

2011 年 3 月 10 日

A
增持
倪晓曼*

(8621) 6860 4866 分机 8319

Xiaoman.ni@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300206070221

陈恬

(8610) 6622 9360

Tian.chen@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300207110253

图表 1.上市公司估值表

公司名称	评级	收盘价	每股收益		市盈率		总市值
			(人民币)		(倍)		
		(人民币)	2011E	2012E	2011E	2012E	(人民币 百万)
烟台万华	买入	25.09	1.25	1.62	20.1	15.5	41,732
兴发集团	买入	23.77	0.92	1.33	25.8	17.9	8,687
吉林化纤	买入	9.09	0.43	0.81	21.1	11.2	3,438
红宝丽	未有评级	16.02	0.61	1.01	26.3	15.9	4,037
滨化股份	未有评级	20.42	0.85	1.01	23.9	20.2	13,477
英力特	未有评级	20	1.01	1.08	19.8	18.5	3,541
内蒙君正	未有评级	29.77	1.11	1.19	26.8	25.0	19,053
天原集团	未有评级	16.93	0.79	1.38	21.4	12.3	8,123

资料来源: 彭博及中银国际研究预测

以 2011 年 3 月 9 日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

* 苏文杰为本文重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

化工策略报告

油价和农产品价格推升, 景气先行

进入 2011 年, 全球刚性需求的支撑, 天气、地缘政治等因素影响供给, 加之货币流动性加剧, 带动包括原油和农产品价格持续上扬。这对处于中游的化工业来说一方面受到成本上升压力, 但是对于有替代原料的化工品来说形成利好。需求方面, 由于欧美国家经济正走向复苏, 国内城市化进程推进和消费升级, 对化工品 (包括下游) 的出口和内需都形成拉动, 我们预计在今年化工品需求增速将高于往年。采取自下而上的筛选, 我们认为聚氨酯、磷化工、PVC 和粘胶行业景气度在今年较高, 能将高成本传导至下游或受益于替代原料的相对低成本, 建议增持这些子行业。

支撑评级的要点

- 聚氨酯行业由于下游需求广泛, 能较大程度受益于经济回暖, 而供给进入壁垒高, 产能扩张相对有序, 随着下游需求增长, 一些子行业如 MDI、环氧丙烷, 进入景气上升周期, 我们预计 2011-12 年产品价格和利润率将逐步走高。
- 因主要磷肥出口国的出口量下降和需求高涨, 我们预计 2011 年国际磷肥/磷化工行业景气度较高。而国内磷肥行业由于出口关税政策, 很难享受国际的高景气度。但磷化工行业通过磷酸盐的出口, 将较大程度享受国际景气上升的益处。
- 中国的 PVC 行业由于油价高企, 进入电石法垄断时代。随着国内电石行业准入门槛提高, 电石成为 PVC 行业的重要资源。尽管 PVC 行业产能扩充较快, 拥有上游电力或电石资源的 PVC 公司将在竞争中胜出。
- 粘胶行业将受益于棉价高涨, 产品价格继续上行概率较大。由于粘胶的原料棉短绒较为紧缺, 而具有相对较低替代成本资源的公司将获得更大的收益。

风险

- 原油价格过快上涨, 则短时间对化工行业形成较大成本压力, 并且过高价格将抑制下游需求。

推荐公司

- 我们首选推荐烟台万华、兴发集团和吉林化纤。同时建议投资者关注红宝丽、滨化股份、英力特、内蒙君正和天原集团。

目录

聚氨酯行业-分支开花，景气先行.....	3
磷肥/磷化工行业-国际景气度传导.....	19
氯碱行业-“石头”胜过石油.....	26
粘胶行业-受益于棉价高涨.....	45
研究报告中所提及的有关上市公司	51

图表 2. 聚氨酯行业进入壁垒较高

	产品工艺路线	技术壁垒	政策壁垒	环保壁垒	资金壁垒	行业集中度	前 5 名产能占比 (%)
MDI	光气法	高	高	高	高	高	100
TDI	光气法	高	高	高	较高	高	90
PO	氯醇法/共氧化法	共氧化法较高	较高	高 (未来氯醇法可能被限制)	一般	较高	62
BDO	炔醛法/顺酐法	一般	较高	较高	较高	较高	78
氨纶	-	一般	较高	一般	高	较高	60
聚醚	-	一般	一般	一般	一般	一般	36

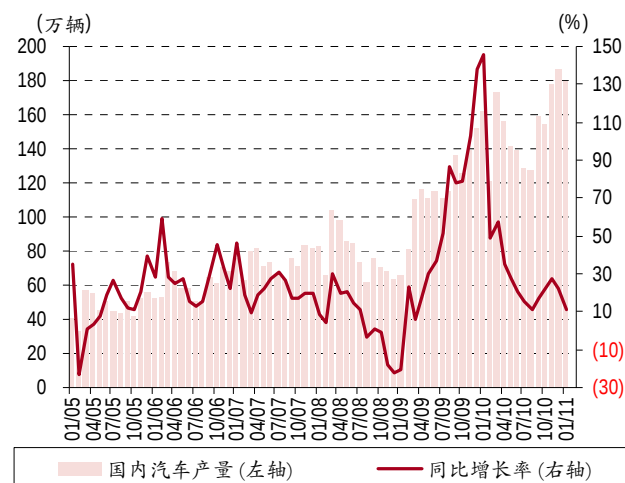
资料来源：中银国际研究

即使是名义产能过剩的产品，如 BDO，由于受到原料供应、环保要求制约和国内部分厂家技术落后等原因，有效产能远小于名义产能，行业竞争程度也小于市场预期。而聚醚多元醇则呈现结构性产能过剩，其中低端软泡聚醚因发展时间较长，进入门槛低较为过剩，而硬泡聚醚由于下游需求较好，并且未来新增行业需求较高，仍处于供不应求状态。

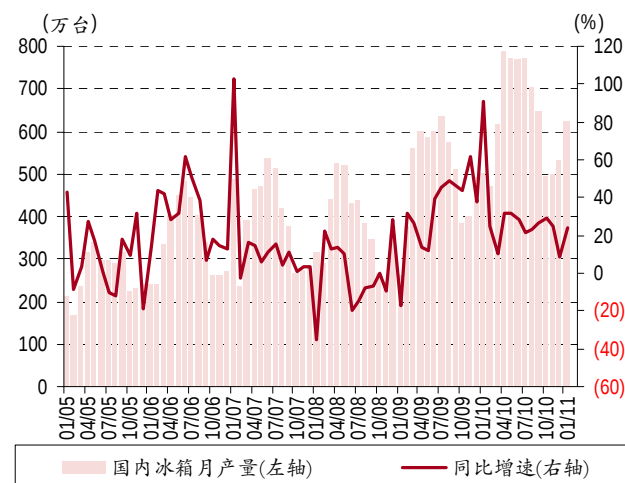
下游需求分布广，增速高。由于聚氨酯下游需求广泛，涉及建筑、汽车、家电、家具、服装、鞋类等多个行业，不仅满足内需，也拉动出口，随着国内外经济的回暖，各个行业产品产销量提升，带动了聚氨酯需求的高速增长。以冰箱为例，2010 年销量同比增长了 22.7%，其中内销在家电下乡政策刺激和农村需求释放的推动下，增长 29.7%，出口提升 6.8%。汽车 2010 年产量和销量同比增速更是分别达到 32.44% 和 32.37%。展望 2011 年，一方面是国内城市化进程的推进，另一方面我们认为由于工资上涨和政府提高税收起征点等措施将增加居民购买力，继续拉动内需。而支柱行业房地产，一般性商品房尽管面临政府调控的压力，但保障性安居房的大量建设将抵消一般性商品房新开工面积下降的风险，依据住建部公布数据，2010 年保障性安居工程建设规模将达到 580 万套，预计投资超过 8,000 亿元。如果 2011 年保障性安居工程建设 1,000 万套，较之 2010 年建设规模又增加了 420 万套，新增投资超过 6,000 亿元。以此计算，2011 年保障性安居工程投资或将达到 1.4 万亿元。未来五年，政府将继续新建 3,600 万套保障型住房。我们预计保障房的建设将持续拉动聚氨酯在建筑、家具和家电等行业的需求。

出口方面，我们预计受到欧美市场经济的提振，出口需求量在 2011 年将继续增长，这一点已经从一月份数据上体现明显，服装、鞋类、汽车和玩具等出口大类（也是聚氨酯的主要下游）同比和环比增速都十分明显。总之，聚氨酯下游产品在内需和出口的高速增长将继续拉动其自身需求的快速提升。

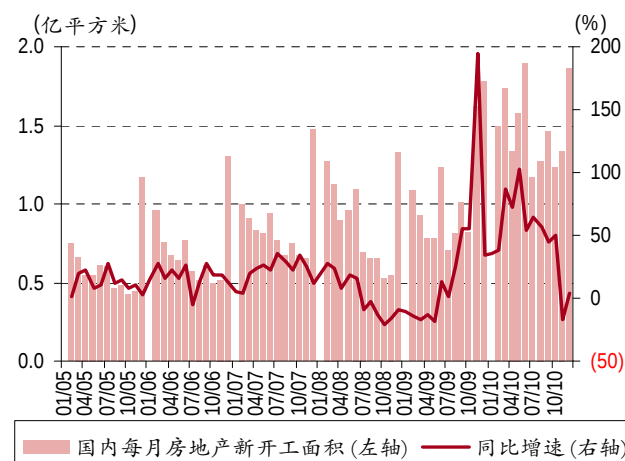
图表 3. 国内汽车月度产量



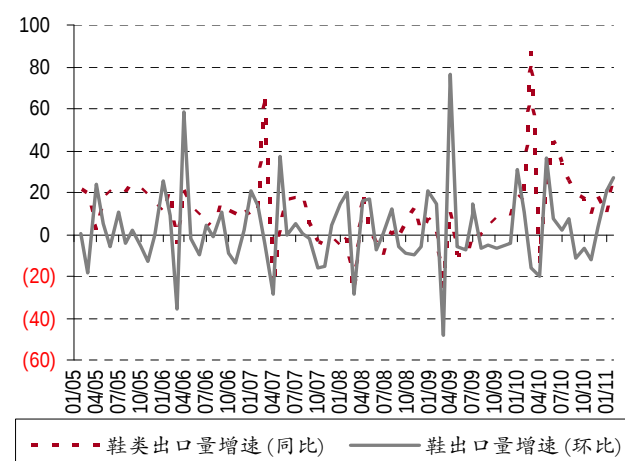
图表 4. 国内冰箱月度产量



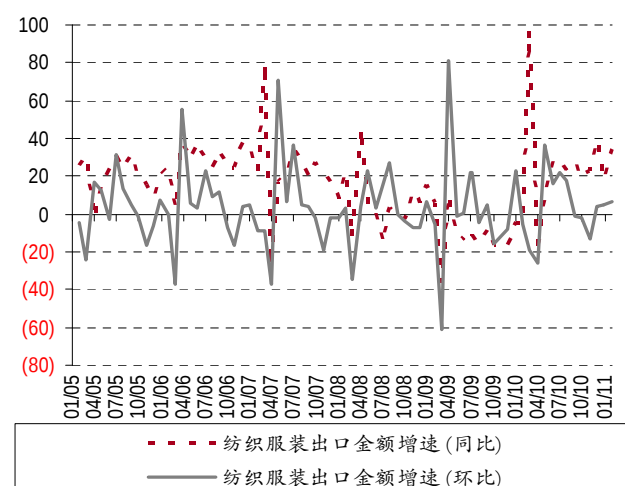
图表 5. 中国房地产新开工面积统计



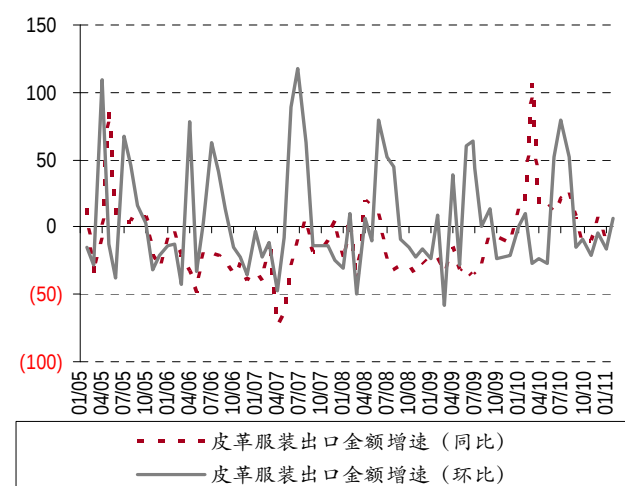
图表 6. 中国鞋类出口量及增速

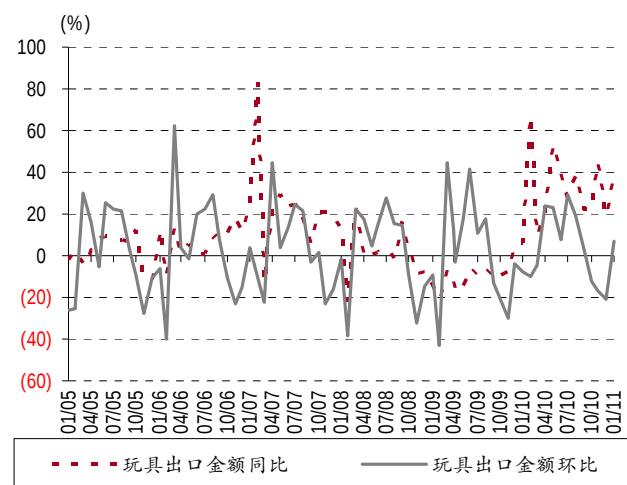


图表 7. 纺织服装出口金额增速

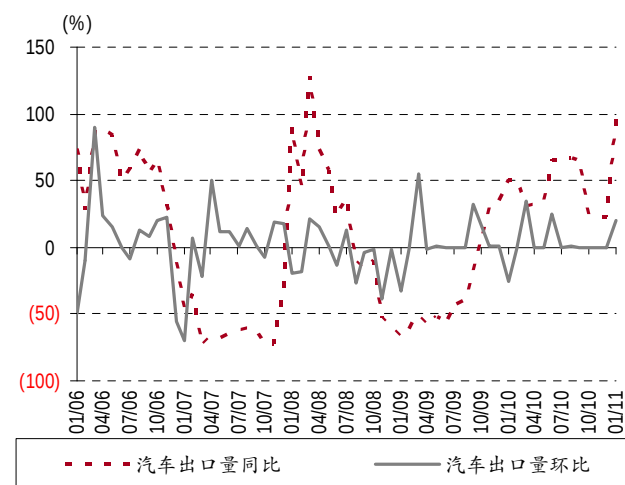


图表 8. 皮革服装出口量增速



图表 9. 玩具出口金额增速


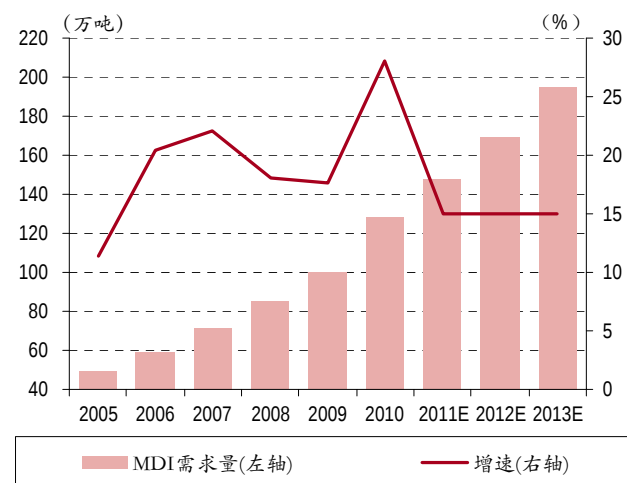
资料来源：万得资讯及中银国际研究

图表 10. 汽车出口量增速


资料来源：万得资讯及中银国际研究

MDI 行业：未来三年景气度提升较为明确

2010-2013 年 MDI 行业将需求旺盛，供应偏紧。2010 年中国 MDI 需求增速仍然高达 28%，其中纯 MDI 由于下游浆料行业的快速发展（皮革、箱包、鞋），需求增速近 30%，聚合 MDI 在冰箱、保温材料的带动下，需求增速也接近 25%，2010 年中国 MDI 总需求量已达到 128 万吨。另外，上海“11.15”大火并没有阻止中国外墙保温市场的推进，反而引起普通民众对建筑保温的关注，只要建筑承包商在施工过程中使用符合标准的 B2 级聚氨酯泡沫就不会助燃火势，由于其特有的遇火碳化特征，在安全和防火标准提高的前提下，将加速替代其他的保温材料。

图表 11. 近几年中国 MDI 需求及增速


资料来源：中银国际研究

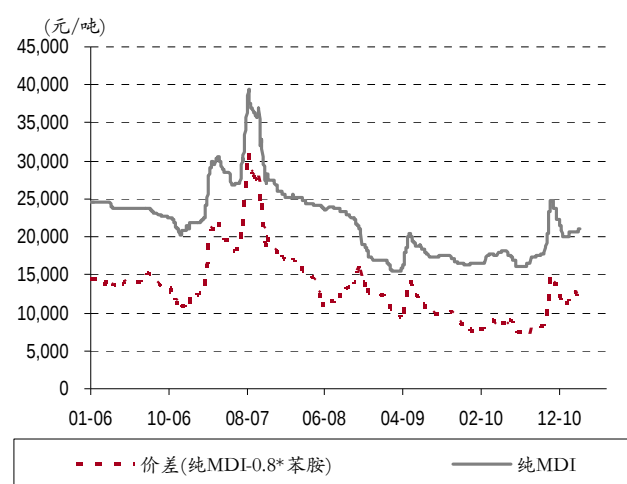
图表 12. 中国 MDI 供给状况 (万吨)

MDI 产能	2009	2010	2011E	2012E	2013E
烟台万华	20	20	20	20	20
宁波万华	30	40	60	70	80
上海联恒	24	24	24	24	24
拜耳	35	35	35	35	35
共计	109	119	139	149	159

资料来源：中银国际研究

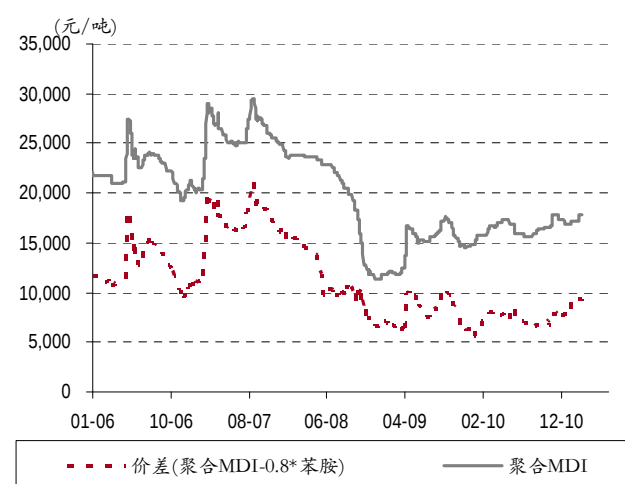
回顾过去五年，除了 2008-2009 年由于全球金融危机导致 MDI 需求增速下降到 15% 左右，其他几年增速都在 20% 以上。预计未来两至三年在宏观经济没有发生大的改变的前提下，国内消费量的增长和出口市场的拓展，将带动 MDI 总需求增速有望保持在 15% 以上，我们保守按照 15% 的增速预计，2013 年国内消费量将达到接近 195 万吨，而国内尽管考虑宁波万华的扩产 20 万吨，总产能也就在 159 万吨，到 2013 年仍呈现净进口状态。近两年国内的增量就可以完全消化宁波万华的新增 30 万吨产能。而展望 MDI 供给，在宁波万华第二套 30 万吨项目投产后，未来三年内全球都没有新增产能出现。巴斯夫重庆 40 万吨 MDI 项目至今尚未获批，如果明年获批，也难以在 2015 年前形成有效产能。至于拜耳宣布在目前上海 35 万吨装置基础上扩建至 50 万吨，并同时新建 50 万吨的计划，我们更认为与其说是一个长远规划（计划 2016 年投产），不如说是对目前市场竞争格局的一个策略选择，到时能否实施还存在太多不确定性。长远的市场情形谁都难以预料，我们所能确定的是未来两三年由于全球供应偏紧，MDI 行业景气度将不断提升，产品利润率也将相应提高。

图表 13. 纯 MDI 价格走势及价差



资料来源：百川资讯及中银国际研究

图表 14. 聚合 MDI 价格走势及价差



资料来源：百川资讯及中银国际研究

环氧丙烷行业：环保及原料供给成为产能增加壁垒

环氧丙烷 (PO) 的生产工艺主要分为氯醇法、PO/SM 联产法和共氧化法三种。国内的中小装置都是使用氯醇法，该种工艺路线虽然投入少，技术路线相对简单，但由于产生的废水、废渣的污染物较大，并不符合国家产业发展思路。该种工艺装置正在被列入限制类生产目录，后续新建装置不用或改造该路线将成为方向。另外，原料氯气的供给也限制了一些装置产能的提升。近两年国内新建的大型装置包括中海壳牌 25 万吨和镇海利安德 28 万吨项目都是 PO/SM 联产法项目，该工艺除了丙烯，还需要乙苯做原料，所以基本是从炼油开始的上下游一体化装置，装置投入较大，进入者只有国内三个石化企业或国外石化巨头。HPPO 法的技术门槛比 PO/SM 联产法还高，目前全球仅有陶氏、德固萨等少数公司拥有该项技术专利，但优点是无副产物，排污少，较为环保。从 PO 生产工艺路线来说，由于氯醇法的限制，我国未来行业进入者向具有先进路线的大型生产商方向转移，行业竞争日趋理性。目前我们统计大型装置亚洲地区只有 2012 年泰国陶氏的 40 万吨装置投产。但国内山东的一些 5 万吨左右的装置能否在 2012 年下半年投产还不太确定（尽管面临限制类风险），我们预计 2011-2012 上半年国内不会有新增 PO 产能投入。

图表 15. 环氧丙烷生产工艺对比

工艺名称	技术壁垒	投资金额	规模性	工艺特性
氯醇法	较低	小	<20 万吨	排污（废水或废渣）大，不环保，原料液氯供应对开工率影响较大
PO/SM 法	较高	较高	>20 万吨	联产法，一般用于上下游一体化生产，综合成本较氯醇法并不高
HPPO 法	较高	较高	>20 万吨	原料简单，无副产物，较为环保，但技术引进费用和投资费用较大

资料来源：中银国际研究

图表 16. PO 近几年产销量统计

	有效产能	产量	开工率(%)	净进口量	表观消费量
2003	52	41.4	79.6%	11.6	53.0
2004	55	43.0	78.2%	19.1	62.1
2005	70	51.5	73.6%	15.1	66.6
2006	94	68.0	72.3%	12.0	80.0
2007	106	89.5	84.4%	14.7	104.2
2008	116	90.0	77.6%	15.3	105.3
2009	120	104.6	87.2%	25.4	130.0
2010E	134	115.0	86.1%	35.0	150.0
2011E	147	131.9	90.0%	40.0	171.9
2012E	158	142.2	90.0%	51.0	193.2

资料来源：天天化工网及中银国际研究

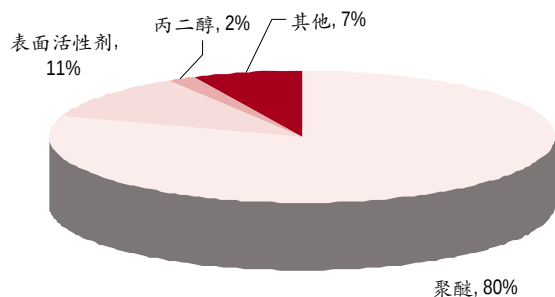
图表 17. PO 产能扩建明细表

公司	2009	2010	2011	2012
中海壳牌石油化工有限公司	25	32	32	32
方大锦化化工科技股份有限公司	12	12	12	12
山东滨化集团有限公司	18	18	18	18
天津大沽化工股份有限公司	18	18	18	18
上海高桥石化聚氨酯事业部	8	8	0	0
江苏钟山化工有限公司	4.5	4.5	4.5	6
沈阳金碧蓝化工有限公司	4	4	4	4
山东蓝星东大化工有限责任公司	6	6	6	6
福建湄洲湾氯碱工业有限公司	4	4	4	4
巴陵石油化工有限责任公司	1			
石家庄轻工化工总厂	2			
山东金岭化工（集团）股份有限公司	8	8	8	16
宁波镇海炼化利安德化学有限公司		28	28	28
山东石大胜华化工股份有限公司	4	4	4	4
山东东辰集团	5	5	5	5
南京金浦锦湖化工有限公司	10	10	10	10
山东兖矿集团				
山东华泰集团				
山东海化				
淄博永大化工有限公司			5	5
其他				
名义产能总计	129.5	161.5	158.5	168
有效产能	120	133.5	146.5	158

资料来源：天天化工网及中银国际研究

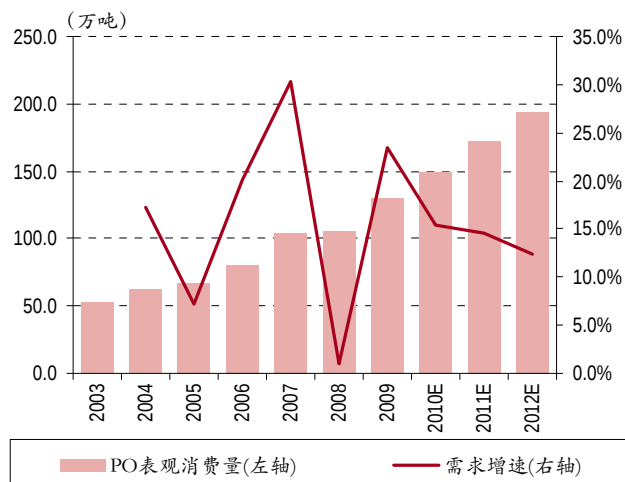
中国 PO 的主要下游来自于聚醚行业，占其需求总量 80% 左右，其他需求来自于表面活性剂、丙二醇、阻燃剂等。聚醚行业可以分为普通软泡、硬泡、高回弹聚醚和 PUP 等子行业，2010 年国内聚醚行业的需求量大约在 150-160 万吨。由于聚醚行业，特别是硬泡聚醚需求强劲，带动 PO 近五年来需求平均增速达到 18%（2008 年金融危机导致增速下降除外）。由于未来两年聚醚行业的产能增速在 40-50 万吨，考虑原有开工率的提升（具体分析下面硬泡聚醚行业），我们预计 2011-2012 年聚醚等行业对 PO 需求将仍然保持 20-25 万吨的年增量。由于同期国内没有新增产能，PO 进口量在这期间将从 2009 年 25 万吨增加至 2012 年 51 万吨左右，自给率将从 80.5% 下降至 73.6%。而开工率有望从 2008 年的 77.6% 上升至 90% 左右，在成本逐步上行的前提下，我们预计 PO 行业的产品价格和利润率将逐步走高，行业景气度在 2011-12 上半年将维持高位。另外，国内 PO 行业大约有 50% 的产量用于自建下游聚醚的原料，市场流通量仅占需求量 50%，因此象滨化股份这样完全外卖产品的厂家在市场上拥有较强的话语权。

图表 18. PO 下游需求占比



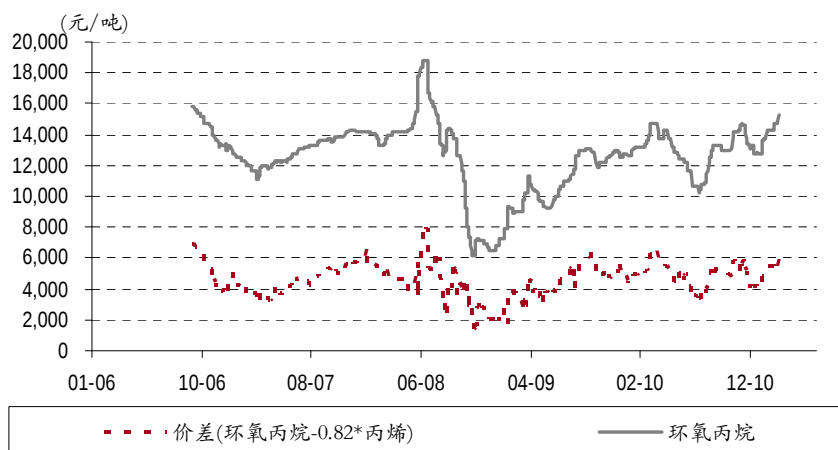
资料来源：中银国际研究

图表 19. PO 近几年需求及增速



资料来源：中银国际研究

图表 20. 环氧丙烷价格走势及价差



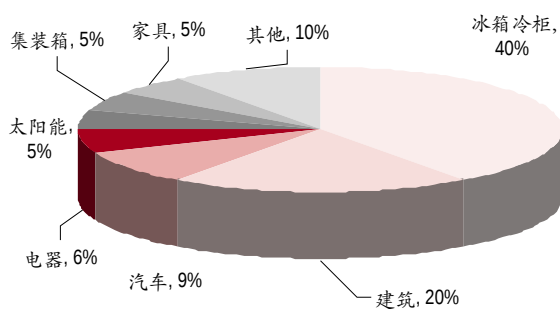
资料来源：百川资讯及中银国际研究

风险：但 PO 相对于 MDI 行业来说，国内装置扩建仍相对门槛低一些，山东几套装置能否开出仍存在不确定性，景气度明确性低于 MDI。目前看 2012 下半年景气度是否持续还不明朗。

硬泡聚醚行业：下游需求拉升快速增长

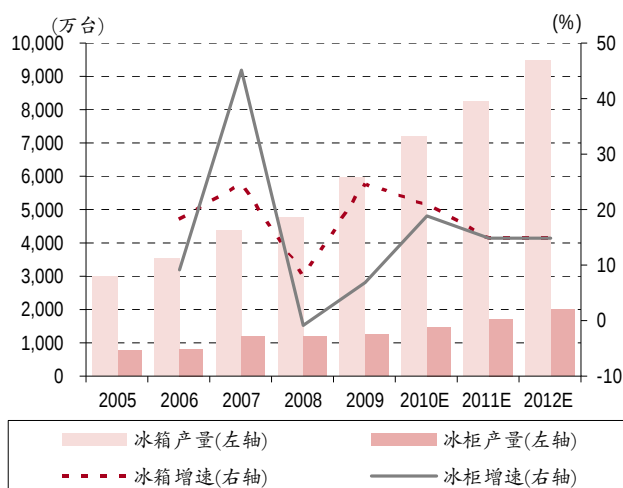
聚氨酯硬泡组合聚醚可以广泛应用于冰箱、冰柜、冷藏集装箱、保温管道、太阳能热水器、冷库、汽车、建筑、包装和装潢等领域。冰箱、冰柜等冷藏行业是我国聚氨酯硬泡塑料最大的消费市场，2009年以来，政府实施的“家电下乡”和家电“以旧换新”等政策有效拉动国内城乡需求，带动冰箱冰柜需求都在20%以上。展望未来，中国城镇化进程的加快和农村消费水平提高将继续拉动冰箱等家电行业需求，并且全球冰箱冰柜制造商将生产基地转移至中国的趋势，将进一步提高冰箱等产品产量，进而带动聚醚行业需求，我们预计保守预计未来三年冰箱和冰柜的需求年均复合增长率仍可以达到15%左右。

图表 21. 硬泡聚醚下游行业分布



资料来源：中银国际研究

图表 22. 2005-2009 年中国冰箱、冰柜产量及增速



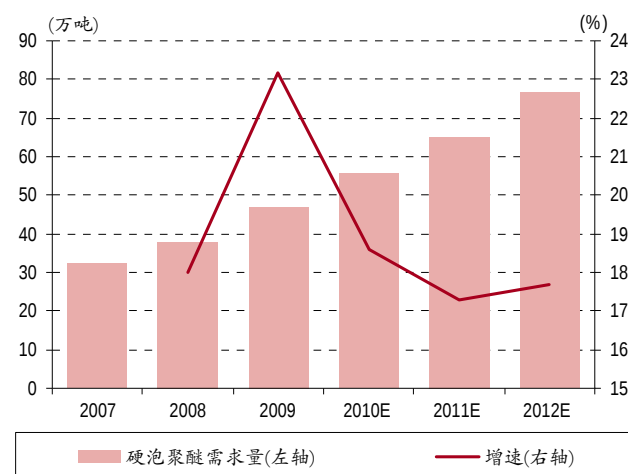
资料来源：国家统计局及中银国际研究

而新的下游如建筑、太阳能热水器等行业受益于国家对开发利用新能源和环保节能产业的支持，我们预计这些行业的增速将会更高。根据普华咨询《2009年聚氨酯行业研究报告》预测，2009-2012年我国建筑行业对硬泡聚醚的需求量年均增速在25%，预计到2012年需求量将达到21万吨。综合以上几大行业需求分析，我们预计硬泡聚醚未来几年需求的增速将维持在15%-20%之间，2012年国内需求量将突破70万吨。

图表 23. 09-12 国内建筑行业硬泡聚醚需求 (万吨)

行业细分	2009	2010E	2011E	2012E	年均增长率(%)
密封胶	3.1	4.2	5.6	7.6	35
板材	2.5	3.1	3.9	4.9	25
喷涂	3.2	3.6	4.2	4.8	15
管道	2	2.5	3	3.7	23
建筑行业合计	10.8	13.4	16.8	21.1	25

资料来源：普华咨询及中银国际研究

图表 24 中国硬泡聚醚需求量及增速


资料来源：中银国际研究

就产能而言,由于软泡和硬泡聚醚可以实现柔性生产,目前统计的产能都是软泡和硬泡的合计产能。2010 年和 2011 年都有 40-50 万吨的名义产能投产,硬泡大约占到 30%-40%左右的产能,预计这两年实际增加的硬泡聚醚产能分别在 15 万吨左右。

图表 25. 聚醚行业 2010 年扩产计划

扩产完成项目	扩产	扩产后产能
山东东大	总共扩产 10 万吨	20
山东德信联邦	扩产 5 万吨	10
抚顺佳化	上海新建 6 万吨	6
河北亚东	扩产 5 万吨	10
绍兴恒丰	扩产 5 万吨	10
句容宁武	扩产 5 万吨	20
广州宇田	新建 7 万吨 (二期 8 万吨)	7
南京红宝丽	扩产 5 万吨	10
嘉兴永杰	新建 3 万吨 (高回弹)	3

资料来源：天天化工网及中银国际研究

图表 26. 聚醚行业 2011 年扩产计划

公司	扩产产能	时间
山东德信联邦(DEXINLIANBANG)	扩产 8 万吨	预计 2011 年底完成
抚顺佳化(JIAHUA)	山东新建 5 万吨	预计 2011 年完成
	广东地区新建 5 万吨	暂停
金铺锦湖(KGNC)	扩产 6 万吨	预计 2011 年下半年完成
苏州中化国际(ZHONGHUATAICANG)	扩产 3 万吨	预计 2011 年完成
常熟一统(YITONG)	扩产 15 万吨	预计 2011 年底完成
句容宁武(JURONG)	扩产 10 万吨	预计 2011 年底完成
江苏长顺(CHANGSHUN)	3 万吨 (POP)	预计 2011 年底完成
绍兴恒丰(HENGFENG)	计划新建 10 万吨	预计 2011 年底完成

资料来源：天天化工网及中银国际研究

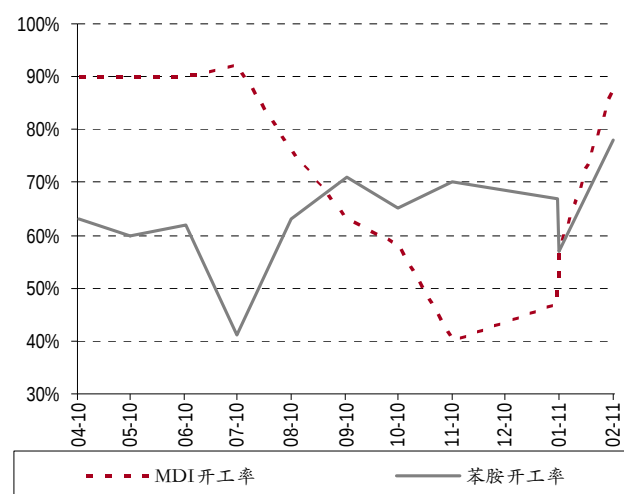
聚醚行业的竞争格局较 MDI 等聚氨酯产品有所不同,由于进入壁垒相对较低,竞争相对充分,从供需角度分析也不存在供小于求的紧张局面。而从产业链的角度分析,其上游的环氧丙烷由于进入者较少,供应紧张,在整个产业链中有一定的议价能力。特别是在 10-11 年,随着环氧丙烷供应的紧缺,预计聚醚环节的行业利润率将处于历史相对较低空间。但对于象红宝丽这样的组合料供应商来讲,由于其技术优势在聚醚-组合聚醚环节,其已经脱离了传统聚醚行业的竞争格局,我们认为其盈利增长将与一般聚醚行业景气度有所不同,具体将在下面的公司推荐中描述。

公司推荐:

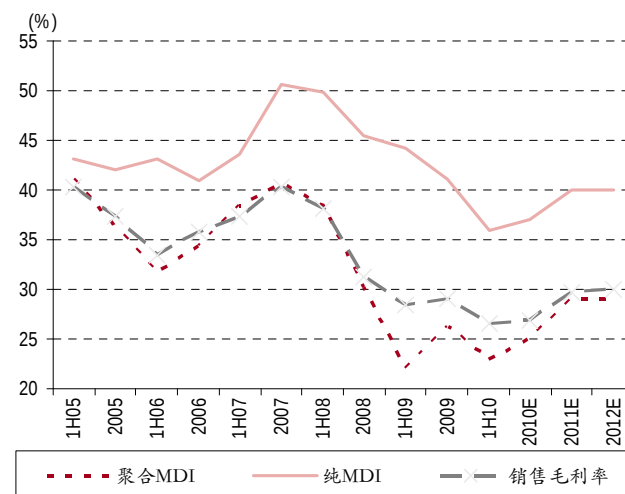
烟台万华:

进入 3 月份,由于纯苯等上游成本的拉动,MDI 供应商开始先行上调价格,烟台万华 3 月份聚合 MDI 挂牌价上调 800 元至 1.88 万元,3 月份纯 MDI 挂牌价上调 1,000 元至 2.25 万元。我们认为表面看是由于成本上涨所致,实质上还是供应商对下游需求较有信心才敢于先行提价。目前 MDI 下游大部分行业还未进入生产旺季,冰箱行业开工率大约在 80%,而浆料、鞋底原液、氨纶等传统行业的需求旺季来临则在 4-5 月份,而建筑、管道的生产旺季也要到 5 月前后,我们预计随着后期下游需求旺季的来临,MDI 价格将稳中有升。

2011 年,由于宁波万华第二套装置的投产,外购苯胺将减少 20 万吨左右,对已经产能过剩的苯胺行业将形成较大冲击,我们预计苯胺行业平均开工率将下降至 60% 以下。同时由于地缘政治不稳定因素和通胀原因,我们预计原油价格中枢将进一步上移,均价预计在 100 美元上下徘徊,将带动下游化工品价格普遍走高。我们预计苯胺均价同比将持平或小幅上扬,但利润率将进一步收窄,而 MDI 利润率将从 2010 年低点回升至合理水平(我们预计回升至 2008-2009 年水平)。

图表 27. 苯胺和 MDI 开工率对比


资料来源：石化经济分析及中银国际研究

图表 28. 未来 MDI 毛利率将回升至合理水平


资料来源：公司数据及中银国际研究

预计 2010-2012 净利年均复合增长率达到 39%。考虑未来两年公司 MDI 销量将稳步提升,并且在上游原材料价格相对高位的情况下,产品价格将维持目前水平或有一定幅度上涨,而产品毛利率随着宁波二期竣工,原料采购成本下降和产业链的完善,以及行业供需趋紧,相对 2010 年中期低点将回升至 2008-2009 年合理水平,我们预计 2010-2012 年公司净利年均复合增长率将达到 39%。具体假设如下表:

图表 29. 烟台万华盈利预测假设

	2010E	2011E	2012E
MDI 销量 (万吨)	50	65	78
税前纯 MDI 价格 (万元/吨)	1.9	2.1	2.1
税前聚合 MDI 价格 (万元/吨)	1.65	1.90	1.90
综合产品毛利率 (%)	26.9	28.5	29.9
主营业务收入 (百万元)	9,124	12,824	15,783
净利润 (百万元)	1,401	2,085	2,702
每股盈利 (元)	0.842	1.254	1.625

资料来源：中银国际研究

未来长期增长仍然乐观。由于聚氨酯特有的节能环保、无毒等优异性能，伴随我国经济发展和居民生活水平提高，新的应用不断拓展，如外墙保温、胶粘剂、高铁建设材料等等，我们认为未来 5-10 年内 MDI 需求增速可以维持在 10% 以上的较高水平。公司烟台工业园新建 60 万吨 MDI 项目将满足未来中国和全球 MDI 市场需求，另外 30 万吨 TDI、以及集团收购完成的匈牙利 borsodChem 公司将使得烟台万华进入全球综合性异氰酸酯龙头供应商之列。除了传统聚合 MDI 和纯 MDI 以外，公司新产品开发和生产一直在进行之中。公司氢化 MDI 的 3,000 吨中试生产出合格产品，现在正在进行万吨装置生产，我们预计 2011-2012 年间可贡献利润（如果其下游市场开拓较好，不排除后续产能进一步提高）。公司以 MDI 为主，其他新产品开发和生产为辅的发展思路十分清晰，未来 5 年甚至更长的业绩增长仍然值得期待。

我们认为中短期内，公司股价可能受 MDI 价格上涨超预期或单季业绩超预期而提升，长期看，面对未来 3-5 年内业绩增长确定的局面，目前公司股价仅相当于 20 倍 2011 年预期市盈率，考虑未来两年净利年均复合增长率达到 39%，我们给予其 2011 年 25 倍预期市盈率，将公司目标价由 28.00 元上调至 31.40 元，维持买入评级不变。

图表 30. 投资摘要

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	7,704	6,493	9,124	12,824	15,783
变动 (%)	(1)	(16)	41	41	23
净利润(人民币 百万)	1,549	1,067	1,401	2,085	2,702
全面摊薄每股收益(人民币)	0.931	0.641	0.842	1.254	1.625
变动 (%)	4.1	(31.1)	31.3	48.9	29.6
市场预期每股收益(人民币)	-	-	0.805	1.214	1.551
核心每股收益(人民币)	0.931	0.641	0.842	1.254	1.625
变动 (%)	4.1	(31.1)	31.3	48.9	29.6
全面摊薄市盈率(倍)	26.9	39.1	29.7	20.0	15.4
核心市盈率(倍)	26.9	39.1	29.7	20.0	15.4
每股现金流量(人民币)	1.20	0.85	0.69	1.18	1.71
价格/每股现金流量(倍)	20.8	29.5	36.0	21.2	14.6
企业价值/息税折旧前利润(倍)	21.4	30.4	23.7	15.8	12.1
每股股息(人民币)	0.400	0.500	0.300	0.350	0.400
股息率 (%)	1.6	2.0	1.2	1.4	1.6

资料来源：公司数据

红宝丽：

公司的主营产品组合聚醚、异丙醇胺的毛利率在 2010 年下半年是相对低点，我们预计 2011 年开始进入恢复期，主要是聚醚的定价模式有所改变，尽管面临主要原料环氧丙烷的上涨压力，但随着模式的改变，可以部分传导到下游，毛利率较 2010 年低点时的 15% 恢复至 16.5% 左右。异丙醇胺在 2010 年产能由 2 万吨扩至 4 万吨，出于市场开拓考虑，将当年的价格和利润有所降低，随着市场的打开，我们预计 2011 年异丙醇胺的毛利率也会提升至 25% 左右。

目前公司非公开发行 1,700 万股股票刚获得证监会有条件通过，计划募集不超过 2.2 亿元用于新建 6 万吨环保型聚氨酯硬泡聚醚项目。如果顺利，在上半年完成定增后，公司将利用募集资金建设，预计在 2012 年可贡献利润，将成为 2012 年新的增长点。

另外，公司公告的 1,200 万平米的 EVA 太阳能电池封装胶膜项目预计在今年下半年投产。我们从行业信息了解到，国内目前对 EVA 膜的需求量在 2 亿平米以上，而国内具有生产能力的仅有杭州福斯特一家，其具有千万级平米的产能，后续也有扩产计划，预计未来两年扩到 8,000 万平米，国内计划进入该领域的厂家很多，但有技术能力的不多，我们目前了解到也就是福斯特、红宝丽等少数两三家。我们预计未来该行业是进口替代过程，随着国内几家厂商产品推出，产品价格预计相对进口会有优势，在 20-30 元之间，产品毛利率也会较目前的 50% 逐渐下行。我们预计公司 2012 年该项目可贡献 1.7 亿元收入，毛利贡献 5,100 万元（谨慎起见，毛利率假设为 30%）。同时，公司的新材料——聚氨酯保温板材也在建设中，预计于 2012 年贡献利润。由于公司技术创新优势明显，管理层比较稳健、扎实，我们对其新产品推出较有信心。

图表 31. 公司盈利预测假设

		2008	2009	2010E	2011E	2012E
硬泡组合聚醚	销量 (万吨)	4.62	5.1	8	9	14
	价格 (元/吨)	13,250	12,633	12,436	13,675	13,675
	营业收入 (百万元)	612	644	995	1,231	1,915
	毛利率 (%)	14.7	17.4	15.00	16.50	16.50
异丙醇胺	销量 (万吨)	1.36	1.8	2.5	3.2	4
	价格 (元/吨)	15,112	13,081	13,250	14,500	14,500
	营业收入 (百万元)	206	235	331	464	580
	毛利率 (%)	24.51	36.12	22.00	25.00	25.00
EVA 膜	营业收入 (百万元)				40	171
	毛利率 (%)				13.0	25.0
其他产品	营业收入 (百万元)	72	44	53	84	98
	毛利率 (%)	15.1	10.3	15.0	16.0	16.0
	总收入 (百万元)	890	924	1,399	1,819	2,764
	增长率 (%)		4	51	30	52
	净利润 (百万元)	67	99	92	155	252
	增长率 (%)		48	(8)	68	63
	每股盈利 (元)	0.596	0.883	0.364	0.614	1.000
	市盈率 (倍)	26.6	18.0	43.6	26.3	15.9

资料来源：中银国际研究

公司定增仅 1,700 万股，股本扩张 6.7%，对业绩摊薄有限，我们预计 2011-2012 年公司摊薄后每股收益分别在 0.58 和 0.94 元，相当于 2011 年 27 倍和 2012 年 17 倍预期市盈率，而 2010-2012 年间净利 CAGR 为 65%，估值具有吸引力。

滨化股份：

公司是中国 PO（环氧丙烷）行业的龙头企业，目前产能已达到 20 万吨。另外还有 42 万吨烧碱、8 万吨三氯乙烯和 15 万吨 PVC 产能。由于国内有一些 PO 厂商的产品是供自己下游使用，因此在 PO 的供应量中，大约只有 50% 用于对外销售。而滨化目前基本外销，其市场占有率已达到 30% 以上，在国内 PO 行业影响力较大。

如上行业分析，由于 PO 行业近两年处于景气上升期，尽管目前面临原油-丙烯成本上涨压力，但能完全转移至下游，3 月初公司的 PO 出厂价已上涨至 1.53 万元/吨，同比和环比分别上涨 14% 和 3.4%，我们预计这两年公司的主营 PO 将处于利润率上行周期。

由于公司募集资金项目已在 2009 年投产，未来两年 PO 并没有新的产能扩张。2011 年产量增量来自于东瑞化工 10 万吨片碱、4 万吨三氯乙烯和 1.2 万立方米丙烯球项目。由于这些增量较小，我们认为公司 2011-12 年业绩增量主要来自于 PO 价格和利润率的提升。考虑国内 PO 供应紧缺，而下游需求中长期前景都较好，公司计划近期将配套下游新建相关项目，考虑 PO 行业新建项目将有一年半左右的建设周期，我们预计其要到 2013 年投产并贡献利润。

目前公司估值相当于 23.9 倍 2011 年预期市盈率，我们预计中短期内 PO 价格可能进一步上涨，并带动个别月份或季度业绩超预期，将刺激股价提升，考虑 2011-12 年处于 PO 行业景气上升期，公司 2010-12 年净利增速达到 41%，目前股价仍有一定空间。

图表 32. 盈利假设

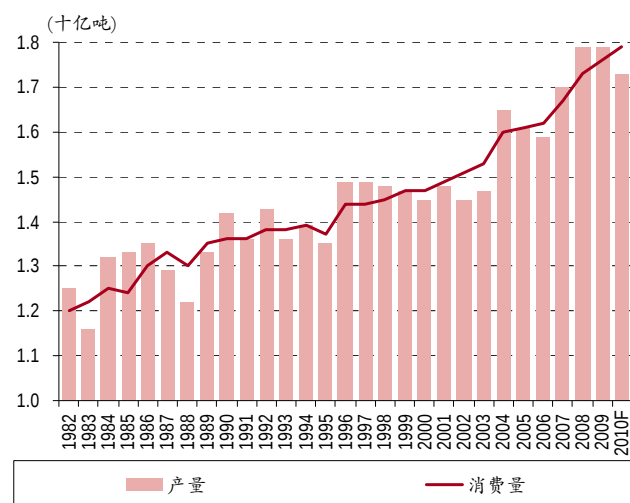
	2010	2011E	2012E	2013E
环丙销量 (万吨)	20.1	20.5	20.8	21
环丙单价 (万元/吨)	1.13	1.32	1.32	1.32
毛利率 (%)	19.40	25.20	25.20	25.20
烧碱销量 (万吨)	42.6	45	48	50
烧碱单价 (万元/吨)	0.14	0.161	0.161	0.161
毛利率 (%)	23.20	26.50	26.50	26.50
三氯乙烯销量 (万吨)	4.7	6	8	9.5
三氯乙烯单价 (万元/吨)	0.8	0.75	0.9	0.9
毛利率	41.40	38	38	38
其他收入 (百万元)	512	580	636	785
毛利率 (%)	2.30	5	5	5
总营业收入 (百万元)	3,575	4,470	4,884	5,227
增长率 (%)	30.80	25.0	9.3	7.0
总营业利润 (百万元)	746.4	1,076.4	1,204.6	1,278.6
增长率 (%)	27.7	44.2	11.9	6.1
净利润 (百万元)	337	563	669	704
增长率 (%)	26.4	67.1	18.8	5.3
每股收益 (元)	0.77	0.85	1.01	1.07
市盈率 (倍)	35.1	23.9	20.2	19.3

资料来源：公司数据

磷肥/磷化工行业-国际景气度传导

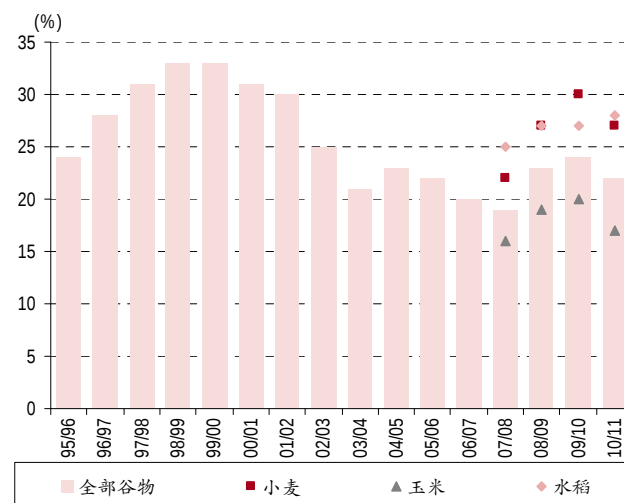
由于全球人口的自然增长,发展中国家对肉类食物需求的不断上升,以及美国、巴西等地生物能源的需求增长,全球粮食需求不断上升,预计2010年全球谷物的消耗量已经超过18亿吨。但近年来异常天气不时影响全球粮食的产量,如2010年欧洲独联体国家的旱灾,导致俄罗斯谷物产量同比下降37%,全球2010年谷物产量同比下降4%。供给减少和需求的上升,导致粮食库存持续下降,2009/10年底全球谷物库存比例下降至24%,如果2011年产量没有大幅增加,预计库存比将进一步降低。

图表 33. 世界粮食产量与消费量



资料来源: USDA 及中银国际研究

图表 34. 全球谷物库存与消费比率



资料来源: FAO 及中银国际研究

由于粮食库存的下降,加之投机基金的炒作,2010年下半年农产品价格都大幅上扬,预计在北半球春夏季结束之前,农产品价格都将保持坚挺。

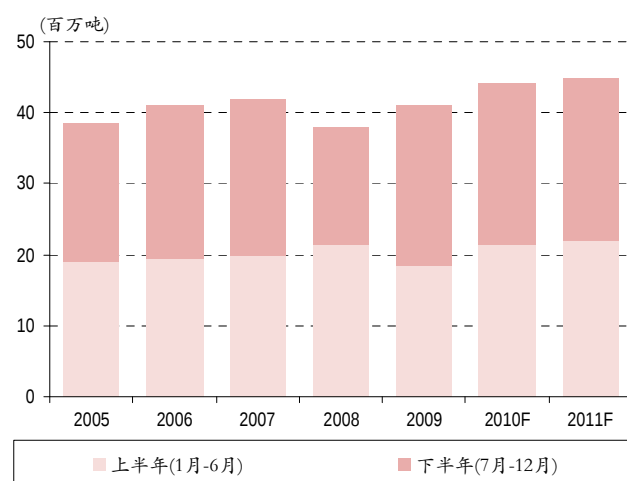
图表 35. 芝加哥交易所大豆历史价格


资料来源: Bloomberg 及中银国际研究

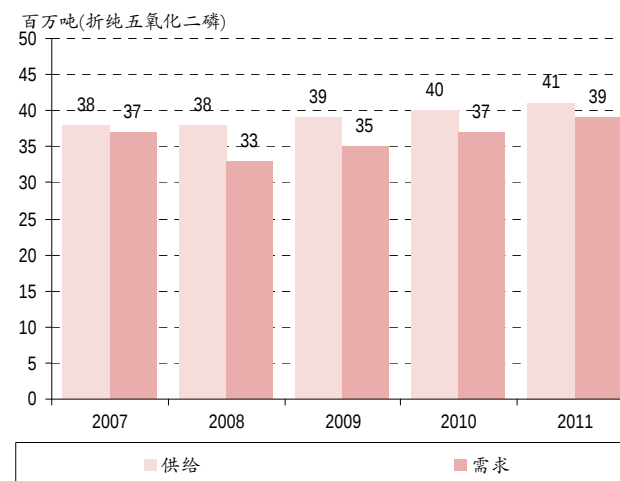
图表 36. 芝加哥交易所玉米历史价格


资料来源: Bloomberg 及中银国际研究

IFA 预计农产品价格的大幅上扬将刺激全球化肥需求的上升, 2010/11 年度总体化肥消耗量将提升 4.7%, 2011/12 年度提升 3.8%, 有望达到金融危机前的水平。其中磷酸衍生品(包括磷肥、磷酸盐)的需求量在 2011 年有望增长 8.7% 达到 3,880 (折纯) 万吨。

图表 37. 世界 DAP 和 MAP 总装货量


资料来源: USDA 及中银国际研究

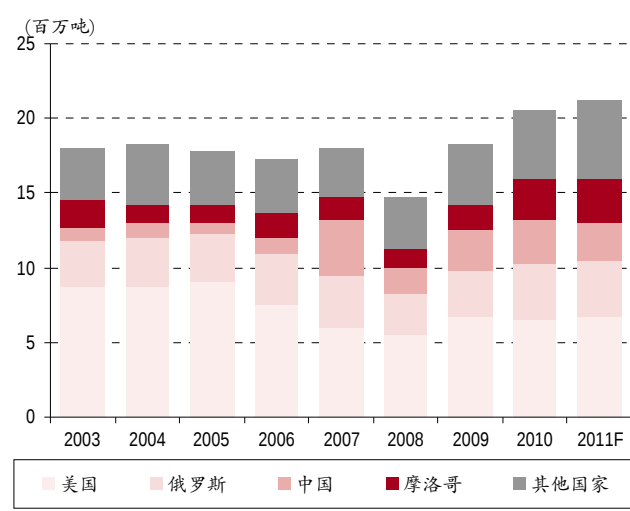
图表 38. 全球供需平衡: 磷酸 (2007-2011)


资料来源: FAO 及中银国际研究

同时，2011-2012 年间全球磷酸产能扩充有限，大部分新增产能预计投放在中国市场，同时伴随下游磷肥产能。沙特曼达原定计划于 2011 年二季度投产的 DAP 项目，因为将其铁路修建计划提前，DAP 投产期预计到 2011 年下半年，全面达产预计到 2013 年。摩洛哥的 OCP 公司也计划增加其磷酸产能在 2013 年。全球磷酸供给大于需求的量差将从 2009 年的 400 万吨下降到 2011 年的 200 万吨。

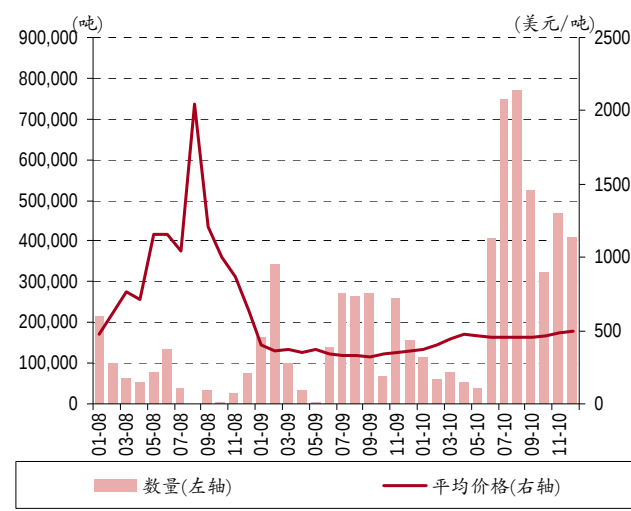
另外，三个主要磷肥出口国由于各自原因在 2011 年出口量将大幅减少，加剧了国际市场磷肥供应的紧张态势。1) 美国由于农产品库存下降和产品价格的大幅上扬，提高了农民来年种植农作物的动力，磷肥需求剧增，去年四季度至今，美国至少进口了 70 万吨磷肥，预计出口量将大幅减少。2) 摩洛哥近期政治局势不稳定，将较大程度影响其磷矿石和磷酸衍生品产品出口，其磷肥出口量占到国际贸易量的 20% 左右，将会影响全球磷肥的供应量。3) 中国 2011 年磷肥出口政策从紧，将淡季时间由 2010 年的六个月缩短至四个月（6-9 月份，关税税率由旺季时的 110% 下调至 7%），这意味着 2011 年中国磷肥的出口量也将有所减少。

图表 39. 全球主要磷肥出口国



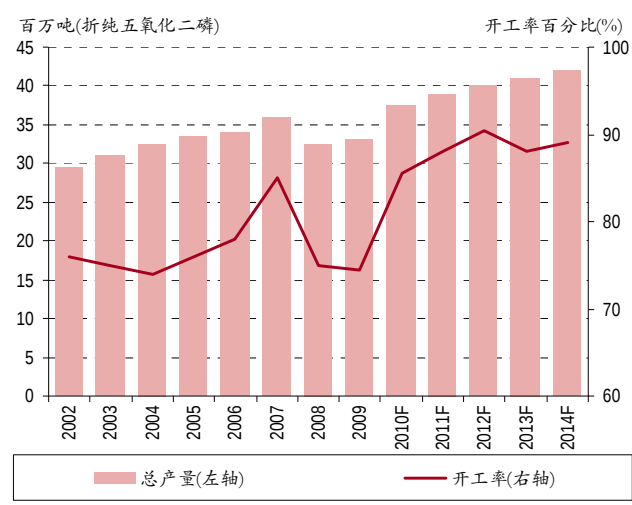
资料来源：USDA 及中银国际研究

图表 40. 中国 DAP 近几年出口量及单价

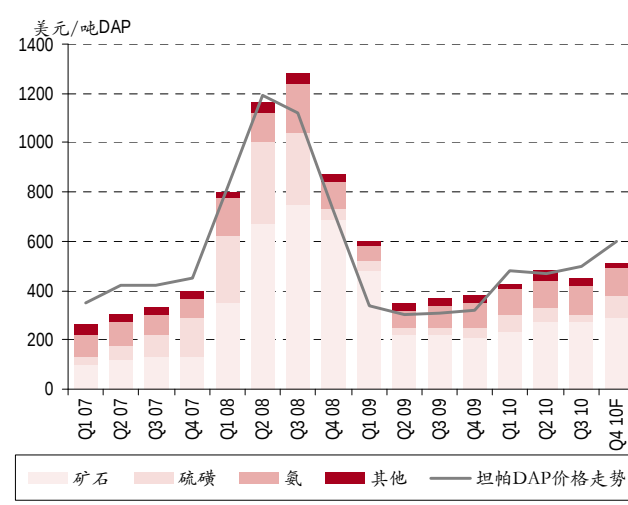


资料来源：中国资讯网及中银国际研究

预期供需面的紧张在 2011-2012 年将持续，从而带动磷酸和磷肥开工率上升，Ferton 预计 2011-12 年全球磷酸的开工率将达到 90%，直到 2013 年新产能投产。开工率的提升必然伴随行业产品价格上涨和利润率提升，目前国际 DAP 价格，如波罗的海 DAP，较年底时已经上涨 30 美元至 600 美元/吨。我们预计至少在 2011 上半年国际磷肥价格将维持上涨趋势。

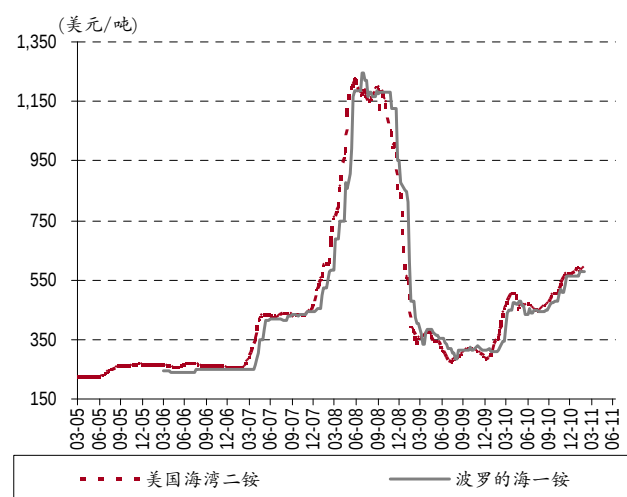
图表 41. 全球磷酸总产量和开工率


资料来源: USDA 及中银国际研究

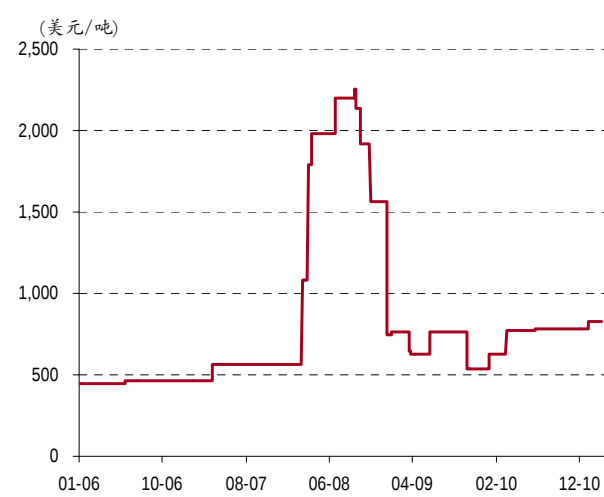
图表 42. 非聚合磷酸盐生产成本分析


资料来源: FAO 及中银国际研究

由于磷酸的下游 70%-80% 用于磷肥, 磷肥价格上升将带动原料的价格上涨 (国际磷矿石和硫磺价格较去年年底分别上涨了 7% 和 14%), 从而传导给磷酸盐系列产品。目前, 国际上三聚磷酸钠的价格已经上涨了 30 美元至 900 美元/吨, 市场预期后市将有可能上涨至 950 美元/吨左右。2011 年国际磷肥和磷酸盐市场景气度将持续上升。

图表 43. 国际 DPA 价格走势


资料来源: 中国资讯网及中银国际研究

图表 44. 国际磷酸价格走势


资料来源: 中国资讯网及中银国际研究

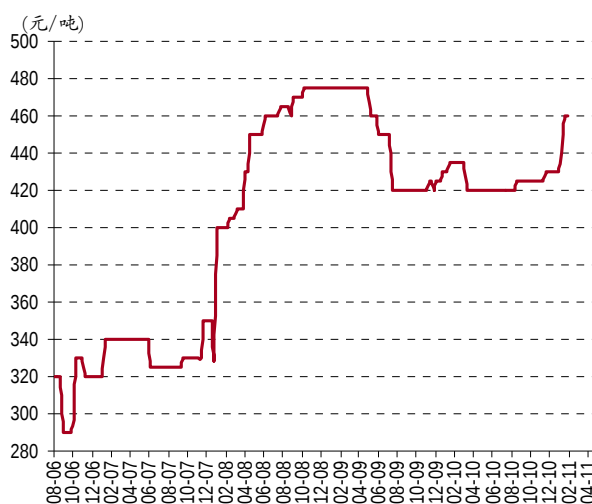
公司推荐:

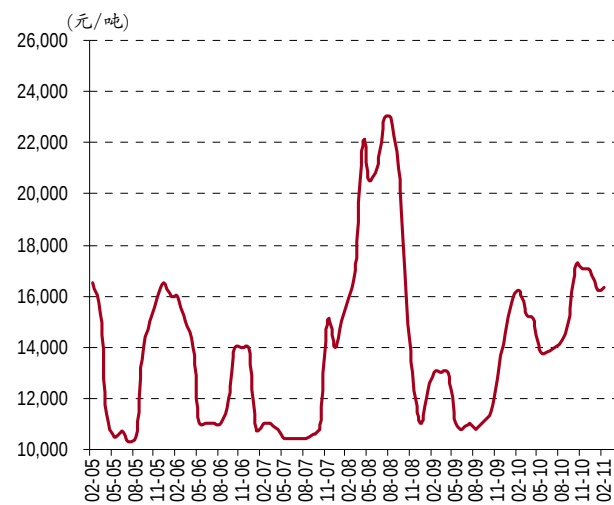
兴发集团: 进入 2011 年以来, 由于天气异常(2010 年秋季四川泥石流灾害导致四川磷矿开采量减少, 贵州等地冻雨致使贵州磷矿开采和运输困难)和事故原因导致磷矿石供给减少, 而磷肥旺季来临需求增加, 导致国内磷矿石价格持续上调, 公司 28%品位的价格上涨 30 元至 400 元/吨, 由于国家对磷矿石资源整合的进行和开采成本的上升, 短期内价格将稳中有升。从中长期看, 国内磷矿石较国际价格的折让必将随着磷肥出口等途径有所收窄, 在全球流动性加剧的背景下, 国内磷矿石价格上涨趋势明确。

公司的主营产品——磷酸盐系列价格随着原料成本上升, 也开始上涨, 二月份公司三聚磷酸钠由 5,500 元上调至 6,200 元/吨。同时, 国际市场由于磷肥供需面紧张价格坚挺上涨, 带动磷酸盐产品也开始提价, 三聚磷酸钠已经从 880 美元上调至 900 美元, 预计后市仍将上涨。公司由于有 40%-50%的磷酸盐出口, 因此将充分享受到国际市场磷酸盐景气度提升带来的益处。

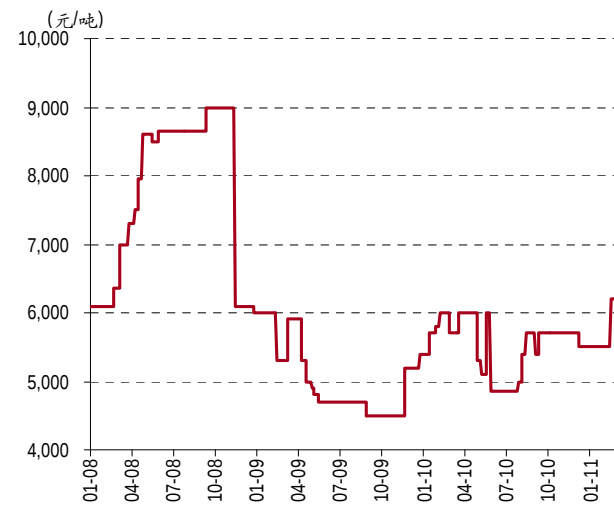
另外, 公司楚峰磷矿整改已经结束, 恢复生产, 我们预计 2011 年公司磷矿石产量将提升 30%至 180 万吨左右。

图表 45. 贵州宏福磷矿石价格走势



图表 47. 黄磷价格走势


资料来源：中国资讯网及中银国际研究

图表 48. 磷酸盐价格走势


资料来源：中国资讯网及中银国际研究

新建项目将在未来两年陆续贡献利润。2011 年将是兴发集团由传统磷化工企业向具有磷矿、精细化工、磷肥和磷化工业务的综合性化工企业转型的重要一年。1) 公司新建 1 万吨电子级磷酸项目目前已经投产，预计全年可实现 7,000 吨左右产量，可增加利润 2,000 万元。2) 新建 6 万吨有机硅装置建设目前进展顺利，预计在今年上半年将投产，并且公司也计划向有机硅单体的下游发展，通过延长产业链，增加单位利润率。由于公司之前在有机硅生产和研发方面并没有经验，我们保守预测 2011 年该项目没有利润增长，在 2012 年将有部分利润产生。3) 公司控股 70% 的宜都兴发新建 60 万吨磷铵项目最快可能在 2011 年底，或 2012 年上半年投产。由于该项目配套 80 万吨硫磺制酸，30 万吨湿法磷酸工程，并且公司拥有磷矿石资源，这样磷铵所需原料完全自给，我们预计该项目回报较为丰厚，以 80% 开工率计算，该项目将增加公司 2012 年收入 8 亿元，主营利润 2 亿元。

预计 2010-2012 年净利复合增长率达到 58%。公司 12 月 28 日公告，2010 年固定资产报废将减少 2010 年利润 4,737 万元，这样我们预计 2010 年其净利约为 1.9 亿元，同比增长 34%。2011 年由于磷矿石产量恢复，产品价格上涨以及新建 1 万吨电子级磷酸利润贡献，我们预计净利同比增长 81% 至 3.4 亿元。2012 年公司业绩增长动力来自于新建 60 万吨磷铵和 6 万吨有机硅项目，我们预计其净利同比将增长 44% 至 4.9 亿元。

未来磷矿储量将进一步增加。公司10月13日公告，宜昌市政府决定将市国资委持有的湖北宜昌磷化工业集团有限公司的股权全部转让给第一大股东宜昌兴发集团。重组后，宜昌兴发集团持有磷化有限公司95.9%的股权。而未来宜昌兴发集团拟以成本价将相关资产转让给上市公司。目前磷化公司核心资产店子坪磷矿和树崆坪磷矿，两矿可利用磷矿资源储量为6,026.02万吨。虽然集团层面股权转让进程难以预测，但我们认为该事件体现了湖北省整合磷矿资源进程正在加速，作为省内磷矿行业的龙头企业，兴发集团(目前已拥有磷矿资源1.44亿吨)无疑将受益于此，公司未来磷矿储量将继续增加，资源价值进一步提升。

图表 49. 投资摘要

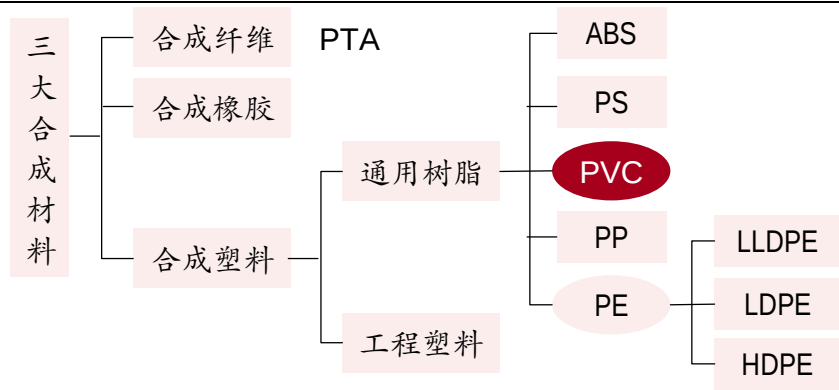
年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	2,676	3,044	4,190	4,896	5,985
变动(%)	56	14	38	17	22
净利润(人民币 百万)	295	139	187	338	487
全面摊薄每股收益(人民币)	0.976	0.459	0.511	0.925	1.333
变动(%)	340.3	(52.9)	11.2	81.0	44.1
市场预期每股收益(人民币)			0.613	0.877	1.174
原先预测摊薄每股收益(人民币)	-	-	0.547	0.902	1.362
调整幅度(%)	-	-	(6.7)	2.6	(2.2)
核心每股收益(人民币)	1.101	0.421	0.478	0.892	1.300
变动(%)	421.1	(61.7)	13.4	86.5	45.7
全面摊薄市盈率(倍)	24.4	51.7	46.5	25.7	17.8
核心市盈率(倍)	21.6	56.4	49.7	26.6	18.3
每股现金流量(人民币)	1.81	1.19	3.06	2.10	2.56
价格/每股现金流量(倍)	13.1	20.0	7.8	11.3	9.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	11.5	26.5	20.0	14.8	10.9
每股股息(人民币)	0.007	0.006	0.161	0.291	0.419
股息率(%)	0.0	0.0	0.7	1.2	1.8

资料来源：公司数据

氯碱行业-“石头”胜过石油

聚氯乙烯(Polyvinyl Chloride, 简称 PVC), 是我国第一、世界第二大通用型合成树脂材料, 由于具有优异的难燃性、耐磨性、抗化学腐蚀性、综合机械性、制品透明性、电绝缘性及比较容易加工等特点, 目前, PVC 已经成为应用领域最为广泛的塑料品种之一, 在工业、建筑、农业、日常生活、包装、电力、公用事业等领域均有广泛应用, 与聚乙烯 (PE)、聚丙烯 (PP)、聚苯乙烯 (PS) 和 ABS 统称为五大通用树脂。

图表 50. PVC 行业地位



资料来源：中银国际研究

根据应用范围不同, PVC 可分为: 通用型 PVC 树脂、高聚合度 PVC 树脂、交联 PVC 树脂。通用型 PVC 树脂是由氯乙烯单体在引发剂的作用下聚合形成的; 高聚合度 PVC 树脂是指在氯乙烯单体聚合体系中加入链增长剂聚合而成的树脂; 交联 PVC 树脂是在氯乙烯单体聚合体系中加入含有双烯和多烯的交联剂聚合而成的树脂。通用型聚氯乙烯由于制备方法简单、用途广泛, 在现货市场上流通的绝大部分都是通用型的聚氯乙烯树脂, 而高聚合度的和交联的 PVC 树脂一般在特殊领域应用较多。

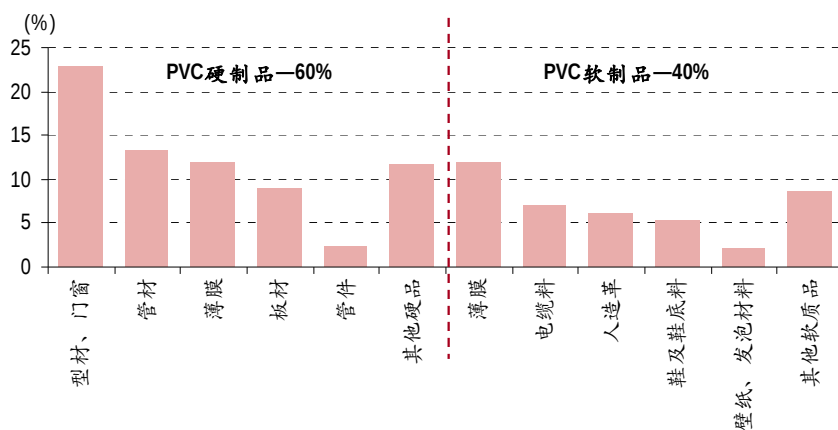
根据氯乙烯单体的获得方法来区分, 可分为电石法、乙烯法和进口(EDC、VCM)单体法(习惯上把乙烯法和进口单体法统称为乙烯法)。目前, 世界上多为乙烯法 PVC, 而我国则主要以电石法 PVC 为主。PVC 的生产主要有两种制备工艺, 一是电石法, 主要生产原料是电石、煤炭和原盐; 二是乙烯法, 主要原料是石油。国际市场上 PVC 的生产主要以乙烯法为主, 而国内受富煤、贫油、少气的资源禀赋限制, 则主要以电石法为主, 截至到 2007 年 12 月, 电石法约占我国 PVC 总产能的 70% 以上。

国内供需分析

需求增长平稳

下游需求分布。当前,我国聚氯乙烯下游消费主要分为以门窗、各种型材和管材、硬片、瓶等产品为代表的硬制品,以及以电线电缆、各种用途的膜(根据厚度不同可分为压延膜、防水卷材、可折叠门等)、铺地材料、织物涂层、人造革、各类软管、手套、玩具、塑料鞋以及一些专用涂料和密封剂等产品为主的软制品。现在我国硬制品比例已近 60%,这和全球 PVC 硬制品 59.83%的消费比例大致相当。

图表 51.我国 PVC 下游消费构成



资料来源:中银国际研究

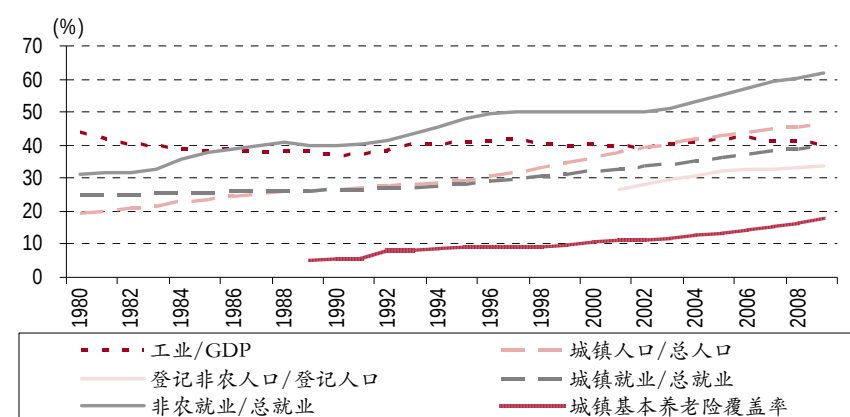
目前型材、异型材等硬质材料,是我国 PVC 消费量最大领域,约占 PVC 总消费量的 23%左右,主要用于制作门窗和节能材料;PVC 管道是其第二大消费领域,约占总消费量的 13%左右;此外,建筑行业中广为应用的还有 PVC 片材、板材。总体来说,与房地产行业和相关基础设施投资密切相关的需求约占 PVC 挤出产品的 60%以上。所以国内城市化进程与房地产市场的发展态势对 PVC 需求影响较大。

城镇化进程仍将推动需求增长。虽然自 2010 年下半年以来,国家对于商品房市场的调控趋紧,国内商品房成交量大幅下跌,可以预期,未来几年,我国商品房新屋开工面积增速以及施工面积增速都将受其影响有所回落。

但是一方面，自 1982 年至 2007 年，中国城市化率由 20% 迅速跃升至 45%；而与发达国家 80% 以上的城市化率相比，仍有大幅提升空间。据中国工程院预计，2010 年中国城市化率将接近 50%，2020 年城市化率将达到 55%。未来 10 多年中，预计中国城市化水平将保持年均百分之一的增长速度，约有 3 亿农村人口转为城镇人口，将带来大量新增住房以及相关基础设施建设需求。此外，从人均住宅面积拥有量来看，欧洲国家基本在 30-50 平方米之间，人口密度最大的日本也达到了人均 31 平方米的水平，而中国城镇居民 2005 年的人均住宅面积为 26 平方米，而且面临着较大比例的低层次陈旧住宅需拆迁更新的情况。世界各国经验表明，在人均住宅面积达到 30 至 35 平方米之前，住宅需求将保持比较旺盛的态势。

另一方面，2008 年 10 月 12 日，中央十七届三次会议通过了《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，决定明确指出：加强农业基础设施建设，鼓励和支持农民广泛开展小型农田水利设施、小流域综合治理等项目建设；推广节水灌溉，搞好旱作农业示范工程。加强农村基础设施和环境建设，加快农村饮水安全工程建设，五年内解决农村饮水安全问题，不断改善农村卫生条件和人居环境。该决定将会掀起我国新一轮的农村建设高潮，实现城乡、区域协调发展，推进我国城镇化进程。上述农村建设必然带动塑料管材、薄膜等 PVC 制品消费的增加。

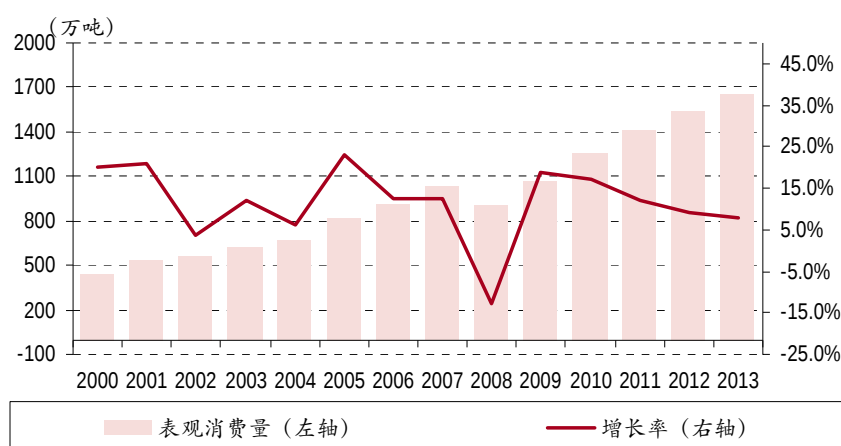
图表 52. 我国城镇化进程



资料来源：中银国际研究

需求增速预测。2000 年以来，国内 PVC 制品管材、型材及其他软制品需求不断增长带动产业不断新增扩产，2000 至 2010 年，中国 PVC 表观消费量复合增长率为 10.9%，基本与宏观经济增速持平。2010 年我国 PVC 表观消费量 1,257.9 万吨，同比增长 17.3%。其中，国内产量为 1,131.79 万吨，进口量为 151 万吨，出口量为 25 万吨。综合来看，我们预计未来“十二五”期间，国内 PVC 产品的表观消费量将维持在 9%左右的增速，需求增长相对平稳。

图表 53.我国 PVC 表观消费量及增速预测

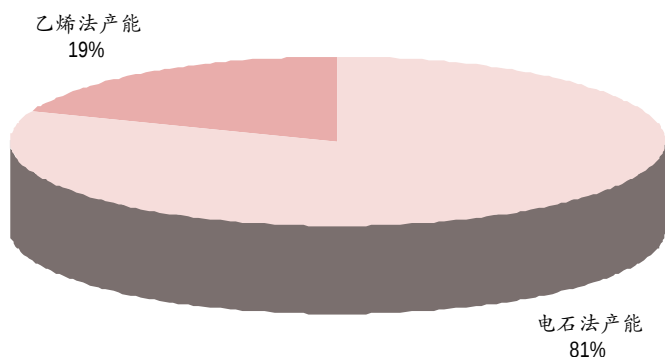


资料来源：公司数据，中银国际研究

产能供给过剩，行业面临洗牌

全球范围内，PVC 以石油法（乙烯法）占主导地位，在我国乙烯法和电石法（乙炔法）两种工艺路线并存。当前，在国际石油价格持续上涨和国内石油资源严重不足的双重因素作用下，电石法已经成为我国大部分 PVC 企业新增产能的首选原料路线。截至 2010 年底，我国 PVC 实际产能已经达到 2,042.7 万吨/年（含糊树脂），其中，电石法装置产能 1,651.7 万吨/年，占总产能的 80.86%，乙烯法装置产能 391 万吨/年，占比为 19.14%。未来随着原油价格不断上涨，我国电石法 PVC 所占比例将进一步提高。

图表 54. PVC 产能分布



资料来源：中银国际研究

图表 55. 未来主要新增产能统计

序号	项目名称	标准产能
1	平煤神马	30
2	广西柳化	10
3	广西田东	20
4	内蒙乌海	15
5	内蒙宜化	30
6	内蒙君正	40
7	内蒙宏力	12
8	内蒙新大洲	20
9	甘肃颖川	20
10	甘肃新川	20
11	甘肃银光	12
12	山东信发	40
13	安徽韩华	30
14	安徽华塑	100
15	新疆中泰	45
16	河南永煤	60
17	山西金辉	100
18	国电徐矿	60
19	新希望	80
20	四川禾森	20
21	四平昊平	20
22	陕西北元	20
合计		804

资料来源：行业协会数据及中银国际研究

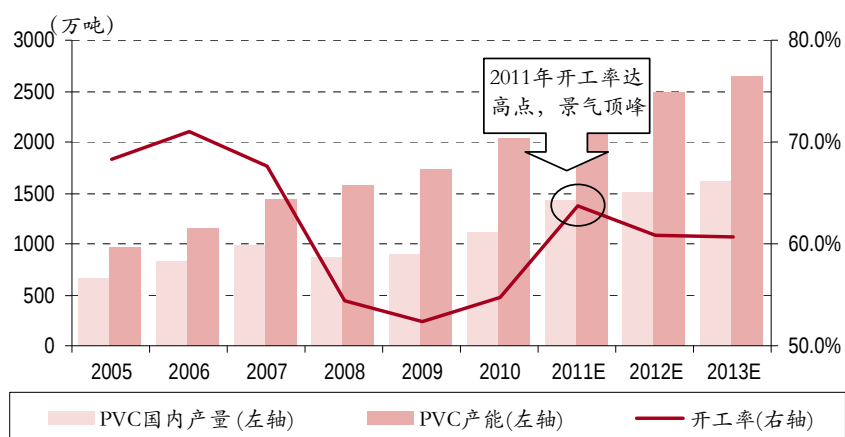
行业供需在 2011 年有所好转

从行业供需情况分析, 根据我们的测算, 2011 年、2012 年和 2013 年我国国内 PVC 的表观消费量分别可以达到 1,409 万吨、1,537 万吨和 1,658 万吨, 绝对增量分别为 151 万吨, 127 万吨和 123 万吨。而产量方面, 我国 2011 年至 2013 年预计全国 PVC 产量分别为 1,429 万吨/1,516 万吨和 1,608 万吨。按照 2011 年国内 2,242 万吨的总产能预测, 行业开工率可以达到 64%, 同比 2010 年的 54.7% 的产能利用率大幅上涨, 供求关系有所好转, 2011 年行业景气度开始提升。如果我们考虑到受到目前国际原油价格高企的影响, 国内大部分乙烯法 PVC 产能将无法开工, 剔除掉这部分产能的影响, 2011 年我们预计实际国内电石法 PVC 的开工率将达到 77.8%, 行业景气度较 2010 年将有大程度的提升。

但是在 2011 年至 2012 年间, 目前国内在建的总产能将达到 800 万吨, 剔除掉受到节能减排政策影响而关闭的 100 万至 200 万吨产能, 未来行业产能增加还是大幅超出上述表观消费量的增加, 行业竞争环境将进一步恶化。

我们判断, PVC 行业的景气度将由于原油价格上涨而上升, 随着西部地区大量新增产能的增加于 2011 年底达到本轮行业周期的顶峰。

图表 56.PVC 行业景气度判断



资料来源: 中国石油化学工业协会和中银国际研究

图表 57.产量和需求预测

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
PVC 国内产量	664.3	823.34	978.24	859.52	906.48	1,116.85	1,428.85	1,515.64	1,608.50
出口量	15.17	50.13	75.77	63.87	30	26	100	100	100
进口量	167.87	146.79	132.53	106.35	195.52	167.05	80	120	150
PVC 表观消费量	817	920	1,035	902	1,072	1,257.9	1,408.85	1,535.64	1,658.50
表观消费量增速(%)	23.0	12.6	12.5	(12.9)	18.8	17.3	12.0	9.0	8.0
PVC 产能	972	1,158	1,448	1,581	1,731	2,042	2,242	2,492	2,650
开工率(%)	68.3	71.1	67.6	54.4	52.4	54.7	63.7	60.8	60.7
电石法产能						1,651.7	1,851.7	2,301.7	2,451.7
电石法开工率(%)						67.6	77.2	65.8	65.6

资料来源：行业协会数据及中银国际研究

PVC 价格决定因素分析

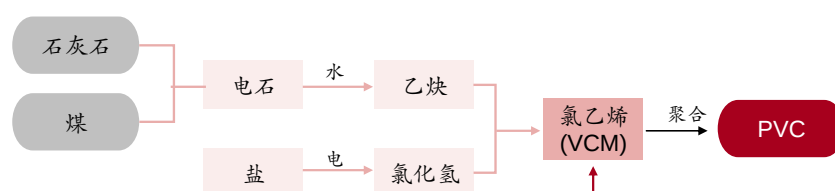
“电石法”和“乙烯法”比较

世界 PVC 总产能约 5,000 万吨/年，其中乙烯法 PVC 约占 70%，电石法 PVC 约占 30%。然而，在中国 2,000 万吨/年的 PVC 总产能中，电石法 PVC 占近 80%，乙烯法 PVC 只占 20%，与国际上其他国家的产业结构正好相反。近期受中东地区局势的影响，国际油价上涨趋势明显，以石油为主要原料的乙烯法 PVC 生产成本水涨船高，给中国一体化电石法 PVC 生产企业带来很大发展机遇。

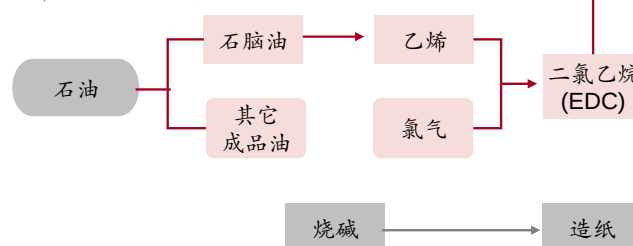
乙烯法生产 PVC 的成本主要来源为乙烯、氯气和电力消耗，合计约占总成本的 80-90%；其中乙烯的采购成本约占 50-70%，石油裂解是乙烯生产的来源，因此国际原油价格是影响乙烯法生产成本的最主要因素。

图表 58.PVC 两种工艺

电石法PVC工艺流程



乙烯法PVC工艺流程



资料来源：中银国际研究

一体化电石法生产 PVC 的成本主要来源为焦煤、石灰和电力消耗，合计占总成本超过 80%。目前国内西部多数大型一体化电石法 PVC 生产企业均可做到煤炭和电力基本自给，抗外部市场价格波动的能力较强；与小型企业相比，受国家节能减排等政策的影响也较小。

对于直接采用电石生产 PVC 的企业，采购电石原料的成本约占其总成本的 80%，较易受到电石价格波动的影响。

图表 59. 乙烯法 PVC 成本测算

	乙烯法		成本 (元/吨 PVC)	比例 (%)
	单价 (元/吨原料)	单耗 (吨原料/吨 PVC)		
乙烯	9,000	0.5	4,500	65.2
氯气	1,100	0.65	715	10.4
氧气	580	0.15	87	1.3
焦煤				
石灰石				
电石				
氯化氢				
辅助材料			250	3.6
电力	380 元/千千瓦时	2.5 千千瓦时	950	13.8
其他费用			400	5.8
单位总成本 (元/吨 PVC)			6,902	100.0

资料来源：中银国际研究

图表 60. 一体化“电石法”PVC 成本测算

	电石法(一体化)		成本 (元/吨 PVC)	比例 (%)
	单价 (元/吨原料)	单耗 (吨原料/吨 PVC)		
乙烯				
氯气				
氧气				
焦煤	1,400	1.23	1,722	30.9
石灰石	300	1.47	441	7.9
电石				
氯化氢	600	0.76	456	8.2
辅助材料			200	3.6
电力	380 元/千千瓦时	6.2 千千瓦时	2356	42.3
其他费用			400	7.2
单位总成本 (元/吨 PVC)			5,575	100.0

资料来源：中银国际研究

图表 61.外购电石生产 PVC 成本测算

	电石法(非一体化)			比例 (%)
	单价 (元/吨原料)	单耗 (吨原料/吨 PVC)	成本 (元/吨 PVC)	
乙烯				
氯气				
氧气				
焦煤				
石灰石				
电石	3,800	1.45	5,510	79.0
氯化氢	600	0.76	456	6.5
辅助材料			180	2.6
电力	380 元/千千瓦时	1.125 千千瓦时	427.5	6.1
其他费用			400	5.7
单位总成本 (元/吨 PVC)		6,973.5		100.0

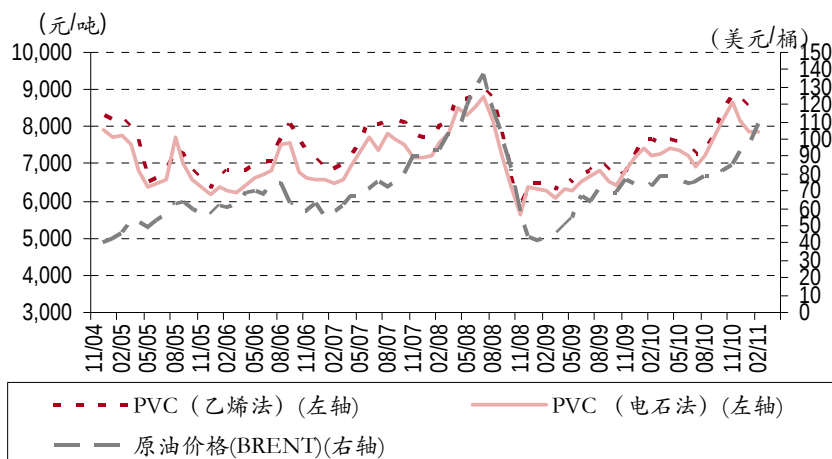
资料来源：中银国际研究

*表中所有原材料和能源的单价均按照 2011 年 1 月的市场价格综合估算

经过计算，假设除乙烯外其他制造成本保持不变，则当乙烯价格高于 6,000 元/吨时，一体化电石法在生产成本上占有优势，反之则乙烯法更为经济；6,000 元/吨的乙烯价格边际对应国际原油价格约为 60 美元/桶。另一方面，近期受国内电石价格大幅上涨的影响，非一体化电石法生产企业的单位成本显著增长，与一体化电石法企业相比劣势明显。

原油价格 70 美元-90 美元区间，油价推动 PVC 价格

能源价格，尤其是原油价格，一直是影响 PVC 价格最主要因素之一。2010 年以来，国际原油价格稳步回升，终于在 2011 年初，受到主要产油地区地缘政治的影响而大幅上涨，布伦特原油价格一举突破 100 美金，原油价格的金融属性体现无疑。根据我们的统计，发现当原油价格在 70 美金以上时，PVC 价格跟油价的相关性很高，同下游需求的增长几乎无关；而当油价低于 70 美金时，PVC 价格走势，跟原油价格走势也基本毫不相关。按照目前 90 美元以上的原油价格，受乙烯法 PVC 成本推动的影响，PVC 产品价格将维持高位。

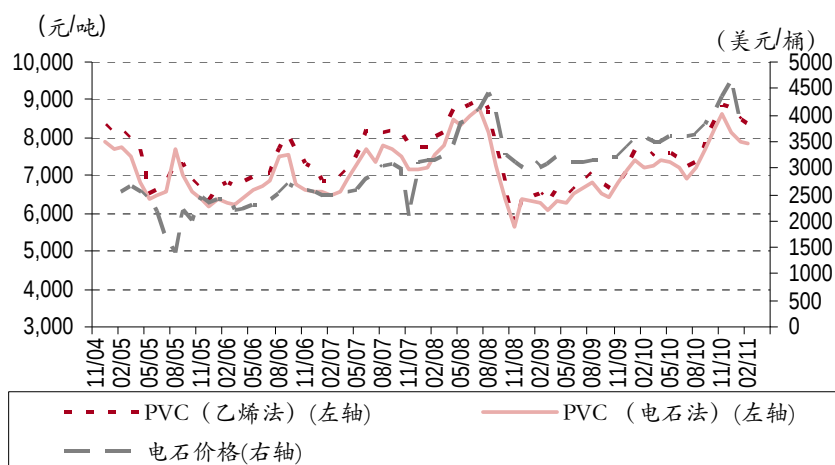
图表 62.原油价格走势同 PVC 价格走势对比


资料来源：中国资讯网，中银国际研究

回顾上轮周期，PVC 行业在经历了 2008-2009 年上半年的低谷之后，从 09 年下半年开始复苏，产品价格随着原油价格不断攀升，并在 2011 年近期达到高峰，价格从 6,000 元/吨一路上涨至 8,500 元附近的水平，已经接近 2008 年油价见顶前的 9,000 峰值。从原油价格方面判断，2011 年由于经济复苏仍然存在一定的不确定因素，导致美联储将继续实施量化宽松的货币政策，同时中东地区混乱的国际局势也促使国际原油价格维持在 100 美金附近的高位，从而对 PVC 价格形成巨大的上行推动力。我们判断此轮 PVC 由于原油价格推动的行业景气将至少持续整个 2011 年度。但是，我们认为，2011 年下半段以后，如果美国经济复苏进一步确认，以至美联储加息，同时中东地区有望结束混乱都将导致油价开始回落，这些外部因素同国内产能不断增加将共同导致 PVC 行业本轮景气周期的结束。

国内 PVC 价格受电石价格影响更加显著

由于我国目前 PVC 产能构成中，有 80% 的是“电石法”产能，同时我国 PVC 总产能过剩情况比较严重，2010 年全国总产能开工率只有 54.7%。假设油价始终高企，剔除掉全部的乙烯法的 390 万吨 PVC 产能，我国仍然有电石法 PVC 产能 1,650 万吨，超过 2010 年国内 1,200 万吨的表观消费量，产能过剩达到 450 万吨。换言之，在高油价导致乙烯法产能完全被搁置的情况下，我国电石法开工率也仅有 72.7%，而此时，推动国内 PVC 价格上行的动力将不再是原油价格，而是电石价格。

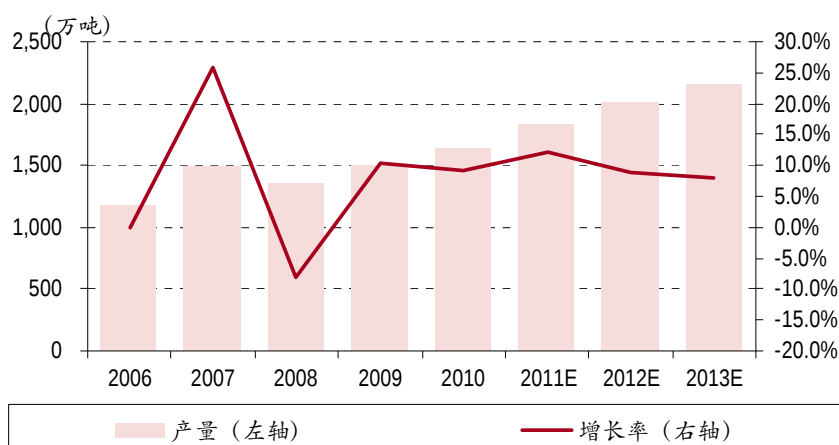
图表 63. 电石价格走势同 PVC 价格走势对比


资料来源：中国资讯网，中银国际研究

通过上图的对比，我们可以很好的解释，在 2010 年四季度，国际油价并未大幅上涨，而国内 PVC 价格率先随电石价格暴涨而启动（电石产能受到节能减排影响从而导致电石价格大幅上涨），而进入 2011 年以来，虽然国际油价屡创新高，但是国内 PVC 价格确没有上涨，反而跟随电石价格开始小幅回落。

“电石”产能受限，价格将不断走高

电石作为重要的基础化工原料，由于我国资源“富煤少油”的现状促使近年来我国电石发展速度较快，已成为世界第一生产和消费大国。据国家统计局统计，到 2009 年我国电石生产企业 413 家，产能 2,387 万吨/年，产量 1503 万吨。“十一五”（2006 年-2010 年）期间，我国电石产能、产量和表观消费量年均增长率在 20% 左右。我国电石基本供国内自用，进口量很少，出口贸易也不活跃。

图表 64. 电石产量


资料来源：中国资讯网，中银国际研究

行业准入门槛升高。2007 年，新修订颁布的《电石行业准入条件》要求电石新建项目的起始规模为 20 万吨/年，并对淘汰落后生产装置作出了明确规定。在产业政策的引导下，我国电石生产企业的规模不断扩大，产业集中度也持续提高。2006 年，国内最大电石生产企业的规模也只有 30 万吨/年，全国电石产量前十位的企业共生产电石 137 万吨，仅占全国总产量的 12%。2009 年，国内电石生产企业的最大规模已经达到 100 万吨/年，产量前十位的企业共生产电石 362 万吨，占全国总产量的比例也上升到 24%。

图表 65 .2009 年我国前十位企业电石产量情况

序号	企业名称	产量 (万吨)	占全国产量比例 (%)
1	新疆天业集团有限公司	95	6.3
2	山东茌平信发华兴实业有限公司	39	2.7
3	内蒙古白雁湖化工股份有限公司	38	2.5
4	宁夏西部聚氯乙烯有限公司	38	2.5
5	宁夏大地铁合金有限公司	29	1.9
6	鄂尔多斯同源化工有限责任公司	28	1.9
7	新疆中泰矿冶有限公司	26	1.7
8	乌海市君正化工有限责任公司	25	1.7
9	汉江集团丹江口电化有限责任公司	23	1.5
10	湖北香溪化工有限公司	20	1.3
11	合计	362	24.1

资料来源：中国化工信息网

淘汰落后产能坚决。近年来，按照《电石行业准入条件》及其他相关产业政策的要求，电石行业加大了淘汰落后产能的力度，一批规模、能耗、环保达不到标准的电石装置被强制关停并拆除。2006年至2009年，行业分别淘汰落后产能57万吨、22万吨、105万吨、46.68万吨，提前完成了国家提出的“十一五”期间淘汰200万吨落后电石产能的目标。按照工作计划，2010年第五批电石淘汰落后产能企业名单已经公布，共淘汰落后产能74.47万吨。5年累计淘汰电石装置257台（计产能305万吨），淘汰落后产能有效遏制了电石产能扩张势头，同时也促使产业集中度不断提高，行业节能减排水平进步明显。

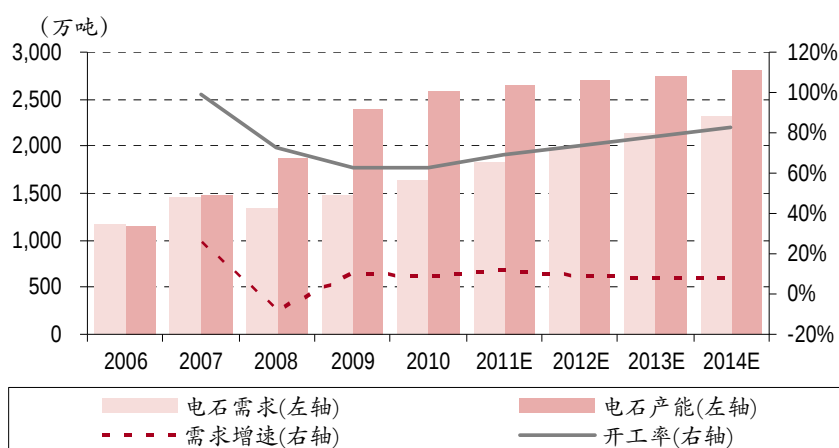
图表 66. 2007-2010 年国内电石行业淘汰落后产能情况

批次	年度	淘汰产能数量 (万吨)	淘汰电石炉数量 (台)
第一批	2006	57.42	91
第二批	2007	22.14	22
第三批	2008	104.76	66
第四批	2009	46.68	31
第五批	2010	74.47	47
合计		305.47	257

资料来源：中国化工信息网及中银国际研究

严控产能增长，开工率将回升。据氯碱协会不完全统计，到“十二五”末聚氯乙烯产能将会达到2,800万吨/年，其中电石法聚氯乙烯按70%来计，电石法产能将达到2,000万吨/年；其它下游如聚乙烯醇、石灰氮等产品“十二五”末将需要电石产能900万吨/年左右。根据“适度发展、严格控制总量、以市场为导向保持供需平衡”的原则，由此可见，未来几年内，电石行业整体的开工率将始终保持高位，价格也会受到支撑。

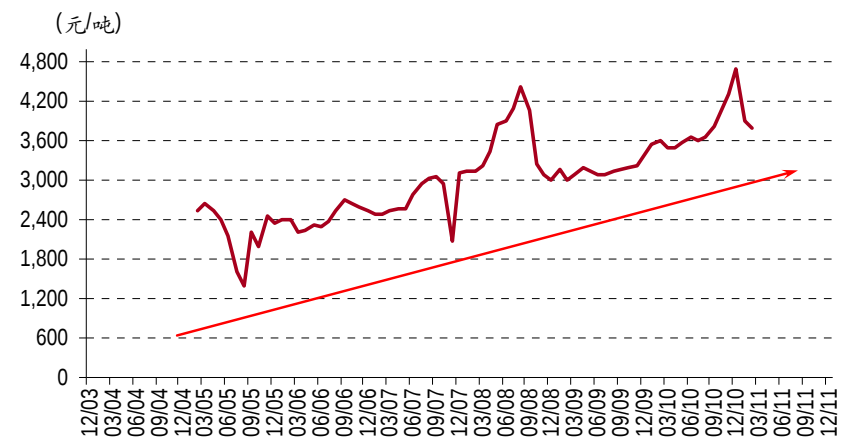
图表 67. 电石需求、产量及开工率



资料来源：中国资讯网，中银国际研究

从行业供需方面分析，根据我们的测算，2011 年、2012 年和 2013 年我国国内电石的需求量分别可以达到 1800 万吨、2000 万吨和 2150 万吨，绝对增量分别为 200 万吨，164 万吨和 158 万吨。但是在产能方面，由于电石行业属于“高耗能”行业，国内限制产能要求趋紧。根据行业协会的要求：预计到“十二五”末我国电石产能将控制在 2,800 万吨/年之内。中银国际推测在 2011 年至 2013 年预计全国电石产能分别为 2,650 万吨、2,700 万吨和 2,750 万吨。照此预测，未来国内电石行业的开工率将从 2009 年的 62%逐步提升至 2013 年的 78%，供求关系将不断趋紧。我们判断未来几年，国内电石价格将由于受到供需关系的影响，长期不断走高，从而对 PVC 价格形成支撑。

图表 68. 电石价格长期走高



资料来源：中银国际研究

PVC 投资标的选择

综上所述，我们在整个 PVC 行业的上市公司中，选择以下企业进行投资。

- 1) 必须具备“一体化”完整 PVC 产业链；
- 2) 业绩弹性大，估值相对便宜；
- 3) 具备资源优势。

目前，在 A 股上市的以 PVC 为主业的公司不多，通过筛选，我们认符合上述条件的公司中，宁夏的英力特、内蒙的君正集团和四川宜宾的天原集团是比较好的投资标的。

图表 69.PVC 行业主要上市公司情况统计

代码	名称	市值(亿元)	产能/市值	2011 年底预 计产能	电石产能	电石自给率 (%)
000635.SZ	英力特	34.1	0.81	27.5	50	121.2%
002386.SZ	天原集团	83.58	1.10	92	58	74.4%
002092.SZ	中泰化学	179.5	0.68	122	68	55.3%
600075.SS	新疆天业	64.78	0.49	32	32	66.7%
000422.SZ	湖北宜化	122.85	0.62	76	55	48.2%
601216.SS	内蒙君正	190	0.24	45.5	26	54.2%

资料来源：中银国际研究

公司推荐

英力特

公司简介。英力特是我国氯碱行业的龙头企业之一，主营业务为聚氯乙烯树脂、烧碱、氰胺类等化工产品的生产和销售。目前公司拥有聚氯乙烯树脂年产能 27.5 万吨、烧碱年产能 21 万吨、石灰氮年产能 9 万吨、双氰胺年产能 1.15 万吨；同时拥有年产 14 万吨的精制石灰基地、300MW 热电机组、50MW 机组发电权和年产 50 万吨电石装置。

四季度业绩大增。根据公司的最新业绩预告，公司公告 2010 年净利润水平为 1.05 亿-1.29 亿元，同比增长 120%-170%，主要原因是第四季度 PVC 产品价格较去年同期有大幅度的增长。我们测算公司当前 PVC 产品的毛利率水平在 35% 以上，而公司四季度业绩快报也进一步印证了我们的判断。

大股东增持缓解债务。公司在去年年底公告，准备通过向大股东英力特集团发行 11,420 万股，向战略投资者象屿集团发行 1,000 万股股票，拟募集资金总额为 171,396 万元。其中，英力特集团以其对公司的 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。本次非公开发行后，英力特集团持有本公司的股份将达 51%。假设本次非公开发行股票募集资金到位，公司负债规模可减少 155,800 万元。以目前与英力特集团和银行签订的利率测算，公司每年可减少财务费用 7,636.94 万元，按照增发后 3 亿规模的股本计算，那每年可以增加每股收益 0.25 元。

盈利前景。在原油价格一直维持在相对高位的假设下，我们对英力特公司的盈利进行了简单测算，预计公司 2011 年净利润水平能达到 3.01 亿元，同比增长 140.3，考虑定增摊薄的影响，我们保守预计公司 2011 年每股收益为 1.01 元/股，同比增长 42.7%，目前估值相当于 2011 年 20 倍市盈率。

图表 70.英力特业绩摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	2,026.1	1,873.4	2,000.0	2,267.9	2,524.2
变动(%)	29.4	(7.5)	6.8	13.4	11.3
归属于母公司所有者的净利润 (人民币 百万)	41.2	47.8	125.6	301.8	322.9
变动(%)	(57.1)	4.6	123.8	42.7	7.0
全面摊薄每股收益(人民币)	0.30	0.32	0.71	1.01	1.08
变动(%)	(57.1)	4.6	123.8	42.7	7.0
市盈率(倍)	59.4	56.8	25.4	19.8	18.5
每股帐面价值(人民币)	2.82	4.68	5.16	5.92	7.09

资料来源：中银国际研究

内蒙君正

公司简介。公司属于国内较少的完整拥有“煤-电-氯碱化工”及“煤-电-特色冶金”一体化产业链的循环经济企业，公司主营产品包括电力、聚氯乙烯树脂、烧碱、电石、硅铁等。

产能情况。公司的业务范围涵盖了产业链中的石灰石开采、生石灰烧制、发电、电石生产、烧碱制备、电石法 PVC 制备以及硅铁冶炼等环节。公司拥有一座石灰石矿山的采矿权及其配套加工设施，具备年开采石灰石 100 万吨、生产白灰 24 万吨的能力；公司的自备电厂，现配置有 300MW 汽轮发电机组、2 台 470t/h 循环流化床锅炉、1 座 220kv 变电站，年发电能力约 21 亿度；拥有 4 台 27,000 千伏安和 2 台 16,500 千伏安电石炉，年电石生产能力合计 26 万吨；拥有 5.5 万吨 PVC/烧碱生产装置一套，年 PVC 生产能力 5.5 万吨、烧碱 4 万吨；拥有 10 台 12,500 千伏安硅铁炉，年硅铁生产能力 10 万吨；2011 年初公司在 A 股市场 IPO，募投项目为新建年产 40 万吨 PVC/烧碱项目。

产业链配套。目前，公司的业务范围已经涵盖了产业链中的发电、电石生产、烧碱制备、电石法 PVC 制备、硅铁冶炼、石灰石开采、生石灰烧制等环节。公司控股子公司乌海市神华君正实业拟开发骆驼山煤田东南部的白音乌素煤矿，该煤矿年开采能力 120 万吨。通过多年经营，公司已形成了国内较为完整的“煤—电—氯碱化工”和“煤—电—特色冶金”一体化的产业结构。

盈利前景。在原油价格一直维持在相对高位的假设下，我们对内蒙君正的盈利进行了简单测算，预计公司 2011 年净利润水平能达到 7.08 亿元，同比增长 45.6%；我们预计公司 2011 年每股收益为 1.11 元/股，按照目前股价，估值为 26.8 倍市盈率。

图表 71.内蒙君正业绩预测摘要

年结日：12月31日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	1,601.2	1,298.2	2,800.1	3,760.7	4,220.1
变动(%)		(18.9)	115.7	34.3	12.2
归属于母公司所有者的净利润(人民币 百万)	210.5	153.6	486.1	707.7	759.7
变动(%)		(27.0)	216.5	45.6	7.4
全面摊薄每股收益(人民币)	0.40	0.30	0.93	1.11	1.19
变动(%)		(27.0)	216.5	18.3	7.4
市盈率(倍)	75.4	103.4	32.7	26.8	25.0
每股帐面价值(人民币)	1.68	1.98	8.24	8.90	9.60

资料来源：中银国际研究预测

天原集团

公司简介。天原集团是一个集氯碱化工、精细化工、建筑材料、煤化工于一体的企业集团。为用户提供聚氯乙烯、烧碱、水合肼、ADC 发泡剂、三聚磷酸钠、六偏磷酸钠、水泥、林产化工等系列不同规格型号产品，营销网络遍及全国主要大中城市，产品出口到欧洲、美洲、非洲、亚洲二十多个国家和地区。

产能及未来计划。公司为我国第二大电石法聚氯乙烯制造企业，西南最大氯碱企业，目前拥有年产 PVC52 万吨、烧碱 41.8 万吨、水泥 82 万吨、水合肼 1.5 万吨、三聚磷酸钠 8 万吨的生产能力；2010 年 1 月 10 日公司控股子公司天力煤化工与彝良县政府达成意向性整合协议，收购当地成熟性煤矿资源，达产后可形成 80 万吨的优质白煤产能；云南电石基地及其配套设施建设正进行中，达产后电石配套能力将达到 58 万吨以上。

盈利前景。在原油价格一直维持在相对高位的假设下，我们对天原集团公司的盈利进行了简单测算，预计公司 2011 年净利润水平能达到 3.80 亿元，同比增长 134.8%；我们预计公司 2011 年每股收益为 0.79 元/股。

图表 72.天原集团业绩预测摘要

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(人民币 百万)	3,985.7	3,691.2	3,837.6	4,906.0	7,247.9
变动(%)	25.6	(7.4)	4.0	27.8	47.7
归属于母公司所有者的净利润(人民币 百万)	188.5	174.8	162.2	380.8	661.4
变动(%)	(31.8)	(7.3)	(7.2)	134.8	73.7
全面摊薄每股收益(人民币)	0.63	0.58	0.34	0.79	1.38
变动(%)	(53.3)	(7.9)	(41.7)	134.8	73.7
市盈率(倍)	26.5	28.8	49.5	21.4	12.3
每股帐面价值(人民币)	7.49	7.91	8.24	8.90	9.60

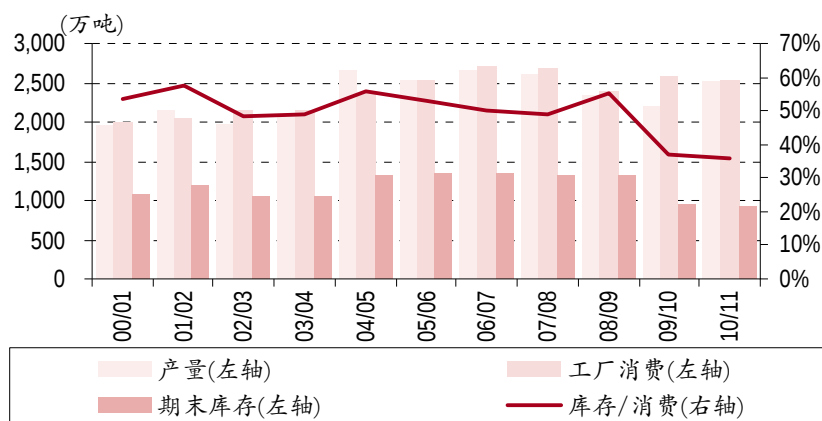
资料来源：中银国际研究预测

粘胶行业-受益于棉价高涨

全球棉花短期日益严重

据美国农业部预测,2010/2011 年度全球棉花产量为 2,509 万吨,但全球消费达到 2,543 万吨,中间存在着 34 万吨的缺口。供不应求使得全球棉花库存逐渐减少,从 2001/2002 年的 1,187 万吨下降到目前的 919 万吨,降幅为 22.61%。另外库存消费比也逐渐降低,目前为 36.12%,近 10 年来库存消费比减少了 21.62 个百分点。虽然今年棉花全球呈现丰产局面,但棉花短缺的局面日益严重。

图表 73. 全球棉花产量、消费量及库存情况



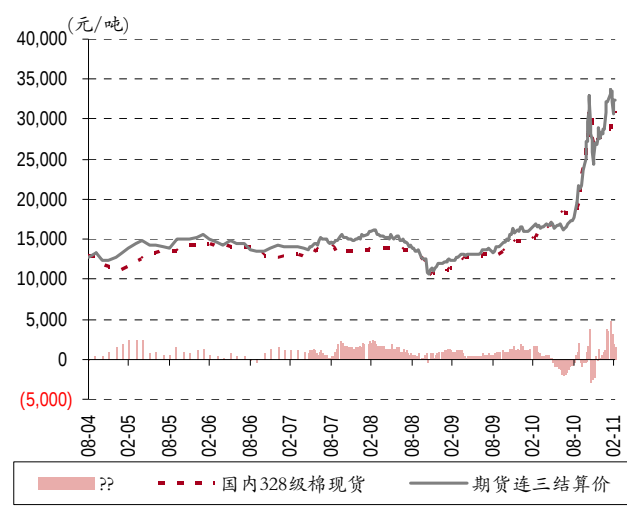
资料来源: 美国农业部、中银国际研究

未来一年棉花价格 26,000 元/吨上方震荡概率较大

我国棉花期货价格近期又突破了前期高点,达到 33,000 元/吨以上,而进口 M 级棉近期港口价超过 237 美分/磅,这个价格已经超过前期历史高点,再创新高。随着进口棉及棉花期货价格再创历史新高,再加上目前国储棉仅 40 万吨左右,全球棉花库存消费比日益降低,表明全球棉花短缺的局面日益严重。我们认为棉花价格在近期仍将保持高位运行。

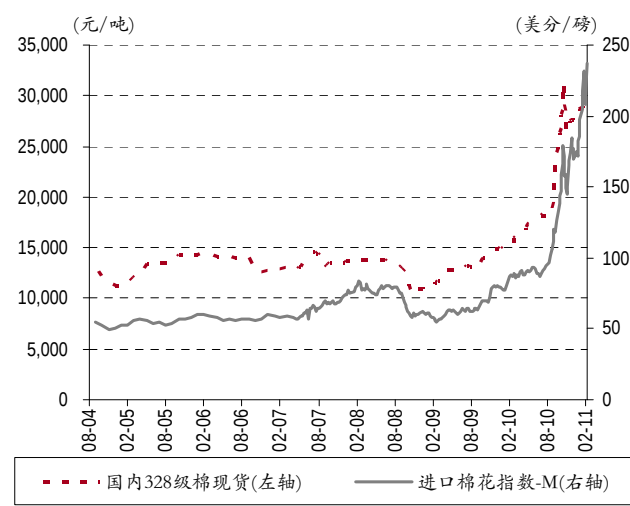
我们在 2010 年 12 月 7 日发布的《棉花价格何去何从》报告中指出，2011 年棉花预期价格底部为 22,700 元/吨，我们预计从目前到明年这一年多的时间里，23,000 元应该是棉花的底价，向下突破的概率较小。从收购成本来说，2010 年我国皮棉价格底部为 25,800 元/吨，如果低于这个价格，收棉企业将出现亏损。综合种植收获成本、收购成本及进口价格来说，虽然国家对棉花等农产品的价格压制，但由于国储棉基本抛光，后续力度有限。我们认为未来一年我国棉花价格在 26,000 元/吨上方震荡的概率较大。

图表 74. 棉花现货及期货价格情况



资料来源：万得咨询、中银国际研究

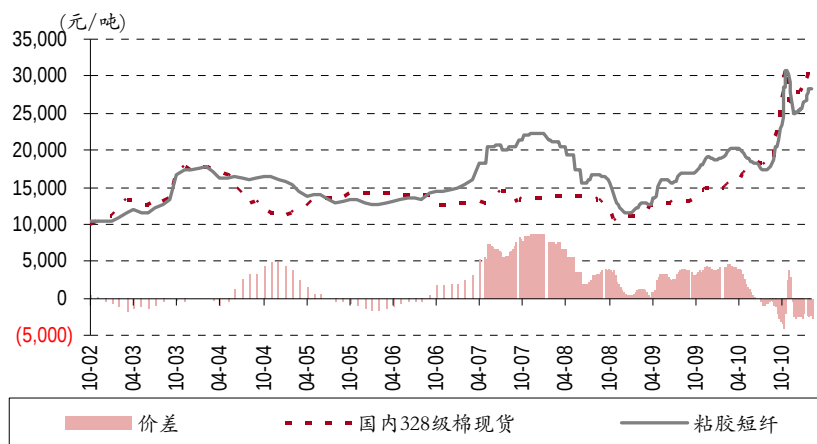
图表 75. 国产棉花与进口棉花价格情况



资料来源：中银国际研究

粘胶短纤价格有望高位运行

棉花的主要替代产品有涤纶短纤、粘胶短纤，三者相互竞争、相互替代，其价格又相互支撑。棉花价格高企，会增加粘胶短纤、涤纶短纤的使用量，也势必将推动涤纶、粘胶价格保持高位。其中粘胶短纤的原料浆粕来自于棉短绒或者木浆，棉花产量的减少也将影响粘胶短纤的产量。就下游纺纱企业来说，纺一吨棉纱需要棉花 1.12 吨，而纺一吨人棉纱需要粘胶短纤 1.03 吨，棉纱比人棉纱相比要多消耗约 10% 的原料。粘胶纤维来自于棉花，性能又优于棉花，从历史价格数据来看，粘胶短纤价格一般是高于棉花的。由于粘胶短纤纺纱消耗少性能又更加优越，那么下游对于粘胶短纤将更加青睐，所以随着棉花价格高位运行，我们认为粘胶纤维价格还有继续上行的空间。

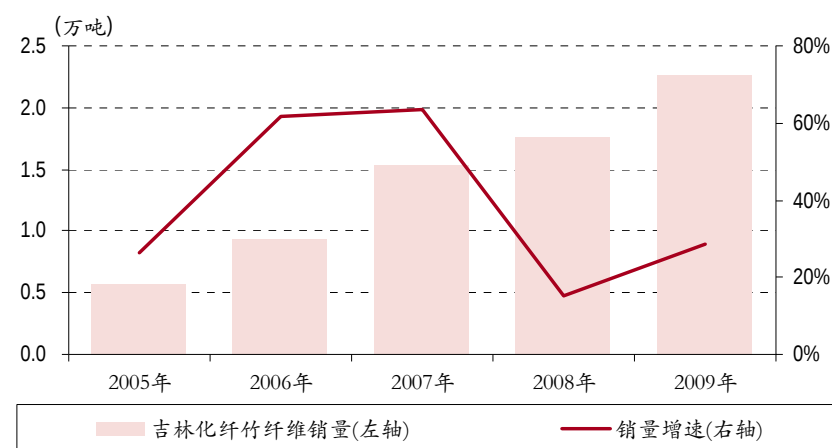
图表 76. 棉花、粘胶短纤价格情况


资料来源：中银国际研究

棉短绒产量占棉花的比例约 15%，按照 2010 年棉花产量 653 万吨计算，棉短绒产量为 98 万吨，净进口量 19 万吨，棉短绒的表观消费量合计 117 万吨。2010 年粘胶纤维产量为 183.5 万吨，按 1.4 吨棉短绒生产 1 吨粘胶纤维计算，需求棉短绒为 257 万吨，缺口达到 140 万吨。截至目前我国粘胶短纤产能约 225 万吨，粘胶长丝产能约 22 万吨，未来两年还有超过 100 万吨的粘胶短纤产能投产，棉短绒的需求压力更加严峻。由于棉短绒紧缺，这就使得粘胶企业必须采用更多木浆、竹浆来代替棉浆。我们认为向前延伸产业链的公司能获得更大的收益。

我国竹类资源丰富，竹林面积达 520 万公顷，竹类资源的面积及产量均居世界第一位。竹纤维优秀的机械性能赋予其可用作纺织品的潜质，但竹纤维的特性不仅仅是这些，其具有良好的抗紫外性、抑菌性、吸湿性和透气性、悬垂性等，顺应现代人追求健康、舒适的潮流。

吉林化纤是目前我国最大的竹浆粕和竹纤维生产企业，其竹浆粕和竹纤维市场占有率均超过 90%。2009 年公司年产竹纤维达到 2.27 万吨，同比增速 28.75%，创造收入 38,108 万元，占公司主营业务收入的 21.34%。吉藁化纤 2001 年竹纤维销量仅为 12 吨，到 2009 年达到 2.27 万吨，2005-2009 年吉林化纤竹纤维销量复合增长率达到 41%。

图表 77. 吉林化纤竹纤维历年销量与增速


资料来源: 公司数据, 中银国际研究

公司推荐:

吉林化纤:

产能不断扩张, 吉林化纤独立竹纤维鳌头

吉林化纤目前产能为: 竹纤维 5 万吨/年, 差别化粘胶短纤维 1.5 万吨, 粘胶长丝 2.2 万吨, 浆粕 5.5 万吨, 是中国化纤行业十强企业之一, 也是我国大型化纤支柱企业。

公司目前主要有 5 个控股子公司, 分别为: 河北吉藁化纤有限责任公司、吉林艾卡粘胶纤维有限公司、湖南拓普竹麻产业开发有限公司、四川天竹竹资源开发有限公司、吉林市吉漂化工有限责任公司, 其中河北吉藁下属子公司为深圳天竹生态服饰有限公司。

图表 78. 公司下属子公司控股比例及产能情况

	上市公司控 股权益比例	目前产能	未来产能扩 张情况	投产时间
吉林化纤股份有 限公司	100%	1.7 万吨粘胶长丝, 1.5 万吨 粘胶短纤, 2 万吨竹纤维	新建 3 万吨竹 纤维	2012 年
河北吉藁化纤有 限责任公司	98.65%	3 万吨竹纤维, 6 万吨棉浆粕		
湖南拓普竹麻产 业开发公司	64.27%	1.5 万吨竹浆粕	技改为 3 万吨 竹浆粕	2011 年中期
四川天竹竹资源 开发有限公司	79.82%	2.5 万吨竹浆粕	新建 10 万吨 竹浆粕	2012 年
吉林艾卡粘胶纤 维有限公司	70%	0.5 万吨连续纺粘胶长丝		
吉林吉漂化工有 限公司	51%	500 吨粘胶阻燃剂和 1,500 吨 色浆		
深圳天竹生态服 饰有限公司	51%	服装服饰纺织品开发批发		

资料来源: 中银国际研究

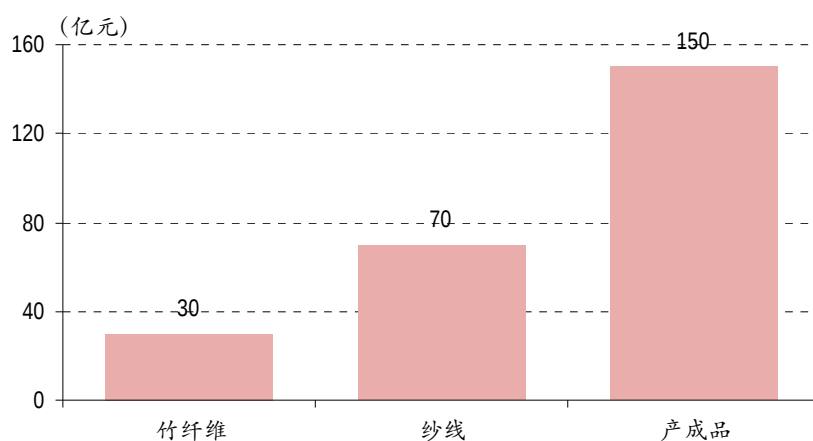
竹纤维年循环量可达 500 万吨

我国是世界上竹类资源丰富的国家，有 48 个属超过 500 种竹子，这些竹种分布在北纬 40 度以南的广大国土上。我国现有竹林 500 多万公顷，竹材循环量达到 4,000 万吨，可用于再生纤维素纤维加工的约 500 万吨。竹纤维年循环量是我国棉花产量的 75%，是我国粘胶纤维产量的 2.5 倍。随着需求增长，竹纤维将有望成为我国纺织纤维的重要组成部分。

竹纤维经济效益巨大，下游扩产意向强烈

截至 2010 年公司共计生产竹纤维 14 万吨，创造经济效益约 30 亿元，纱线约 70 亿元，带动产成品约 150 亿元，为社会创造了巨大的经济效益。

图表 79. 天竹产业取得的经济效益



资料来源: 中银国际研究

根据我们与下游用竹纤维纺纱的企业进行交流，纺纱企业表示目前使用竹纤维来纺纱所获得的毛利率是高于棉花、粘胶纱线的，由于使用竹纤维纺纱能够得到更高的利润，下游纺纱企业有扩大竹纤维意向强烈。

盈利预测假设及评级

假设增发能够完成，按增发完成后总股本 5.48 亿股（增发前 3.78 亿股）计算，我们预计 2010-2012 年公司每股收益分别为 -0.20 元、0.43 元、0.81 元，按照 3 月 4 日收盘价 8.88 元/股，2011-2012 年对应的动态市盈率分别为 21 倍和 11 倍。我们所选定的三家粘胶行业上市公司 2011 年平均市盈率为 30 倍。考虑到公司是粘胶价格高位运行中受益最大的公司，我们预计公司未来以竹纤维为体，阻燃、保温纤维为翼，即将大鹏展翅，随着产能不断扩张，公司业绩将逐步提高，我们给予 2011 年 25 倍市盈率，目标价为 10.85 元，维持**买入**评级。

图表 80.估值比较

公司	代码	股价 (人民币)	每股收益 (人民币)			市盈率 (倍)		
			2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
澳洋科技	002172.SZ	9.45	0.23	0.31		41.1	30.4	
山东海龙	000677.SZ	6.38	0.07	0.17	0.21	91.1	37.5	30.4
新乡化纤	000949.SZ	6.93	0.28	0.28	0.38	24.8	24.8	18.2
平均						52.3	30.9	24.3
吉林化纤	000420.SZ	9.09	(0.20)	0.43	0.81	(43.7)	21.1	11.2

资料来源：万得资讯、中银国际研究

图表 81.投资摘要

年结日：12 月 31 日	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (人民币 百万)	1,785	1,845	1,856	2,812	4,074
变动 (%)	(19)	3	1	52	45
净利润 (人民币 百万)	(360)	18	(77)	236	447
全面摊薄每股收益 (人民币)	(0.951)	0.047	(0.203)	0.431	0.814
变动 (%)	(551.7)	(104.9)	(534.2)	(312.2)	89.1
先前预测每股收益 (人民币)	-	-	(0.147)	0.360	0.693
调整幅度 (%)	-	-	(0.165)	0.431	0.814
核心每股收益 (人民币)	(0.951)	0.047	(0.203)	0.431	0.814
变动 (%)	(551.7)	(104.9)	(534.2)	(312.2)	89.1
全面摊薄市盈率 (倍)	N/M	190.0	N/M	21.1	11.2
1 核心市盈率 (倍)	N/M	190.0	N/M	21.1	11.2
每股现金流量 (人民币)	0.36	0.19	0.54	0.47	0.52
价格/每股现金流量 (倍)	24.8	47.7	16.4	18.8	17.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	(25.1)	23.1	36.6	9.3	5.8
每股股息 (人民币)	0.007	0.023	0.030	0.030	0.030
股息率 (%)	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

烟台万华 (600309.SS/人民币 25.09, 买入)
红宝丽 (002165.SZ/人民币 16.02, 未有评级)
滨化股份 (601678.SS/人民币 20.42, 未有评级)
兴发集团 (600141.SS/人民币 23.77, 买入)
英力特 (000635.SZ/人民币 20.0, 未有评级)
内蒙君正 (601216.SS/人民币 29.77, 未有评级)
天原集团 (002386.SZ/人民币 16.93, 未有评级)
湖北宜化 (000422.SZ/人民币 22.21, 未有评级)
中泰化学 (002092.SZ/人民币 15.60, 未有评级)
新疆天业 (600075.SS/人民币 14.77, 未有评级)
吉林化纤 (000420.SZ/人民币 9.09, 买入)
澳洋科技 (002172.SZ/人民币 9.45, 未有评级)
山东海龙 (000677.SZ/人民币 6.38, 未有评级)
新乡化纤 (000949.SZ/人民币 7.07, 未有评级)

以2011年3月9日当地货币收市价为标准

本报告所有数字均四舍五入

买入指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%;
卖出指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。同步大市则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

根据中国证券监督管理委员会《发布证券研究报告暂行规定》等法律法规和监管规定，中银国际证券有限责任公司确认以下事项：在本报告首次发布时，中银国际证券有限责任公司证券自营账户持有该上市公司股份已达到/或超过该上市公司已发行股份的 1%。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向客户发布。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映中银国际集团成员在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 2867 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371