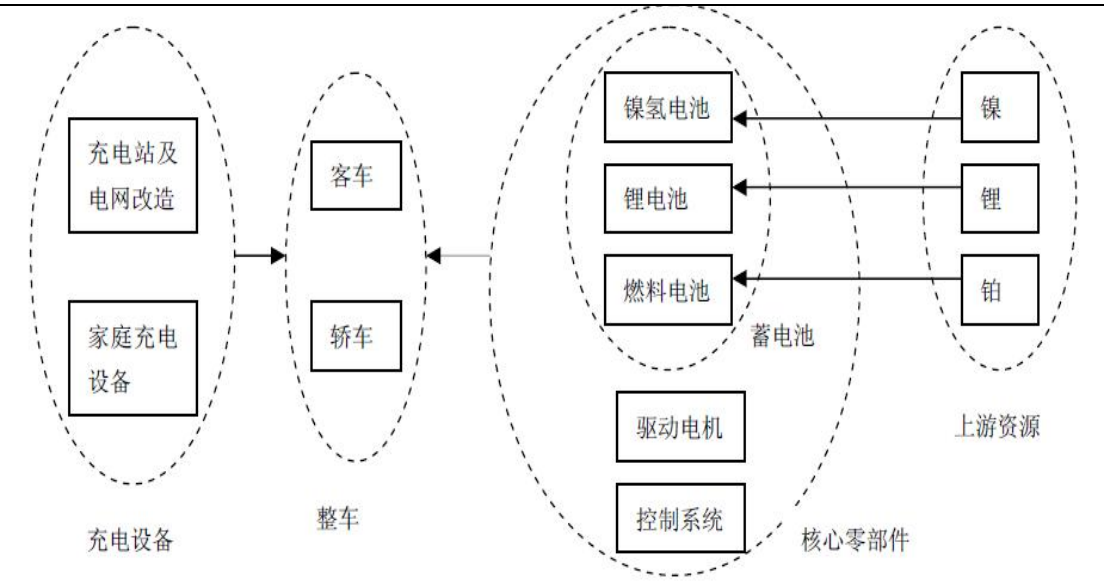
4.2.2. 锂动力电池产业链迎来投资盛宴

财政部 6 月 1 日发布《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》，锂电池相关企业成为补贴政策最大受益者，私家乘用车作为汽车行业占比最大一块，国家补贴的导向倾向于推广 PHEV、EV，镍氢电池由于其相对于锂电池较低的比容量、比功率，在 PHEV、EV 领域的应用基本不可行，锂电池将成为此次私家新能源汽车补贴政策的最大受益者。镍氢电池目前擅长的 HEV 领域，将视为节能车在全国推广，但是补贴金额仅 3000 元/辆，力度明显不够，此举对镍氢电池在私家新能源汽车的推广是负面的（也规避了我们在该领域相对于日本丰田等企业的技术劣势）。

动力电池是新能源汽车的核心，尤其体现在动力电池成组以及动力总成。看好动力电池行业基于三点：第一，电池是技术和成本上的最大瓶颈；第二，动力电池是新能源汽车产业链中技术最核心，利润最丰厚的一环，未来汽车厂商之间的竞争，将主要是动力电池性能的竞争，动力电池是技术核心的地位将长期存在，从而也将长久保持丰厚利润；第三，动力电池行业从无到有，未来几年是上百倍的增长，而全球市场将是

几千亿元的规模。

图 29 节能与新能源汽车产业链



数据来源：安信证券研究中心

从技术成熟度考虑，电解液>磷酸铁锂=六氟磷酸锂>隔膜；从产品收益率与技术难度考虑，隔膜>六氟磷酸锂>磷酸铁锂>电解液。

图 30 锂电池四大主要材料构成

组成部分	常用材料
正极	钴酸锂、锰酸锂、三元材料和磷酸铁锂
负极	石墨、石墨化碳材料、改性石墨、石墨化中间相碳微珠
隔膜	聚乙烯或聚丙烯微孔膜
电解液溶剂	碳酸乙烯酯 (EC)、碳酸丙烯酯 (PC)、碳酸二甲酯 (DMC)、碳酸二乙酯 (DEC)、二甲氧基乙烷 (DME)
电解剂	六氟磷酸锂 (LiPF6)

数据来源：安信证券研究中心

4.2.3. 我们的判断

碳酸锂作为锂电池的最上游，其具备的能源属性决定了碳酸锂资源的重要的战略定位，即如果没有那是不行的（锂资源可能会遭到资源垄断国限制直接大规模出口），但是碳酸锂也不能吞噬锂动力电池的主要利润，即未来碳酸锂的价格大幅上行不现实。事实上，如果把碳酸锂一直做到锂动力电池组，那么所获得的附加值将是直接出售碳酸锂的 100 倍，也就是说，锂动力电池的下游电池组、中游材料是分享锂电池盛宴的主力军。

我们认为在新能源汽车这场汽车行业革命性的变革中，谁拥有技术和资源将可能最终胜出，成为行业领军者。私家新能源车推广的补贴政策试点期为 2010 年~2012 年，在该试点期内新能源汽车必须将成本降到消费者无补贴仍可接受的范围内，显然电池成本的下降最为关键，电池成本高企的主要因素是成组后的电池寿命短、自动化程度低等导致的电池一致性差（进而影响到电池安全性）、电池级碳酸锂国内产能不足等。

基于此，我们认为拥有从电池级碳酸锂到磷酸铁锂电池组，再到动力总成较好一体化产业链的佛山照明将会是国内上市公司的首选标的；万向集团旗下的万向电动车拥有较好的磷酸铁锂电池组以及动力总成技术，若能择时注入上市公司万向钱潮将对万向钱潮十分有利；此外，我们也看好多氟多（六氟磷酸锂）、江苏国泰（六氟磷酸锂）、

佛塑股份（隔膜）、南都电源（通讯电池、储能电池、动力电池完整布局）、杉杉股份（正负极材料和电解液）、当升科技（正极材料）等。

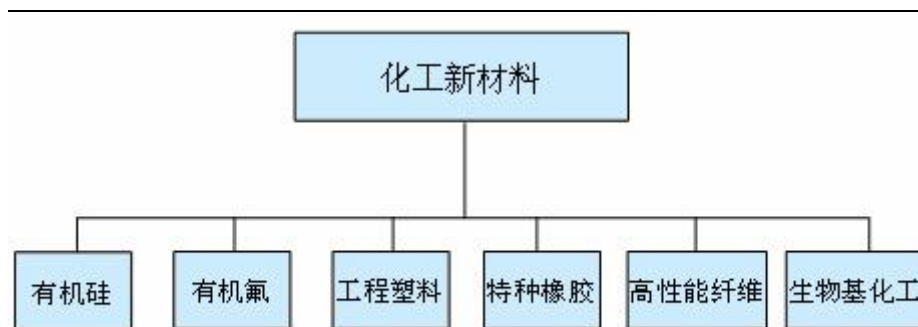
4.2.4. 相关上市公司

锂离子动力电池建议关注佛山照明、南都电源、杉杉股份、江苏国泰、佛塑股份、多氟多、当升科技（详见公司报告）。

4.3. 新材料引领产业发展趋势

《决定》提出，要大力发展稀土功能材料、高性能膜材料、特种玻璃、功能陶瓷、半导体照明材料等新型功能材料。积极发展高品质特殊钢、新型合金材料、工程塑料等先进结构材料。提升碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等高性能纤维及其复合材料发展水平。开展纳米、超导、智能等共性基础材料研究。

图 31 化工新材料门类



数据来源：安信证券研究中心

4.3.1. 有机硅

有机硅工业是国内化工行业中为数不多的真正依靠自主创新发展起来的、拥有自主知识产权的民族工业，无论是在技术还是在规模上都取得了令人瞩目的成就。甲基氯硅烷生产的主要技术经济指标二甲基二氯硅烷选择性、原料单耗、副产物的综合利用、D4 和 DMC 的质量等都上了一个台阶，生产装置规模和主要技术指标已接近国外先进水平。在有机硅后加工产品方面，建成了包括生产热硫化硅温胶、室温硫化硅橡胶、硅油及其二次加工品、硅树脂、硅烷偶联剂等的各类生产企业 1000 多家。2008 年我国有机硅市场需求量为 110 万吨，终端产品年交易额约 150 亿人民币。

目前有机硅行业面临的主要问题：一是单体过剩。2009 年我国有机硅单体产能已超过 90 万吨，在建拟建项目产能约 90 万吨，如能顺利建成投产，则产能将远高于国内消费量。二是单体生产技术有待提高，与国际先进水平仍有差距。三是产品结构不合理，下游产品开发深度不足，部分高档产品长期依赖进口。

未来我国有机硅行业应控制总量，提高准入门槛，限制 10 万吨 / 年以下的单体项目。推进企业联合或重组，提高有机硅单体生产企业的集中度和上下游一体化，增强我国有机硅单体生产的核心竞争力。提高有机硅单体生产的技术水平和产品质量，优化资源配置，降低原料成本，节能降耗，向技术和效益密集型转换。加快下游产品的发展布局，不断增强产品在技术、质量、市场等方面的竞争力，积极应对跨国公司由有机硅单体竞争演变成上下游一体化的竞争。

针对当前我国有机硅技术和产品尚不能满足市场需求，中高端产品依赖进口的现状，应加大自主创新力度，加快开发一批产业化技术和产品，支持有机硅行业的后续发展。主要是：有机硅甲基单体合成技术的优化和综合利用；甲基苯基二氯硅烷及其四环体产业化技术研究开发；功能性有机硅橡胶产业化技术和产品的开发，如耐高温硅橡胶、单组分加成型液体硅橡胶、甲基苯基硅橡胶、特种硅橡胶生胶及制品等；直接法合成

烷氧基硅烷先进生产技术的开发；有机硅/有机改性材料大规模产业化生产技术的开发；多晶硅工业副产四氯化硅综合利用关键技术的开发；硅油制备新工艺及系列产品的开发。

4.3.2. 氟化工

作为化工新材料之一，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。萤石的主要成分是氟化钙，是“可用尽且不可再生”的资源。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%。

2010 年以来，国务院多个部委发布了对萤石矿的调控政策，首先是实行开采和生产双重总量控制；二是严格控制新增开采产能；三是积极推进产业结构调整，还对出口、资源税等作出规定。尤其值得一提的是工信部今年 11 月 24 日发布《氟化氢行业准入条件（征求意见稿）》，拟禁止新建以氟化氢为最终产品的生产企业，严禁新建、扩建非原料用氟化氢生产装置。

2008 年我国氟化工基础原料氟化氢产能超过 100 万吨，处于严重过剩的状态，作为 ODS 过渡替代品的 F22 产能也超过国内需求，而高品质的制冷剂仍有待开发。含氟聚合物取得了快速发展，2008 年产能占世界总产能的近 1/3，四氟乙烯单体水平有很大提高，其中聚四氟乙烯产能也已趋于过剩，而高性能的氟树脂、氟橡胶发展却比较落后。普通的含氟精细化学品国内已可以满足需要，而高性能的产品仍不足。

“十二五”期间，我国氟化工应十分重视氟资源的保护，严格限制萤石、氟化氢的出口，鼓励中低品位萤石采选利用，磷肥副产氟硅酸制 AHF 和高纯 AHF 及高纯 HF 的发展。鼓励无水氟化铝、高分子比（2.8 以上）冰晶石、高活性氟化钾、气相法氟化铵的发展以及锂电池电解液、氟化石墨、稀土氟化物、氟化物玻璃、氟化试剂等新型无机氟化盐的发展。开展新型环境友好型制冷剂替代品的开发及规模化生产。推进六氟环氧丙烷（HFPO）及系列产品的开发，解决 HFPO 工业放大中的技术问题，并解决 PMVE、PPVE、PSVE 的工业化放大关键技术。

加快开发乙烯-四氟乙烯聚合物（F40）膜材料、全氟磺酸离子膜材料、四氟纤维加工技术，形成配套生产能力，满足建筑行业膜结构建筑、氯碱行业电解膜、工业过滤膜等目前国内急需，完全依赖进口的高端氟材料制品的市场需求。开发汽车专用氟橡胶、耐低温氟橡胶、高含氟耐醇燃料氟橡胶，大力开发氟预混胶、氟混练胶新品种，逐步改善国内以生胶为主的氟橡胶供应模式，提高产品附加值。解决高端涂料级 PVDF 工业放大技术难题。

鼓励杂环类、脂肪族含氟中间体和液晶、平板显示类含氟中间体，以及低毒含氟农药、含氟医药、含氟医药中间体向高附加值发展。

4.3.3. 工程塑料及复合材料

国内经济的高速发展推动了对工程塑料及复合材料需求的不断增长。全国原料树脂聚合能力已经达到 60 万吨左右，改性材料生产量已突破 200 万吨。目前，PC、POM、PP0、PBT、PA、PPS、PEEK 及可生物降解 PBS、PLA 等合成树脂不同程度地实现了规模化和国产化，但与国外先进技术相比在品种和质量上还有较大差距，所需工程塑料基础树脂约 70% 目前仍然需要进口。如高黏度、光学高透明性 PC 树脂的合成，高白度线形 PPS 树脂，耐热稳定 PA66/PA6 树脂，长碳链尼龙，低黏度和热固性 PP0 树脂合成等在国内几乎属于空白。关键在于高效催化剂的制备技术，单体的合成与纯化技术，工艺过程优化与自动控制技术，关键合成设备的制备与集成技术。包括工程塑料的改性合金化技术涵盖产品的配方设计与加工新工艺、新设备技术研究，都是实现工程塑料

功能化与高性能化的关键。另外，工程塑料的长期使用性能评价与产品国际标准认证，以及国内工程塑料标准的制定，也是国内工程塑料行业发展的瓶颈问题，需要认真解决。

未来行业要在工程塑料产品的功能化、专用化以及长期使用性与材料应用整装优化——如导电、导热、耐高温、高强度、耐磨、长期耐热、耐水解、耐老化及无底漆直接整体涂装、耐高温无铅焊锡、金属镶件等领域加大技术开发，同时重视工程塑料产品加工应用技术的研发。

弹性体要优先发展国内紧缺的热塑性弹性体，重点发展聚氨酯弹性体（TPU）、聚酯弹性体（TPE）、聚脲弹性体（SPA）以及苯乙烯-丁二烯-苯乙烯（SBS）、苯乙烯-异戊二烯-苯乙烯（SIS）、氢化苯乙烯-丁二烯-苯乙烯（SEBS）等聚苯乙烯类热塑性弹性体（SBC）。大力发展以碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯、聚苯硫醚纤维等特种纤维为骨架的树脂基复合材料。

4.3.4. 特种橡胶

2009 年，我国合成橡胶（八大胶种）产能达到 209.4 万吨/年左右，产量达到 189.7 万吨，进口量达到 212.3 万吨，出口量达到 8.3 万吨，表观消费量达到 393.7 万吨左右，占世界总消费量的 30%。2000~2009 年期间，国内合成橡胶产量和消费量年均增长率分别为 9.9%和 13.9%，远远高于世界同期的平均增长速度。预计 2010 年国内经济回升向好，国内合成橡胶产能和需求将同步增长，产能将达到 220 万吨/年左右，需求量将达到 420 万吨左右，供需缺口依然存在。

随着轮胎投资重心向亚洲转移，将推动我国橡胶工业的快速发展，合成橡胶的产量和需求量进一步增长，在世界总量中所占的比例提升。我国合成橡胶将成为世界合成橡胶市场的成长中心。

针对丁苯橡胶、丁二烯橡胶、丁腈橡胶、氯丁橡胶等传统产品进一步完善产品系列，优化工艺，增加专用化品种。加快发展目前国内紧缺的丁基橡胶（特别是卤化丁基橡胶）、乙丙橡胶及丁腈橡胶。加快异戊橡胶的开发，争取尽早实现工业化和产业化。提高苯乙烯-异戊二烯-苯乙烯嵌段共聚物橡胶（SIS）、氢化丁苯热塑性橡胶等 SBS 高档产品的比例。加快发展氟硅橡胶、丙烯酸酯橡胶、聚硫橡胶等特种橡胶品种。提高粉末橡胶、液体橡胶等专用品种的产量。

针对用户需求开发新品种和新牌号，为汽车配套的轮胎及配件用胶，重点是增加高性能轮胎用 SSBR；BR 开发的重点是在产品牌号上更注重充油、氯化、环氧化、羧基化等改性聚丁二烯橡胶；NBR 发展的重点是继续向高性能化发展；IIR 重点是发展提高气密性和相容性的卤化丁基橡胶（溴化丁基橡胶）并形成系列化产品；CR 新技术与新产品的研制开发是复合调节型氯丁橡胶、非污染型氯丁橡胶、耐寒氯丁橡胶、接枝型氯丁橡胶等；EPR 重点是用于润滑油改性剂的低粘度、特殊牌号、中低门尼新牌号；IR 可结合 C5 综合利用，尽早实现工业化，替代天然橡胶，缓解供需矛盾；SBS 发展趋势是品种的多样化、牌号的精细化和专用化，发展的重点是用于沥青改性、建筑材料、粘合剂和塑料改性的专用牌号。

进一步改善和提高橡胶助剂性能，开发适合高性能轮胎橡胶用的橡胶助剂。炭黑（白炭黑）行业要加快低滚动阻力炭黑（白炭黑）和功能型炭黑（白炭黑）新品种研发推广应用工作，开发市场急需的高性能炭黑（白炭黑）、低滚动阻力炭黑和汽车用橡胶制品专用炭黑新品种。

4.3.5. 生物化工

加快培育生物化工，是全面建设创新型产业的重大举措。对柠檬酸、赖氨酸、腐植酸、乳酸等传统生物化工产业，要提高产品附加值和出口产品的档次。加快节能减排改造和废弃物的回收治理及综合利用，提升行业清洁生产水平。推广园区化和集约化发展

模式，引导企业向资源地集中，提高行业竞争力。根据国家中长期科技发展规划纲要的要求，大力发展生物农药、腐殖酸农药、生物肥料、腐殖酸肥料、植物生长调节剂、全降解农用薄膜、非粮法乙醇、生物柴油、生物基高分子材料、新型酶制剂、高性能水处理絮凝剂、杀菌剂、生物填料等生物技术产品。推动蛋白酶催化合成、微生物酶拆分制备等先进技术的产业化进程。加快发展聚羟基脂肪酸酯、聚乳酸、十二碳二元酸、单细胞蛋白、酶制剂、生物试剂、生物芯片、干扰素、生物传感器等高端产品。

4.3.6. 相关上市公司

关注双龙股份、浙江龙盛、齐翔腾达、普利特、回天胶业、鼎龙股份等（详见公司报告）。

5. 重点公司附录

双龙股份：龙腾“绿色轮胎”

公司快报

报告关键点：

- 迅速做大产能迎接“绿色轮胎”蓝海市场
- 公司GF200高分散白炭黑通过北京橡胶工业研究设计院检测
- “绿色轮胎”滚滚驶来
- 提高盈利预测、目标价，重申买入-A投资评级

报告摘要：

- 迅速做大产能迎接“绿色轮胎”蓝海市场：**公司与辉明化工于2010年12月2日签订了《项目合作意向书》，拟建设年产3万吨沉淀法白炭黑生产线，通化双龙化工股份有限公司占项目总投资的80%，辉明化工占项目总投资的20%。按照权益将新增公司产能2.4万吨，该项目为超募资金用途，预计将于2011年中与募投项目同时投产，该项目将分别增加2011/2012年销量1万吨/2.4万吨。目前市场对高分散白炭黑的认识严重不足，主要原因是传统补强剂炭黑掩盖了白炭黑，而普通白炭黑又遮住了高分散白炭黑，在炭黑、普通白炭黑盈利能力不高的现实中，市场对高分散白炭黑的理解很不到位。目前制约公司发展的瓶颈是产能不足，此次合作将使得公司的项目基地贴近原材料和市场，迅速做大产能，大幅降低销售费用率、管理费用率。
- 公司GF200高分散白炭黑通过北京橡胶工业研究设计院检测：**北京橡胶工业研究设计院日前将通化双龙化工股份有限公司自主研发的GF200高分散白炭黑与进口U型号高分散白炭黑（国际三大巨头之一的德国萨的产品）加入轮胎胶料做比较试验，结果表明，GF200白炭黑对改善轮胎的抗湿滑性能、降低轮胎的滚动阻力、提高胶料耐磨性能、增强抗撕裂和曲挠龟裂性能等方面均好于进口U型号高分散白炭黑，完全可以替代进口。美国的相关组织已经公开建议企业用白炭黑替代炭黑，以提高产品性能。公司是目前国内唯一一家通过北京橡胶工业研究设计院检测的生产厂家。
- “绿色轮胎”滚滚驶来：**工信部新出台的《轮胎产业政策》，从产品、产能、技术、投资、节能、环保等多方面提高了轮胎行业的准入门槛。开发低滚动阻力轮胎已成为世界各大轮胎生产厂商的研究热点，欧美相继推出了与滚动阻力有关的强制性标准，我国正在迅速成为“绿色轮胎”世界基地，最近，米其林集团投资14.57亿美元在沈阳投资新工厂，此次投资金额为以前投资额的3倍以上，新工厂年生产量将达到1000万条“绿色轮胎”；韩泰在华第三工厂也正式入驻重庆两江新区，该项目总投资9.5亿美元，建成后预计年产1150万条“绿色轮胎”。国内双钱、玲珑、双星、中策、三角等轮胎公司均在今年内研发出了“绿色轮胎”，“绿色轮胎”将以超预期的速度滚滚驶来。
- 提高盈利预测、目标价，重申买入-A投资评级：**此次合作新产能将于2011年中与募投项目同时投产，届时分别增厚2011/2012年EPS0.22元/0.56元，我们提高2011/2012年EPS分别至1.05元/1.85元，提高6个月目标价至52.5元，重申买入-A投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	61.6	78.6	105.5	210.7	354.1
Growth(%)	18.9%	27.6%	34.2%	99.7%	68.1%
净利润	13.4	23.5	26.3	54.5	96.1
Growth(%)	26.4%	76.0%	11.9%	107.1%	76.4%
毛利率(%)	50.4%	54.3%	49.9%	48.0%	47.8%
净利润率(%)	21.7%	29.9%	24.9%	25.9%	27.1%
每股收益(元)	0.26	0.45	0.51	1.05	1.85
每股净资产(元)	1.13	1.58	6.71	7.49	8.88
市盈率	123.7	70.3	62.8	30.3	17.2
市净率	28.2	20.1	4.7	4.2	3.6
净资产收益率(%)	22.8%	28.6%	7.5%	14.0%	20.8%
ROIC(%)	38.9%	41.6%	32.0%	36.6%	49.2%
EV/EBITDA	65.4	47.8	41.1	20.3	11.7
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.8%	1.5%

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

52.50 元

期限： 6 个月 上次预测： 41.50 元

现价： 31.78 元

(2010.

12.03)

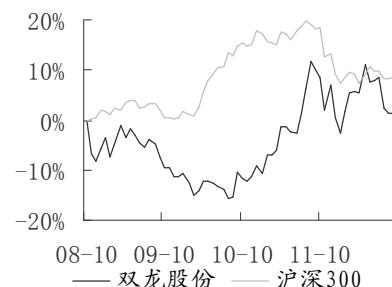
报告日期：

2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	1,652.56
流通市值(百万元)	413.14
总股本(百万股)	52.00
流通股本(百万股)	13.00
12个月最高/最低	26.08/36.75 元
十大流通股(%)	12.83%
股东户数	6,155

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	11.78	(1.43)	13.76
绝对收益	2.88	6.57	1.47

研究员

谭志勇

行业分析师

021-68765172

tanzhy2@essence.com.cn

证书编号

S1450210090005

刘军

首席行业分析师

021-68766167

liujun@essence.com.cn

证书编号

S1450208100171

前期研究成果

双龙股份：藏在深山人未识

2010-11-07

双龙股份：潜龙卧隆中

2010-10-28

双龙股份：引领高分散白炭黑市场

2010-08-09

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-2		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	61.6	78.6	105.5	210.7	354.1	成长性					
减: 营业成本	30.5	35.9	52.9	109.5	184.7	营业收入增长率	18.9%	27.6%	34.2%	99.7%	68.1%
营业税费	0.4	0.5	0.6	1.2	2.1	营业利润增长率	-6.0%	46.5%	32.3%	107.1%	76.4%
销售费用	8.7	11.6	12.7	21.1	29.4	净利润增长率	26.4%	76.0%	11.9%	107.1%	76.4%
管理费用	5.9	6.9	8.2	15.8	26.6	EBITDA 增长率	-3.9%	37.0%	36.2%	102.9%	67.5%
财务费用	0.0	0.0	-0.1	-1.3	-2.0	EBIT 增长率	-5.9%	46.5%	31.7%	103.8%	77.0%
资产减值损失	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	NOPLAT 增长率	26.5%	75.9%	11.3%	103.8%	77.0%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	64.5%	44.9%	77.9%	31.8%	13.6%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	EBIT/营业收入	29.6%	40.1%	325.0%	11.7%	18.5%
营业利润	16.0	23.4	30.9	64.1	113.1	利润率					
加: 营业外净收支	0.1	4.0	-	-	-	毛利率	50.4%	54.3%	49.9%	48.0%	47.8%
利润总额	16.0	27.4	30.9	64.1	113.1	营业利润率	25.9%	29.8%	29.3%	30.4%	31.9%
减: 所得税	2.7	3.9	4.6	9.6	17.0	净利润率	21.7%	29.9%	24.9%	25.9%	27.1%
净利润	13.4	23.5	26.3	54.5	96.1	EBITDA/营业收入	30.7%	33.0%	33.5%	34.0%	33.9%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	25.9%	29.8%	29.2%	29.8%	31.4%
货币资金	11.9	21.4	218.0	205.1	243.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	133	143	192	176	131
应收帐款	12.2	14.4	22.1	44.2	74.3	流动营业资本周转天数	118	131	106	74	75
应收票据	1.3	3.2	1.2	2.3	3.9	流动资产周转天数	216	222	540	469	339
预付帐款	8.0	7.6	7.7	7.8	8.0	应收帐款周转天数	70	66	64	56	59
存货	8.5	8.5	14.5	30.0	50.6	存货周转天数	35	39	39	38	41
其他流动资产	-0.0	0.0	-1.9	-1.9	-1.9	总资产周转天数	385	417	823	684	472
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	266	317	389	289	209
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	22.8%	28.6%	7.5%	14.0%	20.8%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	17.5%	22.3%	7.0%	12.9%	19.0%
固定资产	23.0	39.4	73.4	133.1	124.5	ROIC	38.9%	41.6%	32.0%	36.6%	49.2%
在建工程	8.9	8.2	39.1	-	-	费用率					
无形资产	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	销售费用率	14.2%	14.7%	12.0%	10.0%	8.3%
其他非流动资产	0.2	0.3	0.3	0.3	0.3	管理费用率	9.6%	8.8%	7.8%	7.5%	7.5%
资产总额	76.5	105.4	376.8	423.4	505.7	财务费用率	0.0%	0.0%	-0.1%	-0.6%	-0.6%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	23.7%	23.5%	19.7%	16.9%	15.2%
应付帐款	8.2	7.3	11.6	24.0	40.5	偿债能力					
应付票据	-	-	0.1	0.3	0.5	资产负债率	23.5%	22.1%	7.4%	8.0%	8.7%
其他流动负债	1.2	1.0	1.3	1.9	3.0	负债权益比	30.7%	28.4%	8.0%	8.7%	9.5%
长期借款	5.0	15.0	15.0	7.5	-	流动比率	4.46	6.62	20.07	10.96	8.60
其他非流动负债	3.6	-	-	-	-	速动比率	3.56	5.60	18.96	9.81	7.45
负债总额	18.0	23.3	28.0	33.7	44.0	利息保障倍数	1,901.81	19,371.45	-209.08	-47.26	-56.09
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	39.0	39.0	52.0	52.0	52.0	DPS(元)	-	-	0.13	0.26	0.46
留存收益	19.6	43.1	296.8	337.6	409.7	分红比率	0.0%	0.0%	25.0%	25.0%	25.0%
股东权益	58.6	82.1	348.8	389.6	461.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.8%	1.5%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	13.4	23.5	26.3	54.5	96.1	EPS(元)	0.26	0.45	0.51	1.05	1.85
加: 折旧和摊销	3.0	2.6	4.5	8.9	8.9	BVPS(元)	1.13	1.58	6.71	7.49	8.88
资产减值准备	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3	PE(X)	123.7	70.3	62.8	30.3	17.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	28.2	20.1	4.7	4.2	3.6
财务费用	-	-	-	-0.1	-1.3	P/FCF	-	203.1	-44.0	2,570.9	26.4
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	26.8	21.0	15.7	7.8	4.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	65.4	47.8	41.1	20.3	11.7
营运资金的变动	-11.2	-13.1	-5.2	-25.7	-34.7	CAGR(%)	59.8%	59.9%	85.3%	129.2%	101.7%
经营活动产生现金流量	6.7	16.6	25.8	36.7	68.6	PEG	2.1	1.2	0.7	0.2	0.2
投资活动产生现金流量	-14.6	-16.0	-70.0	-30.0	-	ROIC/WACC	4.0	4.3	3.3	3.7	5.0
融资活动产生现金流量	4.9	8.9	240.6	-19.8	-29.5	REP	5.5	3.6	3.0	2.0	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

江苏三友：开创废弃轮胎资源化利用新路

公司快报

报告关键点：

- 开创废弃轮胎资源化利用的新路
- 2011年二季度投产四条生产线
- 重申买入-A评级，上调12个月目标价19元

报告摘要：

- **连续化低温热解技术开创废弃轮胎资源化利用的新路：**该技术能够把废弃轮胎转化为高附加值的工业燃料油和紧缺的工业原材料炭黑、钢丝，以及设备本身运行过程中所需的高热值纯净瓦斯气，实现了废弃轮胎的资源化循环利用。同时具有低成本运营、自动化程度高的特点，排放通过了国内和国际结构的检测。
- **环保项目推进迅速，2011年二季度投产四条生产线：**公司和上海金匙环保设了江苏三友环保能源科技有限公司，公司和上海金匙分别占60%和40%的股份。该项目已经于10月25日通过南通市通州区发改委组织的专家评审，并获得规划用地180亩。公司已经公告变更募集资金投向，将9000万元现金投入该项目，上海金匙的2条生产线折价6000万元，将在2011年3月30日前投入。同时，公司从上海金匙新购买2条生产线的合同已经签订，将于3个月内交货。确保该项目在2011年二季度达到4条生产线年处理4万吨废气轮胎的能力。随后每个月将交工一条生产线，到2011年年底具有10条线年处理10万吨废气轮胎的能力。全年可处理废轮胎3.5万吨，实现EPS约0.14元。预计2012年所有生产线均可建成投产，处理废轮胎量约17万吨，实现EPS为0.67元。
- **“北斗”授时系统推广想象空间广阔：**我国已成功发射6颗北斗导航卫星。根据总体规划，2012年左右达到12颗，系统将首先具备覆盖亚太地区的定位、导航和授时以及短报文通信服务能力。国家必将大规模推广北斗在定位、导航和授时等方面的应用。公司控股75%的北斗科技有限公司开发的北斗/GPS双模授时系统技术先进，已经国家电网和通讯系统试用，有望成为公司带来新的增长点。
- **重申买入-A评级，上调12个月目标价19元：**公司在立足原有业务稳定发展的基础上，积极进军节能环保领域和北斗授时系统，向新兴产业转型。预计公司2010、2011、2012年EPS分别为0.15、0.37、0.90元，按照2012年20倍目标PE，上调12个月目标价至19元，我们维持买入-A评级。

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

 目标价格： **19.00 元**

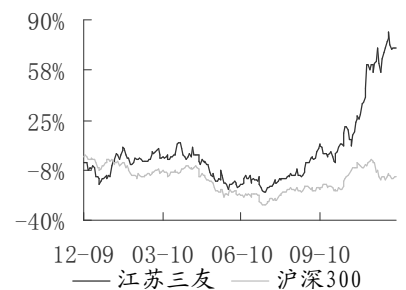
 期限： 6个月 上次预测： 16.20 元
 现价： 15.41 元
 (2010.12.03)

 报告日期： **2010-12-16**

市场数据

总市值(百万元)	2,504.13
流通市值(百万元)	1,817.99
总股本(百万股)	162.50
流通股本(百万股)	117.98
12个月最高/最低	6.78/16.60 元
十大流通股东(%)	42.65%
股东户数	12,227

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.62	52.39	83.65
绝对收益	6.95	60.54	71.60

研究员

刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
证书编号	S1450208100171
谭志勇	行业分析师
021-68765172	tanzhy2@essence.com.cn
证书编号	S1450210090005

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	413.0	509.8	525.1	698.2	1,271.7
Growth(%)	-27.1%	23.5%	3.0%	33.0%	82.1%
净利润	13.1	19.0	24.7	59.6	147.0
Growth(%)	-48.1%	45.2%	30.1%	141.5%	146.5%
毛利率(%)	11.6%	13.8%	13.5%	20.5%	28.0%
净利润率(%)	3.2%	3.7%	4.7%	8.5%	11.6%
每股收益(元)	0.08	0.12	0.15	0.37	0.90
每股净资产(元)	2.03	2.08	2.18	3.19	5.22
市盈率	191.2	131.7	101.3	41.9	17.0
市净率	7.6	7.4	7.1	4.8	3.0
净资产收益率(%)	4.2%	5.1%	7.0%	14.5%	25.8%
ROIC(%)	9.3%	10.9%	23.4%	48.5%	48.1%

前期研究成果

江苏三友：守得云开见月明	2010-11-03
江苏三友：吹响进军环保行业的号角	2010-09-27

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-2		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	413.0	509.8	525.1	698.2	1,271.7	成长性					
减: 营业成本	365.1	439.6	454.2	555.2	916.1	营业收入增长率	-27.1%	23.5%	3.0%	33.0%	82.1%
营业税费	0.8	0.6	0.5	1.2	3.8	营业利润增长率	-46.3%	66.7%	4.8%	202.6%	160.8%
销售费用	6.6	9.2	9.5	12.4	32.4	净利润增长率	-48.1%	45.2%	30.1%	141.5%	146.5%
管理费用	24.9	35.0	36.8	43.9	85.8	EBITDA 增长率	-34.5%	25.5%	-13.6%	227.1%	167.2%
财务费用	-1.1	-4.3	-3.3	-0.0	5.2	EBIT 增长率	-47.2%	51.2%	10.0%	241.6%	166.8%
资产减值损失	-0.4	2.1	-1.5	1.1	3.0	NOPLAT 增长率	-50.0%	3.5%	69.5%	239.1%	196.7%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-11.0%	-21.3%	63.5%	198.9%	72.5%
投资和汇兑收益	-0.6	-0.1	-	3.0	3.0	净资产增长率	4.3%	2.4%	4.7%	46.1%	63.6%
营业利润	16.6	27.6	28.9	87.5	228.3	利润率					
加: 营业外净收支	2.9	1.2	4.0	3.0	10.0	毛利率	11.6%	13.8%	13.5%	20.5%	28.0%
利润总额	19.4	28.8	32.9	90.5	238.3	营业利润率	4.0%	5.4%	5.5%	12.5%	18.0%
减: 所得税	5.6	11.4	8.2	15.2	19.5	净利润率	3.2%	3.7%	4.7%	8.5%	11.6%
净利润	13.1	19.0	24.7	59.6	147.0	EBITDA/营业收入	6.8%	6.9%	5.8%	14.3%	21.0%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	3.7%	4.6%	4.9%	12.5%	18.4%
货币资金	213.1	256.4	251.3	219.2	357.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	86	58	50	63	92
应收帐款	34.1	31.8	37.4	49.7	90.6	流动营业资本周转天数	7	4	20	38	34
应收票据	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	246	223	231	169	121
预付帐款	11.8	6.2	6.6	7.2	8.1	应收帐款周转天数	35	23	23	22	19
存货	30.8	47.7	37.3	45.6	75.3	存货周转天数	27	28	29	21	17
其他流动资产	0.0	0.0	-0.0	0.0	0.0	总资产周转天数	357	302	300	291	266
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	112	76	86	160	179
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	2.8	2.7	2.5	2.5	2.5	ROE	4.2%	5.1%	7.0%	14.5%	25.8%
投资性房地产	7.8	7.2	-	-	-	ROA	3.4%	3.9%	5.8%	10.7%	18.6%
固定资产	87.8	76.7	68.6	176.2	476.6	ROIC	9.3%	10.9%	23.4%	48.5%	48.1%
在建工程	-	-	-	180.0	144.0	费用率					
无形资产	20.1	18.6	17.4	16.2	15.1	销售费用率	1.6%	1.8%	1.8%	1.8%	2.6%
其他非流动资产	0.6	0.3	6.3	6.3	6.3	管理费用率	6.0%	6.9%	7.0%	6.3%	6.8%
资产总额	408.9	447.6	427.4	703.0	1,175.9	财务费用率	-0.3%	-0.8%	-0.6%	0.0%	0.4%
短期债务	11.0	20.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	7.3%	7.8%	8.2%	8.0%	9.7%
应付帐款	28.9	45.6	37.3	45.6	75.3	偿债能力					
应付票据	14.5	17.0	17.4	21.3	35.1	资产负债率	19.1%	24.3%	17.0%	26.3%	27.9%
其他流动负债	19.5	25.4	26.9	26.9	26.9	负债权益比	23.7%	32.2%	20.5%	35.7%	38.7%
长期借款	-	-	-	100.0	200.0	流动比率	3.87	3.17	4.64	3.84	4.17
其他非流动负债	3.3	1.1	1.1	1.1	1.1	速动比率	3.44	2.73	4.12	3.30	3.58
负债总额	78.2	109.0	72.7	184.9	328.4	利息保障倍数	-13.41	-5.41	-7.75	-3,046.70	45.12
少数股东权益	23.8	21.0	21.0	136.7	348.5	分红指标					
股本	162.5	162.5	162.5	162.5	162.5	DPS(元)	-	0.05	0.05	0.07	0.18
留存收益	144.4	155.2	171.3	219.0	336.6	分红比率	0.0%	42.8%	35.0%	20.0%	20.0%
股东权益	330.7	338.7	354.7	518.2	847.6	股息收益率	0.0%	0.3%	0.3%	0.5%	1.2%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	13.8	17.4	24.7	59.6	147.0	EPS(元)	0.08	0.12	0.15	0.37	0.90
加: 折旧和摊销	13.7	13.0	4.9	12.5	33.7	BVPS(元)	2.03	2.08	2.18	3.19	5.22
资产减值准备	-0.4	2.1	-1.5	1.1	3.0	PE(X)	191.2	131.7	101.3	41.9	17.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.6	7.4	7.1	4.8	3.0
财务费用	0.9	0.8	1.0	-3.3	-0.0	P/FCF	92.7	46.6	-54.7	-16.7	-27.8
投资收益	0.6	0.1	-	-3.0	-3.0	P/S	6.1	4.9	4.8	3.6	2.0
少数股东损益	0.7	-1.6	-	15.7	71.8	EV/EBITDA	82.2	64.4	76.0	25.8	10.5
营运资金的变动	-0.7	1.5	-1.4	-9.0	-27.9	PEG	76.0%	132.5%	81.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	25.1	40.5	23.4	76.9	229.8	CAGR(%)	2.5	1.0	1.2	-0.4	-0.2
投资活动产生现金流量	-8.1	-2.2	0.2	-297.0	-297.0	ROIC/WACC	0.9	1.1	2.3	4.9	4.8
融资活动产生现金流量	0.8	-2.4	-15.3	88.1	65.4	REP	20.5	22.0	6.4	1.1	0.7

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

双良节能：发力合同能源管理

公司快报

报告关键点：

- 成立合同能源管理公司
- 溴化锂机组余热利用市场空间广阔
- 维持买入-A评级，提高目标价

报告摘要：

- **成立合同能源管理公司，推广公司节能产品：**节能减排是战略性新兴产业之首，十二五规划中节能减排的目标或会达到20%，至少不低于15%，这将为公司余热利用溴化锂机组等节能设备带来广阔的市场空间。9月3日公司成立了双良合同能源管理公司，并与10月10日收购了山西科莱再生能源开发利用有限公司，山西科莱是从事水（地）源热泵供热系统建设和运营的企业。公司的合同能源管理订单有望在山西首先率先突破。合同能源管理业务不但可以获得稳定的收益，而且加速公司溴化锂机组等节能产品的推广和销售。
- **溴化锂机组余热利用市场空间广阔：**公司为阳泉煤业提供余热利用供暖项目节能效果良好，回收期仅为2年，对于北方地区的应用有良好的示范效应。目前和公司洽谈的客户很多，有望取得大量订单。
- **苯乙烯业务触底回升：**四季度以来苯乙烯的价格出现了较大的反弹，价格从最低的7400元/吨回升到9900元/吨，同时原料乙烯和苯的价格上涨有限，苯乙烯的业务已经转亏为盈，目前的毛利率在7%左右。据估计2011年苯乙烯价格继续震荡上行，将一改今年苯乙烯业务盈利低下的态势。
- **海水淡化的订单值得期待：**公司海水淡化项目中试进展顺利，单日处理能力2.4万吨淡水的技术开发已经完成，我们估计2011年海水淡化的订单有望签订。
- **维持买入-A评级，提高目标价：**公司的主要业务符合国家节能减排的发展政策，值得长期看好，我们估计公司2010、2011、2012年的每股收益分别为0.30、0.59、0.76元，维持买入-A的评级，提高目标价至24元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,914.7	3,712.6	3,478.1	4,962.8	5,591.1
Growth(%)	31.1%	-5.2%	-6.3%	42.7%	12.7%
净利润	105.3	355.2	240.9	479.6	613.1
Growth(%)	-17.1%	237.2%	-32.2%	99.1%	27.8%
毛利率(%)	11.1%	21.1%	14.0%	19.6%	21.0%
净利润率(%)	2.7%	9.6%	6.9%	9.7%	11.0%
每股收益(元)	0.13	0.44	0.30	0.59	0.76
每股净资产(元)	2.46	2.78	3.05	3.59	4.20
市盈率	141.7	42.0	61.9	31.1	24.3
市净率	7.5	6.6	6.0	5.1	4.4
净资产收益率(%)	4.7%	18.3%	10.5%	17.5%	18.9%
ROIC(%)	6.5%	18.7%	10.4%	17.6%	17.6%
EV/EBITDA	48.6	20.7	35.7	21.4	17.4
股息收益率	0.5%	1.0%	0.5%	1.0%	1.2%

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：
24.00 元

期限： 6 个月 上次预测： 19.75 元

现价： 18.63 元

(2010.

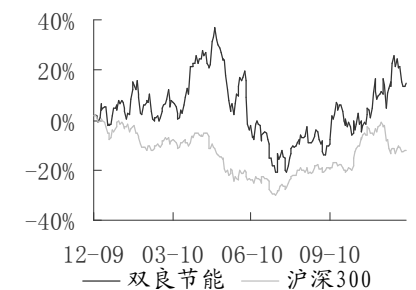
12.03)

报告日期：
2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	15,091.85
流通市值(百万元)	15,091.85
总股本(百万股)	810.08
流通股本(百万股)	810.08
12个月最高/最低	12.50/26.04 元
十大流通股(%)	65.28%
股东户数	62,163

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.57	4.89	26.68
绝对收益	5.90	13.04	14.63

研究员

刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
证书编号	S1450208100171
谭志勇	行业分析师
021-68765172	tanzy2@essence.com.cn
证书编号	S1450210090005

前期研究成果

双良节能：不畏浮云遮望眼	2010-10-25
双良节能：苯乙烯波动不改长期投资价值	2010-08-09
双良股份：节能节水引导趋势	2010-04-23

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-2		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,914.7	3,712.6	3,478.1	4,962.8	5,591.1	成长性					
减: 营业成本	3,481.5	2,931.0	2,990.1	3,991.0	4,417.7	营业收入增长率	31.1%	-5.2%	-6.3%	42.7%	12.7%
营业税费	2.0	3.4	2.9	4.2	4.7	营业利润增长率	-35.8%	274.8%	-34.5%	97.0%	26.5%
销售费用	150.3	146.7	136.9	195.3	220.0	净利润增长率	-17.1%	237.2%	-32.2%	99.1%	27.8%
管理费用	86.8	122.8	111.8	159.5	179.7	EBITDA 增长率	-14.3%	135.7%	-30.3%	70.5%	23.4%
财务费用	32.8	34.6	16.9	11.5	8.8	EBIT 增长率	-32.0%	218.5%	-35.6%	90.2%	25.5%
资产减值损失	35.0	6.3	-85.2	1.0	1.0	NOPLAT 增长率	-40.4%	251.2%	-38.9%	90.2%	25.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	22.0%	10.2%	12.1%	26.0%	14.5%
投资和汇兑收益	-2.1	-2.6	-	-	-	净资产增长率	74.0%	12.9%	9.7%	17.6%	17.1%
营业利润	124.1	465.2	304.7	600.3	759.2	利润率					
加: 营业外净收支	-5.5	-5.7	-	-	-	毛利率	11.1%	21.1%	14.0%	19.6%	21.0%
利润总额	118.6	459.5	304.7	600.3	759.2	营业利润率	3.2%	12.5%	8.8%	12.1%	13.6%
减: 所得税	24.0	46.6	45.7	90.0	113.9	净利率	2.7%	9.6%	6.9%	9.7%	11.0%
净利润	105.3	355.2	240.9	479.6	613.1	EBITDA/营业收入	6.8%	16.9%	12.5%	15.0%	16.4%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	4.0%	13.5%	9.2%	12.3%	13.7%
货币资金	847.6	645.9	988.6	707.5	659.1	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	112	137	153	118	114
应收帐款	296.7	374.3	399.0	569.3	641.4	流动营业资本周转天数	46	69	84	85	107
应收票据	237.5	197.8	19.3	27.5	31.0	流动资产周转天数	146	184	215	177	180
预付帐款	79.7	110.8	293.7	537.8	808.0	应收帐款周转天数	20	33	37	29	33
存货	437.7	557.0	568.1	758.2	839.3	存货周转天数	45	50	58	48	51
其他流动资产	-0.0	-0.0	0.9	2.0	3.3	总资产周转天数	306	364	427	338	333
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	200	243	289	242	257
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	119.1	148.2	147.6	147.6	147.6	ROE	4.7%	18.3%	10.5%	17.5%	18.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	2.6%	10.8%	5.9%	10.4%	11.9%
固定资产	1,428.3	1,403.4	1,550.6	1,700.8	1,843.7	ROIC	6.5%	18.7%	10.4%	17.6%	17.6%
在建工程	78.6	212.2	256.1	278.0	289.0	费用率					
无形资产	75.4	113.7	111.8	110.0	108.3	销售费用率	3.8%	4.0%	3.9%	3.9%	3.9%
其他非流动资产	80.3	69.6	76.3	74.0	71.2	管理费用率	2.2%	3.3%	3.2%	3.2%	3.2%
资产总额	3,680.9	3,832.8	4,411.9	4,912.7	5,441.8	财务费用率	0.8%	0.9%	0.5%	0.2%	0.2%
短期债务	580.7	537.4	435.1	334.6	259.5	三费/营业收入	6.9%	8.2%	7.6%	7.4%	7.3%
应付帐款	285.6	361.5	347.3	463.6	513.1	偿债能力					
应付票据	-	51.1	-	-	-	资产负债率	45.8%	41.2%	43.9%	40.8%	37.4%
其他流动负债	493.5	373.6	381.7	439.1	503.7	负债权益比	84.4%	70.1%	78.4%	68.9%	59.8%
长期借款	204.6	13.0	13.0	13.0	13.0	流动比率	1.28	1.21	1.69	1.85	2.08
其他非流动负债	-	5.5	586.7	586.7	586.7	速动比率	0.97	0.85	1.27	1.31	1.49
负债总额	1,684.7	1,578.9	1,938.8	2,004.7	2,035.6	利息保障倍数	4.78	14.46	19.01	53.00	87.27
少数股东权益	92.4	150.2	166.5	194.0	223.1	分红指标					
股本	675.1	675.1	810.1	810.1	810.1	DPS(元)	0.09	0.19	0.09	0.18	0.23
留存收益	1,228.7	1,428.6	1,496.5	1,903.8	2,373.0	分红比率	66.8%	43.1%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	1,996.2	2,253.8	2,473.0	2,908.0	3,406.2	股息收益率	0.5%	1.0%	0.5%	1.0%	1.2%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	94.6	412.9	240.9	479.6	613.1	EPS(元)	0.13	0.44	0.30	0.59	0.76
加: 折旧和摊销	109.0	126.8	114.8	132.4	150.7	BVPS(元)	2.46	2.78	3.05	3.59	4.20
资产减值准备	35.0	6.3	-85.2	1.0	1.0	PE(X)	141.7	42.0	61.9	31.1	24.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.5	6.6	6.0	5.1	4.4
财务费用	31.2	36.6	39.1	16.9	11.5	P/FCF	-26.5	-690.7	43.3	-38.5	19,610.7
投资收益	2.1	2.6	-	-	-	P/S	3.8	4.0	4.3	3.0	2.7
少数股东损益	-10.7	57.8	18.1	30.6	32.3	EV/EBITDA	48.6	20.7	35.7	21.4	17.4
营运资金的变动	-363.0	-184.8	-25.8	-445.0	-319.2	CAGR(%)	75.4%	16.0%	48.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	-65.4	383.1	279.7	210.3	486.7	PEG	1.9	2.6	1.3	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-105.2	-165.7	-302.3	-303.0	-303.0	ROIC/WACC	0.6	1.8	1.0	1.7	1.6
融资活动产生现金流量	563.9	-323.7	447.2	-255.9	-267.8	REP	8.9	2.8	5.4	2.6	2.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

浙江龙盛：打破溴化丁基橡胶国际垄断

公司快报

报告关键点：

- 溴化丁基橡胶打破国际垄断
- 溴化丁基橡胶产业化指日可待
- 提高目标价至19.5元，维持买入-A投资评级

报告摘要：

- 溴化丁基橡胶打破国际垄断：**公司下属控股子公司杭州龙山化工有限公司和浙江齐成科技有限公司、浙江大学教授陈甘棠等两人成立的溴化丁基橡胶中试小组试验的工业化溴化丁基橡胶生产技术取得突破。溴化丁基橡胶是目前为止制造无内胎轮胎和医药用制品不可替代的原材料。溴化丁基橡胶技术一直掌控在美国的埃克森和德国的朗盛手中，而且绝不转让技术。此次，浙江龙盛的突破打破了国际垄断，这意味着我国轮胎生产所需的材料可以完全国产。
- 溴化丁基橡胶产业化指日可待：**我国每年约需25万吨溴化丁基橡胶，全部依靠进口。一条普通汽车轮胎中溴化丁基橡胶成本占1/6，由于以前处于垄断之中，国际企业可以任意涨价，溴化丁基橡胶国产化后，价格下降，我国轮胎行业的竞争力进一步增强。公司目前的中试装置是1000吨，下一步建设3000吨的中试装置。根据此装置的经济效益来确定未来的投资计划，我们认为溴化丁基橡胶的产业化指日可待。当前溴化丁基橡胶售价高达5万元/吨，预计其生产成本不足2万元/吨，盈利能力非常可观，我国已经成为世界第一大汽车生产国，预计2010年汽车轮胎产量将超过4亿条，随着汽车轮胎子午化、无内胎化、绿色化，高性能的溴化丁基橡胶将逐步取代传统的丁苯橡胶，未来市场空间巨大。
- 收购德司达公司完善全球产业链：**公司收购美国dystar资产，交易价格为1000 万美元，而dystar美国公司账面净资产2010 年中期为2007.9万美元，净利润为258.0万美元，相对于0.5倍PB，2倍PE，收购价格低廉。此次成功收购后，将获得德司达完整的国际销售和服务网络，大大增强公司在北美洲的扩展能力，提升公司在全球染料行业的地位。
- 维持“买入-A”投资评级：**我们看好公司在溴化丁基橡胶行业的发展前景，以及在全球染料行业的地位，不考虑收购德士达可能带来的业绩增厚，以及溴化丁基橡胶产业化后的业绩增厚，预计2010、2011年的每股收益分别为0.58元、0.78元，按照2011年25倍PE，6个月目标价19.5元，维持“买入-A”投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,225.4	4,619.4	6,321.6	8,072.9	8,458.3
Growth(%)	26.3%	9.3%	36.8%	27.7%	4.8%
净利润	470.5	669.2	852.0	1,147.7	1,241.7
Growth(%)	21.3%	42.2%	27.3%	34.7%	8.2%
毛利率(%)	25.8%	25.5%	25.5%	27.3%	27.7%
净利润率(%)	11.1%	14.5%	13.5%	14.2%	14.7%
每股收益(元)	0.32	0.46	0.58	0.78	0.85
每股净资产(元)	2.24	2.93	4.41	5.05	5.70
市盈率	39.9	28.0	22.0	16.4	15.1
市净率	5.7	4.4	2.9	2.5	2.2
净资产收益率(%)	14.6%	16.1%	13.9%	16.3%	15.6%
ROIC(%)	17.5%	17.4%	12.3%	15.9%	16.9%
EV/EBITDA	11.8	21.5	16.1	11.3	10.5
股息收益率	0.6%	0.4%	1.4%	1.8%	2.0%

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格： 19.50 元

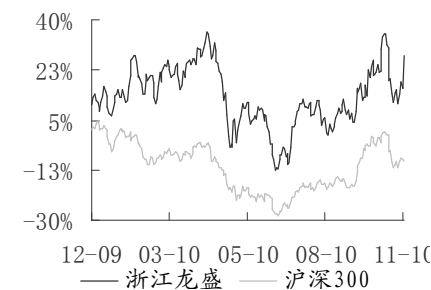
 期限： 6个月 上次预测： 13.60 元
 现价： 12.78 元
 (2010.12.03)

报告日期： 2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	18,766.36
流通市值(百万元)	18,766.36
总股本(百万股)	1,468.42
流通股本(百万股)	1,468.42
12个月最高/最低	8.39/13.77 元
十大流通股东(%)	41.09%
股东户数	80,448

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	10.46	13.55	36.85
绝对收益	4.84	22.99	27.69

研究员

刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
证书编号	S1450208100171
谭志勇	行业分析师
021-68765172	tanzy2@essence.com.cn
证书编号	S1450210090005

前期研究成果

浙江龙盛：打造染料航母，树立民族品牌

2010-07-29

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-11-30		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,225.4	4,619.4	6,321.6	8,072.9	8,458.3	成长性					
减: 营业成本	3,136.5	3,441.1	4,711.4	5,866.6	6,118.3	营业收入增长率	26.3%	9.3%	36.8%	27.7%	4.8%
营业税费	12.0	11.8	15.7	20.0	21.0	营业利润增长率	23.6%	43.8%	38.7%	36.4%	8.2%
销售费用	140.9	133.1	177.9	227.2	238.1	净利润增长率	21.3%	42.2%	27.3%	34.7%	8.2%
管理费用	267.8	304.9	360.8	460.8	482.8	EBITDA 增长率	35.9%	20.4%	33.3%	37.5%	6.9%
财务费用	126.2	39.6	75.7	92.3	82.0	EBIT 增长率	32.6%	21.9%	41.3%	35.4%	7.0%
资产减值损失	79.8	20.0	78.0	64.6	-21.6	NOPLAT 增长率	31.8%	21.0%	31.2%	33.9%	7.0%
加: 公允价值变动收益	-4.3	-	-	-	-	投资资本增长率	21.2%	86.1%	3.5%	0.4%	10.9%
投资和汇兑收益	64.5	82.3	140.0	80.0	-	净资产增长率	18.6%	30.8%	50.6%	14.6%	12.9%
营业利润	522.4	751.3	1,042.1	1,421.4	1,537.7	利润率					
加: 营业外净收支	-1.1	13.5	13.0	-	-	毛利率	25.8%	25.5%	25.5%	27.3%	27.7%
利润总额	521.3	764.8	1,055.1	1,421.4	1,537.7	营业利润率	12.4%	16.3%	16.5%	17.6%	18.2%
减: 所得税	42.1	71.6	158.3	213.2	230.7	净利率	11.1%	14.5%	13.5%	14.2%	14.7%
净利润	479.2	693.2	852.0	1,147.7	1,241.7	EBITDA/营业收入	18.9%	20.8%	20.3%	21.9%	22.3%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	15.3%	17.1%	17.7%	18.7%	19.1%
货币资金	1,126.1	1,472.4	732.2	1,729.6	1,744.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	88	99	86	100	120
应收帐款	848.0	1,607.4	1,940.1	2,294.5	2,647.2	流动营业资本周转天数	171	269	283	226	243
应收票据	440.2	445.8	621.9	804.7	830.5	流动资产周转天数	259	361	379	364	409
预付帐款	414.1	745.0	1,027.8	1,492.1	1,972.0	应收帐款周转天数	55	59	68	68	70
存货	583.7	1,572.1	3,145.2	2,539.9	3,177.8	存货周转天数	52	86	137	131	125
其他流动资产	0.3	0.9	0.6	0.5	0.5	总资产周转天数	441	604	604	567	611
可供出售金融资产	125.1	103.2	511.7	511.7	511.7	投资资本周转天数	327	468	453	362	365
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	441.3	453.1	481.5	481.5	481.5	ROE	14.6%	16.1%	13.9%	16.3%	15.6%
投资性房地产	7.5	7.2	1.8	1.8	1.8	ROA	7.8%	7.4%	7.6%	8.9%	8.6%
固定资产	1,194.7	1,352.3	1,677.9	2,805.6	2,814.2	ROIC	17.5%	17.4%	12.3%	15.9%	16.9%
在建工程	370.8	967.9	1,096.8	338.4	382.6	费用率					
无形资产	542.4	609.1	590.8	573.0	555.8	销售费用率	3.3%	2.9%	2.8%	2.8%	2.8%
其他非流动资产	31.0	33.0	31.5	16.8	7.1	管理费用率	6.3%	6.6%	5.7%	5.7%	5.7%
资产总额	6,125.2	9,369.3	11,859.6	13,590.2	15,126.9	财务费用率	3.0%	0.9%	1.2%	1.1%	1.0%
短期债务	812.8	969.2	1,788.6	1,685.0	1,581.6	三费/营业收入	12.7%	10.3%	9.7%	9.7%	9.5%
应付帐款	454.9	650.3	743.8	961.9	1,041.7	偿债能力					
应付票据	705.9	1,239.3	1,549.0	1,787.3	2,026.3	资产负债率	46.3%	54.1%	45.4%	45.4%	44.6%
其他流动负债	271.8	175.3	130.8	138.3	151.0	负债权益比	86.3%	117.9%	83.2%	83.1%	80.6%
长期借款	211.3	295.7	295.7	295.7	295.7	流动比率	1.50	1.81	1.74	1.91	2.12
其他非流动负债	356.3	1,552.3	805.1	1,223.0	1,569.1	速动比率	1.23	1.32	0.99	1.34	1.46
负债总额	2,837.8	5,069.2	5,385.4	6,169.4	6,750.0	利息保障倍数	5.14	19.99	14.77	16.40	19.74
少数股东权益	129.2	299.6	340.0	394.4	453.2	分红指标					
股本	659.0	1,318.0	1,468.4	1,468.4	1,468.4	DPS(元)	0.08	0.04	0.17	0.23	0.25
留存收益	2,471.9	2,631.2	4,665.8	5,557.9	6,455.3	分红比率	25.1%	9.8%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	3,287.4	4,300.0	6,474.2	7,420.7	8,376.9	股息收益率	0.6%	0.4%	1.4%	1.8%	2.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	479.2	693.2	852.0	1,147.7	1,241.7	EPS(元)	0.32	0.46	0.58	0.78	0.85
加: 折旧和摊销	151.2	171.7	165.4	250.9	266.5	BVPS(元)	2.24	2.93	4.41	5.05	5.70
资产减值准备	79.7	20.0	78.0	64.6	-21.6	PE(X)	39.9	28.0	22.0	16.4	15.1
公允价值变动损失	4.3	-	-	-	-	PB(X)	5.7	4.4	2.9	2.5	2.2
财务费用	33.3	53.3	0.6	75.7	92.3	P/FCF	58.7	-12.5	58.3	18.6	74.7
投资收益	-64.5	-82.3	-140.0	-80.0	-	P/S	4.4	4.1	3.0	2.3	2.2
少数股东损益	8.8	24.0	44.8	60.4	65.4	EV/EBITDA	11.8	21.5	16.1	11.3	10.5
营运资金的变动	399.0	-1,220.8	-1,777.1	441.4	-781.1	CAGR(%)	36.1%	23.5%	13.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	728.1	-569.2	-701.1	1,977.3	852.8	PEG	1.1	1.2	1.6	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-970.8	-752.0	-899.5	-523.0	-303.0	ROIC/WACC	1.5	1.5	1.1	1.4	1.5
融资活动产生现金流量	358.3	1,603.8	811.2	-540.1	-558.0	REP	1.5	1.7	2.3	1.7	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

齐翔腾达：碳四深深深几许

公司快报

报告关键点：

- 碳四供应稳定充足是公司核心竞争力
- 全球甲乙酮未来净增产能有限
- 超募资金掘金碳四更深度精细化
- 提高盈利预测和目标价，维持买入-A投资评级

报告摘要：

- **碳四供应稳定充足是公司核心竞争力：**公司一直专注于对石油加工副产品碳四进行深加工以转化成高附加值精细化工产品业务，超募资金扩建4万吨甲乙酮后总产能将达到18万吨，跃居世界第一。由于适合作为甲乙酮生产原料的富含丁烯的碳四供应量有限，国内碳四市场一直以来供应不足，争夺碳四原料资源成为甲乙酮企业首要战略；根据合作协议，目前中国石化齐鲁分公司和中国石化青岛炼化每年分别可提供20万吨和60万吨以上的碳四原料给公司淄博、青岛基地。
- **全球甲乙酮未来净增产能有限：**制取甲乙酮的方法主要有两种，以硫酸为催化剂的间接水合法、以离子交换树脂为催化剂的直接水合法。硫酸法是较早实现工业化的工艺路线，目前国外甲乙酮生产企业主要采用硫酸法间接水合工艺，随着环保要求的提高，该工艺逐渐被淘汰。树脂法直接水合法开发较晚，树脂法与硫酸法相比具有较大的竞争优势，近十几年新建甲乙酮装置以采用该工艺为主。我国甲乙酮行业全部采用树脂法生产工艺。考虑到国际上的甲乙酮生产企业巨头多是日本、美国等的采取硫酸法的老装置，这些装置在其使用期限一到必然面临永久性关闭，国际市场甲乙酮供应量的减少将成为甲乙酮价格稳定走高的重要保障因素，国内甲乙酮行业在中长期内将赢得一个良好的生存环境。
- **超募资金掘金碳四更深度精细化：**公司将利用充足的碳四资源，不断进行精细化，超募资金公告扩建4万吨甲乙酮，新建7万吨丁二烯，均是围绕碳四进行的深加工，尚有6亿超募资金，参照淄博市相关政府新闻，投资稀土顺丁橡胶的可能性比较大，稀土顺丁橡胶即是在丁二烯的基础再精细化。预计2010年，我国合成橡胶的消费总量将达到450万吨，进口量将达到160万吨，进口依存度在35%左右，尤其是在高端的特种橡胶领域，进口替代的市场潜力很大。钕系元素为催化剂的稀土顺丁橡胶相对镍系顺丁橡胶，抗湿滑性明显改善，滚动阻力小，综合性能显著更优，有望替换镍系顺丁橡胶。公司作为齐鲁石化公司橡胶厂的改制企业，在橡胶领域有着良好的基础，并且掌握着高纯聚异丁烯和丁二烯等橡胶重要原料的生产能力，我们看好公司在稀土顺丁橡胶方面庞大的市场空间。
- **提高盈利预测和目标价，维持买入-A投资评级：**由于甲乙酮价格四季度的超预期，我们提高公司2010/2011/2012年的业绩预测至2.03元/2.07元/2.46元（暂时不考虑丁二烯或者稀土顺丁橡胶的业绩贡献），提高盈利预测，维持买入-A投资评级，按照2011年30倍PE，提高6个月目标价至62.1元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,115.5	1,297.5	2,329.7	2,505.4	2,907.3
Growth(%)	23.8%	16.3%	79.6%	7.5%	16.0%
净利润	143.6	173.5	526.3	537.7	638.2
Growth(%)	2.6%	20.8%	203.3%	2.2%	18.7%
毛利率(%)	23.7%	22.8%	31.3%	29.3%	29.8%
净利率(%)	12.9%	13.4%	22.6%	21.5%	22.0%
每股收益(元)	0.55	0.67	2.03	2.07	2.46
每股净资产(元)	1.50	1.85	9.52	10.99	12.82
市盈率	81.1	67.2	22.1	21.7	18.3
市净率	30.0	24.3	4.7	4.1	3.5
净资产收益率(%)	37.0%	36.1%	21.3%	18.9%	19.2%
ROIC(%)	34.3%	26.2%	70.4%	40.2%	39.3%
EV/EBITDA	37.8	28.8	14.7	13.9	11.4
股息收益率	0.0%	0.0%	1.4%	1.4%	1.6%

评级：
买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：
62.10 元

期限： 6 个月 上次预测： 42.00 元

现价： 44.89 元

(2010.

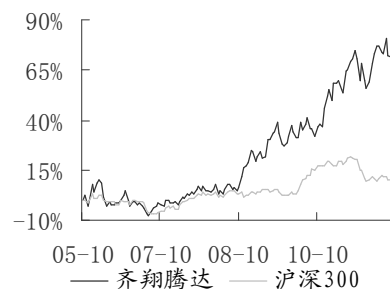
12.03)

报告日期：
2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	11,651.65
流通市值(百万元)	2,917.85
总股本(百万股)	259.56
流通股本(百万股)	65.00
12 个月最高/最低	24.33/48.68 元
十大流通股(%)	12.30%
股东户数	21,584

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	17.07	29.95	80.42
绝对收益	8.17	37.95	68.13

研究员

谭志勇
行业分析师

021-68765172

tanzy2@essence.com.cn

证书编号

S1450210090005

刘军
首席行业分析师

021-68766167

liujun@essence.com.cn

证书编号

S1450208100171

前期研究成果

齐翔腾达：齐翔碳四，腾达精化

2010-08-30

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-2		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,115.5	1,297.5	2,329.7	2,505.4	2,907.3	成长性					
减: 营业成本	850.6	1,001.4	1,600.3	1,771.5	2,041.5	营业收入增长率	23.8%	16.3%	79.6%	7.5%	16.0%
营业税费	5.4	7.8	13.3	14.3	16.7	营业利润增长率	17.8%	20.0%	179.5%	2.2%	18.7%
销售费用	24.0	28.4	41.9	45.1	52.3	净利润增长率	2.6%	20.8%	203.3%	2.2%	18.7%
管理费用	22.3	17.4	23.3	25.1	29.1	EBITDA 增长率	28.5%	30.5%	127.9%	5.1%	18.7%
财务费用	17.6	14.9	1.1	-10.9	-16.5	EBIT 增长率	28.1%	17.0%	163.0%	0.3%	18.1%
资产减值损失	3.0	-3.5	4.0	0.5	1.1	NOPLAT 增长率	14.7%	16.8%	179.9%	0.3%	18.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	53.1%	4.0%	75.6%	20.8%	13.2%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	EBIT/营业收入	24.5%	23.6%	414.5%	15.4%	16.7%
营业利润	192.6	231.1	645.8	659.8	783.1	利润率					
加: 营业外净收支	-0.6	-1.8	-	-	-	毛利率	23.7%	22.8%	31.3%	29.3%	29.8%
利润总额	192.0	229.3	645.8	659.8	783.1	营业利润率	17.3%	17.8%	27.7%	26.3%	26.9%
减: 所得税	48.4	55.8	119.5	122.1	144.9	净利润率	12.9%	13.4%	22.6%	21.5%	22.0%
净利润	143.6	173.5	526.3	537.7	638.2	EBITDA/营业收入	21.5%	24.1%	30.6%	29.9%	30.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	18.8%	19.0%	27.8%	25.9%	26.4%
货币资金	165.7	174.0	1,669.1	1,716.8	1,966.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	95	134	78	98	107
应收帐款	58.4	21.0	92.3	99.3	115.2	流动营业资本周转天数	86	64	67	91	91
应收票据	23.5	31.0	129.3	139.1	161.4	流动资产周转天数	106	92	185	302	287
预付帐款	12.2	32.8	55.3	80.3	109.0	应收帐款周转天数	17	11	9	14	13
存货	59.8	87.7	107.0	118.5	136.6	存货周转天数	15	21	15	16	16
其他流动资产	-0.0	0.0	0.0	-0.0	-	总资产周转天数	212	232	278	420	406
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	192	204	159	209	210
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	37.0%	36.1%	21.3%	18.9%	19.2%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	17.0%	20.9%	19.0%	17.5%	18.3%
固定资产	504.4	458.3	546.7	810.7	922.3	ROIC	34.3%	26.2%	70.4%	40.2%	39.3%
在建工程	-	6.3	153.1	90.6	58.1	费用率					
无形资产	19.2	18.3	17.7	17.1	16.5	销售费用率	2.2%	2.2%	1.8%	1.8%	1.8%
其他非流动资产	1.9	1.3	1.6	1.4	1.4	管理费用率	2.0%	1.3%	1.0%	1.0%	1.0%
资产总额	845.2	830.7	2,772.2	3,073.7	3,487.1	财务费用率	1.6%	1.1%	0.0%	-0.4%	-0.6%
短期债务	330.0	248.0	162.8	77.6	-	三费/营业收入	5.7%	4.7%	2.8%	2.4%	2.2%
应付帐款	108.9	70.4	134.7	149.1	171.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	54.0%	42.2%	10.8%	7.2%	4.6%
其他流动负债	17.7	31.9	26.1	32.2	39.2	负债权益比	117.5%	72.9%	12.2%	7.8%	4.8%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	0.70	0.99	6.83	9.69	15.68
其他非流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	0.56	0.74	6.47	9.16	14.81
负债总额	456.6	350.3	300.4	222.2	158.7	利息保障倍数	11.95	16.56	612.71	-59.43	-46.52
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	194.6	194.6	259.6	259.6	259.6	DPS(元)	-	-	0.61	0.62	0.74
留存收益	194.1	285.9	2,212.2	2,592.0	3,068.9	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	388.6	480.4	2,471.7	2,851.6	3,328.4	股息收益率	0.0%	0.0%	1.4%	1.4%	1.6%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	143.6	173.5	526.3	537.7	638.2	EPS(元)	0.55	0.67	2.03	2.07	2.46
加: 折旧和摊销	29.4	66.8	65.8	100.3	122.5	BVPS(元)	1.50	1.85	9.52	10.99	12.82
资产减值准备	3.0	-3.5	4.0	0.5	1.1	PE(X)	81.1	67.2	22.1	21.7	18.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	30.0	24.3	4.7	4.1	3.5
财务费用	0.6	17.6	14.9	1.1	-10.9	P/FCF	94.0	185.9	-93.4	65.0	33.2
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	10.4	9.0	5.0	4.7	4.0
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	37.8	28.8	14.7	13.9	11.4
营运资金的变动	-65.4	-7.6	-169.2	-46.6	-72.0	CAGR(%)	55.3%	54.4%	8.9%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	134.3	244.1	428.0	581.0	673.3	PEG	1.5	1.2	2.5	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-155.1	-56.8	-301.0	-301.0	-201.0	ROIC/WACC	3.6	2.8	7.5	4.3	4.2
融资活动产生现金流量	109.6	-178.9	1,220.9	-235.6	-252.6	REP	3.5	4.3	1.1	1.5	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

佛山照明：布局完成，落实见效

公司快报

报告关键点：

- 新能源汽车核心产业链完成布局
- 《节能与新能源汽车产业规划(2011-2020年)》即将出台
- 维持盈利预测和买入-A投资评级，提高目标价至27元

报告摘要：

- 新能源汽车核心产业链完成布局：**锂动力电池最上游碳酸锂资源，通过引入俄罗斯专家团队与盐湖集团合作，借用原蓝科锂业项目公司，在全世界首次突破高镁锂比盐湖卤水提锂难题。正极材料磷酸铁锂，公司同时在青海西宁和佛山本部基地进行生产，其中在西宁将联合合肥锂鑫能源，初期建设2000吨/年磷酸铁锂产能，主要面向终端市场销售，在佛山联合台湾必翔，初期也是建设2000吨/年磷酸铁锂产能，并将依据市场需求逐渐扩大到1万吨规模。锂电芯及其PACK成组也将在佛山本部基地进行，联合台湾必翔，初期建设1亿AH/年产能，并将依据市场需求逐渐扩大到3亿AH规模，同时也将在佛山设立纯电动汽车生产基地，计划在2010年内完成生产20辆用于示范线路，2011年内达到300辆/年产能，2012年内达到2000辆/年产能。目前碳酸锂项目、西宁磷酸铁锂项目已经完全敲定，在佛山基地与台湾必翔的磷酸铁锂项目及其后的锂电芯生产与锂电池成组，尚在意向阶段，期待进一步的细化措施。
- 《节能与新能源汽车产业规划(2011-2020年)》即将出台：**由工信部牵头制定的《节能与新能源汽车产业规划(2011-2020年)》已经基本完成，未来10年政府财政投入1000亿元，打造新能源汽车产业链。其中，500亿元为节能与新能源汽车产业发展专项资金，重点支持关键技术研发和产业化，促进公共平台等联合开发机制；300亿元用于支持新能源汽车示范推广；200亿元用于推广混合动力汽车为重点的节能汽车。未来10年，政府在税收政策给予节能与新能源汽车推广以很大优惠。到2020年新能源汽车产业化和市场规模要达到全球第一。其中，新能源汽车(插电式混合动力汽车、纯电动汽车、氢燃料电池汽车等)保有量达到500万辆；以混合动力汽车为代表的节能汽车销量达到世界第一，年产量达到1500万辆。我们判断该规划的出台将再次引起市场对锂电池的广泛关注，公司也将在国家新能源汽车产业鼓励政策逐步强化的背景下，深入推进新能源汽车核心产业链各个关键环节，推动公司业绩持续高速增长。
- 维持盈利预测和买入-A投资评级，提高目标价至27元：**我们预计，2010/2011/2012年公司的EPS分别为0.29/0.43/0.75元，其中，传统照明灯与新能源锂电池分别为，2011年，0.29元和0.14元，2012年0.3元和0.45元，动力电池产业链对公司的业绩贡献将从2011年开始迅速增长，并逐渐成长为公司的业绩支柱，按照2012年传统照明灯15倍PE，新能源锂电池50倍PE估值，12个月目标价27元，维持买入-A投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,718.7	1,707.3	1,843.9	2,455.1	3,629.7
Growth(%)	14.9%	-0.7%	8.0%	33.1%	47.8%
净利润	224.2	212.2	280.3	420.6	737.1
Growth(%)	-47.1%	-5.3%	32.1%	50.0%	75.3%
毛利率(%)	20.1%	26.7%	25.0%	28.1%	31.8%
净利润率(%)	13.0%	12.4%	15.2%	17.1%	20.3%
每股收益(元)	0.23	0.22	0.29	0.43	0.75
每股净资产(元)	2.69	2.77	2.97	3.27	3.79
市盈率	75.1	79.4	60.1	40.0	22.8
市净率	6.4	6.2	5.8	5.3	4.5
净资产收益率(%)	8.6%	8.4%	9.7%	13.2%	19.9%
ROIC(%)	16.9%	13.0%	16.3%	22.1%	33.5%
EV/EBITDA	27.6	40.6	34.1	23.7	14.7
股息收益率	1.6%	0.9%	0.5%	0.7%	1.3%

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

27元

期限： 6个月 上次预测： 21.50元

现价： 17.21元

(2010.

12.03)

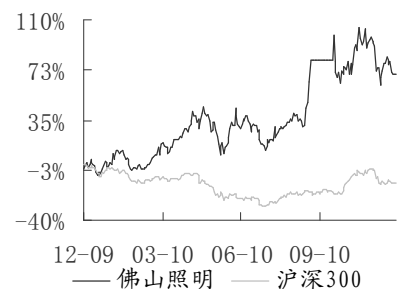
报告日期：

2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	16,841.08
流通市值(百万元)	10,600.36
总股本(百万股)	978.56
流通股本(百万股)	615.94
12个月最高/最低	9.59/21.55元
十大流通股股东(%)	25.07%
股东户数	130,710

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.74)	(13.90)	81.91
绝对收益	(10.41)	(5.75)	69.86

研究员

谭志勇

行业分析师

021-68765172

tanzy2@essence.com.cn

证书编号

S1450210090005

刘军

首席行业分析师

021-68766167

liujun@essence.com.cn

证书编号

S1450208100171

前期研究成果

佛山照明：新能源产业链步步为营、有序推进

2010-10-26

佛山照明：超高镁锂比卤水提锂工业化揭幕者

2010-09-14

佛山照明：新能源车核心产业链日臻完善

2010-08-18

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-3		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,718.7	1,707.3	1,843.9	2,455.1	3,629.7	成长性					
减: 营业成本	1,373.1	1,252.0	1,382.9	1,764.7	2,475.0	营业收入增长率	14.9%	-0.7%	8.0%	33.1%	47.8%
营业税费	12.4	13.6	12.9	17.2	25.4	营业利润增长率	-45.2%	-2.0%	19.7%	56.2%	75.3%
销售费用	59.2	68.2	59.0	78.6	116.2	净利润增长率	-47.1%	-5.3%	32.1%	50.0%	75.3%
管理费用	112.2	112.1	97.7	130.1	192.4	EBITDA 增长率	-36.0%	-3.4%	19.2%	44.2%	60.0%
财务费用	-4.9	-5.0	-9.0	-9.7	-10.5	EBIT 增长率	-46.5%	-2.1%	18.6%	57.6%	76.7%
资产减值损失	6.0	3.2	-8.5	2.0	6.7	NOPLAT 增长率	-49.0%	0.3%	23.3%	51.2%	76.6%
加: 公允价值变动收益	-54.1	-	-0.1	-	-	投资资本增长率	31.0%	-2.1%	11.7%	16.6%	20.9%
投资和汇兑收益	165.0	3.0	10.0	25.5	48.0	净资产增长率	-12.8%	2.8%	7.3%	10.1%	16.1%
营业利润	271.7	266.2	318.7	497.7	872.6	利润率					
加: 营业外净收支	2.8	3.9	15.0	3.0	5.0	毛利率	20.1%	26.7%	25.0%	28.1%	31.8%
利润总额	274.5	270.1	333.7	500.7	877.6	营业利润率	15.8%	15.6%	17.3%	20.3%	24.0%
减: 所得税	49.1	43.8	53.4	80.1	140.4	净利率	13.0%	12.4%	15.2%	17.1%	20.3%
净利润	224.2	212.2	280.3	420.6	737.1	EBITDA/营业收入	23.5%	22.8%	25.2%	27.3%	29.5%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	15.5%	15.3%	16.8%	19.9%	23.8%
货币资金	927.9	1,036.6	1,185.0	1,218.4	1,374.3	运营效率					
交易性金融资产	-	0.1	-	-	-	固定资产周转天数	159	148	138	117	89
应收帐款	264.0	297.2	284.9	383.4	569.8	流动营业资本周转天数	79	81	87	98	94
应收票据	38.4	54.1	40.4	53.8	79.6	流动资产周转天数	352	338	335	279	224
预付帐款	49.5	15.6	15.6	15.6	15.6	应收帐款周转天数	45	55	54	43	41
存货	289.5	234.2	265.1	338.3	474.4	存货周转天数	60	55	49	44	40
其他流动资产	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	652	614	595	479	370
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	315	356	345	296	238
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	185.9	254.1	254.0	254.0	254.0	ROE	8.6%	8.4%	9.7%	13.2%	19.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	8.0%	7.6%	9.1%	12.3%	18.3%
固定资产	739.2	667.2	741.5	849.3	940.4	ROIC	16.9%	13.0%	16.3%	22.1%	33.5%
在建工程	126.8	185.0	57.0	71.4	74.3	费用率					
无形资产	191.5	228.1	223.6	219.2	214.9	销售费用率	3.4%	4.0%	3.2%	3.2%	3.2%
其他非流动资产	17.6	22.9	28.0	28.0	28.0	管理费用率	6.5%	6.6%	5.3%	5.3%	5.3%
资产总额	2,830.3	2,995.1	3,095.1	3,431.4	4,025.2	财务费用率	-0.3%	-0.3%	-0.5%	-0.4%	-0.3%
短期债务	-	-	-	-	-	三费/营业收入	9.7%	10.3%	8.0%	8.1%	8.2%
应付帐款	152.5	177.1	151.6	193.4	271.2	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	7.0%	9.7%	6.2%	6.8%	7.8%
其他流动负债	43.1	102.1	81.5	81.5	81.5	负债权益比	7.5%	10.7%	6.6%	7.3%	8.4%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	7.96	5.87	9.78	8.94	8.30
其他非流动负债	0.5	9.9	9.9	9.9	9.9	速动比率	6.49	5.03	8.34	7.43	6.74
负债总额	197.5	289.1	192.9	234.7	312.6	利息保障倍数	-54.67	-52.24	-34.42	-50.14	-82.10
少数股东权益	31.0	45.9	45.9	45.9	45.9	分红指标					
股本	699.0	978.6	978.6	978.6	978.6	DPS(元)	0.28	0.16	0.09	0.13	0.23
留存收益	1,902.8	1,681.5	1,877.8	2,172.2	2,688.2	分红比率	121.6%	72.5%	30.0%	30.0%	30.0%
股东权益	2,632.7	2,706.0	2,902.2	3,196.7	3,712.7	股息收益率	1.6%	0.9%	0.5%	0.7%	1.3%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	225.4	226.2	280.3	420.6	737.1	EPS(元)	0.23	0.22	0.29	0.43	0.75
加: 折旧和摊销	140.9	133.5	155.3	182.3	210.4	BVPS(元)	2.69	2.77	2.97	3.27	3.79
资产减值准备	6.0	3.2	-8.5	2.0	6.7	PE(X)	75.1	79.4	60.1	40.0	22.8
公允价值变动损失	54.1	-	-0.1	-	-	PB(X)	6.4	6.2	5.8	5.3	4.5
财务费用	8.7	2.5	3.3	-9.0	-9.7	P/FCF	-94.1	68.0	198.5	152.1	59.5
投资收益	-165.0	-3.0	-10.0	-25.5	-48.0	P/S	9.8	9.9	9.1	6.9	4.6
少数股东损益	1.3	14.1	-	-	-	EV/EBITDA	27.6	40.6	34.1	23.7	14.7
营运资金的变动	-131.0	141.5	-47.9	-145.2	-277.2	CAGR(%)	23.1%	48.3%	56.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	126.2	488.6	360.1	424.5	618.6	PEG	3.3	1.6	1.1	-0.4	-0.2
投资活动产生现金流量	-20.6	-222.0	-80.7	-274.6	-252.1	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-273.2	-154.5	-75.1	-116.5	-210.6	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

南都电源：蓄势待发

公司快报

报告关键点：

- 超募资金大举进军锂电池、储能电池
- 铅酸电池-锂电池-燃料电池的完整电池产业布局
- 给予买入-A评级，6个月目标价为42元

报告摘要：

- **超募资金大举进军锂动力电池和储能电池：**日前公司公告将投资13 亿元（其中超募资金10.8亿元），在余杭经济开发区内分别建设年产 800MWh 动力型锂离子电池、1000MWh 动力高能阀控蓄电池、2000MWh 储能用高能阀控蓄电池、400MWh 储能用锂离子电池的生产线。项目达产后预计总销售收入为40.1 亿元，实现净利润4.2 亿元。同时，在正极材料领域刚刚与北京顺成长荣签订《高性能动力电池级磷酸铁锂材料技术合作协议》。在储能领域，阀控铅酸电池具有显著的性价比优势，公司正在建设企业级的储能电站，将起到良好的释放效应。
- **通讯电源更新换代：**公司成功开发出节能环保型高温铅酸电池，该新产品将在2011 年投放市场，将显著的降低通讯基地的空调能耗。该技术目前处于国内领先，一旦推广有望带来行业的重新洗牌。同时，公司将继续加速推进与中国人民解放军防化研究院在铅炭电池方面的合作进程。
- **通讯用磷酸铁锂电池投产，订单明确：**公司通信用磷酸亚铁锂电技术改造项目预计2010 年10 月底将全部建成并投产，三季度已陆续产生新订单，达产后可实现销售收入34528 万元，预计2011年项目将会实现销售。由于公司拥有10年的锂电池行业生产经验，拥有一支成熟的管理和技术团队，公司达产应该比较顺利，因此，2011年预计贡献0.12元的净利润。
- **给予买入-A评级，6个月目标价为42元：**我们预计公司2010/2011/2012三年的EPS 分别为0.44元、0.61元、0.87元。我们认为公司将锂电池、储能电池为新的发展方向以及铅酸电池-锂电池-燃料电池的完整电池产业布局将为公司的长远发展奠定坚实的基础。作为蓄势待发的新能源电池公司，我们给予买入-A评级，6个月目标价为42元。

➤

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,567.1	1,304.3	1,623.2	2,518.8	3,344.3
Growth(%)	73.5%	-16.8%	24.5%	55.2%	32.8%
净利润	116.4	160.8	108.0	151.6	214.5
Growth(%)	146.9%	38.2%	-32.8%	40.4%	41.5%
毛利率(%)	23.1%	27.9%	20.2%	20.2%	20.7%
净利润率(%)	7.4%	12.3%	6.7%	6.0%	6.4%
每股收益(元)	0.47	0.65	0.44	0.61	0.87
每股净资产(元)	1.54	2.03	6.35	6.83	7.51
市盈率	74.7	54.1	80.5	57.4	40.5
市净率	22.8	17.3	5.5	5.1	4.7
净资产收益率(%)	30.6%	31.9%	6.9%	9.0%	11.5%
ROIC(%)	25.1%	21.6%	11.5%	11.7%	12.4%
EV/EBITDA	34.1	32.0	47.4	38.2	28.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.7%

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：**42.00 元**

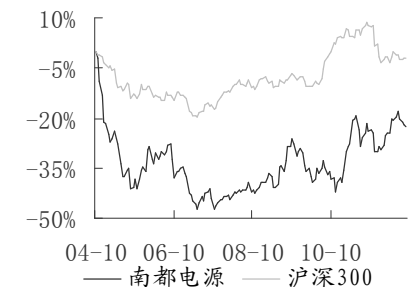
期限： 6 个月 上次预测： 42.00 元
现价： 34.94 元
(2010.12.03)

报告日期：**2010-12-16**

市场数据

总市值(百万元)	8,665.12
流通市值(百万元)	2,166.28
总股本(百万股)	248.00
流通股本(百万股)	62.00
12 个月最高/最低	23.00/48.29 元
十大流通股(%)	10.40%
股东户数	23,058

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	13.87	0.29	(9.21)
绝对收益	4.61	8.44	(22.53)

研究员

刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
证书编号	S1450208100171
谭志勇	行业分析师
021-68765172	tanzhy2@essence.com.cn
证书编号	S1450210090005

前期研究成果

南都电源：通讯、动力、储能电池三箭齐发	2010-10-26
南都电源：股权激励开启新局面	2010-09-07

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-12-2	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	1,567.1	1,304.3	1,623.2	2,518.8	3,344.3	成长性						
减: 营业成本	1,204.8	940.8	1,295.2	2,009.6	2,652.7	营业收入增长率	73.5%	-16.8%	24.5%	55.2%	32.8%	
营业税费	8.6	5.8	8.1	12.5	16.6	营业利润增长率	167.2%	20.5%	-29.1%	40.4%	41.5%	
销售费用	107.7	96.9	120.5	176.3	227.4	净利润增长率	146.9%	38.2%	-32.8%	40.4%	41.5%	
管理费用	49.4	62.9	89.3	138.5	183.9	EBITDA 增长率	110.1%	6.5%	-19.0%	29.4%	40.3%	
财务费用	43.8	21.7	6.5	-3.9	4.5	EBIT 增长率	128.3%	4.4%	-33.5%	30.6%	47.3%	
资产减值损失	4.5	-3.1	-23.4	7.4	6.8	NOPLAT 增长率	110.9%	13.9%	-37.8%	30.6%	47.3%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	32.3%	16.5%	28.6%	38.9%	25.4%	
投资和汇兑收益	0.5	-	-	-	-	净资产增长率	42.4%	32.3%	212.5%	7.6%	10.0%	
营业利润	148.7	179.2	127.1	178.4	252.4	利润率						
加: 营业外净收支	-5.4	7.6	-	-	-	毛利率	23.1%	27.9%	20.2%	20.2%	20.7%	
利润总额	143.3	186.9	127.1	178.4	252.4	营业利润率	9.5%	13.7%	7.8%	7.1%	7.5%	
减: 所得税	26.9	26.1	19.1	26.8	37.9	净利率	7.4%	12.3%	6.7%	6.0%	6.4%	
净利润	116.4	160.8	108.0	151.6	214.5	EBITDA/营业收入	13.1%	16.8%	10.9%	9.1%	9.6%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	12.3%	15.4%	8.2%	6.9%	7.7%	
货币资金	166.8	203.8	693.0	477.8	601.6	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	17	43	67	58	49	
应收帐款	470.1	470.1	536.4	832.3	1,105.1	流动营业资本周转天数	139	187	163	146	157	
应收票据	49.4	2.8	23.3	36.1	47.9	流动资产周转天数	168	230	259	225	209	
预付帐款	20.8	5.0	15.9	32.6	54.8	应收帐款周转天数	79	116	114	97	103	
存货	89.0	191.7	194.0	301.0	397.3	存货周转天数	24	39	43	35	38	
其他流动资产	-	-0.0	0.0	0.0	0.1	总资产周转天数	203	300	347	296	267	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	170	252	249	216	213	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	7.5	5.0	6.3	6.3	6.3	ROE	30.6%	31.9%	6.9%	9.0%	11.5%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	11.9%	13.5%	5.6%	6.9%	7.8%	
固定资产	77.7	231.8	371.4	435.4	476.5	ROIC	25.1%	21.6%	11.5%	11.7%	12.4%	
在建工程	40.3	26.1	45.2	29.0	25.8	费用率						
无形资产	44.8	45.9	44.4	42.9	41.5	销售费用率	6.9%	7.4%	7.4%	7.0%	6.8%	
其他非流动资产	12.0	10.1	9.7	9.7	9.7	管理费用率	3.2%	4.8%	5.5%	5.5%	5.5%	
资产总额	978.4	1,192.4	1,939.6	2,203.3	2,766.7	财务费用率	2.8%	1.7%	0.4%	-0.2%	0.1%	
短期债务	350.0	287.0	144.3	167.3	445.1	三费/营业收入	12.8%	13.9%	13.3%	12.3%	12.4%	
应付帐款	110.8	158.3	168.0	260.7	344.1	偿债能力						
应付票据	-	21.7	21.9	33.9	44.8	资产负债率	61.1%	57.7%	18.8%	23.1%	32.7%	
其他流动负债	52.3	-1.7	19.0	21.2	24.1	负债权益比	156.9%	136.7%	23.2%	30.1%	48.5%	
长期借款	50.0	155.0	-	-	-	流动比率	1.49	1.65	4.09	3.38	2.49	
其他非流动负债	12.2	4.0	7.3	12.3	19.0	速动比率	1.32	1.29	3.54	2.77	2.04	
负债总额	597.6	688.6	365.1	509.6	904.0	利息保障倍数	4.39	9.27	20.66	-44.52	56.89	
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标						
股本	186.0	186.0	248.0	248.0	248.0	DPS(元)	-	-	0.13	0.18	0.26	
留存收益	195.4	318.5	1,326.5	1,445.7	1,614.7	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%	
股东权益	380.8	503.8	1,574.5	1,693.7	1,862.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.4%	0.5%	0.7%	
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	116.4	160.8	108.0	151.6	214.5	EPS(元)	0.47	0.65	0.44	0.61	0.87	
加: 折旧和摊销	12.6	17.6	43.6	54.7	64.5	BVPS(元)	1.54	2.03	6.35	6.83	7.51	
资产减值准备	4.5	-3.1	-23.4	7.4	6.8	PE(X)	74.7	54.1	80.5	57.4	40.5	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	22.8	17.3	5.5	5.1	4.7	
财务费用	27.9	37.9	18.5	6.5	-3.9	P/FCF	-122.9	76.5	-16.7	-27.4	191.2	
投资收益	-0.5	-	-	-	-	P/S	5.5	6.7	5.4	3.5	2.6	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	34.1	32.0	47.4	38.2	28.1	
营运资金的变动	-66.3	-90.5	-35.7	-318.4	-293.4	CAGR(%)	9.2%	10.1%	40.1%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	93.4	120.9	99.0	-108.7	-3.0	PEG	8.1	5.4	2.0	-0.6	-0.4	
投资活动产生现金流量	-60.0	-140.2	-202.6	-101.0	-101.0	ROIC/WACC	2.7	2.3	1.2	1.2	1.3	
融资活动产生现金流量	-11.1	60.2	575.4	-18.6	209.0	REP	3.1	3.1	5.4	4.0	3.1	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

奥克股份：发展迎来新机遇

公司快报

报告关键点：

- 政策扶持利好行业发展
- 积极延伸产业链稳定收益，新项目提升公司长期盈利
- 维持盈利预测和目标价

报告摘要：

- 政策扶持利好行业发展：**近期财政部、科技部、住房和城乡建设部、国家能源局等四部门联合在北京召开会议，对金太阳示范工程和太阳能光电建筑应用示范工程的组织和实施进行动员、部署，加快推进国内光伏发电规模化应用。政策明确表示将进一步加大国内光伏发电的规模化应用，力争2012年以后每年国内应用增加规模不低于1000兆瓦之外。同时对于金太阳和太阳能光电建筑应用示范项目，关键设备等按中标协议价格给予50%补贴；加快开发区、工业园区的连片示范应用；我们认为此次政策将极大推动光伏行业的发展。公司多晶硅切割液的市场占有率达到了70%，光伏产能的高速发展将导致未来的需求超出我们之前的预期。
- 积极延伸产业链稳定收益，新项目提升公司长期盈利：**公司控股子公司锦州奥克计划建设年产200兆瓦多晶硅片生产基地。项目建设期定为2年，总投资为3.25亿元，母公司权益为63%。项目达产后预计年销售收入为15.4亿元，净利润1.4亿元，折合每股收益约0.86元。该项目的建成有助于公司延伸产业链，稳定公司毛利率，减少经营风险，提升公司长期盈利能力。
- 维持盈利预测，目标价和买入-A评级：**公司立足于精细化工行业，可充分享受未来新兴产业发展带来的高额回报。公司业绩增长前景明确，而估值则处于被市场低估的状态。我们维持公司2010年，2011年，2012年EPS 1.2元，2.3元，3元不变，维持买入-A评级和12个月目标价80.9元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	947.1	1,067.9	2,056.8	3,409.0	5,078.6
Growth(%)	81.7%	12.8%	92.6%	65.7%	49.0%
净利润	93.1	167.8	196.9	370.5	488.6
Growth(%)	181.3%	80.4%	17.3%	88.2%	31.9%
毛利率(%)	18.1%	25.3%	14.4%	15.7%	14.5%
净利润率(%)	9.8%	15.7%	9.6%	10.9%	9.6%
每股收益(元)	0.57	1.04	1.22	2.29	3.02
每股净资产(元)	1.30	2.67	17.94	19.78	22.21
市盈率	85.2	47.3	40.3	21.4	16.2
市净率	37.8	18.4	2.7	2.5	2.2
净资产收益率(%)	44.3%	38.8%	6.8%	11.6%	13.6%
ROIC(%)	86.7%	106.6%	38.0%	24.8%	22.3%
EV/EBITDA	29.4	18.5	26.2	14.9	11.9
股息收益率	0.0%	0.4%	0.9%	0.9%	1.2%

评级：

买入-A

上次评级： 买入-A

目标价格：

80.90 元

期限： 12 个月 上次预测： 80.90 元

 现价： 59.30 元
 (2010.12.03)

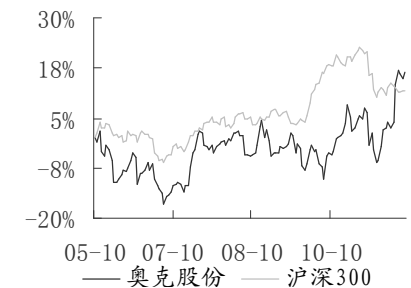
报告日期：

2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	9,606.60
流通市值(百万元)	2,401.65
总股本(百万股)	162.00
流通股本(百万股)	40.50
12个月最高/最低	45.10/84.66 元
十大流通股东(%)	12.49%
股东户数	21,807

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	23.09	9.15	29.92
绝对收益	13.83	17.30	16.60

研究员

刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
证书编号	S1450208100171
谭志勇	行业分析师
021-68765172	tanzy2@essence.com.cn
证书编号	S1450210090005

前期研究成果

奥克股份：走过拐点，趋势向好	2010-10-13
奥克股份：延伸产业链分享“光伏之都”盛宴	2010-09-21
奥克股份：立足环氧，瞄准战略性新兴产业	2010-09-17

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-4		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	947.1	1,067.9	2,056.8	3,409.0	5,078.6	成长性					
减: 营业成本	775.7	798.2	1,759.8	2,875.2	4,340.2	营业收入增长率	81.7%	12.8%	92.6%	65.7%	49.0%
营业税费	3.0	4.4	8.2	13.6	20.3	营业利润增长率	120.4%	77.4%	18.0%	90.0%	31.5%
销售费用	29.2	32.6	51.4	68.2	101.6	净利润增长率	181.3%	80.4%	17.3%	88.2%	31.9%
管理费用	17.2	18.9	30.9	51.1	76.2	EBITDA 增长率	113.7%	76.4%	13.2%	86.9%	30.8%
财务费用	6.5	14.8	-11.8	-19.7	-16.0	EBIT 增长率	115.3%	80.3%	4.1%	91.3%	33.8%
资产减值损失	5.2	3.3	-7.5	1.9	-0.4	NOPLAT 增长率	166.9%	83.6%	2.4%	89.9%	34.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	49.2%	187.4%	190.8%	49.3%	34.0%
投资和汇兑收益	-	-0.0	5.0	20.0	20.0	EBIT/营业收入	60.6%	105.8%	572.6%	10.3%	12.3%
营业利润	110.3	195.7	230.9	438.7	576.7	利润率					
加: 营业外净收支	1.4	4.0	1.0	-1.0	1.0	毛利率	18.1%	25.3%	14.4%	15.7%	14.5%
利润总额	111.7	199.6	231.9	437.7	577.7	营业利润率	11.6%	18.3%	11.2%	12.9%	11.4%
减: 所得税	18.6	31.8	34.8	65.7	86.7	净利润率	9.8%	15.7%	9.6%	10.9%	9.6%
净利润	93.1	167.8	196.9	370.5	488.6	EBITDA/营业收入	13.0%	20.4%	12.0%	13.5%	11.9%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	12.3%	19.7%	10.6%	12.3%	11.0%
货币资金	164.1	346.5	1,699.7	1,399.8	1,200.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	17	23	35	45	35
应收帐款	91.8	224.1	462.1	765.9	1,141.0	流动营业资本周转天数	33	67	101	123	130
应收票据	6.8	112.7	225.4	373.6	556.6	流动资产周转天数	102	186	291	281	216
预付帐款	29.0	50.8	52.6	55.4	59.8	应收帐款周转天数	24	54	60	63	66
存货	26.2	54.0	96.4	196.9	356.7	存货周转天数	11	14	13	15	20
其他流动资产	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	-	总资产周转天数	130	242	366	352	267
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	54	112	168	188	177
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	35.0	101.0	101.0	101.0	ROE	44.3%	38.8%	6.8%	11.6%	13.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	23.4%	16.1%	6.3%	10.6%	12.2%
固定资产	68.6	66.5	330.3	517.4	482.5	ROIC	86.7%	106.6%	38.0%	24.8%	22.3%
在建工程	3.1	55.7	73.7	-	0.6	费用率					
无形资产	3.6	83.2	82.3	86.1	89.7	销售费用率	3.1%	3.1%	2.5%	2.0%	2.0%
其他非流动资产	3.6	11.9	21.6	26.3	31.9	管理费用率	1.8%	1.8%	1.5%	1.5%	1.5%
资产总额	396.9	1,040.3	3,145.1	3,522.4	4,020.1	财务费用率	0.7%	1.4%	-0.6%	-0.6%	-0.3%
短期债务	105.4	356.5	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	5.6%	6.2%	3.4%	2.9%	3.2%
应付帐款	35.4	54.5	120.5	196.9	297.3	偿债能力					
应付票据	-	80.0	4.8	7.9	11.9	资产负债率	47.1%	58.5%	7.6%	9.0%	10.5%
其他流动负债	9.3	18.6	15.7	15.7	15.7	负债权益比	89.1%	140.7%	8.2%	9.9%	11.7%
长期借款	20.0	50.0	50.0	50.0	50.0	流动比率	2.12	1.55	18.11	12.72	10.23
其他非流动负债	16.9	48.6	48.6	48.6	48.6	速动比率	1.93	1.44	17.42	11.82	9.13
负债总额	187.0	608.2	238.6	318.1	422.4	利息保障倍数	18.10	14.20	-18.49	-21.22	-35.04
少数股东权益	-	-	0.2	1.7	4.1	分红指标					
股本	75.0	81.0	162.0	162.0	162.0	DPS(元)	-	0.19	0.43	0.46	0.60
留存收益	133.2	348.3	2,744.3	3,040.7	3,431.5	分红比率	0.0%	17.9%	35.0%	20.0%	20.0%
股东权益	210.0	432.1	2,906.5	3,204.4	3,597.7	股息收益率	0.0%	0.4%	0.9%	0.9%	1.2%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	93.1	167.8	196.9	370.5	488.6	EPS(元)	0.57	1.04	1.22	2.29	3.02
加: 折旧和摊销	6.9	8.4	27.6	42.2	42.5	BVPS(元)	1.30	2.67	17.94	19.78	22.21
资产减值准备	5.2	3.3	-7.5	1.9	-0.4	PE(X)	85.2	47.3	40.3	21.4	16.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	37.8	18.4	2.7	2.5	2.2
财务费用	3.5	5.7	11.8	-11.8	-19.7	P/FCF	115.0	61.9	-7.3	-23.6	-33.4
投资收益	-	0.0	-5.0	-20.0	-20.0	P/S	8.4	7.4	3.9	2.3	1.6
少数股东损益	-	-	0.2	1.5	2.5	EV/EBITDA	29.4	18.5	26.2	14.9	11.9
营运资金的变动	-39.9	-159.9	-400.8	-480.9	-622.8	CAGR(%)	58.7%	43.0%	40.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	70.0	0.8	-200.4	-104.5	-125.7	PEG	1.5	1.1	1.0	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-26.7	-146.4	-377.9	-141.0	8.0	ROIC/WACC	8.7	10.7	3.8	2.5	2.2
融资活动产生现金流量	11.8	328.0	1,945.4	-54.4	-81.7	REP	2.4	0.8	1.2	1.3	1.1

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

普利特：国内改性塑料领跑者

公司快报

报告关键点：

- 国内唯一TLCP生产企业，市场前景广阔
- 公司发展空间巨大
- 股权激励提升公司管理层动力
- 维持增持-A评级

报告摘要：

- 国内唯一TLCP生产企业，市场前景广阔：**TLCP具有优异性能，用途广泛。目前全球只有少数几家公司能生产，普利特是国内唯一具备生产TLCP特种工程塑料能力的企业。公司1.3万吨TLCP进展顺利，预计一期2000吨将于2011年6月投产。投产后公司产能将达到2200吨。产品具有较高的毛利率，将成为公司有力的盈利增长点。按公司可研报告，2011年可实现销售1600吨，新增收入1亿元，新增业绩0.34元；2012年实现销售3000吨，新增收入2.02亿元，新增业绩0.56元。
- 公司发展空间巨大：**公司以中高端产品为主，具有较高的技术壁垒和毛利率。工程塑料具有优异的机械性能、电性能和尺寸稳定性能，但是价格比较昂贵。而通用塑料经过改性后得到的改性塑料在多数领域可以替代工程塑料。改性塑料成本远低于使工程塑料，性价比高，发展空间巨大。公司产品95%用于汽车，且主要集中于内饰件，利润率仅次于功能结构件。在目前国内功能结构件用改性塑料几乎由国外产品垄断的情况下，公司通过产品优势可获得高于国内同行的利润水平。
- 股权激励提升公司管理层动力：**公司拟以现价39.92元对高管实施股权激励300万股，分3年行权，行权条件：以2010年为基数，2011~2013年净利润及ROE增速为25%及11%以上。我们认为该股权激励行权条件较为严格，为公司未来三年的高速发展奠定了基础。
- 维持增持-A评级，上调公司12个月目标价至55.6：**公司竞争优势明显，在国内处于行业的领导者。新建设的TLCP项目盈利能力强劲，将长期利好公司发展。我们预计2010年，2011年，2012年每股收益分别为0.79元，1.39元，1.97元，给予2011年40倍PE，上调12个月目标价至55.6元，维持增持-A评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	363.5	489.6	829.3	1,264.0	1,713.9
Growth(%)	-2.0%	34.7%	69.4%	52.4%	35.6%
净利润	38.9	96.1	106.7	187.6	266.4
Growth(%)	9.1%	146.9%	11.1%	75.9%	42.0%
毛利率(%)	20.4%	29.0%	20.1%	23.7%	24.6%
净利润率(%)	10.7%	19.6%	12.9%	14.8%	15.5%
每股收益(元)	0.29	0.71	0.79	1.39	1.97
每股净资产(元)	1.24	7.38	8.17	9.32	10.87
市盈率	129.6	52.5	47.3	26.9	18.9
市净率	30.2	5.1	4.6	4.0	3.4
净资产收益率(%)	23.3%	9.6%	9.7%	14.9%	18.1%
ROIC(%)	21.3%	40.1%	9.0%	37.8%	34.2%
EV/EBITDA	78.3	47.3	36.9	19.8	13.8
股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	1.1%	1.6%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **55.60 元**

期限： 12 个月 上次预测： 43.40 元

现价： 43.48 元

(2010.

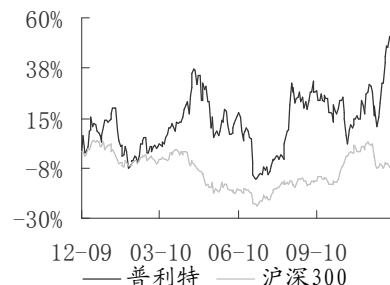
12.03)

报告日期： **2010-12-16**

市场数据

总市值(百万元)	5,869.80
流通市值(百万元)	1,521.80
总股本(百万股)	135.00
流通股本(百万股)	35.00
12个月最高/最低	25.65/46.59 元
十大流通股股东(%)	21.03%
股东户数	10,253

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	23.42	4.07	55.82
绝对收益	13.12	12.22	42.50

研究员

刘军 首席行业分析师
 021-68766167 liujun@essence.com.cn
 证书编号 S1450208100171

谭志勇 行业分析师
 021-68765172 tanzy2@essence.com.cn
 证书编号 S1450210090005

前期研究成果

普利特：立足改性塑料，挺进新材料
 2010-08-19
 普利特：TLCP 新材料获得突破
 2010-05-31

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-12-4	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	363.5	489.6	829.3	1,264.0	1,713.9	成长性						
减: 营业成本	289.3	347.8	662.4	964.8	1,291.6	营业收入增长率	-2.0%	34.7%	69.4%	52.4%	35.6%	
营业税费	1.5	2.3	3.3	5.0	6.7	营业利润增长率	4.5%	153.9%	13.7%	87.0%	42.0%	
销售费用	11.4	16.4	23.9	36.4	49.3	净利润增长率	9.1%	146.9%	11.1%	75.9%	42.0%	
管理费用	15.8	17.4	28.2	43.0	58.3	EBITDA 增长率	9.6%	124.6%	9.5%	91.7%	43.3%	
财务费用	4.6	2.2	-7.0	-6.7	-6.5	EBIT 增长率	9.6%	133.3%	4.7%	92.8%	43.4%	
资产减值损失	0.1	-0.4	0.5	0.8	0.9	NOPLAT 增长率	14.3%	126.1%	2.5%	80.6%	43.4%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	20.2%	357.6%	-57.1%	58.5%	28.3%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	30.4%	497.1%	10.7%	14.1%	16.7%	
营业利润	40.9	103.8	118.0	220.7	313.5	利润率						
加: 营业外净收支	4.5	8.6	7.5	-	-	毛利率	20.4%	29.0%	20.1%	23.7%	24.6%	
利润总额	45.4	112.5	125.5	220.7	313.5	营业利润率	11.3%	21.2%	14.2%	17.5%	18.3%	
减: 所得税	6.5	16.4	18.8	33.1	47.0	净利润率	10.7%	19.6%	12.9%	14.8%	15.5%	
净利润	38.9	96.1	106.7	187.6	266.4	EBITDA/营业收入	13.4%	22.3%	14.4%	18.2%	19.2%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	12.5%	21.7%	13.4%	16.9%	17.9%	
货币资金	99.9	846.7	706.2	626.9	670.1	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	21	31	41	48	54	
应收帐款	80.0	157.9	196.9	300.2	407.0	流动营业资本周转天数	196	465	284	94	99	
应收票据	30.3	30.2	53.7	81.8	111.0	流动资产周转天数	217	482	456	301	252	
预付帐款	2.5	5.9	8.2	11.6	16.1	应收帐款周转天数	100	67	61	71	75	
存货	13.6	44.0	51.3	74.7	100.1	存货周转天数	16	21	21	18	18	
其他流动资产	0.0	0.0	-	0.0	0.0	总资产周转天数	249	525	524	387	339	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	222	503	348	177	183	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	3.3	3.3	3.2	3.2	3.2	ROE	23.3%	9.6%	9.7%	14.9%	18.1%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	14.8%	8.2%	8.5%	12.7%	15.2%	
固定资产	21.5	64.1	123.8	213.9	295.7	ROIC	21.3%	40.1%	9.0%	37.8%	34.2%	
在建工程	8.6	9.8	101.9	157.1	154.3	费用率						
无形资产	2.8	2.6	4.5	6.2	8.0	销售费用率	3.1%	3.3%	2.9%	2.9%	2.9%	
其他非流动资产	0.3	0.4	-1.3	-4.0	-8.0	管理费用率	4.4%	3.6%	3.4%	3.4%	3.4%	
资产总额	262.8	1,165.0	1,248.4	1,471.6	1,757.3	财务费用率	1.3%	0.5%	-0.8%	-0.5%	-0.4%	
短期债务	41.2	50.0	-	-	-	三费/营业收入	8.7%	7.3%	5.4%	5.8%	5.9%	
应付帐款	38.9	96.0	128.5	187.2	250.6	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	36.5%	14.5%	11.7%	14.5%	16.5%	
其他流动负债	8.9	15.4	14.4	17.4	21.5	负债权益比	57.6%	17.0%	13.2%	17.0%	19.7%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	2.54	6.72	7.57	5.59	4.95	
其他非流动负债	6.9	7.9	11.8	17.7	25.8	速动比率	2.39	6.45	7.19	5.21	4.57	
负债总额	96.0	169.3	146.0	213.7	289.2	利息保障倍数	9.98	47.95	-15.83	-32.12	-47.34	
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标						
股本	100.0	135.0	135.0	135.0	135.0	DPS(元)	-	-	0.24	0.42	0.59	
留存收益	66.7	860.7	967.4	1,123.0	1,333.1	分红比率	0.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%	
股东权益	166.7	995.7	1,102.4	1,258.0	1,468.1	股息收益率	0.0%	0.0%	0.6%	1.1%	1.6%	
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	38.9	96.1	106.7	187.6	266.4	EPS(元)	0.29	0.71	0.79	1.39	1.97	
加: 折旧和摊销	3.2	3.3	8.8	15.5	22.1	BVPS(元)	1.24	7.38	8.17	9.32	10.87	
资产减值准备	0.1	-0.4	0.5	0.8	0.9	PE(X)	129.6	52.5	47.3	26.9	18.9	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	30.2	5.1	4.6	4.0	3.4	
财务费用	2.5	5.0	2.5	-7.0	-6.7	P/FCF	-831.4	-6.5	7.2	-53.7	100.1	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	13.9	10.3	6.1	4.0	2.9	
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	78.3	47.3	36.9	19.8	13.8	
营运资金的变动	-5.9	-51.3	-112.8	-88.3	-86.9	CAGR(%)	68.9%	40.5%	42.0%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	41.1	50.2	-3.8	109.0	196.0	PEG	1.9	1.3	1.1	-0.3	-0.2	
投资活动产生现金流量	-4.2	-571.1	-162.9	-163.0	-103.0	ROIC/WACC						
融资活动产生现金流量	-8.8	741.8	-75.0	-49.6	-73.4	REP						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

山西三维：低点已过，前景可期

公司快报

报告关键点：

- 低点已过，前景可期
- PTMEG步入景气周期
- 电石价格恢复常态，成本压力有望缓解

报告摘要：

- 低点已过，前景可期：**上半年需求的萎靡以及原材料价格上涨而向下游传导具有一定的时滞性，导致公司前三季度每股收益为-0.01元。随着需求逐步回暖以及大宗商品价格持续上扬，公司的盈利能力正逐步改善，预计四季度将实现每股收益0.06元。
- PTMEG步入景气周期：**公司7.5万吨Repe法BDO装置基本处满负荷运行状态，而7.5万吨顺酐法BDO装置从10月份开始进入试生产阶段。公司目前生产PTMEG是采用一体化装置，即用自产BDO生产PTMEG。从成本的角度考虑，前三季度PTMEG的毛利率低于BDO，表明公司在生产PTMEG这个环节并不盈利。但是我们认为这种状况会随着供需关系的紧张而迅速改变。预计2010年氨纶产能将达到42.1万吨，PTMEG产能缺口为9.2万吨。根据现有新增产能统计，明年将新增氨纶产能8万吨，而PTMEG仅有4万吨新增产能投产，产能缺口将达到12.3万吨。扩大的产能缺口将造成供给紧张，PTMEG涨价势在必行，这一情况已经初步显现，氨纶企业在购买PTMEG时往往只注重可购买量，而对价格不敏感。PTMEG价格由9月初的26000元上涨到了目前的32000元，毛利率也提升到了30%。
- 电石价格恢复常态，成本压力有望缓解：**受今年节能减排影响，电石企业开工率显著下降导致价格大幅上涨，而公司Repe法BDO成本也随之大幅上扬。由于BDO价格上涨具有一定的滞后性，导致公司前三季度盈利能力有所下滑。但随着节能减排任务的结束以及十二五规划的启动，我们认为电石的价格将恢复常态，公司的成本压力有望缓解。
- 首次覆盖并给予买入-A评级，12个月目标价14.5元：**考虑到公司低点已过，目前正步入景气周期；顺酐法BDO产能的投放也将带来新增长点。我们预计公司2010年，2011年，2012年每股收益分别为0.05元，0.71元，0.79元。首次覆盖并给予买入-A评级，给予11年20倍PE，12个月目标价14.5元。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,645.4	2,270.0	3,023.6	3,922.7	4,341.9
Growth(%)	-2.5%	-14.2%	33.2%	29.7%	10.7%
净利润	1.7	10.6	23.9	326.3	371.1
Growth(%)	-99.5%	543.3%	125.0%	1262.8%	13.7%
毛利率(%)	11.5%	15.5%	13.1%	20.6%	19.7%
净利润率(%)	0.1%	0.5%	0.8%	8.3%	8.5%
每股收益(元)	0.00	0.02	0.05	0.71	0.79
每股净资产(元)	4.61	4.63	4.63	5.18	5.82
市盈率	2,907.4	452.0	200.9	14.7	13.0
市净率	2.2	2.2	2.2	2.0	1.8
净资产收益率(%)	0.0%	0.5%	1.1%	13.4%	13.6%
ROIC(%)	1.9%	2.8%	2.0%	8.9%	9.1%
EV/EBITDA	30.3	22.7	28.7	11.2	10.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	1.4%	1.5%

评级：

买入-A

上次评级：

目标价格：14.50 元

期限：12 个月 上次预测：

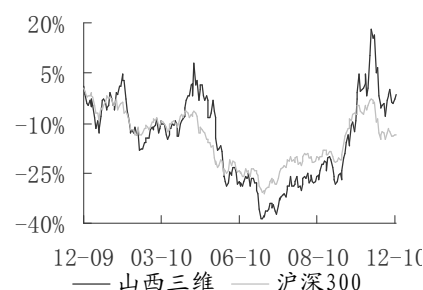
 现价：10.25 元
 (2010.12.03)

报告日期：2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	4,809.96
流通市值(百万元)	4,809.55
总股本(百万股)	469.26
流通股本(百万股)	469.22
12个月最高/最低	6.20/12.99 元
十大流通股东(%)	42.16%
股东户数	56,577

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(0.33)	18.40	11.90
绝对收益	(10.63)	26.55	(1.42)

研究员

刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
证书编号	S1450208100171
谭志勇	行业分析师
021-68765172	tanzhy2@essence.com.cn
证书编号	S1450210090005

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-4		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,645.4	2,270.0	3,023.6	3,922.7	4,341.9	成长性					
减: 营业成本	2,341.1	1,917.0	2,628.6	3,113.0	3,486.1	营业收入增长率	-2.5%	-14.2%	33.2%	29.7%	10.7%
营业税费	9.6	11.0	15.1	19.6	21.7	营业利润增长率	-110.2%	-74.4%	-292.6%	1480.0%	13.3%
销售费用	92.9	75.8	90.7	117.7	130.3	净利润增长率	-99.5%	543.3%	125.0%	1262.8%	13.7%
管理费用	132.4	163.5	181.4	235.4	260.5	EBITDA 增长率	-71.4%	40.2%	-18.5%	148.0%	1.2%
财务费用	60.2	93.0	67.4	55.7	12.3	EBIT 增长率	-98.0%	615.3%	13.8%	377.8%	1.7%
资产减值损失	58.1	22.9	16.2	-0.5	-1.5	NOPLAT 增长率	-85.0%	69.9%	-21.5%	359.9%	2.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	15.7%	9.2%	4.5%	0.7%	-2.6%
投资和汇兑收益	-	0.7	-	-	-	净资产增长率	-2.0%	0.4%	0.0%	12.0%	12.2%
营业利润	-48.9	-12.6	24.2	381.8	432.6	利润率					
加: 营业外净收支	2.9	40.6	4.0	2.0	4.0	毛利率	11.5%	15.5%	13.1%	20.6%	19.7%
利润总额	-46.0	28.0	28.2	383.8	436.6	营业利润率	-1.9%	-0.6%	0.8%	9.7%	10.0%
减: 所得税	-46.7	17.6	4.2	57.6	65.5	净利率	0.1%	0.5%	0.8%	8.3%	8.5%
净利润	1.7	10.6	23.9	326.3	371.1	EBITDA/营业收入	7.9%	12.9%	7.9%	15.0%	13.8%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	0.4%	3.5%	3.0%	11.2%	10.2%
货币资金	248.6	184.5	241.9	313.8	347.4	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	312	408	320	250	218
应收帐款	39.7	131.2	17.0	22.0	24.4	流动营业资本周转天数	21	45	48	44	45
应收票据	51.4	93.4	-	-	-	流动资产周转天数	134	142	109	89	91
预付帐款	174.1	193.2	195.8	198.9	202.4	应收帐款周转天数	4	11	8	2	2
存货	336.5	331.6	432.1	511.7	573.1	存货周转天数	46	57	46	43	45
其他流动资产	0.8	4.3	4.3	4.3	4.3	总资产周转天数	580	710	553	434	395
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	465	608	487	385	345
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	13.5	10.1	-	-	-	ROE	0.0%	0.5%	1.1%	13.4%	13.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	0.0%	0.2%	0.5%	6.8%	7.8%
固定资产	2,526.0	2,619.2	2,749.6	2,700.0	2,551.4	ROIC	1.9%	2.8%	2.0%	8.9%	9.1%
在建工程	874.2	992.9	992.9	992.9	992.9	费用率					
无形资产	43.1	40.1	37.4	34.9	32.6	销售费用率	3.5%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	26.8	13.9	5.0	5.0	5.0	管理费用率	5.0%	7.2%	6.0%	6.0%	6.0%
资产总额	4,334.7	4,614.4	4,676.1	4,783.7	4,733.5	财务费用率	2.3%	4.1%	2.2%	1.4%	0.3%
短期债务	1,140.0	1,286.0	1,432.9	2,203.2	2,297.4	三费/营业收入	10.8%	14.6%	11.2%	10.4%	9.3%
应付帐款	208.2	298.1	363.7	430.7	482.3	偿债能力					
应付票据	20.7	-	50.4	59.7	66.9	资产负债率	50.1%	52.9%	53.6%	49.2%	42.3%
其他流动负债	182.5	83.6	73.0	73.0	73.0	负债权益比	100.5%	112.5%	115.3%	96.7%	73.4%
长期借款	342.1	575.5	575.5	-424.5	-924.5	流动比率	0.47	0.52	0.47	0.39	0.40
其他非流动负债	11.6	48.3	48.3	48.3	48.3	速动比率	0.26	0.33	0.24	0.20	0.20
负债总额	2,172.4	2,442.9	2,504.6	2,351.3	2,004.2	利息保障倍数	0.19	0.87	1.36	7.86	36.30
少数股东权益	5.5	5.3	5.3	5.3	5.3	分红指标					
股本	469.3	469.3	469.3	469.3	469.3	DPS(元)	-	-	0.02	0.14	0.16
留存收益	1,670.7	1,681.3	1,696.9	1,957.9	2,254.8	分红比率	0.0%	0.0%	35.0%	20.0%	20.0%
股东权益	2,162.2	2,171.5	2,171.5	2,432.5	2,729.3	股息收益率	0.0%	0.0%	0.2%	1.4%	1.5%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	12.8	10.4	23.9	326.3	371.1	EPS(元)	0.00	0.02	0.05	0.70	0.79
加: 折旧和摊销	200.1	214.6	146.4	152.6	152.4	BVPS(元)	4.61	4.63	4.63	5.18	5.82
资产减值准备	58.1	22.9	16.2	-0.5	-1.5	PE(X)	2,907.4	452.0	200.9	14.7	13.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.2	2.2	2.2	2.0	1.8
财务费用	81.5	63.1	91.9	67.4	55.7	P/FCF	-25.3	-76.6	-30.0	73.7	64.8
投资收益	-	-0.7	-	-	-	P/S	1.8	2.1	1.6	1.2	1.1
少数股东损益	-1.0	-0.2	-	-	-	EV/EBITDA	30.3	22.7	28.7	11.2	10.4
营运资金的变动	-133.7	-251.1	225.1	-11.5	-8.4	CAGR(%)	683.6%	229.0%	159.8%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	210.4	63.8	479.1	522.5	525.8	PEG	4.3	2.0	1.3	-0.1	-0.1
投资活动产生现金流量	-590.3	-297.0	-286.5	-100.0	-	ROIC/WACC	0.2	0.3	0.2	1.1	1.1
融资活动产生现金流量	138.8	136.1	-79.5	-350.6	-492.3	REP	7.5	4.9	6.7	1.5	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

烟台氨纶：“双纶”驱动

公司快报

报告关键点：

- 氨纶步入景气周期
- 芳纶供不应求，新增产能长期利好公司业绩
- 维持增持-A评级，12个月目标价37.5

报告摘要：

- 氨纶步入景气周期：**目前氨纶企业基本满负荷运转，下游需求异常旺盛。服装产量的快速增长以及消费升级带来的氨纶使用比例不断提高是推动氨纶需求的主要原因，我们预计未来三年仍将是氨纶高速成长的时期。氨纶40D的价格由9月初的51000元/吨大幅上涨至70000元/吨。行业毛利率也得到显著提升，目前估计在40%左右。目前公司有普通氨纶2.3万吨，医用氨纶7000吨，而7000吨舒适氨纶预计将于明年6月建成投产。我们预计2011年公司差别化氨纶收入占比快速上升，达到氨纶业务收入的30%，毛利率远高于普通氨纶。
- 芳纶供不应求，新增产能长期利好公司业绩：**公司目前拥有芳纶1313产能4300吨，国内市场占有率达到60%。公司目前满负荷生产，产品供不应求，可在相当长的一段时间内保持较高的毛利率，并有提升空间。公司目前拥有100吨芳纶1414试生产线，募投1000吨芳纶1414生产线预计明年6月左右投产。目前国内芳纶1414基本依赖于进口，需求量巨大。我们预计公司新增产能投放将在11年和12年分别新增收入0.7亿元和1.3亿元。同时作为国内芳纶1414的领跑者，公司拥有较好的技术储备，可在未来大幅扩张产能，有较大的想象空间。
- 维持增持-A评级，12个月目标价38.5：**公司依靠在氨纶和芳纶业务上的先发优势，在行业竞争中处于领跑地位。公司具有规模效应，技术领先，竞争优势明显。我们预计2010年，2011年，2012年每股收益分别为1.07元，1.50元，1.62元，给予2011年25倍PE，12个月目标价37.5，维持买入-A评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,417.9	1,133.0	1,750.0	2,390.8	2,537.0
Growth(%)	-19.4%	-20.1%	54.5%	36.6%	6.1%
净利润	181.9	109.1	280.2	392.8	421.7
Growth(%)	-48.0%	-40.0%	156.7%	40.2%	7.4%
毛利率(%)	28.1%	22.6%	26.9%	27.3%	26.1%
净利润率(%)	12.8%	9.6%	16.0%	16.4%	16.6%
每股收益(元)	0.70	0.42	1.07	1.50	1.62
每股净资产(元)	6.45	6.50	7.04	8.02	9.07
市盈率	50.4	84.0	32.7	23.4	21.8
市净率	5.4	5.4	5.0	4.4	3.9
净资产收益率(%)	11.3%	7.1%	15.2%	18.8%	17.8%
ROIC(%)	17.7%	9.7%	24.8%	33.5%	29.4%
EV/EBITDA	11.2	19.4	23.5	17.5	16.9
股息收益率	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

37.50 元

期限： 12 个月 上次预测： 28.00 元

现价： 35.14 元

(2010.

12.03)

报告日期：

2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	9,172.95
流通市值(百万元)	5,591.61
总股本(百万股)	261.04
流通股本(百万股)	159.12
12个月最高/最低	19.00/42.30 元
十大流通股(%)	18.79%
股东户数	28,170

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	25.44	36.87	67.20
绝对收益	15.14	45.02	53.88

研究员

刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
证书编号	S1450208100171
谭志勇	行业分析师
021-68765172	tanzhy2@essence.com.cn
证书编号	S1450210090005

前期研究成果

烟台氨纶：对位芳纶中试投产 期待产业化顺利推进	2008-12-03
烟台氨纶：氨纶低迷 芳纶成为业绩支柱	2008-10-28
烟台氨纶：持续创新是成长的源泉	2008-09-09

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-4		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,417.9	1,133.0	1,750.0	2,390.8	2,537.0	成长性					
减: 营业成本	1,019.4	877.0	1,280.0	1,737.1	1,874.0	营业收入增长率	-19.4%	-20.1%	54.5%	36.6%	6.1%
营业税费	6.1	5.4	8.8	12.0	12.7	营业利润增长率	-57.1%	-35.2%	135.0%	41.3%	7.0%
销售费用	35.5	37.2	52.5	71.7	76.1	净利润增长率	-48.0%	-40.0%	156.7%	40.2%	7.4%
管理费用	111.4	85.6	105.0	143.5	152.2	EBITDA 增长率	-44.5%	-24.6%	33.8%	32.9%	-0.7%
财务费用	8.2	-4.0	-10.7	-34.4	-69.6	EBIT 增长率	-57.3%	-39.4%	134.0%	35.2%	-0.7%
资产减值损失	23.5	-5.4	-11.1	0.9	-0.6	NOPLAT 增长率	-52.5%	-41.5%	133.8%	34.1%	-0.3%
加: 公允价值变动收益	-	-0.0	-0.0	-	-	投资资本增长率	6.1%	-8.1%	-1.0%	13.8%	-3.5%
投资和汇兑收益	-	1.2	-	-	-	净资产增长率	56.7%	0.8%	8.3%	13.9%	13.1%
营业利润	213.7	138.5	325.6	460.1	492.1	利润率					
加: 营业外净收支	3.4	3.7	4.0	2.0	4.0	毛利率	28.1%	22.6%	26.9%	27.3%	26.1%
利润总额	217.1	142.2	329.6	462.1	496.1	营业利润率	15.1%	12.2%	18.6%	19.2%	19.4%
减: 所得税	27.1	22.3	49.4	69.3	74.4	净利润率	12.8%	9.6%	16.0%	16.4%	16.6%
净利润	181.9	109.1	280.2	392.8	421.7	EBITDA/营业收入	25.5%	24.0%	20.8%	20.3%	19.0%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	15.6%	11.9%	18.0%	17.8%	16.7%
货币资金	483.8	590.2	903.8	191.3	203.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	228	281	176	140	135
应收帐款	67.7	47.9	9.8	13.4	14.2	流动营业资本周转天数	49	69	37	26	30
应收票据	198.7	238.2	-	-	-	流动资产周转天数	186	308	221	123	74
预付帐款	5.6	9.8	11.1	12.9	14.7	应收帐款周转天数	17	13	5	2	2
存货	166.6	130.9	210.4	285.6	308.1	存货周转天数	45	51	35	37	42
其他流动资产	-0.0	-0.0	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	437	615	416	276	220
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	293	363	224	174	172
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	11.3%	7.1%	15.2%	18.8%	17.8%
投资性房地产	10.2	13.1	-	-	-	ROA	9.8%	6.2%	13.3%	25.2%	27.4%
固定资产	940.6	825.6	885.2	978.3	922.9	ROIC	17.7%	9.7%	24.8%	33.5%	29.4%
在建工程	6.4	32.6	32.6	32.6	32.6	费用率					
无形资产	39.3	45.5	42.5	39.7	37.0	销售费用率	2.5%	3.3%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	10.6	8.1	6.1	6.1	6.1	管理费用率	7.9%	7.6%	6.0%	6.0%	6.0%
资产总额	1,929.4	1,942.0	2,101.6	1,559.8	1,538.6	财务费用率	0.6%	-0.4%	-0.6%	-1.4%	-2.7%
短期债务	-	-	10.0	140.9	324.0	三费/营业收入	10.9%	10.5%	8.4%	7.6%	6.3%
应付帐款	161.5	154.9	177.1	240.3	259.3	偿债能力					
应付票据	-	-	24.5	33.3	35.9	资产负债率	12.7%	12.6%	12.6%	-34.2%	-53.8%
其他流动负债	51.9	61.3	64.1	64.1	64.1	负债权益比	14.6%	14.4%	14.4%	-25.5%	-35.0%
长期借款	-	-	-	-1,000.0	-1,500.0	流动比率	4.32	4.70	4.82	1.15	0.84
其他非流动负债	31.9	28.3	28.3	28.3	28.3	速动比率	3.43	4.10	3.92	0.50	0.36
负债总额	245.3	244.5	264.1	-533.1	-828.4	利息保障倍数	27.22	-33.71	-29.42	-12.36	-6.07
少数股东权益	139.9	146.2	146.2	146.2	146.2	分红指标					
股本	125.5	163.2	261.0	261.0	261.0	DPS(元)	0.48	0.48	0.54	0.53	0.57
留存收益	1,418.7	1,388.2	1,430.3	1,685.7	1,959.7	分红比率	69.0%	115.0%	50.0%	35.0%	35.0%
股东权益	1,684.1	1,697.5	1,837.6	2,092.9	2,367.0	股息收益率	1.4%	1.4%	1.5%	1.5%	1.6%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	190.0	119.9	280.2	392.8	421.7	EPS(元)	0.70	0.42	1.07	1.50	1.62
加: 折旧和摊销	140.1	138.9	49.5	58.8	58.7	BVPS(元)	6.45	6.50	7.04	8.02	9.07
资产减值准备	23.5	-5.4	-11.1	0.9	-0.6	PE(X)	50.4	84.0	32.7	23.4	21.8
公允价值变动损失	-	0.0	-0.0	-	-	PB(X)	5.4	5.4	5.0	4.4	3.9
财务费用	18.4	5.4	-	-10.7	-34.4	P/FCF	-263.2	44.8	30.5	-14.6	62.2
投资收益	-	-1.2	-	-	-	P/S	6.5	8.1	5.2	3.8	3.6
少数股东损益	8.1	10.8	-	-	-	EV/EBITDA	11.2	19.4	23.5	17.5	16.9
营运资金的变动	-74.3	-25.7	252.1	-8.5	-3.6	CAGR(%)	27.4%	52.1%	11.6%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	258.0	235.7	559.9	409.7	406.5	PEG	1.8	1.6	2.8	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-160.2	-29.4	-100.0	-150.0	-	ROIC/WACC	1.8	1.0	2.5	3.4	2.9
融资活动产生现金流量	296.1	-99.9	-119.4	-972.2	-394.8	REP	1.9	4.9	3.2	2.0	2.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

华峰氨纶：行业步入景气周期

公司快报

报告关键点：

- 氨纶行业步入景气周期
- 差别化路线提升盈利能力
- 维持增持-A评级，十二个月目标价16.8

报告摘要：

- 国内氨纶龙头企业：**公司是我国氨纶行业的龙头企业，至2010 年公司拥有48条氨纶生产线，产能达到了4.2 万吨，国内第一，世界第三，规模优势明显。氨纶作为公司的主营业务，占公司营业收入近100%。公司产品线丰富，规格从15D-840D 不等，可满足各种客户的差异化需求。
- 氨纶行业步入景气周期：**目前氨纶企业基本满负荷运转，下游需求异常旺盛。服装产量的快速增长以及消费升级带来的氨纶使用比例不断提高是推动氨纶需求的主要原因，我们预计未来三年仍将是氨纶高速成长的时期。氨纶40D 的价格由9月初的51000元/吨大幅上涨至70000元/吨。行业毛利率也得到显著提升，目前估计在40%左右。本次氨纶价格上涨最重要的因素是需求旺盛而行业开工率居高不下，我们认为这一趋势将会在未来持续。华峰氨纶作为行业龙头企业将持续受益。
- 差别化路线提升盈利能力：**公司目前拥有2.2万吨普通氨纶生产线，1 万吨/年经编用氨纶生产线，1 万吨/年纳米改性氨纶生产线，2011年将投产1.5 万吨耐高温改性氨纶生产线，差别化率届时将达到60%，达到世界先进水平。由于目前氨纶使用领域日益广泛，差别化氨纶可获取高于行业平均水平的毛利率，成本公司持续增长的动力。
- 维持增持-A评级，十二个月目标价16.8：**考虑到氨纶行业明年将步入景气周期，公司新增产能投放更能刺激业绩提升，我们预计2010年，2011年，2012年每股收益分别为0.44元，0.67元，0.73元，给予2011年25倍PE，12个月目标价16.8元，维持增持-A评级。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 16.80 元

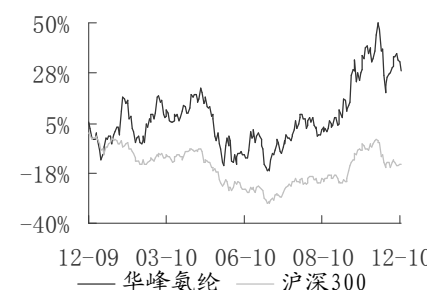
 期限： 12 个月 上次预测： 22.50 元
 现价： 12.64 元
 (2010.12.03)

报告日期： 2010-12-16

市场数据

总市值(百万元)	9,333.38
流通市值(百万元)	8,224.41
总股本(百万股)	738.40
流通股本(百万股)	650.67
12个月最高/最低	7.60/24.20 元
十大流通股股东(%)	53.76%
股东户数	63,136

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	3.66	18.77	41.68
绝对收益	(6.64)	26.92	28.36

研究员

刘军	首席行业分析师
021-68766167	liujun@essence.com.cn
证书编号	S1450208100171
谭志勇	行业分析师
021-68765172	tanzy2@essence.com.cn
证书编号	S1450210090005

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,015.7	1,195.9	1,871.5	2,279.4	2,532.2
Growth(%)	-29.1%	17.7%	56.5%	21.8%	11.1%
净利润	163.6	107.4	324.4	497.6	539.5
Growth(%)	-57.0%	-34.4%	202.1%	53.4%	8.4%
毛利率(%)	18.1%	19.1%	30.0%	34.2%	32.2%
净利润率(%)	16.1%	9.0%	17.3%	21.8%	21.3%
每股收益(元)	0.22	0.15	0.44	0.67	0.73
每股净资产(元)	1.77	1.87	2.25	2.69	3.16
市盈率	57.0	86.9	28.8	18.8	17.3
市净率	7.1	6.8	5.6	4.7	4.0
净资产收益率(%)	12.5%	7.8%	19.5%	25.1%	23.1%
ROIC(%)	10.9%	7.4%	21.1%	37.7%	33.0%
EV/EBITDA	27.9	18.2	20.9	14.0	13.2
股息收益率	0.2%	0.4%	3.8%	1.9%	2.0%

前期研究成果

华峰氨纶：氨纶龙头，业绩弹性显著
 2009-12-16

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2010-12-4		
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1,015.7	1,195.9	1,871.5	2,279.4	2,532.2	成长性					
减: 营业成本	832.0	966.9	1,309.5	1,500.4	1,717.6	营业收入增长率	-29.1%	17.7%	56.5%	21.8%	11.1%
营业税费	6.9	5.7	9.4	11.4	12.7	营业利润增长率	-87.1%	51.0%	256.8%	54.5%	8.1%
销售费用	20.3	24.2	56.1	68.4	76.0	净利润增长率	-57.0%	-34.4%	202.1%	53.4%	8.4%
管理费用	77.0	76.8	112.3	136.8	151.9	EBITDA 增长率	-72.0%	47.5%	62.2%	47.3%	3.9%
财务费用	-4.3	13.9	-3.9	-22.7	-57.9	EBIT 增长率	-88.1%	81.9%	212.2%	50.0%	2.2%
资产减值损失	13.8	2.5	10.5	1.8	1.2	NOPLAT 增长率	-59.1%	-23.9%	164.8%	49.0%	2.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	11.7%	-7.1%	-16.5%	17.0%	9.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	12.6%	5.4%	20.4%	19.5%	17.7%
营业利润	70.1	105.8	377.6	583.4	630.7	利润率					
加: 营业外净收支	6.0	17.8	4.0	2.0	4.0	毛利率	18.1%	19.1%	30.0%	34.2%	32.2%
利润总额	76.1	123.6	381.6	585.4	634.7	营业利润率	6.9%	8.8%	20.2%	25.6%	24.9%
减: 所得税	-87.6	16.3	57.2	87.8	95.2	净利润率	16.1%	9.0%	17.3%	21.8%	21.3%
净利润	163.6	107.4	324.4	497.6	539.5	EBITDA/营业收入	17.6%	22.1%	22.9%	27.7%	25.9%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	6.5%	10.0%	20.0%	24.6%	22.6%
货币资金	24.8	42.4	551.4	182.4	202.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	293	313	206	178	181
应收帐款	101.0	136.4	10.5	12.8	14.2	流动营业资本周转天数	124	112	55	33	34
应收票据	116.0	152.7	-	-	-	流动资产周转天数	198	157	134	102	72
预付帐款	14.4	34.9	36.2	37.7	39.4	应收帐款周转天数	43	36	14	2	2
存货	208.5	214.0	215.3	246.6	282.3	存货周转天数	92	66	41	36	38
其他流动资产	-	0.0	0.0	0.0	-0.0	总资产周转天数	623	520	348	286	259
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	549	475	268	217	221
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	12.5%	7.8%	19.5%	25.1%	23.1%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	9.4%	6.2%	17.2%	28.7%	28.3%
固定资产	973.3	1,104.0	1,036.0	1,216.0	1,333.8	ROIC	10.9%	7.4%	21.1%	37.7%	33.0%
在建工程	258.1	5.5	5.5	5.5	5.5	费用率					
无形资产	28.5	32.7	30.5	28.5	26.6	销售费用率	2.0%	2.0%	3.0%	3.0%	3.0%
其他非流动资产	7.3	2.3	5.0	5.0	5.0	管理费用率	7.6%	6.4%	6.0%	6.0%	6.0%
资产总额	1,731.9	1,724.8	1,890.4	1,734.4	1,909.4	财务费用率	-0.4%	1.2%	-0.2%	-1.0%	-2.3%
短期债务	303.1	183.8	10.3	500.8	790.9	三费/营业收入	9.2%	9.6%	8.8%	8.0%	6.7%
应付帐款	56.4	108.6	181.2	207.6	237.6	偿债能力					
应付票据	-	-	25.1	28.8	32.9	资产负债率	24.5%	20.1%	12.2%	-14.4%	-22.2%
其他流动负债	13.6	53.3	53.4	53.4	53.4	负债权益比	32.4%	25.1%	13.9%	-12.6%	-18.2%
长期借款	50.0	-	-	-1,000.0	-1,500.0	流动比率	1.24	1.68	3.53	0.64	0.50
其他非流动负债	0.5	-	-	-	-	速动比率	0.64	1.06	2.60	0.31	0.24
负债总额	424.1	346.1	230.3	-249.1	-424.8	利息保障倍数	-15.24	8.63	-94.68	-24.66	-9.90
少数股东权益	-	-	-	-	-	分红指标					
股本	369.2	369.2	738.4	738.4	738.4	DPS(元)	0.03	0.05	0.48	0.24	0.26
留存收益	938.6	1,009.5	921.7	1,245.1	1,595.8	分红比率	11.3%	34.4%	110.0%	35.0%	35.0%
股东权益	1,307.8	1,378.7	1,660.1	1,983.5	2,334.2	股息收益率	0.2%	0.4%	3.8%	1.9%	2.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	163.6	107.4	324.4	497.6	539.5	EPS(元)	0.22	0.15	0.44	0.67	0.73
加: 折旧和摊销	115.3	146.2	54.6	70.3	82.8	BVPS(元)	1.77	1.87	2.25	2.69	3.16
资产减值准备	13.8	2.5	10.5	1.8	1.2	PE(X)	57.0	86.9	28.8	18.8	17.3
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.1	6.8	5.6	4.7	4.0
财务费用	4.5	4.6	9.8	-3.9	-22.7	P/FCF	-259.7	174.6	23.2	-41.0	49.4
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	9.2	7.8	5.0	4.1	3.7
少数股东损益	-	-	-	-	-	EV/EBITDA	27.9	18.2	20.9	14.0	13.2
营运资金的变动	-57.3	-7.9	376.1	-5.1	-4.6	CAGR(%)	44.9%	71.3%	6.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	240.8	258.7	761.7	541.9	561.0	PEG	1.3	1.2	4.5	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-243.7	-27.5	-	-250.0	-200.0	ROIC/WACC	1.1	0.7	2.1	3.8	3.3
融资活动产生现金流量	-51.0	-219.3	-212.7	-660.9	-340.8	REP	2.8	4.3	3.3	1.6	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

刘军，石油与化工行业首席研究员，化工硕士，5 年证券研究经历，8 年中国石化工作经验，曾获 2005 年度"新财富"化工行业最佳分析师第四名，2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

谭志勇，石油与化工行业研究员，中国人民大学学士，中国人民银行研究生部硕士，2008 年 7 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;

增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;

中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;

减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;

卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

梁涛

021-68766067

黄方祥

021-68765913

张勤

021-68763879

潘冬亮

010-59113590

马正南

0755-82558073

上海联系人

liangtao@essence.com.cn

上海联系人

huangfc@essence.com.cn

上海联系人

zhangqin@essence.com.cn

北京联系人

pandl@essence.com.cn

北京联系人

huzhen@essence.com.cn

凌洁

021-68765237

朱贤

021-68765293

周蓉

010-59113563

李昕

010-59113565

李国瑞

0755-82558084

上海联系人

lingjie@essence.com.cn

上海联系人

zhuxian@essence.com.cn

北京联系人

zhourong@essence.com.cn

北京联系人

lixin@essence.com.cn

深圳联系人

ligr@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034