

2011-01-04

化工



光大证券
EVERBRIGHT SECURITIES

油价稳步上涨, 给力资源及煤化工

◇ 行业每周点评: 维持行业买入评级, 超配基础化工, 看好农化、氯碱、聚氨酯、民爆、资源类等板块

◆ 推荐逻辑与标的 (每周发出的推荐品种以未来一个月为时间基准, 每周我们将对推荐品种进行跟踪调整):

维持“买入”评级。近期美元指数调整、油价突破 90 美元/桶, 短线利好资源类、煤化工及工程板块, 标的有盐湖钾肥、兴发集团、湖北宜化、东华科技、广汇股份。对整体板块而言, 我们依旧建议买入强周期的化工子板块, 全面看好农化涤纶、氯碱、聚氨酯、民爆、资源类, 逐步超配。另外我们对自下而上的个股, 如浙江龙盛、东华科技、天马精化、红宝丽等继续看好。

氯碱标的: 天原集团、中泰化学

民爆标的: 雅化集团、久联发展、江南化工、同德化工、南岭民爆

农化标的: 盐湖钾肥、湖北宜化、云天化、兴发集团、芭田股份

涤纶投资标的: 华西村、S 仪化、st 光华、霞客环保、海利得、江南高纤

自下而上投资标的: 浙江龙盛、东华科技、天马精化、红宝丽、双象股份、上海家化、海利得

新疆主题投资标的: 广汇股份、中泰化学

石化标的配置: 中国石化、中化国际

◆ 上周化工品价格回顾(原油价格使用美国 NYMEX 西德州轻质原油期货价格, 其他化工品价格使用华东市场价格):

与上周末收盘价相比, 本周 NYMEX 原油期货价格平稳。NYMEX 天然气期货上涨 6%, 甲醇价格平稳, 甲苯价格上涨 2%, 苯价格平稳, 二甲苯价格上涨 1%。

国际尿素价格平稳, 国内尿素价格上涨 1%, 磷肥价格上涨 3%, 国际钾肥价格上涨 2%。

聚合 MDI 价格上涨 1%, TDI 价格平稳, PVC (电石法) 价格上涨 1%, PVC (乙烯法) 价格上涨 1%, 电石价格平稳, 烧碱价格平稳, 纯碱价格平稳。

粘胶短纤价格平稳, 粘胶长丝价格平稳, 短丝级棉浆粕价格平稳, 氨纶 40D 价格下跌 4%, 纯 MDI 价格平稳, PTMEG 价格平稳, 涤纶短纤价格平稳, 涤纶原料 PTA 价格上涨 3%, 乙二醇价格上涨 1%, PET 切片价格上涨 2%, 锦纶 6 价格上涨 1%, 锦纶 6 原料己内酰胺价格上涨 2%, 锦纶 66 价格平稳, 锦纶 66 原料己二酸价格平稳, 间苯二酚价格平稳。

国内硫磺价格平稳, 国际硫磺价格上涨 3%, 国内硫酸价格平稳, 醋酸价格下跌 2%, BDO 价格下跌 1%, 有机硅价格下跌 2%, 天然橡胶价格下跌 2%, DMF 价格下跌 1%。黄磷价格平稳。对二甲苯(PX) 价格平稳。煤焦油价格平稳。

维持

买入

分析师:

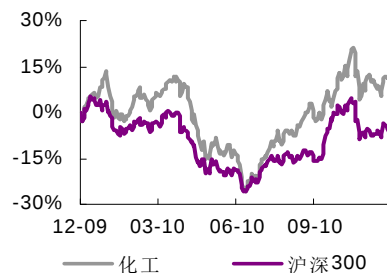
程 磊 (执业证书编号: S0930510120003)

021-22169157

chenglei@ebsecn.com

名称	价格	涨跌幅 %
天然气	4.287 美元/mmbtu	6%

行业与上证指数对比图



行业动态:

民爆：行业整合贯穿“十二五”，西部优势企业迎来发展良机

1、考虑到目前行业集中度依然偏低以及国家相关部门近期的政策导向，我们判断“十二五”期间民爆行业将继续大规模整合，预计将另有 60% 的企业被并购或者淘汰，行业中不久将出现数家民爆业巨擘。

2、我们区别于市场的观点：我们认为虽然民爆行业内生性增长逐步趋于缓慢，但优势企业通过外延式扩张以及产业链延伸和转型，将很快进入到新的持续的高速增长中。我们认为尽管四万亿投资计划行至收官，但“十二五”期间西部区域投资增长仍将持续。由于民爆销售半径有限，西部区域的民爆企业将继续充分受益于西部大开发战略。

3、我们的投资建议：给予民爆行业“买入”评级，重点配置西部优势民爆企业，如雅化集团(002497)、久联发展(002037)、江南化工(002226)、同德化工(002360)、南岭民爆(002096)。

PTA、涤纶短纤：短期行业产品价格波动，不改行业景气大趋势，逢低吸纳布局来年。

1、本周聚酯产业链涤纶短纤价格反弹至 12650 元/吨左右，个别厂商推升价格至 13000 元/吨，但成交清淡。pta 现货价格继续上涨，截至周末价格在 9850 元/吨，乙二醇价格小幅上涨至 8550 元/吨，pta 上游原材料 px 价格小幅下跌至 1377 美金/吨，按照目前成本测算，涤纶短纤动态吨毛利在 350 元/吨左右，pta 吨毛利盈利扩大至 1464 元/吨，pta 在本轮暴涨暴跌中，盈利稳定性要强于涤纶短纤。本周棉花价格震荡盘整，价格维持在 27000 元/吨上方。后市我们认为，棉花价格受供应和成本支撑，继续下跌的空间已经有限。

2、从明年上半年来看，由于下游聚酯特别是涤纶长丝扩产数量较大（预计新增产能 400 多万吨），而上游 pta 新增产能要在 11 年下半年才会出来，因此，明年上半年 pta 价格将保持坚定，明年上半年来看 pta 盈利情况优于下游聚酯产业链。而目前下游纺织进入淡季，短纤需求较弱，下游接货谨慎，短期短纤盈利情况下降。但是我们认为，随着明年 3 月份，下游回暖，高棉价下，短纤价格将再次回升，未来短纤吨净利在 1000 元-1500/吨左右是合理且可持续的。

3、我们在前两周推荐了*st 光华和 S 仪化，*st 光华本周公告重大资产重组事项获得中国证监会并购重组审核委员会审核通过，*st 光华此次拟增发注入恒逸石化资产，目前估值水平较可比上市公司荣盛石化偏低，建议继续关注。我们认为，明年上半年 pta 由于下游聚酯新增产能投放，pta 盈利情况将维持在较好水平，而目前下游纺织行业进入淡季，涤纶产品价格出现回落。尽管短期行业出现了大幅波动，但是我们认为本轮短纤景气的大逻辑并没有发生根本变化，即棉花价格高位，拉动短纤需求和价格；上游原材料供应渐宽松，短纤行业扩产较少、周期长，行业景气有望在 11 年继续维持。近期股价调整，给予市场逢低吸纳的机会，

维持华西村、*st 光华、s 仪化、霞客环保买入的投资评级。

推荐标的：

东华科技：煤化工设计与总承包

1、高油价时代，煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制天然气等新型煤化工技术逐步推广

随着世界经济的快速发展，美国与中国对石油的强劲需求，预计原油价格在较长时期内将维持高位运行。鉴于我国“富煤少油缺气”的能源结构，煤制烯烃、煤制乙二醇、煤制天然气等新型煤化工技术前景广阔。同时国内长期存在对烯烃、乙二醇、天然气资源的需求缺口，煤制烯烃等新型煤化工技术既能保障国家的能源安全，又充分利用了煤炭资源，是未来煤化工最现实的选择。

2、公司在新型煤化工领域竞争力突出，项目即将开花结果，未来进入超常规发展期

公司在煤制烯烃（FMTP）、煤制乙二醇、煤制天然气等领域进行了长期的技术的储备，具有比较突出的技术优势，而且前期公司已做好了转型的准备和尝试。公司在其他化学工业建设的诸多细分领域中亦具有较高的市场占有率与先发优势，也为公司在新型煤化工领域开拓提供了坚实的基础。随着试验装置及设计合同的执行，可引导后续的总承包项目合同。由于新型煤化工的总承包规模较大，转型成功的公司将获得巨大的机遇。

3、维持公司“买入”评级

随着油价高位运行，煤化工项目将进行大规模的建设，特别是前景广阔的新型煤化工项目。而东华科技是新型煤化工淘金热的“卖锹人”，受益更显著。

我们预计公司 2010 年、2011 年、2012 年每股收益为 0.70 元、1.20 元、1.79 元，公司在 2010-2012 未来三年的净利润复合增长率约 60%，将远超市场预期。我们预计公司 2010 年、2011 年年底的在手订单将分别达到 80 亿、110 亿，提供了公司可持续发展的坚实基础。我们维持公司“买入”的投资评级，给予目标价 60 元。详见《东华科技深度报告：新型煤化工即将开花结果，公司转型顺利进入超常规发展期》、《可持续发展的化工工程龙头》。

双象股份：高档超细纤维超真皮革

1、市场普遍认为，超细纤维革目前各企业扩产较快，未来竞争必将导致超细纤维革产品盈利能力下降。有别于市场的观点，我们认为，目前尽管普通超细纤维革已国产化，但是高端超细纤维超真皮革市场（如高档汽车内饰、比赛用球和高档手套等）仍然被日本垄断，目前国内的超细纤维超真皮革产品售价和盈利能力均低于国外高端超细纤维革生产企

业。我们比较双象股份、禾欣股份和山东同大的产品历史价格发现，近三年来，这几家企业的超细纤维超真皮革价格均仅在 45-50 元/平方米左右，而日本生产的高端超细纤维产品进口价格在 100 元/平方米以上，价格和盈利能力均高于国内普通超细纤维产品。

2、双象股份此次募投项目 LDPE/PU 超细旦聚氨酯短纤维超真皮革，填补了我国在高档超细纤维超真皮革产品领域的空白（是人造革合成革行业唯一的国家“863 计划”项目），其产品性能指标达到日本高端超细纤维产品水平，投产后将以成本优势和极高的性价比替代进口高档超细纤维超真皮革产品。公司 ipo 募投项目总共为 600 万平米聚氨酯超细旦短纤维，其中一期 300 万平米目前已进入试生产阶段（试生产情况顺利），二期 300 万平米将于 2011 年建成投产，预计未来公司还将根据订单情况继续进行产能扩张。

3、公司产品定价是日本同类高端超纤产品的 70%，参考高端产品 100-150 元/平米的价格，公司募投产品计划定价在 70 元/平方米以上，毛利率预计在 35%-40%，我们判断随着公司聚氨酯超细旦短纤维投产，公司将打破国外企业垄断高端超纤产品市场的局面，进入下游高档产品市场的蓝海。

4、维持公司“买入”评级，目标价格 38 元。募投项目进展顺利的情况下，预测公司 10~12 年每股收益在 0.6、1.09 元和 1.69 元，近三年复合增长为 53%，我们认为，公司募投项目在国内同行企业中处于领先水平，应给予高于行业平均水平的估值溢价，给予 11 年 30-40 倍的市盈率，股价合理区间在 32.7 元-43.6 元，给予“买入”的投资评级，目标价格 38 元。详见《双象股份深度调研：募投项目瞄准高端市场，明年产能释放进入高成长期》

湖北宜化：氮肥/磷肥/PVC/季戊四醇

1、新增海吉氯碱以及青海宜化的氯碱业务给公司增加新的利润增长点，这块业务有可能大幅超出市场预期

公司未来在氯碱业务的战略已经趋于向西部转移，其完善的成本控制能力以及内蒙和青海相对较低的能源成本使得公司能够赚取超出行业平均水平的超额利润。未来氯碱产品将成为公司整体业务链中和化肥业务相当的重要收入和利润组成板块。公司在明年将成为国内龙头氯碱生产企业。3 年内我们预测湖北宜化的 PVC 产能有望达到 120 万吨/年的产能。2011 年公司氯碱业务收入有望达到 80 亿元，盈利能力则随价格大幅波动。

2、现有化肥业务贡献稳定业绩

预计现有尿素业务在产能扩张、需求稳定下可以贡献稳定的利润：联合化工（120 万吨/年尿素）随着开工率提高而成本降低；贵州宜化（45 万吨/年尿素）盈利能力因税收减免到期的负面因素和煤矿投产的正面因素而保持稳定；湖南宜化（40 万吨/年尿素）盈利能力随着煤矿投产使得成本控制能力增加；本部尿素业务（65 万吨/年尿素）由于煤炭运

输成本以及无烟煤价格上涨而预计维持 15-20%左右的毛利率。预计磷肥业务随着高价库存硫磺问题解决和江家墩磷矿石项目投产而盈利能力增强，其正常盈利能力大致每吨 200-300 元的净利润。新疆宜化在未来 2 年内预计增加 100-120 万吨/年左右的产能。我们预测湖北宜化的尿素产能有望在 2012 年达到 350 万吨/年，权益销量近 300 万吨/年。按照目前的价格水平计算，化肥业务 2012 年有望可以贡献大约 100 亿元左右的销售收入以及 10 亿元左右的利润总额。另外，贵州宜化和宜化肥业剩余 50%的股权预计 2010 年 4 季度开始计入公司收益，合计增加 20 万吨/年尿素和 40 万吨/年 DAP 的权益销售量。

3、新增 10 万吨/年保险粉业务将增加整体季戊四醇产业链的盈利能力

新增 10 万吨/年保险粉的主要原料为公司季戊四醇产品副产物以及公司其他产品，该项目的投产使得公司产业链趋向完善，增加了季戊四醇产品的盈利能力。展望未来 3 年，预计季戊四醇以及保险粉板块大致可以贡献 12 亿元的左右的销售收入，正常盈利水平大致在 1 亿元左右。季戊四醇业务随着公司双季戊四醇收率的提高而改善盈利情况。预计 2010 年开始转入盈利。

4、我们依然看好公司符合产业演进大方向的发展模式：低成本下的外延扩张和上下游一体化。

宜化的高成长性主要在于强成本控制能力下的外延扩张。我们认为这种战略符合全球大宗化工品行业演进方向，也符合目前中国化工行业发展阶段的客观情况。公司目前依然沿这个方向前进，我们认为未来 3 年内公司销售收入有望达到 200-250 亿元左右，正常情况下盈利大致在 20 亿元左右。公司股价依然具有巨大的空间，我们预计公司 2010、2011、2012 年每股收益分别为 1.10、1.70 以及 2.16 元，维持公司“买入”的投资评级。

5、估值、投资建议以及风险分析：

公司发展战略清晰，化肥业务相对稳定，氯碱以及其他化工资产提供了较高的业绩弹性。未来 3 年公司收入预计有 30%以上的复合增长率，目前公司的市值仅仅 120 亿元左右，而其销售收入 2011 年公司销售收入有望达到 140 亿元以上。考虑公司在尿素、磷肥、氯碱、季戊四醇等大宗产品中的成本优势，我们认为目前公司股价已经进入较高安全边界状态，维持“买入”评级。产品价格走势向下是最大的风险。

华西村：聚酯涤纶短纤

1、受益棉花涨价，公司聚酯涤纶短纤业务盈利大幅增加，弹性十足

公司是国内涤纶短纤的主要生产企业，涤纶短纤因与棉花可以混纺，所以是棉花涨价最直接的受益者。公司自己采购 pta 和乙二醇，生产聚酯和涤纶短纤，因此只要 pta 和乙二醇价格保持稳定，公司将享受聚酯和涤纶短纤涨价的丰厚利润。从盈利弹性看，假设涤纶短纤吨毛利增加 1000 元/吨，同时聚酯切片吨毛利增加 500 元/吨，则约增厚每股业绩 0.23 元，公司的盈利和估值空间被打开。

2、涤短和棉价差支撑涤短量价齐升、未来原材料供应平稳，景气维持

我们认为本轮涤纶短纤涨价及盈利好转根本原因在于替代产品棉花价格大幅上涨，从而能带动涤纶短纤量价齐升。棉花进入高价时代由其成本和供需基本面支撑的，因此即使明年棉花价格回落，幅度也不会太大，棉花和涤纶短纤的价差仍然将维持在高位，因此，涤纶短纤的价格是能够维持并有继续走强的潜力。如此巨大的价差，涤纶替代棉花的量会逐渐加大，未来 1 年内需求向上。上游原材料来看，px、pta、乙二醇未来 2-3 年内随着国内外产能的快速投放，国内供给逐渐宽松，产业链的利润向下游转移是大趋势，我们认为这样的局面在未来 1-2 年内仍将维持，涤纶短纤进入景气周期。

3、涤纶短纤业务盈利弹性十足、金融、储运业务提供安全边际，维持“推荐”的投资评级，目标价 15.6 元。

由于公司各主营业务所属行业不同，我们对各业务分开进行估值，公司涤纶涨价是股价短期上涨的催化剂，这一块对应年化 EPS 为 0.51 元，给予 15—20 倍 PE，支撑每股价值 7.65—10.2 元。不考虑公司金融资产投资收益，只考虑金融资产的股权价值，合计为 25.5 亿元，折合每股 3.41 元。另外公司储运业务预计年贡献权益净利 7500 万元，折合每股 EPS 0.1 元。参照同类上市公司估值给予该业务 20 倍 PE，支撑每股价值 2 元。三块业务合计支撑股价 15.61 元，维持“买入”评级。详见《华西村深度报告：涤纶短纤重拾景气，公司转型正当时》和《涤纶短纤行业深度报告：涤纶短纤行业进入景气向上周期，全面买入涤纶短纤上市公司》

中泰化学：PVC、煤炭

1、公司 2×13.5 万千瓦时的两台机组已建成，36 万吨 PVC、30 万吨烧碱的正在进行试车，预计该项目于 2010 年年底顺利达产。这些项目将成为公司新的盈利增长点，届时公司将成为国内最大的氯碱企业。

2、随着国家对新疆准东煤电煤化工基地的规划，配套的铁路、水库建设已经开始，该地区发展前景巨大。公司准东阜康 160 万吨 PVC、120 万吨烧碱基地，依托当地丰富的煤、电、石灰石等资源来规划建设，建成后 will 形成较为完善的循环经济产业链，这成为公司未来 3 年的发展重点。同时公司也积极依托大股东新疆国资委，整合了阜康当地的焦煤资源，推进自备电厂的审批进程，从而使公司的 PVC 成本下降到 4000 元/吨，成本优势将十分明显。

3、公司准东黄草湖煤矿区 147 亿吨的煤炭储量为后续大发展提供了充足的资源，公司规划进行超大规模的煤矿建设，以供电厂、电石和 PVC 基地使用。公司每股煤炭储量 12.78 吨，远高于其他煤炭公司每股储量均值 0.86 吨。随着国家“西煤东运”战略的实施，“一体两翼”的铁路线将在 3 年内建成，一期出疆的煤炭设计运能达 3 亿吨/年，公司也将从中大大受益。

4、我们预计公司 10、11 年每股收益分别为 0.18 和 0.86 元（11 年假设 PVC 销量为 85 万吨，含税均价为 8000 元/吨）。假设 PVC 每涨 100 元/吨，11 年业绩可提高 0.05 元/股，考虑到公司面临的是行业趋势性机会及新疆的能源战略新规划，公司将获得巨大的发展机遇，维持公司“买

入”的投资评级。

浙江龙盛：染料

1、未来两年业绩增长确定。公司将进行现有业务扩张以及产业链延伸。横向来看，公司围绕分散染料、活性染料、减水剂等主要业务扩大产能，计划进一步提高市场占有率。纵向来看，公司中间体间苯二胺、间苯二酚和对苯二胺项目，以及联碱等无机化工领域进行积极地布局。可以明确看到的生长为：2010-2011 年，公司在分散染料、活性染料，减水剂、间苯二胺等品种的产能增速保持在 25%-50%。

2、染料行业集中度高、中间体相对垄断使得公司具有较强定价能力。以分散染料行业为例，龙盛的分散染料产量占全国总产量的 30% 左右。闰土占总产量的 15% 左右，吉华占 10% 左右。分散染料行业产能 CR3 高达 55%，由此可见该行业集中度相当高。而下游印染企业小而多，仅龙盛的印染企业客户就多达上千家。而公司在中间体方面的相对垄断更是公司拥有了巨大的话语权。因而我们从行业属性和公司能力上判断，龙盛在染料业务上已经具有了一定的定价能力。

3、预计公司持有的新加坡 KIRI 公司的可转债将会在 2010 年底开始转股，2011 年将完全合并报表，对公司净资产和净利润形成增厚。预计净资产有望在 2011 年增加公司每股净资产约 1 元，增厚公司的业绩大约每股 0.2 元。预计德司达公司在 2012 年有望继续好转达到正常的业绩贡献，预计给公司带来大约 0.3—0.5 元，按照保守的 0.3 元和 20 倍的 PE，将增厚公司价值每股 6 元。此预测的根本依据在于我们认为德司达在被收购之前已经破产，德国昂贵的人力成本问题得以解决，正常情况下单人力成本的节省大约有 7-8 亿人民币。而德司达作为全球最大的染料公司，其下游成套的服务体系和品牌效应将对龙盛的染料业务是很大的补充。未来转股的成功将是 1-2 年股价最大的催化剂，我们持乐观态度。

4、由于因为公司的业务复杂、成本难以拆分、价格难以跟踪而是的公司股票价值一直处于低估状态。我们认为公司处于一个集中度较高而且在继续集中的行业，增长比较确定，作为该行业的龙头，我们认为公司股票可以享受高估值。我们维持 2010 年公司的盈利预测。预计公司 2010、2011 年 EPS 分别为 0.68、0.93 元（2010 年非经常损益贡献约 0.13 元/股），结合目前市场估值水平，考虑收购对公司基本面的极大影响，我们给予 2011 年业绩 20 倍 PE 估值水平，目标价 18 元，维持“买入”评级。公司各项财务指标良好，目前公司股票是化工股中稳健投资品的首选之一，值得大资金重点配置。

天马精化：医药中间体/造纸化学品

1、行业背景：多肽药物市场处于高速成长期，定制加工模式是全球医药产业链分工的趋势

全球目前有 65 个多肽药物上市，多肽市场规模约 200 亿美元，其中多肽原料药超过 40 亿美元。未来多肽市场的复合年增长率约为 15%。这也带动了上游氨基酸、氨基酸保护剂、保护氨基酸等中间体产品的需求高速增长。定制加工模式是指专业化的生产厂家接受委托，按客户指定的特定产品标准进行研发和生产的方式。定制加工的核心在于高水平、高效率的研发部门。定制模式适应了全球医药产业链专业化分工的发展趋势，最终实现了产品价值链中各环节的互赢，促进了上游中间体的迅猛发展。

2、公司高级医药中间体业务 2010 年开始迎来爆发

天马精化定位：低难度产品不做、大产值产品不做，用 GMP 的标准来生产非 GMP 产品。根据该定位，公司选择了高尖端多肽药物的上游氨基酸保护剂、保护氨基酸，类似 TICC 的高级中间体这 3 大类方向。公司生产的高级医药中间体是非常接近原料药的中间体，目前已通过审计的客户有 22 家跨国公司，约 42 个品种。公司前期跟踪的是跨国医药巨头临床 2 期和 3 期的新药物，随着这些药物面世，其对核心中间体的需求将有爆发式的增长。我们预计公司中间体订单高速增长从 10 年将开始爆发，一些品种例如 TICC、CMPP 等已经突破。我们预计 2012 年，TICC、CMPP、TM-75、TM-200 的收入分别为 3,740、2,400、9,600、9,750 万元，而且毛利率都高于 35%。我们预计公司医药中间体业务将不断超越预期。

3、公司环保型 AKD 走向垄断，一体化战略将大幅提升盈利水平

随着国外跨国公司开始大规模转向中国采购无苯 AKD 原粉，公司的外销需求拐点出现。目前全球 AKD 原粉的需求约 40-50 万吨，我们判断公司未来可获得约 10 万吨以上的市场份额。根据公司规划，未来公司 AKD 销量的复合增长率将超过 50%。公司未来必将顺应行业发展趋势，实行一体化战略，这样的话，毛利率有较大的提升空间，我们预计毛利率可从 15%提高到 25%。考虑到国外公司受光气限制，国内天马无苯工艺有专利保护，从理论上讲，天马精化将可逐步垄断全球环保型 AKD 原粉市场。

4、维持天马精化“买入”评级

另外，由于公司从 07 年底开始整体搬迁，获得几十家跨国公司的审计有个过程，公司医药中间体业务 09 年才开始初具雏形，随着公司之前长时间的酝酿，该业务在 10 年才迎来突破，11 年才进入持续的爆发期，所以我们认为参考 11 年的情况进行估值更合理。

我们预计公司 10、11、12 年的 EPS 分别为 0.60、1.15、1.69 元/股。考虑到公司医药中间体业务的商业模式体现了公司与 22 家跨国医药公司的互赢，公司未来 3 年的复合增长率超过 60%，维持“买入”投资评级。详见《天马精化深度研究报告：环保型 AKD 走向垄断、高级医药中间体开始爆发》、《天马精化调研动态报告：定制模式不断创新，医药中间体不断超越预期》

烟台万华：MDI

1、随公司在欧洲对 MDI 和 TDI 资产的收购，MDI 行业寡头垄断定价的格局进一步明显，公司在其中的地位也日益提高，这也是可以比一般周期性股票更高估值的道理所在。在未来 2-3 年内全球的 MDI 的产能增加目前主要就是万华在宁波的 30-60 万吨/年的产能，全球 500 万吨/年的销量和自然的增长率使得 MDI 行业在未来 2-3 年内并无景气大幅下滑的风险。

2、公司 MDI 产能在 2010 年底将达到 80 万吨/年。万华宁波二期年产 30 万吨 MDI 项目正在试车，计划于年底投产，未来还将改造到 60 万吨/年。该项目配套 36 万吨/年的苯胺，实现了从煤——合成氨——硝酸——苯胺——MDI 的一体化，从而实现较低的生产成本，有利于进一步巩固公司在全球的竞争地位。烟台八角项目（烟台原有的 20 万吨/年 MDI 老装置拆除，新建 60 万吨/年 MDI 和 30 万吨/年 TDI，并配套原料、动力项目）于 2010 年建设，建设周期 3 年，预计在 2013 年建成。

3、随着家电下乡和汽车下乡政策的继续推行，家电中的冰箱冷柜、汽车座垫等行业对聚合 MDI 的需求将得到增长。随着欧美经济的复苏，国内的出口开始恢复，特别是纺织、鞋类出口的平稳将有利于公司纯 MDI 的需求回升。我们预计 10 年、11 年公司 MDI 的销量将分别为 50 万吨、68 万吨。

4、我们预计公司 10、11 年每股收益分别为 0.82 和 1.06 元。考虑到公司是具有国际竞争力的 MDI 龙头企业，以及未来 MDI 在建筑保温材料市场的需求有可能爆发性增长，我们维持公司“买入”的投资评级。我们认为目前公司股票是化工股票中最具有技术壁垒的周期性品种，应该享受更高的估值，价值投资者可以长期持有等待公司在产业链上进行的扩张形成的内生增长以及产能增加引起的外生增长。

海利得:差别化涤纶工业丝

1、公司上半年业绩低于市场预期的主要原因：报告期间欧元汇兑损益较大，预计影响了约 0.04 元/股；因为原材料 PTA 提前备货，公司聚酯切片项目出现了高价购买原料，低价销售产品的情况，在 2 季度带来了部分损失；“年新增 2.5 万吨车用差别化丝”项目因配套工程未跟上的原因导致产量低于预期。我们认为公司遇到的困难是暂时的。例如：聚酯切片配套项目尽管短期带来了负面影响，但对后续的稳定产品质量有较大好处。2.5 万吨/年车用丝项目已经走向正轨，如果未来下游能开拓类似米其林轮胎这样的客户，将会进一步提高盈利保障能力。根据公司与下游客户的协议，欧元汇兑损益带来的不利影响，一般会在年末的时候得到客户相关的补偿。我们预计公司将从 3 季度开始恢复到稳定增长的轨道上。

2、公司产能投放的过程尽管有波折，但未来 2 年其销量仍可保持约 50% 的复合增长率。根据公司的产能建设及市场开拓情况，我们预计公司的销量将保持持续放量，尽管这个产能投放的过程有些波折，但未来 2 年其销量仍可保持约 50% 的复合增长率。

3、长期来看，上游原料聚酯切片自身将能保障，同时公司也已经向下游帘子布领域进军。而公司的主导产品车用差别化涤纶工业丝定位高端，具有较强的竞争能力，目前主要的竞争对手为美国 PF (Performance Fibers)、韩国晓星、韩国 Kolon 等跨国企业。考虑到高端帘子布的毛利率较高（超过 25%），未来公司帘子布生产线的分批投产也将成为公司持续增长的新动力，预计第一条 1.5 万吨/年的帘子布生产线将于 2011 年 6 月投产。公司通过产业链的上下游延伸来提升公司价值。

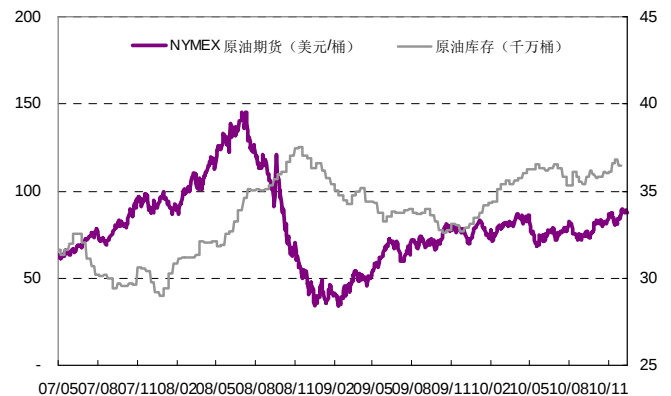
4、我们预计公司 10、11 年的业绩分别为 0.68、0.95 元，我们仍看好公司的长期投资价值，维持公司“增持”的投资评级。

图表 1-1 化工：NYMEX 天然气（期货）(美元/mmbtu)



资料来源：光大证券研究所

图表 1-2 化工：08 年起 NYMEX 原油期货和原油库存



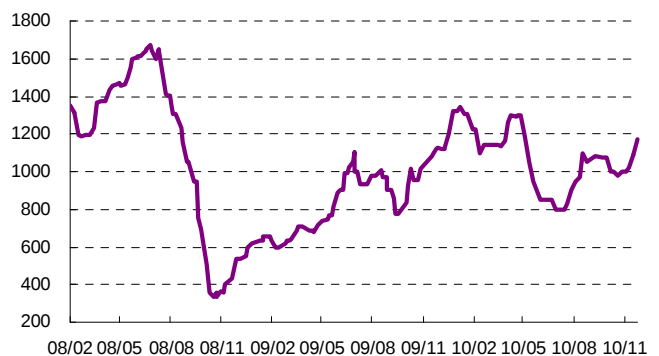
资料来源：光大证券研究所

图表 1-3 化工：甲醇 长三角地区（元/吨）



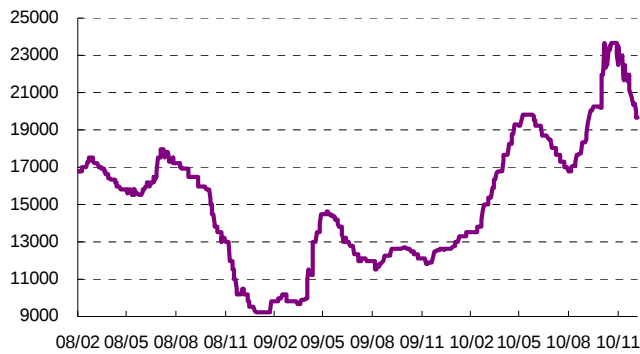
资料来源：光大证券研究所

图表 1-4 化工：乙烯（韩国 FOB）（美元/吨）



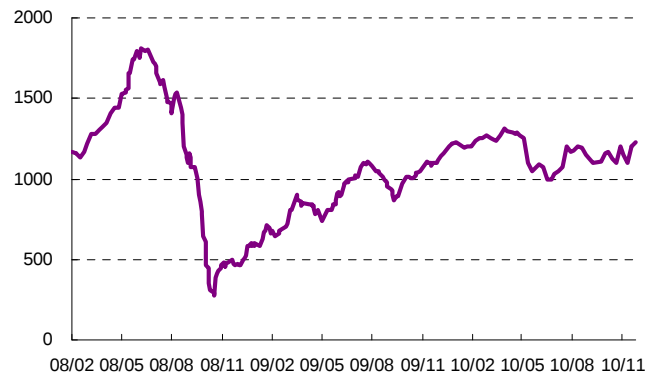
资料来源：光大证券研究所

图表 1-5 化工：1,4-丁二醇 长三角地区（元/吨）



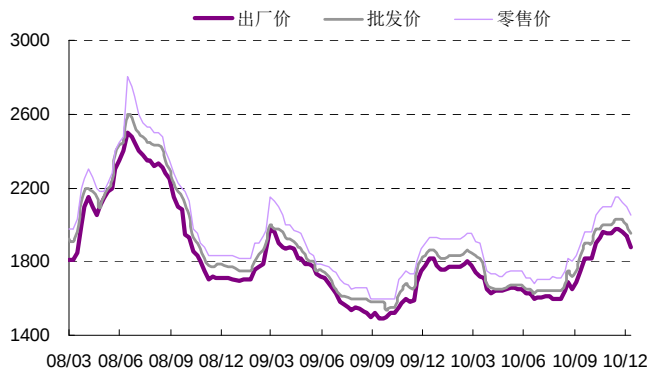
资料来源：光大证券研究所

图表 1-6 化工：丙烯（韩国 FOB）（美元/吨）



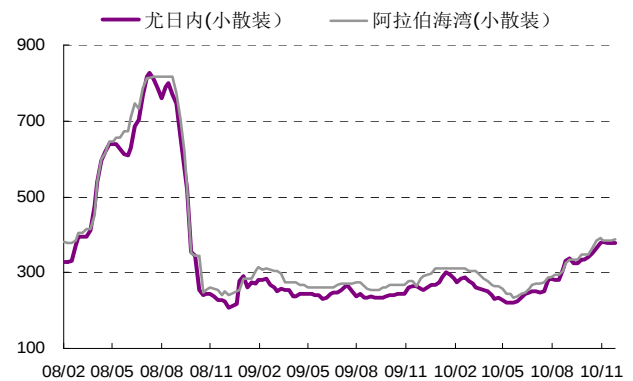
资料来源：光大证券研究所

图表 1-7 化工：国内尿素（元/吨）



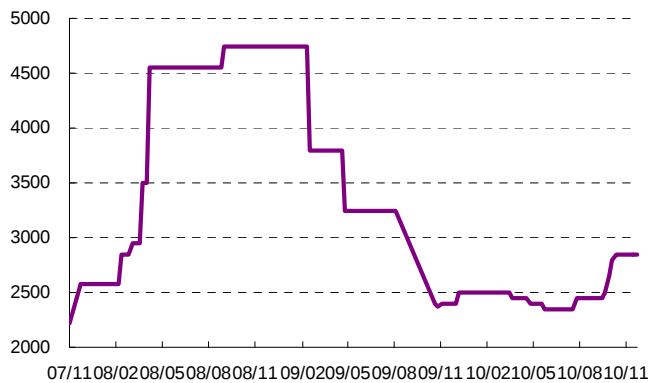
资料来源：光大证券研究所

图表 1-8 化工：国际尿素（美元/吨）



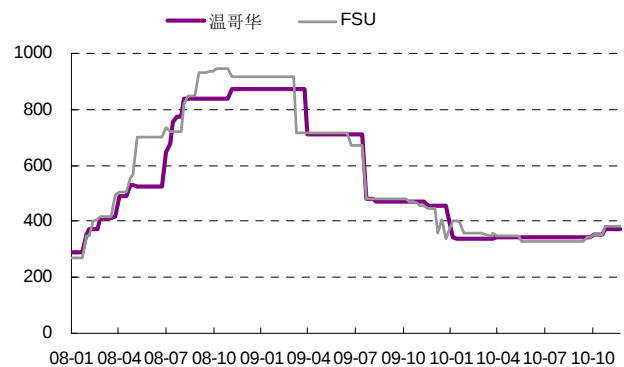
资料来源：光大证券研究所

图表 1-9 化工：盐湖钾肥出厂价（元/吨）



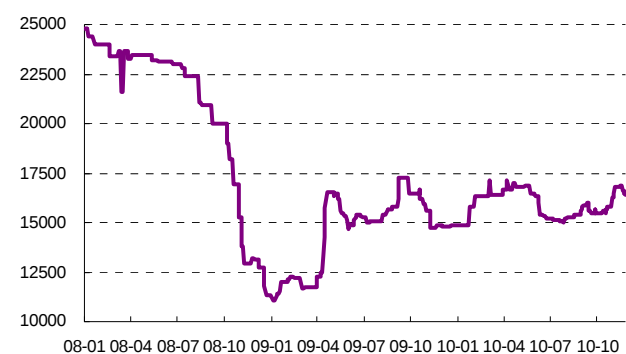
资料来源：光大证券研究所

图表 1-10 化工：国际氯化钾（美元/吨）



资料来源：光大证券研究所

图表 1-11 化工：聚合 MDI 地区均价（元/吨）



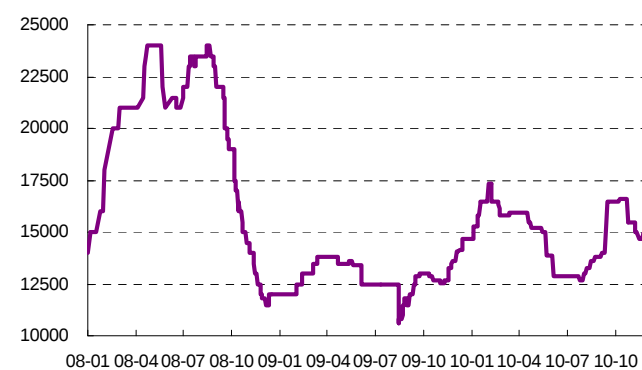
资料来源：光大证券研究所

图表 1-12 化工：TDI 长三角地区（元/吨）



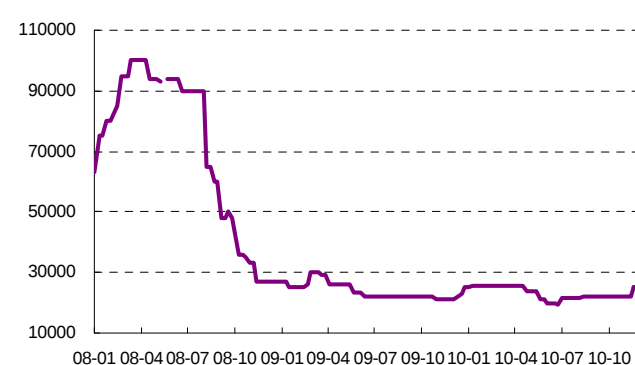
资料来源：光大证券研究所

图表 1-13 化工：黄磷 长三角地区（元/吨）



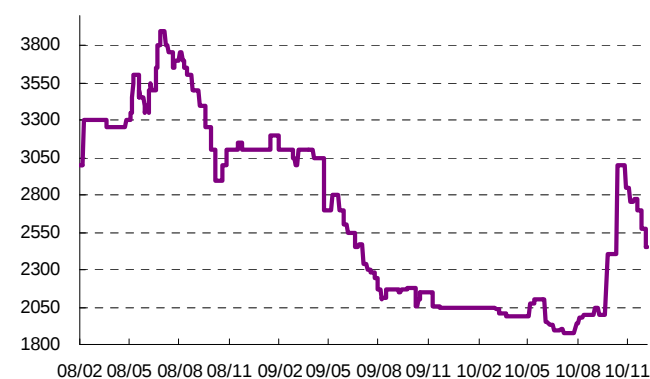
资料来源：光大证券研究所

图表 1-14 化工：草甘膦（元/吨）



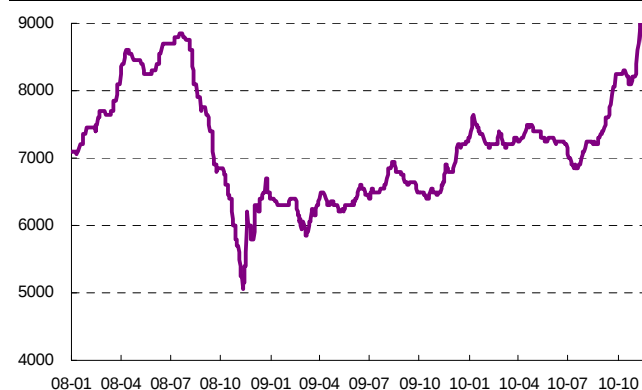
资料来源：光大证券研究所

图表 1-15 化工：烧碱（99%）长三角地区（元/吨）



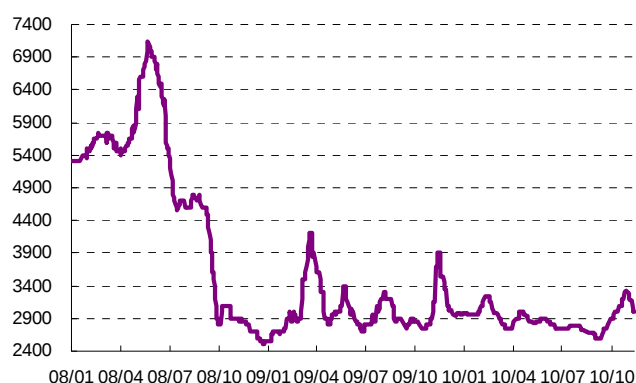
资料来源：光大证券研究所

图表 1-16 化工：PVC（乙炔法）长三角地区（元/吨）



资料来源：光大证券研究所

图表 1-17 化工：醋酸 长三角地区（元/吨）



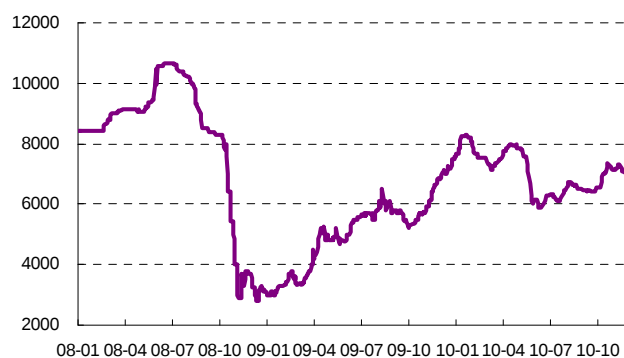
资料来源：光大证券研究所

图表 1-18 化工：纯碱（轻质） 长三角地区（元/吨）



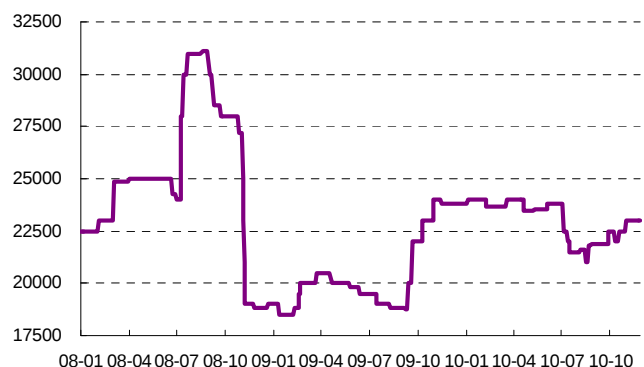
资料来源：光大证券研究所

图表 1-19 化工：苯 长三角地区（元/吨）



资料来源：光大证券研究所

图表 1-20 化工：有机硅 长三角地区（元/吨）



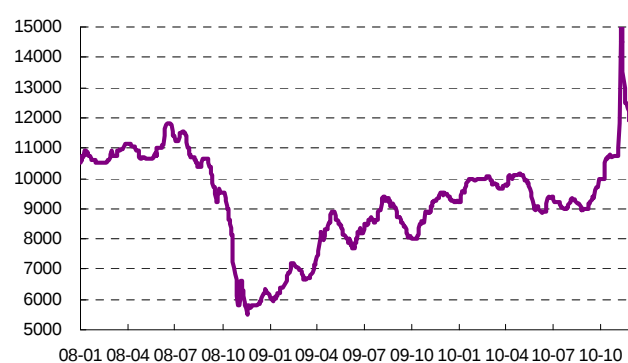
资料来源：光大证券研究所

图表 1-21 化工：硫酸（98%） 长三角地区（元/吨）



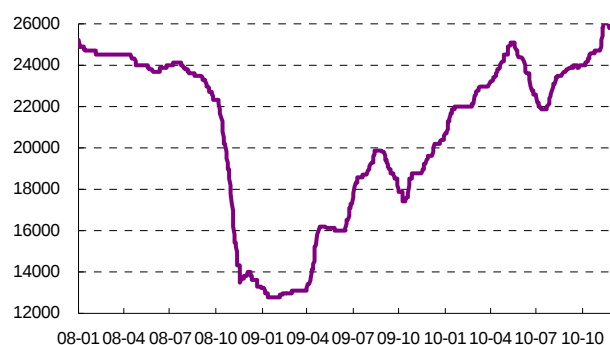
资料来源：光大证券研究所

图表 1-22 化工：PET（纤维级） 长三角地区（元/吨）



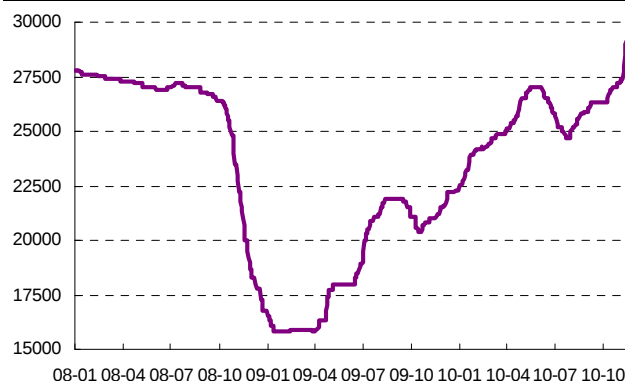
资料来源：光大证券研究所

图表 1-23 化工：PA6（常规纺）长三角地区（元/吨）



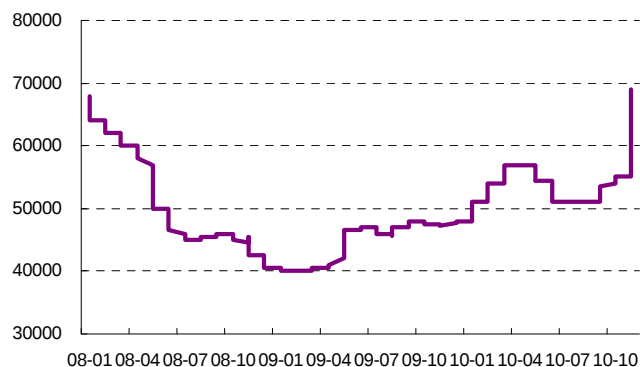
资料来源：光大证券研究所

图表 1-24 化工：PA66（长丝级）长三角地区（元/吨）



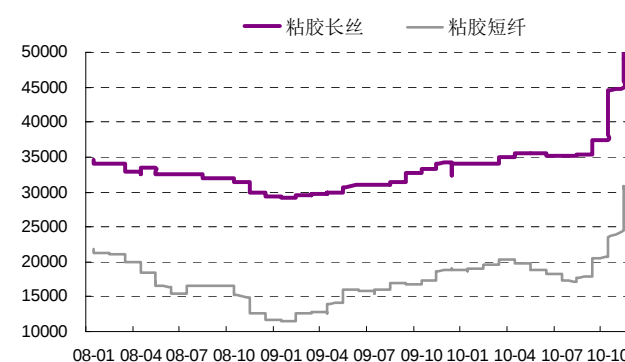
资料来源：光大证券研究所

图表 1-25 化工：氨纶（元/吨）



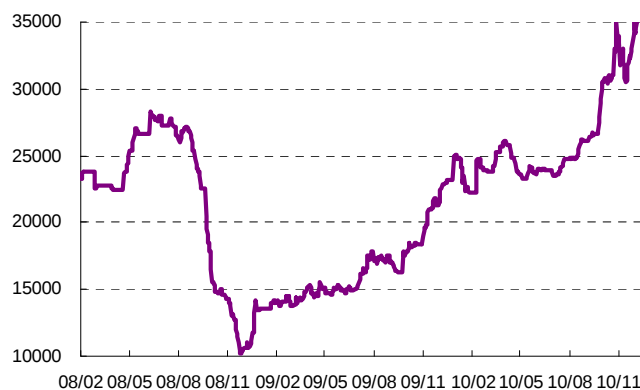
资料来源：光大证券研究所

图表 1-26 化工：粘胶纤维（元/吨）



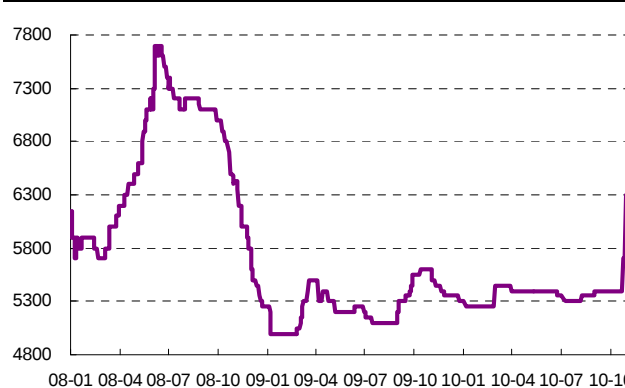
资料来源：光大证券研究所

图表 1-27 化工：天然橡胶（元/吨）



资料来源：光大证券研究所

图表 1-28 化工：DMF 长三角地区（元/吨）



资料来源：光大证券研究所

行业重点上市公司评级与估值指标

股票名称	股票代码	评级	股票价格(元/股)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2010.12.31	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
湖北宜化	000422	买入	18.85	0.44	1.10	1.70	43	17	11
盐湖钾肥	000792	买入	66.24	1.60	1.81	2.50	41	37	26
兴发集团	600141	买入	20.06	0.38	0.60	1.00	53	33	20
浙江龙盛	600352	买入	11.73	0.46	0.68	0.93	26	17	13
东华科技	002140	买入	41.1	0.47	0.70	1.20	88	59	34
中泰化学	002092	买入	14.43	0.09	0.18	0.86	162	80	17
天原集团	002386	买入	15.95	0.36	0.32	1.03	44	50	15
华西村	000936	买入	8.72	0.12	0.30	0.50	72	29	17
天马精化	002453	买入	45.00	0.39	0.60	1.15	117	75	39
烟台万华	600309	买入	19.19	0.64	0.82	1.06	30	23	18
广汇股份	600256	买入	41.93	0.43	0.57	1.34	97	74	31
双象股份	002395	买入	30.89	0.47	0.60	1.09	66	51	28
海利得	002206	增持	21.75	0.57	0.68	0.95	38	32	23
上海家化	600315	增持	37.13	0.55	0.75	1.08	67	50	34
中国石化	600028	增持	8.06	0.71	0.80	0.92	11	10	9

资料来源：光大证券研究所

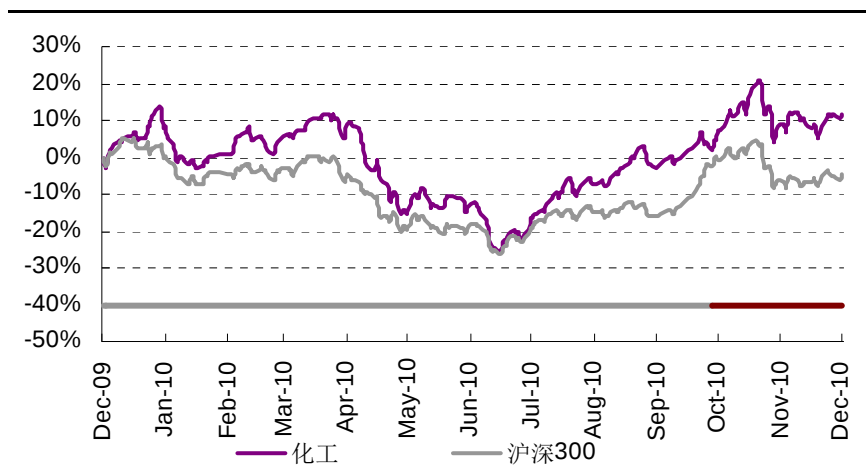
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

化工

分析师：程磊



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2010-10-25	买入
2010-11-01	买入
2010-11-08	买入
2010-11-15	买入
2010-11-22	增持
2010-11-29	增持
2010-12-05	增持
2010-12-12	增持
2010-12-20	增持
2010-12-26	买入

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

经营业务许可证编号：z22831000

已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑与光大证券及其附属机构可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。