

2011：把握“景气复苏”与“消费和创新”两条主线

研究结论

- 结合国内的经济运行情况,我们认为中国化工行业将经历两个重要发展阶段:应用于投资领域的大宗化工品快速发展的第一阶段和消费增长促使精细化工品快速发展的第二阶段,目前应处于第一阶段向第二阶段发展过度的阶段。
- 在第一阶段,与保障民生以及与投资相关的大宗化工品迅速发展,大型产能不断投放,但在下游应用领域拓展有限、需求增速较为平缓的情况下,产品供需逐渐趋于平衡,基础能源匮乏和环境容量有限的情况又决定了一些低附加值的产品出口路径受阻,因此一些产品逐渐步入成熟期,行业周期性波动的特征愈发明显
- 随着人民生活水平的提高和社会财富的不断积累,消费领域的化工品需求不断增加,于是化工行业进入精细化发展的第二阶段,这一阶段与日化、食品、服装、医药、电子、包装等领域相关的精细化工品开始起步。加工工艺长的特点决定了精细化工生产具备国际分工合作的基础,附加值高的特点又决定了精细化工品具备出口的基本条件,因此一些具备优势的企业率先走出国门,以“出口替代”或称“产能转移”的方式参与到国际竞争中,不断发展壮大,而广阔的国内市场需求则是这些企业发展的又一片广阔“蓝海”。在第二阶段,企业发展中遭遇的主要瓶颈是市场拓展能力、技术储备和环境约束,而一旦突破瓶颈,消费不断升级的特点又决定了优势企业仍有旺盛的生命力和广阔的发展空间。
- 我国化工行业的发展阶段决定了精细化工企业在中长期内面临更多的发展机遇,将呈现更好的成长性,是化工行业中长期配置的重点;大宗化工品中,与消费领域相关度较大的化纤、染料、助剂、聚氨酯原料等值得关注,而乙烯、丙烯、芳烃等石化产品因为产能仍然小于需求,是仍然具备较大发展空间的大宗化工品。
- 从2011年的宏观运行环境来看,我们认为美国经济将持续艰难复苏,美元进一步大幅贬值的空间不大;国际原油价格中枢在80美元/桶左右,且全年可能呈V型走势;棉花价格在2011三季度之前仍以上涨为主,价格中枢3万/吨左右;天然橡胶在4、5月之前新增供给相当有限,供需矛盾仍使价格持续走高,2011价格中枢3万-3.5万/吨
- 大宗化工品中,2011年我们重点推荐的子行业有石化、油服、化纤、染料及聚氨酯原料,建议关注英力特(买入评级)、辽通化工(买入评级)、沈阳化工(买入评级)、中化国际(买入评级)和中国石化(买入评级)
- 精细化工和新材料行业,2011年建议关注业绩增速较快、相对估值较低的联化科技(买入评级)、烟台氨纶(买入评级)、通产丽星(买入评级)、浙江龙盛(买入评级)、齐翔腾达(买入评级)、金发科技(未评级)、烟台万华(未评级)和山西三维(未评级)

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此,投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突,不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明,见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分,或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 x 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860200010013

杨云

石油与化工行业分析师

8621-63325888 x 6071

yangyun@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860108121215

联系人

赵辰

8621-63325888 x 5101

Zhaochen1@orientsec.com.cn

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A股

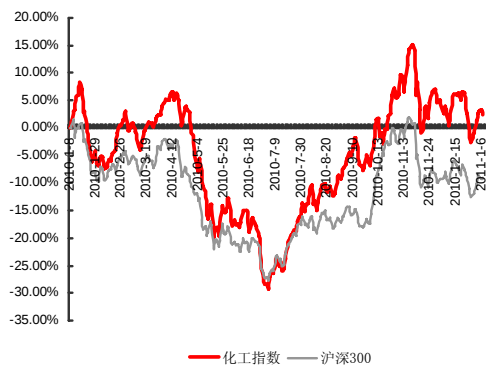
行业

化工

报告发布日期

2011年2月11日

行业表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现 (%)	-0.75%	3.20%	2.44%
相对表现 (%)	-0.58%	2.13%	11.45%

资料来源: WIND

重点公司盈利预测及投资评级

公司	EPS2010(E)	EPS2011(E)	PE
中国石化	0.77	0.86	11.3
辽通化工	0.17	0.9	68
沈阳化工	0.4	0.6	21.4
联化科技	0.85	1.1	39
齐翔腾达	1.79	2.1	22.3
烟台氨纶	1.04	1.29	27.8
通产丽星	0.4	0.57	31.5
英力特	0.66	1.03	21.2

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

目 录

一、国内化工发展阶段判断及展望	4
1、大宗化学品篇：多数产品步入成熟期	6
1、过去 5-10 年为高速发展期	6
2、现在普遍产能过剩	6
3、甄选行业内的优势企业	7
2、精细化学品篇：从“产能转移”到“进口替代”	7
1. 我国精细化率起点很低，未来提升空间巨大	7
2. “定制生产”模式前景光明	8
● 定制生产的成因及特点	8
● 农药领域的产业转移	9
● 医药领域的产业转移	9
● 总结	10
3、新材料篇：潜在需求巨大，产品蓄势待发	10
1. 节能环保	11
2. 新兴装备制造	11
3. 新能源	11
二、2011 年投资策略	12
1、重点推荐之一：石化行业-继续周期性复苏之路	12
2、重点推荐之二：油服行业-阶段性回落 vs 长期景气	12
3、重点推荐之三：化纤-受益于供需面的好转及棉价的上涨	13
4、重点推荐之四：染料-中国企业受益于全球行业整合	15
5、重点推荐之四：聚氨酯原料生产企业-持续受益于消费升级	15
6、重点推荐之五：精细化工与新材料-化工行业长期配置重点	16
四、2011 重点公司推荐	16

图表目录

图表 1 国内化工行业发展阶段示意图	5
图表 2 2001—2009 年主要大宗化学品的产能增长（万吨）	6
图表 3 2001—2009 年主要大宗化学品的自给率变化	7
图表 4 1997—2008 年美国化工总产值及精细化产值变化和占比变化（亿美元）	8
图表 5 2005—2009 年我国化工总产值及精细化产值变化和占比变化（亿元）	8
图表 6 2007—2014 年世界农药市场规模统计及预测（十亿美元）	9
图表 7 2007—2014 年国际医药外包市场规模统计及预测（十亿美元）	10
图表 8 我国各个五年规划环保投资额（亿元）	11
图表 9 2004—2010 年纺织行业固定资产投资增速与全国平均水平比较	13
图表 10 纺织服装累计年度出口变动	14
图表 11 1999—2010 年全球棉花消费、产量及库存量（百万吨）	14
图表 12 2007—2010 年我国国内 328 级棉价	14
图表 13 “十二五”主要高新技术纤维发展目标（吨/年）	15
图表 14 国内外硬泡应用对比	15

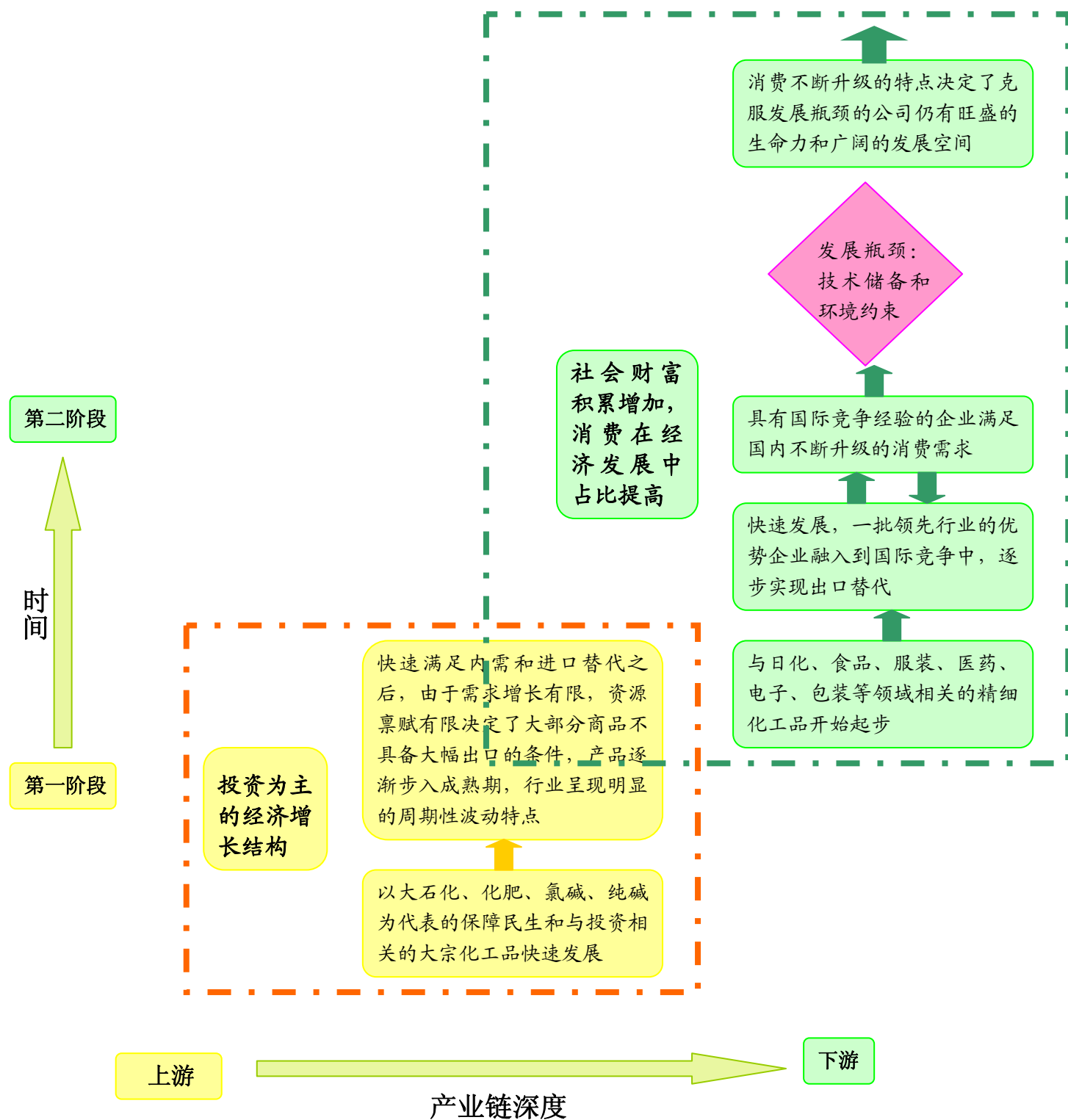
一、国内化工发展阶段判断及展望

化工行业拥有较长的产业链和多种多样的产品用途，渗透到国民经济的各个部门，是国民经济的重要组成部分。各个国家的行业发展路径不尽相同，与国内的经济增长结构、资源禀赋、地理位置等多种因素相关。

我们认为，结合国内的经济发展情况，中国的化工行业将经历两个重要发展阶段（如图1），第一阶段是以与保障民生以及与投资相关的大宗化工品迅速发展、不断进口替代来满足国内需求的阶段，如化肥、纯碱、氯碱、石化等子行业，随着大型产能的不断投放，在下游需求领域拓展有限、需求增速较为平缓的情况下，产品供需逐渐趋于平衡，甚至出现产能过剩。我国基础能源匮乏和环境容量有限的情况又决定了一些低附加值的产品出口路径受阻，因此一些产品逐渐步入成熟期，行业周期性波动的特征愈发明显。而与此同时，随着人民生活水平的提高和社会财富的不断积累，消费领域的化工品需求不断增加，于是化工行业进入精细化发展的第二阶段，这一阶段与日化、食品、服装、医药、电子、包装等领域相关的精细化工品（注：国外将特种化学品、新材料等统一划分到精细化工范畴，本文将精细化工和特种化工品统筹到“精细化工”，而新材料单独作为子行业阐述）开始起步。加工工艺长的特点决定了精细化工生产具备国际分工合作的基础，附加值高的特点又决定了精细化工品具备出口的基本条件，因此一些具备优势的企业率先走出国门，以“出口替代”或称“产能转移”的方式参与到国际竞争中，不断发展壮大，而广阔的国内市场需求则是这些企业发展的又一片广阔“蓝海”。在第二阶段，企业发展中遭遇的主要瓶颈是市场拓展能力、技术储备和环境约束，而一旦突破瓶颈，消费不断升级的特点又决定了优势企业仍有旺盛的生命力和广阔的发展空间。

我们判断，目前我国化工行业处于第一阶段向第二阶段发展过度的阶段。精细化工企业未来面临更多的发展机会，将呈现更好的成长性；大宗化工品中，与消费领域相关度较大的化纤、染料、助剂等值得关注，而乙烯、丙烯、芳烃等石化产品因为产能仍然小于需求，是仍然具备较大发展空间的大宗化工品。

图表 1 国内化工行业发展阶段示意图



资料来源：东方证券研究所整理

1、大宗化学品篇：多数产品步入成熟期

1、过去 5-10 年为高速发展期

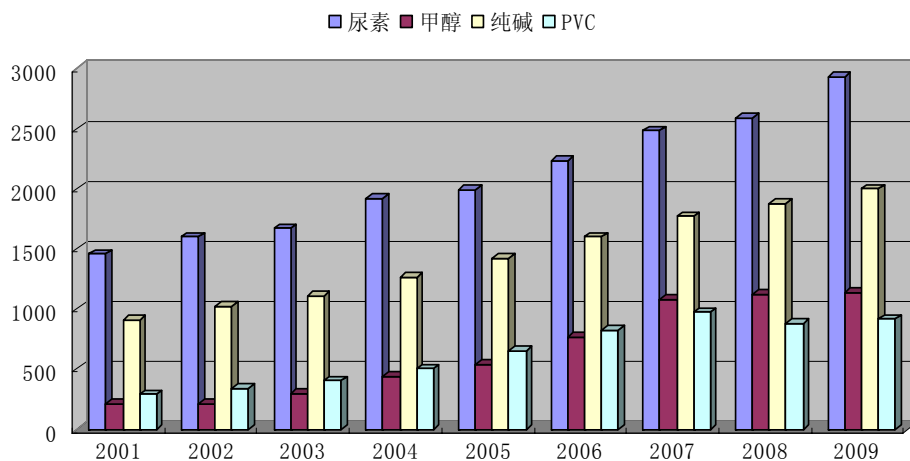
进入 21 世纪，随着我国人均收入跨入 1000 美元这道门槛，全社会的消费能力有了显著升级。这一阶段化工行业最大的增长便是来自如 PVC、尿素、甲醇和纯碱等大宗化学品的产能转移与扩张。由于这些产品同质性较强，技术壁垒不高，利于有资金及资源优势的企业迅速扩大再生产，并依托相对发达的交运网络实现跨区域甚至是全国性的销售。

2、现在普遍产能过剩

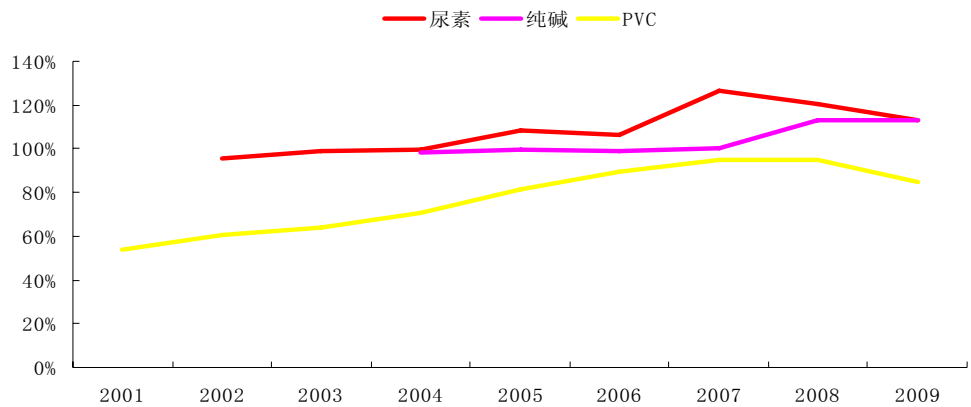
但近年来随着在上述行业产能的急剧扩张，产品的稀缺性已经得到了根本的缓解，甚至在很多行业已经有产能过剩的趋势。如：PVC 行业 08 年产能已达到 1581 万吨，过剩产能为 654 万吨，行业开工率只有 50%；尿素目前全国总产能 6300 万吨，过剩产能 1000 万吨；甲醇 08 年产能 2800 万吨，过剩产能 1200 万吨；纯碱至 2010 年末产能预计将达到 3300 万吨，产能过剩接近 65%。从以上一组触目惊心的数据我们可以看出过去这种单纯依赖产量增长的粗放型扩张已经走到了尽头，国内经济高速增长所带来的需求空间的扩展已经完全被更高速的产能扩张所淹没。

由图 1 和图 2 所示，2007 年后很多大宗化学品的产能扩张的增速都趋于缓和甚至出现了负增长，并且从产品的自给率上看，也基本完成了进口替代的过程，在部分产品上甚至已经出现靠出口来消化国内闲置产能的趋势。因此我们判断未来在大宗化学品领域的竞争将更加激烈，全行业“一荣俱荣”的行业性成长机会已经难以再现，更多会呈一种周期性的盈利震荡的格局。

图表 2 2001—2009 年主要大宗化学品的产能增长（万吨）



资料来源：东方证券研究所整理

图表 3 2001—2009 年主要大宗化学品的自给率变化


资料来源：东方证券研究所整理

3、甄选行业内的优势企业

而在这些行业，持续性的成长潜力更多的是体现在一些优势企业上。我们认为这些优质企业一般具有以下三个基础条件：1.资源优势：如掌握廉价的煤、电、气和其他的基础化工原料；2.地域优势：如距离目标市场比较近，或受到地方政府的特别扶植，对其他企业具有排他性的销售半径；3.技术及管理优势：在所处工业领域中掌握一些核心的生产技术或者通过高于行业平均的管理水平，实现对成本的有效控制。具备了以上优势的企业有可能受益于“马太效应”而提高在市场上的占有率，获得持续成长的能力。

2、精细化学品篇：从“产能转移”到“进口替代”

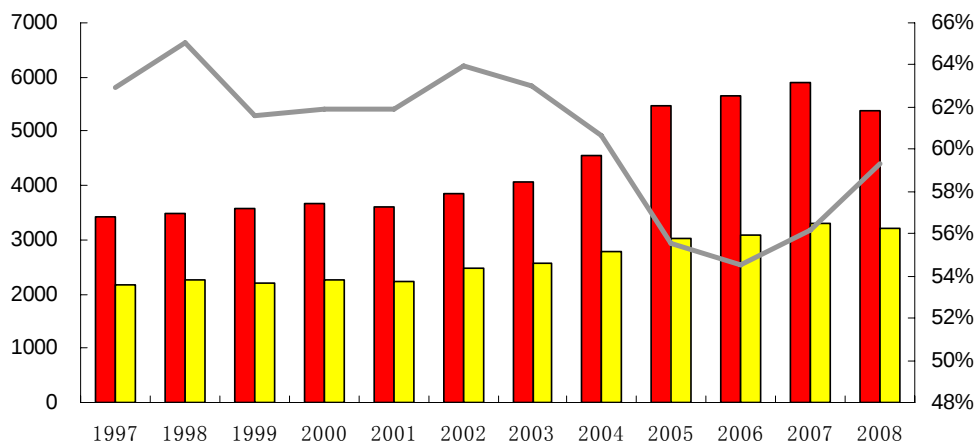
如前文所述，大宗化工品在产品实现供需逐渐平衡后，盈利越来越多的呈现周期特征，寻找有长期增长潜力的良好标的将愈发困难。因此我们认为今后化工股的投资机会更多的会体现在一种更高层次的产业转移，即伴随着新技术和新工艺的不断出现而衍生出的高附加值的精细化工品的产业转移。在具体产品上，体现为农药及其中间体、医药原药及其中间体、日化原料、新材料等。我们认为未来一批具有研发和技术优势的精细化工企业将迎来良好发展机遇。这场波澜壮阔的产业转移其背后有着深层次的原因，归纳下来主要有以下几点：

1. 我国精细化率起点很低，未来提升空间巨大

进入 80 年代以来，由于石化下游深加工领域的不断拓宽和高新技术所衍生出的新产品，如医药保健品、电子化学品、特种聚合物及复合材料的蓬勃发展，世界精细化工得到前所未有的快速发展，其增长速度明显高于整个化学工业的发展。以美国为例，在 80 年代后期，其工业增长率为 2.9%，而精细化工则高达 5%，高出 2 个百分点。目前美国精细化工的产值占化工总产值的比重一直稳定在 60%左右，而截止 08 年，我国的精细化比例还只有 35%，提升空间很大。并且以我们东亚近邻日本和韩国的经验看，在人均收入跨入 4000 美金这个台阶后，都出现了从大宗化工品向精细化工产业升级加速进行的趋势。而我国在 08 年跨上这个台阶以后，在 09 年也实现了精细化比重从

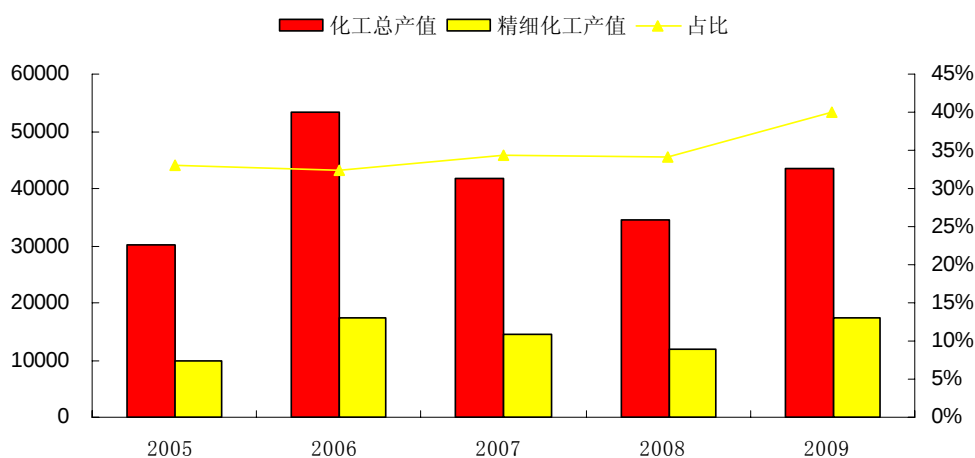
34%到 40%的快速增长。如果我们以过去五年我国化工行业平均的年复合增长率 10%计算，那么要在十年内将我们的精细化占比提高到 60%，则精细化工的年复合增长率需要达到 14.6%。

图表 4 1997—2008 年美国化工总产值及精细化产值变化和占比变化（亿美元）



资料来源：东方证券研究所整理

图表 5 2005—2009 年我国化工总产值及精细化产值变化和占比变化（亿元）



资料来源：东方证券研究所整理

2. “定制生产”模式前景光明

● 定制生产的成因及特点

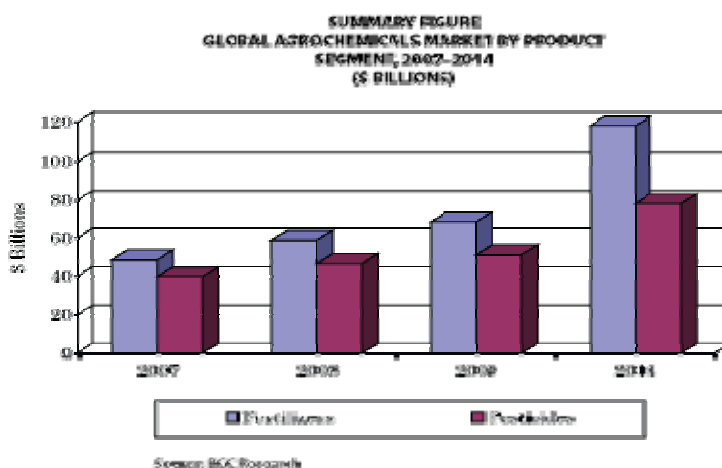
定制生产是一种国际企业分工合作方式，普遍存在于产业链较长的精细化工行业，特别是农药和医药中间体领域。这主要是因为近年许多重磅药物将纷纷失去专利保护，预计仅在医药领域 2007 年-2012 年间失去专利保护的药物合计的市场份额就在 700 亿美元左右。因此跨国农药巨头纷纷调

整自身发展战略，向产业链微笑曲线的两端——研发与终端产品转移，将原药生产不断进行外包转移，越来越多的中间体、原药等上游环节被转移到印度、中国等国家生产。

● 农药领域的产业转移

从农药市场来看，2009 年全球的规模为 512 亿美元。BBC Research 预测，未来五年全球市场还将保持每年 8.9% 的增长，至 2014 年达到 783 亿美金。出于节省成本的考虑，绝大多数欧美农药巨头都将非核心的生产部分外包至第三方进行，而自身则集中全力于还在专利保护期内的农药生产，以获取高额收益。例如德国农药巨头 BASF 的农药生产品种从 2001 年的 300 种下降至 2006 年的 130 种；先正达则将其生产品种从 120 降为 80 种。据 Brychem Business Consulting 预测，未来 30-40% 的跨国企业的农药生产都将委托第三方进行，而中国和印度因为低廉的劳动力和环保成本，将成为这次国际产业转移中最大的受益者。09 年中国农药产量已高达 226 万吨，为全球最大的非专利农药生产国；同时，出口量达到了 50 万吨，金额为 14.16 亿美元，出口数量比去年同期增长了 16.4%，而出口额却增长了 84.7%，农药出口平均价格达到 2832 元/吨，同比增长 58.7%。这些都表示了我国受益于农药领域的产业转移，产品出口升级趋势明显。

图表 6 2007—2014 年世界农药市场规模统计及预测（十亿美元）



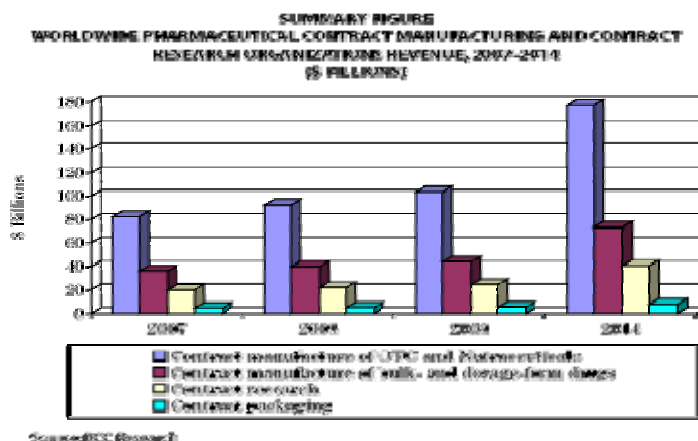
资料来源：东方证券研究所整理

● 医药领域的产业转移

从医药市场来看，外包生产的规模从 2004 年的 1000 亿美元，在短短五年间扩大到 2009 年的 1770 亿美元。依照 BBC Research 的预测，未来五年全球 CMO 市场还将保持每年 11.1% 的增长，至 2014 年达到 2990 亿美金。其中处方药外包生产及研发规模在 2007 年为 360 亿美元，09 年达到 440 亿美元，2014 年则有望达到 730 亿美元，年复合增长率也达到了 11%。相比之下，全球制药市场的规模在 2009 年为 7500 亿美金，IMS Health 对未来五年全球整体医药市场规模的增长预测只有 3%-6% (09 年实际增长仅为 2.5%-3.5%)，则 2014 年最乐观估计市场规模为 10000 亿美元。那么外包生产占全部药业生产的比率将由现在的 23.6% 至少提高到 30%。可见未来 5 年，合同外包将是医药领域最具发展潜力的一个板块。BMI (Business Monitor International) 预测未来亚洲国家（主要为印度和中国）将依托其较低的生产成本、充裕的熟练工人和技术能力在全球定制生产

领域获得高速发展，亚洲整体市场份额至 2014 年将有望从现在的 10%提升到 20%。如果我们以我国占其中的 30%计算，届时这就将是一个 42.8 亿美元的巨大市场，几乎是我国 09 年的医药外包生产总产值 14 亿美元的三倍。而我国 07、08 年原料药出口量增长分别为 18%和 13%，而对应的出口额增长分别达到 34%和 35%，产品结构升级的趋势也非常明显。

图表 7 2007—2014 年国际医药外包市场规模统计及预测（十亿美元）



资料来源：东方证券研究所整理

● 总结

由以上分析，我们可以看出隶属于精细化工产品中的高级中间体定制生产是未来发展的大势所趋，这种产业转移既为我们提供了订单和利润，还带来了国际规则、先进的仪器设备、环境保护、安全和质量的管理理念以及专利保护意识。并且由于依托于较高的技术和专有销售渠道，使得有先发优势的企业得以避免行业内的同质化竞争，从而能够维持一个较高的利润水平和盈利的持续增长。如果我们很好的把握住这个千载难逢的历史机遇，将极大地提高我国农药及医药中间体产业的竞争能力，最终创造出具有世界竞争力的中国企业，我们重点看好的企业有联化科技、永太科技、天马精化、建新化工等。

并且“渠道为王”同样适用，建议关注拥有渠道优势的精细化工企业，如农药零售企业：诺普信；化肥零售企业：金正大、芭田股份；和客户渠道优势突出的精细化工企业：通产丽星。

3、新材料篇：潜在需求巨大，产品蓄势待发

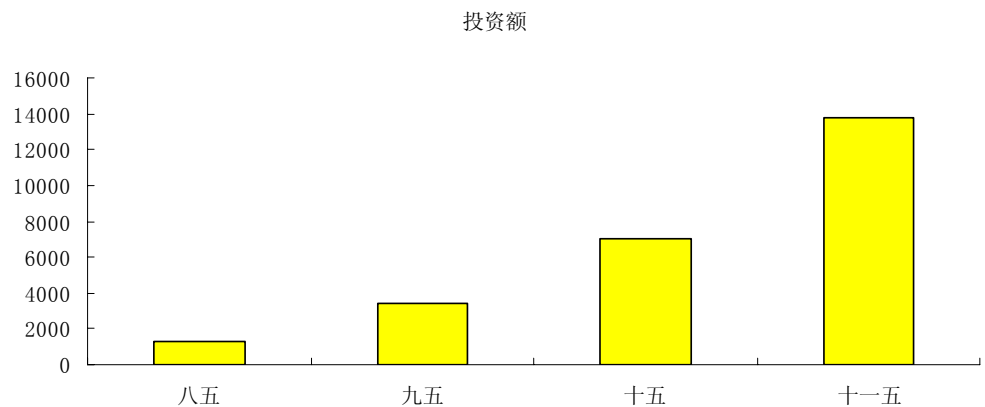
根据国务院《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》中的描述，节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料和新能源汽车七个产业作为重点领域将集中力量加快发展。我国战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重力争达到 8%左右；到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值的比重力争达到 15%。其中新材料产业作为国民经济的先导产业，在政策的支持下，将迎来高速发展时期。

新材料是指新出现的或正在发展中的具有传统材料所不具备的优异性能和特殊功能的材料;或指在传统材料基础上通过新技术(工艺、装备)处理所获得的性能明显提高或产生了新功能材料。主要包括,节能环保、新兴装备制造和新能源。

1. 节能环保

目前环保行业处于高速发展的阶段。从历史来看,环保行业工业总产值的年均增长率约为11%,据环保部的初步测算,“十一五”期间,我国环保产业可望保持年均15%-17%的增长速度。预计未来五年中,环保产业总投资额将超过3万亿元,2015年将达到GDP的7%至8%,2020年更将成为国民经济的支柱产业。因此我们据此看好,建筑节能相关材料、可降解塑料、脱硫材料、防火阻材料。其中受益的公司有烟台万华、金发股份、双良节能、三聚环保、雅克科技、鑫富药业。

图表 8 我国各个五年规划环保投资额(亿元)



资料来源: 东方证券研究所整理

2. 新兴装备制造

依照国家的规划,未来我国将依托国家重大工程,推进能源重大装备自主化。进一步完善政策支持体系,落实首台能源重大技术装备国产化政策,加大对装备自主化的资金支持力度,加强对能源装备产业的规划引导。具体方向上,重点推进核电、洁净煤发电、新能源、燃气轮机、油气勘探开发及管道、海洋油气钻探、天然气液化关键设备这七个细分行业自主化制造。其中我们最为看好海上油服行业。

未来全球探明石油可采储量的增长主要来自于海洋,我国也不例外,尤其是我国南海油气资源丰富,勘探前景广阔。有关部门初步估计,南沙海域探明石油储量约为351亿吨,天然气约8-10万亿立方米,约占我国油气总资源的1/3以上。为减轻石油进口的依赖,预计我国会加大海洋油气田的勘探和开采。而由于海洋工程装备是深海开采石油的基础,在此背景下,“十二五”期间加快我国海洋工程装备制造业的发展将是必然。具体受益的企业为中海油服和海洋工程。

3. 新能源

随着传统化石能源的大量消耗,开发新型环保能源已经日益成为发展的方向。新兴能源产业规划准备提交国务院,十年直接投资5万亿元:根据核算,新能源发电大约可占据70%的投资额。其中

我们重点看好动力汽车电池相关化工材料、太阳能/风能相关化工材料。具体受益的上市公司有新宙邦、多氟多、当升科技

二、2011 年投资策略

从 2011 年的宏观运行环境来看，我们认为美国经济将持续艰难复苏，美元也将阶段性走强，国际原油价格中枢在 80 美元/桶左右，且全年可能呈 V 型走势。

尽管美元大幅贬值的概率不大，但气候异常导致的资源有限仍将促使棉花、天胶等农产品价格在 2011 年上半年持续走强，通胀仍然是困扰宏观经济运行质量的关键变量。

我们分析认为，棉花价格在 2011 三季度之前仍以上涨为主，价格中枢 3 万/吨左右；天然橡胶在 4、5 月之前新增供给相当有限，供需矛盾仍使价格持续走高，2011 价格中枢 3 万-3.5 万/吨。

2011 年我们重点推荐如下几个子行业

1、重点推荐之一：石化行业-继续周期性复苏之路

事实上，从我们跟踪的价格和价差指数来看，经历了 2009 年的行业低谷之后，2010 年国际石化行业处于缓慢复苏态势，与此同时，国内成品油定价机制的完善使炼油行业盈利摆脱了前几年的尴尬境地，呈现良性改善态势。二者的叠加作用使国内大石化企业 2010 年整体盈利较为乐观。

我们分析认为，伴随着未来全球经济的进一步好转，石化产品的需求将呈现稳步增长状态，而金融危机导致的国际石化巨头投资的放缓及中东乙烷资源的逐渐稀缺均导致大型石化产能投放放缓，从供给层面看，上一轮产能投放的高峰已在 2009-2010 年结束，未来全球石化行业将在新一轮景气复苏的道路上前行。

从国内情况来看，资源禀赋决定了大的石化产能投放非常有序，行业呈现较高的垄断性；而国内消费升级使得成品油、乙烯、丙烯、苯等基础石化产品的需求量增速较快。在我国，石化产品是目前为数不多的仍然产不足需的大宗化工品，具有较大的行业发展空间。

石化行业中建议关注业绩稳定、估值较低的中国石化以及有较大产业拓展空间的辽通化工、沈阳化工和齐翔腾达。

2、重点推荐之二：油服行业-阶段性回落 vs 长期景气

油服行业的景气与油价高度相关，过去十几年受益于石油价格的上涨，油服行业维持了高景气，前十大主要油服公司收入复合增长率达到了 9.5%，净利润复合增长率更是达到了 20.2%。由于 08 年经济危机的影响，09 年各大石油企业的资本开支都出现了下滑。受此影响，行业景气在 09 年底跌至谷底。但伴随着油价的回升，油服行业景气在 10 年下半年也出现了反转，这从我们跟踪的 A 股各油服上市公司的盈利变化中也可以明显的得到佐证。因此我们预测 11 年开始，随着油价的上涨，油服行业又将步入一个高增长的周期。

在油服行业中，我们最为看好海上油田服务。作为我国海上油气开采的主体，中海油制定了规模庞大的十二五产量目标，计划到 2015 年，油气产量至少达到 8000 万吨，相比 10 年增长一倍，年

复合增长率为 14.2%。我们预测整个十二五期间，中海油的投资规模将达到 4735 亿元，相比十一五期间增长 157%。这将拉动我国海上油服企业进入新一轮增长周期。关注中海油服和海油工程等受益的上市公司。

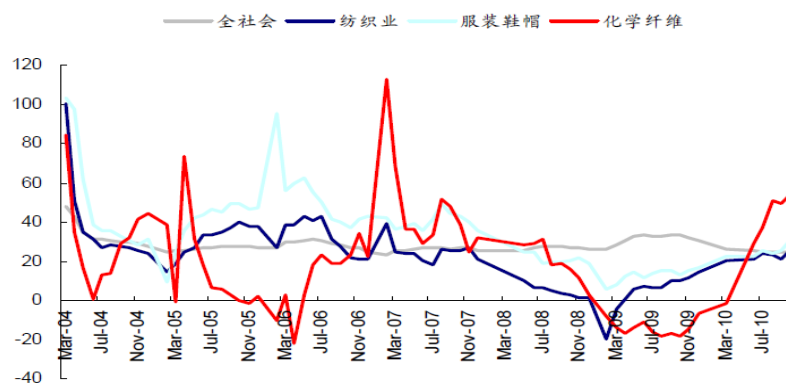
中海油服钻井板块，未来两年产能增长较大，费率预计会呈小幅上涨的趋势。而油田技术板块，将有可能成为业绩增长的重点。船舶业务因为未来新增产能较少，预期会很难维持以前几年的高增速；物探业务则将充分受益中海油勘探量的提升，有较快的发展。

海油工程过去两年业绩大幅低于预期，我们分析 09 年在于外租船比例过高导致毛利率下滑；而 10 年则是因为任务量下降，而产能集中投放导致费用提高。我们展望未来，随着中海油庞大的十二五投资规划的实施，海油工程的收入水平将得到极大的回升，预计至 2015 年将达到 277 亿元，为 10 年的 3.8 倍和 09 年的 2 倍。而毛利率随着 10 年产能的集中投放，解决了产能瓶颈，预计也将从 09 年谷底的 12.48% 逐步回升到十一五期间稳态的 20% 的水平。因此我们看好公司在未来进入新一轮的盈利上升周期。

3、重点推荐之三：化纤-受益于供需面的好转及棉价的上涨

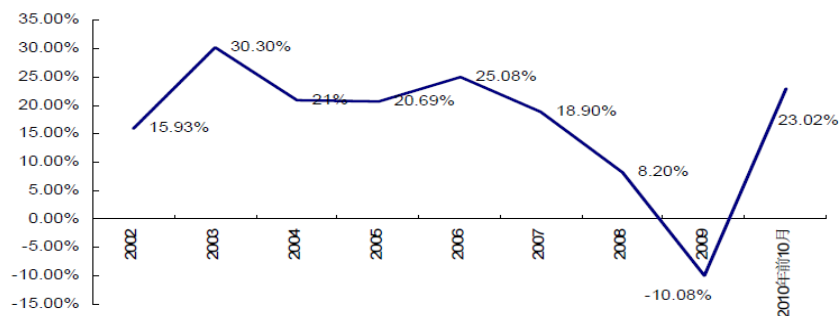
07 年以来，因为金融危机的影响，我国的纺织行业的固定资产投资增速显著放缓，09 年甚至出现了多年不遇的负增长。而与之相反的是，我国的纺织品出口增速在短暂下滑后，复苏势头迅猛，2010 年，增速已经恢复到 23% 以上，接近了金融危机前的平均水平。因此我们认为供求之间的不匹配，会随着需求的复苏而逐渐得到修正。与此同时，主要纺织原料之一的棉花，因为供求紧张，价格持续上涨。在目前库存比维持低位的情况下，未来半年棉价的上涨动力依然很大。我们展望未来，化纤行业有望进入新一轮景气周期。尤其是高新技术纤维的生产和应用是化纤行业的重中之重，值得重点关注。未来可能受益的企业有烟台氨纶、华峰氨纶、华西村、霞客环保和神马股份。

图表 9 2004—2010 年纺织行业固定资产投资增速与全国平均水平比较



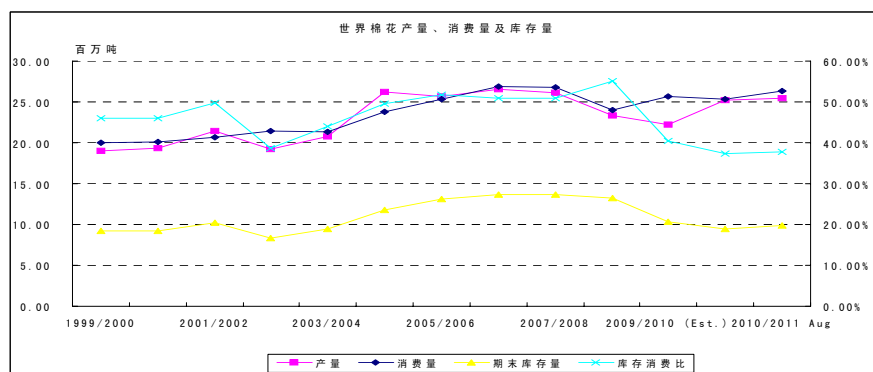
资料来源：东方证券研究所整理

图表 10 纺织服装累计年度出口变动



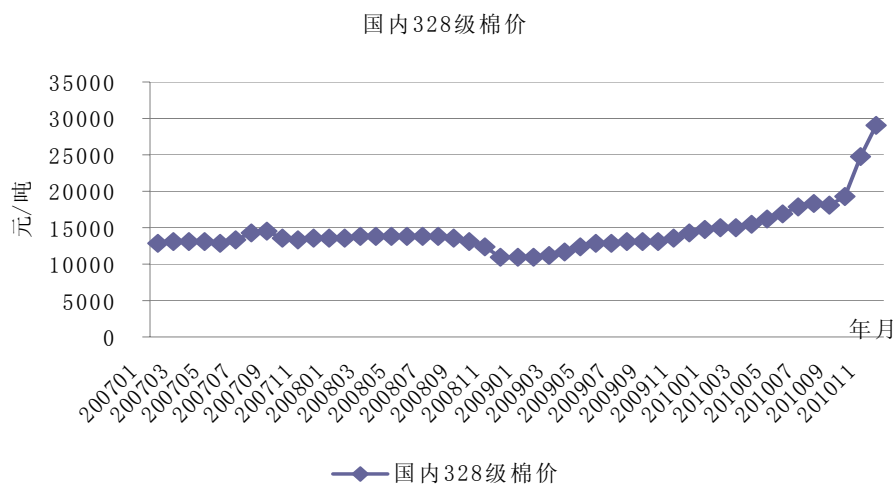
资料来源：东方证券研究所整理

图表 11 1999—2010 年全球棉花消费、产量及库存量（百万吨）



资料来源：东方证券研究所整理

图表 12 2007—2010 年我国国内 328 级棉价



资料来源：东方证券研究所整理

图表 13 “十二五”主要高新技术纤维发展目标（吨/年）

	芳纶 1313	超高分子量聚乙烯	碳纤维	聚苯硫醚	芳纶 1414	玄武岩纤维	Lyocell
2010 年规划目标	≥6000	≥3000	≥3000	≥1000	≥500	2500	产业化
预期完成	7000	5000	3700	3000	1000	4000	2000
2015 年	10000	8000	10000	7000	7000	6000	15000
2020 年	15000	12000	15000	10000	10000	9000	50000

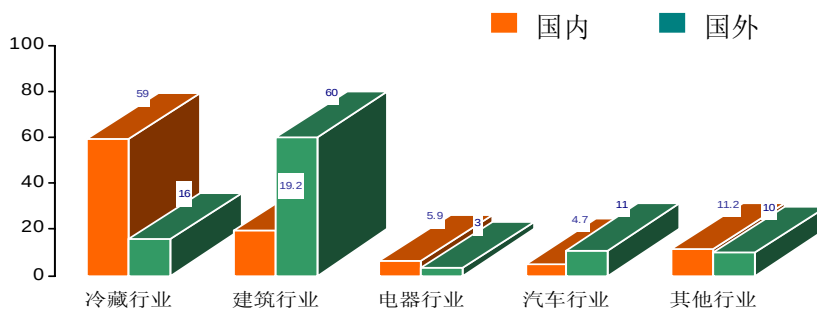
资料来源：东方证券研究所整理

4、重点推荐之四：染料-中国企业受益于全球行业整合

随着世界棉纺织业向发展中国家转移，全球的染料行业也迎来了一场产业整合的浪潮。以 Dystar 为代表的传统染料巨头，因为人工成本高，不具备相对比较优势，而逐渐陷入经营困难。08 年爆发的经济危机更是使植根于西方国家的染料巨头们的经营雪上加霜。而基于在国内多年的积累，使得我们的染料企业已经具备了走出去，整合国际市场的能力。我们认为新的全球染料龙头将在中国诞生，中国将由染料生产大国向染料生产强国迈进。建议关注处于行业领先地位且参与到全球整合中的龙头企业浙江龙盛。

5、重点推荐之四：聚氨酯原料生产企业-持续受益于消费升级

中国建筑节能的市场潜在规模巨大。目前我国城乡既有建筑总面积约 400 亿平方米，并以每年 20 亿平方米的速度增长，其中 95%以上面积未进行任何节能处理，因而能耗数倍于发达国家，浪费了大量的宝贵能源，因而推行建筑保温对节能降耗意义重大。在各种节能材料中，聚氨酯硬泡是具有高防火等级的最佳建筑保温材料，其应用比例有望得到进一步的提升。建议关注龙头企业烟台万华和红宝丽。

图表 14 国内外硬泡应用对比


资料来源：东方证券研究所整理

6、重点推荐之五：精细化工与新材料-化工行业长期配置重点

我们看好精细化工及新材料行业在国内的发展，基于行业发展趋势和目前公司的估值情况，建议关注定制生产龙头企业联化科技、特纤龙头企业烟台氨纶、拥有较强渠道优势的包装龙头企业通产丽星、拥有较强技术实力且估值较低的山西三维以及改性塑料龙头企业金发科技。

四、2011 重点公司推荐

我们依然重点看好我们此前长期推荐的上市公司：联化科技、烟台氨纶、通产丽星、英力特、沈阳化工、辽通化工、中国石化、齐翔腾达，以下为具体公司情况。

厚积！待再次薄发！

研究结论：

- 联化科技此前公告，拟公开增发不超过 3600 万股，募集资金总额（含发行费用）不超过 68,500 万元，募集资金净额（扣除发行费用后）不超过 65,123 万元用于建设一系列医药和农药项目。待增发项目完全达产后，将新增销售收入 10.18 亿元，净利润 1.40 亿元（假设 25% 所得税率），而且从公司此前对 IPO 募投项目的评估来看，公司对项目盈利的预估可能中性偏保守，我们不排除项目达产后，业绩增幅存在超预期的可能。我们预计 2012 年下半年，此次募投项目将开始贡献利润，我们认为公司的这些项目储备将保证公司可持续的快速发展。
- 仅从医药市场来看，外包生产的规模从 2004 年的 1000 亿美元，在短短五年间扩大到 2009 年的 1770 亿美元。依照 BBC Research 的预测，未来五年全球 CMO 市场还将保持每年 11.1% 的增长，至 2014 年达到 2990 亿美金。其中处方药外包生产及研发规模在 2007 年为 360 亿美元，09 年达到 440 亿美元，2014 年则有望达到 730 亿美元，年复合增长率也达到了 11%。相比之下，全球制药市场的规模在 2009 年为 7500 亿美金，IMS Health 对未来五年全球整体医药市场规模的增长预测只有 3%-6%（09 年实际增长仅为 2.5%-3.5%），则 2014 年最乐观估计市场规模为 10000 亿美元。那么外包生产占全部药业生产的比率将由现在的 23.6% 至少提高到 30%。可见未来 5 年，合同外包将是医药领域最具发展潜力的一个板块。BMI（Business Monitor International）预测未来亚洲国家（主要为印度和中国）将依托其较低的生产成本、充裕的熟练工人和技术能力在全球定制生产领域获得高速发展，亚洲整体市场份额至 2014 年将有望从现在的 10% 提升到 20%。如果我们以我国占其中的 30% 计算，届时这这将是一个 42.8 亿美元的巨大市场。再考虑到农药以及电子化学品等的市场空间，我们认为联化科技所在定制生产领域的空间仍然巨大。
- 风险提示：公司增发被否，经济二次探底。
- **维持买入投资评级：**我们看好公司在定制生产产业转移大背景下的发展，维持公司 10、11 年 EPS0.87 元，1.11 元的预测，并基于未来确定的成长性，给予 2012 年 1.68 元的预测。维持公司买入的投资评级，目标价 42.5 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨云

基础化工行业分析师

8621-63325888 × 6071

yangyun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860108121215

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

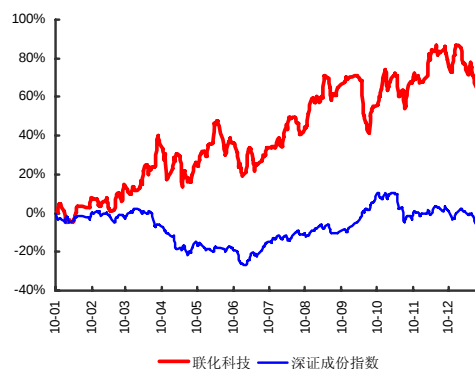
8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价 (2011 年 2 月 10 日)	34.85 元				
目标价格	42.50 元				
总股本/A 股 (百万股)	245/ 245				
A 股市值 (亿元)	89.53				
国家/地区	中国/A 股				
行业	基础化工				
报告发布日期	2011 年 2 月 11 日				

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-9.0	8.6	68.0
相对表现 (%)	-0.2	20.0	77.9

资料来源：WIND

财务预测

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	1085	1342	1943	2305
同比(%)	10%	24%	45%	19%
净利润	75	133	214	274
同比(%)	29%	77%	61%	28%
毛利率(%)	25.5%	30.1%	30.0%	30.9%
ROE(%)	11.8%	18.1%	20.7%	21.6%
每股收益(元)	0.58	1.02	0.87	1.11
P/E (倍)	68.77	38.92	45.90	35.80
P/B (倍)	8.06	7.02	9.43	7.70

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

[illegible]

资料来源：东方证券研究所

看好公司芳纶 1414 的前景

研究结论

- 烟台氨纶是国内最早从事氨纶生产的企业之一，公司生产的“纽士达”牌氨纶纤维和“纽士达”牌间位芳纶纤维均为国内知名品牌。目前公司的发展重心已经渐渐由氨纶转向芳纶 1313 及芳纶 1414。截止 2010 年底公司已拥有氨纶生产能力 2.7 万吨/年；芳纶 1313 产能 5000 吨/年，芳纶 1414 中试产能 100 吨/年，预计至 2011 年年中，公司 1000 吨芳纶 1414 产能将开始试生产。
- 我们认为服装用芳纶 1313 需求的不断扩大和芳纶 1414 的逐步达产将是公司未来的两大看点，而氨纶业务将为公司的发展提供稳定的现金流。
- 我们认为公司未来的增长亮点之一将是芳纶 1313 在服装领域的放量。目前国人的安全意识正在被唤醒，国内的服装用芳纶将面临广阔的市场。中国军、警人数合计在 200 万人以上，其作战及训练用服装都应该使用芳纶 1313 制成的服装，虽然目前来看不可能做到全员配备，但是仅以国内每年需要各类阻燃防护服 100 万件，每件耗用 2 千克间位芳纶计，每年国内的阻燃防护服需求将在 2000 吨以上。此外还有各类防火毯以及公共场所的各类织物等，均需以芳纶 1313 为基材，因此我们认为随着国内安全意识的进一步改善，服装用芳纶 1313 的需求将会有很大改善。
- 烟台氨纶的另一大亮点在于芳纶 1414 的逐步达产。虽然目前市场上有数家企业均号称可能具备芳纶 1414 的生产能力，但真正有批量产品供试用的，仅有烟台氨纶一家。虽然我们不认为芳纶 1414 在 2011 年能贡献大量的业绩，但是我们认为其工业化路径被打通的意义巨大。而且，在国家“十二五”主要高新技术纤维发展目标中，芳纶 1414 到 2015 年的产能将达到 7000 吨，我们认为公司进一步扩大其芳纶 1414 的产能是大概率事件。
- 我们预计公司 2010 年至 2012 年 EPS 分别为 1.06 元、1.19 元和 1.29 元，首次给予公司买入评级，目标价 40 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨云

基础化工行业分析师

8621-63325888 × 6071

yangyun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860108121215

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

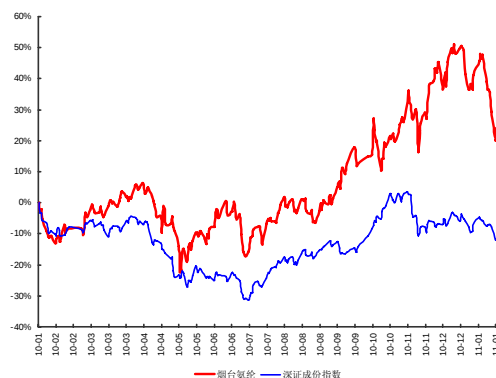
8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

投资评级	买入	增持	中性	减持	(首次)
股价 (2011 年 2 月 10 日)	31.32 元				
目标价格	40.00 元				
总股本/A 股 (百万股)	261/ 261				
A 股市值 (亿元)	78.40				
国家/地区	中国/A 股				
行业	基础化工				
报告发布日期	2011 年 2 月 11 日				

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-16.3	3.4	20.9
相对表现 (%)	-8.5	11.2	32.1

资料来源：WIND

财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入同比	-20%	32%	45%	19%
EBITA 同比	5%	32%	-11%	15%
ROE	7%	20%	18%	17%
ROIC	17%	28%	18%	17%
EPS (元)	0.67	1.06	1.19	1.29
每股净资产 (元)	9.51	5.31	6.50	7.79
P/E (倍)	37.4	23.6	21.0	19.4
p/B (倍)	2.6	4.7	3.8	3.2

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1017	1063	1466	1675	营业总收入	1133	1446	2103	2512
现金	590	538	571	591	营业总成本	996	1123	1738	2118
应收票据	238	23	34	40	营业成本	877	974	1521	1858
应收账款	37	152	315	377	销售费用	37	43	63	75
预付账款	10	2	3	4	管理费用	86	101	147	176
存货	131	341	532	650	财务费用	-4	-6	-6	-6
非流动资产	925	1029	1378	1292	其他经营收益	1	1	1	1
长期投资	13	18	18	18	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	826	781	984	1207	营业利润	139	325	365	395
在建工程	34	180	329	10	营业外收入减支出	4	1	1	1
无形资产	46	45	45	50	利润总额	142	325	366	396
资产合计	1942	2092	2844	2967	减：所得税	22	49	55	59
应付项目	210	329	514	628	净利润	120	277	311	336
付息负债	0	376	632	345	少数股东损益	11	0	0	0
短期借款	0	-103	74	-286	归属母公司净利润	109	277	311	336
长期付息负债	0	479	557	641					
其他负债	35	0	0	0	成长能力				
负债合计	245	706	1146	974	营业收入同比	-20%	32%	45%	19%
所有者权益	1697	1386	1698	2034	EBITA同比	5%	32%	-11%	15%
实收资本	163	261	261	261	归属母公司净利润同比	-40%	47%	13%	8%
资本公积	629	531	531	531	利润水平				
留存收益	759	1125	1437	1773	销售毛利率	23%	33%	28%	26%
少数股东权益	146	0	0	0	销售净利率	11%	19%	15%	13%
负债和权益合计	1942	2092	2844	2967	整体绩效				
					ROE	7%	20%	18%	17%
经营活动现金流	311	189	200	353	ROIC	17%	28%	18%	17%
净利润	120	277	311	336	运营效率				
折旧摊销	139	53	106	86	应收账款周转率	27.9	11.2	9.0	7.3
营运资金变动	53	-139	-174	-68	存货周转率	7.6	5.7	4.8	4.2
投资活动现金流	-56	-53	-453	1	偿债能力				
资本支出	-57	-53	-457	3	流动比率	4.8	4.7	2.5	4.9
长期投资	-2	1	1	1	速动比率	4.2	3.2	1.6	3.0
筹资活动现金流	-149	-119	286	-334	EBITA / I	2.1	4.1	23.9	-44.8
短期借款	0	-103	177	-412	资产负债率	13%	34%	40%	33%
长期借款	0	479	78	84	每股指标				
普通股增加	38	0	0	0	EPS	0.67	1.06	1.19	1.29
资本公积	-14	0	0	0	每股净资产	9.51	5.31	6.50	7.79
其他	-172	-495	-10	-7	P/E	37.4	23.6	21.0	19.4
现金净增加额	106	18	33	20	p/B	2.6	4.7	3.8	3.2

资料来源：东方证券研究所

稳定增长的化妆品包装龙头

研究结论

- 通产丽星是一家生产塑料化妆品包装的企业，在上海、广州、深圳三地均有生产基地，主要生产软管、吹塑、注塑三大业务。公司的主要客户为宝洁、欧莱雅、联合利华等国际知名化妆品商，也是塑料盒装的箭牌口香糖在国内最主要的包装供应商之一，在国内的市场占有率在 7% 左右。软管是公司的强项，07 年公司在软管业务上的市场占有率为 13.96%。
- 从日本的历史经验来看，化妆品消费的刚性很难在短时间改变，日本自 1985 年经济开始下行，但是化妆品消费仍然保持增长态势，其化妆品销售额由 1985 年的 10979.2 亿日元，上升到 1995 年的 14283.47 亿日元，增幅达 30%。
- 中国对化妆品消费意识的觉醒和消费习惯的养成决定了国内化妆品消费也有一定的刚性，我们预计未来数年内国内的化妆品需求仍能保持 10% 左右的增长。
- 通产丽星在研发技术和新产品开发能力上远较同业为优，而且高管及核心技术人员持有公司 11.58% 的股权，我们认为这将督促高管人员更加注重公司的长期成长性，有利于公司的长期发展。
- 通产丽星是宝洁的主要供应商之一，也是欧莱雅的全球供应商和箭牌的战略合作伙伴，并获得雅芳产品质量免检的荣誉，与国际巨头的良好关系是公司获得长期稳定订单的保证。
- 风险因素：公司订单大幅下滑。
- 预计公司 10 年、11 年、12 年 EPS 分别为 0.40 元、0.54 元和 0.73 元，首次给予公司买入评级，目标价 18 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨云

基础化工行业分析师

8621-63325888 × 6071

yangyun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860108121215

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

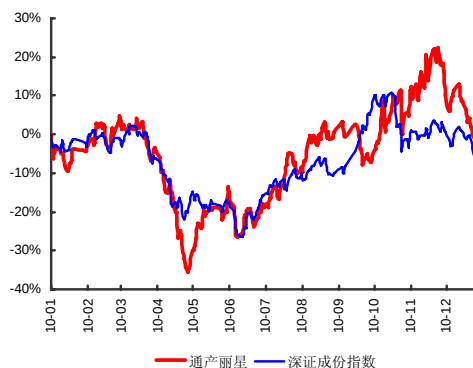
8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

投资评级	买入 增持 中性 减持 (首次)
股价 (2011 年 2 月 10 日)	13.60 元
目标价格	18.00 元
总股本/A 股 (百万股)	258/ 258
A 股市值 (亿元)	33.39
国家/地区	中国/A 股
行业	基础化工
报告发布日期	2011 年 2 月 11 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-14.6	8.2	-0.2
相对表现 (%)	-5.8	-11.4	-9.9

资料来源：WIND

财务预测

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	586	725	957	1,275
主营业务利润	69	112	149	202
净利润	68	104	139	188
EBITDA	108	157	196	252
每股收益 (元)	0.26	0.40	0.54	0.73
净资产收益率	12.9%	17.7%	20.7%	24.0%
每股经营现金流	0.41	0.46	0.56	0.72
市盈率(X)	49.0	31.6	23.7	17.5
EV/EBITDA(X)	30.3	21.1	17.1	13.5

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位：百万元					单位：百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	329	376	431	496	营业收入	586	725	957	1,275
现金	133	145	140	123	营业成本	441	524	691	917
应收账款	101	125	165	220	营业税金及附加	2	2	2	3
其他应收款	0	0	0	0	营业费用	31	36	48	64
预付账款	36	36	36	36	管理费用	38	47	62	83
存货	54	64	84	112	财务费用	4	2	2	2
其他	5	5	5	5	资产减值损失	1	2	3	5
非流动资产	328	396	447	527	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	309	377	429	509	营业利润	69	112	149	202
无形资产	15	14	14	13	营业外收入	5	0	0	0
其他	5	5	5	5	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	657	771	878	1,022	利润总额	72	112	149	202
流动负债	127	180	202	232	所得税	5	8	10	14
短期借款	25	70	70	70	净利润	68	104	139	188
应付账款	50	60	79	104	少数股东损益	0	0	0	0
其他	52	51	54	57	归属于母公司净利润	68	104	139	188
非流动负债	6	4	6	8	EBITDA	108	157	196	252
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.26	0.40	0.54	0.73
其他	6	4	6	8					
负债合计	133	185	208	240	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	258	258	258	258	成长能力				
资本公积	176	176	176	176	营业收入	2.1%	23.8%	32.0%	33.2%
留存收益	90	152	236	348	营业利润	21.2%	38.8%	32.7%	34.4%
归属母公司股东权益	524	587	670	783	归属于母公司净利润	43.2%	53.3%	33.6%	35.5%
负债和股东权益	657	771	878	1,022	获利能力				
					毛利率	24.7%	27.7%	27.8%	28.1%
现金流量表					净利率	11.6%	14.3%	14.5%	14.8%
单位：百万元					ROE	12.9%	17.7%	20.7%	24.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	12.2%	16.0%	17.9%	19.7%
经营活动现金流	105	120	146	185	偿债能力				
净利润	68	104	139	188	资产负债率	20.2%	23.9%	23.7%	23.4%
折旧摊销	33	39	41	44	负债权益比率	25.3%	31.5%	31.1%	30.6%
财务费用	1	2	2	2	流动比率	2.58	2.08	2.13	2.14
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.84	1.50	1.51	1.48
营运资金变动	0	-29	-40	-55	营运能力				
其他	3	3	4	6	总资产周转率	0.86	1.02	1.16	1.34
投资活动现金流	-87	-109	-96	-128	应收账款周转率	5.88	6.41	6.59	6.62
资本支出	-87	-109	-96	-128	应付账款周转率	7.03	9.08	9.87	9.90
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	0	0	0	每股收益	0.26	0.40	0.54	0.73
筹资活动现金流	-104	2	-55	-75	每股经营现金流	0.41	0.46	0.56	0.72
短期借款	0	11	0	0	每股净资产	2.03	2.27	2.60	3.03
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	97	0	0	0	P/E	49.0	31.6	23.7	17.5
资本公积增加	-81	0	0	0	P/B	6.27	5.60	4.90	4.20
其他	-123	-9	-55	-75	EV/EBITDA	30.3	21.1	17.1	13.5
现金增加额	-86	12	-5	-17					

资料来源：东方证券研究所

大股东提高持股比例显示信心

研究结论

- 英力特目前拥有 PVC 产能 27.5 万吨/年，烧碱产能 21 万吨/年，电石产能 50 万吨/年，双氰胺产能 1 万吨/年，石灰氮产能 9 万吨/年，英力特是目前国内一体化程度最高的氯碱企业，公司拥有 40 万千瓦的发电机组（其中 5 万千瓦为权益发电，已经外售），可完全满足公司生产经营使用。
- 英力特此前公告向集团及战略投资者非公开发行 A 股，股票的数量为 12,420 万股，其中向英力特集团发行 11,420 万股，向战略投资者象屿集团发行 1,000 万股，发行价格为 13.80 元/股。本次非公开发行股票拟募集资金总额为 171,396 万元，其中，英力特集团以其对本公司的 118,700 万元委托贷款及 38,896 万元现金认购股份，象屿集团以 13,800 万元现金认购股份。我们认为大股东及战略投资者本次的认购显示了其对公司未来发展的信心，而且国资持股比例的提高（51%）也将使得公司获得当地政府更多的支持。
- 高企的油价将对电石法 PVC 生产企业构成利好，目前外盘油价已经上涨至 90 美元/桶以上，油价的上涨将带动乙烯价格的上涨，进而引起乙烯法 PVC 生产企业的生产成本提高，我们估计未来一段时间内，油价大幅下跌的可能性不大，电石法 PVC 生产企业将具备一定的成本优势，而如英力特这样一体化程度较高的电石法企业，其优势更加明显。
- 保障房建设力度的提高将为 PVC 行业提供需求支持。根据政府规划，2011 年新建保障性住房量将达到 1000 万套。大量的保障性住房建设将会拉动对 PVC 的需求。
- 风险因素：油价无法获得有效支撑而调头向下；保障房建设进程低于预期。
- 预测公司 10-12 年 EPS 分别为 0.66 元、1.03 和 1.18 元，首次给予公司买入评级，目标价 20 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

杨云

基础化工行业分析师

8621-63325888 × 6071

yangyun@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860108121215

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

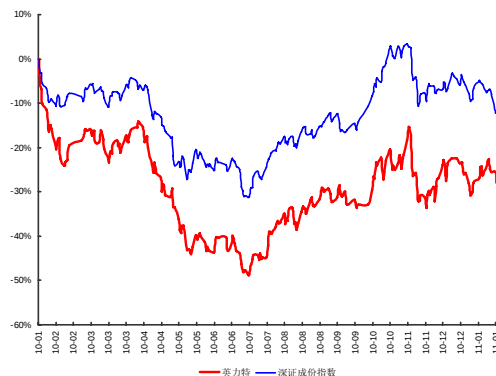
8621-63325888 × 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

投资评级	买入 增持 中性 减持（首次）
股价（2011 年 2 月 10 日）	14.96 元
目标价格	20.00 元
总股本/A 股（百万股）	177/ 177
A 股市值（亿元）	26.97
国家/地区	中国/A 股
行业	基础化工
报告发布日期	2011 年 2 月 11 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-7.1	-5.1	-25.8
相对表现 (%)	0.6	2.7	-14.55

资料来源：WIND

财务预测

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入同比	-8%	34%	19%	4%
EBITA 同比	153%	84%	98%	1%
ROE	6%	20%	30%	26%
ROIC	5%	8%	13%	14%
EPS (元)	0.27	0.66	1.03	1.18
每股净资产 (元)	4.65	3.36	3.42	4.60
P/E (倍)	92.7	37.6	24.3	21.2
p/B (倍)	5.4	7.4	7.3	5.4

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	430	532	597	617	营业总收入	1873	2152	2557	2671
现金	51	108	128	134	营业总成本	1792	2023	2202	2262
应收票据	50	34	41	43	营业成本	1508	1770	1917	1969
应收账款	37	43	51	53	销售费用	57	65	77	80
预付账款	71	89	96	98	管理费用	72	82	97	101
存货	219	248	268	276	财务费用	122	85	85	85
非流动资产	3321	3172	3489	3201	其他经营收益	7	7	7	7
长期投资	32	31	31	31	投资净收益	7	7	7	7
固定资产	3185	3020	3041	3100	营业利润	88	136	363	416
在建工程	1	33	329	10	营业外收入减支出	4	2	2	2
无形资产	86	85	85	53	利润总额	92	138	365	418
资产合计	3751	3704	4086	3819	减：所得税	15	21	55	63
应付项目	525	873	946	972	净利润	77	118	310	355
付息负债	2162	2236	2110	1463	少数股东损益	30	0	0	0
短期借款	1174	1998	1764	1027	归属母公司净利润	48	118	310	355
长期付息负债	988	238	347	435					
其他负债	157	0	0	0	成长能力				
负债合计	2844	3109	3056	2434	营业收入同比	-8%	34%	19%	4%
所有者权益	902	595	1029	1385	EBITA同比	153%	84%	98%	1%
实收资本	177	177	301	301	归属母公司净利润同比	16%	268%	164%	14%
资本公积	377	357	357	357	利润水平				
留存收益	270	418	728	1083	销售毛利率	20%	18%	25%	26%
少数股东权益	78	0	0	0	销售净利率	4%	5%	12%	13%
负债和权益合计	3746	3704	4086	3819	整体绩效				
					ROE	6%	20%	30%	26%
经营活动现金流	195	505	609	579	ROIC	5%	8%	13%	14%
净利润	77	118	310	355	运营效率				
折旧摊销	240	162	272	218	应收账款周转率	58.9	28.9	54.3	51.1
营运资金变动	-117	232	34	13	存货周转率	8.5	8.7	9.9	9.8
投资活动现金流	-218	-136	-581	76	偿债能力				
资本支出	-224	-162	-588	72	流动比率	0.2	0.2	0.2	0.3
长期投资	9	7	7	7	速动比率	0.1	0.1	0.1	0.2
筹资活动现金流	-108	-341	-8	-650	EBITA / I	1.6	2.2	4.4	8.0
短期借款	458	622	-234	-737	资产负债率	76%	84%	75%	64%
长期借款	-438	-628	109	89	每股指标				
普通股增加	40	0	124	0	EPS	0.27	0.66	1.03	1.18
资本公积	357	0	0	0	每股净资产	4.65	3.36	3.42	4.60
其他	-525	-335	-6	-2	P/E	92.7	37.6	24.3	21.2
现金净增加额	-131	28	20	6	p/B	5.4	7.4	7.3	5.4

资料来源：东方证券研究所

消费税免征，将是最大看点

研究结论：

- 我们预期沈化消费税的免征，将是对盈利最大的催化剂。我们测算该通知如果严格执行，依照沈化 50 万吨渣油加工量，每吨 812 元的消费税测算，则成本减少 4 亿元，预计每年增厚每股收益为 0.4 元。我们分析认为消费税问题的解决，降低了沈化的成本，彻底打通了沈化的扩产空间。作为创新型的石化企业，未来沈化有望将现有的 50 万吨的 CPP 项目，扩产到 150 万吨，产能的增长也会成为未来的一大看点。
- 并且沈化的主要产品盈利能力在去年四季度皆有改善：1. 丙烯酸及酯的价格从三季度下跌后，在四季度开始上涨，目前已经从 9 月份的 16000 元/吨涨到了 20300 元/吨，期间涨幅达到了 25%。依照我们前期做出的丙烯酸紧张的供需结构将支持价格在 11 年继续维持强势的分析，公司 11 年在该业务板块的业绩还是相当可观的；2. 公司炼油业务在国家成品油调价后，盈利有了根本的好转，目前已经扭亏，并且盈利状况良好；3. 公司的糊树脂业务今年一直比较稳定，盈利状况也是不错的。
- 综合而言，我们依然看好公司的未来，维持 2010、2011 两年的每股盈利预测为 0.41 元和 0.6 元，并维持公司的买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 x 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

联系人

赵辰

8621-63325888 x 5101

Zhaochen1@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年2月10日) 9.23元

目标价格 12.00元

总股本/A股(亿股) 6.6

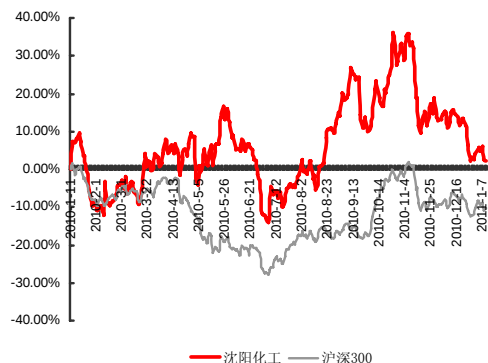
A股市值(亿元) 66

国家/地区 中国

行业 化工行业

报告发布日期 2011年2月11日

股价表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4506	8212	8801	9681
同比(%)	-24%	82%	7%	10%
归属母公司净利润	69	269	398	612
同比(%)	-29%	292%	48%	54%
毛利率(%)	18.1%	20.8%	20.5%	22.0%
ROE(%)	2.5%	8.8%	11.9%	15.5%
每股收益(元)	0.10	0.41	0.60	0.93
P/E (倍)	86.73	22.11	14.95	9.73
P/B (倍)	2.13	1.94	1.79	1.51

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1385	1965	1926	2116	营业收入	4506	8212	8801	9681
现金	220	322	341	346	营业成本	3691	6502	6998	7551
应收账款	60	227	221	225	营业税金及附加	417	657	528	581
其它应收款	17	126	59	67	营业费用	77	164	176	194
预付账款	236	269	248	307	管理费用	211	411	440	484
存货	494	622	677	719	财务费用	62	168	204	186
其他	358	400	379	452	资产减值损失	6	10	11	12
非流动资产	5660	6051	6299	6363	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-3	0	0	0
固定资产	2276	4096	5036	5460	营业利润	39	300	444	673
无形资产	139	150	164	158	营业外收入	18	10	10	10
其他	3245	1804	1099	744	营业外支出	1	4	3	2
资产总计	7045	8016	8225	8479	利润总额	56	306	451	681
流动负债	2484	3602	3496	3666	所得税	-6	46	68	102
短期借款	610	2148	1987	2072	净利润	62	260	383	579
应付账款	265	602	613	613	少数股东损益	-6	-9	-15	-33
其他	1609	852	896	981	归属于母公司净利润	69	269	398	612
非流动负债	1763	1344	1344	844	EBITDA	363	807	1165	1500
长期借款	1344	1344	1344	844	EPS（元）	0.10	0.41	0.60	0.93
其他	419	0	0	0					
负债合计	4246	4946	4840	4510	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	2	-8	-26	-58		4506	8212	8801	9681
股本	661	661	661	661	会计年度	3691	6502	6998	7551
资本公积	1352	1352	1352	1352	成长能力	417	657	528	581
留存收益	784	1094	1427	2043	营业收入	77	164	176	194
归属母公司股东权益合计	2797	3108	3440	4056	营业利润	211	411	440	484
负债和股东权益	7045	8045	8254	8507	归属于母公司净利润	62	168	204	186
					获利能力				
					毛利率	18.1%	21.4%	21.3%	22.0%
现金流量表				单位:百万元	净利率	净利率	1.5%	3.8%	5.3%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	2.5%	10.0%	13.5%	15.2%
经营活动现金流	183	-422	1278	1301	ROIC	2.0%	8.1%	11.1%	12.9%
净利润	62	300	447	584	偿债能力				
折旧摊销	262	339	517	641	资产负债率	60.3%	61.5%	58.6%	53.0%
财务费用	62	167	200	181	净负债比率				
投资损失	3	0	0	0	流动比率	0.56	0.55	0.55	0.58
营运资金变动	-203	-902	140	-93	速动比率	0.35	0.36	0.34	0.36
其它	-3	-327	-26	-11	营运能力				
投资活动现金流	-760	-769	-770	-708	总资产周转率	0.66	1.09	1.08	1.16
资本支出	755	746	744	702	应收账款周转率	35	37	29	33
长期投资	0	0	-0	0	应付账款周转率	14.37	14.90	11.40	12.32
其他	-5	-22	-26	-7	每股指标（元）				
筹资活动现金流	319	1292	-489	-588	每股收益	0.10	0.43	0.65	0.93
短期借款	37	1538	-161	85	每股经营现金流	0.28	-0.64	1.93	1.97
长期借款	339	0	0	-500	每股净资产	4.23	4.70	5.20	6.14
普通股增加	153	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-153	0	0	0	P/E	88.08	19.15	12.81	9.65
其他	-57	-246	-328	-173	P/B	2.16	1.91	1.73	1.47
现金净增加额	-259	102	19	5	EV/EBITDA	22	9	6	5

资料来源：东方证券研究所

合资公司的成立利好公司长远发展

研究结论

- 辽通化工新近公告其 2010 年四季度盈利 4 亿元，全年每股收益将达到 0.33 元以上。我们分析认为原因有二：
- 1. 四季度原油价格的上涨，解决了长期困扰公司的高价原油库存的问题，并相应提高了乙烯的盈利能力。
- 2. 四季度，柴油的盈利能力有了显著提升，而辽通的产品结构恰恰只有柴油产量而无汽油产品，所以其产品结构可以最大化其利润。
- 展望未来，辽通还将有望与安哥拉国家石油公司合资建设石化的子公司。我们分析认为，辽通和安哥拉合资公司的成立将标准着公司在向着兵器总公司对其定位的“千亿”炼化平台的前进方向上，迈出了坚实的一步。
- 在目前石化周期逐步向好的大背景下，我们看好辽通化工发展的未来，维持 10、11 年盈利预测为 0.18 和 0.9 元，依然维持公司买入评级，目标价 15 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

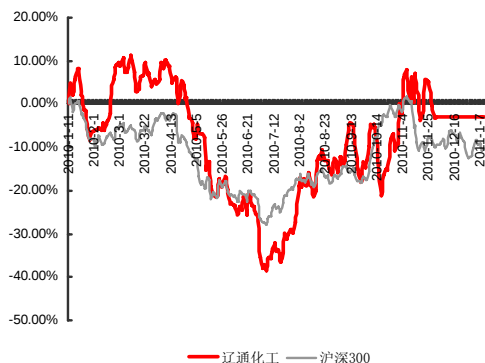
王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888×6072
wangjing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010013

联系人 赵辰
8621-63325888×5101
Zhaochen1@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价(2011年2月10日) 11.59 元
目标价格 15.00 元
总股本/A股(万股) 98622/120050
国家/地区 中国
行业 石油化工
报告发布日期 2011年2月11日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2749	17612	22201	24422
同比(%)	-25%	541%	26%	10%
归属母公司净利	196	211	999	1251
同比(%)	-49%	8%	373%	25%
毛利率(%)	32.8%	12.9%	14.4%	15.0%
ROE(%)	3.2%	3.3%	14.0%	14.9%
每股收益(元)	0.16	0.18	0.9	1.04
P/E(倍)	78.85	73.30	15.48	12.36

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5484	4440	6471	7812	营业收入	2749	17612	22201	24422
现金	689	2000	3000	4000	营业成本	1848	15116	18799	20758
应收账款	2	141	126	120	营业税金及附加	3	35	44	45
其它应收款	19	78	107	125	营业费用	27	141	178	195
预付账款	4446	354	536	581	管理费用	463	881	1110	1221
存货	283	1597	2356	2588	财务费用	162	625	518	475
其他	45	270	346	399	资产减值损失	-0	55	4	4
非流动资产	15952	15996	15806	15525	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	5	5	5	5	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	4556	8610	10450	11175	营业利润	246	760	1549	1723
无形资产	609	628	647	667	营业外收入	1	1	1	1
其他	10783	6754	4704	3678	营业外支出	2	12	14	15
资产总计	21436	20437	22277	23336	利润总额	245	749	1536	1710
流动负债	5113	3505	4484	4005	所得税	49	112	338	410
短期借款	2140	1347	1366	554	净利润	196	637	1198	1299
应付账款	1364	1178	1788	1935	少数股东损益	0	0	0	0
其他	1609	979	1330	1515	归属于母公司净利润	196	637	1198	1299
非流动负债	10106	10013	10013	10013	EBITDA	692	1842	2752	3004
长期借款	10012	10012	10012	10012	EPS (元)	0.16	0.18	0.9	1.04
其他	94	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	15219	13517	14497	14017	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	1201	1201	1201	1201	营业收入	-25.1%	409.8%	47.7%	10.0%
资本公积	3914	3914	3914	3914	营业利润	-47.3%	252.6%	59.0%	40.1%
留存收益	1103	1747	2608	4147	净利润	-49.0%	252.8%	59.2%	39.7%
归属母公司股东权益合计	6217	6861	7722	9261	获利能力				
负债和股东权益	21436	20378	22219	23278	毛利率	32.8%	15.9%	13.6%	15.0%
现金流量表					净利率	14.0%	7.1%	4.9%	5.3%
单位:百万元					ROE	3.2%	10.1%	14.3%	16.6%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	2.3%	9.3%	12.2%	15.6%
经营活动现金流	520	3189	2149	2706	偿债能力				
净利润	196	692	1101	1539	资产负债率	71.0%	66.3%	65.2%	60.2%
折旧摊销	283	340	508	600	净负债比率				
财务费用	162	664	619	576	流动比率	1.07	1.27	1.44	1.95
投资损失	0	0	0	0	速动比率	1.02	0.81	0.92	1.30
营运资金变动	-120	1551	-80	-8	营运能力				
其它	-2	-58	1	-1	总资产周转率	0.14	0.67	0.97	1.00
投资活动现金流	-6126	-321	-321	-323	应收账款周转率	1204	186	147	177
资本支出	5928	300	300	300	应付账款周转率	2.18	9.27	12.05	10.40
长期投资	-202	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-399	-21	-21	-22	每股收益	0.16	0.58	0.92	1.28
筹资活动现金流	1707	-1556	-827	-1383	每股经营现金流	0.43	2.66	1.79	2.25
短期借款	155	-793	20	-812	每股净资产	5.18	5.72	6.43	7.71
长期借款	2241	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	77.38	21.93	13.78	9.86
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	2.44	2.21	1.96	1.64
其他	-690	-763	-847	-571	EV/EBITDA	29	11	8	6
现金净增加额	-3899	1311	1000	1000					

资料来源：东方证券研究所

新募投资项目将提高公司盈利能力

研究结论

公司近期公告多个募投资项目，其中较为重要的投资有：出资14,280万元人民币，与哈尔滨博实公司合资成立控股51%的子公司，建设5万吨稀土顺丁橡胶项目。使用超募资金29,315万元建设年产7万吨丁二烯项目。

我们分析认为，未来随着对高档轮胎需求的旺盛，稀土顺丁橡胶有望迎来高速的增长。据 Lanxess 预测，未来五年，稀土顺丁橡胶的全球增长率将达到 10%以上，至 2014 年全球稀土顺丁橡胶的需求量将达到 55 万吨。而我国的稀土橡胶需求未来五年的复合增长率更是高达 24%，至 2014 年，我国的需求量将达到 6.5 万吨。并且依照朗盛的盈利情况进行分析，齐翔则该项目的毛利率为 34.16%，净利率为 21.5%。由此推算，该项目达产后净利润将达到 2.4 亿元，齐翔腾达的投资收益为 1.2 亿元，相当于每股增厚 0.48 元。

从以上分析，我们可以看到，顺丁橡胶项目的投产将从根本上改善公司的产品结构，使得公司有望进入合成橡胶这一有着广阔发展空间的领域，为公司未来的成长提供了助力。

参照公司最新公告的丁二烯和稀土顺丁橡胶的募投资项目，预测公司 2010、2011、2012、2013 年的每股盈利预测分别为 1.79 元、2.13 元、2.68 元和 3.54 元，三年复合成长率为 25%。维持公司买入评级，目标价为 55 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士)

石油与化工行业首席分析师

8621-63325888 x 6072

wangjing@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860200010013

联系人

赵辰

8621-63325888 x 5101

Zhaochen1@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 2 月 10 日) 42.52 元

目标价格 55.00 元

总股本/A 股 (亿股) 2.6

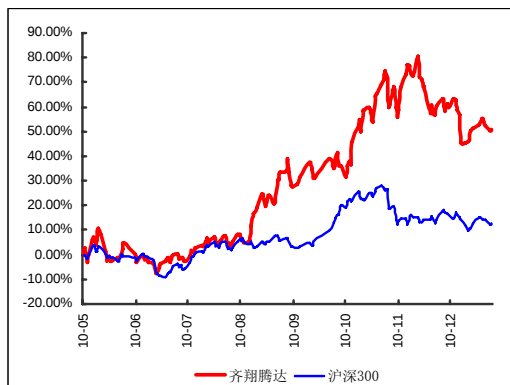
A 股市值 (亿元) 100

国家/地区 中国

行业 化工服务

报告发布日期 2011 年 2 月 11 日

股价表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1297	2108	2576	3952
同比(%)	16%	62%	22%	53%
归属母公司净利润	174	466	553	694
同比(%)	21%	168%	19%	26%
毛利率(%)	22.8%	32.5%	30.8%	26.0%
ROE(%)	36.1%	17.4%	17.4%	17.9%
每股收益(元)	0.67	1.79	2.13	2.68
P/E (倍)	59.84	22.30	18.79	14.95
P/B (倍)	21.61	3.87	3.26	2.68

相关报告

时间

公司价值严重低估 未来盈利可能超预期

2010-8-25

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	347	2247	2070	2822	营业收入	1297	2108	2576	3952
现金	174	1794	1611	2132	营业成本	1001	1422	1783	2925
应收账款	18	105	129	198	营业税金及附加	8	13	15	24
其它应收款	3	0	0	0	营业费用	28	40	49	75
预付账款	33	57	71	117	管理费用	17	21	26	40
存货	88	114	125	176	财务费用	15	-18	-41	-43
其他	31	177	134	199	资产减值损失	-3	10	8	6
非流动资产	484	541	1326	1378	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	458	474	1169	1332	营业利润	231	620	736	925
无形资产	18	19	19	20	营业外收入	0	1	1	1
其他	8	48	138	26	营业外支出	2	1	1	1
资产总计	831	2788	3396	4200	利润总额	229	621	737	926
流动负债	350	108	165	225	所得税	56	155	184	231
短期借款	248	0	0	0	净利润	174	466	553	694
应付账款	69	57	107	146	少数股东损益	0	0	0	0
其他	33	51	58	78	归属于母公司净利润	174	466	553	694
非流动负债	0	0	50	100	EBITDA	313	653	789	1032
长期借款	0	0	50	100	EPS (元)	0.67	1.79	2.13	2.68
其他	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	350	108	215	325	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	195	260	260	260	营业收入	16.3%	62.5%	22.2%	53.4%
资本公积	83	1791	1791	1791	营业利润	20.0%	168.4%	18.7%	25.7%
留存收益	203	630	1131	1825	归属于母公司净利润	20.8%	168.3%	18.7%	25.7%
归属母公司股东权益合计	480	2681	3181	3876	获利能力				
负债和股东权益	831	2788	3396	4200	毛利率	22.8%	32.5%	30.8%	26.0%
现金流量表					净利率	13.4%	13.4%	22.1%	21.4%
单位:百万元					ROE	36.1%	17.4%	17.4%	17.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	44.5%	68.0%	43.0%	48.0%
经营活动现金流	244	225	657	632	偿债能力				
净利润	174	466	553	694	资产负债率	42.2%	3.9%	6.3%	7.7%
折旧摊销	67	51	94	149	净负债比率				
财务费用	15	-18	-41	-43	流动比率	0.99	20.90	12.57	12.57
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.74	19.84	11.82	11.79
营运资金变动	-8	-274	52	-169	营运能力				
其它	-3	1	0	0	总资产周转率	1.55	1.17	0.83	1.04
投资活动现金流	-57	-110	-880	-203	应收账款周转率	35	34	22	24
资本支出	57	108	877	200	应付账款周转率	11.36	22.63	21.76	23.10
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	0	-2	-3	-3	每股收益	0.67	1.79	2.13	2.68
筹资活动现金流	-179	1505	39	93	每股经营现金流	0.94	0.87	2.53	2.43
短期借款	-82	-248	0	0	每股净资产	1.85	10.33	12.26	14.93
长期借款	0	0	50	50	估值比率				
普通股增加	0	65	0	0	P/E	53.85	20.07	16.91	13.46
资本公积增加	0	1709	0	0	P/B	19.45	3.49	2.94	2.41
其他	-97	-21	-11	43	EV/EBITDA	30	14	12	9
现金净增加额	8	1620	-183	521					

资料来源：东方证券研究所

中国石化 600028.SH

估值安全，尚有空间

研究结论

- 中石化作为超级大盘股，过去一年来，在市场风格倾向于成长型小盘股的大背景下，整体表现一直落后于大盘。但我们依照绝对估值法，对其价值做了评估。公司在悲观、中性和乐观的情况下 DCF 估值分别为 6.06 元，9.81 元和 26.54 元。目前股价 8.34 元，距离悲观估值和乐观估值分别有 37.6%和 218%的空间，距离中性估值有 17.6%左右的上涨空间。我们初步判断，公司股价处于合理的范围之内，尚有一定的上涨空间。
- 从市场常用的 P/E 和 P/B 法看，基于我们 2010 年盈利预测，中石化 P/E 为 10.8 倍，P/B 为 1.66 倍，相比历史平均的 19.65 和 2.53 分别折价 45%和 35%，也存在着明显的低估。
- 考虑到 2010 年 9 月份以来，油价开始大幅上涨，目前已站上 90 美元/桶的高位，这将显著提升公司勘探业务板块和化工业务的盈利能力，因此我们维持 2010、2011 两年盈利预测为 0.77 和 0.86 元，维持公司买入的评级。
- 风险因素：如原油价格上涨，国家有可能出于维稳的目的，减小成品油价格调价幅度，造成公司炼油板块毛利率下降；国际乙烯产能在明年超预期增加，造成设备开工率不足，毛利率下降

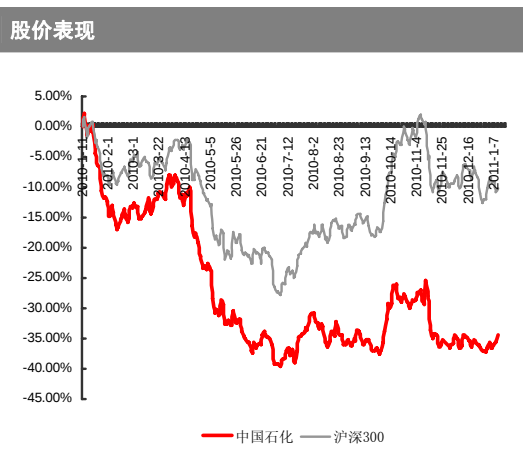


东方证券
ORIENT SECURITIES

王晶(博士) 石油与化工行业首席分析师
8621-63325888 x 6072
wangjing@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860200010013

联系人 赵辰
8621-63325888 x 5101
Zhaochen1@orientsec.com.cn

投资评级	买入	增持	中性	减持	(维持)
股价(2011年2月10日)	8.93元				
目标价格	16.20元				
总股本/A股(亿股)	867/699				
A股市值(亿元)	8143				
国家/地区	中国				
行业	石油化工				
报告发布日期	2010年2月11日				



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	2.96%	-6.07%	-33.42%
相对表现(%)	4.14%	-3.19%	-24.76%

资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
		2009	2010E	2011E	2012E
营业收入		1452101214373623474222696509			
同比(%)		21%	48%	10%	15%
归属母公司净利润		29689	66444	74668	83719
同比(%)		-46%	124%	12%	12%
毛利率(%)		8.6%	11.9%	12.0%	11.8%
ROE(%)		9.0%	17.2%	16.2%	15.4%
每股收益(元)		0.34	0.77	0.86	0.97
P/E(倍)		24.82	11.09	9.87	8.80
P/B(倍)		2.23	1.66	1.60	1.36

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	148007	320217	329428	361167	营业收入	1452101	2143736	2347422	2696509
现金	7700	11358	9973	9019	营业成本	1326783	1889314	2065243	2378705
应收账款	12989	33161	35614	39240	营业税金及附加	56799	64312	70423	80895
其它应收款	20520	29973	29390	32690	营业费用	24967	38587	41080	47189
预付账款	7597	14747	15001	17138	管理费用	40917	64312	70423	80895
存货	95255	212312	221222	242775	财务费用	8723	9276	11674	10554
其他	3946	18666	18228	20304	资产减值损失	16617	5217	6260	7311
非流动资产	604228	673458	745762	788404	公允价值变动收益	3969	-491	-589	-706
长期投资	28705	22228	23992	25961	投资净收益	980	5756	5756	5756
固定资产	403265	552356	647103	700529	营业利润	-26066	77984	87486	96009
无形资产	15965	17507	19202	21318	营业外收入	51391	13054	15532	18565
其他	156293	81367	55465	40595	营业外支出	1099	4635	3328	2800
资产总计	752235	993675	1075190	1149570	利润总额	24226	86403	99691	111774
流动负债	258233	460146	473565	474165	所得税	-1889	19873	24923	27944
短期借款	63972	163369	161228	133061	净利润	26115	66530	74768	83831
应付账款	56667	122620	139445	155024	少数股东损益	-3574	86	100	112
其他	137594	174157	172892	186080	归属于母公司净利润	29689	66444	74668	83719
非流动负债	143056	126080	119998	110654	EBITDA	28510	112597	132077	144904
长期借款	64937	62080	55679	46116	EPS (元)	0.34	0.77	0.86	0.97
其他	78119	64000	64319	64537	主要财务比率				
负债合计	401289	586226	593563	584818	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	20866	20952	21052	21164	成长能力				
股本	86702	86702	86702	86702	营业收入	20.5%	47.6%	9.5%	14.9%
资本公积	38518	38518	38518	38518	营业利润	-133.4%	199.2%	12.2%	9.7%
留存收益	204860	261767	336435	420154	净利润	-46.0%	123.8%	12.4%	12.1%
归属母公司股东权益合计	330080	386496	460576	543588	获利能力				
负债和股东权益	752235	993675	1075190	1149570	毛利率	8.6%	11.9%	12.0%	11.8%
现金流量表					净利率	14.0%	2.0%	3.1%	3.2%
单位:百万元					ROE	9.0%	17.2%	16.2%	15.4%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	-3.2%	12.5%	13.0%	13.1%
经营活动现金流	74883	34147	116878	121051	偿债能力				
净利润	26115	66530	74768	83831	资产负债率	53.3%	59.0%	55.2%	50.9%
折旧摊销	45853	25338	32916	38341	净负债比率				
财务费用	8723	9276	11674	10554	流动比率	0.57	0.70	0.70	0.76
投资损失	-980	-5756	-5756	-5756	速动比率	0.17	0.22	0.21	0.23
营运资金变动	-18750	-76955	3171	-8485	营运能力				
其它	13922	15714	105	2566	总资产周转率	1.97	2.46	2.27	2.42
投资活动现金流	-106250	-100735	-98607	-74216	应收账款周转率	70	77	57	61
资本支出	108575	125000	100000	75000	应付账款周转率	17.72	21.08	15.76	16.16
长期投资	-1723	-6477	1764	1969	每股指标 (元)				
其他	602	17788	3157	2753	每股收益	0.34	0.77	0.86	0.97
筹资活动现金流	30698	70245	-19656	-47789	每股经营现金流	0.86	0.39	1.35	1.40
短期借款	27018	99397	-2142	-28167	每股净资产	3.81	4.46	5.31	6.27
长期借款	-12771	-2857	-6401	-9563	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	24.82	11.09	9.87	8.80
资本公积增加	127	0	0	0	P/B	2.23	1.66	1.60	1.36
其他	16324	-26295	-11113	-10060	EV/EBITDA	33	8	7	7
现金净增加额	-748	3658	-1384	-955					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向









注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn