

关注供需改善，潜伏成长个股

——2011 年基础化工行业投资策略

化工行业增速恢复至金融危机前水平

今年以来，石油化工行业走势基本特点是从年初的高速增长逐步趋于平稳增长。截至到 2010 年 10 月，石油化工行业累计实现产值 7.13 亿元，同比增长 34.8%；其中化学工业实现产值 4.19 亿元，同比增长 32.2%。经过了两年大幅震荡，今年化工行业收入、利润增速恢复至 08 年以前的水平。各子行业利润增速分化依然显著：化纤延续了 09 年的高增速，基础化学原料恢复性高增长；日用化学品、农药连续两年利润增速缓慢。

4 季度受限电影响，基础化工品产量下降，价格大涨；随着限电结束，产品价格也出现回落。由于 1 季度是产品需求淡季，价格回落还将持续一段时间。

基础化学品“中性”，关注供需改善子行业

2011 年化工下游需求将保持较快增长，但由于产能过剩严重，明年基础化工品生产企业盈利难有大幅增长，会有一定恢复。从估值上看，由于 4 季度化工股股价提升，估值不具有优势。明年基础化学品仍缺少整体性投资机会，给予基础化学品“中性”评级。

采取从传统化工中寻找供需结构较好子行业的投资逻辑，看好 MDI、BD0 的投资机会。受益油价、棉价高位的替代产品也具有投资价值。建议重点关注：烟台万华、山西三维、吉林化纤、沈阳化工、诺普信。

精细化工和新材料“推荐”，在新兴产业受益领域寻找高成长个股

受益于新兴产业快速发展，消费升级推动高技术产品需求，明年精细化学品和化工新材料利润仍将保持快速增长，给予精细化工和新材料“推荐”评级。

趁着新兴产业快速发展的契机，那些技术先进、产品市场空间较大的企业若能抓住机遇，将为投资者带来超额投资收益。建议关注受益于光伏、高铁发展的奥克股份，下游分布在新能源和高铁领域的回天胶业，具有技术优势的新材料企业烟台氨纶和节能环保领域的康得新。

风险提示

国际油价大幅波动，将对化工行业发展产生较大影响。

基础化工

维持

标配

分析师：袁舰波

投资咨询执业证书编号：

S0630208010052

联系人：王会芹

021-50586660-8624

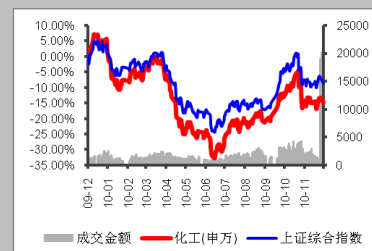
wanghq@longone.com.cn

日期

分析：2010 年 12 月 22 日

调研：无

行业表现



行业重点公司业绩预测/EPS

	A	A+1	A+2
烟台万华	0.64	0.79	1.35
山西三维	0.02	0.07	0.69
诺普信	0.68	0.58	1.01
沈阳化工	0.10	0.37	0.58

注：A 为分析日所处的当期年度

相关研究报告

100907	案头简评	维持标配
--------	------	------

正文目录

一、行业回顾：增速恢复至金融危机前水平	5
1、行业收入、利润增速恢复	5
2、产量平稳增长，价格“U型”波动	6
3、行业固定资产投资回落	9
4、进口替代进行中	10
二、行业投资机会探讨：寻找传统供需改善行业和新成长个股结合	10
1、2011 年大环境展望：成本上升、需求良好	10
2、2011 年行业恢复性增长，基础化学品“中性”，精细化学品、新材料“推荐”评级	13
3、供需良好的子行业和高油价受益品种显投资机会	14
4、精细化学品和新材料前景广阔	20
三、细分行业投资机会分析	23
1、化肥：出口再受限	23
2、农药：整合、降耗是发展方向	25
3、化纤：棉价高位利好涤纶短和竹纤维	26
4、氯碱：成本推动型上涨趋势仍在	27
四、重点公司介绍	28

图表目录

图表 1 行业收入增速高位略有回落	5
图表 2 利润增速逐步趋于平稳增长	5
图表 3 化纤、基础原料利润高增速	6
图表 4 主要化工产品产量平稳增长	7
图表 5 化工产品出厂价格指数快速回升	7
图表 6 行业固定资产投资渐趋平稳	9
图表 7 合成材料、专用化学品投资保持高水平	9
图表 8 主要进出口化工品的对外依存度情况	10
图表 9 最近两年 M2 增速大幅增长	11
图表 10 美元指数下跌推动油价上涨	11
图表 11 我国 PMI 快速回升	11
图表 12 房地产投资依然续火热	11
图表 13 纺织固定资产投资平稳增长	12
图表 14 汽车在高增长后将恢复平稳	12
图表 15 化工下游需求涉及衣食住行等各方面	12
图表 16 受石化板块拖累，化工整体 PE 估值不高	13
图表 17 除石化板块外，化工子行业估值都较高	13
图表 18 化工 PB 处于 A 股中游	13
图表 19 石化、氮磷肥 PB 相对不高	13
图表 20 纯 MDI 主要应用在弹性需求高的领域	14
图表 21 聚合 MDI 主要应用在保温领域	14
图表 22 我国 MDI 需求增速高于全球需求增速	14
图表 23 棉花、粘胶价格大幅上涨	16
图表 24 棉花产量下降	16
图表 25 棉花下游加工产业链	17
图表 26 油价上涨催生部分产品投资机会	17
图表 27 煤化工受益领域构成	18
图表 28 限电和油价上涨推动 BDO 价格上涨	18
图表 29 丙烯酸系列产品价格上涨	19
图表 30 PVC 糊树脂价格不断上涨	19
图表 31 国际农产品价格上涨	23
图表 32 农民收入不断提升	23
图表 33 尿素价格持续上涨	24
图表 34 尿素出口同比大幅上涨	24
图表 35 磷酸二铵价格涨幅明显	24

图表 36 今年下半年磷肥出口激增	24
图表 37 下半年钾肥价格有所上涨	25
图表 38 钾肥产量平稳增长	25
图表 39 近两年全球农药市场盈利不佳	26
图表 40 我国农药产量增长恢复	26
图表 41 纺织服装出口超预期增长	27
图表 42 棉价上涨推高粘胶价格	27
图表 43 涤纶短纤价格创历史新高	27
图表 44 今年下半年电石产量明显下降	28
图表 45 电石价格上涨推动 PVC 价格上涨	28

表格目录

表格 1 化纤、基础原料毛利率略有上升	6
表格 2 主要跟踪产品价格变化	8
表格 3 全球 MDI 产能统计	15
表格 4 众多化工企业产品应用于新兴产业领域	20
表格 5 相关重点公司盈利预测汇总	30

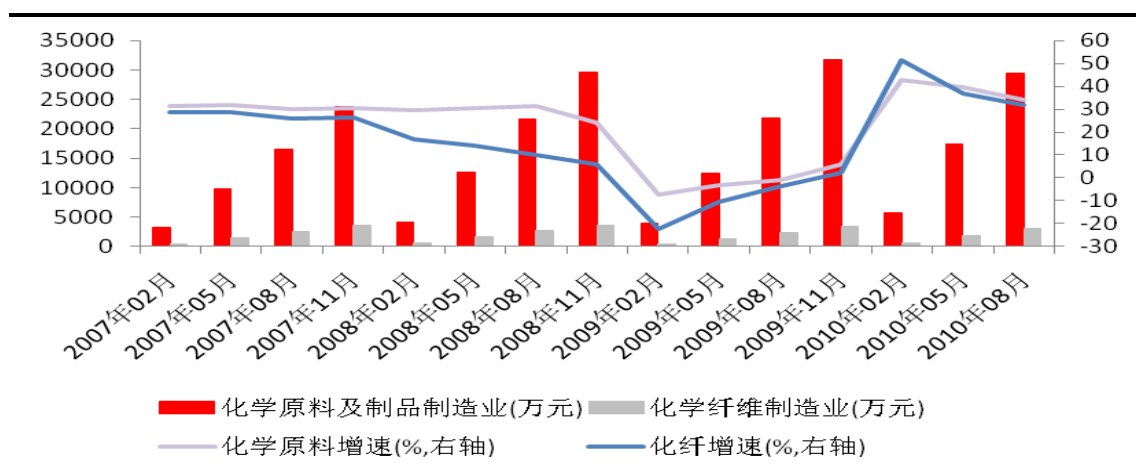
一、行业回顾：增速恢复至金融危机前水平

今年以来，石油化工行业走势基本特点是从年初的高速增长逐步趋于平稳增长。根据石化协会的统计数据，截至到 2010 年 10 月，石油化工行业累计实现产值 7.13 亿元，同比增长 34.8%；其中化学工业实现产值 4.19 亿元，同比增长 32.2%。

1、行业收入、利润增速恢复

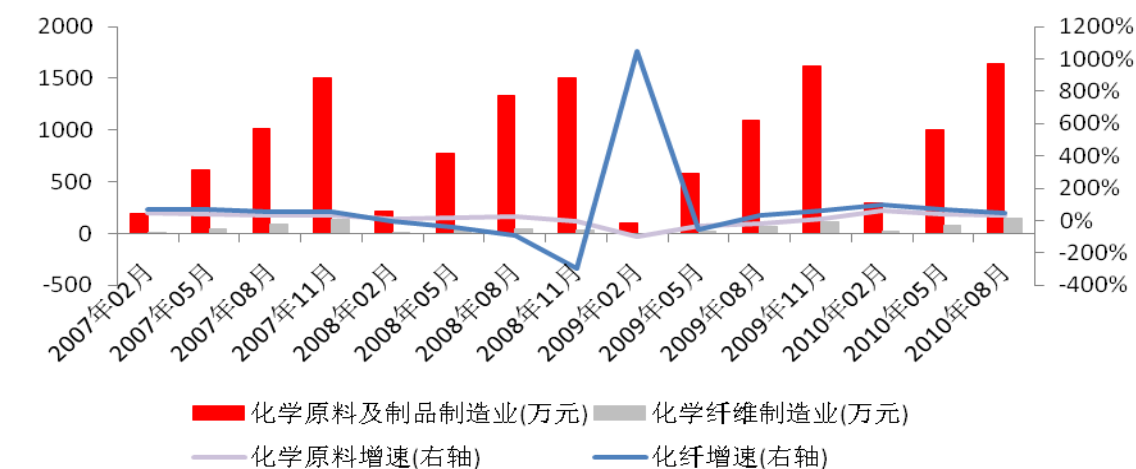
经过了两年大幅震荡，今年化工行业收入、利润增速恢复至 08 年以前的水平。1-8 月，化学原料收入增速为 34.05%，利润增长 33.13%；化纤收入增长 31.88%、利润增长 50.83%。

图表 1 行业收入增速高位略有回落



资料来源：wind、东海证券研究所

图表 2 利润增速逐步趋于平稳增长

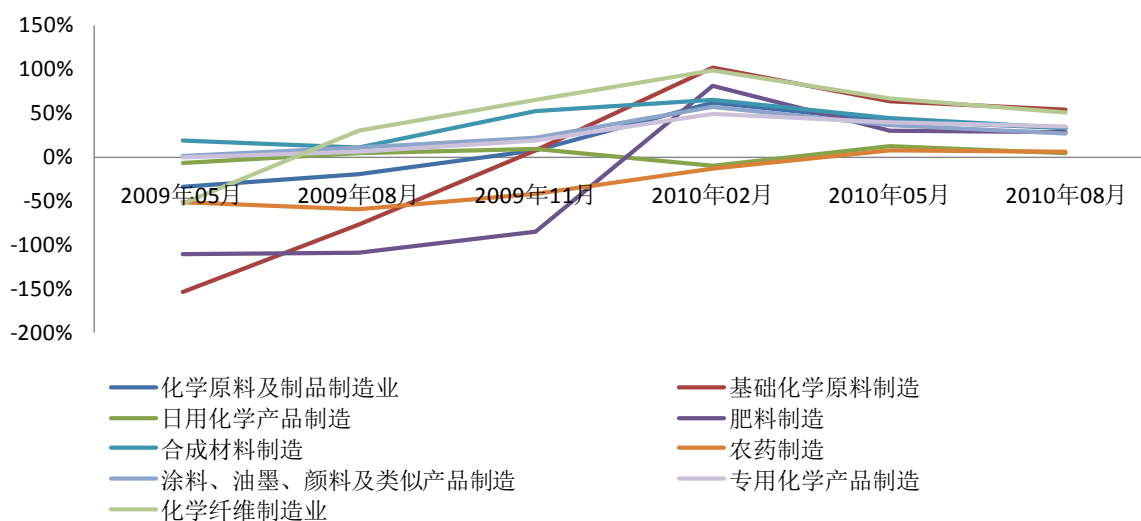


资料来源：wind、东海证券研究所

各子行业收入增长均相对平稳，但利润增速分化显著。化纤延续了 09 年的高增速；基础化学原料恢复性高增长，增速为 53.81%。日用化学品、农药连续两年利润增速缓慢，1-8 月增速分别为 4.24% 和 5.27%。

1-8 月，化纤和基础化学品毛利率略有提升；日用化学品和涂料油墨类毛利率同比降幅加大。

图表 3 化纤、基础原料利润高增速



资料来源：wind、东海证券研究所

表格 1 化纤、基础原料毛利率略有上升

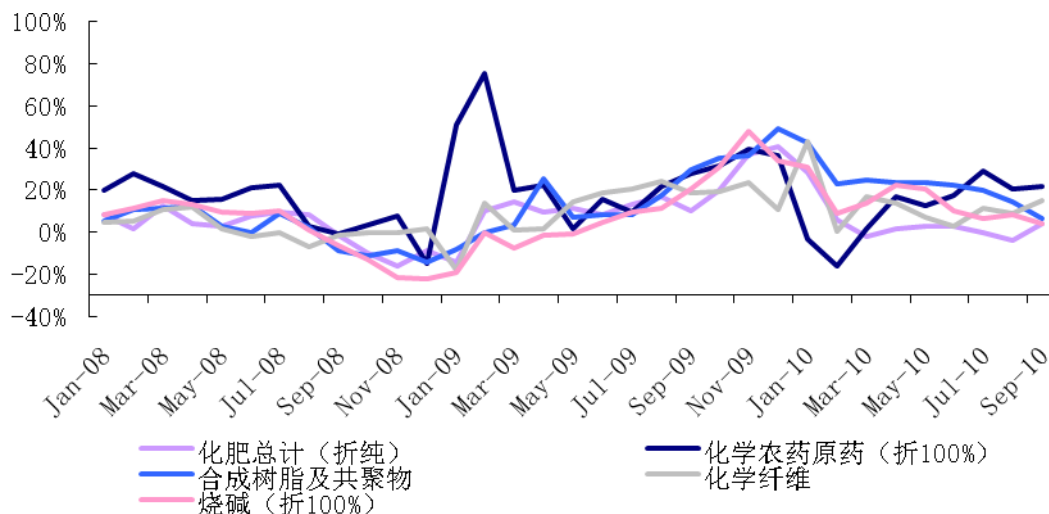
	2010 年 1-8 月	2009 年 1-8 月	同比变动
化学原料及化学制品制造业	14.89%	14.90%	-0.01%
基础化学原料制造	13.21%	12.62%	0.58%
日用化学产品制造	34.97%	36.56%	-1.59%
肥料制造	12.32%	11.90%	0.43%
合成材料制造	11.40%	11.19%	0.21%
农药制造	14.39%	15.46%	-1.07%
涂料、油墨、颜料及类似产品制造	17.92%	17.93%	-0.01%
专用化学产品制造	14.95%	14.67%	0.28%
化学纤维制造业	8.96%	7.56%	1.39%

资料来源：wind、东海证券研究所

2、产量平稳增长，价格“U 型”波动

2010 年化工产品产量增长平稳，主要品种增速基本恢复正常水平。4 季度由于各地地方政府的限电政策，基础化学品产量增速略有下降。

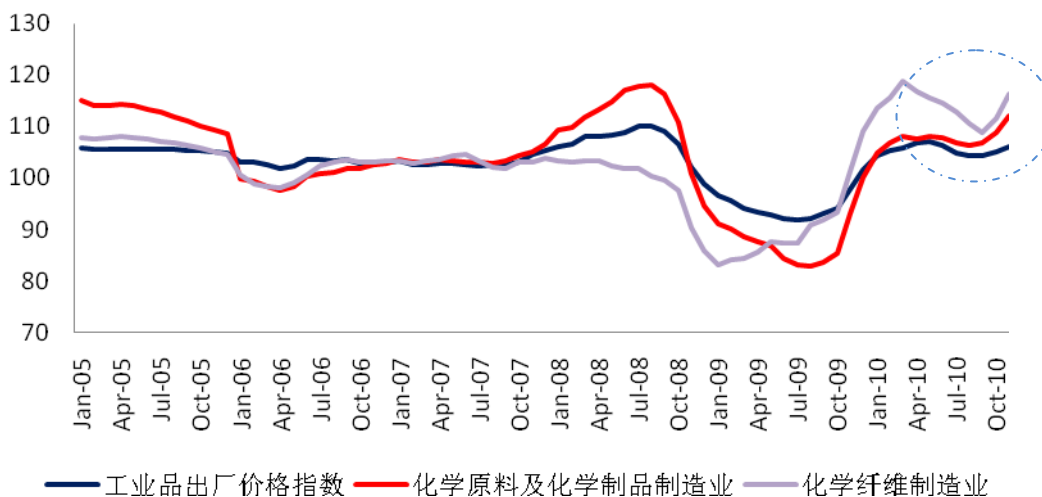
图表 4 主要化工产品产量平稳增长



资料来源：石化协会、东海证券研究所

今年化工产品价格走势呈现“U 形”走势。年初由于需求增长，众多产品价格上涨；随后出现回落，并持续低位运行；4 季度基础化工品价格受通胀和限电影响大涨；随着限电结束，产品价格也出现回落。由于 1 季度是产品需求淡季，价格回落还将持续一段时间。

图表 5 化工产品出厂价格指数快速回升



资料来源：石化协会、东海证券研究所

表格 2 主要跟踪产品价格变化

	单位	目前价格 (12月13日)	2010 年初	2010年8 月底	去年同期 价格	较10年 初涨幅	较8月底 涨幅	同比涨幅
原油	美元/桶	83.67	77.16	72.49	76.97	8.44%	15.42%	8.70%
煤炭	元/吨	630	480	630	450	31.25%	0.00%	40.00%
乙烯	美元/吨	1090	1200	970	1095	-9.17%	12.37%	-0.46%
纯苯	元/吨	6950	7650	6470	7000	-9.15%	7.42%	-0.71%
PE	元/吨	10800	11200	10100	10600	-3.57%	6.93%	1.89%
PP	元/吨	13700	11500	11550	10300	19.13%	18.61%	33.01%
甲醇	元/吨	3060	2660	2520	2750	15.04%	21.43%	11.27%
电石	元/吨	4700	2863	3550	2863	64.16%	32.39%	64.16%
烧碱	元/吨	2700	2043	2000	2043	32.16%	35.00%	32.16%
纯碱	元/吨	2000	1193	1350	1121	67.64%	48.15%	78.41%
硝酸	元/吨	2700	3200	2200	3200	-15.63%	22.73%	-15.63%
PVC(乙烯)	元/吨	8550	7400	7500	7300	15.54%	14.00%	17.12%
PVC(电石)	元/吨	8000	7300	7350	7200	9.59%	8.84%	11.11%
液氨	元/吨	3000	2350	2430	2350	27.66%	23.46%	27.66%
二甲醚	元/吨	4600	3600	3550	3500	27.78%	29.58%	31.43%
三聚氰胺	元/吨	10800	7850	9400	7850	37.58%	14.89%	37.58%
硝酸铵	元/吨	2550	1950	1900	1950	30.77%	34.21%	30.77%
尿素	元/吨	2070	1800	1700	1750	15.00%	21.76%	18.29%
磷酸二铵	元/吨	3200	2500	2800	2300	28.00%	14.29%	39.13%
钾肥	元/吨	2850	2600	2500	2600	9.62%	14.00%	9.62%
硫磺	元/吨	1355	1034	1050	850	31.04%	29.05%	59.41%
黄磷	元/吨	15250	14650	13800	14113	4.10%	10.51%	8.06%
草甘膦	元/吨	22000	25000	21000	29500	-12.00%	4.76%	-25.42%
TDI	元/吨	24000	28500	23400	28000	-15.79%	2.56%	-14.29%
苯胺	元/吨	12100	11000	11500	10400	10.00%	5.22%	16.35%
MDI	元/吨	16450	15000	15700	15000	9.67%	4.78%	9.67%
DMC	元/吨	22900	23800	21900	23800	-3.78%	4.57%	-3.78%
乙二醇	元/吨	8170	7470	6460	7270	9.37%	26.47%	12.38%
己二酸	元/吨	19650	16000	16100	14500	22.81%	22.05%	35.52%
DMF	元/吨	6700	5300	5400	5350	26.42%	24.07%	25.23%
BDO	元/吨	20400	12600	17700	12550	61.90%	15.25%	62.55%
PTMEG	元/吨	30000	21000	28000	21000	42.86%	7.14%	42.86%
氨纶	元/吨	71000	48000	56000	48000	47.92%	26.79%	47.92%
棉花	元/吨	26803	14873	18002	14839	80.21%	48.89%	80.63%
PTA	元/吨	9884	7790	7686	8000	26.88%	28.60%	23.55%
涤纶短纤	元/吨	12800	9400	9550	9400	36.17%	34.03%	36.17%
粘胶短纤	元/吨	26500	18850	17800	19100	40.58%	48.88%	38.74%

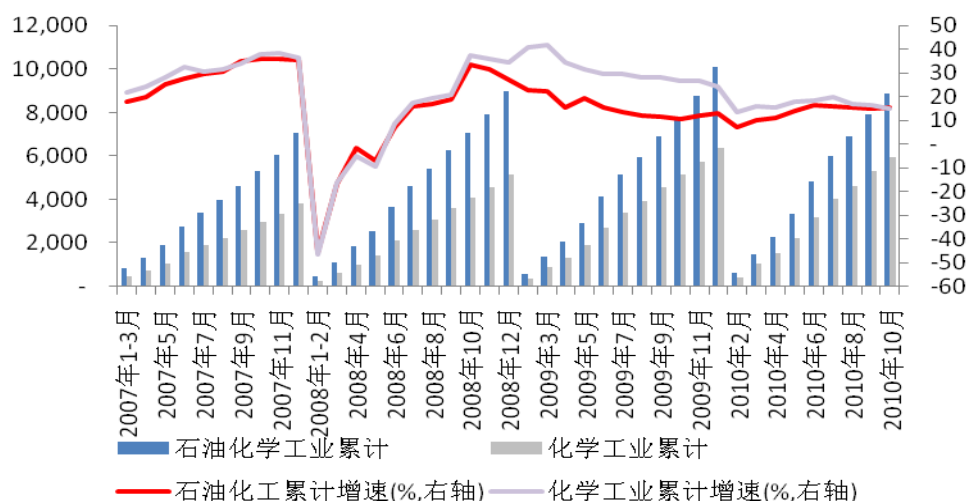
资料来源：化工在线、百川资讯、东海证券研究所

3、行业固定资产投资回落

今年 1-10 月，石油化工业实现固定资产投资 8894 万元，同比增长 15.5%，增速较为平稳；化学工业实现固定资产投资 5922 万亿元，同比增长 15.1%，增速较 09 年大幅回落。

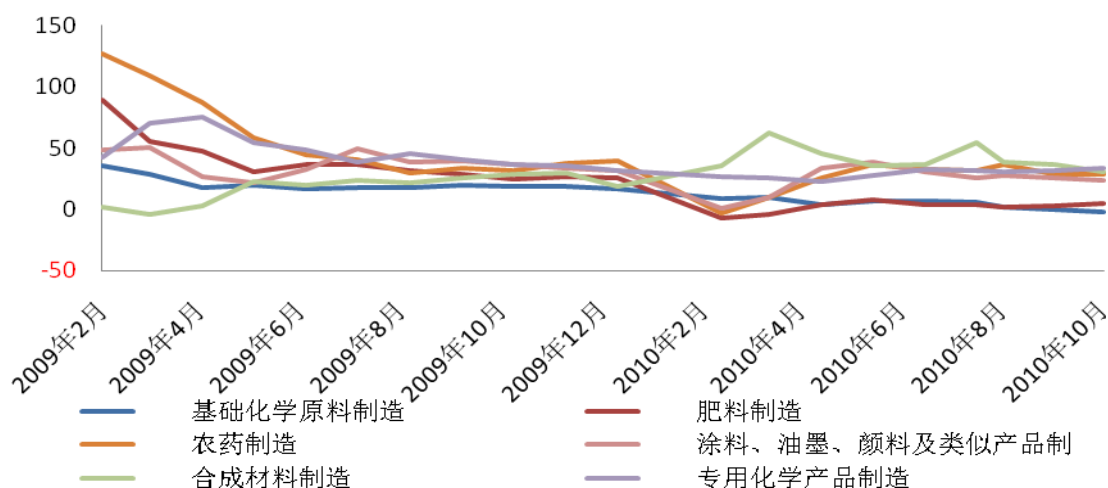
受前两年盈利不佳和政策限制影响，基础化学原料和肥料固定资产投资增速大幅下降。截至 10 月，基础化学原料固定资产投资累计增速同比下降 1.7%；肥料制造累计同比增长 4.9%。其中磷肥、氮肥投资增速下降明显，氮肥今年以来一直负增长，累计增速-25.7%；磷肥增速也由去年的 67.8%放缓至 20.9%。

图表 6 行业固定资产投资渐趋平稳



资料来源：石化协会、东海证券研究所

图表 7 合成材料、专用化学品投资保持高水平



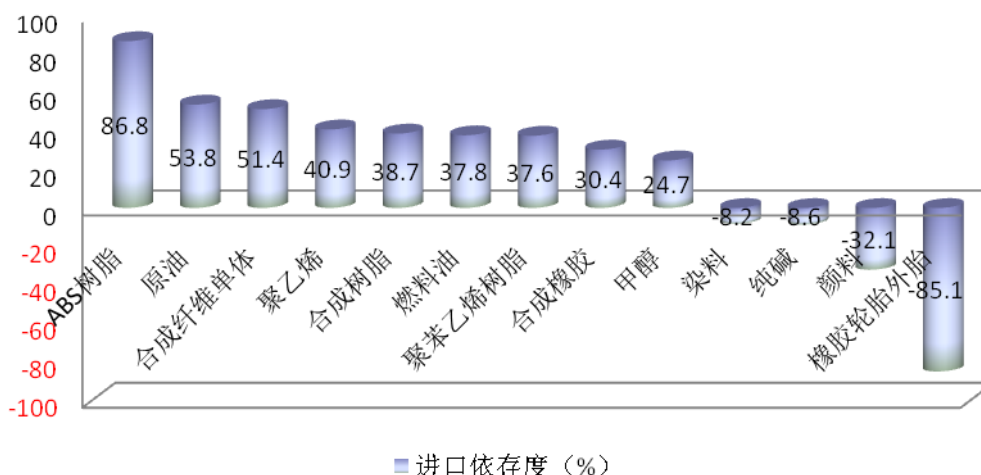
资料来源：石化协会、东海证券研究所

4、进口替代进行中

今年 1-10 月石油化工行业累计实现进出口贸易总额 3707.75 亿美元，同比增长 43.1%；贸易逆差 1010 万美元，同比增长 52.1%。其中，原油开采、除成品油外的其他原油加工品、合成树脂、合成纤维单体等有机产品为净进口；化肥等无机产品和农药、染料等为净出口产品。

我国目前对原油的进口依存度依然很高，为 53.8%；原油加工品多依赖进口。基础化工品目前基本处于略有出口的状态，只有甲醇由于国外天然气法成本较低，依然大量进口。部分专用化学品、油墨等精细化学品则由于品质问题，仍从国外进口。由于合成技术和工艺相对落后，我国合成纤维单体仍大量依赖进口，而下游合成纤维聚合物则略有出口。提高原油自给水平、加大合成材料和精细化学品的开发力度，仍是我国石油化工行业发展的方向。

图表 8 主要进出口化工品的对外依存度情况（2010 年 10 月数据）



资料来源：石化协会、东海证券研究所

二、行业投资机会探讨：寻找传统供需改善行业和新成长个股结合

1、2011 年大环境展望：成本上升、需求良好

1.1 油价高位运行概率大，能源替代品、资源品价值提升

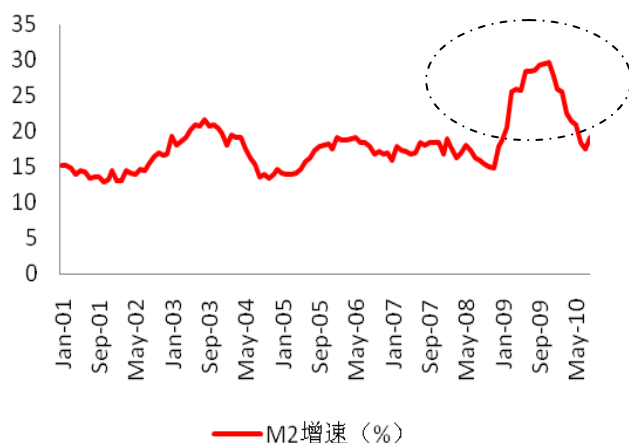
由于美国采取了宽松的货币政策，美元指数走低，今年国际原油价格明显上涨。近期美元指数有所回调，但从长期看，趋势不会改变。

全球经济不断回暖，对石油产品的需求持续增加，将对原油价格产生强有力支撑。石油输出国组织 OPEC11 日在厄瓜多尔首都基多召开石油部长会议后决定继续维持原油生产限额不变。短期内供应也不会大量增加。

就我国情况来看：最近两年我国投放了大量贷款，截至 2010 年 10 月的数据，新增贷款也已达 6.9 万亿元。加之国外热钱的涌入，流动性充裕。虽然国家加大了调控力度，但短期内包括原油在内的大宗商品价格维持相对高位的局面不会改变。

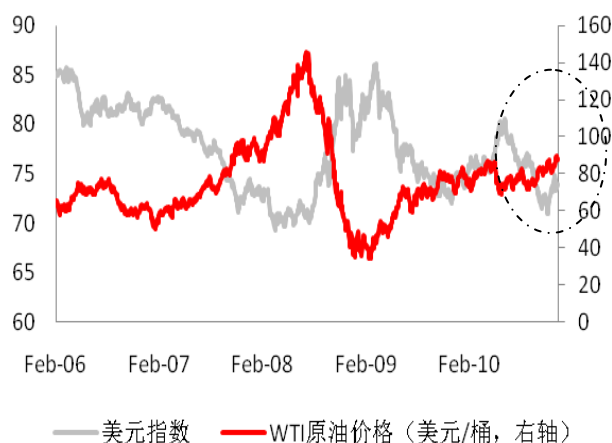
保守的预计明年原油的价格中枢在 85-95 美元。国内天然气、煤炭价格也将略有上涨。由于供大于求，国际天然气价格基本稳定。

图表 9 最近两年 M2 增速大幅增长



资料来源：wind

图表 10 美元指数下跌推动油价上涨

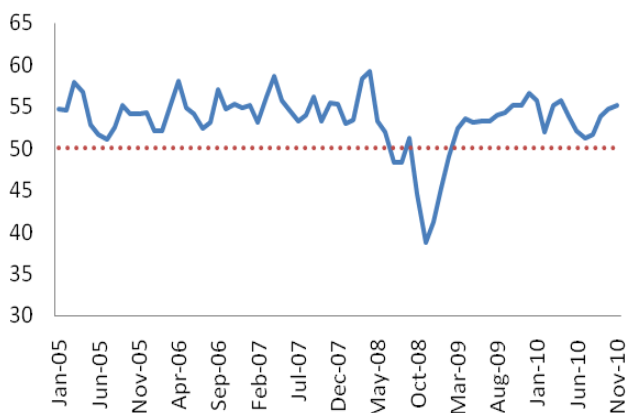


资料来源：wind

1.2 下游需求稳定增长，新兴产业增速高

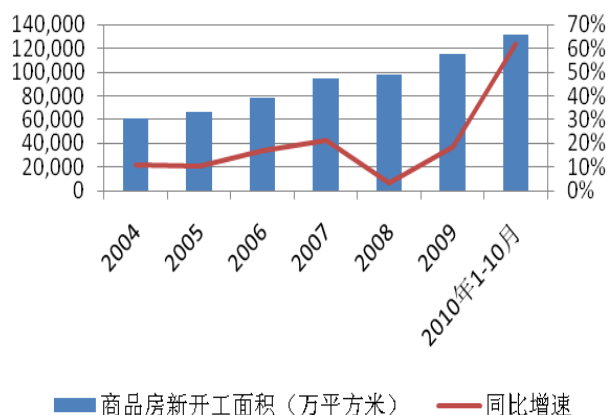
目前中国经济复苏态势良好，7 月以来我国制造业 PMI 指数持续走高。化工下游需求领域众多，经济回暖将拉动化工行业增长。化工的传统下游领域，汽车、农业、纺织等领域将保持平稳增长，房地产投资相对较高。新兴产业领域受到国家政策、资金扶持，“十二五”期间及以后数年，均将保持高增速。

图表 11 我国 PMI 快速回升



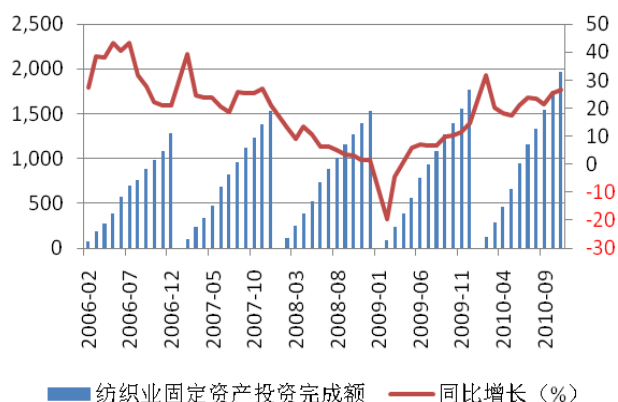
资料来源：wind、东海证券研究所

图表 12 房地产投资依然续火热

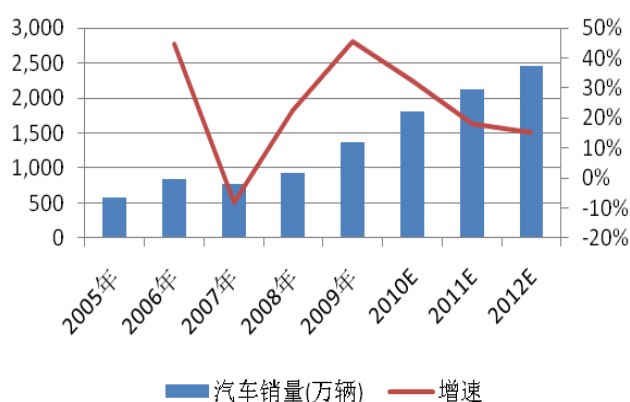


资料来源：wind、东海证券研究所

图表 13 纺织固定资产投资平稳增长



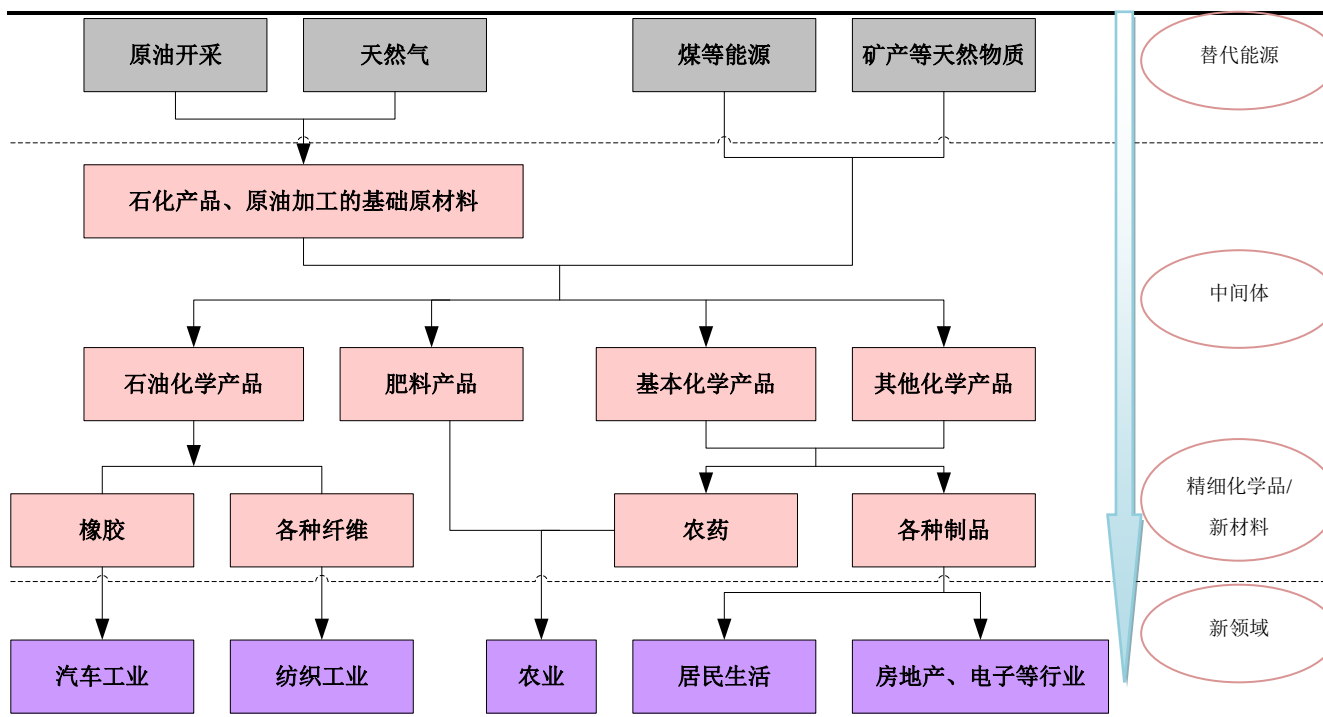
图表 14 汽车在高增长后将恢复平稳



资料来源: wind、东海证券研究所

资料来源: wind、东海证券研究所

图表 15 化工下游需求涉及衣食住行等各方面



资料来源: 东海证券研究所

2、2011 年行业恢复性增长，基础化学品“中性”，精细化学品、新材料“推荐”评级

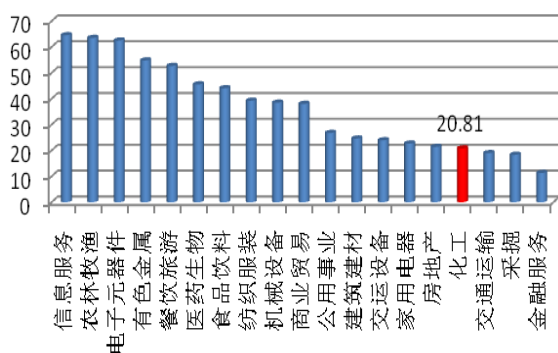
2011 年化工下游需求将保持较快增长，但由于产能过剩严重，明年基础化工品生产企业盈利难有大幅增长，会有一定恢复。从估值上看，由于 4 季度化工股股价提升，剔除石化后，估值不具有优势。明年基础化学品仍缺少整体性投资机会，给予基础化学品“中性”评级，但不排除部分供需结构较好的子行业仍存在投资机会，看好 MDI、BDO。受益油价、棉价高位的替代产品也具有投资价值。

传统化工领域建议重点关注：烟台万华、山西三维、吉林化纤、沈阳化工、诺普信。

受益于新兴产业快速发展，消费升级推动高技术产品需求，明年精细化学品和化工新材料利润仍将保持快速增速。虽然目前来看，估值较高（化工新材料 PE48.32），但考虑到行业高成长，仍给予精细化工和新材料“推荐”评级。技术先进、产品市场空间较大的企业将可能利用快速发展的机遇，为投资者带来超额投资收益。

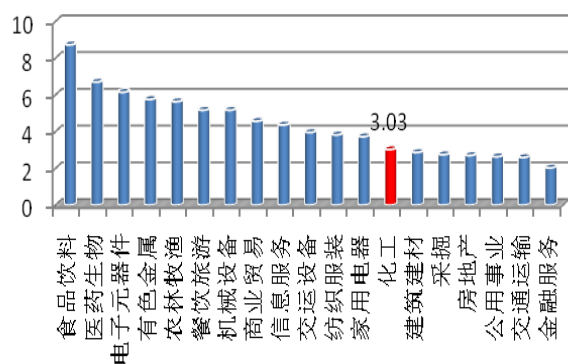
建议关注受益于光伏、高铁发展的奥克股份，下游分布在新能源和高铁领域的回天胶业、具有技术优势的新材料企业烟台氨纶和节能环保领域的康得新。

图表 16 受石化板块拖累，化工整体 PB 估值不高



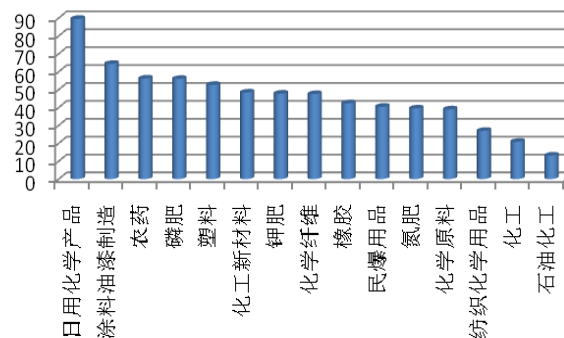
资料来源：wind

图表 18 化工 PB 处于 A 股中游



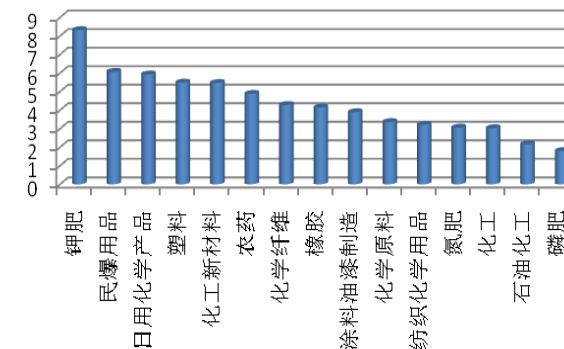
资料来源：wind

图表 17 除石化板块外，化工子行业估值都较高



资料来源：wind

图表 19 石化、氮磷肥 PB 相对不高



资料来源：wind

3、供需良好的子行业和高油价受益品种显投资机会

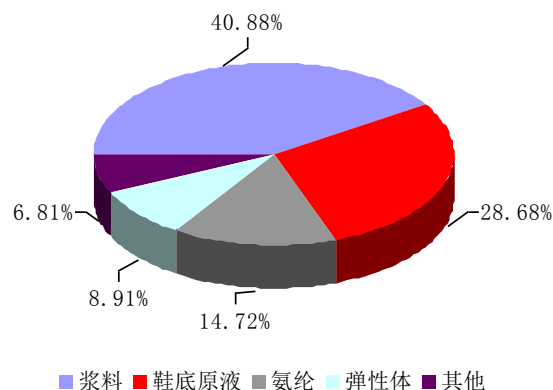
3.1 MDI：步入景气上升通道；下游节能材料发展仍值得期待

1) MDI 供需情况将变化，行业步入周期上行通道

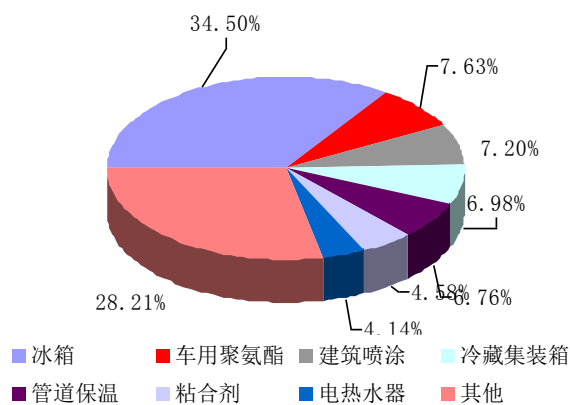
2001 年以来，全球 MDI 需求平稳增长。亚洲地区、中东、非洲等需求增势明显，其次是欧洲地区。预计未来几年全球 MDI 需求增长率将在 5% 以上，中国依旧是需求增长的先锋。

2000-2007 年，我国 MDI 需求强劲，年均增速为 33%；2008 年受到经济危机的影响，增长放缓，但也在 10% 以上。由于国内制鞋、冰箱等下游领域快速发展，预计未来 4~5 年 MDI 的需求仍将保持 20% 左右的增速。如果节能外墙材料发展顺利，则需求可能超预期增长。

图表 20 纯 MDI 主要应用在弹性需求高的领域



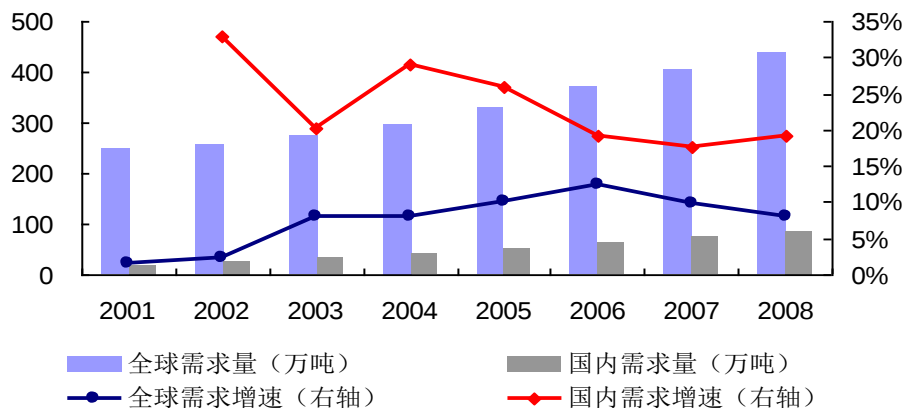
图表 21 聚合 MDI 主要应用在保温领域



资料来源：东海证券研究所

资料来源：东海证券研究所

图表 22 我国 MDI 需求增速高于全球需求增速



资料来源：化工在线、东海证券研究所

全球 MDI 产能不断增长，但由于需求旺盛，2007 年前供不应求。2008 年后需求下降，而供给持续增加，行业盈利能力下滑。按照不完全统计，截至到目前，全球 MDI 产能为 543 万吨。

我国 MDI 需求旺盛，跨国公司逐步在国内建厂扩张产能，目前我国 MDI 产能为 114 万吨，但国内产量仍难以满足国内市场需求，每年需要大量进口 MDI。2008 年我国 MDI 净进口量为 26 万吨，自给率为 70%；2010 年 9 月累计净进口聚合 MDI 17.08 万吨。

2010 年底以后，除了万华宁波二期的 30 万吨将要投产之外，2013 年前全球没有其他新增产能投放。未来两年，MDI 的供需将再次改变，供给将逐步呈现偏紧的状态，行业步入周期向上阶段。

表格 3 全球 MDI 产能统计

公司	厂址	产能（万吨）
BASF	比利时安特卫普	56
	美国路易斯安娜州Geismar	29
	德国Schwarzheide	3.5
	韩国Yosu	20
拜耳材料科学公司	美国得州Baytown	30
	Roxo	4.5
	巴西Belford	16
	德国Brunsbuttel	20
	德国Krefeld	15
	上海拜耳聚氨酯	35
Borsodchem	匈牙利Kazincbarcika	19
陶氏化学	葡萄牙Estarreja	20
	美国得州Freeport	22.5
	德国Stade	20
亨兹曼	美国路易斯安娜州Geismar	45
	荷兰Rozenburg	40
KumhoMitsuiChemicals	韩国Yosu	7.5
三井化学聚氨酯	日本Omuta	6
日本聚氨酯工业株式会社	日本Nanyo	40
日本聚氨酯工业（中国瑞安）	中国瑞安	5
上海联恒异氰酸酯	中国上海漕泾	28
SumikaBayerUrethane	日本Niihama	11
烟台万华聚氨酯	中国宁波	30
烟台万华合成革公司	中国烟台	20
合计		543

资料来源：化工在线、东海证券研究所

2) 成本降低、产能扩张，烟台万华未来两年业绩将大幅提升

公司宁波的二期项目-包括硝酸、硝基苯、苯胺、甲醛、造气等配套项目在内的 30 万吨/年 MDI 生产装置，目前正在试车，预计今年年底或明年年初正式投产。届时公司的 MDI 产能将达到 80 万吨/年，新增产能 60%，公司将充分受益于行业景气向上的良机。

二期配套 36 万吨苯胺，可满足 50 万吨 MDI 原料需求，宁波 MDI 装置大部分苯胺将自给，生产成本将下降。

我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.79 元、1.35 元和 1.92 元，估值优势明显，给予“买入”投资评级。我们相对保守的给予公司 2011 年 20 倍的 PE，则目标价为 27 元。随着公司未来业绩增长不断确认，股价也将随之不断提升。风险提示：新项目投产日期若推迟，将对业绩产生不利影响。

3) 建筑保温市场仍值得期待

上海发生大火导致市场对聚氨酯作为保温材料发展的担忧所致，这存在一定误解。聚氨酯按照其种类和配方，燃烧性能是不同的，可以分为难燃、可燃、易燃三种，使用了燃烧性能较低的产品即可能引发火灾。近期上海、北京等地出台政策要严格执行阻燃标准，也没有禁止聚氨酯材料的使用。聚氨酯是所有建筑保温材料中导热系数最低的，在欧美有广泛应用，未来发展空间仍可以期待。此外，作为一种优异的化工新材料产品，聚氨酯在胶粘剂、铁路枕木领域也将有较大发展。

3.2 竹纤维：棉花替代品，增速大幅提升

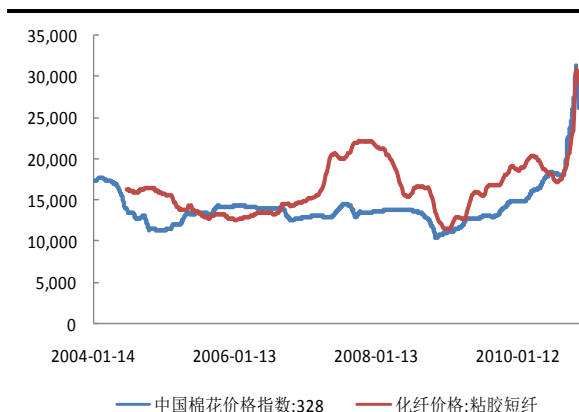
我国纺织服装增速明年预计能保持在 15% 左右，纺织用纤维需求依然稳定增长。

由于棉花种植面积下降，今年 9 月份以来棉花价格急剧上涨，粘胶等纤维价格也随之上漲；棉花供给紧张、价格上涨，也带动了涤纶短纤混纺需求的增长，涤纶及原料 PTA 等价格飙升。

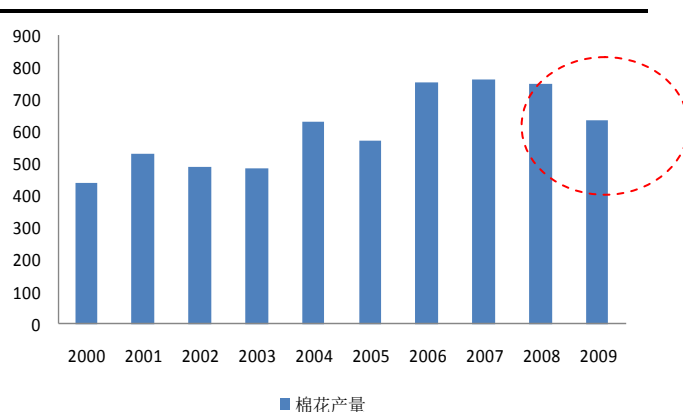
虽然目前棉花价格有所回落，但由于棉花短缺的局面短期内无法解决，棉花价格明年 9 月份前仍将维持较高水平。高棉价和成本上涨将支撑粘胶纤维价格维持高位。具有替代作用的涤纶短纤和竹纤维将得到较快发展。特别是竹纤维，由于成本变动不大，将具有更大的盈利空间。

吉林化纤（000420）是国内最大的竹纤维生产企业，产能占到竹纤维行业的 80% 以上。目前公司已完成 5 万吨竹纤维项目一期工程，将本部原有 2 万吨粘胶短纤装置改造为竹纤维装置，二期进一步将产能扩大到 5 万吨，预计 2012 年投产。另外公司也计划在湖南拓普建设 3 万吨竹纤维产能，届时公司竹纤维产能将达到 11 万吨。预计公司 2010-2012 年的 EPS 为 -0.07 元、0.27 元和 0.49 元，公司将充分享受竹纤维行业快速增长带来的收益，给予“增持”评级。风险提示：竹纤维推广面临一定风险。

图表 23 棉花、粘胶价格大幅上涨



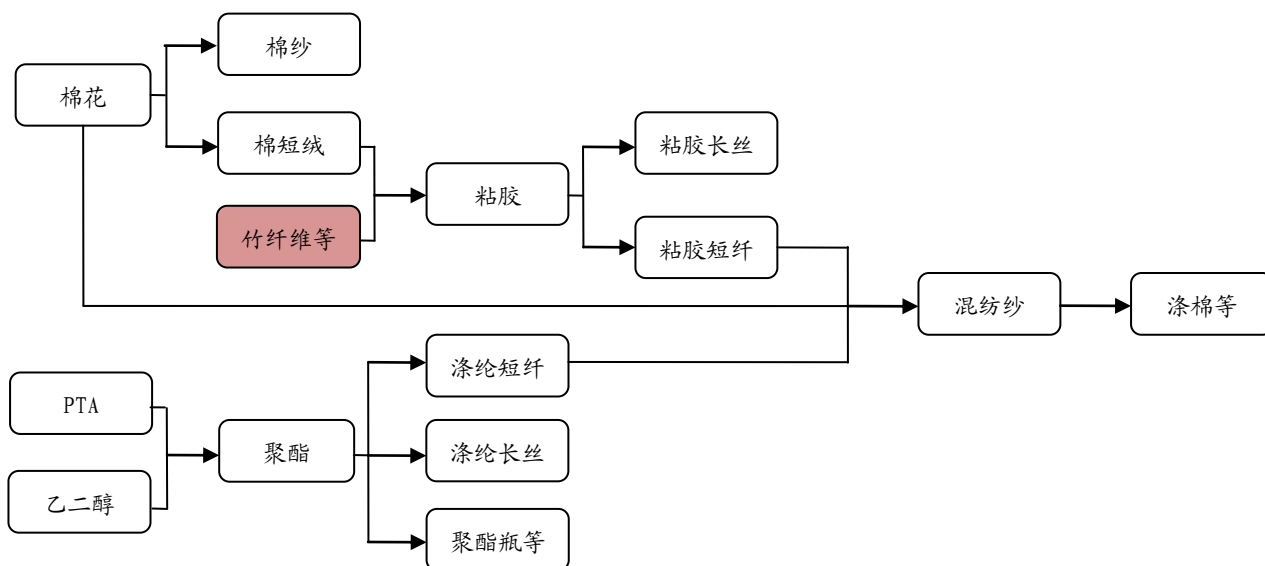
图表 24 棉花产量下降（单位：万吨）



资料来源：百川资讯

资料来源：百川资讯

图表 25 棉花下游加工产业链

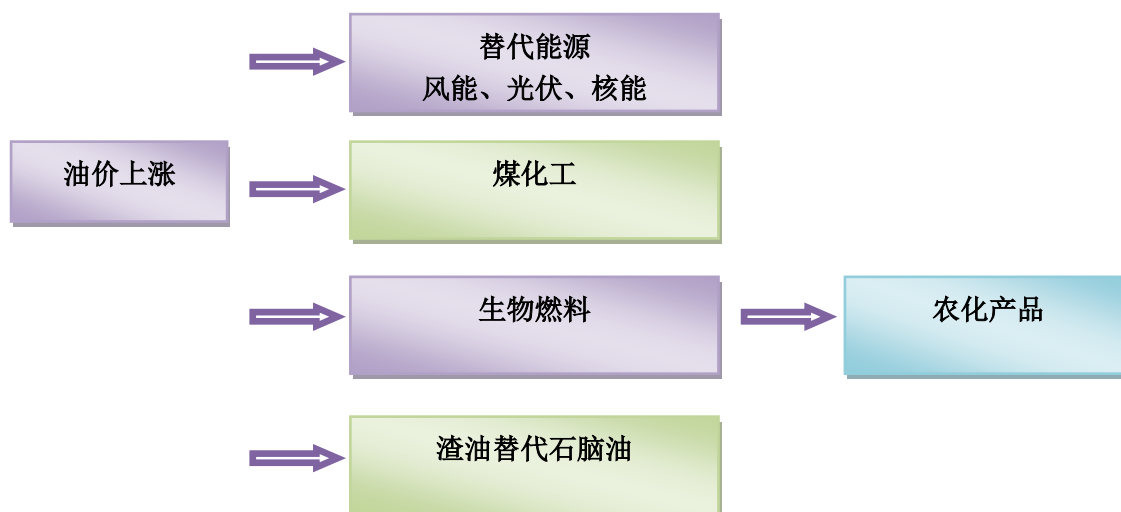


资料来源：东海证券研究所

3.3 煤化工和石化替代产品将受益

明年原油价格继续上涨，替代能源、煤化工等受益较大。

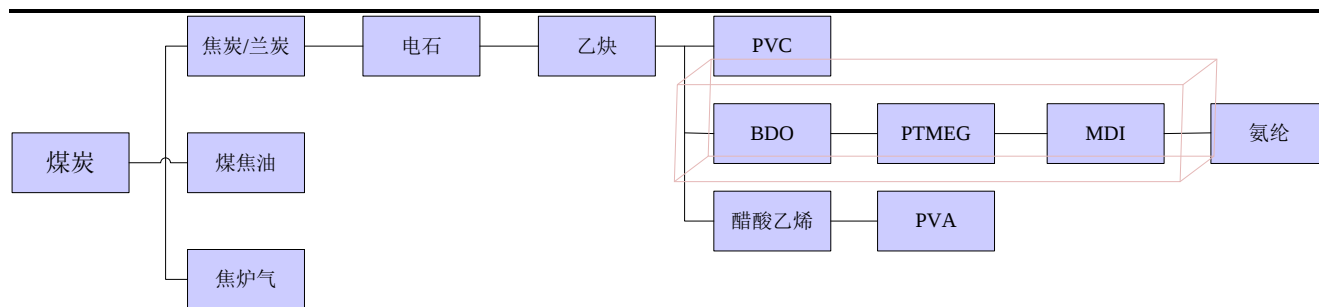
图表 26 油价上涨催生部分产品投资机会



资料来源：东海证券研究所

煤气化产品主要为甲醇、合成氨等，由于产能过剩严重，总体机会不大。煤液化产品主要为煤制油，如技术工艺应用顺利，未来将成本优势明显。煤焦化产品中，乙炔法制备的 PVC、BDO、醋酸乙烯更具成本优势。综合考虑各产品自身供需，我们相对最看好 BDO—PTMEG—MDI—氨纶的产业链，标的为山西三维。采用重质渣油生产的沈阳化工值得关注。拥有成本优势的 PVC 生产企业天原集团、英力特、中泰化学、湖北宜化也具有一定投资价值。油田服务和海工领域亦将受益明显。

图表 27 煤化工受益领域构成



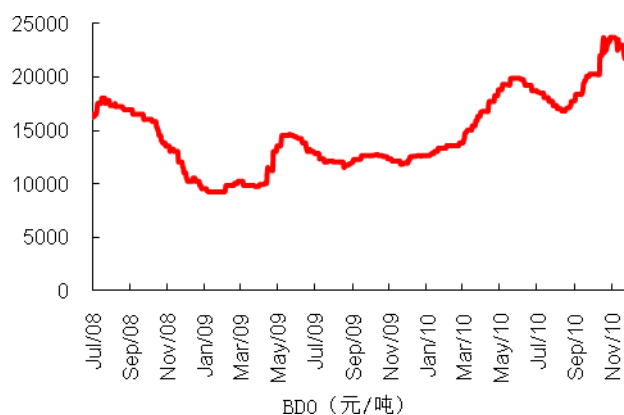
资料来源：东海证券研究所

BD0：乙烯法推动价格提升；需求增长良好，供需结构改变——山西三维

1) 乙烯法推动 BD0 价格上涨，顺酐法、电石法受益

BD0 的生产主要有 3 种工艺路线，乙烯法、顺酐法、电石法。与 pvc 一样，国外主要是以乙烯法为主，而我国主要是电石法和少量的顺酐法 BD0；BD0 也为净进口产品。油价上涨，成本上升将推动 BD0 价格上涨。限电结束后，电石价格将明显回落；而由于粗苯产能过剩，顺酐法成本压力也不大。

图表 28 限电和油价上涨推动 BD0 价格上涨



资料来源：化工在线

2) 供需均衡增长

BD0 最大的应用领域是 THF/PTMEG。明年我国新增氨纶产能将达到 13 万吨左右，增幅明显；MDI 也处于较好的景气周期。另一个增速较快的下游 PBT 明年新增产能 6 万吨；其他领域也有不同程度增长。即使几年后 BD0 行业出现过剩，也会如同 PVC 行业一样，具有成本优势的企业仍能保持良好的业绩。

山西三维目前拥有 15 万吨 BD0、2.5 万吨/年 PTMEG，明年 6 月份将有 3 万吨 PTMEG 装置投产，具有成本优势。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.07 元、0.69 元和 0.81 元，对应的动态 PE 为 148 倍、15 倍和 13 倍，明年业绩增幅明显，且具有一定估值优势，给予“增持”的投资评级。风险提示：油价如波动过大，公司业绩将低于预期。

PVC 的投资逻辑与 BD0 相似，详细请见《通胀利好化肥和电石法 PVC 行业》2010.10.14

CPP 项目、PVC 糊树脂： 炼油供需改善，燃料油消费税免征利好公司发展—沈阳化工

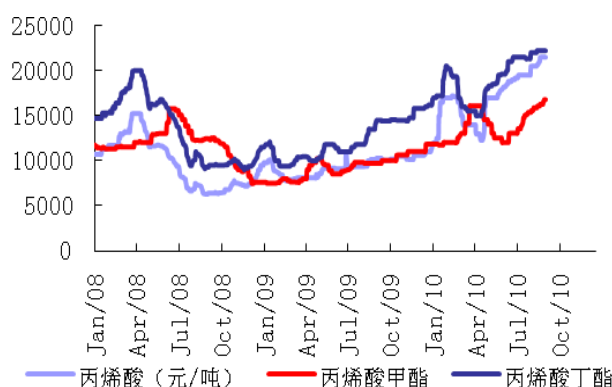
根据统计数据，明年全球和我国新增炼化装置均明显小于今年。在原油价格小幅攀升的情况下，烯烃价格将随之走高，并推动合成树脂价格走高。公司 CPP 项目目前已运作良好，其采用重质渣油为原料，相对具有成本优势。

财政部、国家税务总局公告，今年 1 月 1 日起到 12 月 31 日，对用作生产化工产品原料的国产燃料油免征消费税，对用作生产化工产品原料的进口燃料油返还消费税。燃料油消费税取消后，采购成本将大幅降低，公司获得油源将变得容易，制约公司发展的原料问题将得到解决。在后顾之忧解决后，公司可能会利用已经掌握的 CPP 项目经验，进一步扩产，业绩将得到持续增长。同时消费税由原来的 812 元/吨降到 0，按照每年进口 25 万吨渣油计算，将增加公司 EPS0.23 元。由于原油价格上涨趋势明显，为鼓励渣油利用，政策持续的可能性很高。

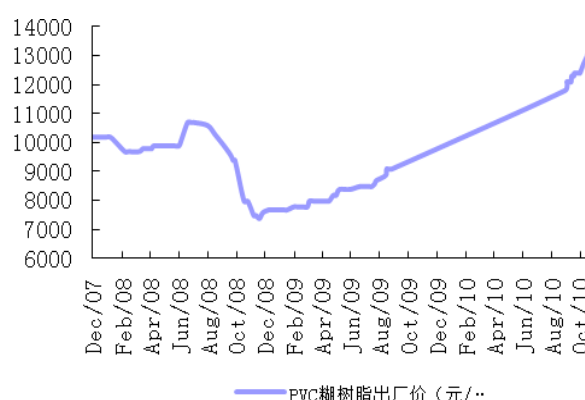
目前市场还预期成品油定价可能会市场化，如能顺利进行，则公司收入占比近半的炼油业务盈利将明显提升。其他化工产品如 PVC 糊树脂、丙烯酸等将受益于下游消费领域发展，保持较好的盈利能力。

由于公司今年燃料油消费税返还额度尚未确定，我们维持公司 2010 盈利预测，预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.37 元、0.58 元和 0.77 元，对应的动态市盈率为 25 倍、16 倍和 12 倍，给予“增持”评级。风险提示：明年燃料油免征消费税政策能否持续，存在一定不确定性。

图表 29 丙烯酸系列产品价格上涨



图表 30 PVC 糊树脂价格不断上涨



资料来源：化工在线

资料来源：中国氯碱网

4、精细化学品和新材料前景广阔

战略性新兴产业主要包括七大产业：信息技术、节能环保、新能源、生物、高端装备制造、新材料、新能源汽车；后来又增加了高铁。战略性新兴产业在国家政府、资金支持下，十二五期间将保持较高的增速。

根据《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》：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，而 2010 年新兴产业的占比只有 3%；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，具有广阔的发展空间。

《石油和化学工业“十二五”科技发展规划纲要》提出了“十二五”期间石化行业的总体目标。到 2015 年，开发一批高性能、绿色和高附加值的新技术和新产品，并实现产业化，精细化工率由“十一五”末的 45%提高到 50%；“十二五”期间，重点开发特种工程塑料、膜材料、特种纤维（主要含碳纤维、芳纶、超高分子量聚乙烯纤维等）及其树脂基复合材料、氟硅新材料等战略性新兴产业制备技术；与节能环保、新能源、生物医药、高端装备制造等战略性新兴产业配套的化工产品与技术，包括生物化工产品、电子化学品、高性能涂料、关键中间体等高端精细化工产品制备技术，着力发展行业新的经济增长点。

A 股化工上市公司中，部分企业的精细化学品和新材料在新兴产业领域中有大量应用。

表格 4 众多化工企业产品应用于新兴产业领域

	子行业	公司	产品
新能源	锂电池	江苏国泰、新宙邦、当升科技、多氟多	电解液、电极材料、隔膜
	太阳能	回天胶业、奥克股份	电机胶黏剂、切割液、封装胶膜
	核能	沃尔核材	电子辐射产品
	风电	回天胶业	有机硅胶黏剂
节能环保	脱硫	三聚环保、三维丝	脱硫净化剂、催化剂
	MDI	烟台万华	节能材料
	预涂膜	康得新	预涂膜
电子信息	液晶	永太科技、红宝丽	液晶材料、液晶清洗液
	打印、复印	鼎龙股份	电荷调节剂、彩色聚合碳粉
	LED	回天胶业	胶黏剂
新医药	中间体	建新股份、天马精化、联化科技、永太科技	医药、农药中间体
高铁	轨道、车厢	回天胶业、时代新材	聚氨酯胶

资料来源：东海证券研究所

节能环保将高增长

环保部副部长表示，在十二五期间，我国环保投资将超过 3 万亿元，比“十一五”期间增加一倍以上，未来 5 年复合增长率为 15%-20%，环保产值到 2015 年有望达到 GDP 的 7%-8%。中国将成为世界最大的环保产业市场之一，环保行业步入黄金发展期。

国家发改委等部门共同编制的《节能环保产业发展规划》，“十二五”的减排目标也为节能环保产业描绘出了一个良好的前景。“十二五”期间，碳强度、能源强度降低，非化石能源所占的比重，以及森林面积、蓄积量等，都会成为“十二五”规划中的一些约束性指标，确保实现碳强度在 2020 年降低 40%-45%这一目标。这些

指标的确定,意味着未来五年节能环保产业的市场非常广阔,预计 2011 年我国节能环保行业的增速将在 50% 左右。

康得新(002450)是国内预涂膜龙头。预涂膜在商用印刷领域和新兴市场领域有较大的需求空间。目前我国预涂膜产业发展相对落后,占比约 10%,远低于国外水平。由于环保要求提高,未来将进入预涂技术替代即涂技术的高峰期,需求将快速增长。公司目前拥有 6 条生产线,产能 1.63 万吨,满负荷生产。2011 年底募投项目全部投产后,公司产能将达到 3.43 万吨,产能翻倍;2012 年公司有可能继续扩增产能。作为行业龙头,公司将充分分享行业高速增长带来的超额收益。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.48 元、0.72 元和 1.04 元,对应的动态市盈率为 67 倍、44 倍和 31 倍,公司目前估值水平较高,但是考虑到预涂膜行业未来几年高速增长,发展空间巨大;公司未来业绩可能超预期,仍给予公司“增持”的投资评级。风险提示:新生产线投放时间存在一定不确定性。

新能源潜力巨大

从国内看,我国能源消费将继续保持增长,但能源供求关系总体上趋于缓和。石油需求年增量将在 1000 万~1500 万吨之间,“十二五”末石油对外依存度很可能会超过 55%。国家能源政策的重点是鼓励自主创新,改善能源结构,减少污染物排放。随着石油资源日渐紧缺,油价上涨,未来新能源等替代能源的发展潜力巨大。

中国发电装机容量未来 10-20 年将依然保持平均 30%以上的增速。新能源发电结构占比将保持快速增长。

光伏:中国是目前世界上最大的光伏电池生产国,2009 年光伏电池产量达到 400 万千瓦,占全球的 40%,居世界首位,预计到 2012 年总产能将突破 1000 万千瓦。但由于光伏发电成本高、并网制约多等因素,导致国内光伏发电市场规模较小,光伏组件 95%以上用于出口。

12 月 2 日,财政部等 4 部委联席会议,提出“加快推进国内光伏发电规模化应用”。明确政府支持光伏市场的态度,并给出强有力的推进方案;5 年前风电市场的奇迹,很可能发生在未来 3 年的光伏市场中。

奥克股份:公司是我国环氧乙烷精细化学品龙头,两大主营产品太阳能光伏电池用晶硅切割液和高性能混凝土减水剂用聚醚单体均处于国内领先地位。切割液处于光伏产业链中价格敏感度最低的环节,随着原材料环氧乙烷的产能过剩,盈利能力逐渐上升。新产品聚羧酸型减水剂,在高铁应用中将有暴发式增长。硅片项目 2011 年起贡献业绩,全部达产后收入上可再造一个奥克。我们预计公司 2010 年-2012 年 EPS 为 1.2 元、1.8 元和 2.24 元;对应的动态市盈率分别为 54 倍、36 倍和 29 倍。随着新项目投产,产品毛利率回升,明年公司利润增速将大幅提升;而且由于环氧乙烷难于运输,公司提前布局周边地区,具有类资源优势;给予公司“增持”的投资评级。风险提示:公司进入硅片业务后,能否快速稳定经营存在一定不确定性。

高铁将筑辉煌

根据规划,我国将构建三层次的轨道交通网:省际高速铁路网(高铁)、城际快速交通网(城铁)、城市轨道交通网(地铁)。高铁网形成“四纵四横”。根据我国的《中长期铁路网规划》,将在 2013 年实现京沪、京港、京哈、杭福深这“四纵”以及徐兰、沪昆、青太 and 沪汉蓉这“四横”的客运专线通车。根据我们测算,“四纵四横”在“十二五”期间的新建里程为 2695 公里,并将使省际高速铁路网的累计通车里程达到 1.16 万公里。城际铁路网作为发展相对较慢的领域,未来也将连通省内各城市,成为超预期的增量。

回天胶业生产有机硅及聚氨酯胶等产品,具有技术和市场销售网络优势。下游汽车、电子、风能、太阳能、高铁等领域需求旺盛,公司销售快速增长。公司在汽车、LED 灌封胶领域具有较大优势;是国内高铁凸形台聚氨酯

胶粘剂供应商。公司在保持原有产品的基础上，加大新产品研发，高铁机车车窗、游艇等领域将成为聚氨酯胶未来新的增长市场。公司目前订单饱满，而随着募投项目不断推进，业绩将大幅增长。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 1.33 元、1.80 元和 2.19 元，对应的动态 PE 为 52 倍、38 倍和 32 倍。公司下游增速较大，市场空间广阔；公司未来几年将保持高成长性，维持“增持”评级。风险提示：募投项目投放时间存在一定不确定性。

新材料进口替代将大显身手

作为相对传统的新材料，有机硅、有机氟、聚氨酯相对熟悉。近几年，交叉应用的高性能复合材料和高性能纤维也得到快速发展。

复合材料是由两种或多种性质不同的材料通过物理和化学复合，组成具有两个或两个以上相态结构的材料。先进复合材料是战略性新材料，在飞机、导弹、运载火箭、飞船和卫星飞行器上发挥着不可替代的作用，国外一些军用、民用飞机复合材料应用量不断提升，同时在民用领域也得到广泛应用，如文体休闲制品、建筑补强、风力发电、深井采油、高速交通等高新技术领域，其市场规模不断扩大。

对位芳酰胺纤维（对位芳纶），是我国与国外差距最大的品种，美国杜邦和日本帝人的总产能各接近 3 万 t/a，今年总产量约 4~4.5 万 t。我国目前有几家公司正在研发和生产该纤维，但都没有产业化，规模很小；正在建设 1000t/a 生产线的厂家有 4~5 家。在品种方面，杜邦有十几种，包括 Kevlar29、49、68、100、119、129 和 149，形态有长丝、短纤维、浆粕、短切纤维、研磨纤维等，而我国目前只有 3 个品种。

烟台氨纶是我国首家具备芳纶 1414 产业化技术的企业，1000 吨对位芳纶 2011 年 5 月将投产。目前国内对位芳纶需求增长较快，公司产品将全部国内销售，主要用于民用。由于产品技术壁垒高，需求旺盛，毛利率将长期保持高水平，预计在 40%以上。由于公司另一主要产品氨纶明年产能扩张过快，市场存在较大担心。预计公司 2010-2012 年 EPS 为 1.01 元、1.18 元和 1.41 元，给予“增持”评级。

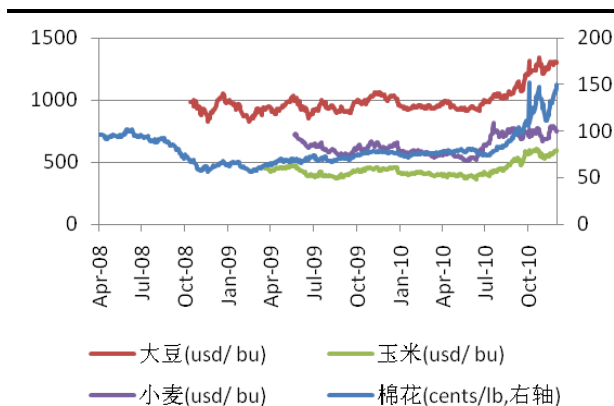
三、细分行业投资机会分析

我们在第二章重点探讨了供需情况较好的子行业和受益新兴产业发展的精细化学品和新材料情况。传统化学工业，由于产能过剩较重，发展相对较慢，但其中也有一些企业在各自的细分子行业中具有相对优势。

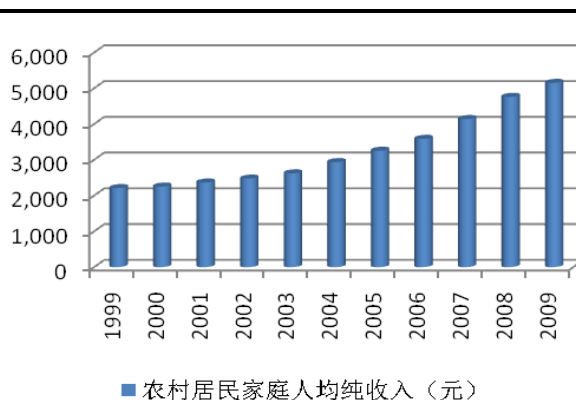
1、化肥：出口再受限

今年下半年，农产品价格大幅上涨，根据我们前面的分析，农产品在明年仍将维持较高的价格水平。而随着农民收入的提升，对化肥和农药的需求也将相对提升。

图表 31 国际农产品价格上涨



图表 32 农民收入不断提升



资料来源: bloomberg, 东海证券研究所

资料来源: wind, 东海证券研究所

尿素:

上半年由于在施肥旺季遭遇自然灾害导致施肥期推迟了 1 个月，严重影响了用肥需求，使尿素价格在短暂上涨后即陷入低谷。而从 9 月份开始，尿素价格持续上涨，这是多种原因所致。1) 出口拉动，下半年国际尿素价格持续上涨，带动国内尿素出口大幅增加，截止到 10 月份同比上涨 125.4%。2) 成本推动，国内煤炭价格在行业整合导致产量下降等因素影响下，价格上涨，煤头尿素成本上涨；而天然气价格在 6 月份上涨，每吨上涨 0.23 元/立方米，气头尿素成本上涨 217 元。3) 供给缺少，为完成节能减排的指标，限电致产量下降，截止到 10 月份，同比下降了 10.4%。

预计尿素价格在明年春耕结束前仍能够保持在 1800-1900 元/吨的高位，原因：

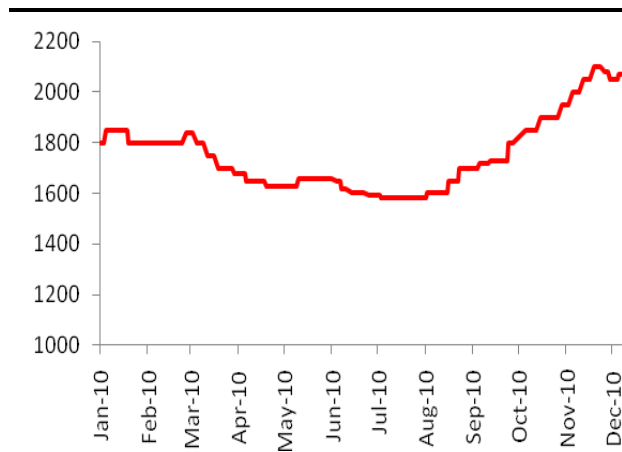
1) 供给不足，按照以往情况，进入冬季后，工业用天然气将会受到限制，一般停工时间在 70 天左右，目前西南地区供气已经开始控制供给。同时由于目前尿素价格较高，淡储基本没有启动；淡储启动后，将支撑 12 月至 1 月份春耕启动之前的尿素行情。2) 成本推动，明年天然气价格上涨的可能性很大，进一步推高尿素成本。3) 需求提升，目前国内在流动性极为充裕的影响下，农产品价格持续上涨，极大的刺激了农业用肥的需求，预计明年尿素需求将增长 3-5%。

今年 12 月份国家对尿素临时执行旺季关税，限制尿素出口，以促使尿素价格回落。明年春耕结束后，

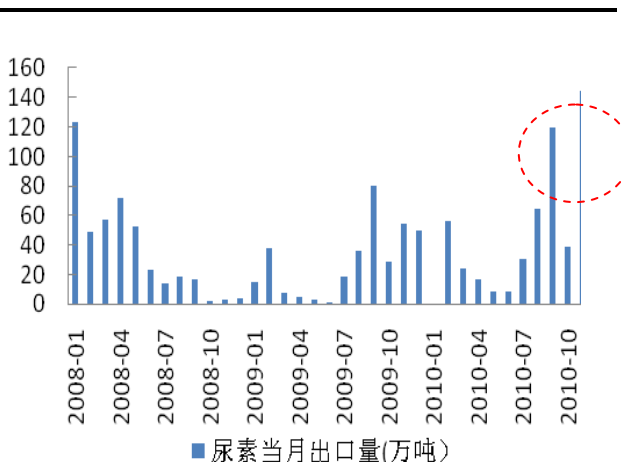
若国际尿素价格保持高位，必将刺激国内企业大幅出口，国家有可能继续出台尿素出口新政限制尿素出口，可能对尿素企业盈利产生一定不利影响。

掌握先进煤气化技术的企业和拥有上游煤炭资源的企业在行业中将保持领先地位，关注企业：湖北宜化、柳化股份

图表 33 尿素价格持续上涨



图表 34 尿素出口同比大幅上涨



资料来源：化工在线，东海证券研究所

资料来源：百川资讯，东海证券研究所

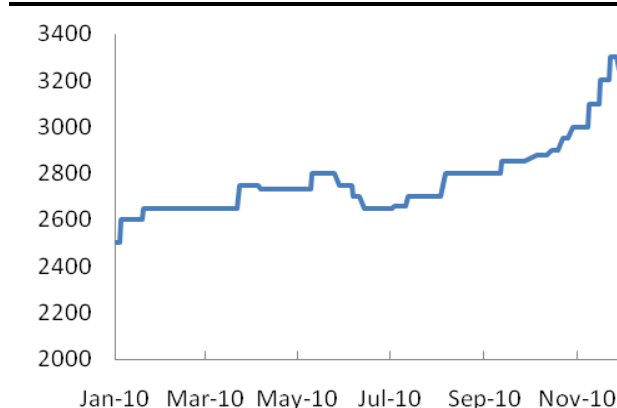
磷肥:

磷肥的行业集中度较高，今年大型磷肥企业的盈利能力普遍不错。与氮肥境况相似，价格在9月份以后开始上涨明显。

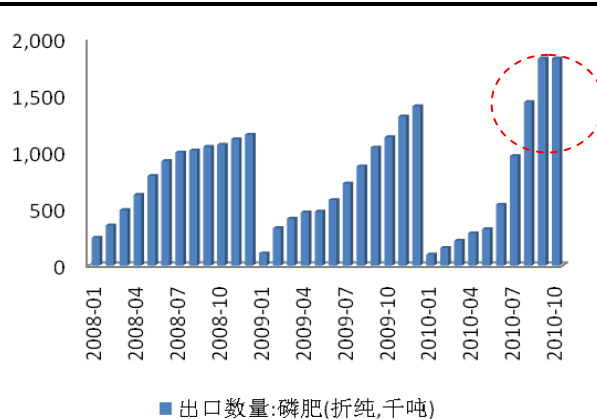
我们认为明年上半年磷肥价格仍在较高位置，原因在于农产品价格提升施肥需求同时成本高企支撑价格高位运行。

目前磷矿石的资源属性愈加明显，我国磷矿资源较为紧张，握有上游稀缺资源的企业仍具有加大竞争优势，关注：云天化、湖北宜化

图表 35 磷酸二铵价格涨幅明显



图表 36 今年下半年磷肥出口激增



资料来源：化工在线，东海证券研究所

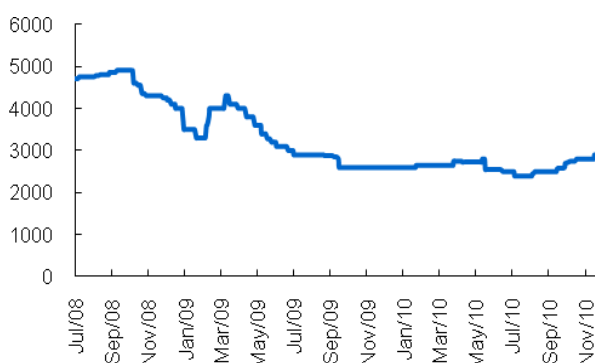
资料来源：百川资讯，东海证券研究所

钾肥:

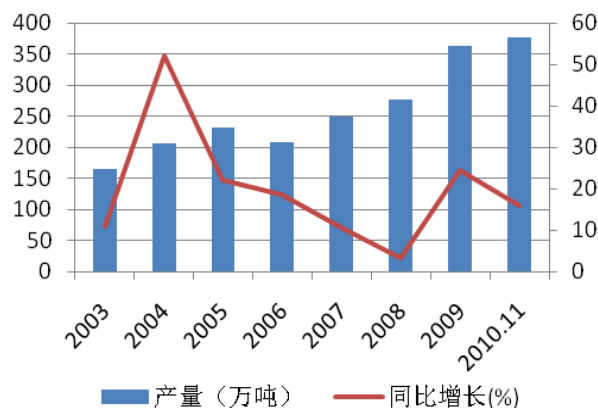
国内目前产能大概为 550 万吨，产量在逐年提高，进口依存度不断下降，目前为 60%。需求一直保持比较稳定，大约为 800 万吨。

今年钾肥价格一直处于相对较低的水平，4 季度略有上行。在通胀，资源品价值日益提升的情况下，钾肥依旧是良好的投资品种。建议关注盐湖钾肥。

图表 37 下半年钾肥价格有所上涨



图表 38 钾肥产量平稳增长



资料来源：化工在线，东海证券研究所

资料来源：百川资讯，东海证券研究所

2、农药：整合、降耗是发展方向

2009 年和 2010 年，我国农药行业经历了两个“小年”，行业整体盈利不佳。目前我国农药工业的生产能力和生产量已处于世界前列，但行业内多数企业都以生产仿制农药为主，技术创新能力弱，竞争实力远弱于跨国公司。今年 3 季报，先正达、拜耳、陶氏和杜邦等国际农药跨国公司销售额增长都在 10% 以上，而国内企业则以下滑为主。

9 月 19 日工信部颁布了《农药产业政策》，提出了产业结构调整目标，以遏制行业产能低水平重复建设，引导行业整合，及降低资源损耗，防止环境污染。规划包括：到 2015 年，农药企业数量减少 30%，国内排名前 20 位的农药企业集团的销售额达到全国总销售额的 50% 以上，2020 年达到 70% 以上。根据上述政策，十二五期间，我国农药行业洗牌，兼并重组不可避免。

此外，“十二五”规划制定过程中更加重视节能和环保，许多不规范、环境污染严重的中小型农药企业可能会被强制关停并转，有利于现有规模较大、生产管理经营规范的农药企业发展。行业整合有助于农药行业发展，避免恶性竞争，利于农药价格的走强。

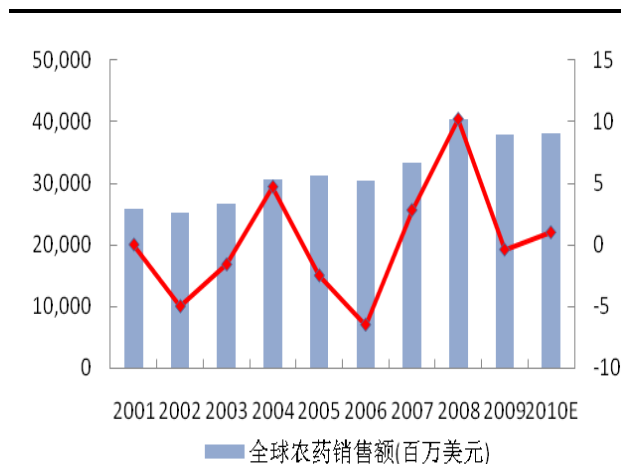
预计 2011 年的农药行业将好于今年。由于全球农作物价格上涨；美国玉米、转基因作物种植面积增加；草甘膦供需略有好转；我国农药整理力度加大；种种利好都将促使低迷的农药价格回升。

最近几年极端气候频发，增加了病虫害发生趋势预测的难度，增加了农药行业投资的困难性。根据行业

发展特点，技术水平高、赢利能力强、规模较大的企业将在整合中占据优势，重点关注：诺普信。

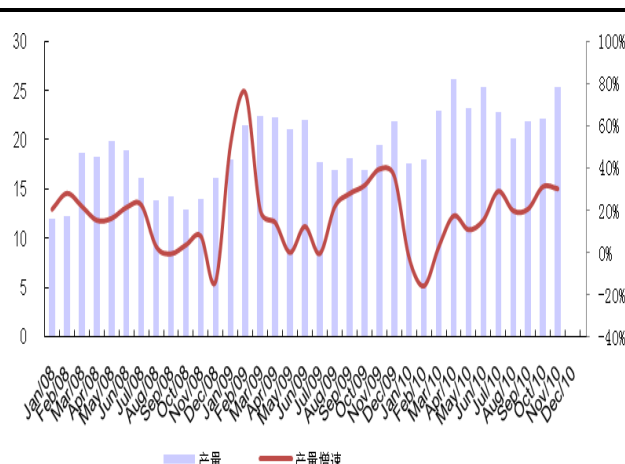
诺普信，国内最大的农药制剂生产企业。公司的销售两张网模式值得期待。在经历一段波折之后，公司直销模式初显成效，区域扩展到华东地区。公司将在行业整合的大背景下，继续利用资金优势，加大收购力度。我们看好公司未来的发展，预计 2010-2012 年 EPS 为 0.58 元、1.01 元和 1.54 元，给予“增持”评级。风险提示：如明年气候异常，将影响公司业绩。

图表 39 近两年全球农药市场盈利不佳



资料来源: Phillips McDougall, 东海证券研究所

图表 40 我国农药产量增长恢复



资料来源: 百川资讯, 东海证券研究所

3、化纤：棉价高位利好涤纶和竹纤维

今年我国纺织服装出口超预期增长，化纤行业也保持了较快的增速。明年随着油价提升，涤纶、氨纶等以石油下游产品为主要原料的企业将面临较大的成本压力。

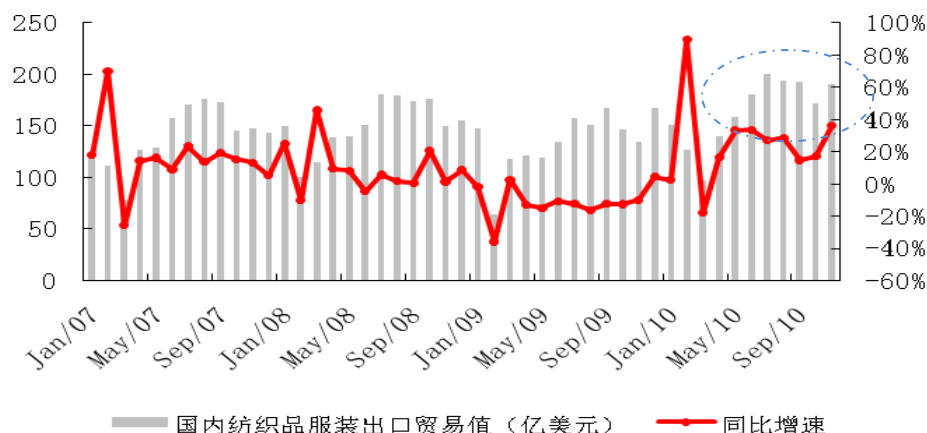
氨纶价格今年保持相对高位，企业盈利良好；但由于明年新增产能较大，氨纶的盈利能力将下滑。

今年 9 月份以来棉花价格急剧上涨，粘胶等纤维价格也随之上漲；棉花供给紧张、价格上涨，也带动了涤纶短纤混纺需求的增长，涤纶及原料 PTA 等价格飙升，涤纶短纤和 PTA 生产企业盈利大幅提升。

明年棉花价格仍将维持较高水平。高棉价和成本上涨将支撑粘胶纤维价格维持高位。粘胶企业盈利仍不容乐观

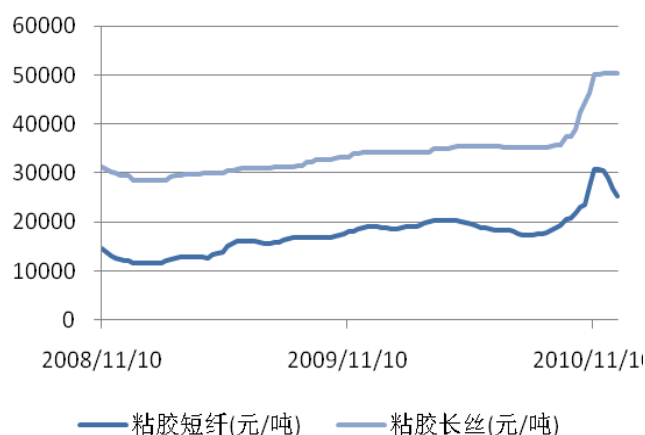
但具有替代作用的涤纶短纤和竹纤维将得到较快发展。明年油价上涨，涤纶生产企业的成本将有所上升，盈利将低于今年 4 季度，但也处于较好的盈利空间，上市公司中霞客环保业绩弹性较高，值得关注。而竹纤维，由于成本变动不大，将具有更大的盈利空间，建议关注吉林化纤（具体情况介绍见第二章第三节）。

图表 41 纺织服装出口超预期增长



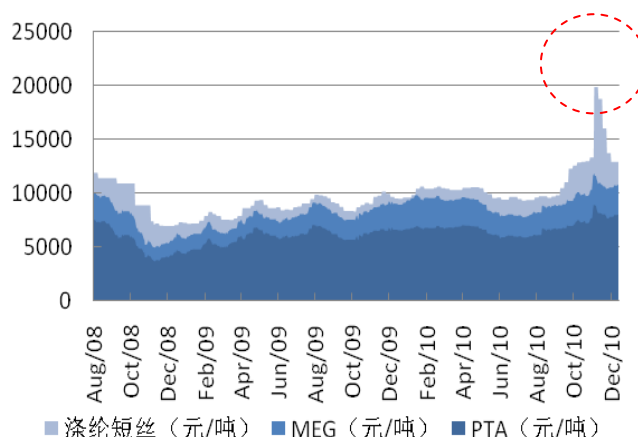
资料来源：第一纺织网，东海证券研究所

图表 42 棉价上涨推高粘胶价格



资料来源：第一纺织网，东海证券研究所

图表 43 涤纶短纤价格创历史新高



资料来源：第一纺织网，东海证券研究所

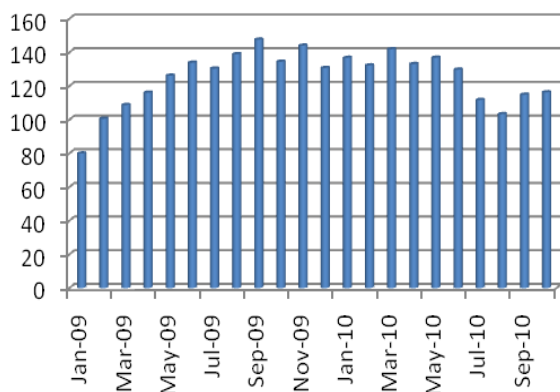
4、氯碱：成本推动型上涨趋势仍在

4 季度由于限电影响，基础化学品生产受到一定影响。电石产量下降较大，价格上涨明显；PVC 受成本推动，价格也有较大涨幅。

随着限电政策结束，PVC 价格开始回落。电石属高耗能产业，国家相继出台一系列政策限制其发展；随着环保力度的加大，耗能高的开放式电石炉将逐步摒弃，电石产量难以明显提升，价格将维持在较高的水平。加之原油价格上涨，推动乙烯法 PVC 成本提升，PVC 成本推动型上涨趋势仍在。下游房地产投资增速达到 30%，明年旺季后需求将明显提升，也利于 PVC 价格提升；预计 PVC 价格将呈现回落后再次高位运行。那

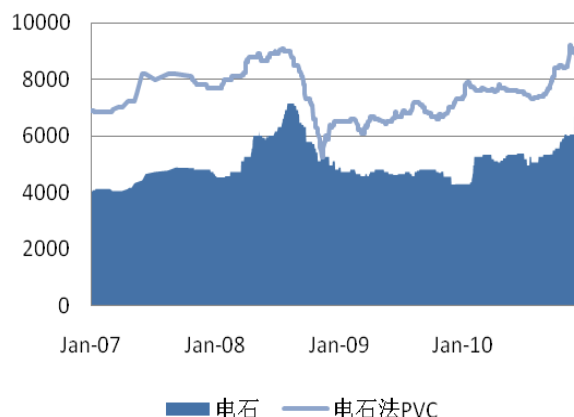
些具有煤、电资源，上下游一体化的公司仍可关注，如中泰化学、天原集团、湖北宜化。

图表 44 今年下半年电石产量明显下降（单位：万吨）



资料来源：百川资讯，东海证券研究所

图表 45 电石价格上涨推动 PVC 价格上涨



资料来源：化工在线，东海证券研究所

四、重点公司介绍

除了在上文中重点介绍的公司，还有一些公司值得关注。

柳化股份

公司是广西地区最大的尿素生产企业，由于广西地区尿素供不应求，公司尽享区域优势带来的收益。公司也是两广地区唯一的硝酸铵和浓硝酸生产企业，产品的毛利率一直在 25% 左右，是公司利润的主要来源。华南地区电子、造纸、基础设施建设等下游需求保持强劲增长，拉动硝酸铵和浓硝酸价格保持高位，提升公司盈利水平。

公司控股子公司拥有 20 万吨双氧水产能，华南地区双氧水需求强劲，双氧水价格不断走高。该部分资产盈利能力良好，上半年贡献公司 53% 的净利润，成为公司新的利润增长点。

公司煤矿明年将逐步投产，我们预计明年产量达到 20 万吨，提高公司原料自给率，降低公司生产成本。公司煤矿产能有望持续扩大，进一步降低生产成本。

公司 CDM 项目正在等待联合国审批，明年有望确认收入，预计每年将增加公司 2000 万净利润，增厚 EPS0.05 元。预计 2010-2012 年的 EPS 为 0.23 元、0.56 元和 0.68 元。风险提示：明年尿素出口关税若再提高，将对公司业绩产生不利影响。

巨化股份

巨化股份经过多年的发展，逐渐形成以氟化工为核心、氯碱化工和煤化工相配套的完整产业链。09 年下半年以来，家电、汽车热销的带动了制冷剂需求快速增长；而发达国家逐步关停制冷剂及配套的氯碱装置导

致制冷剂原材料供应偏紧、价格上涨，影响了我国制冷剂企业的开工，在供需偏紧局面下我国制冷剂价格大幅上涨。公司具备完整的一体化产业链，装置开工率高，产品成本优势显著，能够充分分享此次制冷剂景气回升带来的机遇。

公司发展思路非常清晰，在巩固传统制冷剂优势的同时，正大力发展新型制冷剂和高附加值含氟化合物，希望能在氟化工产业升级进程中觅得新机。

国家加强对萤石资源有效控制，旨在提升氟化工产业竞争力，实现氟化工产业升级，国家有可能将在政策扶持上倾斜于具有规模和技术优势的大型氟化工企业，他们极有可能成为萤石资源整合的主角。

受益制冷剂价格上涨，业绩大幅提升，鉴于氟化工景气有望延续，我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.75 元、0.84 元和 0.92 元，给予“增持”评级。风险提示：制冷剂价格如下跌，将影响公司业绩。

中泰化学

公司地处新疆，疆内拥有丰富的煤炭、原盐、石灰石资源，资源优势无可比拟。公司将围绕煤炭资源优势进行一体化产业整合，通过产能扩展实现规模优势，通过打通上下游产业链，实现成本优势，成长路径非常清晰。公司远景规划 PVC 产能 220 万吨、烧碱 170 万吨、电石 330 万吨，发电机组 2100MW，有望成为世界氯碱巨头，届时电石、电力实现完全自给，单位产品成本将大幅下降。

预计公司 2010-2012 年业绩分别为 0.18 元、0.76 元、1.33 元，给予“增持”评级。风险提示：若电价上涨，公司成本将增加。

天原集团

公司已明确向上游延伸的思路，积极致力于整合上游磷矿、煤、电等资源，逐步实现产品规模的扩张和成本的降低。募投项目将提升公司 80% 的产能，随着电石、电力自给率提高，公司氯碱产品优势将更加明显。马边地区磷矿资源潜力可观，可积极关注公司在该地区整合磷矿的进展。

预计公司 2010-2012 年业绩分别为元 0.31、0.68 元、1.10 元，给予“增持”评级。风险提示：募投项目进展存在一定不存定性。

齐翔腾达

公司甲乙酮产能为 11.5 万吨，09 年甲乙酮产量超 12 万吨，占国内 41% 的市场份额。2010 年甲乙酮产能接近 40 万吨，按照目前行业 80% 的开工率来算，10 年产量约 32 万吨，国内需求缺口在 2 万吨左右。随着下游涂料和粘胶剂需求的增长，以及国家对环保要求的提高，甲乙酮对三苯溶剂替代效应，甲乙酮需求将保持每年 10% 以上的速度增长。未来两年甲乙酮仍处于供需偏紧局面，价格维持在 10000 元/吨以上的概率较大。

预计公司 2010-2012 年 EPS 为 1.63、1.80、2.10 元，给予“增持”评级。风险提示：甲乙酮价格回落，公司业绩将低于预期。

表格 5 相关重点公司盈利预测汇总

		EPS				PE				PB
		2009	2010E	2011E	2012E	2009	2010E	2011E	2012E	
600309	烟台万华	0.64	0.79	1.35	1.92	28.8	23.4	13.7	9.6	5.51
000755	山西三维	0.02	0.07	0.69	0.81	506.6	164.3	16.7	14.2	2.50
000698	沈阳化工	0.10	0.37	0.58	0.77	87.5	24.5	15.7	11.8	2.05
000420	吉林化纤	0.05	(0.07)	0.27	0.49	147.4	(108.4)	28.1	15.5	3.58
002450	康得新	0.67	0.48	0.72	1.04	46.3	64.5	43.0	29.8	5.76
300082	奥克股份	0.36	1.20	1.80	2.24	174.1	52.8	35.2	28.3	3.91
300041	回天胶业	0.09	1.33	1.80	2.19	750.3	50.4	37.2	30.6	5.37
002254	烟台氨纶	0.15	1.01	1.18	1.41	239.7	35.9	30.7	25.7	5.76
002215	诺普信	0.68	0.58	1.01	1.54	50.4	59.1	34.0	22.3	6.28
000422	湖北宜化	0.44	1.19	1.61	1.95	44.3	16.4	12.1	10.0	4.09
600423	柳化股份	0.05	0.23	0.56	0.68	222.3	45.1	18.5	15.3	2.88
600160	巨化股份	0.77	0.75	0.84	0.92	27.1	27.7	24.8	22.6	5.68
002092	中泰化学	1.04	0.31	0.68	1.10	14.5	48.5	22.1	13.7	2.74
002386	天原集团	0.29	0.31	0.68	1.10	59.7	55.2	25.1	15.5	2.11
002408	齐翔腾达	0.42	1.63	1.80	2.10	104.4	26.8	24.3	20.8	4.69

资料来源：东海证券研究所

注：采用 12 月 20 日收盘价计算

附件:

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20% 看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10% 标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15% 增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间 中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间 卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897