

寻找新“材”富

——化工新材料行业 2011 年二季度投资策略报告

原材料/化工

投资要点:

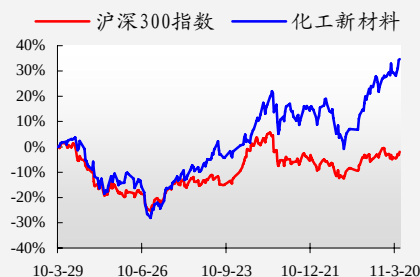
- 化工新材料是新材料产业的一个重要分支,也是目前基础化学工业最具活力和发展潜力的领域。新材料“十二五”规划草案提出,到 2015 年,我国化工新材料及助剂、加工机械和模具制造等将形成 2600 亿产值的体系,化工新材料的市场满足率将达 65%。
- 根据《石油和化工产业振兴支撑技术指导意见》和《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》,我们把我国目前重点发展的化工新材料分为有机氟材料、有机硅深加工、中间体制备、高性能工程塑料、高性能纤维及复合材料、高性能聚氨酯、特种橡胶等七大领域。
- 化工新材料集中在中小板和创业板,因此具有小盘股的属性,要取得超额收益必须跟踪中小板指数。化工新材料公司成长性较好,短期估值较高,中长期估值的合理预期一般在 25 倍 PE。化工新材料公司产品具有较强的向下游转移成本的能力。化工新材料公司的发展前景多为进口替代、消费升级、国外产能承接等,盈利预期短期很难验证。
- 二季度继续关注有机氟材料和特种橡胶行业。近十年来,我国氟化工行业的销售额(包括无机氟化工和有机氟化工)基本保持 15-20%的年均增长,重要产品的产能和产量年均增长率都达到 20%以上,有的甚至超过 40%。随着政策的扶持(如近期氟化氢准入条件的颁布),中国有机氟化工深加工领域有望在“十二五”期间迎来行业整合和快速发展的契机。特种合成橡胶是合成橡胶的分支,在汽车、建材、医疗、煤炭、电力、电子、军工、新能源、环保等众多领域有着广泛应用,并呈快速增长态势,现在的特种橡胶将是未来的通用橡胶。
- 重点关注三爱富、巨化股份、齐翔腾达、阳谷华泰、宏达新材、浙江龙盛、回天胶业、双象股份。

优于大势

维持评级

发布时间: 2011 年 3 月 28 日

走势图



分析师: 钦琛

执业证书编号: S0550511010010

TEL: (8621)6336 7000 - 276

FAX: (8621)6337 3209

Email: xxx@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

目录

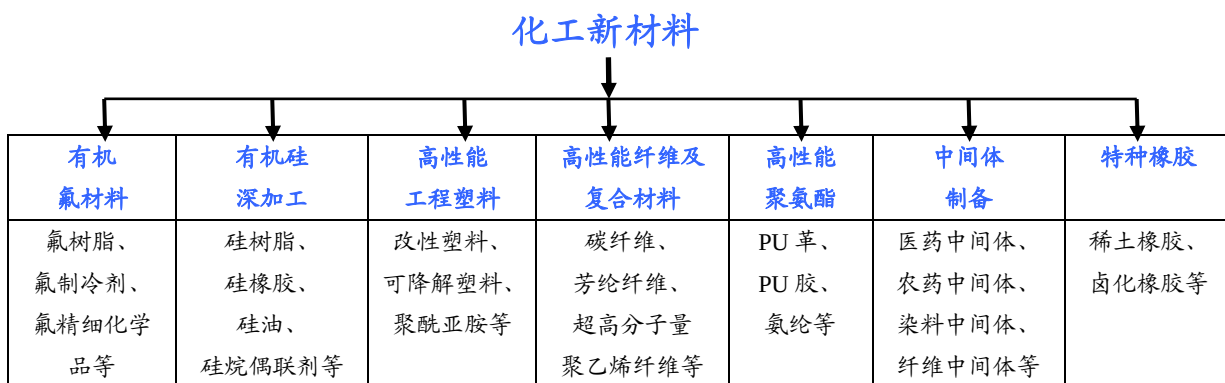
一、化工新材料	3
二、化工新材料板块的特征	4
三、二季度继续关注有机氟材料和特种橡胶行业	5
3.1 有机氟材料	5
3.2 特种橡胶行业	7
四、化工新材料重点上市公司介绍与推荐	11

一、化工新材料

材料是人类生存和发展的物质基础，从材料的角度看，人类已经走过了石器时代、青铜器时代和铁器时代，现已步入人工合成材料时代。一种新材料的发明和应用往往事关一个公司的崛起，一个产业的兴衰，甚至一个国家的经济竞争力。比如，杜邦公司发明的尼龙、“莱卡”、“凯芙拉”等新材料，不仅为杜邦带来了庞大的财富，还带动了整个合成纤维产业的蓬勃发展，并且帮助美国确立了在合成纤维研发和应用领域的霸主地位。新材料行业属于资本和知识密集型的行业，子行业众多，产品的附加值高，市场前景非常广阔，受到世界各国的高度重视。

“新材料产业发展对中国成为世界制造强国至关重要。”2009年11月，温家宝总理发表《让科技引领中国可持续发展》的重要讲话，明确将新材料产业列为国家新兴战略产业之一。2010年10月，《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》把新材料产业确定为七大战略性新兴产业之一，重点培育和发展。《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》指出到2020年新材料行业将成为国民经济的先导产业之一，再次确立了新材料作为新兴产业基石的地位。

图1 化工新材料分类



资料来源：东北证券

据测算，全球新材料市场规模已超过 8000 亿美元，中国新材料产业 2010 年的市场规模超过 800 亿人民币。我国新材料产品的市场增长率一直稳定在 10% 左右，而一些重要产品甚至超过 20%，但是我国新材料的自给率其实很低，依赖海外进口的局面仍未打破。我国新材料市场的内需强劲，替代空间巨大。我国的新材料公司 80% 以上的都是中小型企业，普遍存在着融资渠道不畅、产学研结合难等问题，因此资本市场的支持是新材料公司高速发展的一个重要保证。随着越来越多的新材料公司登陆中小板和创业板，新材料行业将在“十二五”期间迎来黄金发展期。

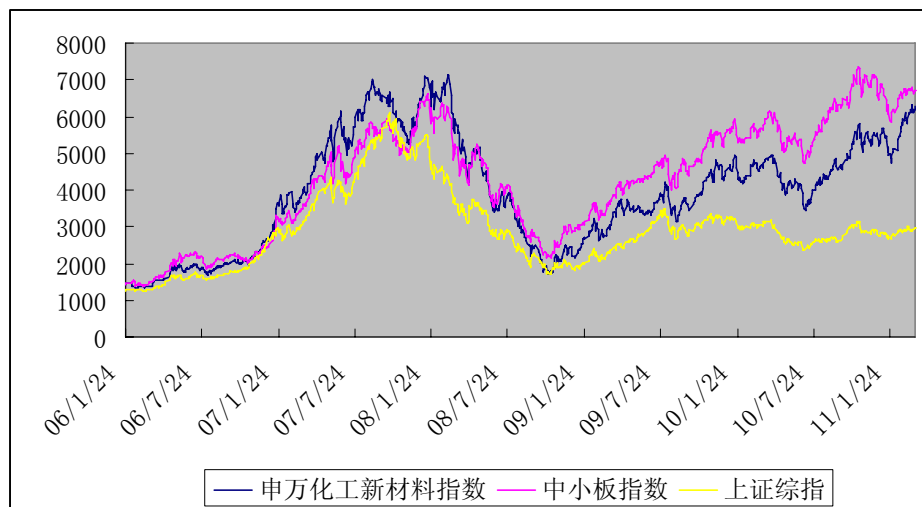
化工新材料是新材料产业的一个重要分支，也是目前基础化学工业最具活力和发展

潜力的领域。新材料“十二五”规划草案提出，到 2015 年，我国化工新材料及助剂、加工机械和模具制造等将形成 2600 亿产值的体系，届时化工新材料满足率将达 65%。那些所处细分行业景气周期长、拥有技术优势、产品性能优异和附加值高、成长前景良好的企业是值得投资者持续关注的投资标的，也是有望为投资者带来新“材”富的首选。根据《石油和化工产业振兴支撑技术指导意见》和《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，我们可以把我国目前重点发展的化工新材料分为有机氟材料、有机硅深加工、中间体制备、高性能工程塑料、高性能纤维及复合材料、高性能聚氨酯、特种橡胶等七大领域。

二、化工新材料板块的特征

1、化工新材料集中在中小板和创业板，因此具有小盘股的属性，要取得超额收益必须跟踪中小板指数。化工新材料指数的走势基本和中小板指数走势相似，在熊市中跌幅较大，在权重股起舞时跑输指数；在大盘盘整和上涨过程中将跑赢指数。从近 5 年板块走势来看，化工新材料板块获取超额收益的机会很大。

图 2 申万化工新材料指数、中小板指数、上证综指走势比较



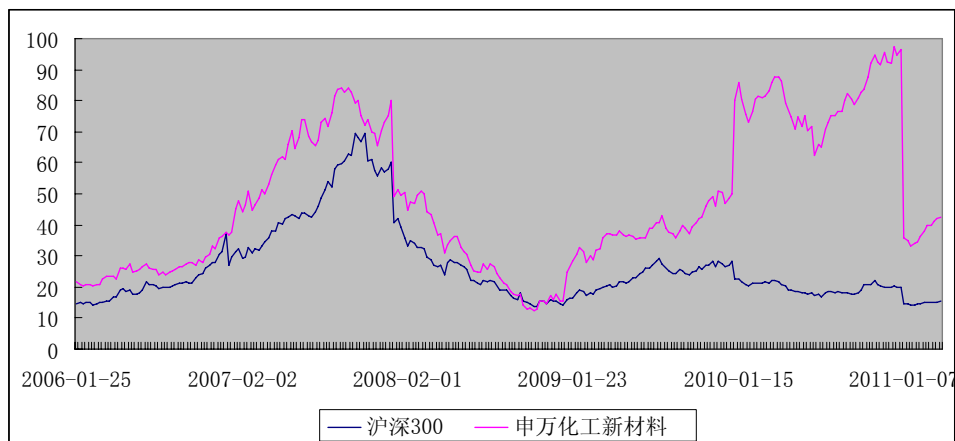
资料来源：东北证券

2、化工新材料的很多产品价格较难跟踪，市场数据统计较难，只能从产业链的上下游和相关公司的产品售价做出推断。化工新材料公司的发展前景多为进口替代、消费升级、国外产能承接等，盈利预期短期很难验证，而且经常有特殊概念冒出，容易被炒作。

3、化工新材料公司成长性较好，市场会给予高估值，公司合理的中长期估值一般在 25 倍 PE 左右。由于上游化工原料和下游市场大都具有周期性，公司业绩也具有一定周期性特征，但是化工新材料一般具有性能优异、技术壁垒高、产品附加值高、行业景气周期长等特征，当面对油价上涨的时候，相关公司具有较强的向下游转移成本的能力。另

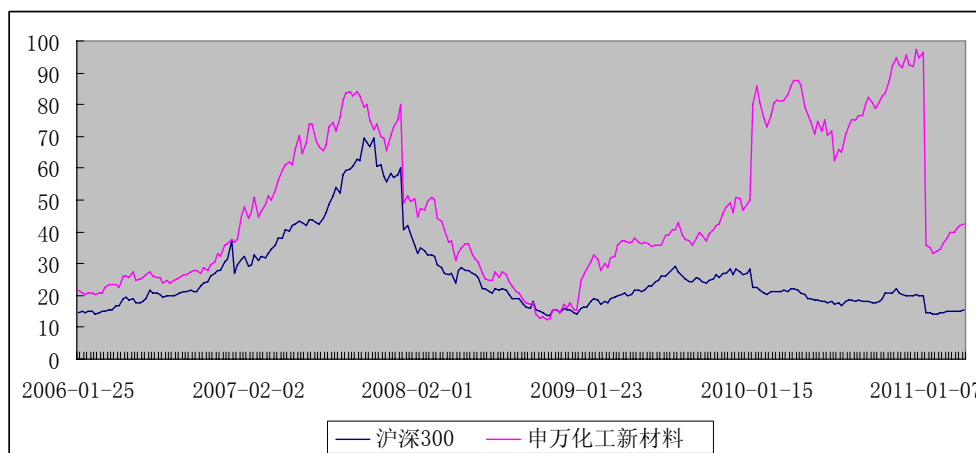
外，有机氟和有机硅材料的主要原料不是石油化工产品。

图 3 申万化工新材料和沪深 300 的 PE 比较



资料来源: Wind, 东北证券

图 4 申万化工新材料和沪深 300 的 PB 比较



资料来源: Wind, 东北证券

4、会引发二级市场投资机会的事件: 产品的价格的大幅上涨或重要原料价格的大幅降低、产能的释放和(如募投项目或在建项目开始贡献业绩、竞争对手停休装置或开工率下降)、国家政策的扶持或行业政策的变化(如行业准入标准的制定、税收的变化等)、突发事件(如战争、政变、地震等自然灾害)。

三、二季度继续关注有机氟材料和特种橡胶行业

3.1 有机氟材料

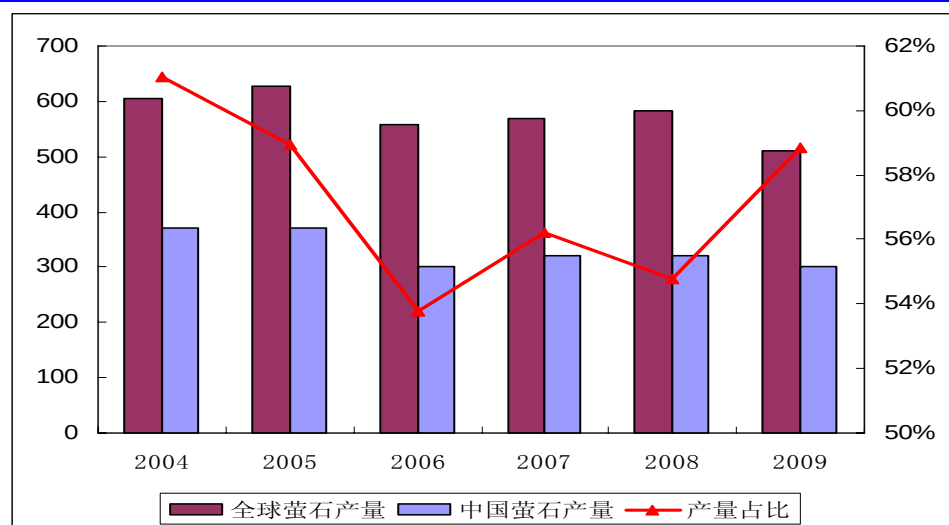
目前全球氟化工业务主要集中在美国的 DuPont、3M(含原来的 Hoescht、Dyneon 氟聚合物业务)、Honeywell(含原来的 Allied Signal 氟化工业务); 西欧的 Solvay Solexis(含原

来的 Ausimont 氟化工业务)、Arkema(含原来的 Atofina 氟化工业务)、Inoes Fluor(含原来的 ICI 和 Hoechst 氟烃业务); 日本的 Daikin 和 AsahiGlass(含原来 ICI 的氟聚合物业务)。这些公司在中国大都有独资和合资公司, 其氟化工产品从氢氟酸到 HCFC、替代品、氟聚合物、电子氟化学品等。国外公司在中国建立氟化工项目最大的原因是利用中国丰富的萤石资源和占领中国高端氟产品市场。

萤石是不可再生资源, 是氟化工的基础原料。在有机氟化工领域, 每 2.2kg 萤石可生产 1kg 氢氟酸, 再利用氢氟酸制备有机氟材料。丰富的萤石资源是我国发展有机氟化工的基础和优势。

从 2009 年 USGS 发表的统计资料显示, 萤石资源比较丰富的国家有中国、墨西哥、南非和蒙古等。全球萤石储量为 2.27 亿吨, 中国萤石储量为 0.21 亿吨, 占比 9.25%; 全球萤石基础储量为 4.66 亿吨, 中国萤石基础储量为 1.1 亿吨, 占比 23.61%。我国的萤石资源主要分布在湖南、内蒙古、浙江、云南和江西, 五省区储量占全国萤石保有储量的 85%, 其中产量最高的是浙江省。由于国家萤石保护政策的陆续出台, 萤石价格保持长期上涨态势, 这有利于国内有机氟化工龙头企业的行业兼并和深加工领域的技术革新。

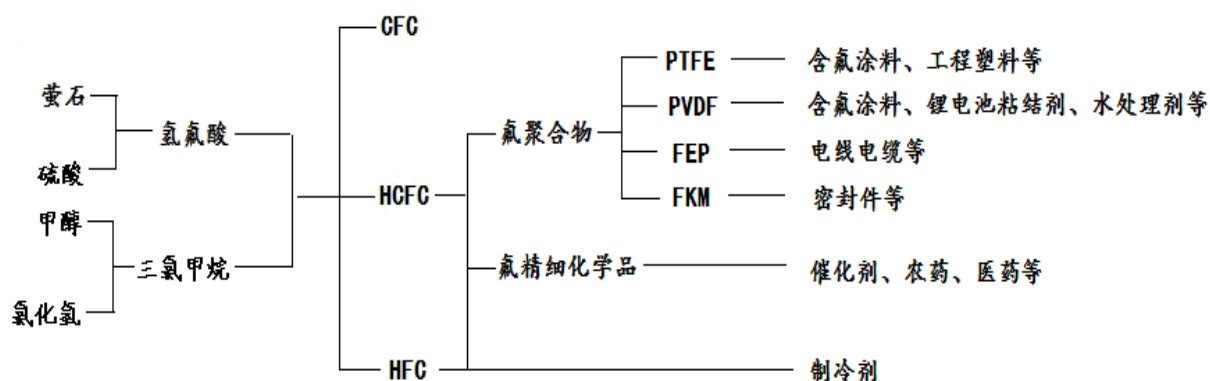
图5 全球和中国萤石产量



资料来源: USGS、东北证券

近十年来,我国氟化工行业的销售额(包括无机氟化工和有机氟化工)基本保持 15-20% 的年均增长,重要产品的产能和产量年均增长率都达到 20% 以上,有的甚至超过 40%。目前我国已是世界最大的氟化工初级产品生产国和出口国,又是氟化工深加工产品的主要进口国。技术的落后制约着我国氟化工行业向纵深发展,但随着政策的扶持(如近期氟化氢准入条件的颁布)和三爱富、巨化股份、山东东岳、江苏梅兰、中昊晨光等企业及科研院所的努力,中国有机氟化工深加工领域有望在“十二五”期间迎来行业整合和快速发展的契机。

图6 有机氟材料产业链图



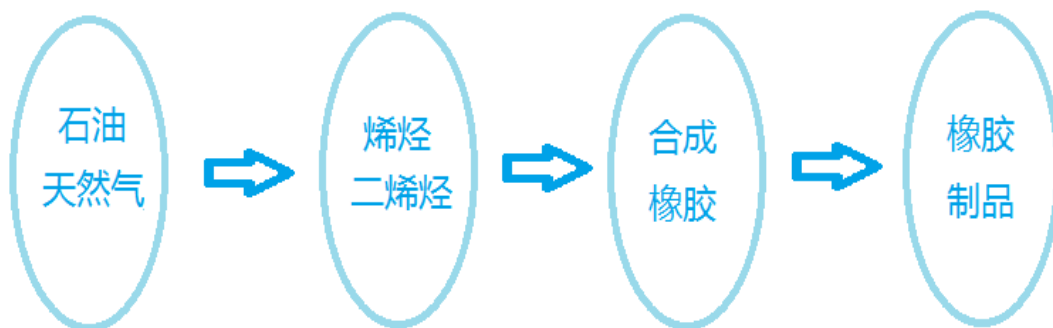
资料来源：东北证券

3.2 特种橡胶行业

橡胶按原料可以分为天然橡胶和合成橡胶，合成橡胶按用途又可分为通用型和特种型两类。由于通用合成橡胶和特种合成橡胶没有严格的学术区分，这里我们按制备技术难易程度和全球供需状况把七大合成橡胶归类于通用合成橡胶，七大合成橡胶是指顺丁橡胶(BR)、氯丁橡胶(CR)、丁苯橡胶(SBR)、乙丙橡胶(EPR)、丁基橡胶(IIR)、丁腈橡胶(NBR)和苯乙烯—丁二烯—苯乙烯嵌段共聚物(SBS)橡胶。

通用合成橡胶是目前需求量最大的合成橡胶，占合成橡胶产量的 80%以上。目前我国 SBR、BR 和 SBS 的自给率较高，NBR、IIR、CR、EPR 虽然掌握生产技术，但自给率较低。通用合成橡胶由于技术壁垒较低和部分产品全球产能过剩，利润空间被逐步压缩。

图7 通用合成橡胶产业链简易图



资料来源：东北证券

表 1 2007 年国内通用合成橡胶主要生产企业及产能（万吨/年）

公司名称	SBR	BR	SBS	NBR	IIR	CR	EPR
中石化下属各子公司	23.2	37.8	26.0		3.0		
中石油下属各子公司	19.5	16.5		3.0			2.0
南通中华	17.0						
重庆长寿						2.8	
山西合成						3.0	
镇江南帝				2.0			
南京扬浦	10.0						
合计	69.7	54.3	26.0	5.0	3.0	5.8	2.0

资料来源：中国石油与化学工业协会，东北证券

特种合成橡胶是指具有特殊性能和用途，能够在特殊环境中使用的合成橡胶。虽然其产量和消费量还没有通用合成橡胶大，但因其具有通用合成橡胶不具备的独特性能，在汽车、建材、医疗、煤炭、电力、电子、军工、新能源、环保等众多领域有着广泛应用，并呈快速增长态势，现在的特种橡胶将是未来的通用橡胶。

表 2 特种合成橡胶分类及国内外生产企业

名称	英文简称	国内外重点生产企业
丙烯酸酯橡胶	ACM	成都青龙、核工业建峰化工总厂特种合成橡胶厂、成都氟迪、美国杜邦、美国固特异、日本东亚油漆、日本瑞翁等
聚硫橡胶	PSR	德国朗盛、韩国锦湖、日本信越等
卤化合成橡胶		
卤化丁基橡胶	HIIR	德国朗盛、美国埃克森、 <u>浙江龙盛</u> 等
氯化聚乙烯橡胶	CM	杭州科利化工、 <u>亚星化学</u> 、美国杜邦、日本大阪制碱等
氯磺化聚乙烯橡胶	CSM	吉林石化、美国陶氏化学、日本东曹等
氯醇橡胶	ECO	河北利兴特种合成橡胶、武汉有机实业、美国固特异、日本瑞翁等
硅橡胶	Q	<u>宏达新材</u> 、 <u>新安股份</u> 、南京东爵、浙江合盛、 <u>回天胶业</u> 、美国道康宁、美国迈图高新、德国瓦克、日本信越等
氟橡胶	FKM	<u>三爱富</u> 、晨光化工、江苏梅兰、山东东岳、美国杜邦、日本大金、美国 3M、意大利苏威苏莱克斯、日本 JSR 等
聚氨酯橡胶	PUR	<u>烟台万华</u> 、上海橡胶制品研究所、天津大学化工实验厂等
稀土橡胶		
稀土异戊橡胶	LnIR	吉林石化、青岛伊科思新材料等
稀土顺丁橡胶	LnBR	锦州石化、 <u>齐翔腾达</u> 、德国朗盛、意大利埃尼等

资料来源：东北证券

橡胶工业是汽车工业的配套产业，汽车工业也是橡胶制品的主要市场。全球每年生胶量 70%以上的消耗用于汽车行业，其中 60%用于轮胎，40%用于其它橡胶配件。2007 年，日本和美国汽车橡胶制品销售额占到橡胶制品工业总销售额的 36%和 38%，而我国轮胎制造业的销售额占到橡胶制品业工业总销售额的 50%以上。

一辆汽车使用到的橡胶制品约占汽车总成本的 6%左右。每辆汽车需要的橡胶配件达 100~200 种，数量有 400~500 个，包括各种胶管、密封制品、减震橡胶及安全制品等。在汽车轮胎和配件的制备中，我们都能找到特种合成橡胶的身影，而且随着汽车工业对橡胶性能要求的不断提升，特种合成橡胶在汽车制造中的应用将越来越广。

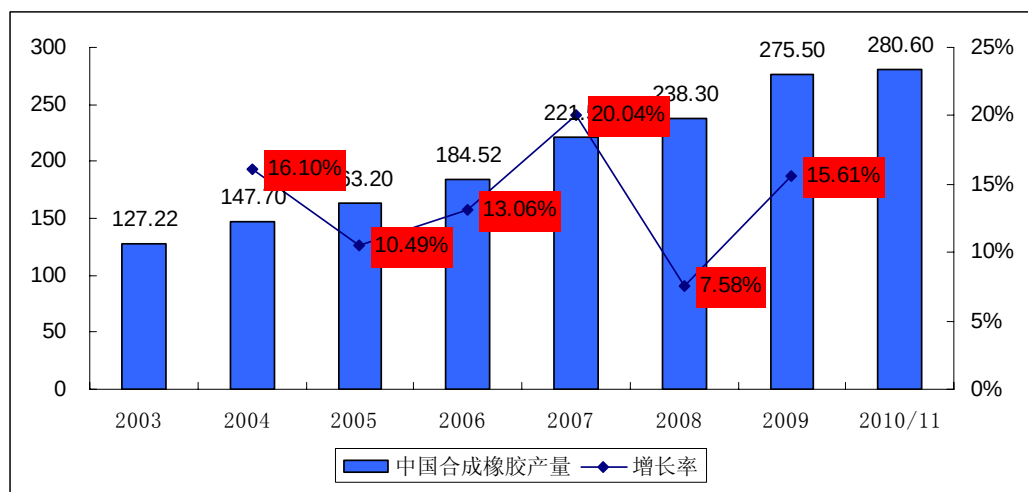
表 3 汽车主要橡胶部件

	胶管	密封制品	减震橡胶	其它
发动机	燃料胶管(FKM/ECO)、排气污染控制胶管(ECO)、导气管(NBR)、散热器胶管(EPDM)	曲轴油封(FKM)、衬垫成型垫圈(Q)、摇杆盖垫圈(ACM)、O 型密封圈(ACM、FKM)、控制阀隔膜(ECO)、进气歧管垫圈(HNBR)、凸轮轴油封(ACM)、油盘垫圈(ACM)、加油口盖(ACM)		高压电缆(Q)、联组三角带(CR)、同步传动带(HNBR)
汽车底盘	制动胶管(EPDM)、叉形胶管(EPDM、NR、CR)、压力操纵开关胶管(NBR)、压力操纵开关胶管(ACM)、T 形接头胶管(ACM)、制动主缸胶管(NBR、CR)	压力操纵开关齿条密封(NBR)、制动器盖(EPDM)、制动器汽缸活塞密封(EPDM)、变速箱油封(ACM)、差动齿轮油封(NBR)、O 型密封圈(NBR、ACM)	消声器吊架(EPDM)、悬架衬套(NBR)	轮胎(IIR、LnBR)
车身内外装饰	加热器胶管(EPDM)、空调装置胶管(NBR)、燃料胶管(FKM、NBR、ECO)、加油软管(NBR)、通风胶管(NBR)	车身门窗密封条(NBR)、玻璃内衬(EPDM)、O 型密封圈类(FKM、NBR)、传感装置密封材料(FKM)、车身侧贴边(EPDM)	缓冲胶(Q)、前隔板绝缘体(EPDM)	挡风玻璃刮水器片(CR)

资料来源：东北证券

近八年来，我国合成橡胶产量保持了 13%以上的复合增长率，即使是全球经济危机严重的 2008 年仍同比增长了 7.6%。合成橡胶虽然和汽车工业密切相关，但是在医药、电力、环保等弱周期行业也有广泛应用，所以合成橡胶的周期性较弱。特种合成橡胶是合成橡胶的分支，市场需求稳定而快速的增长，同样属于弱周期行业。

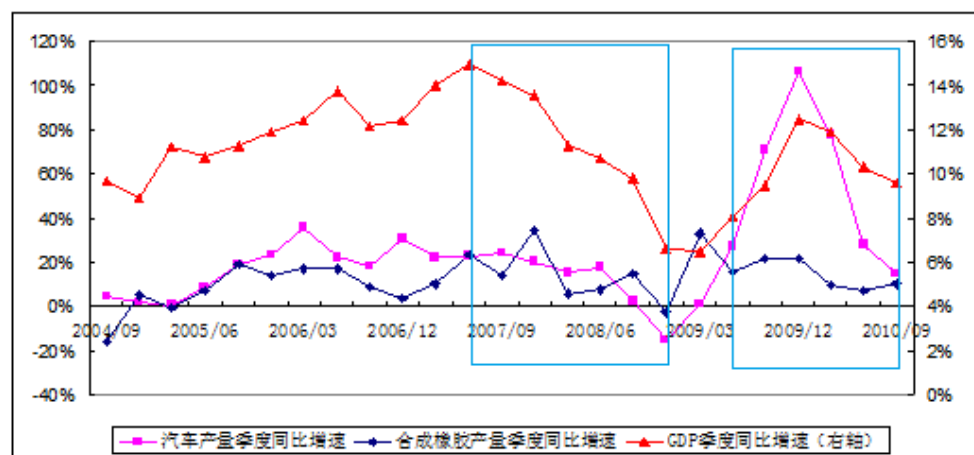
图8 我国合成橡胶产量及增速



资料来源：Wind，东北证券

从汽车销量历史来看，宏观经济对汽车消费需求影响显著，汽车行业是典型的周期性行业。宏观经济复苏并向好时，居民的汽车消费信心增强，汽车需求快速提升。反之，宏观经济走弱时，居民消费信心不足，汽车需求下降。从统计数据我们可以看出，我国合成橡胶产量的增速虽然受到GDP和汽车产量增速的影响出现相同趋势，但其增速的变化有时会领先GDP变化，且波动幅度也明显比汽车产量增速的波动幅度低。

图9 GDP、汽车产量和合成橡胶产量的季度同比增速

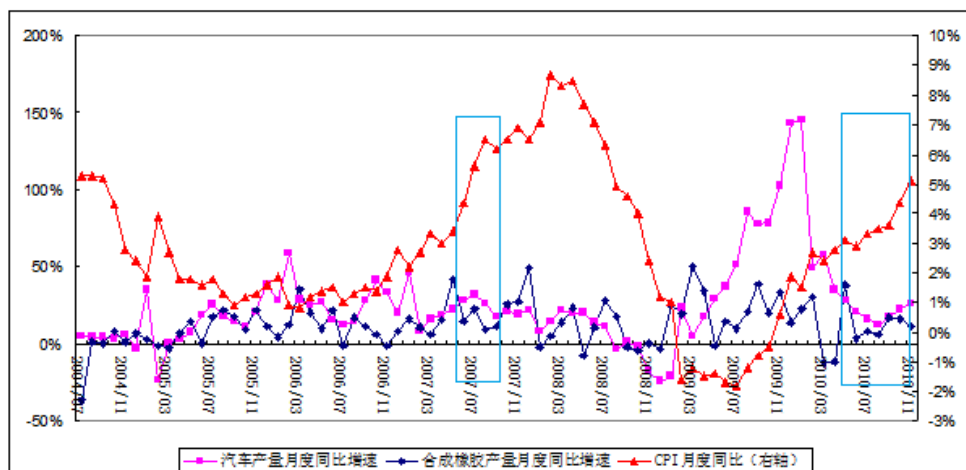


资料来源：汽车工业协会，国家统计局，Wind，东北证券

从经验上看，CPI高位回落过程中，汽车产量和合成橡胶产量的增速也呈下滑趋势；反之，CPI底部回升过程中也伴随汽车产量和合成橡胶产量增速的上升，但是当CPI超过3.5%后，合成橡胶产量的增速又会出现回落，这是因为消费者对通胀的恐惧和政策打压

的预期，购买力下降，并从消费品逐步往产业链上游传导，最终导致合成橡胶需求增速的下滑。

图 10 CPI、汽车产量和合成橡胶产量的月度同比增速



资料来源：汽车工业协会，国家统计局，Wind，东北证券

四、化工新材料重点上市公司介绍与推荐

二季度重点关注公司：三爱富、巨化股份、齐翔腾达、阳谷华泰、宏达新材、浙江龙盛、回天胶业、禾欣股份。

表 4 化工新材料的分类及重点上市公司

	产业链上产品分类	重点上市公司
有机氟材料	氟橡胶、氟塑料、氟制冷剂、氟精细化学品等	三爱富、巨化股份、永太科技等
有机硅深加工	有机硅单体、聚硅氧烷、有机硅胶、硅橡胶、硅树脂、硅烷偶联剂等	新安股份、宏达新材、回天胶业、硅宝科技、高盟新材、蓝星新材等
高性能工程塑料	改性塑料、聚酰亚胺等	金发科技、普利特、深圳惠程等
高性能纤维及复合材料	碳纤维、芳纶纤维、超高分子量聚乙烯纤维等	中钢吉炭、中纺投资、金发科技等
高性能聚氨酯	MDI、TDI、环氧丙烷、聚醚、PU革、PU胶、氨纶等	烟台万华、沧州大化、滨化股份、红宝丽、禾欣股份、双象股份、回天胶业、烟台氨纶等
中间体制备	医药中间体、农药中间体、染料中间体、纤维中间体等	建新股份、联化科技、永太科技、天马精化、九九久等
特种橡胶	溴化丁基橡胶、稀士顺丁橡胶等	齐翔腾达、阳谷华泰、浙江龙盛等

资料来源：东北证券

表 5 化工新材料上市公司估值比较

公司简称	代码	股价	EPS			P/E		
		2011/3/28	2010A/E	2011E	2012E	2010A/E	2011E	2012E
三爱富	600636	25.98	0.12	0.58	0.62	213	45	42
巨化股份	600160	27.25	0.96	0.94	1.25	28	29	22
齐翔腾达	002408	56.32	1.80	1.92	2.35	31	29	24
阳谷华泰	300121	32.72	0.59	0.66	1.81	55	50	18
宏达新材	002211	17.50	0.35	0.43	0.90	50	40	19
浙江龙盛	600352	11.69	0.64	0.83	1.01	18	14	12
回天胶业	300041	56.86	1.33	1.77	2.46	43	32	23
双象股份	002395	32.22	0.93	1.14	1.69	35	28	19

资料来源: Wind, 东北证券

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。