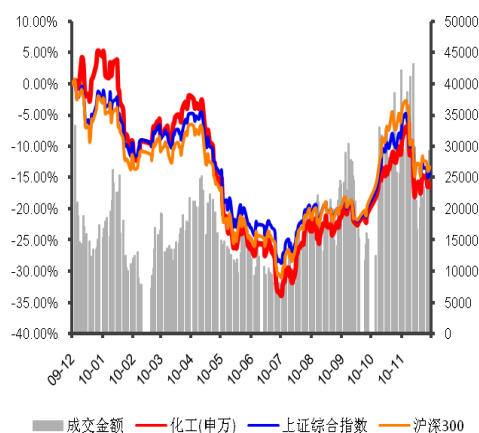


增持(首次)

市场数据

申万化工指数	2508
三个月涨跌幅	-8%
上证综合指数	2842
沪深 300 指数	3158

相对股价表现



相关研究

2010 年二季度化工行业策略报告

2010 年四季度化工行业策略报告

分析师:

李项峰 证书编号 S0120209080060

联系人: 傅用增

8621-68761616-8678

fuyz@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

紧追战略新兴产业, 挖掘精细化工成长
—2011 年化工行业投资策略

报告摘要:

经济结构转型和战略新兴产业推出带动精细化工带来跨越式发展:我国要保持经济社会可持续发展, 缓解资源环境瓶颈制约, 必须促进产业结构升级和经济发展方式转变、增强国际竞争优势, 必须把握世界新科技革命和产业革命的历史机遇, 加快培育发展物质资源消耗少、环境友好的战略性新兴产业。精细化工产品涵盖面广, 我国七大战略新兴产业全部要用到精细化工产品。国家培育新兴产业, 推动传统产业升级, 将全面带动精细化工的发展。

节能环保产业之精细化工品:节能环保产业位居七大战略新兴产业之首, 产业发展极为迅猛, 2008年、2009年我国整个节能环保产业总产值达1.41万亿元、1.7万亿元, 占当年GDP的4.7%、5%, 按规划2012年将达2.8万亿元, 2015年总产值将达到GDP的7%~8%, 2020年成为国民经济的支柱产业。精细化工关注领域为建筑节能PU硬泡组合材料(MDI、聚醚多元醇)、太阳能电池用化学品(奥克化学多晶硅切割液、回天胶业密封胶)、污水处理、污泥处理、垃圾处理、电厂脱硝、清洁生产等领域用化学品(碧水源污水处理薄膜和三聚环保脱硫剂)。

高端制造业产业之精细化工品:高端装备制造业横跨传统和新兴两大产业领域, 主要包括航空、轨道交通、海洋工程、卫星、智能制造等五大领域。精细化工关注领域为纤维增强复合材料和阻燃剂, 纤维增强复合材料则包含树脂(环氧、聚酰胺树脂等)和增强纤维(玻璃纤维、芳酰胺纤维、碳纤维)。高铁和城铁设施需要高性能的绝缘材料、防水涂料和聚氨酯胶。

新材料之精细化工:“十二五”规划为新材料行业发展确定了五大方向, 12个细分应用行业, 强调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、工程塑料等先进的结构材料; 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。与精细化工密切相关的为有机硅材料、有机氟材料、众多性能各异工程塑料、功能高分子材料和电池化学材料。

投资策略:我们坚定看好战略新兴产业相关精细化工产品高成长, 中国在许多领域技术创新才刚刚起步, 未来发展空间十分广阔。上述战略新兴产业相关精细化工的上市公司作为细分行业龙头, 依靠国家优惠的产业政策, 借力资本市场, 即有可能成长为中国未来的杜邦, 我们要寻找专注于技术创新、具备产学研用一体化和管理优势的公司, 分享行业高成长带来的复利。重点公司包括回天胶业、三维丝、宝通带业、齐翔腾达。

目 录

1. 投资策略:	1
2. 紧追战略新兴产业, 挖掘精细化工成长	2
2.1 寻找精细化工与战略新兴产业结合点:	3
3. 氟化工孕育着巨大机会, 氟资源价值日益显现	3
4. 医药、农药、染料中间体迎接国际产能转移	6
4.1 众多专利药物到期, 医药中间体再迎辉煌	6
4.2 农产品看涨带动农药需要, 进而带动农药中间体	7
5. 高铁建设用化工新材料受益于 3 万亿	7
6. 节能环保之精细化工品:	8
7. 重点公司	10
7.1 回天胶业 (300041)	10
7.2 齐翔腾达 (300037):	11
7.3 宝通带业 (300031)	12
7.4 三维丝 (300056)	13

图 表

图表 1: 七大新兴产业发展规划要点	2
图表 2: 精细化工与新兴产业结合点	3
图表 3 氟化合物性能和用途	4
图表 4 氟化工市场分析 (单位: 亿日元)	4
图表 5 氟化工应用领域市场	4
图表 6. 中国和国际氟化工产品生产能力	5
图表 7 国际专利药数量	6
图表 8 环保行业产值增速	9

1. 投资策略:

我们坚定看好战略新兴产业相关精细化工产品高成长，中国在许多领域技术创新才刚刚起步，未来发展空间十分广阔。十二五规划战略新兴产业提出，为相关精细化工的企业提供了更为广阔的市场和更为有利的税收优惠政策。作为细分行业龙头的上市公司，依靠国家优惠的产业政策，借力资本市场，极有可能成长为中国未来的“杜邦”，我们要寻找专注于技术创新、具备产学研用一体化和管理优势的公司，分享行业高成长带来的复利。在投资标的选择方面，我们以十二五规划战略新兴产业为切入点，选取节能环保、高端制造业、新材料等领域相关的精细化工企业。

节能环保产业之精细化工品：节能环保产业位居七大战略新兴产业之首，产业发展极为迅猛，2008年、2009年我国整个节能环保产业总产值达1.41万亿元、1.7万亿元，占当年GDP的4.7%、5%，按规划2012年将达2.8万亿元，2015年总产值将达到GDP的7%~8%，2020年成为国民经济的支柱产业。精细化工关注领域为建筑节能PU硬泡组合材料（MDI、聚醚多元醇）、太阳能电池用化学品（奥克化学多晶硅切割液、回天胶业密封胶）、污水处理、污泥处理、垃圾处理、电厂脱硝、清洁生产等领域用化学品（碧水源污水处理薄膜和三聚环保脱硫剂）。

高端制造业产业之精细化工品：高端装备制造业横跨传统和新兴两大产业领域，主要包括航空、轨道交通、海洋工程、卫星、智能制造等五大领域。精细化工关注领域为纤维增强复合材料和无卤阻燃剂，纤维增强复合材料则包含树脂（环氧、聚酰亚胺树脂等）和增强纤维（玻璃纤维、芳酰胺纤维、碳纤维）。高铁和城铁设施需要高性能的绝缘材料、防水涂料和聚氨酯胶。

新材料之精细化工：“十二五”规划为新材料行业发展确定了五大方向，12个细分应用行业，强调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、工程塑料等先进的结构材料；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。与精细化工密切相关的为有机硅材料、有机氟材料、众多性能各异工程塑料、功能高分子材料和电池化学材料。

2. 紧追战略新兴产业，挖掘精细化工成长

国务院发布的《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》明确指出我国正处在全面建设小康社会的关键时期，必须按照科学发展观的要求，抓住机遇，明确方向，突出重点，加快培育和发展战略性新兴产业。战略性新兴产业是指以重大技术突破和重大发展需求为基础，对经济社会全局和长远发展具有重大引领带动作用，知识技术密集、物质资源消耗少、成长潜力大、综合效益好的产业。根据战略性新兴产业的特征，立足我国国情和科技、产业基础，现阶段重点培育和发展的节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业。根据规划目标，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。

图表 1：七大新兴产业发展规划要点

产业	内容
节能环保	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。
新一代信息技术产业	加快建设宽带、泛在、融合、安全的信息网络基础设施，推动新一代移动通信、下一代互联网核心设备和智能终端的研发及产业化，加快推进三网融合，促进物联网、云计算的研发和示范应用。着力发展集成电路、新型显示、高端软件、高端服务器等核心基础产业。提升软件服务、网络增值服务等信息服务能力，加快重要基础设施智能化改造。大力发展数字虚拟等技术，促进文化创意产业发展。
生物产业	大力发展用于重大疾病防治的生物技术药物、新型疫苗和诊断试剂、化学药物、现代中药等创新药物大品种，提升生物医药产业水平。加快先进医疗设备、医用材料等生物医学工程产品的研发和产业化，促进规模化发展。着力培育生物育种产业，积极推广绿色农用生物产品，促进生物农业加快发展。推进生物制造关键技术开发、示范与应用。加快海洋生物技术及产品的研发和产业化。
高端装备制造产业	重点发展以干支线飞机和通用飞机为主的航空装备，做大做强航空产业。积极推进空间基础设施建设，促进卫星及其应用产业发展。依托客运专线和城市轨道交通等重点工程建设，大力发展轨道交通装备。面向海洋资源开发，大力发展海洋工程装备。强化基础配套能力，积极发展以数字化、柔性化及系统集成技术为核心的智能制造装备。
新能源产业	积极研发新一代核能技术和先进反应堆，发展核能产业。加快太阳能热利用技术推广应用，开拓多元化的太阳能光伏光热发电市场。提高风电技术装备水平，有序推进风电规模化发展，加快适应新能源发展的智

	能电网及运行体系建设。因地制宜开发利用生物质能。
新材料产业	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。
新能源汽车产业	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。

资料来源：国务院办公厅、德邦证券研究所

2.1 寻找精细化工与战略新兴产业结合点

精细化工产品涵盖面广，我国七大战略新兴产业全部要用到精细化工产品。国家培育新兴产业，推动传统产业升级，将全面带动了精细化工的发展。中国石油和化学工业规划院副院长白颐曾提出，“十二五”期间为石化行业的产业转型期——大部分传统化工品面临调整，精细化工将获得更多发展机会。我们关注具备长期竞争力的企业：1）能不断提高技术含量且能接受市场检验的公司，具高技术壁垒的公司；2）能够把握产业发展规律、整合产业环节并拥有自主知识产权、能做大做强的优质企业；3）在行业中可以产生规模效应的公司；4）将上中下产业链重新整合过的公司；5）定位于细分市场，竞争对手少的公司。

图表 2：精细化工与新兴产业结合点

领域	关注重点	代表公司
氟化工	传统制冷剂价格提升、氟提取技术、含氟中间体	巨化股份、多氟多、永太科技
医药中间体	国外众多专利药到期	联化科技、建新股份、九九久
新材料	碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维	金发科技、烟台氨纶
节能环保	建筑保温、污水处理、脱硫脱硝、除尘	烟台万华、碧水源、三聚环保、三维丝
新能源	锂离子电池化学品、超级电容器、太阳能	新宙邦、回天胶业、奥克化学

资料来源：德邦证券研究所

3. 氟化工孕育着巨大机会，氟资源价值日益显现

氟化合物具有独特优异的性能，如突出的化学稳定性和热稳定性、低表面能、介电、不燃、耐老化、耐腐蚀、自润滑、抗粘、抗污、耐高低温、耐药物特性等，因此被称为“特效材料”，这些材料在生活中有广泛的应用。应用领域包括锂电池、二次电池、新冷媒、新型涂料。

世界范围的氟化工市场以新能源、新兴国家为主体，近十年来达到了 5000 亿日元的水平，并将在 2015 年扩大至 7000-8000 亿日元的规模。其中新兴国家的增长需求就占了 70%，中国由于基础设施、环保方面的投资拉动了氟化工市场的需求预计 2015 年将跃居世界第一而达到 2270 亿日元（+1070 亿元）。其他新兴国家也随着经济的增长带动

需求 (+300 亿日元)。

图表 3 氟化合物性能和用途



资料来源：大金公司宣传资料、德邦研究所

图表 4 氟化工市场分析（单位：亿日元）

		'10	'12	'15	需要增('10→'15)
中国		1200	1620	2270	1070
亚洲	韩国	130	160	220	90
	台湾	110	130	170	60
	泰国	30	40	50	20
	其他	60	80	90	30
	計	330	410	530	200
印度		50	60	100	50
巴西		110	130	160	50
新興国、地区		1690	2220	3060	1370
日本		850	880	930	80
米国		1750	1850	2010	260
欧州		1300	1350	1430	130
先進国 計		3900	4080	4370	470
世界市场		5590	6300	7430	1840

资料来源：大金公司宣传资料、德邦研究所

图表 5 氟化工应用领域市场

	领域	基础材料	10年	12年	15年
新能源	锂电池	层板			
	二次電池	電解液	120	200	360
	太陽電池	背板			
		前板	240	370	660
	蓄電池系統	電容器用電解液			
減輕環境負荷 節能 節省資源		電容器用薄膜	0	30	70
	風力發電	耐候性塗料	10	20	30
	新冷媒	R410A, R32			
		HFO1234yf	700	910	1,300
	塗料	氟塗料(含薄膜)	1,310	1,460	1,720
	氟產品需求		2,380	2,990	4,140
	各領域的氟產品市場		5,590	6,300	7,430
	環保節能產品比例		43%	47%	56%

我国有丰富的萤石资源,已成为氟产品生产和消费增长最快的国家,潜力巨大;并建立了强大的基础氟化工产业,产业链和门类比较健全;国际主要氟化工公司均已在中国建立并继续扩大氟化工业务,促进了中国氟化工企业和国际氟化工公司的相互联系,推动中国氟化工企业上新的台阶。但是国内的氟化工也存在着诸多问题,首先基础氟化工普遍投资过热,氟产品利润率明显下降,初级产品大量廉价出口供应全球,而高档产品需要依赖国外公司的世界工厂局面,同种、同质装置重复建设,产业群分散,产业壁垒和知识产权问题突出已经形成以低价格的自我恶性竞争局面,打压了国内外氟产品价格。基于国内氟化工产业的现状,我们认为投资机会存在于氟资源和精细产品两块。

萤石矿资源的浪费和过快消耗,使得氟资源价值日益显现,在氟化工产业链中,萤石是目前最主要的氟的来源,随着萤石国际和国内储采比下降,做为最主要的萤石出口

国,我国未来将对萤石矿采取整合政策,具备产业链一体化的大型企业将优先获得资源,如巨化股份、三爱富等。另一方面具有磷矿提氟技术的企业将在氟资源选择方面具有更多的选择性和更低的成本,国内拥有磷矿提氟技术的有多氟多、云天化集团。

图表 6. 中国和国际氟化工产品生产能力

名称	国际	国内	中国份额 (%)
萤石 (产量)	280	300	51.7
氢氟酸	104	100	49.0
F22	20	62	75.6
氟利昂替代品	65	52	44.4
氟树脂	18	6.5	26.5
氟橡胶	1.8	0.8	30.8
含氟精细化学品	19	10	34.5
氟产品销售总值 (亿美元)	130	36	21.7

资料来源: 上海有机所、德邦研究所

氟化工是化工产业的一个新的利润增长点,新开发的含氟药物(医药,农药)不断出现。国际上,现在所使用的医药和农药中分别有 20%和 30-40%是含氟的,新开发的药物中该比例还要高。加入 WTO 后,国外生产含氟中间体的产商出于生产成本和环保的考虑,其生产技术向中国转移。加入 WTO 后,我国农副产品及肉类的出口量会大大增加,但对其农药或药物的残留要求很高,一些高毒,高残留的药物将被禁用,取而代之的是一些低毒低用量低残留的品种。在全球已经开发出的众多药物中,含氟药物就有数百种,部分药物已经成为治疗特种疾病的主要品种,在全球范围内许多产品年销售额已超 10 亿美元,如 5-氟尿嘧啶类抗肿瘤药物、氟喹诺酮类抗菌素、含氟非甾体抗炎药等。

氟化工另一个应用前景是液晶显示器。液晶显示器作为重要的信息电子产品,由于其质量轻、体积及功耗小,成为现代显示器的主导产品之一。而含氟类液晶具有黏度低、电阻率高、响应速度较快、介电常数较高等优点,非常适合薄膜场效应晶体管驱动的液晶显示。由于氟原子具有电子效应、模拟效应、阻碍效应和渗透效应等特殊的性质,因此在液晶材料中引入氟原子会使液晶许多性质发生改变。另外,氟的脂溶性使末端及侧

链含氟的化合物在混合液晶配方中能明显增加其他液晶成分的溶解性,特别适用于混合液晶的配方。基于这些优良特点,含氟液晶具有广阔的应用前景。

4. 医药、农药、染料中间体迎接国际产能转移

4.1 众多专利药物到期, 医药中间体再迎辉煌

根据健康网统计,未来20年将有众多专利药品到期,2010年-2018年将有200个药品(含不同组方的制药)专利到期,2014年是顶峰时代,2010年和2017年是前后的两个相对高峰年度。众多专利药物到期为医药中间体发展提供了巨大的机遇。目前我国每年约需与化工配套的原料和中间体2000多种,需求量达250万吨以上。经过30多年的发展,我国医药生产所需的化工原料和中间体基本能够配套,只有少部分需要进口。而且由于我国资源比较丰富,原材料价格较低,有许多中间体实现了大量出口。未来全球中间体生产基地会逐步向中国转移。

图表 7 国际专利药数量



资料来源:健康网、德邦研究所

医药的合成依赖于高质量的医药中间体,新药受到专利保护,而与之配套的大部分中间体却不存在同样的问题,目前,医药中间体已成为国际化工界的一大产业。同时,发达国家制药公司越来越注重于加强其核心竞争力——产品研发和市场开拓,而加快把中间体和原药合成转移到成本较低的发展中国家,如中国、印度等,这些国家特别是中国有强大的石化行业和众多的化工原材料生产商,已形成产业集群,使得生产高级精细化工品所需的多达几十种的原辅材料在国内都能获得,提高了效率,降低了总体成本;同时中国有着较完善的工业体系,从而使得中国的化工设备,建筑施工,安装等的成本远低于

发达国家,甚至大部分发展中国家,从而降低了投资成本,进而降低了生产成本;中国和印度具有大量有能力而且低成本的化工研发人员,以及大量的产业工人。发达国家与发展中国家之间的这种产业转移和国际分工,必然带动发展中国家原料药及中间体的需求和发展。

国外中间体精细化工走向高度分工,定制化生产已经成为趋势,而且逐步向中国转移,定制化生产提供了有保障需求和稳定毛利率。联化科技是目前国内 5 家中间体上市公司中中间体收入和利润都最多的公司,公司已经有多年的定制生产经验,给国际大型化工公司提供农药中间体的定制生产;永太科技凭借自己在有机氟化工领域的技术和经验在医药中间体和液晶中间体领域突飞猛进,并正在延伸至原料药和单晶领域;天马精化部分医药中间体的定制生产也在快速发展之中。

4.2 农产品看涨带动农药需要,进而带动农药中间体

近年来,美国和欧洲的许多大型农药公司从节省生产成本考虑,将其农药中间体的生产逐渐向中国转移或者从中国进口质量可靠的农药中间体,加大在中国和印度的采购份额。随着欧美等国把农药中间体的生产向亚洲转移,所需农药中间体对亚洲的依赖程度越来越大,这也进一步促进了亚洲农药中间体工业的发展,而使亚洲的农药中间体价格越来越具市场竞争力,反过来又迫使欧美等国加速关闭中间体生产基地。亚洲农药中间体有了很大的发展。由于中国和印度等亚洲生产者逐步掌握和采用新技术和新设备,如催化加氢还原、氨化等新技术和设备,因此已有质量更优的农药中间体进入世界市场。亚洲的农药中间体行业已经具有很强的抗风险能力,甚至可以在与传统强势化工巨头竞争中拥有获胜的机会。经过 50 余年的发展,我国农药行业已建立从原药生产、中间体配套到制剂加工在内的较完整的工业体系。改革开放 20 多年来,特别是 20 世纪 90 年代以后,国家和企业加大了对农药工业的投入,使我国农药工业有了较大的发展。农药工业的快速发展,拉动和刺激了我国农药中间体的快速发展,同时也给我国农药中间体工业未来健康稳定发展提供了保障。

为适应我国农药发展的要求、农药产品结构调整的要求以及缩短与国外农药工业的差距,农药中间体未来将重点发展以下产品:国内尚不能生产的农药中间体、高毒农药替代产品的中间体、含杂环的农药中间体、含氟的农药中间体、手性农药的农药中间体。代表性的公司有长青股份、建新股份。

5. 高铁建设用化工新材料受益于 3 万亿

高铁建设作为十二五规划战略新兴产业,国家计划投资铁路基建 3 万亿元,平均每年 7000 亿元,较十一五有 70%的提升空间。世界高铁大会首次在欧洲以外国家举办,展示了中国铁路工程技术实力彰显,预示中国高铁技术走向世界。

低碳经济的核心是提高能源利用效率和创建洁净能源结构，轨道交通是一种典型的低碳运输方式。日本有一个统计，一个人如果坐火车，或坐汽车、或坐飞机，那么他每公里的能耗是多少呢？如果铁路把它定为“1”的话，飞机就是“4”，乘用车是“6”。二氧化碳的排放，铁路是“1”的话，飞机是“6”，汽车是“10”。从全球来看，轨道交通行业将是化解全球环境危机的赢家。现在全球许多国家正大力发展轨道交通。我国的经济和地域特点决定了轨道交通无可比拟的优势。随着我国城市化进程的加快，轨道交通，包括铁路、地铁可以较好地解决目前大城市的“交通病”。我国区域经济发展迅猛，长三角、珠三角、环渤海三大经济圈等等，纷纷建设城际快速通道，也开始把轨道交通作为重点。

高速铁路建设为引进日本技术的 I 型板、引进德国技术的 II 型板、中国引进吸收消化再创新的 III 型板技术，各种技术在实施建设时都要用到聚氨酯胶粘剂，I 型板要用到凸台树脂聚氨酯胶，每公里高速铁路用到胶粘剂约 7 吨、II 型板的滑动层粘接要用到聚氨酯胶粘剂，每公里用量超过 1 吨，III 型板要用到聚氨酯树脂灌密封胶，平均每公里高速铁路用到胶粘剂约 7 吨，随着高速铁路建设的迅猛发展，高速铁路建设用聚氨酯胶粘剂的用量每年超万吨，回天胶业作为国内制定的 5 家聚氨酯胶粘剂供应商，从高铁投资中获得巨大商机。

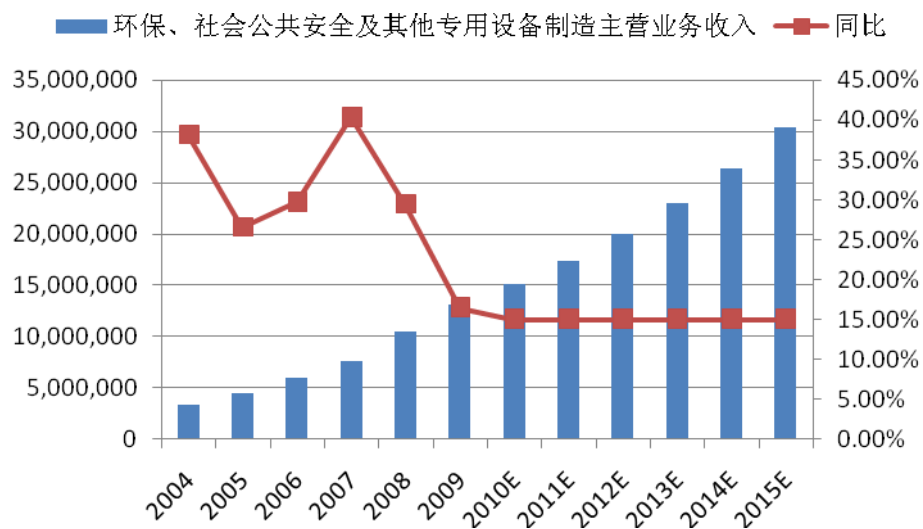
6. 节能环保之精细化工品：

节能环保产业位居七大战略新兴产业之首，产业发展极为迅猛，2008 年、2009 年我国整个节能环保产业总产值达 1.41 万亿元、1.7 万亿元，占当年 GDP 的 4.7%、5%，按规划 2012 年将达 2.8 万亿元，2015 年总产值将达到 GDP 的 7%~8%，2020 年成为国民经济的支柱产业。

中国二十年粗放式经济发展对环境造成了严重的破坏，环保逐渐提上议程，不仅新项目要符合环保要求，老项目也必须整改，环保在中国依然处在起步阶段，欧美发达国家环保产业大都自 1970 年代开始，经历了 10 年左右的快速投入期，于 1990 年开始进入缓慢增长阶段。美国等发达国家环保产业投资规模一直占 GDP 的 2-2.5%，中国目前这一比例为 1.5%，发展空间巨大。环保作为新兴战略性产业之一，“十二五”期间，国家将按照国民经济新的增长点和支柱产业对环保产业进行扶持，其中包括了传统环保产业的三大扶持重点：城镇污水、垃圾处理设施的建设工程、重点污染源的治理工程以及清洁生产的示范工程。

我们看好环保产业的发展，更加看好环保服务和环保产品在工业领域的应用，特别是技术服务型企业。精细化工关注领域为建筑节能 PU 硬泡组合材料（MDI、聚醚多元醇）、太阳能电池用化学品（奥克化学多晶硅切割液、回天胶业密封胶）、污水处理、污泥处理、垃圾处理、电厂脱硝、清洁生产等领域用化学品（碧水源污水处理薄膜和三聚环保脱硫剂）。

图表 8 环保行业产值增速



资料来源: Wind, 国家统计局

7. 重点公司

7.1 回天胶业（300041）

公司所处的胶粘剂行业下游需求增长迅速。下游汽车稳步增长、风能、太阳能、LED封装和高铁建设均保持两位数增长，市场空间巨大，胶粘剂中高端产品生产厂家具有寡头性质，主要竞争对手为国外的汉高、道康宁，竞争相对温和。目前公司太阳能用有机硅胶需求超预期，高铁聚氨酯用胶在手订单为1500吨，

公司在前端研发和后端市场营销具备极强的优势。公司业务性质具备“两头大，中间小”典型特征，胶粘剂配方前端研发和产品营销后端占据举足轻重的作用，中间生产环节相对简单，公司在研发和营销两头具备非常强的基础，是公司的核心竞争力。上市后部分超募资金将用于建设上海研发中心和营销网络的扩张，进一步加强核心竞争力，奠定国内龙头地位，挤占外资企业份额。

公司管理层发展战略定位明确，管理激励机制效果显著。公司发展战略以高端工程胶粘剂为主导产品，以市场为导向，聚焦高端产品、下游行业和大客户，进行差异化竞争。汽车领域目前已打入神龙汽车系统，公司希望以此为契机全面进入国内整车市场。公司管理和研发团队保持了很好的稳定性和很强的团队凝聚力，目前公司高管和核心技术人员合计占总股本的比例为49.03%，高管股权激励效果明显。

盈利预测及估值分析：我们预计公司2010-2012年收入分别同比增长61%、38.0%和37%，EPS分别为1.19元/1.58元/2.17元。公司目标价格为60元/股，对应2010-2012年PE分别为44倍/33倍/24倍。

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010 E	2011E	2012E	
营业收入	132	237	373	488	
收入增幅(%)	54.8%	79.1%	57.6%	30.9%	
净利润	47	82	112	143	
净利增幅(%)	78.9%	60.7%	46.6%	27.2%	
毛利率(%)	29.6%	29.2%	28.6%	28.6%	
ROE(%)	19.7%	9.1%	10.9%	13.1%	
EPS(元)	0.72	1.25	1.70	2.17	

7.2 齐翔腾达 (300037):

专注 C4 深加工，成本控制优秀。公司专注于 C4 石油加工副产品 C4 深加工，将 C4 转化成高附加值精细化工产品甲乙酮类及其附属产品。现有甲乙酮产能 12 万吨，09 年占据国内市场份额 41%，龙头地位不可动摇。公司在 C4 深加工方面经验积累丰富，技术领先，拥有国内最完整 C4 加工产业链，加上民营企业的优质管理，成本控制优秀，质量处于领先地位，议价能力强。

公司依靠齐鲁石化和青岛炼化，具备原料资源。C4 原料为炼化企业副产品，由于产量少，炼化厂一般作为液化气销售，不重视其深加工。公司通过深加工提升产业价值，行业竞争小，与齐鲁石化和青岛炼化签订长期战略合作协议，保证原料来源稳定可靠，具备资源战略优势。

国内甲乙酮供需基本平衡，市场扩大寄希望于环保溶剂大力推广。预计 2010 年国内甲乙酮产能近 40 万吨，但大部分企业由于原料供应不足开工率在 80%，国内市场对甲乙酮需求将达 34.0 万吨，供需基本平衡。未来市场扩大主要寄希望于甲乙酮对于苯类溶剂的替代，随着人们对环保要求逐步提高和对高档涂料的需求提升，甲乙酮市场空间依然广阔。

超募资金项目落实提升公司成长性。公司在甲乙酮业务成长性相比较新材料公司较低，但公司 10 亿超募资金将落实项目投资，新项目会保证足够的 ROE，从而提升公司的成长性。

盈利预测及估值分析：我们预计公司 2010-2012 年收入分别同比增长 75%、6%和 6%，EPS 分别为 1.15 元/1.32 元/1.44 元。给予增持评级

重要财务指标		单位:百万元		
主要财务指标	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	1297	1958	2072	2186
收入增幅(%)	24%	75%	6%	6%
净利润	174	299	343	373
净利增幅(%)	3%	108%	15%	9%
毛利率(%)	23.7%	21.6%	21.7%	21.7%
ROE(%)	37.0%	11.5%	11.7%	11.3%
EPS(元)	0.74	1.15	1.32	1.44

7.3 宝通带业（300031）

公司产品议价能力强，未来毛利率会逐步提升。公司主要产品为耐高温带、钢丝绳带和其他强力输送带，各占销售收入 30% 多。耐高温带在国内同类产品处于技术领先，毛利率一直保持在 30% 以上，钢丝绳带处于市场开拓期，随着客户认可度的提高，毛利率具备较大的提升空间，其他强力输送带的毛利率也已处于低位，并且未来低毛利产品占销售收入的份额会逐渐降低。

下游需求受节能减排影响不大，四季度产品开始提价。公司下游客户主要为钢铁、水泥、港口、电力，国家节能减排并没有影响公司需求，预计水泥行业需求增长 20%，钢铁行业需求平稳。公司满负荷生产，受产能限制产品供不应求，主要满足长期客户和资质较好的客户。下半年原材料橡胶价格涨幅较大，四季度产品价格已有所提升，预计明年产品价格会上浮 15%-25%。

募投项目煤矿用阻燃输送带明年 4 月份投产，11 年产能释放 30%。该项目受新区修建高速公路征地影响，完全达产要推迟到明年 4 月份。该产品目标市场是替代 PVC/PVG 整芯阻燃输送带，市场拓展先于项目开展，由于打进煤矿现有采购体系需要一个过程，公司主要以神华等大型煤矿企业和新煤矿为突破口，客户反映良好，期待明后年逐步放量。

超募资金项目落实提升公司成长性。公司使用超募资金中的 1.68 亿元用于年产 600 万平方米高强度高性能钢丝绳芯输送带项目，3500 万元用于宝通-高校先进输送带技术研发中心项目。该项目定位国外矿山矿石长距离输送，公司依托自身的技术优势公关，产品质量已达到国际同类产品，但成本只占国外一半，未来竞争优势明显。

盈利预测及估值分析：我们预计公司 2010-2012 年收入分别同比增长 20%、46% 和 35%，EPS 分别为 0.47 元/0.66 元/0.87 元。按 11 年 40 倍市盈率，其经验业务合理价值在 26.4 元，暂时不考虑超募资金的经营业绩，给予增持评

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	277	333	487	659
收入增幅(%)	27%	33%	46%	35%
净利润	48	47	66	87
净利增幅(%)	9%	56%	39%	32%
毛利率(%)	20.5%	20.3%	20.9%	21.2%
ROE(%)	23.3%	7.4%	9.4%	11.0%
EPS(元)	0.41	0.47	0.66	0.87

7.4 三维丝（300056）

公司以特种纤维为原料生产高温滤料，用于袋式除尘设备。公司发展驱动力来自于环保标准提高带来的新增容量和具有耗材特征的换袋存量。国家不断提高的除尘标准和日趋严格的标准执行力度，直接带来除尘方式和产品的变革，传统的静电除尘正在电力、水泥、垃圾焚烧等市场加速被袋式除尘方式所替代。袋式除尘市场内部，以合成化纤材料为基材的高温滤料，正在替代玻纤基材高温滤料。预计未来 5 年复合增长率在 47%以上。

公司目前在高温滤料行业市场占有率处于前列，公司具备技术、销售以及工程业绩等优势，其订单一直饱满，公司近几年产能扩张迅速，募投项目在 2011 年投产更是给公司迅速抢占电力、水泥、垃圾焚烧等领域的市场提供支持。我们认为，采用高性能合成纤维为原料的高温滤料未来几年市场空间将高速增长，三维丝作为目前行业内较为领先的供应商，具备在未来几年高速成长的潜力。

我们预计三维丝 2010-2012 年每股收益分别为 0.70 元、1.03 元、1.30 元，暂不做评级。

重要财务指标		单位:百万元		
主要财务指标	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	132.1	223	355	501
收入增幅(%)	54.8%	69.4%	58.6%	41.4%
净利润	23	36	57	85
净利增幅(%)	78.9%	58.2%	58.6%	48.9%
毛利率(%)	42%	34%	30%	31%
ROE(%)	28.5%	9.6%	14.5%	17.9%
EPS(元)	0.58	0.70	1.09	1.62

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。